



消费品及服务 - 商业

Retailing

2011 年 5 月 26 日

市场数据	2011 年 5 月 26 日
当前价格 (元)	12.24
52 周价格区间 (元)	9.22-17.30
总市值 (百万)	3812.65
流通市值 (百万)	3780.16
总股本 (百万股)	311.49
流通股 (百万股)	308.84
日均成交额 (百万)	88.27
近一月换手 (%)	55.28%
Beta (2 年)	
第一大股东	乌鲁木齐国有资产经营有限公司
公司网址	http://www.xjyh.com.cn

财务数据	FYE
毛利率	21.36%
净利率	3.60%
净资产收益率	10.11%
总资产收益率	365.24%
资产负债率	61.05%
现金分红收益率	0.00%
市盈率	36.32
市净率	3.66

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
友好集团	-4.90%	-3.70%	21.55%
沪深 300	-7.98%	-6.48%	6.27%

相关报告

《首季增长开门红五年目标锁百亿》2011.04.21

冯乐宁

执业证书号: S1030511010001
(0755) 83199599-8218

fengln@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 冯乐宁, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

专注拓展 志在长远

—友好集团 (600778)

评级: 中性

- **事件描述:** 公司拟于 6 月 1 日召开临时股东大会, 5 月 25 日公布的临时股东大会资料显示, 友好集团拟向亚中物流商务网络有限公司租赁物业, 用于开设大型综合购物中心, 该物业位于乌鲁木齐市高新技术开发区, 广汇美居物流园的美林花源小区南一区、北一区的房产。
- **租赁模式有利于其规模化布局。** 目前公司共拥有 8 家百货门店(含托管), 仅有 2 家为纯租赁物业, 自有物业的比重是较高的, 也显示出公司的发展仍在重资产的模式下, 一方面可回避租金上涨带来的成本压力, 也可以保证旗下门店长期的持续性经营, 但随着其五年百亿元规划的提出和租赁美林花源项目的公布, 显示出公司在发展模式上有所调整, 租赁模式更有利于轻装布局。
- **新项目的每年租金和物业费用压力较低。** 公司本次拟新签约美林项目的租赁合同中, 也对项目未来 15 年, 每年公司需要承担的租金和物业费用做了细分统计, 使每年的成本在可控范围以内, 其中公司在前六年, 每年需承担的租金和物业成本在 2036-2234 万元的区间, 项目成本可控。
- **新项目整体及周边消费潜力理想。** 2010 年乌鲁木齐市的城镇居民年可支配收入达到 14382 元; 人均消费支出 10239 元, 首次突破万元大关, 显示该地区的消费潜力在逐年提升。从该项目所辐射的区域来看, 涵盖的住宅小区到 30 余个, 区域内总人口约为 15 余万人, 消费潜力较为可观。
- **对业绩有略微影响主要体现在近两年。** 根据公司对其净利润的预期, 该项目的盈利时间点预计在第三年, 而项目静态投资回收期为公司测算为 5.37 年。其中首年的亏损额大约在 1211 万元左右, 第二年在 277 万元左右, 我们测算, 如果该项目在今年下半年开业的话, 预计会拉低公司 2011 年业绩 0.01-0.02 元, 对 2012 年业绩的拉低影响在 0.04 元左右。
- **盈利预测与评级:** 我们认为, 公司短期处于规模化扩张的建设期, 盈利期待并不在于眼前, 而在长远。预计公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.403 元、0.50 元和 0.691 元, 当前股价对应 PE 分别为 30 倍、24 倍和 17 倍。虽然广汇合作房地产项目如启动, 有望在未来几年带给公司较为充裕的现金流和利润增厚, 但仍有一定的不确定性因素, 同时考虑到公司短期新店集中拓展造成最近 1-2 年成本上升和毛利率调整的因素, 我们给予公司“中性”的评级。
- **风险提示:** 新店集中释放成本压力对毛利率影响加大; 新店培育期因经济增长放缓而延长; 通胀加剧或会降低消费者购买力。

事件描述

公司拟于 6 月 1 日召开临时股东大会, 5 月 25 日公布的临时股东大会资料显示, 友好集团拟向亚中物流商务网络有限公司租赁物业, 用于开设大型综合购物中心, 该物业位于乌鲁木齐市高新技术开发区, 广汇美居物流园的美林花源小区南一区、北一区的商业房产, 该项目总面积约为 5.1 万平方米, (其中已建成部分面积为 4.6 万平方米, 待建部分面积为 0.5 万平方米), 预计 2011 年 8 月 31 日交付。

进入 2011 年以来, 友好集团就推出了其五年创百亿的发展规划, 自今年上半年开始, 公司扩张资产的动作频频, 除了元月开业的两家超市外, 伊犁天百也于五一前夕盛装开业、而阿克苏和奎屯等门店均已纳入储备项目中, 进入 5 月后, 公司继续购置商业地产, 包括佳雨 i 城项目和租赁美林花源项目。

Figure 1 美林美源项目商业房产

单位: (平方米)

面积	负一层	一层	二层	三层	四层	小计
北一区	4947.04	4429.89	4840	4812.67	4967.39	23996.99
南一区	4845.87	3667.65	4118.23	4770.9	4979.23	22381.88
总计:						46378.87

资料来源: 公司 2011 年第三次临时股东大会资料、世纪证券研究所

美林花源是位于乌市新市区长春路, 紧邻美居物流园, 附近已经建成或在建众多住宅小区, 有利于培育较多的购物消费群体, 同时还有政府机关、企事业、学校、医院等单位, 其未来发展的空间仍较大。友好集团拟租赁该商业房产 15 年 (自 2011 年 8 月 31 日至 2026 年 8 月 30 日)。成本大约为: 首期租金为 0.6 元/天/㎡, 物业费 0.6 元/天/㎡, 租金每三年递增 10%, 15 年租金及物业费总额为 37232.1698 万元。我们注意到, 该项目在前六年, 公司每年需要承担的租金和物业成本, 大约在 2036-2234 万元的区间, 成本压力较低。

租赁模式有利于保障公司五年规划的进度

目前公司共拥有 8 家百货门店(含托管), 仅有 2 家为纯租赁物业, 自有物业的比重是较高的, 也显示出公司的发展仍在重资产的模式下, 一方

面可以回避租金压力上涨带来的成本压力，也可以保证旗下门店长期的持续性经营，但随着其五年百亿元规划的提出和租赁美林花源项目的公布，显示出公司在发展模式上有所调整。公司本次签约美林花源项目，采取了租赁的形式，这也是自 2009 年租赁美美友好百货以来的首次以租赁的方式进行拓展。

Figure 2 公司现有百货门店及储备店

(单位: 平方米) *预估

门店名称	面积	物业状态	开业时间	所在地	定位
友好商场	30000	自有	1958年	乌鲁木齐	大众百货
天山百货	34000	自有	1994年	乌鲁木齐	精品百货
天百名店	20000	自有+租赁	1998年	乌鲁木齐	大众折扣店
友好百盛	50000	自有	2002年	乌鲁木齐	中高端百货
库尔勒天百	67314	租赁	2007年	巴州市	购物中心
独山子金盛百货	13000	自有	2008年	克拉玛依市	时尚百货
美美友好百货	32900	租赁	2009年	乌鲁木齐	高端百货
伊犁天百	32000	自有	2011年	伊犁市	购物中心
阿克苏天百	70465	自有	2011年底或2012年初	阿克苏市	购物中心
奎屯天百	47500	自有	2012年年中	奎屯市	购物中心
佳雨i城西山店	8851	自有	2012年下半年	乌鲁木齐	友好超市
美林花源百货	51387	租赁	2011年下半年	乌鲁木齐	购物中心

资料来源: 公司临时公告、世纪证券研究所

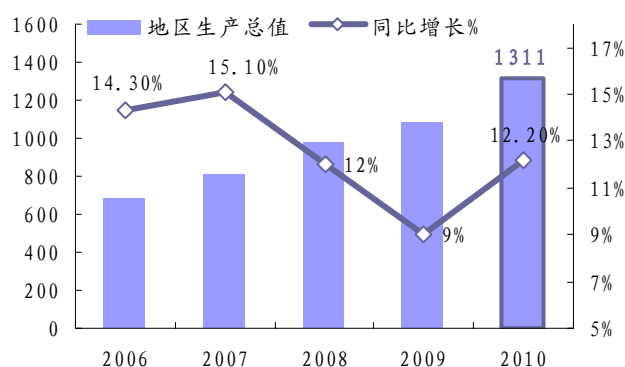
我们认为，对于商业零售企业，不论是采取轻资产模式发展，亦或是重资产模式发展，都有其有利的方面和不利的因素，既然公司未来五年的发展规划中，提到了百亿元的销售目标，因而未来五年，公司对外延式扩张的需求较为倚重，假若公司均以重资产的模式来进行拓展，那将会令公司的融资压力大增，可能会使公司的资金链不堪重负，甚至会延缓其规模扩张的速度，因而适当的以租赁门店的形式（如，美林花源为超 5 万平米的大体量门店），在完成门店的布局，可以达到快速，和高效以及低成本的规模化，同时也令公司的资金或融资能够在外延式拓展中，较重资产模式更能起到较大的杠杆作用。

所以未来几年，假如公司以轻、重资产相结合的模式来拓展规模的话，将有利于其加快外延发展的速度。同时我们也注意到，公司本次新签约美林项目的租赁合同中，也对项目未来 15 年，每年公司需要承担的租金和物业费用做了细分统计，使每年的成本在可控范围以内，其中公司在前六年，每年需承担的租金和物业成本在 2036-2234 万元的区间，因而该项目的成本是可控的。

乌市消费潜力大有利于缩短新项目的培育期

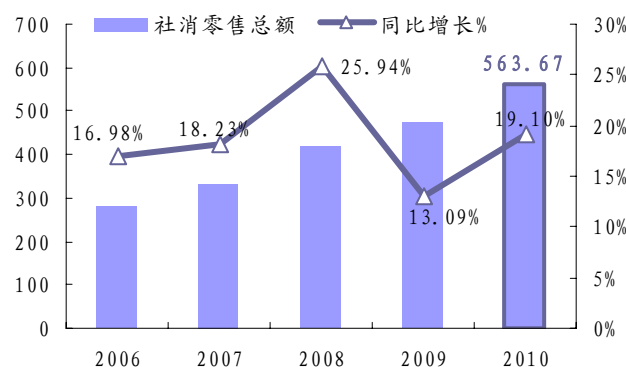
从国家统计局的数据来看，乌鲁木齐市从 2006 年至 2010 年每年 GDP 增长速度约为 12.5%，而其消费品零售总额的增长也一直保持较快的增长速度，其中 2008 至 2009 年连续两年增长比例分别为 25.94% 和 13.09%，2010 年全年实现社会消费品零售总额 563 亿元，比上年增长 19.1%，占全疆社会消费品零售总额的 42.5%，（2009 年的增速下降与全球金融危机相关，目前已经恢复性增长）。另外 2010 年乌鲁木齐市的城镇居民年可支配收入达到 14382 元；人均消费支出 10239 元，首次突破万元大关。以上数据显示该地区的消费潜力在逐年的增大，这对友好集团开张新项目是一个理想的机会。

Figure 3 乌鲁木齐年生产总值及增长率 单位：亿元



资料来源：统计局、世纪证券研究所

Figure 4 乌鲁木齐社消零售总额及增长 单位：亿元



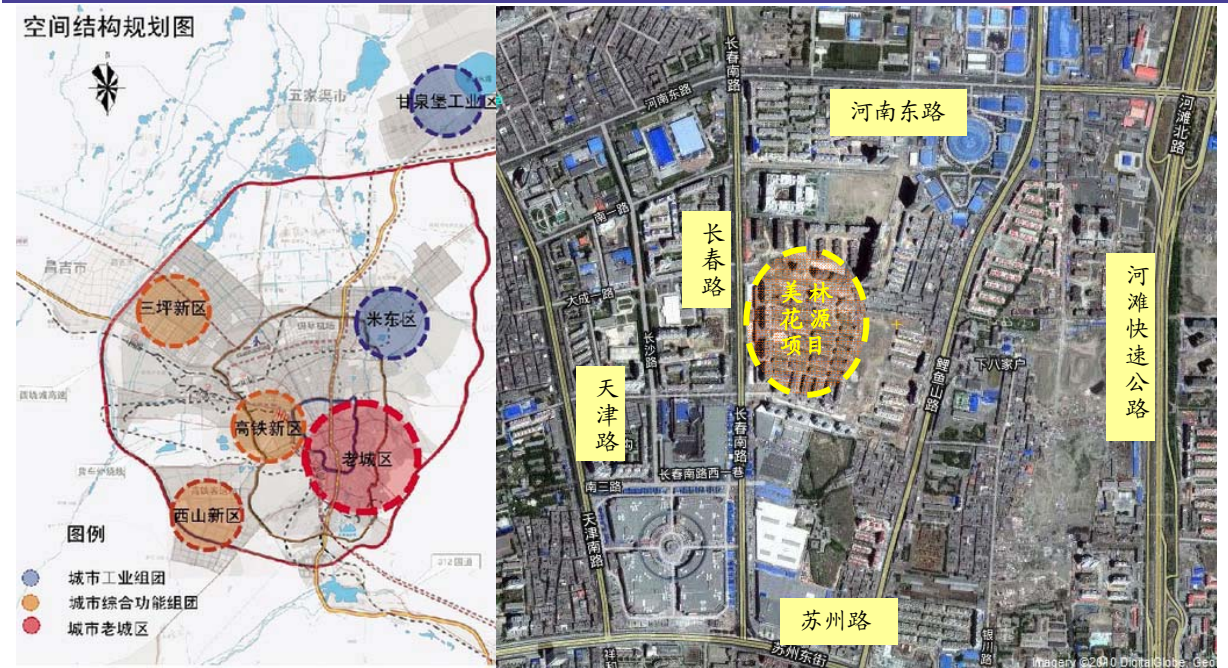
资料来源：统计局、世纪证券研究所

此外全市构建城北新区、高铁新区、米东区、甘泉堡工业区、西山新区、老城区六大组团。中心城区按照“多中心组团式”的空间发展思路，构筑“一轴、双核、多心”的空间结构。根据乌鲁木齐市政府城区北扩、“六大组团”的战略构想，乌鲁木齐高新区位于乌市北扩的中心城区，有望成为乌市最具发展潜力的区域之一。公司的美林美源项目也有望成为城北新区居民出行购物、休闲和娱乐的首选场所之一。

从该项目所辐射的区域来看，涵盖的住宅小区到 30 余个（包括已建、在建、待建小区），区域内总人口约为 15 余万人。随着城北新区的快速发展，该地区内房价、租金增幅较大，本项目租金较附近商业房产租金价位偏低，运营成本较低。再加上公司 23.5 万的会员优势，众多的忠实顾客将有利于进一步缩短项目的培育期。

另一方面，在周边的商业体主要为大型超市，分别是在北京路与苏州路交汇处有家乐福超市；铁路局附近的西单超市和爱家超市，由于这三家超市开业时间较长，虽然会对项目产生影响，但我们认为由于美林美源的经营定位是购物中心与周边超市可形成错位发展，因而影响有限。

Figure 5 乌鲁木齐结构规划及美林项目地段位置



资料来源：公司 2011 年第三次临时股东大会资料、世纪证券研究所

美林美源项目的经营分析

公司预计该项目在首年（按 12 个月完整年的计算口径），其营业销售收入预测为 19820 万元，而第 2-5 年，其每年营业收入的增长率将维持在 30%，其后 5 年的增长水平将维持在 10%；该项目的综合毛利率为 10.50%，

Figure 6 美林美源项目收入及盈利预测

	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	第 8 年	第 9 年	第 10 年
销售收入	19820	25766	33496	43545	56608	62269	68496	75345	82880	91168
同比 (+/-)		30%	30%	30%	30%	10%	10%	10%	10%	10%
净利润	-1211.7	-277.2	798.7	1691.2	2655.1	3218.3	3388	3762.3	4177.5	4453.4
同比 (+/-)		-77.12%	-388.13%	111.74%	57.00%	21.21%	5.27%	11.05%	11.04%	6.60%
净利率率	-6.11%	-1.08%	2.38%	3.88%	4.69%	5.17%	4.95%	4.99%	5.04%	4.88%
EPS (元/股)	-0.04	-0.01	0.03	0.05	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14

资料来源：公司 2011 年第三次临时股东大会资料、世纪证券研究所

根据公司对其净利润的预期,该项目的盈利时间点预计在第三年,而项目静态投资回收期为公司测算为 5.37 年。其中首年的亏损额大约在 1211 万元左右,第二年在 277 万元左右,我们测算,如果该项目在今年下半年开业的话,预计会拉低公司 2011 年业绩 0.01-0.02 元,对 2012 年业绩的拉低影响在 0.04 元左右。

“起跳前的下蹲”志在长远

a. 主力门店内生增长良好

从公司 2010 年全年的表现,加上今年一季度公司百货业 34.7%的营业收入增长情况来综合推测,公司的主力门店仍能保持较好的状态,而次新门店也能继续给力。主力店友好商场和天山百货去年的营收增速不低于 30%,而独山子百货美美百货作为次新店在培育期内,仍将有不错的营业收入增长,另外库尔勒店的营收也理想。这集中体现出目前公司明显的区位优势,随着公司有效的管理,和消费者对公司品牌的认可,将共同促进友好集团门店的内生性增速,公司在新疆的一二线城市的布局将渐成规模,这将有利于公司提升竞争力和议价能力。

b. 公司新店成本集中释放令短期压力显现

当然,应当关注的是,随着公司伊犁天百在 4 月底的开业,阿克苏天百和奎屯天百也将相继在年底或明年开业,加上美林项目,这些新店需要大约 3 年左右的培育期,而且这几家新店的体量也较大,预计将产生较高的费用成本和折旧摊销,新店在培育期集中释放的成本,会给公司未来的经营指标和业绩造成一定的压力,因此会进一步加大资本开支项目,从而会影响到零售业务的盈利增长和拉低零售业务的毛利率水平;

此外公司去年着手发展超市卖场的新业态,根据公司的发展规划,在未来五年,在疆内经济条件较好二级城市如石河子、哈密、喀什、阿勒泰等城市开设百货店的基础上,以这些百货店的超市大卖场为依托,发展超市连锁门店。由于超市的综合毛利率水平较百货为低,因而随着超市的拓展新门店,会平缓公司未来毛利率水平,这在我们的估值模型里已有所体现。因而预期公司的商业零售主业在未来 1-2 年,将可能处于“利润增速跑输营业收入增速”的局面,但我们认为这属于公司“起跳前的下蹲”的状态,也是零售企业拓展规模阶段的必经之路。

c. “起跳前的下蹲”志在长远

公司提出了五年战略目标，主要内容是：在疆内经济条件较好的二级城市开设百货店，到 2015 年百货业态销售额达到 60 亿元，超市连锁、家电连锁两业态合计达到 40 亿元左右，主业销售额达到 100 亿元，形成涵盖南北疆的友好百货、超市、家电连锁业态的战略布局。按此测算，公司今后几年主业收入增长将达到 35% 左右，零售业务将进入快速发展阶段，因而其远景是令人期待的。

广汇合作房地产项目假如于今年开始启动，有望在未来几年带给公司较为充裕的现金流和利润增厚，有利于公司投入到扩大规模的发展中，使其房地产业对商业形成有利的推动力（房地产的预期收益仍不确定，需进一步的确定收益）。

盈利预测与评级

我们认为，公司短期处于规模化扩张的建设期，盈利并不在于眼前，而在长远，考虑到短期新店拓展造成的成本上升和毛利率调整的因素，我们调低了盈利预期。

商业外延式扩张令其零售估值优势不显著，预计 2011-2013 年，公司零售主业的业绩分别为 0.362 元、0.382 元和 0.478 元；但其房地产业务未来三年预期分别贡献 0.06 元、0.14 元和 0.23 元，扣除热力业务的负面影响，合计公司未来三年的业绩分别为 0.403 元、0.50 元和 0.691 元。结合公司 2011 年 35 倍 PE 的零售和 10 倍 PE 地产，扣减热力因素，给予“中性”评级。

风险提示

- 新店集中释放的成本压力对公司毛利率影响加大；
- 新店培育期或因经济增长放缓而延长；
- 通胀压力提升或会降低消费者购买意愿。

财务报表与盈利预测

Figure 7 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1542	1962	2256	2725	营业收入	2917	3791	4625	5551
现金	665	842	1160	1573	营业成本	2294	2994	3680	4424
应收账款	111	152	139	167	营业税金及附加	49	61	74	89
其他应收款	49	190	185	167	营业费用	140	199	238	283
预付账款	225	180	147	111	管理费用	296	396	476	566
存货	471	599	626	708	财务费用	15	17	24	18
其他流动资产	20	0	0	0	资产减值损失	11	0	0	0
非流动资产	1336	1812	1954	2253	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	53	53	53	53	投资净收益	20	31	59	93
固定资产	746	846	945	1088	营业利润	127	156	191	264
无形资产	114	110	106	102	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	423	802	850	1010	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	2878	3773	4210	4978	利润总额	126	156	191	264
流动负债	1458	2041	2136	2498	所得税	21	30	34	48
短期借款	185	422	225	225	净利润	106	126	157	216
应付账款	376	490	607	743	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	897	1130	1304	1530	归属母公司净利润	105	126	156	215
非流动负债	299	500	702	906	EBITDA	254	273	339	435
长期借款	216	423	630	837	EPS (元)	0.337	0.403	0.500	0.691
其他非流动负债	82	77	72	69					
负债合计	1757	2542	2838	3405	主要财务比率				
少数股东权益	81	82	83	84	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	311	311	311	311	成长能力				
资本公积	498	498	498	498	营业收入	45.8%	30.0%	22.0%	20.0%
留存收益	230	340	480	680	营业利润	99.3%	23.0%	22.5%	38.2%
归属母公司股东权益	1040	1150	1290	1489	归属于母公司净利润	73.9%	19.4%	24.1%	38.2%
负债和股东权益	2878	3773	4210	4978	获利能力				
					毛利率 (%)	21.4%	21.0%	20.4%	20.3%
					净利率 (%)	3.6%	3.3%	3.4%	3.9%
					ROE (%)	10.1%	10.9%	12.1%	14.4%
					ROIC (%)	22.5%	15.6%	24.1%	32.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	61.0%	67.4%	67.4%	68.4%
					净负债比率 (%)	22.8%	33.24%	30.13%	31.20%
					流动比率	1.06	0.96	1.06	1.09
					速动比率	0.73	0.67	0.76	0.81
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.14	1.16	1.21
					应收账款周转率	29	29	32	36
					应付账款周转率	7.47	6.92	6.71	6.55
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.337	0.403	0.500	0.691
					每股经营现金流	1.34	0.83	1.81	1.93
					每股净资产	3.34	3.69	4.14	4.78
					估值比率				
					P/E	36.27	30.26	24.37	17.67
					P/B	3.67	3.27	2.92	2.53
					EV/EBITDA	13	12	10	7

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.