

2010-05-28

批发和零售贸易/零售业

公司研究 / 调研报告

友谊股份 (600827)

长短两相宜

买入 / 维持评级

股价: RMB16.17

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号: S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhq.com

联系人

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhq.com

李珊珊

+755-82364411 liss@lhq.com

相关研究

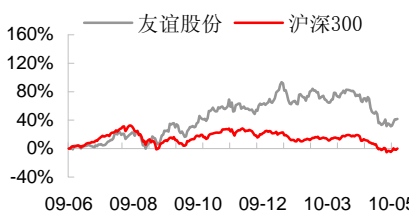
- 《不只是那一点的吸引》
2010.03.31
《稳健增长, 略超预期》
2009.08.26
《百联集团重组遐想》
2009.08.10
《寻找被低估的珍宝》
2009.07.20

基础数据

总股本 (百万股)	472
流通 A 股 (百万股)	213
流通 B 股 (百万股)	179.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	3440

- 我们于近日调研了友谊股份, 与公司高管就公司 09、10 年的经营情况进行回顾与展望。
- 联华超市作为公司业绩最大贡献者, 其发展已经由外延粗放型转为内涵集约型, 近年来联华超市的毛利率、净利润率均保持明显上升趋势, 后台建设力度的加强将极大的提高联华超市的竞争力。
- 在 09 年超市景气度下滑、同店增长-0.24%的情况下, 联华超市仍实现 22% 的业绩增长, 远超 A 股同类企业。我们预计 10-11 年伴随着 CPI 低位上行和同店增长大幅提高, 联华超市 10-11 年将达到 30%和 22%的业绩增长。我们测算今年一季度联华超市同店增长约为 4%, 其在一季度公告的未审计净利润增长达 52%, 预计剔除合并华联超市的影响后, 其增长也超过 40%。
- 09 年好美家业务巨亏 1.51 亿元或 EPS=0.32 元, 主要在于公司一次性关闭了所有外埠亏损门店共 11 家。公司剩余的 14 家门店 09 年及 10 年一季度总体保持微利状态, 我们预计今年好美家业务没有关店之虞, 亏损概率极小, 业务扭亏将带来公司业绩的大幅提升。
- 公司剩余的百货、购物中心和权益类投资业务增长稳定, 对公司整体业绩营销幅度较小。其中我们预测百联西郊财务费用压力有所减轻, 可能成为亮点之一。
- 从中长期来看, 我们一直看好友谊股份, 在于其为联华超市在 A 股的载体。从百联集团超商业务重组、甚至是零售业务重组来看, 友谊股份由于牵涉了百联集团、复星集团、AH 股投资者的利益, 其在重组过程中必将平衡各方利益, 投资者受益重组的概率很大。
- 我们上调公司 10-11 年盈利预测至 0.70 和 0.85 元(原预测 0.48 和 0.59 元), 考虑到目前 A 股其他超市普遍 PE 倍数在 30 倍以上, 而联华超市无论从门店规模、后台建设等衡量, 其竞争力并不处下风, 公司目前估值仅为 23 倍, 折价严重, 给予买入评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	29186.9	8492.1	31778.7	34823.1	38305.4
(+/-%)	14.2	19.2	8.9	9.6	10.0
归属母公司净利润(百万元)	188.1	79.4	331.8	401.0	477.7
(+/-%)	34.6	37.2	76.3	20.9	19.1
EPS(元)	0.40	0.17	0.70	0.85	1.01
P/E(倍)	40.6	96.1	23.0	19.0	16.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

我们于近日调研了友谊股份，与公司高管就公司 09、10 年的经营情况进行了回顾与展望。从短期来看，在好美家业务大幅减亏的带动下，公司 10 年业绩将有明显提升；从中长期来看，公司是联华超市在 A 股的载体，也是未来上海商业重组最受益个股。

我们大幅上调公司 10-11 年业绩预测至 0.70 和 0.85 元(原预测 0.48 和 0.59 元)，买入！

短期业绩拐点显现

公司的业务看似繁杂，但其实可以归结为几大块，即联华超市业务、购物中心业务、百货业务、好美家业务和部分股权投资收益。

09 年公司虽然各业务加总后净利润增长达到 27.1%，但各项业务分化巨大，虽然联华超市表现良好，但好美家业务出现巨额亏损，极大的拖累了公司 09 年业绩。

我们预计公司 10-11 年联华超市业务仍非常值得期待，而好美家业务在大幅关店后有极大概率实现盈亏平衡。

表 1：友谊股份各项业务分拆

	股权比例	2009 净利润	2010 净利润	2011 净利润
联华超市	34.03%	51,884.7	67,450.1	82,289.2
好美家业务	90%	(15,120.1)	0.0	0.0
南方商城	65.80%	8,469.4	9,000.0	10,800.0
百联西郊	75%	1,185.4	1,800.0	2,500.0
友谊百货	99%	2,564.4	3,000.0	3,000.0
浦发银行出售收益		6728.1	0	0
合并净利润(税后调整)		18,092.9	33,192.6	39,951.1
合并 EPS		0.38	0.70	0.85

资料来源：华泰联合证券研究所。注：各项业务均经过税后调整

联华超市：厚积薄发，值得期待

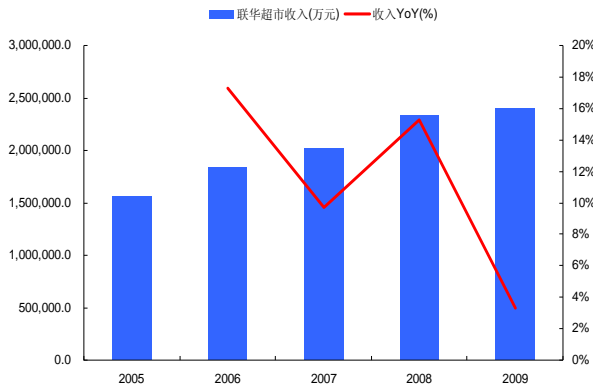
在 09 年 CPI 低位运行，超市行业及公司普遍同店增长下滑的情况下，公司相对 08 年保持了 22.86% 的业绩高速增长，远高于 A 股其他的超市企业。

在经历了前几年的大幅投入后，联华超市已经开始进入产出期，目前公司的经营管理已经开始由粗放型&外延性向集约型&内生型转变，工作重点开始向加强后台建设、优化物流采购体系、加强 IT 建设和努力进行门店转型等方向发展。而与此对应的是公司近年来净利润、毛利率和净利率的增长。

我们相信随着 10 年 CPI 低位上行，在同店增长大幅提高的情况下联华超市保持业绩高速增长仍可期待。从一季度经营情况来看，公司的同店增长率约为 4%，与去年四季度相比略有上升，根据联华超市公告，一季度净利润为 1.4 亿元，较 09 年增长 52.9%，我们估算剔除合并华联超市后未审计的净利润增长也超过了 40%。

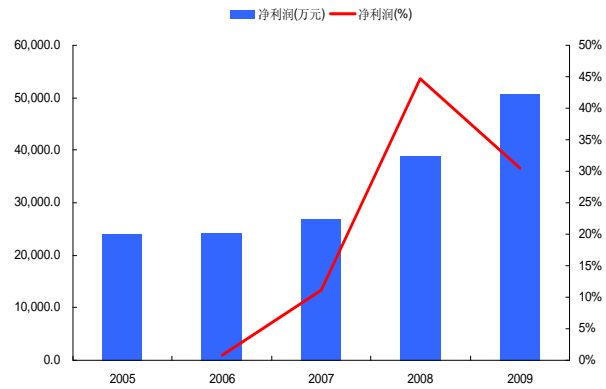
我们预测联华超市业务 10-11 年业绩保持 30%、22% 的快速增长。

图 1：联华超市收入及净利润增长情况



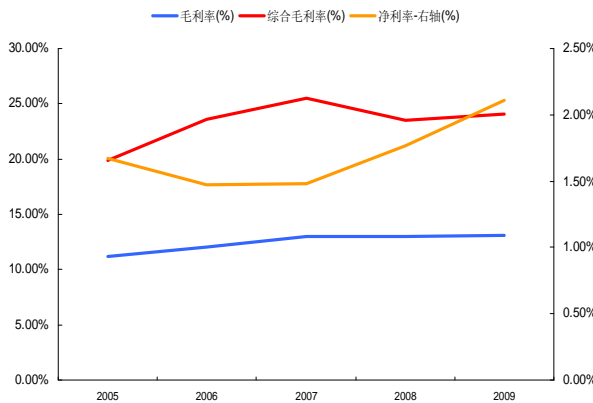
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：截止 2009 年底 A 股主要百货类公司门店规模比较



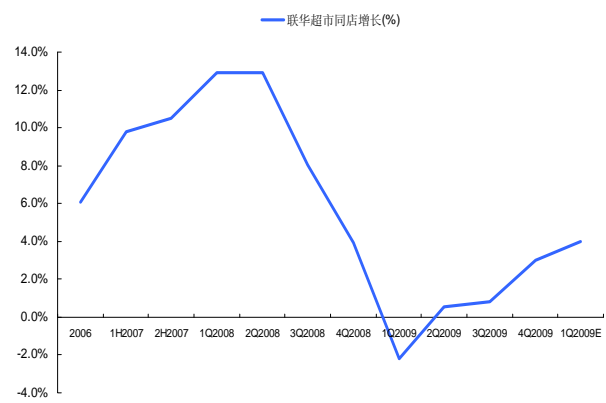
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3：联华超市毛利率、综合毛利率和净利率



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4：联华超市同店增长情况



资料来源：华泰联合证券研究所

好美家超市：壮士断腕，今年扭亏

09 年公司好美家业务继 08 年大幅亏损 8310 万元后爆出 1.51 亿元的亏损，大幅超出我们的预期，其极大的拖累了公司最终业绩。

好美家业务自从 07 年以来，经营状况一直处于窘境，由于布点区域较广规模效应差，公司除少数强势区域如上海、武汉以外其他地区门店全部亏损，公司从 08 年开始实行区域收缩，关闭了 3 家门店；而 09 年公司考虑到外埠区域扭亏无望，因此最终决定大幅关店，我们测算公司四季度单季好美家亏损接近 1 亿元，主要为四季度大幅关店所致。

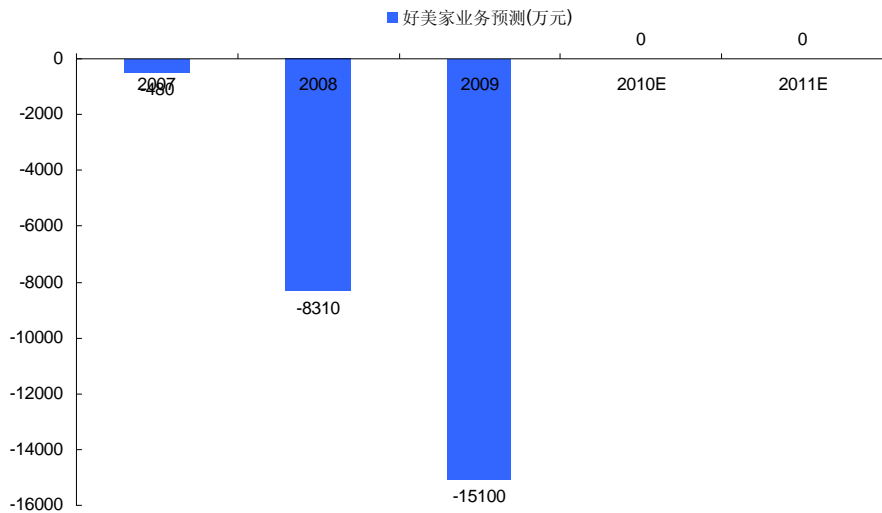
公司关闭单个好美家门店的关店损失平均在 1000 万元左右，主要包括固定资产计提、存货计提和租金补偿、员工补偿等，这些费用已经在 09 年全部计提完毕。我们预计 11 家门店的关店损失加上这些门店本身的年度经营亏损即已超过 1.5 亿元。

在 09 年关闭 11 家门店后，公司目前仅剩余 14 家门店，其中 11 家位于上海、3 家位于武汉，留存的门店在去年基本处于微盈状态。从一季度经营情况来看，目前好美家也处于微盈状态。

我们认为，在关闭大量亏损店并产生一次性巨额亏损后，公司剩余的门店相对经营情况较好，也存在一定规模效应，从去年即今年一季度经营情况来看，这部分门店保持盈亏平衡的可能性较大。

我们预测好美家业务 10-11 年均保持盈亏平衡。

图 5：好美家业务扭亏值得期待



资料来源：华泰联合证券研究所

购物中心&友谊百货：稳健增长，或有惊喜

公司目前购物中心包括南方商城购物中心和百联西郊购物中心两家，其中南方商城去年净利润达 8469 万元，较 08 年 4071 万元有大幅增长，主要因为 08 年底南方商城购物中心二期全面投入运营，租赁面积增加超过 6 万平。我们预计该购物中心 10 年将稳健增长，11-12 年进入提租期后有一定业绩爆发力。

百联西郊购物中心值得期待，我们预计公司在当初承建门店时向银行所贷的 3 亿元已经偿还了很大部分，10 年该门店的财务费用压力应大幅下降。据我们去年 6 月份的报告，该门店的实际盈利在 2500 万元以上。

我们预计南方商城 10-11 年净利润为 9000 万元和 1.08 亿元；预计百联西郊购物中心 10-11 年净利润为 1800 万元和 2500 万元。

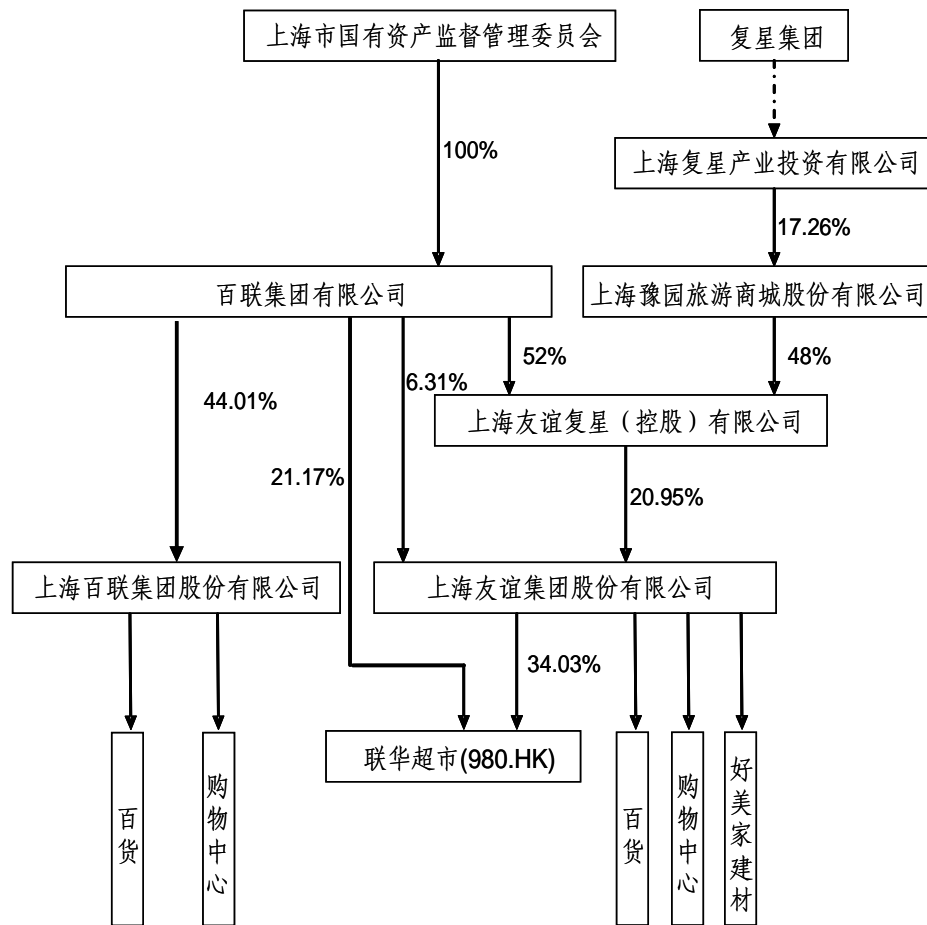
公司的友谊百货共有 4 家门店，分别为长宁友谊百货、百联西郊友谊商店、南方商城友谊商店和古玩商店等，此外公司参股 40% 的虹桥友谊为高端定位门店。我们预计公司百货业务整体保持稳健增长。

百联重组或将始于友谊

我们一直认为不能将友谊股份定义成一个简单的投资类公司，从中长期来看，公司将受益于百联集团重组，公司作为联华超市在 A 股的载体，一旦联华超市回归 A 股，公司必将享受巨大的估值溢价。

公司作为百联集团旗下的众多上市公司之一，其股权结构最具特殊性，由于涉及了 A 股、H 股投资者、百联集团、复星集团等四方利益，以公允价值法重估公司的资产最为合理，也最能平衡各方利益。

图 6：百联集团旗下主要上市公司股权结构图

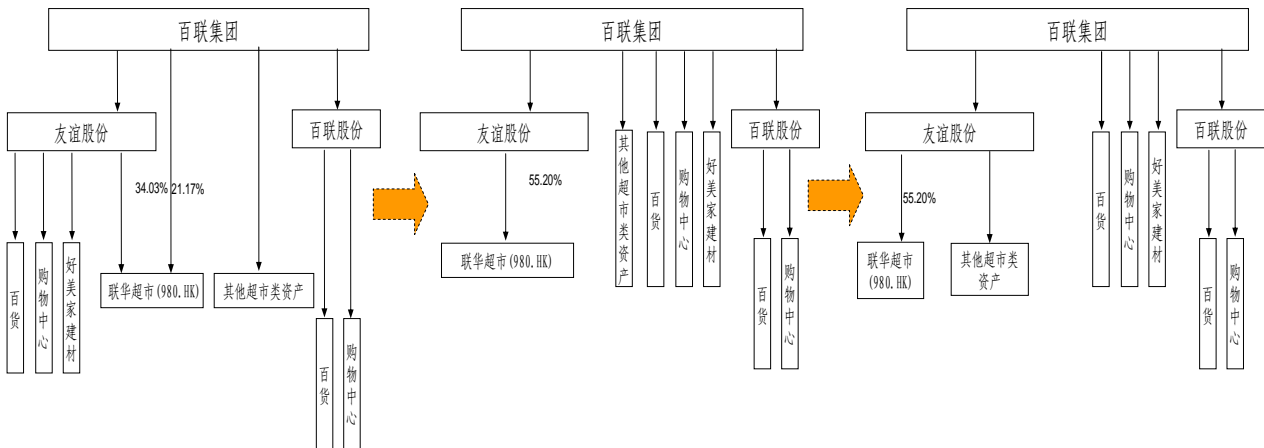


资料来源：华泰联合证券研究所

由于百联股份的股权结构简单，集团公司控股比例较高，而友谊股份股权关系复杂，集团对其控制力度较弱；从业务契合度来看，公司也是最具被整合可能性的公司，因此优先对其整合的可能性较大。

有关友谊股份在百联重组中的定位等，请参考我们 2009 年 8 月份的报告《百联集团重组遐想》。

图 7：百联集团新一轮重组方案设想



资料来源：华泰联合证券研究所

2010年3月25日，百联集团下最后一块超市资产华联吉买盛的40%股权，已经由集团从港佳控股处收购。目前百联集团已经持有其100%股权，加之百联集团此前持有的17%联华超市的股权，于去年6月25日注入联华超市的华联超市100%股权，百联对超市业务的整合又有进一步发展，而接下来的整合发展，我们拭目以待。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	10,680	11,416	14,384	16,842	营业收入	29,187	31,779	34,823	38,305
现金	7,411	7,632	10,233	12,243	营业成本	23,035	24,889	27,197	30,070
应收账款	80	54	63	70	营业税金及附加	198	216	226	260
其它应收款	233	243	266	293	营业费用	4,737	5,021	5,432	6,435
预付账款	277	448	490	541	管理费用	674	715	836	728
存货	2,589	2,972	3,251	3,601	财务费用	(148)	(287)	(356)	(448)
其他	89	68	82	93	资产减值损失	8	(3)	(3)	(5)
非流动资产	7,899	8,487	8,063	7,835	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	517	517	517	517	投资净收益	273	302	322	150
固定资产	2,981	3,008	2,674	2,539	营业利润	956	1,529	1,812	1,415
无形资产	498	466	432	397	营业外收入	58	0	0	0
其他	3,903	4,495	4,439	4,381	营业外支出	133	0	0	0
资产总计	18,579	19,902	22,447	24,676	利润总额	880	1,529	1,812	1,415
流动负债	13,425	13,678	14,864	16,031	所得税	268	459	453	354
短期借款	330	0	0	0	净利润	613	1,070	1,359	1,062
应付账款	3,774	4,181	4,569	5,052	少数股东损益	424	738	958	584
其他	9,321	9,497	10,295	10,979	归属于母公司净利润	188	332	401	478
非流动负债	250	250	250	250	EBITDA	1,077	1,291	1,463	1,106
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.40	0.70	0.85	1.01
其他	230	230	230	230					
负债合计	13,675	13,928	15,113	16,281					
少数股东权益	2,187	2,926	3,884	4,468	主要财务比率				
股本	472	472	472	472	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	1,404	1,404	1,404	1,404	成长能力				
留存收益	841	1,173	1,574	2,052	营业收入	14%	9%	10%	10%
归属母公司股东权益:	4,904	5,974	7,334	8,395	营业利润	50%	60%	19%	-22%
负债和股东权益	18,579	19,902	22,447	24,676	净利润	35%	76%	21%	19%
					获利能力				
					毛利率	21%	22%	22%	22%
					净利率	1%	1%	1%	1%
					ROE	7%	11%	12%	12%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	74%	70%	67%	66%
					净负债比率				
					流动比率	0.8	0.8	1.0	1.1
					速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转率	110.8	118.3	149.2	143.8
					应付账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.4	0.7	0.8	1.0
					每股经营现金流	5.7	2.3	4.3	3.2
					每股净资产	5.8	6.5	7.3	8.3
					估值比率				
					P/E	40.6	23.0	19.0	16.0
					P/B	2.8	2.5	2.2	1.9
					EV/EBITDA	14.9	13.1	11.2	14.6

资料来源: 华泰联合证券研究



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com