



新老业态弹性与安全边际相得益彰

——友谊股份（600827）调研快报

2012年5月30日

强烈推荐/首次

友谊股份

调研快报

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 奥特莱斯及购物中心成为外延主力业态。

作为商家必争之地的上海,公司在拥有主各大核心商圈自有主力门店的同时,还通过奥特莱斯及购物中心业态转向外延实现水泥+鼠标式的外延。基于商业环境去年下半年以来的下行趋势,公司上海本地主要成熟门店4月的同店水平基本与第一季度持平,环比回升态势较弱,购物中心及奥特莱斯业态有效外延带来的业绩弹性是主要看点。目前奥特莱斯和购物中心的合计收入占比在20%以上。

· 奥特莱斯业态。奥特莱斯业态在中产阶级取舍式消费升级的蜿蜒路径中无疑是以性价比取胜的新兴业态。上游招商资源定位、项目区位选址及辐射范围、所处区域人均汽车保有量是支撑奥特莱斯内涵发展的关键所在。青浦奥莱的成功运作无疑奠定了公司在该业态的龙头地位和与之相伴的上游品牌资源、土地资源,而公司未来的外延区域也以长三角为据点全国铺设,在三大关键要素天时地利人和的具备有望铺就内外兼修的差异化复制之路。

从已有项目看,目前仅有青浦奥特莱斯是公司自主经营,4月份10%左右的增长明显好于其他可比门店。而去年和前年分别开始的武汉奥特莱斯和杭州奥特莱斯均采取委托经营的管理输出模式,未来将以每年2家左右的速度稳步推进奥特莱斯业态,具体采取的模式主要取决于物业条件,开发商物业倾向于合作方式。武汉奥莱的经营情况良好,虽然今年尚不能实现盈亏平衡,但在微亏的状态有利于公司以较低的成本收回剩余50%的股权。从储备项目看,无锡奥莱的开业基于车位改造的原因将延迟至13年开业,当年预计亏损1000万;南京奥莱是采取控股合作开发的模式;另外在宁波、沈阳、迪士尼等区域均有外延意向。单一奥特莱斯项目的总投入在4-5个亿之间(包含土地成本),培育期也要两年左右,基于已有品牌优势衍生的土地成本、招商费用的集约化趋势,该业态的外延将呈现边际效应递增的趋势,但其辐射范围广的特点,又使得公司长三角的区域布局存在一定重叠性,分流程度的大小取决于商业环境的变化和单体品牌的错位。

· 购物中心业态。基于物业资源的有限性,公司未来购物中心业态的拓展将以上海郊区区域为主,松江、嘉定等竞争相对缓和的区域均存在较大发展空间,最终实现郊区区域的全覆盖。12年的购物中心项目主要有世博中轴广场和东郊购物中心,两者预计均于10月开业。前者一期开业5万平米,以餐饮为主,租金盈利主导的模式使得该项目的培育压力不大。同时去年开业的永安珠宝将作为公司的自有品牌入驻后续开业的购物中心项目,以作为除意大利皮具之外的上游化渗透渠道之一。

· 此外,郊区百货虽然单位体量较小,但其20%左右的增速位居公司现有各大业态首位,未来或将随着规模经济的逐步发挥呈星星之火燎原态势;外阜重庆南岸预计今年减亏1000多万,沈阳购物中心预计减亏500多万。未来的跨区扩张将以奥特莱斯业态为主,购物中心的外延将以周边二三线城市为主,减少大幅跨区成本的同时避开红海区域;上半年毛利率基本稳定,全年人力成本增加在7000万至一亿之间。

2. 联华超市量转价过程奠定内涵杠杆基石。

公司目前超市业务收入占比 65%，红海竞争下的毛利率、同店下行及社会刚性成本的上行拉低了公司整体的利润水平。但联合超市在华东地区的寡头优势地位和品牌渠道网络将随着超市业态多元化细分趋势的发展而逐渐凭借自身的后台及多品牌经营战略而崭露头角。

联合超市主要以“世纪联华”、“联华超市”、“快客便利”品牌经营，截至 11 年共有 5,150 家门店，遍布全国 19 个省份及直辖市。分业态看，大型综超占比 58.44%、超级市场占比 34.95%、便利店占比 6.3%。在上海、浙江、江苏和安徽共拥有 125 家大型综合超市，在华东市场处于领先地位。

2011 年公司超级市场业态到期门店租金上升幅度达到历年最高水平，虽然最终超过 64%的到期门店得以续租，但仍使得可比租金费用面临压力；同时公司去年新开加盟店 139 家，关闭 160 家，适度降低加盟店的策略将有效控制运营风险和提升单店网点质量，但目前的加盟店占比仍高达 65.6%，远高于同行水平，在节约外延财务费用的同时随着加盟绝对数量的不断攀升存在较大的管理成本和风险，总体看来两大不利因素将在今年有所缓解，随着其上游化渗透进度的推进，毛利、费率双轨推动下的内涵杠杆有望逐步释放。此外，旗下控股 45%的上海家乐福全年 20%的下滑是拖累其 11 年业绩的因素之一，结合我们队家乐福北京等一线城市的调研，该不利因素或将延续至今年。

表 1：可比公司规模对比（2011）

企业	收入规模（亿）	门店及业态	占比	覆盖区域
中百集团	138.64	仓储超市：154 家；便民超市：520 家（其中：直营店 464 家）；百货：5 家	仓储超市 77.49%；便民超市 17.28%；百货 5.07%	湖北销售约占 96%；重庆销售约占 4%
三江购物	51.16	社区平价超市：145 家，平均单店面积 3044m ²	食品 56.53%；生鲜 22.60%；日用百货 20.87%；针织服装 6.32%	浙江省、上海
京客隆	91.79	百货商场 2 家；大卖场 8 家；综合超市 76 家（其中：直营店 74 家）；便利店 150 家（其中：直营店 62 家）	大卖场 31.15%；综超 59.72%；便利超市 8.21%；百货商场 0.93%；	以北京地区为主
联华超市	301.4	大型综合超市 143 家；超级市场 3,014 家（其中：加盟店 2,336 家）；便利店 2,015 家（其中：加盟店 1,081 家）。	大型综超 56.32%；超级市场 36.37%；便利店 6.75%	全国
物美超市	165.41	大型超市 118 家（其中：直营店 116 家）；便利超市 374 家（其中：直营 255 家）。	---	北京、天津、浙江
红旗连锁	34.48	直营门店 958 家，经营面积 21.52 万 m ² ，平均单店面积约 225m ²	便利超市 95.62% 中型超市 4.438。	四川地区

资料来源：东兴证券研究所

3. 安全边际与估值弹性攻守兼备。

公司目前拥有的 44 家百货门店中有 70% 都是自有门店，且在上海几大核心商圈均有分布，在商业地产结构性泡沫最为明显的上海地区，占据核心商圈的先发优势也无疑就构筑了极高的竞争壁垒，商业景气度下行阶段，更是在马太效应的作用下强化了自身的先发壁垒。我们测算公式目前的每股 NAV 在 27 元左右，高于目前股价一倍以上，具备较大的安全边际。

同时随着公司自建大型储备项目的推进，融资预期及相辅的市值管理激励预期也随之浮出水面。而后者基于国有股权激励的限制存在较大不确定性。同时在便利店风起云涌态势之下，吉买盛和罗森的股权还没有全部回归，存在进一步整合预期。

结论：

公司是国内为数不多的全业态覆盖企业：奥特莱斯业态的广泛性和高壁垒性，有望成为公司内外兼修的业绩弹性亮点；超市渠道网络及后台物流的先发优势，为该业态的举重若轻及电子商务试水奠定了基础；传统购物中心及百货业态在一线商业环境整体下行明显的背景下，70% 的自有物业则提供了极大的安全边际。我们预计公司 12-13 的 EPS 分别为 0.82、0.97，对应的 PE 分别为 14、12 倍，综合考虑到公司奥特莱斯项目超预期的可能和后整合时代综合平台的集约化效应，给予 12 年 18 倍的估值水平，对应 6 个月目标价 14.76 元，距当前价格仍有 26% 的涨幅，给予“强烈推荐”的投资评级。

附表：公司自有物业资产重估明细

门店	建筑面积（万）	权益比例	资产重估单价	重估价值（亿元）
浦东华联购物中心	2	100.00%	2	4
百联中环购物中心	24	51.00%	3	36.72
上海又一城	12	100.00%	3	36
一百商城	4.2	100%	4.5	18.9
沈阳购物中心	10.3	100%	1	10.3
金山购物中心	8.3	100%	1.5	12.45
南方商城	14.3	66%	3	28.314
西郊购物中心	11	75%	3	24.75
青浦奥特莱斯名品折扣店	12	100%	2.5	30
八佰伴（增发收购）	13	100%	4.5	58.5
东方商厦杨浦店（华联杨浦）	3.2	100%	3	9.6
东方商厦南京东路店	5.5	100%	4.5	24.75
东方商厦（宁波店）	2	100%	1.5	3
中联商厦	0.6	50%	4	1.2
上海一百松江店	0.3	100%	3	0.9
华联张杨	0.9	100%	4.5	4.05
虹桥友谊商城	2.4	40%	4.5	4.32
友谊商店	3.4	100%	4.5	15.3
市百一店	2.5	100%	4.5	11.25
妇女用品商店	0.1	100%	4.5	0.45

永安百货	3.4	100%	4.5	15.3
复兴岛物流基地	15	100%	1	15
				365.054
银行存款				121.88
银行负债				13
每股 NAV				27.52
目前股价				11.66
NAV 高出市值				136.04%

资料来源：东兴证券研究所

风险提示：

公司面临着以下风险：奥特莱斯项目盈亏平衡低于预期；外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险；

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。