

友谊股份 (600827.SH)

超市零售行业

评级: 买入 维持评级

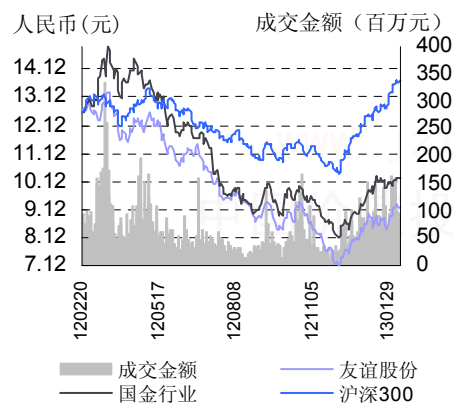
公司研究

市价(人民币): 9.21元
目标(人民币): 11.26-12.97元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,240.38
总市值(百万元)	158.64
年内股价最高最低(元)	13.31/7.12
沪深300指数	2771.72
上证指数	2432.40



业务重心调整, 中长期向好

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.631	0.808	0.668	0.751	0.854
每股净资产(元)	5.71	6.37	7.04	7.79	8.64
每股经营性现金流(元)	7.13	2.06	1.73	3.47	2.34
市盈率(倍)	29.18	14.07	12.12	10.79	9.48
行业优化市盈率(倍)	55.05	14.08	10.30	10.30	10.30
净利润增长率(%)	58.38%	367.07%	-17.32%	12.41%	13.74%
净资产收益率(%)	11.05%	12.68%	9.49%	9.64%	9.88%
总股本(百万股)	472.12	1,722.50	1,722.50	1,722.50	1,722.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **区域渗透率高, 消费客群庞大:** 友谊股份按销售规模占社销比例衡量的区域渗透率在零售类上市公司中排名第三, 通过深耕上海及华东市场, 百货和超市的综合业务经营和消费卡发行, 公司拥庞大的客户群, 区域竞争优势强。
- **超市业务现金流充沛, 可与购物中心等业务产生协同:** 友谊股份的超市业务销售规模超过 300 亿元, 购物卡预收款和上游占款超过 130 亿元, 拥有大量低收益的现金资产, 与公司未来要重点发展的大型零售综合型购物业态配合, 整体收益率情况有望提升。
- **未来以购物中心和奥特莱斯为重点发展业态:** 在长三角重点发展购物中心业态, 把奥特莱斯业态发展向全国推广是友谊股份未来的战略重点, 我们认为这种战略调整契合目前零售业态升级的趋势, 也是对公司竞争优势的增强。
- **具备发展大型购物中心业态所需的核心能力:** 公司在上海及华东地区耕耘多年, 资源丰富、本土优势显著, 具备发展大型商业地产项目所需的核心能力。

投资建议

- 我们认为友谊股份未来的发展战略思路清晰、契合行业发展趋势, 属于既有想法又有能力的龙头型公司, 但短期受投资规模影响费用压力较大, 我们建议投资者买入, 并长期持有。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 11.26-12.97 元目标价位, 相当于 15x-17x13PE。

风险

- 宏观经济下行带来的销售增速不达预期。
- 扩张带来的费用增长超预期, 影响净利润增长。

文瑶

分析师 SAC 执业编号: S1130511080001
(8621)61038260
wenyao@gjqz.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjqz.com.cn

赵海春

联系人
(8621)60870938
zhaohc@gjqz.com.cn

内容目录

公司投资逻辑及盈利预测	4
投资逻辑	4
盈利预测的假设条件	4
收入与盈利预测	4
新友谊，百货和超市的协同	6
综合型零售企业，区域渗透率高	6
实力雄厚，经营重心转型有资金支持	7
百货主业重心向大型综合购物业态转移	8
已经形成以购物中心和奥特莱斯为核心的百货业务结构	8
购物中心业态深耕长三角，侧重新中心和郊环新区	9
奥特莱斯业态计划全国扩张，具备领先优势	11
单体百货发展谨慎，主要对小型门店进行调整、升级、转型	12
超市经营有压力，现金流是最大优势	14
行业竞争激烈，2013 年销售收入增速有望止跌企稳	14
购物卡和账期管理提供充沛现金	15
绝对估值与风险提示	16
绝对估值	16
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1: 2012-2014 年分部收入预测 (单位: 百万元)	4
图表 2: 2012-2014 年分部毛利率预测 (单位: 百万元)	5
图表 3: 利润表预测 (单位: 百万元)	5
图表 4: 新友谊股份股权结构图	6
图表 5: 以社销占比评估零售企业的区域渗透率	7
图表 6: 2012 年中期销售收入构成情况	7
图表 7: 2012 年中期营业利润构成情况	7
图表 8: 友谊股份现金及等价物构成情况 (单位: 百万元)	8
图表 9: 友谊股份百货和超市业务收益情况比较	8
图表 10: 友谊股份百货业态门店结构统计 (单位: 万平方米)	9
图表 11: 购物中心及主力店的基本情况 (单位: 万平方米、百万元)	10
图表 12: 购物中心盈利情况预测 (单位: 百万元)	11
图表 13: 奥特莱斯业态基本情况 (单位: 万平方米)	11
图表 14: 青浦奥特莱斯收入及盈利预测 (单位: 百万元)	11

图表 15: 单体百货门店基本情况 (单位: 万平米)	12
图表 16: 单体百货门店新开及调整情况 (单位: 万平米)	13
图表 17: 主要单体百货销售收入情况及预测 (单位: 元/平米、万平米) ..	13
图表 18: 历年超市门店扩张及销售收入增长情况	14
图表 19: 历年超市各业态收入占比情况.....	14
图表 20: 超市各业态近 3 年收入增速	14
图表 21: 历年超市各业态利润占比情况.....	14
图表 22: 历年超市各业态利润率情况	14
图表 23: 超市业务收入增速及影响因素历年走势	15
图表 24: 公司近 3 年现金及等价物及低收益现金资产情况.....	15
图表 25: 购物卡预售款增长及收入占比情况 (单位: 百万元)	16
图表 26: 超市部门经营性应付款情况 (单位: 百万眼)	16
图表 27: 三阶段 DCF 估值结果	16
图表 28: 敏感性测试结果	17

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

公司投资逻辑及盈利预测

投资逻辑

- 我们基于以下逻辑推荐友谊股份：
 - 区域渗透率高，高黏度的消费客群庞大；
 - 超市业务现金流充沛，可与商业地产业务产生协同；
 - 具备发展大型购物中心业态所需的核心能力：拿地和招商；

盈利预测的假设条件

- 公司 2012-2014 年盈利预测的假设条件：
 - 百货业务 2012-2014 年收入增速分别是 7.9%、16.8%和 11.2%；超市业务的收入增速分别达到 2.6%、3.5%和 4.5%；包括企业业务收入在内的综合毛利率分别达到 22.10%、22.21%和 22.42%。
 - 好美家建材业务自 2011 年扭亏后将继续进行调整，我们预计其收入未来 3 年年均递减 10%，若收入规模的缩减主要由剥离亏损业务部门带来，则净利润预计年均增加 5%左右。
 - 2012 年公司新增百货业务项目 3 家，分别是 1 月开业的徐家汇商业广场、11 月开业的东郊购物广场和 12 月开业的世博源一期，其中 4.8 万方东郊购物中心项目为世纪联华店改建升级，其余为租赁物业新建项目，预期 2012 年新增费用约 7 千万元。
 - 计划 2013-2014 年开业的无锡和南京奥特莱斯项目包括土地款在内的合计总投资估计约 16 亿元，未来 3 年预计年均新增的摊销折旧费用约 4500 万元。

收入与盈利预测

- 我们对公司各分部 2012-2014 年收入增速预测如下，其中百货业务由于新增项目多于 2012 年底开业，其收入主要反映在 13 年，预测中没有包含新开奥特莱斯业务。

图表1：2012-2014 年分部收入预测（单位：百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
其他	122	123	120	120	120
yoy		0.5%	-2.2%	0.0%	0.0%
建材业务	898	689	620	558	503
yoy		-23.2%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
百货业务	13,249	14,660	15,815.42	18,474.33	20,544.09
yoy		10.7%	7.9%	16.8%	11.2%
连锁超市业务	28,678	30,373	31,149	32,239	33,690
yoy		5.9%	2.6%	3.5%	4.5%
小计	42,946	45,845	47,705	51,392	54,857
yoy		6.8%	4.1%	7.7%	6.7%
其他业务收入	945	1,170	1,287	1,480	1,702
合计	43,891	47,015	48,992	52,872	56,559
yoy		7.1%	4.2%	7.9%	7.0%

来源：国金证券研究所

- 我们对公司各分部 2012-2014 年毛利率情况预测如下，预计公司各业务毛利率将处于缓慢回升期。

图表2: 2012-2014年分部毛利率预测 (单位: 百万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
毛利率					
其他	85.87%	87.46%	85.00%	85.00%	85.00%
建材业务	13.37%	12.98%	12.90%	12.80%	13.00%
百货业务	21.70%	19.73%	19.00%	19.00%	19.10%
连锁超市业务	21.20%	21.47%	20.40%	20.40%	20.45%
综合毛利率	22.66%	22.69%	22.10%	22.21%	22.42%
营业利润					
其他		107	102	102	102
建材业务	120	89	80	71	65
百货业务	2,874	2,892	3,005	3,510	3,924
连锁超市业务	6,080	6,521	6,354	6,577	6,890
合计	9,074	9,610	9,541	10,260	10,981

来源: 国金证券研究所

■ 公司整体盈利情况预测如下:

图表3: 利润表预测 (单位: 百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	47,015	48,992	52,872	56,559
yoy	51.41%	4.20%	7.92%	6.97%
营业成本	36,348	38,164	41,132	43,876
%	77.3%	77.9%	77.8%	77.6%
毛利	10,667	10,828	11,741	12,683
%	22.69%	22.10%	22.21%	22.42%
营业税金及附加	452	480	518	554
%	0.96%	0.98%	0.98%	0.98%
销售费用	6,715	7,113	7,587	8,047
%	14.28%	14.52%	14.35%	14.23%
管理费用	1,831	1,896	2,038	2,177
%	3.89%	3.87%	3.85%	3.85%
财务费用	-172	-181	-111	-41
%	-0.37%	-0.37%	-0.21%	-0.07%
营业利润	2,518	1,818	2,008	2,245
%	5.36%	3.71%	3.80%	3.97%
营业外收支	101	50	50	50
所得税费用	672	467	515	574
%	25.67%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	555	250	250	250
%	28.50%	17.85%	16.20%	14.52%
净利润	1,392	1,151	1,294	1,471
%	2.96%	2.35%	2.45%	2.60%
yoy		-17.32%	12.41%	13.74%
股本净额	1,722	1,722	1,722	1,722
每股收益(元)	0.808	0.668	0.751	0.854

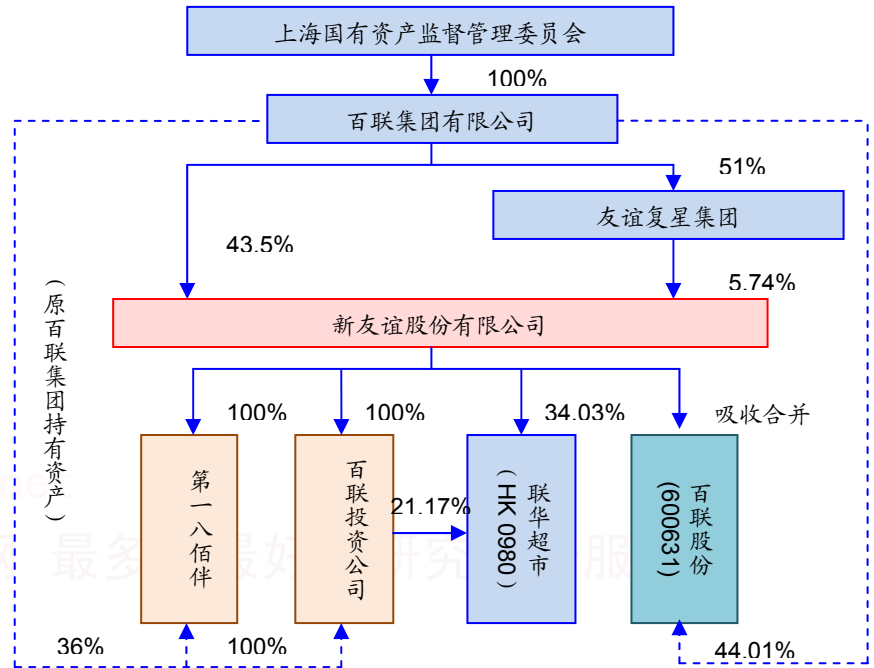
来源: 国金证券研究所

新友谊，百货和超市的协同

综合型零售企业，区域渗透率高

- 新友谊股份由原友谊股份吸收合并百联股份,及发行股份收购百联集团旗下第一八佰伴 36%股权和百联投资公司 100%股权而设立。

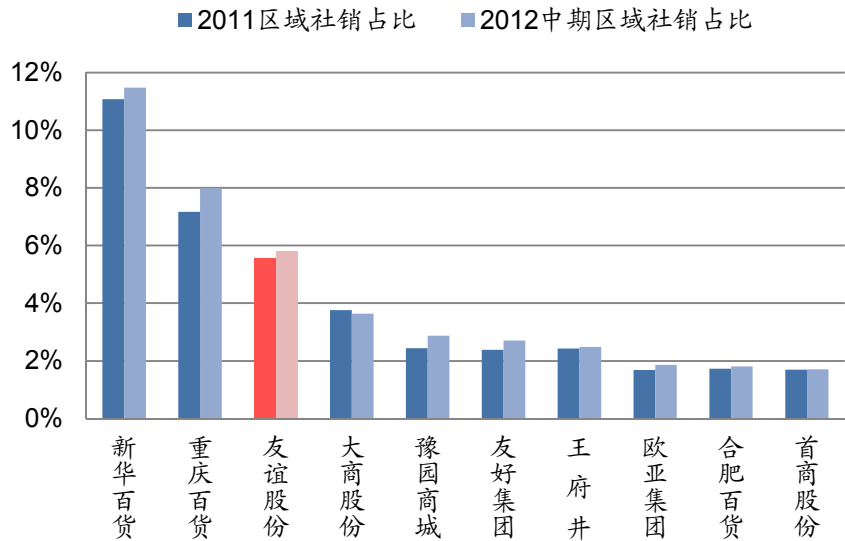
图表4: 新友谊股份股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

- 新成立的友谊股份销售总规模超过 470 亿元，拥有超市、单体百货、购物中心和奥特莱斯等多种零售业态，是华东地区规模最大的综合型零售企业；以社销占比评价的区域渗透率排名全国第三。

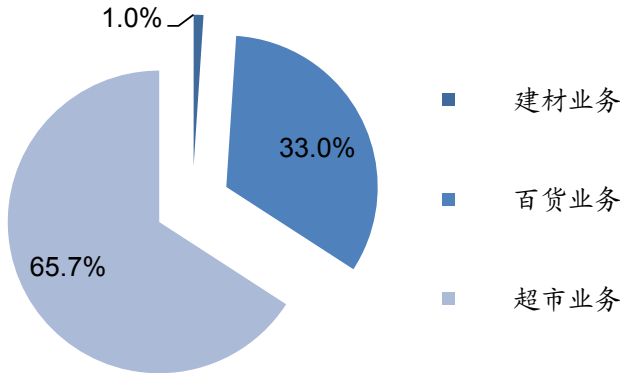
图表5: 以社销占比评估零售企业的区域渗透率



来源: 国金证券研究所

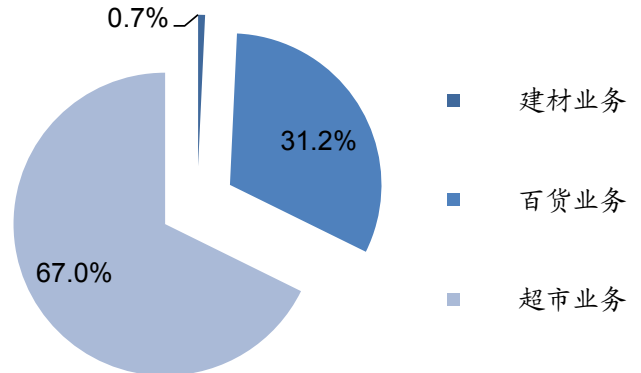
- 公司销售收入主要由超市、百货和建材装潢三部分构成，目前超市业务的收入超过 300 亿元，是主要贡献部门；公司新的发展战略是以大型购物中心等综合零售业为重点，未来百货业务的收入和利润贡献率将逐步上升。

图表6: 2012 年中期销售收入构成情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

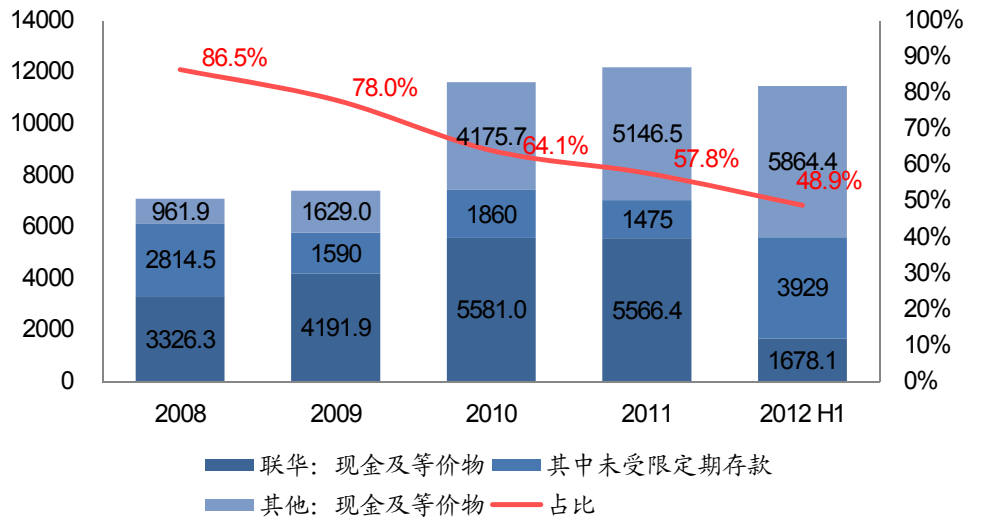
图表7: 2012 年中期营业利润构成情况



实力雄厚，经营重心转型有资金支持

- 我们认为新友谊股份目前的资产结构更趋合理，超市连锁业务沉淀的低收益现金资产可与需要资金投入的大型综合零售业务发展产生协同。
- 我们统计友谊股份 2008-2012 年中期报表披露的现金情况，其中 08-09 年合并百联股份前，联华超市的现金及等价物和未受限定期存款总额年均 60 亿元左右；2010 年开始为调整后的新友谊股份现金资产情况。
- 2010 年(调整后数据)比 2009 年现金及等价物资产增加的约 42 亿元现金资产是合并的百货类资产等带来的增量，从比例看，联华超市贡献了大部分的现金流。

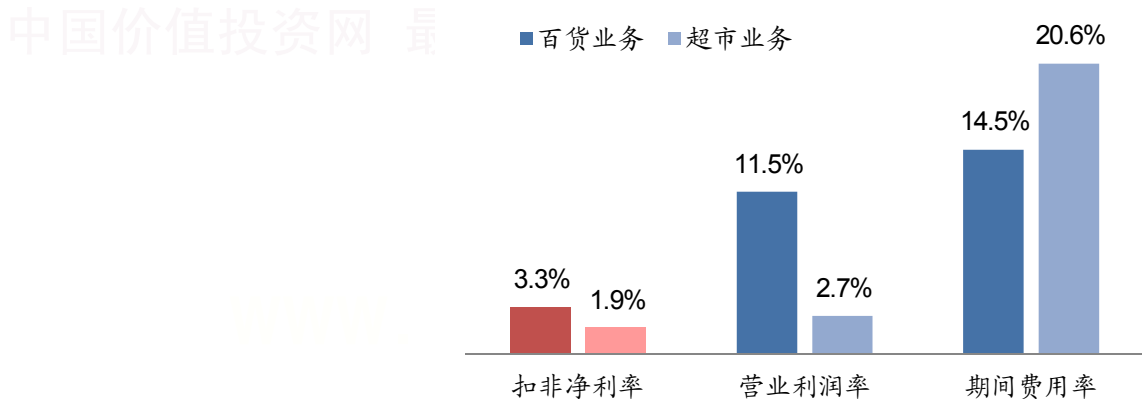
图表8: 友谊股份现金及等价物构成情况 (单位: 百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 对友谊股份旗下百货和超市业务的收益情况进行比较, 百货业务的收益率显著高于超市。

图表9: 友谊股份百货和超市业务收益情况比较



来源: 公司公告、国金证券研究所

百货主业重心向大型综合购物业态转移

已经形成以购物中心和奥特莱斯为核心的百货业务结构

- 合并百联股份以后的新友谊股份, 将百货业务结构重组为以购物中心和奥特莱斯等大型综合型购物场所为核心。
- 我们统计百货类经营物业面积发现, 截至 2012 年中期, 公司经营和在建的购物中心及主力店总面积达到 167.5 万平米, 占总面积的 59.6%; 奥特莱斯物业面积 62.2 万平米, 占总面积的 22.1%, 二者合计物业面积占比达到 81.8%。

图表10: 友谊股份百货业态门店结构统计 (单位: 万平方米)

	门店数量	自营物业面积			托管物业	总面积
		其中: 自有	租赁	小计		
单体百货门店	19*	79.8%	20.2%	51.3	0	51.3
购物中心(含主力店)	16	70.0%	30.0%	156.6	10.9	167.5
奥特莱斯	5	100%	0.0%	40.0	22.2	62.2
合计	21	76.9%	23.1%	247.9	33.1	281

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 新友谊股份拥有的百货物业绝大部分属于优质物业资产, 包括: 单体百货门店 19 家 (*其中含 1 家关闭转租门店, 不包括购物中心主力店), 已经营和筹建中的购物中心及奥特莱斯分别有 16 家和 5 家; 总经营面积(不含托管门店)为 247.9 万平方米, 其中自有物业比例达到 76.9%。

购物中心业态深耕长三角, 侧重新中心和郊环新区

- 友谊股份的购物中心业态扩张未来将以长三角地区为主, 年均新增门店 1-2 家, 布局上侧重城市新中心和郊环新区的社区型购物中心。公司现有已经经营和在建的购物中心合计有 16 个, 不含托管门店的总面积达到 156.6 万平方米。
- 公司购物中心的培育期一般在 3 年左右, 新店及次新店占比较高, 其中 2009 年以后开业的购物中心有 8 家(含两家筹建中的中心), 占总面积的 42.4%, 是公司未来主要的增长动力之一。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表11: 购物中心及主力店的基本情况 (单位: 万平米, 百万元)

购物中心及主力店	建筑面积	权益	物业	开业时间
1 杨浦郡江国际购物中心	8.5	85%	自有	-
2 百联川沙购物中心	4.74	100%	自有	-
3 世博源	19.6	51%	租赁	2012.12
4 百联东郊购物中心	4.8	100%	自有	2012.11
5 百联徐汇商业广场	2.04	100%	租赁	2012.1
6 百联虹口购物中心	8.3	托管	托管	2011.9
主力店: 东方商厦(虹口店)	2.4	100%	托管	2011.9
7 百联金山购物中心	8.50	100%	自有	2010.9
主力店: 东方商厦(金山店)	1.2	100%	自有	2010.9
8 重庆百联南岸购物中心	13.6	100%	租赁	2009.12
主力店: 东方商厦(重庆南岸店)	2.5	100%	租赁	2009.12
9 东方商厦(长沙百联东方店)	2.6	10%	托管	2009.12
10 百联南方购物中心	15	66%	自有	2008.5
主力店: 南方友谊商城	6.4	65.8%	自有	2008.5
主力店: 友谊百货(南方店)	0.8	65.8%	自有	1999.9
11 沈阳百联购物中心	11.63	100%	自有	2008.1
12 百联南桥购物中心	11.71	100%	租赁	2008.1
主力店: 东方商厦(奉贤店)	3.1	100%	租赁	2008.1
13 百联又一城购物中心	12.6	100%	自有	2007.1
14 百联中环购物广场	24	51%	自有	2006.12
主力店: 东方商厦(中环店)	2.8	51%	自有	2006.12
15 百联世茂国际广场	5.8	托管	租赁	2004.12
16 百联西郊购物中心	11	75%	自有	2004.12
主力店: 东方商厦(西郊店)	1.4	99%	自有	2004.9
17 百联临沂购物中心	3.1	100%	自有	2002.1
总面积(不含托管)	156.6			
自有面积占比	70.0%			

来源: 国金证券研究所

- 公司上海地区购物中心的经营情况良好, 主要的利润贡献门店是西郊购物中心、中环购物中心、又一城购物中心和南方商城这 4 个城市中心和副中心商圈的购物中心; 而郊区金山购物中心和南桥购物中心则表现出更强的增长潜力, 利润增速均超过整体水平。
 - 百联西郊购物中心 2011 年进行了较大规模的组合调整, 扩大场内可利用面积, 引进苹果专卖店、工艺品商场等新业态; 2012 年底又将原主力百货店升级为东方商厦, 预计 2012 年利润增长受门店改造升级影响有所下滑, 2013 年恢复增长。
 - 百联中环广场在 2009 年 9 月整体升级后经营出现较大改善; 又一城购物中心收益五角场城市副中心的发展, 近 5 年保持强劲增长。
 - 百联南方商城是购物中心业态的主要盈利门店, 2011 年销售规模达到 30 亿元, 公司权益净利润约 1.5 亿元, 预计 2013-2014 年净利润平均增速仍可保持在 10% 以上水平。
 - 百联南桥和金山购物中心属于郊环新区发展的大体量综合型购物中心, 未来将长期受益区域内新增消费人口和收入水平提高, 预计未来 3 年可保持 20% 以上利润增速。
 - 沈阳和重庆两个埠外门店的经营改善目前看有一定难度, 我们保守估计其未来 3 年将处于减亏状态。

图表12: 购物中心盈利情况预测 (单位: 百万元)

	开业时间	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
百联西郊购物中心	2004.12	11.9	13.6	40.4	38.0	48.0	55.2
yoy		44.3%	14.3%	198.2%	-5.9%	26.4%	15.0%
百联中环购物广场	2006.12	-17.2	75.4	62.7	62.2	69.8	76.5
yoy				-16.9%	-0.7%	12.2%	9.6%
百联又一城购物中心	2007.1	17.3	24.2	40.9	40.1	47.1	53.3
yoy		33.5%	40.2%	68.9%	-2.0%	17.7%	13.0%
百联南桥购物中心	2008.1	0.5	1.2	2.3	2.9	4.3	6.1
yoy			138.0%	89.1%	26.7%	49.5%	44.2%
百联南方商城	08重开	84.7	110.9	151.8	158.2	172.5	187.1
yoy		108.0%	31.0%	36.8%	4.3%	9.0%	8.5%
百联金山购物中心	2010.9		-12.0	3.3	3.6	5.6	7.0
yoy				-127.8%	9.2%	53.3%	25.0%
沈阳百联购物中心	2008.1	-24.6	-22.1	-21.5	-22.0	-20.5	-19.0
重庆南岸购物中心	2009.12		-20.0	-23.2	-24.0	-22.0	-21.0
百联徐汇商业广场	2012.10				-3.5	1.5	3.5
百联东郊购物中心	2012.11					-5.0	-1.5
世博源	2012.12					-20.0	-8.0
合计利润		72.5	171.2	256.6	255.5	281.3	339.3
yoy			136.2%	49.9%	-0.4%	10.1%	20.6%

来源: 国金证券研究所

奥特莱斯业态计划全国扩张, 具备领先优势

- 友谊股份未来将把奥特莱斯业态发展向全国推广, 计划 2015 年将总数拓展至 10 家。通过与美国著名折扣业态地产开发商西蒙地产集团的合作, 公司将在奥特莱斯的设计和经营理念上具备领先优势, 同时公司在已有招商能力的基础上, 可进一步提高对国际一线品牌的引进力度。
- 公司目前经营和在建奥特莱斯项目情况如下:

图表13: 奥特莱斯业态基本情况 (单位: 万平米)

	门店	建筑面积	权益比例	物业形式	开业时间
1	百联青浦奥特莱斯	11	100%	自有	2006.4
2	武汉盘龙奥特莱斯	9.2		委托管理	2011.12
3	杭州下沙奥特莱斯	13		委托管理	2010.6
4	无锡奥特莱斯	15	100%	自有	预计2013年开业
5	南京奥特莱斯	14	75%	自有	预计2014年开业
	物业面积 (不含托管)	40.0			
	自有物业比重	100%			

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 青浦奥特莱斯为自建自营, 2006 年开业第二年即实现盈利, 是国内最成功的奥特莱斯项目之一; 2011 年的税后销售收入约 15.9 亿元, 占公司百货业务总收入的比重超过 10%, 利润贡献超过 15%; 该项目后期还有扩建空间, 将是公司一个稳定的利润贡献点。

图表14: 青浦奥特莱斯收入及盈利预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
青浦奥特莱斯	754	970.5	1307	1590	1828	2121	2375
YoY		28.8%	34.6%	21.6%	15.0%	16.0%	12.0%
坪销	6852	8823	11880	14452	16620	19279	21593
净利润	29.4	38.7	110	128	149	175	197
YoY		31.6%	184.1%	16.8%	16.2%	17.4%	12.7%
净利率	3.90%	3.98%	8.41%	8.07%	8.15%	8.25%	8.30%

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司采取委托管理模式在杭州下沙和武汉盘龙进行奥特莱斯的异地扩张，2011年杭州项目实现收入约6元，公司可以开发成本增持该项目30%股权；武汉项目总投资约20亿元，公司有计划对51%进行收购。
- 无锡和南京的奥特莱斯项目均为自建，其中无锡项目包括土地款的前期投资约2.8亿元，南京项目计划总投资9.7亿元，预计在2013年底至2014年开业。

单体百货发展谨慎，主要对小型门店进行调整、升级、转型

- 友谊股份拥有19家单体百货门店平均店龄为21年，店龄超过5年的成熟期门店有17家，总面积超过94.6%，属于利润贡献稳定的部门。
- 上海地区消费增长近年呈现传统商圈老化、城市新中心和郊环新区崛起的趋势，公司对部分经营面积狭小、竞争力显著减弱的单体百货店进行调整、升级或转型。

图表15：单体百货门店基本情况（单位：万平方米）

单体百货	建筑面积	权益比例	物业形式	开业时间	店龄
1 友谊商店（中环新址）	0.8	99%	租赁	2011.1	2
2 东方商厦（淮海店）	2.0	70%	自有	2009.1	4
3 东方商厦（嘉定店）	1.6	100%	租赁	2008.1	5
4 第一百货（新店）	7.2	100%	自有	2007.12	6
5 东方商厦（宁波店）	2.2	100%	自有	2006.9	6
6 东方商厦（青浦店）	1.2	100%	租赁	2004.12	9
7 永安珠宝	0.9	100%	自有	2003.9	9
8 东方商厦（杨浦店）	3.0	100%	自有	2001.12	12
9 华联商厦（普陀店）	1.7	90%	租赁	2000.12	13
10 东方商厦（南东店）	4.0	100%	自有	1997.12	16
11 第一八佰伴	14.4	100%	自有	1995.12	18
12 虹桥友谊商城	1.9	40%	自有	1994.3	19
13 第一百货（松江店）	0.6	100%	自有	1994.12	19
14 第一百货（淮海店关闭）	0.6	100%	自有	1993.6	20
15 华联商厦	0.7	100%	租赁	1993.3	20
16 东方商厦（旗舰店）	3.3	100%	租赁	1993.1	20
17 时装商店	1.1	100%	租赁	1956.8	56
18 妇女用品商店	0.7	100%	自有	1956.2	57
19 永安百货	3.4	100%	自有	1918.9	94
总面积（不含托管）	51.3				
自有面积占比	79.8%				

来源：国金证券研究所

- 公司经营面积在1万平方米以内的小型单体门店目前共有7家，公司针对性的进行调整转型或者扩建升级，有利于改善单体百货业务的盈利水平。

图表16: 单体百货门店新开及调整情况 (单位: 万平方米)

门店	面积	开业时间	基本情况
1 东方商厦(西郊店)	1.4	2004.9	2012.12由原友谊百货长宁店升级
2 永安珠宝	0.9	2003.9	2011由华联商厦转型黄金珠宝专营店
3 东方商厦(杨浦店)	3.0	2001.12	2007.12扩建1.8万平方米
4 虹桥友谊商城	1.9	1994.3	2012.8.27北立面改扩建
5 第一百货	7.2	1994.1	2007.12扩建新楼4.3万平方米, 2008.3老大楼重新装修
6 第一百货(淮海店)	0.6	1993.6	2012年原店关闭, 门店转租给永达汽车做宝马旗舰店
7 友谊商店	0.8	1958	2011.1迁至中环新址开业, 转型高端精品百货

来源: 国金证券研究所

- 我们对友谊股份9家主要单体百货店的销售情况进行统计, 2011年合计收入占公司百货业务总收入的比重约69%, 其中第一八佰伴、第一百货和东方商厦旗舰店三家单体店的收入占已统计9家百货收入的71%, 是最主要的收入贡献来源。我们对其未来3年的收入预测如下:

图表17: 主要单体百货销售收入情况及预测 (单位: 元/平米、万平方米)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
第一八佰伴	3351.28	3850.43	3888.93	4238.94	4578.05
YOY	13.6%	14.9%	1.0%	9.0%	8.0%
坪销	23273	26739	27006	29437	31792
第一百货	1494.87	1736.75	1736.75	1875.69	1997.61
YOY	13.9%	16.2%	0.0%	8.0%	6.5%
坪销	20762	24122	24122	26051	27745
东方商厦(旗舰店)	1479.49	1581.20	1597.01	1724.77	1845.50
YOY	13.1%	6.9%	1.0%	8.0%	7.0%
坪销	44563	47626	48103	51951	55587
东方商厦(南东店)	648.72	688.03	681.15	725.43	765.33
YOY	10.8%	6.1%	-1.0%	6.5%	5.5%
坪销	16259	17244	17072	18181	19181
永安百货	647.86	664.96	658.31	684.64	708.60
YOY	7.7%	2.6%	-1.0%	4.0%	3.5%
坪销	19111	19615	19419	20196	20903
虹桥友谊商城	623.93	639.32	607.35	655.94	714.97
YOY	12.7%	2.5%	-5.0%	8.0%	9.0%
坪销	32161	32954	31307	33811	36854
东方商厦(杨浦店)	333.33	376.92	395.77	435.35	470.17
YOY	23.8%	13.1%	5.0%	10.0%	8.0%
坪销	11111	12564	13192	14512	15672
东方商厦(青浦店)	227.35	303.42	333.76	373.81	411.19
YOY	-	33.5%	10.0%	12.0%	10.0%
坪销	18946	25285	27813	31151	34266
东方商厦(嘉定店)	217.11	256.41	269.23	296.15	319.85
YOY	-	18.1%	5.0%	10.0%	8.0%
坪销	13880	16392	17212	18933	20448
收入合计	9023.95	10097.44	10168.26	11010.72	11811.28
YOY	-	11.9%	0.7%	8.3%	7.3%

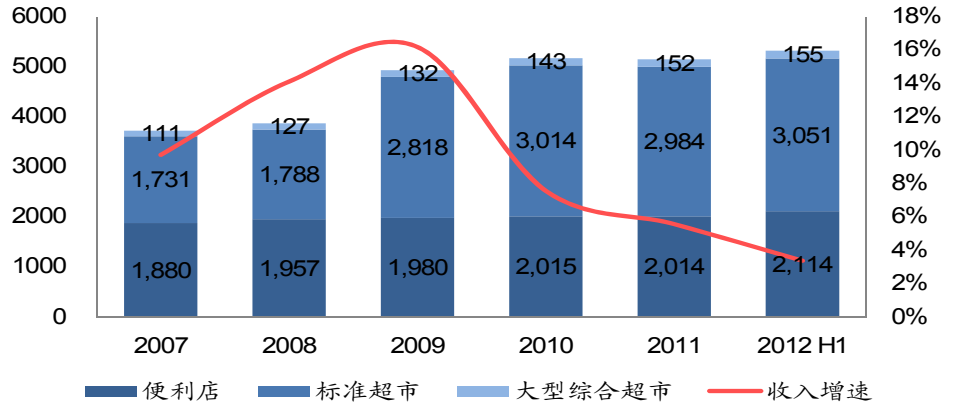
来源: 公司公告、上海商业信息中心、国金证券研究所

超市经营有压力，现金流是最大优势

行业竞争激烈，2013 年销售收入增速有望止跌企稳

- 公司超市业务销售收入近 3 年增速持续下滑，显示由于面临日趋激烈的超市业态竞争和企业核心竞争力缺失，超市市场份额正在遭受侵蚀。

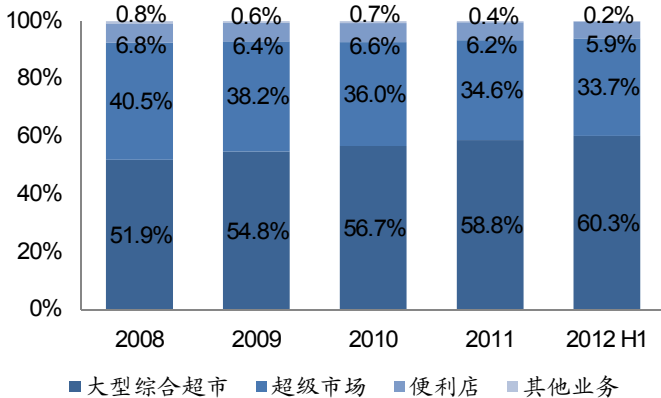
图表18: 历年超市门店扩张及销售收入增长情况



来源：公司公告、国金证券研究所

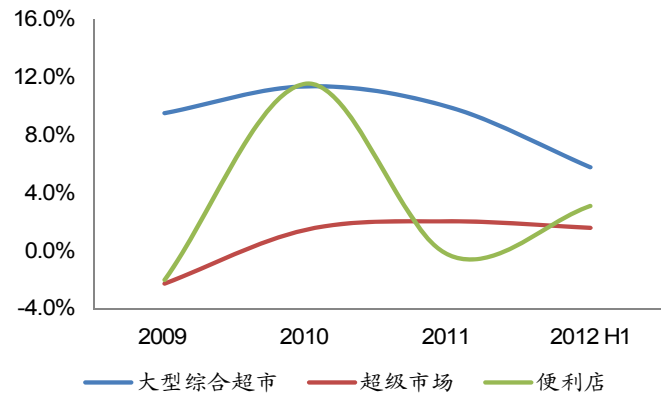
- 大型综合超市和超级市场的收入增速 2010 年后受经济影响有所下滑，利润率稳中略升，但便利店受经营成本大幅上升影响，盈利情况快速恶化。

图表19: 历年超市各业态收入占比情况

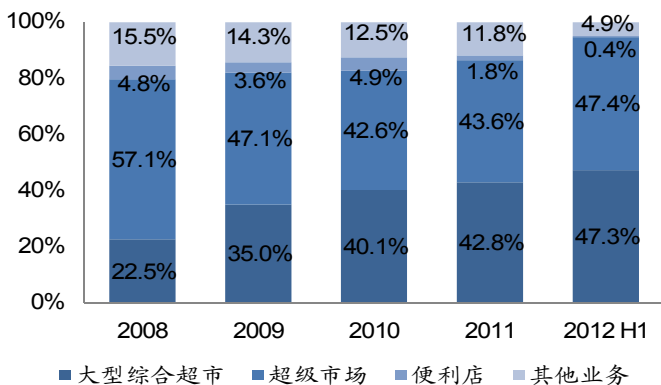


来源：公司公告、国金证券研究所

图表20: 超市各业态近 3 年收入增速

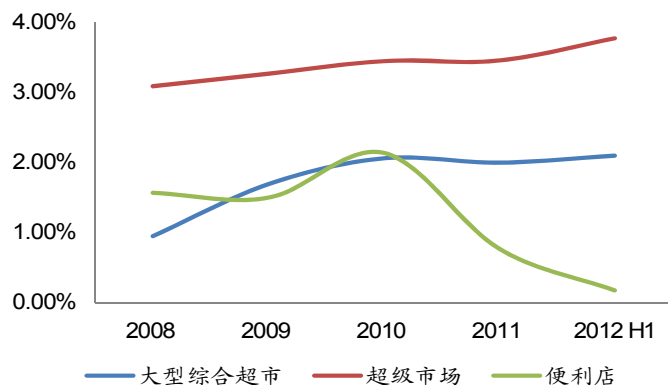


图表21: 历年超市各业态利润占比情况



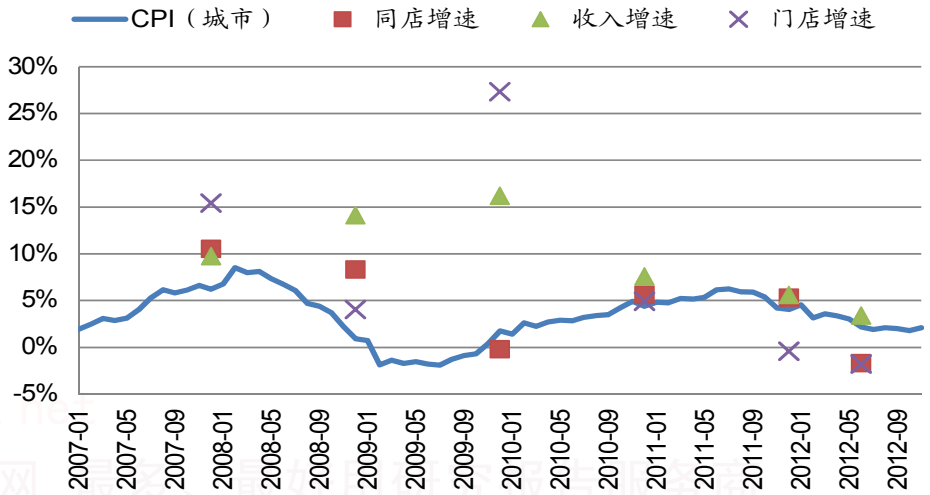
来源：公司公告、国金证券研究所

图表22: 历年超市各业态利润率情况



- 友谊股份超市收入增速与同期物价走势及公司扩张速度正相关，其中公司同店增速与CPI走势拟合度较高，收入增速的提高受门店增速影响较大。
- 截止2012年3季度公司超市业务的门店增速、同店增长及CPI均处于低位；也就是说在不出现大规模关店及宏观经济急速恶化前提下，只要存在公司外延扩张提速或者CPI指数回暖的情况，超市收入增速就有望出现同比回升。
- 我们预期公司超市业务2013年收入增速企稳的几率较大。

图表23: 超市业务收入增速及影响因素历年走势

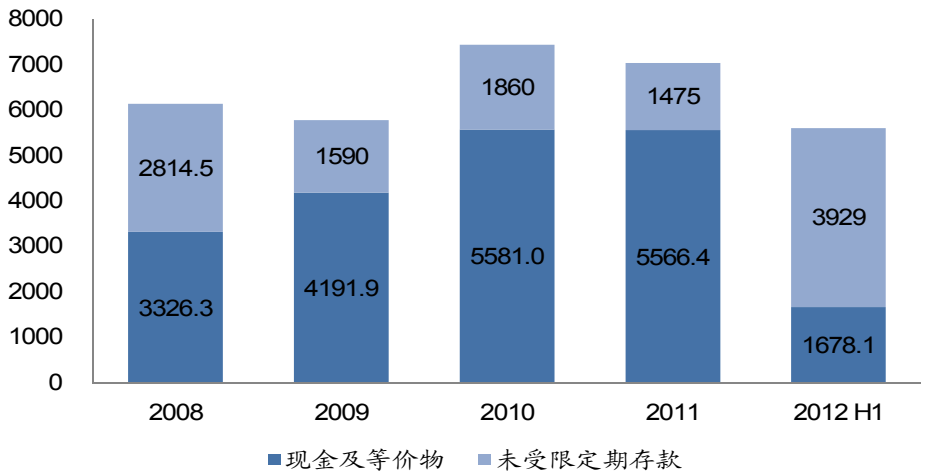


来源：公司公告、国金证券研究所

购物卡和账期管理提供充沛现金

- 2010-2011年联华超市的账面现金及等价物余额年均超过55亿元，2012年中期为16.78亿元；统计公司未受限制定期存款等低收益现金资产，2012年中期合计总金额达到56亿元，全年预计在60-70亿元。
- 我们观察过去5年公司的现金情况，发现公司在经济不景气的08年和12年定期存款比率有所上升，说明公司也在进行非常保守的现金管理，但是投资效率不高，这种情况有望在整合了大型百货零售业务后有所改善。

图表24: 公司近3年现金及等价物及低收益现金资产情况

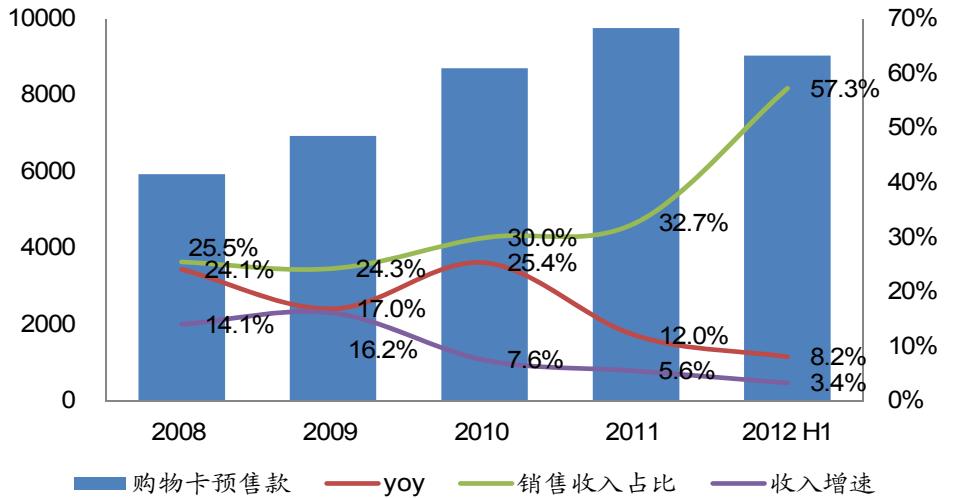


来源：公司公告、国金证券研究所

- 友谊股份华东地区的多业态经营和网点规模使其拥有庞大的购物卡消费群体。截止2012年中期，友谊股份的超市业务部门共有发行预付卡形成的

预收债务 90.36 亿元，我们以 3 年使用期假设计算的年均购物卡消费占总销售额的比例 2011 年为 32.7%，2012 年中期达到 57.3%。

图表25: 购物卡预售款增长及收入占比情况 (单位: 百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 我们以超市部门的经营性应付款考量公司对供货商占款情况，近 3 年公司年均占款余额超过 40 亿元，账期报表显示约 60 天，经营中一般从结算对账到开具税票需要约 30 天时间，因此实际的占款期约 3 个月左右。

图表26: 超市部门经营性应付款情况 (单位: 百万眼)

	2008	2009	2010	2011	2012 H1
经营性应付款	3130.0	3490.1	4154.6	4419.4	3647.9
yoy	11.2%	11.5%	19.0%	6.4%	1.2%
年周转日	56	59	61	62	59

来源: 公司公告、国金证券研究所

绝对估值与风险提示

绝对估值

- 用绝对估值法计算公司的价值为 12.79 元/股。
 - 我们用三阶段 DCF 模型估值，显性期 3 年（第一阶段）2012-2014 年，第二阶段为 8 年；
 - 我们保守估计友谊股份第二阶段的增长率为 6%；永续增长率 1%。

图表27: 三阶段 DCF 估值结果

估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	5,286.96	23.99%
第二阶段	11,030.08	50.06%
后续阶段 (终值)	5,716.69	25.95%
股权资本的价值	22,033.73	100.00%
股本 (百万股)	1,722.50	
每股价值 (元)	12.79	

来源: 国金证券研究所

图表28: 敏感性测试结果

Ke	长期增长率(g)							
	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
8.5%	15.61	15.96	16.36	16.81	17.33	17.94	18.65	19.51
9.0%	14.66	14.94	15.26	15.63	16.04	16.52	17.08	17.74
9.5%	13.81	14.05	14.31	14.61	14.94	15.32	15.77	16.28
10.0%	13.07	13.26	13.48	13.72	13.99	14.30	14.65	15.06
10.5%	12.40	12.56	12.74	12.94	13.17	13.42	13.70	14.03
11.0%	11.81	11.94	12.09	12.26	12.44	12.65	12.88	13.14
11.5%	11.27	11.38	11.51	11.65	11.80	11.97	12.16	12.38
12.0%	10.78	10.88	10.99	11.10	11.23	11.37	11.53	11.70
12.5%	10.34	10.42	10.51	10.61	10.72	10.84	10.97	11.11
13.0%	9.93	10.00	10.08	10.16	10.25	10.35	10.46	10.58
13.5%	9.56	9.62	9.69	9.76	9.83	9.92	10.01	10.11

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 宏观经济下行带来的销售增速不达预期。
- 扩张带来的费用增长超预期, 影响净利润增长。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	29,187	31,052	47,015	48,992	52,872	56,559
增长率		6.4%	51.4%	4.2%	7.9%	7.0%
主营业务成本	-23,035	-24,256	-36,348	-38,164	-41,132	-43,876
%销售收入	78.9%	78.1%	77.3%	77.9%	77.8%	77.6%
毛利	6,152	6,796	10,667	10,828	11,741	12,683
%销售收入	21.1%	21.9%	22.7%	22.1%	22.2%	22.4%
营业税金及附加	-198	-212	-452	-480	-518	-554
%销售收入	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-4,737	-5,116	-6,715	-7,113	-7,587	-8,047
%销售收入	16.2%	16.5%	14.3%	14.5%	14.4%	14.2%
管理费用	-674	-786	-1,831	-1,896	-2,038	-2,177
%销售收入	2.3%	2.5%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	543	682	1,669	1,339	1,597	1,904
%销售收入	1.9%	2.2%	3.6%	2.7%	3.0%	3.4%
财务费用	148	151	172	181	111	41
%销售收入	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.1%
资产减值损失	-8	-31	-7	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	273	303	684	300	300	300
%税前利润	31.0%	26.9%	26.1%	16.1%	14.6%	13.1%
营业利润	956	1,106	2,518	1,818	2,008	2,245
营业利润率	3.3%	3.6%	5.4%	3.7%	3.8%	4.0%
营业外收支	-76	21	101	50	50	50
税前利润	880	1,127	2,619	1,868	2,058	2,295
利润率	3.0%	3.6%	5.6%	3.8%	3.9%	4.1%
所得税	-268	-298	-672	-467	-515	-574
所得税率	30.4%	26.4%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	613	829	1,947	1,401	1,544	1,721
少数股东损益	424	531	555	250	250	250
归属于母公司的净利润	188	298	1,392	1,151	1,294	1,471
净利率	0.6%	1.0%	3.0%	2.3%	2.4%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	613	829	1,947	1,401	1,544	1,721
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	645	733	1,130	1,135	1,161	1,191
非经营收益	-162	-292	-505	-403	-17	73
营运资金变动	1,576	2,095	976	850	3,295	1,047
经营活动现金净流	2,672	3,364	3,548	2,983	5,982	4,032
资本开支	-612	-614	-1,618	-738	-1,199	-1,100
投资	300	1,329	3,224	99	50	50
其他	257	213	290	300	300	300
投资活动现金净流	-55	928	1,896	-339	-849	-750
股权募资	1	4	0	0	0	0
债权募资	-552	-95	-2,252	-1,344	0	1
其他	-209	-276	-510	-276	-333	-423
筹资活动现金净流	-759	-367	-2,762	-1,620	-333	-422
现金净流量	1,858	3,925	2,683	1,024	4,800	2,860

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	7,411	9,840	12,188	13,212	18,012	20,872
应收款项	313	335	478	642	664	710
存货	2,589	2,892	3,852	3,660	3,719	3,967
其他流动资产	367	678	933	1,147	1,030	880
流动资产	10,680	13,745	17,450	18,660	23,425	26,429
%总资产	57.5%	64.6%	47.3%	49.8%	55.4%	58.5%
长期投资	3,671	3,334	3,968	3,869	3,818	3,768
固定资产	3,368	3,384	12,127	12,299	12,435	12,435
%总资产	18.1%	15.9%	32.9%	32.8%	29.4%	27.5%
无形资产	735	681	3,149	2,631	2,584	2,542
非流动资产	7,899	7,540	19,440	18,801	18,839	18,748
%总资产	42.5%	35.4%	52.7%	50.2%	44.6%	41.5%
资产总计	18,579	21,285	36,890	37,461	42,264	45,177
短期借款	330	255	1,300	0	0	0
应付款项	12,135	14,427	19,464	21,250	24,499	25,609
其他流动负债	959	1,331	1,958	1,177	1,187	1,268
流动负债	13,424	16,013	22,722	22,427	25,686	26,877
长期贷款	20	0	0	0	0	0
其他长期负债	230	184	534	0	0	1
负债	13,674	16,197	23,256	22,427	25,686	26,878
普通股股东权益	2,717	2,696	10,974	12,125	13,418	14,890
少数股东权益	2,188	2,393	2,659	2,909	3,159	3,409
负债股东权益合计	18,579	21,285	36,890	37,461	42,264	45,177

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.399	0.631	0.808	0.668	0.751	0.854
每股净资产	5.755	5.709	6.371	7.039	7.790	8.644
每股经营现金净流	5.660	7.126	2.060	1.732	3.473	2.341
每股股利	0.200	0.000	0.250	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.92%	11.05%	12.68%	9.49%	9.64%	9.88%
总资产收益率	1.01%	1.40%	3.77%	3.07%	3.06%	3.26%
投入资本收益率	6.91%	9.10%	8.04%	6.68%	7.23%	7.80%
增长率						
主营业务收入增长率	14.17%	6.39%	51.41%	4.20%	7.92%	6.97%
EBIT增长率	42.71%	25.65%	144.63%	-19.81%	19.32%	19.22%
净利润增长率	34.57%	58.38%	367.07%	-17.32%	12.41%	13.74%
总资产增长率	13.03%	14.56%	73.31%	1.55%	12.82%	6.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.8	1.2	1.2	1.8	1.6	1.6
存货周转天数	40.2	41.2	33.9	35.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	57.0	61.5	50.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	37.3	33.3	90.0	83.9	75.3	67.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-143.99%	-192.39%	-79.86%	-87.88%	-108.65%	-114.06%
EBIT利息保障倍数	-3.7	-4.5	-9.7	-7.4	-14.4	-46.7
资产负债率	73.60%	76.09%	63.04%	59.87%	60.78%	59.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	6	19
增持	0	1	2	7	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.63	1.49

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net