

2013年12月12日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

A股目标价(元) 15  
B股目标价(美元) 2

**公司基本资讯**

产业别	商业贸易		
A股价(2012/12/12)	11.12		
上证综合指数(2012/12/12)	2202.80		
股价12个月高/低	11.84/6.53		
总发行股数(百万)	1722.50		
总股数(百万)	1240.38		
总市值(亿元)	186.56		
主要股东	百联集团有限公司(43.50%)		
每股净值(元)	7.57		
股价/账面净值	1.47		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	28.4	23.6	61.8

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2013-5-20	8.05	持有
2013-8-26	7.76	买入
2013-10-31	11	买入

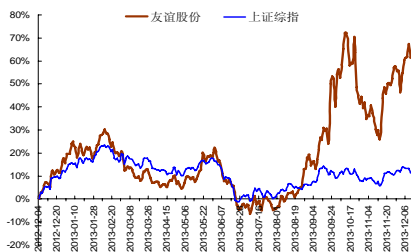
**产品组合**

百货	31.3%
超市	64.6%
建材	1.3%
其他	2.8%

**机构投资者占流通A股比例**

基金	7.3%
一般法人	44.0%

**股价相对大盘走势**



**友谊股份 (600827&900923. SH)**

**BUY (买入)**

**国企改革出台在即，公司有望价值回归**

**结论与建议：**

上海是国企改革出台在即，作为处于竞争行业的友谊股份有望成为改革红利的收益者。受制于管理体制的束缚，公司的费用率较高，利润水准低于同业，如果的管理明显改善，公司有望实现价值回归，维持公司买入评级。

■ **国企改革情况：**12月17日上海国资系统将于召开改革会议，届时通报新一轮上海国资改革方案。根据三中全会，积极发展混合所有制，对国企进行分类管理、引入竞争的决定，预计改革的方向是引入新的资本、推动管理层激励及职业经理人等。目前上海国资旗下上市公司合计65家，其中零售类企业8家，仅次于房地产和交通运输行业，也是竞争最为激烈的一类，有望最先进行国企改革。

■ **公司经营情况：**百货及购物中心：1-3Q实现营收约120亿元，YOY增长7%，利润基本持平。公司反映的10、11月经营情况和前三季基本相当，利润和去年同期基本持平。未来公司以发展购物中心业态和奥特莱斯业态为主，每年两种业态开业2家左右，百货业态跟随购物中心开设。联华超市：1-3Q营收250.9亿元，YOY增长1.26%，同店增速约3%，利润下降48%。公司10、11月的同店增速为2-3%，鉴于公司年内继续关闭部分门店（截至11月底，大卖场、标超和便利店分别新开3、125和138家，关闭4、148和285家，净减少1、23和147家，目前拥有大卖场、标超和便利店分别为156、2487和1884家），预计4Q营收持平去年，全年利润同比降幅约4成。

■ **公司价值分析：**经营方面：由于门店大部分处于上海核心地段，目前公司的毛利率水准21.5%，高于行业平均的18.4%3个百分点，但是净利润率不到3%，低于行业平均的3.2%，主要缘公司较高的经营管理费用，公司合计的3项费用率约为17.5%，高于同业平均的13.7%3.8个百分点，管理体制对于公司利润的束缚明显，积极管理可以给公司带来较大的利润改善空间，如果费用率降至同业的平均水准，则利润将相对与现在提高1倍左右。所持物业：公司百货、购物中心和奥特莱斯业态在上海核心地段有经营面积约250万平方米，其中自有面积约150万平方米，市价估计在500亿元左右，而目前固定资产的帐面价值仅214亿元，有较大的重估溢价空间。按照我们的估算，公司地产重估后股权的帐面净值约为350亿元，显著高于目前总市值186亿元。

■ **盈利预测：**不考虑国企改革可能带来的影响，按照公司目前的经营情况，预计2013和2014年公司实现净利润10.88和11.95亿元，YoY减少7%和增长9.9%，EPS分别为0.63元、0.69元，A股P/E为17.6倍和16倍，B股P/E为13.5倍和12.3倍，公司利润改善空间较大，市值显著低于重估价值，维持公司买入评级。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB百万元	828	1040	1392	1170	1088	1195
同比增减	%		25.63%	33.80%	-15.91%	-7.06%	9.90%
每股盈余 (EPS)	RMB元	0.481	0.604	0.808	0.680	0.632	0.694
同比增减	%		25.63%	33.80%	-15.91%	-7.06%	9.90%
A 股市盈率(P/E)		23.1	18.4	13.7	16.3	17.6	16.0
B 股市盈率(P/E)		17.8	14.1	10.6	12.6	13.5	12.3
股利 (DPS)	X	0.05	0.2	0.25	0.25	0.3	0.3
A 股息率 (Yield)	RMB元	0.45%	1.80%	2.25%	2.25%	2.70%	2.70%
B 股息率 (Yield)	%	0.59%	2.34%	2.93%	2.93%	3.51%	3.51%

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

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业额	39,624	43,891	47,015	49,263	52,392	57,632
经营成本	30,759	33,946	36,348	38,493	41,129	45,356
主营业务利润	8,864	9,573	10,215	10,322	10,768	11,711
销售费用	5,602	6,189	6,715	7,101	7,621	8,385
管理费用	1,649	1,767	1,831	1,871	1,961	2,132
财务费用	40	4	-172	-318	-346	-375
投资收益	85	475	684	324	310	320
营业利润	1,598	2,056	2,518	1,974	1,814	1,888
补贴收入	95	138	181	187	172	150
税前利润	1,550	2,117	2,619	2,131	1,929	2,018
所得税	407	509	672	595	550	504
少数股东损益	314	568	555	366	291	318
净利润	828	1,040	1,392	1,170	1,088	1,195

附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	8,329	11,616	12,188	12,648	14,944	17,321
存货	2,740	3,058	3,852	3,514	3,866	4,252
应收帐款	189	217	688	808	889	978
流动资产合计	12,822	16,324	17,450	17,956	20,698	23,251
长期投资	5,623	4,518	3,733	4,463	4,686	4,921
固定资产合计	12,078	12,234	12,363	12,103	12,708	13,979
无形资产	2,272	2,254	2,543	2,487	2,611	2,742
资产总计	13,786	7,540	19,440	21,030	22,506	24,142
流动负债合计	33,904	36,013	36,890	38,986	42,018	45,972
长期负债合计	20,379	23,020	22,722	23,084	24,295	27,517
负债合计	965	616	534	767	1,074	1,128
股东权益合计	21,344	23,665	23,256	23,851	25,370	28,645
负债和股东权益总计	12,561	12,348	13,634	15,135	16,648	17,327

附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	3,942	5,028	3,548	1,671	4,178	4,387
投资活动产生的现金流量净额	-2,064	-635	-220	-1,872	-1,217	-1,277
筹资活动产生的现金流量净额	-1,376	-1,105	-2,762	-740	-666	-732
现金及现金等价物净增加额	502	3,288	567	-940	2,296	2,377

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)有限公司相信用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j @持意见或立场, 或会买入, 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j @。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。