

2012年12月11日

张露
zhanglu@e-capital.com.cn
目标价(元)

友谊股份(600827/900923.SH)

Buy (买入)

10 经营仍有压力, 但安全边界已较高

公司基本资讯

产业别	商业贸易		
A 股价(2012/12/10)	7.70		
上证综合指数(2012/12/10)	2083.77		
股价 12 个月高/低	13.72/7.12		
总发行股数 (百万)	1722.50		
A 股数 (百万)	1240.38		
A 市值 (亿元)	95.51		
主要股东	百联集团有限公司(43.50%)		
每股净值 (元)	6.87		
股价/账面净值	1.12		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-7.00	-16.58	-40.30

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-8-31	8.9	买入

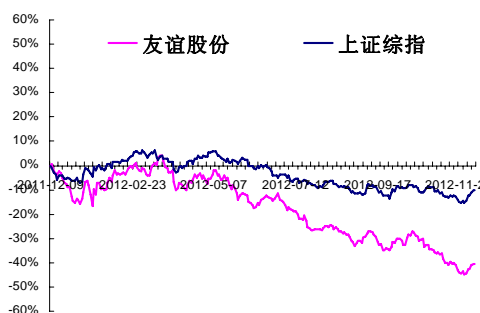
产品组合

连锁超市	62.7%
综合百货	33.0%
连锁建材	4.3%

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	6.4%
基金	2.12%
券商集合理财	0.3%
信托公司	0.88%
一般法人	44.01%

股价相对大盘走势



公司维持稳健的经营风格, 鉴于消费恢复缓慢、网购快速增长以及联华超市的经营调整, 我们认为今明两年公司仍然面临一定经营压力。但是近期消费企稳回升态势出现, 公司在上海市商业的地位难以撼动, 目前股价调整至安全位置, 股息率已超 3%, 依然维持买入的投资建议。

■ **公司业绩:** 2012 年前 3 季度实现营业收入 368.4 元, 同比增长 4.36%, 净利润 9.97 亿元, 同比减少 12.83%。扣除去年基期处置房地产子公司的投资收益 3.09 亿, 公司的净利润增长 5%, 扣除并表八佰伴和联华超市股权的影响后公司的可比净利润 YOY 减少约 10%。3 季度单季公司实现营收 113.5 亿元, YOY 增长 3%, 实现净利润 1.85 亿元, YOY 减少 23.9%, 可比净利润 YOY 减少约 30%。

■ **综合百货:** 1-3 季度实现营收 120 亿元, YOY 增长 5%, 净利润约 4.2 亿元, YOY 增长 8%, 可比净利润 YOY 减少约 5%。3 季度单季净利润约为 1.7 亿元, YOY 减少 20%。该业务上半年营收和利润保持了较低的增速, 3 季度开始出现了营收和利润的双下滑, 4 季度相比 3 季度略有改善。分区域看, 市中心的主力门店增速较低甚至出现同店下降, 郊区店以及青浦奥特莱斯仍然保持了较快的增速。公司未来的发展策略以购物中心和奥特莱斯为主要方向, 每年维持 3-4 家展店速度, 新店以自有物业为主。

■ **联华超市:** 1-3 季度公司实现营收 239.45 亿元, YOY 增长 3.87%, 净利润 3.59 亿元, YOY 减少 30.77%。3 季度单季公司营收 93.64 亿元, YOY 增长 3.7%, 净利润 2800 万元, YOY 减少 78.3%, 当季利润下降的原因是幅促销造成的毛利下滑和上调员工工资带来的费用增长。公司门店持续调整, 2011 和 2012 年出现净减少, 未来的目标是每年开店 350 家, 但是仍有部分已开门店调整和关闭。联华超市今明两年的经营压力仍然存在可能是给友谊股份的利润带来一定的拖累。

■ **盈利预测:** 预计 2012-2014 年公司实现净利润 11.76、11.92 和 13.37 亿元, YoY 减少 15.5%、增长 1.4%和 12.1%, 扣除处置地产资产后净利润增幅分别增长 0.3%、1.4%和 12.1%, EPS 分别为 0.68、0.69 和 0.77 元, A 股对应 P/E 为 11.3、11.1 和 9.9 倍, B 股对应 P/E 为 10、9.8 和 8.8 倍, 维持买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	828	1040	1172	1176	1192	1337
同比增减	%		25.63%	12.65%	0.34%	1.42%	12.11%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.481	0.604	0.680	0.683	0.692	0.776
同比增减	%		25.63%	12.65%	0.34%	1.42%	12.11%
A 股市盈率(P/E)	X	16.0	12.7	11.3	11.3	11.1	9.9
B 股市盈率(P/E)	X	14.2	11.3	10.0	10.0	9.8	8.8
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.2	0.25	0.25	0.25	0.25
股息率 (Yield)	%	0.65%	2.60%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%

营运分析

公司 2012 年前 3 季度实现营业收入 368.4 元，同比增长 4.36%，实现归属上市公司股东净利润 9.97 亿元，同比减少 12.83%，实现每股收益 0.471 元。扣除去年基期处置上海建配龙房地产获得投资收益 3.09 亿，公司的净利润增长 5%，扣除并表八佰伴和联华超市股权的影响后公司的可比净利润 YOY 减少约 10%。

3 季度单季公司实现营收 113.5 亿元，YOY 增长 3%，实现净利润 1.85 亿元，YOY 减少 23.9%，扣除并表八佰伴和联华超市股权的影响，公司的可比净利润 YOY 减少约 30%。

为了应对经济的不景气和网购的竞争公司增加了促销使得前 3 季度的毛利率下降了 0.43 个百分点至 22.12%，此外人工成本上升使得公司的销售费用提高了 0.17 个百分点至 14.1%，是拖累业绩的主要原因。公司的销售和管理费用合计 17.85%，仍然处于行业的高位（行业基本维持 9-14%）。

综合百货业务

公司综合百货业务 3 季度出现同比较大幅度下降，主要是受到宏观经济的不利及网购影响，4 季度略有改善但幅度仍然有限

1-3 季度公司的综合百货业务（包括：百货、购物中心和奥特莱斯）实现营收 120 亿元，YOY 增长 5%，净利润约 4.2 亿元，YOY 增长 8%，扣除并表八佰伴和联华超市股权的影响，公司的可比净利润 YOY 减少约 5%。3 季度单季综合百货业务的营收为 19.85 亿元，YOY 减少 0.3%，净利润约为 1.7 亿元，YOY 减少 20%。

受到宏观经济的不利及网购的替代效应影响公司综合百货业务年内的营收和利润均不理想，营收和利润上半年保持了较低的增速，3 季度开始出现了营收和利润的双下滑，4 季度受到旺季来临和公司的促销活动开始销售收入略有改善。不同区域的门店情况略有差别，市中心的主力门店由于基数和竞争较大增速较低甚至出现同店下降，新开的郊区店以及青浦奥特莱斯仍然保持了较快的增速，其中青浦奥特莱斯增速维持在 20%左右的水准。

公司未来每年新增门店 3-4 家，以自建的自有物业为主，主要发展购物中心和奥特莱斯，奥特莱斯选址在一线城市和省座城市，购物中心主要发展长三角地区。

公司百货业态近年维持 3-4 家展店速度，新店以自有物业为主，2012 年新开 4 家，分别是武汉奥特莱斯、百联徐汇购物广场、百联御桥购物中心和 12 月将要开业的世博轴店一期（面积 3 万平米，以餐饮为主，公司持股 51%）。2013 年将开业杨浦郡江购物中心、世博店 2 期、无锡奥特莱斯和台州店共 4 家。其他的储备项目包括南京奥特莱斯（75%）、川沙迪士尼购物中心，还有武汉（51%股权）和杭州（30%股权）两家奥特莱斯公司的股权收购也在进行中，目前这两家奥特莱斯的获利和增长情况都较好。

公司未来的发展策略以购物中心和奥特莱斯为主要方向，不再开设单体百货，为了适应消费者的各方面消费和休闲需求，同时也可以和网购形成差异化。其中奥特莱斯的开店选址在一线城市和各省的省会城市，购物中心主要还是发展长三角地区为主。

公司在长江三角洲以外地区开店的数量不多，还处于逐步摸索阶段，新店的培育时间也比较长，沈阳和重庆店开业时间是 2008 年，但是仍然处于培育阶段。

表、公司百货、购物中心和奥特莱斯业态情况

	门店	建筑面积 (万平方米)	物业性质	开业时间	位置	定位	持股比例
1	虹桥友谊商城	1	自有	1994	长宁区		99.0%
2	友谊百货长宁店	1	租赁	1994	长宁区		100.0%
3	友谊百货南方店	0.8	租赁	1998	闵行区		99.0%
4	友谊南方商城	6.4	自有	1998	闵行区		65.8%
5	西郊购物中心	8.2	自有	2004	长宁区		75.0%
6	上海友谊商店	0.8	自有	2011 搬迁	普陀区		
7	第一百货	2.5	自有	1949	黄浦区	老字号	母公司
8	时装商店	0.6	租赁	1991	黄浦区	老字号	母公司
9	东方商厦	3.2	租赁	1993	徐汇区	都市百货	100.0%
10	华联商厦	0.6	自有	1993	黄浦区	社区百货	50.0%
11	第一百货淮海店	0.65	自有	1993	卢湾区	都市百货	70.0%
12	第一百货松江店	0.3	自有	1994	松江区	社区百货	100.0%
13	八佰伴	13	自有	1995	浦东区	都市百货	100.0%
14	华联普陀店	1.2	租赁	2000	普陀区	社区百货	100.0%
15	东方商厦杨浦店	3.2	自有	2001	杨浦区	都市百货	100.0%
16	百联临沂购物中心	2	自有	2002	浦东区	社区百货	100.0%
17	百联世茂国际广场	5.8	自有	2004	黄浦区	购物中心	
18	妇女用品商店	0.1	自有	2005	卢湾区	老字号	母公司
19	青浦百联东方商厦	1.9	租赁	2005	青浦区	都市百货	100.0%
20	永安百货	3.4	自有	2005	黄浦区	老字号	100.0%
21	东方商厦南京东路店	5.5	自有	2005	黄浦区	都市百货	母公司
22	百联中环购物广场	24	自有	2006	普陀区	购物中心	51.0%
23	青浦奥特莱斯	12	自有	2006	青浦区	名品折扣	100.0%
24	东方商厦宁波店	2	自有	2006	宁波市	都市百货	90.0%
25	上海又一城	12	自有	2007	杨浦区	购物中心	100.0%
26	百联南桥购物中心	6	租赁	2008	奉贤区	购物中心	100.0%
27	东方商厦奉贤店	5	租赁	2008	奉贤区	都市百货	
28	沈阳购物中心	10.3	自有	2008	沈阳市	购物中心	100.0%
29	东方商厦嘉定店	1	租赁	2008	嘉定区	都市百货	100.0%
30	重庆南岸上海购物中心	13.6	租赁	2009	重庆市	购物中心	100.0%
31	杭州奥特莱斯(管理店)	7.5	委托管理	2010	杭州市	名品折扣	
32	金山购物中心	8.6	自有	2010	金山区	购物中心	100.0%
33	东方商厦淮海店	2	自有	2010	卢湾区	都市百货	70.0%
34	永安珠宝	0.9	自有	2011	浦东区	社区百货	母公司
35	百联虹口购物中心(管理店)	8.3		2011	虹口区	购物中心	

36	百联徐汇购物广场（新路达百货）	2		2012.01	徐汇区	购物中心	
37	武汉奥特莱斯			2012.01	武汉市	名品折扣	
38	百联御桥购物中心	3.5	租赁	2012	浦东区	购物中心	
39	百联世博店 1 期	3		2012.12	浦东区	购物中心	51%
40	百联世博店 2 期	27		2013	浦东区	购物中心	51%
41	杨浦百联购物中心	8.5	自有	2013	杨浦区	购物中心	85%
42	百联台州店	2	自有	2013	台州市		100%
43	无锡奥特莱斯	15	自有	2013	无锡市	名品折扣	100%
44	南京奥特莱斯			2014	南京市	名品折扣	75%
45	川沙迪士尼购物中心			2014	川沙区	购物中心	

资料来源：公司公告、群益证券

联华超市 (0908.HK)

由于竞争的加剧和网购的分流，公司近两年的门店净减少，其中标超是门店净减少的主力，大卖场和便利店数有小幅增加

原友谊股份持有联华超市 34.03%的股权，2011 年 4 季度重组后的友谊股份注入百联投资公司所持有的联华超市 21.17%股权，目前友谊股份共持有联华超市股权合计 55.2%。联华超市的经营区域主要是在华东地区，营收的主要来源是大卖场和超级市场。

由于公司的已经到达一定的规模，主要的经营区域华东地区零售业的基数和来自国内外同类企业的竞争压力都较大。此外，由于网购的观念渗透较广，一号店对公司的分流也比较严重。所以近几年公司除了 2009 年收购华联超市由于并表的因素使得门店数和营收出现较大增长外，之后均表现不理想，虽然每年保持 300 家以上的开店速度，但是相应的门店调整和关闭的数量也很多，使得 2011 和 2012 年的门店出现净减少，截止今年 10 月公司拥有门店 4976 间，比 2010 年底净减少了 196 家。从分类业态来看：标超是门店净减少的主力，受到商品更全的大卖场和购物更方便的便利店的双重挤压，净减少约 200 家；大卖场保持了增长但总的增长数量不多，约 10 家；快客便利店数也仅保持小幅净增长。

公司未来的目标是每年开店 350 家，其中大卖场 15 家左右，超级市场 170 家左右，便利店 160 家左右，但是预计仍有部分已开门店调整和关闭。

联华超市 3 季度利润下降 78%，给公司整体带来较大的拖累，预计 2012 年净利润同比下滑 4 成，2013 年虽然消费和 CPI 增速的企稳，但门店的持续调整仍有可能造成利润下滑。

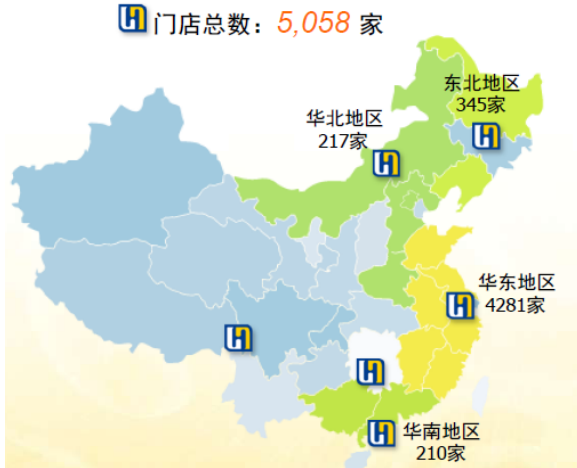
今年 1-3 季度公司实现营收 239.45 亿元，YOY 增长 3.87%，净利润 3.59 亿元，YOY 减少 30.77%。3 季度单季公司营收 93.64 亿元，YOY 增长 3.7%，净利润 2800 万元，YOY 减少 78.3%。

受到宏观经济不利、CPI 增速走低以及门店调整的影响，联华超市 2011 上下半年同店增速分别为 8.6%和 1.95%，2012 年上半年进一步降为 (-1.69%)，其中 1 季度的同店下降，公司通过促销勉强维持 2、3 季度的同店正增长，但是 10 月份同店增速再次跌至负数。而 2、3 季度大幅促销的结果是公司的毛利在 3 季度下滑，且 2 季度开始公司上调工资，幅度平均在 5%，也使得费用率提高不少，共同造成了净利润的大幅下降。

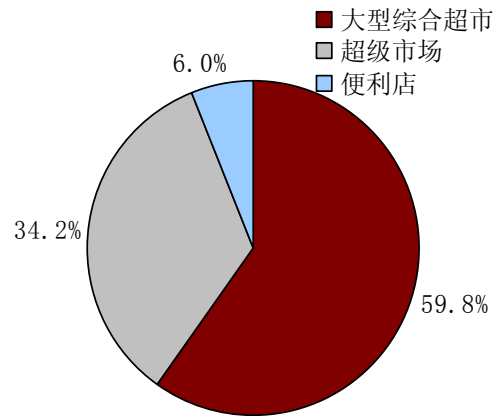
由于竞争激烈和经济复苏步伐缓慢，公司面临不促销营收就会出现下降，而促销毛利就下降的两难境地中，预计全年净利润约 3.8 亿元，同比下滑 4 成。随着经

济和CPI增速的企稳,2013年公司利润下滑的幅度有望得到遏制,但是由于门店的持续调整且2012上半年的基数较高,预计利润仍有2成左右的下滑,全年在3亿元左右。

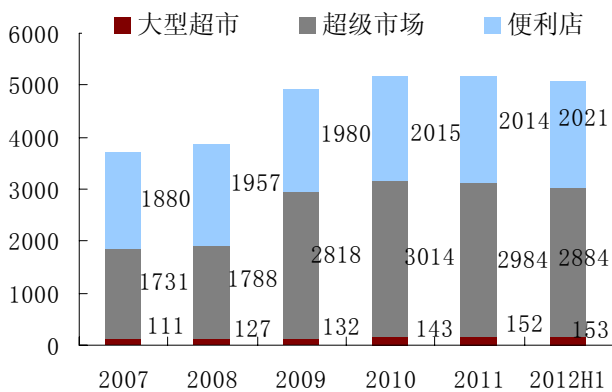
图、联华超市门店分布



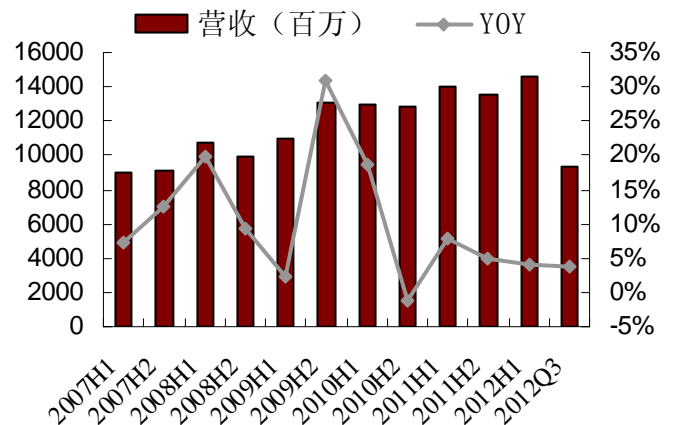
图、联华超市营收的业务构成



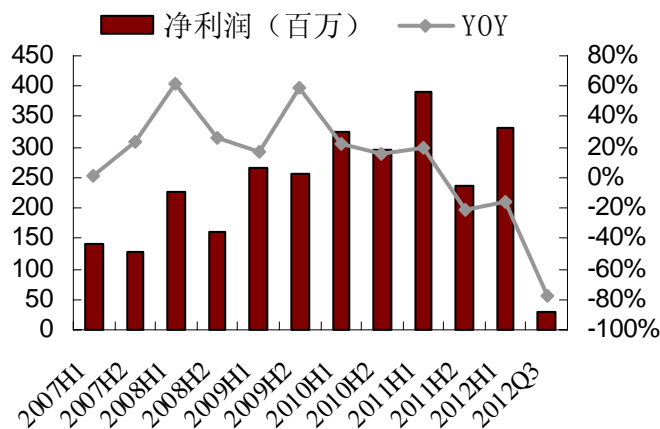
图、联华超市门店情况



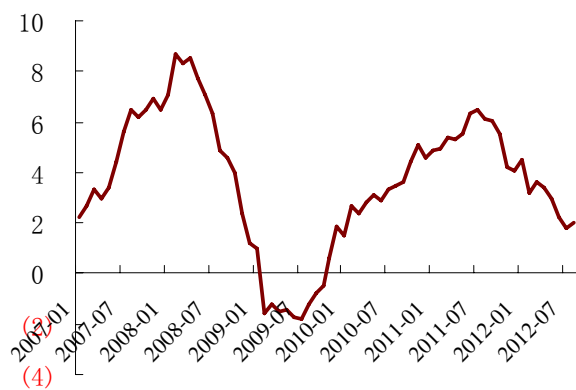
图、联华超市营收及增速



图、联华超市营收及增速



图、CPI 走势 (单位: %)



资料来源: 公司公告

资料来源: wind 资讯

连锁建材业务

公司的好美家建材连锁的情况仍然不容乐观，近几年都维持了收缩的趋势，年内营收同比下降约 20%，预计全年营收 5.5 亿元，有小幅亏损，但对公司整体的影响不大。

盈利预测

预计 2012-2014 年公司实现净利润 11.76、11.92 和 13.37 亿元，YoY 减少 15.5%、增长 1.4% 和 12.1%，扣除 2011 年基期处置房地产业务后的可比净利润增幅分别为 0.3%、1.4% 和 12.1%，EPS 分别为 0.68、0.69 和 0.77 元，A 股对应 P/E 为 11.3、11.1 和 9.9 倍，B 股对应 P/E 为 10、9.8 和 8.8 倍。

公司未来的经营维持稳健风格，近期网购快速增长挤占实体管道的销售而联华超市可能带来一定的拖累，我们认为公司今明两年经营仍然面临一定压力。但是近期消费企稳回升态势出现，11 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增长已达 14.97%，公司在上海市商业的地位难以撼动，目前股价调整至安全位置，股息率已超 3%，依然维持买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业额	39,624	43,891	47,015	48,907	51,352	56,487
经营成本	30,759	33,946	36,348	38,056	40,003	44,004
主营业务利润	8,864	9,573	10,215	10,382	10,846	11,930
销售费用	5,602	6,189	6,715	7,085	7,446	8,106
管理费用	1,649	1,767	1,831	1,905	1,977	2,147
财务费用	40	4	-172	-321	-282	-282
投资收益	85	475	684	298	220	240
营业利润	1,598	2,056	2,518	1,999	1,925	2,200
补贴收入	95	138	181	157	150	150
税前利润	1,550	2,117	2,619	2,137	2,065	2,330
所得税	407	509	672	551	516	583
少数股东损益	314	568	555	411	356	411
净利润	828	1,040	1,392	1,176	1,192	1,337

附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	8,329	11,616	12,188	12,496	14,695	16,980
存货	2,740	3,058	3,852	4,237	4,660	5,126
应收帐款	189	217	688	757	833	916
流动资产合计	12,822	16,324	17,450	18,190	20,888	23,722
长期投资	5,623	4,518	3,733	4,106	4,312	4,527
固定资产合计	12,078	12,234	12,363	12,981	13,630	14,993
无形资产	2,272	2,254	2,543	2,670	2,804	2,944
资产总计	33,904	36,013	36,890	37,841	41,322	45,659
流动负债合计	20,379	23,020	22,722	22,901	25,676	29,081
长期负债合计	965	616	534	561	505	530
负债合计	21,344	23,665	23,256	23,462	26,181	29,611
股东权益合计	12,561	12,348	13,634	14,379	15,141	16,047
负债和股东权益总计	33,905	36,013	36,890	37,841	41,322	45,659

附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	3,942	5,028	3,548	1,419	3,548	3,725
投资活动产生的现金流量净额	-2,064	-635	-220	-835	-852	-894
筹资活动产生的现金流量净额	-1,376	-1,105	-2,762	-276	-497	-547
现金及现金等价物净增加额	502	3,288	567	308	2,199	2,284

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。