



**买入**

**26% ↑**

目标价格: 人民币 16.00  
原目标价格: 人民币 12.96

600827.CH

价格: 人民币 12.71

目标价格基础: 25倍14年市盈率

板块评级: 中立

## 友谊股份

### 业绩略低于预期, 超市净利润大幅下降为主因

友谊股份发布2013年报和2014一季报: 2013年公司实现营业收入519.26亿元, 同比增长5.41%; 归属母公司净利润10.36亿元, 折合每股收益0.60元, 同比下降11.50%; 扣非后净利润为9.31亿元, 同比下降13.70%。2014年1季度公司实现营业收入147.67亿元, 同比下降3.94%; 归属母公司净利润4.17亿元, 折合每股收益0.24元, 同比增长9.70%; 扣非后净利润为4.03亿元, 同比增长7.99%。公司业绩略低于我们之前预期。我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.64、0.70、0.78元, 目标价上调至16.00元, 对应2014年25倍市盈率。我们认为公司未来看点在于上海国有体制的改革预期, 同时我们中长期看好公司创新业态购物中心以及奥特莱斯的潜力, 维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- **2013年外延门店稳健推进:** 2013年公司实现了无锡百联奥特莱斯广场和台州百联东森购物中心的顺利开业, 完成了武汉盘龙百联奥特莱斯广场经营公司的股权收购。此外, 公司还有上海世博源项目(已于14年4月开业)、南京百联奥特莱斯广场、百联杨浦滨江购物中心等一批重点筹建项目正在加速推进。同时, 联华超市报告期内新增门店312家。公司目前已经拥有4家奥特莱斯门店, 形成了成熟的奥特莱斯经营模式, 在建的项目还有南京汤山店, 我们认为公司是国内领先的零售业态创新者, 奥特莱斯运营能力处于同行前列, 在消费升级的大背景下, 新兴业态将越来越多的分流传统百货的客流, 并将成为未来零售业的主要渠道。
- **2013年净利润下降, 超市利润大幅下滑为主因:** 分行业看, 2013年公司百货、超市分别实现收入170.31、329.11亿元, 分别同比增长10.53%和3.45%, 超市行业收入增速放缓, 使得公司整体收入增速较低。2013年公司净利润下降11.5%, 主要是由于2013年联华超市净利润仅为5,481万元, 较2012年的3.44亿元大幅下降84%。联华超市净利润大幅下降, 主要是由于: 1) 超市行业景气度下降, 且人工租金等费用刚性增长; 2) 联华超市关店损失增加, 使得2013年公司营业外支出高达1.09亿, 较2012年增长265%。
- **2013年毛利率同比下降0.47个百分点, 期间费用率同比降低0.05个百分点:** 毛利率方面, 2013年公司综合毛利率为21.39%, 较去年同期同比下降0.47个百分点, 其中百货、超市毛利率分别同比下降0.50、0.21个百分点至18.22%和20.21%。期间费用率方面, 2013年公司期间费用率同比降低0.05个百分点至17.51%, 其中销售、管理、财务费用率同比分别变化-0.08、0.03、0.00个百分点至14.34%、3.83%和-0.65%。
- **2014年1季度收入端仍旧低靡:** 2014年1季度公司营业收入147.67亿元, 同比下降3.94%, 增速低于13年4季度的4.25%; 归属于母公司的净利润41,680万元, 同比增长9.70%, 增速高于13年4季度的-27.50%; 扣非后净利润40,264万元, 同比增长7.99%, 增速高于13年4季度的-41.51%。公司1季度超市部分收入同比下降4.7%, 但超市部分毛利率提升显著, 达19.56%, 同比提升0.62个百分点, 使得超市1季度净利润同比增长5.86%。
- **毛利率同比增长0.98个百分点, 期间费用率同比增加0.38个百分点:** 毛利率方面, 14年1季度公司综合毛利率为21.04%, 较去年同期同比增长0.98个百分点。期间费用率方面, 14年1季度公司期间费用率同比增加0.38个百分点至15.54%, 其中销售、管理、财务费用率同比分别上升0.05、0.31、0.01个百分点至12.47%、3.53%和-0.45%。

#### 评级面临的主要风险

- 百联和友谊重组后整合效应低于预期, 期间费用率高企侵蚀利润。

#### 估值

- 我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.64、0.70、0.78元, 将目标价由12.96元上调至16.00元, 对应2014年25倍市盈率, 维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	49,263	51,926	53,195	55,252	59,836
变动(%)	4.8	5.4	2.4	3.9	8.3
净利润(人民币 百万)	1,170	1,036	1,104	1,202	1,347
全面摊薄每股收益(人民币)	2.238	0.601	0.641	0.698	0.782
变动(%)	(15.9)	(11.5)	6.6	8.9	12.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.723	0.801	-
调整幅度(%)	-	-	(11.3)	(12.9)	-
核心每股收益(人民币)	2.238	0.601	0.641	0.698	0.782
变动(%)	(15.9)	(11.5)	6.6	8.9	12.1
全面摊薄市盈率(倍)	5.7	21.1	19.8	18.2	16.2
核心市盈率(倍)	5.7	21.1	19.8	18.2	16.2
每股现金流量(人民币)	0.97	2.23	2.47	1.34	2.08
价格/每股现金流量(倍)	13.1	5.7	5.2	9.5	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	9.2	13.5	11.3	8.6
每股股息(人民币)	0.300	0.230	0.146	0.142	0.163
股息率(%)	2.4	1.8	1.1	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格  
消费服务: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA/CAIA/FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621) 2032 8594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

**图表 1.2013 年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动(%)
<b>营业收入</b>	<b>49,262.87</b>	<b>51,925.98</b>	<b>5.41</b>
-营业税及附加	448.10	487.29	8.75
净营业收入	48,814.76	51,438.69	5.38
营业成本	38,492.99	40,817.41	6.04
销售费用	7,101.14	7,444.81	4.84
管理费用	1,870.54	1,986.64	6.21
营业利润	1,973.75	1,724.60	(12.62)
非经常性项目	91.33	104.58	14.51
经常性投资收益	164.73	89.89	(45.43)
净财务费用	(318.19)	(337.40)	6.04
利润总额	2,130.83	1,864.74	(12.49)
所得税	594.86	616.75	3.68
少数股东损益	365.59	212.20	(41.96)
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,170.38</b>	<b>1,035.79</b>	<b>(11.50)</b>
扣除非经常性损益的净利润	1079.05	931.20	(13.70)
每股收益(元)	0.679	0.601	(11.50)
扣非后每股收益(元)	0.626	0.541	(13.70)
<b>盈利能力(%)</b>			
综合业务毛利率	21.86	21.39	
经营利润率	4.01	3.32	
净利润率	2.38	1.99	
扣非后净利率	2.19	1.79	

资料来源: 公司数据

**图表 2.2014 年 1 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年 1 季度	2014 年 1 季度	同比(%)
<b>营业收入</b>	<b>15,372.29</b>	<b>14,766.77</b>	<b>(3.94)</b>
-营业税及附加	173.90	167.35	(3.77)
净营业收入	15,198.40	14,599.42	(3.94)
营业成本	12,289.49	11,660.18	(5.12)
销售费用	1,907.92	1,840.72	(3.52)
管理费用	493.99	520.77	5.42
营业利润	612.64	686.08	11.99
非经常性项目	7.10	14.16	99.41
经常性投资收益	21.06	22.59	7.26
净财务费用	(70.24)	(66.14)	(5.84)
利润总额	620.49	705.13	13.64
所得税	149.72	176.26	17.73
少数股东损益	90.81	112.07	23.41
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>379.95</b>	<b>416.80</b>	<b>9.70</b>
扣除非经常性损益的净利润	372.85	402.64	7.99
每股收益(元)	0.221	0.242	9.70
扣非后每股收益(元)	0.216	0.234	7.99
<b>盈利能力(%)</b>			
综合业务毛利率	20.05	21.04	
经营利润率	3.99	4.65	
净利润率	2.47	2.82	
扣非后净利率	2.43	2.73	

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	49,263	51,926	53,195	55,252	59,836
销售成本	(38,493)	(40,817)	(41,598)	(43,262)	(46,911)
经营费用	(9,114)	(9,722)	(10,182)	(10,554)	(11,342)
息税折旧前利润	3,116	2,849	1,962	2,111	2,546
折旧及摊销	1,142	1,125	216	409	597
经营利润(息税前利润)	1,974	1,725	1,746	1,703	1,949
净利息收入/(费用)	357	378	112	137	156
税前利润	2,131	1,865	1,746	1,703	1,949
所得税	(595)	(617)	(489)	(477)	(546)
少数股东权益	(366)	(212)	(153)	(24)	(56)
净利润	1,170	1,036	1,104	1,202	1,347
核心净利润	1,170	1,036	1,104	1,202	1,347
每股收益(人民币)	2.238	0.601	0.641	0.698	0.782
核心每股收益(人民币)	2.238	0.601	0.641	0.698	0.782
每股股息(人民币)	0.300	0.230	0.146	0.142	0.163
收入增长(%)	4.8	5.4	2.4	3.9	8.3
息税前利润增长(%)	n.a.	(8.6)	(31.1)	7.6	20.6
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(12.6)	1.2	(2.5)	14.5
每股收益增长(%)	n.a.	(73.1)	6.6	8.9	12.1
核心每股收益增长(%)	n.a.	(73.1)	6.6	8.9	12.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	2,131	1,865	1,746	1,703	1,949
折旧与摊销	1,142	1,125	216	409	597
净利息费用	(107)	(119)	282	217	306
运营资本变动	5,127	5,049	4,711	4,858	4,634
税金	(595)	(617)	(489)	(477)	(546)
其他经营现金流	(7,107)	(4,688)	(2,330)	(4,617)	(3,535)
经营活动产生的现金流	1,671	3,843	4,251	2,312	3,583
购买固定资产净值	0	0	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投资减少/增加	1,037	1,215	(30)	(30)	(30)
其他投资现金流	(2,909)	(2,286)	1,377	300	300
投资活动产生的现金流	(1,872)	(1,072)	(153)	(1,230)	(1,230)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	100	0	0	0
支付股息	(431)	(517)	(396)	(251)	(245)
其他融资现金流	(666)	(309)	(601)	80	150
融资活动产生的现金流	(740)	(348)	(885)	(35)	61
现金变动	(940)	2,423	3,213	1,048	2,415
期初现金	12,648	13,173	16,385	17,433	19,847
公司自由现金流	265	3,264	4,145	1,149	2,432
权益自由现金流	157	3,249	4,210	1,219	2,510

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	12,648	13,173	16,385	17,433	19,847
应收帐款	235	242	196	204	221
库存	3,514	3,800	4,556	4,739	5,140
其他流动资产	14,442	15,090	18,158	19,254	21,774
流动资产总计	17,956	18,890	22,714	23,993	26,915
固定资产	11,317	11,425	12,974	14,306	15,412
无形资产	2,346	2,312	2,196	2,086	1,982
其他长期资产	7,367	8,214	7,036	6,935	6,866
长期资产总计	21,030	21,951	22,206	23,327	24,260
总资产	38,986	40,841	44,920	47,320	51,175
应付帐款	5,626	5,977	6,656	6,922	7,506
短期债务	1,331	721	0	0	0
其他流动负债	16,127	17,241	20,770	21,929	24,042
流动负债总计	23,084	23,939	27,425	28,851	31,548
长期借款	0	100	100	100	100
其他长期负债	767	840	572	572	572
股本	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
储备	10,526	11,195	11,903	12,853	13,955
股东权益	12,249	12,917	13,625	14,576	15,678
少数股东权益	366	212	153	24	56
总负债及权益	38,986	40,841	44,920	47,320	51,175
每股帐面价值(人民币)	7.12	7.51	7.92	8.47	9.11
每股有形资产(人民币)	5.67	6.08	6.56	7.18	7.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.14)	(1.20)	(1.12)	(1.11)	(1.10)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.7	4.8	3.1	3.3	3.6
息税前利润率(%)	3.4	2.7	2.7	2.6	2.6
税前利润率(%)	4.3	3.6	3.3	3.1	3.3
净利率(%)	2.4	2.0	2.1	2.2	2.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率(倍)	(4.6)	(3.7)	(12.7)	(10.5)	(10.1)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	5.7	21.1	19.8	18.2	16.2
核心业务市盈率(倍)	5.7	21.1	19.8	18.2	16.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	6.3	23.3	21.8	20.1	17.9
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	13.1	5.7	5.2	9.5	6.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.7	9.2	13.5	11.3	8.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	26.0	26.7	31.3	31.3	31.4
应收帐款周转天数	1.7	1.7	1.3	1.3	1.3
应付帐款周转天数	53.3	53.4	58.4	58.4	58.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	33.6	31.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	9.5	8.0	8.1	8.2	8.6
资产收益率(%)	3.0	2.5	2.5	2.5	2.6
已运用资本收益率(%)	7.5	6.2	6.3	6.0	6.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371