



世博重组双重概念共塑拐点之年

——友谊股份（600827）调研快报

2010年6月28日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏

联系人：高坤

零售行业分析师 010-66507320

执业证书编号：S1480109110910

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

问题 1：公司占比最大的超市业务中各细分业态的比例、方向和经营重点？

· 业态拓展方面，目前公司的超市业态主要分为便利店、标超、综超、大卖场四个细分业态。今后将以快客便利店和世纪联华大卖场两大品牌为重点进行两极化发展，同时迎合个性化消费浪潮，扩大生活馆模式及生鲜加强型模式的试点范围；

· 辐射范围方面，仍将以长三角区域为主，充分发挥公司已有的品牌和物流配送优势，战略上会从省会、旅游城市逐渐聚焦向二三线城市；

· 经营模式方面，目前加盟店的比例在 14%-15% 的水平，主要的盈利点在于配送费和加盟费，而具体到品类的经营，则是加强生鲜的优势特点，提高目前不到 10% 的自有品牌比例；

· 物流配送及与华联的整合方面，公司多元互补的集约化采购体系主要是按品种划分的规模效应需要，复兴岛拥有的 15 万平米物流基地主要是通过第三方委托租赁的方式经营，每年业务量虽然仅为 300-500 万，但土地升值空间巨大，因为与复兴岛的整体规划有所向左，暂时没有明确规划。此外，联华在人员、管理及物流配送等方面均与华联积极且快速的整合，有望通过双品牌实现区域内强势的规模经济。

问题 2：好美家建材去年大幅亏损后今年的盈利情况和发展规划？

公司剩余的 14 家门店今年一季度总体保持微利，全年来看，有望保持这一态势，其中武汉门店可能有几十万的盈利。与大部分建材市场经营的模式不同，公司主要坚持“类百安居式”的买断自营方式，而非租赁方式。受制于开店成本的高企（平均 1000 万），今年暂无外延扩张计划，虽然与房地产市场密切相关且滞后 2-3 个月，但随着上海地区个性化套餐的发展和武汉地区房地产市场的良好前景，公司仍然对建材市场的前景持积极态度，毛利率水平有一定提升空间。

问题 3：百货及购物中心业态是否维持相对平稳的发展态势以及世博对公司业务的带动？

公司作为 MALL 业态的领路者，百货业态的发展主要是依托购物中心这一载体作为主力店运营，由于上海地区目前竞争较为激烈且资金投入巨大，公司暂无在此业态进一步拓展的计划。参股 40% 的虹桥友谊商城是目前盈利状况最好的一家门店，剩余的股权暂无收购计划。

世博期间，以友谊商店为代表的特色百货，园区内拥有的 16 家超市（百联集团总共 24 家）有望获得较大受益。在园区外，酒店附近及景点周围的快客便利店的世博效应也将带动整体同店增速的提高。

问题 4：对于 OK 会员 B2C 这一新兴平台的看法和未来的发展方向？

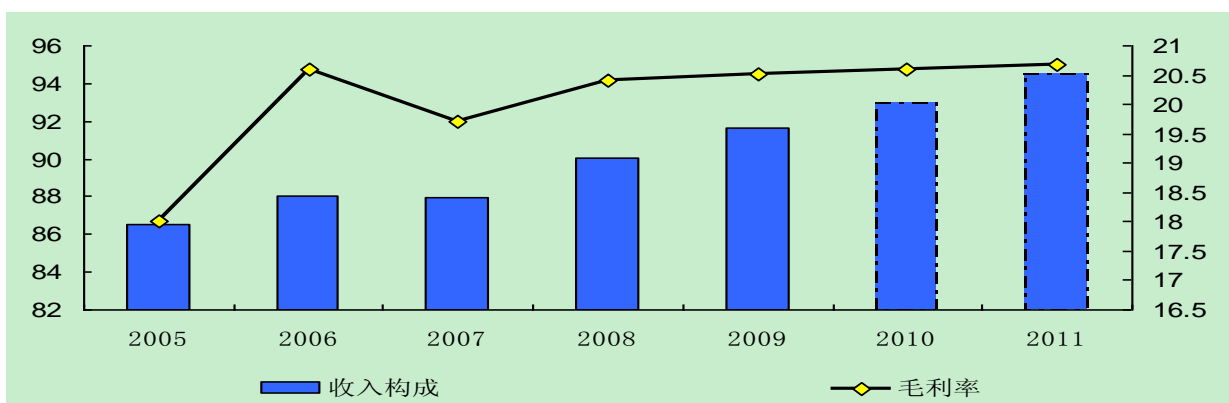
公司的 B2C 平台虽然面临专业网络企业的“百货化”威胁，仍有比较关键的三大运作优势：首先依托百联集团对电子商务平台 OK 会员渠道和支撑体系的整合，公司可以通过范围经济共享这一 60-100 亿的平台；其次，作为必选消费品，超市类商品网上网下定价差异的制约较小，依托长三角辐射巨大的物流配送体系，有效实现了虚实两大网络的低成本资源共享；结合便利店目录消费的趋势和公共类增值服务的拓展，平台今后在上海乃至长三角区域将拥有强势的品牌效应和现金流效应。

此外，就市场关注的上海零售版图的整合问题：百联集去年对华联吉买盛只收购了门店资产，并没有涉及集团资源，百联集团层面整合完毕后，在适当的时机注入上市公司的预期较为明确。在上海国资整合的大背景下，不排除百联存在进一步资产注入的可能。

结论：

1、百花齐放的超市业态主宰长三角。公司今后重点发展的大卖场和便利店两大业态实际上面临诸如家乐福、沃尔玛、7-11 步步紧逼的竞争。但从全国型超市向以长三角为主的区域型超市战略转型一定程度上强化了公司在供应商、品牌、物流配送及网络业态的优势，并最终回归至全国的平台。标超和综超形式为公司带来了直接快速扩张的渠道和间接加盟店的相关收入；便利店形式将随着长三角规划对经济的全面带动而获得充分的本土化发展空间；大卖场业态虽然受到较大的软实力竞争压力，但在农超对接的大背景下，通过直采模式，原先被中间商赚得的利润可直接“转移”到农民，农产品价格较传统模式低 15%-20%，凭借与上游供应商尤其是生鲜类食品的采购优势和一定的选址优势，将沿着超市业态的这一主要增长极，达到学习曲线的制高点；此外生活馆、生鲜加强型等个性化业态的拓展也形成了公司新兴的高毛利盈利点。

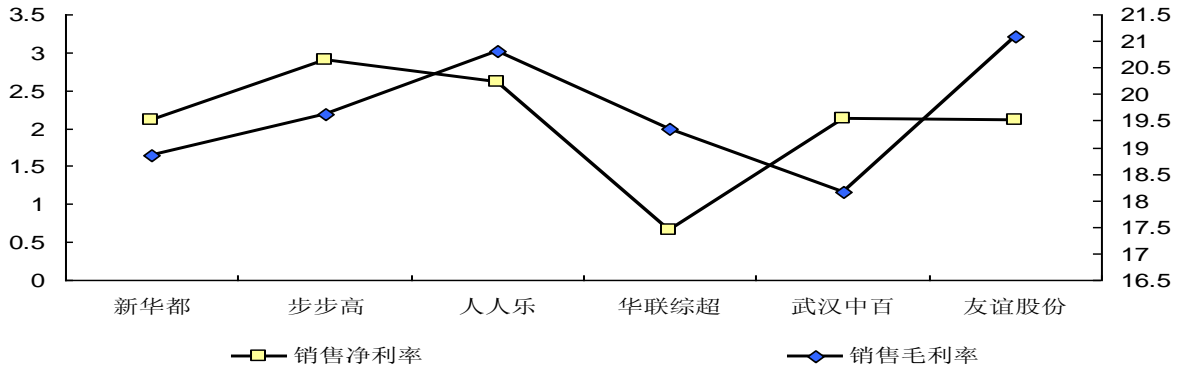
图 1：超市业务占比及毛利率变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

目前我国的全国型连锁超市相对外资还不具备较强的竞争力，区域型的发展或将成为现阶段超市企业的相对优势选择，在低成本扩张的同时依靠品牌集中号召力和物流规模效应获得较高的盈利水平。以销售净利率表示的一定区域范围内行业的竞争程度，营业利润占销售收入的比例较高说明区域内行业的竞争程度较低，企业处于垄断龙头地位。武汉中百、新华都、步步高作为省域范围的超市，垄断地位尤为明显，友谊股份作为区际范围内的寡头企业盈利又明显高于全国连锁的华联综超。而包含后台毛利率在内综合毛利指标又反映了对上游的控制力水平，友谊股份的毛利水平充分诠释了这一优势，两者呈现一定的正向相关性。

图 2：超市公司垄断地位和上游控制力水平对比

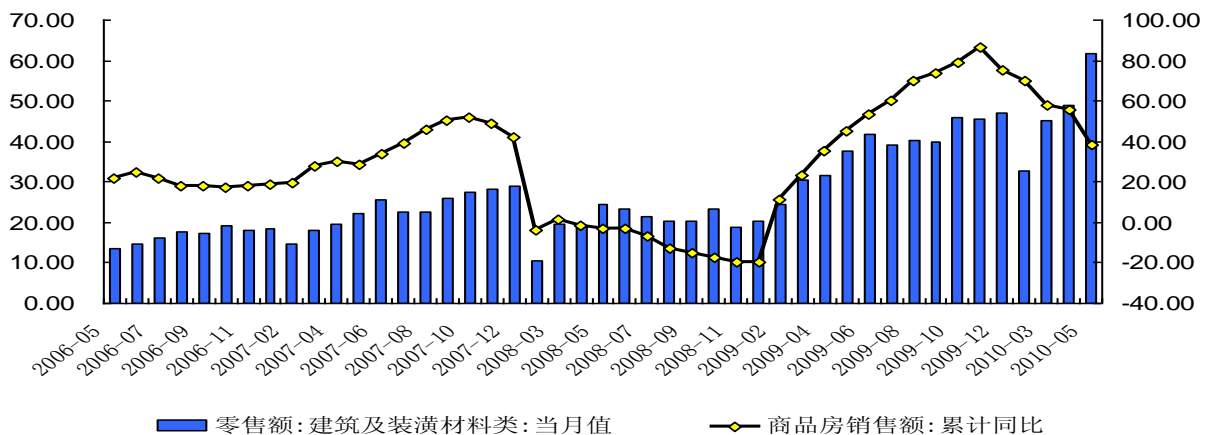


资料来源：wind，东兴证券研究所

2、以独特的经营方式把握建材市场脉动。目前，我国传统建材市场大多采取摊位制的销售方式，摊位制大约占国内市场流通形式的 80%-90%。由于价格不稳定、质量档次悬殊、售后服务不利等因素，影响了消费者对商家的信任，市场竞争处于较低水平。摊位制存在的几大弊端包括：第一，经营与管理相分离，很难保障商品质量。第二，摊位制批发市场的商品价格透明度较差，常常出现同一商品价格差异很大的情况。此外，我国建材企业的规模还相对较小，在产品质量和档次方面，本土建材与国际品牌相比有很大差异。好美家买断式的非租赁方式经营虽然在短期内抬高了进货成本，但自营模式有效保障了产品的质量和档次，随着集团采购、个性化套餐等品牌营销的树立和对供货商控制力的加强，必然掀开建材市场的全新篇章。目前 20%左右的毛利率水平明显低于行业平均水平，提升空间较大。

近 20 年来，建筑装饰业发展迅速，产值年增长率近 20%，目前我国建筑装饰业已发展成为有企业 18 万家，年产值 1.85 万亿元的大产业，远远高于同时期 GDP 的增长速度，与房地产市场呈现一定的相关性，滞后期在 3 各月以内。09 年政策刺激土建工程大幅增加，以及今年保障性住房的大力投入，意味着 2010 年后端装修将进入承接式景气高峰期，建筑装饰公司今年业绩仍将保持较高增长。此外，2010 年得益于建材下乡的推进，该行业有望获得更高的增长。

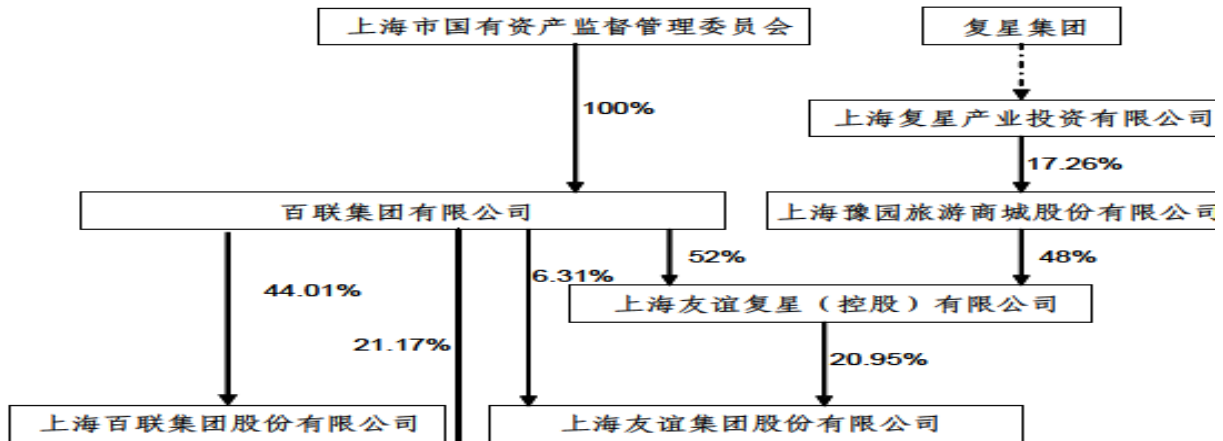
图 2：建材装饰市场与房地产市场相关性分析



资料来源：wind，东兴证券研究所

3、世博和重组双重概念提升投资价值。无论是世博园内巨大的客流集聚效应还是园区外酒店景点区的“分散”效应都将极大提升以便利店为主要载体的盈利能力。同时，虽然友谊股份的重组涉及百联集团和复星集团较为复杂的股权结构，但以百联股份作为购物中心的平台，以公司作为超市业态的平台预期较为明确，百联集团超市类资产相关资产的注入预期将极大提升公司这一主业的全国竞争力。前者形成了对公司中短期的业绩提升预期，后者形成了中长期的重组概念预期，两者交错使公司成为进可攻退可守的投资标的。

图 3：百联集团旗下公司股权图



资料来源：东兴证券研究所

4、盈利预测与投资评级。公司全面发展的超市业务定位于全国与省域范围之间，可谓扬长避短的复合式外延战略；好美家由去年的巨额亏损转向今年的微利一定程度上确立了业绩拐点。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.71 元和 0.86 元，对应 PE 分别为 22 倍和 18 倍。综合考虑到世博和重组的双重概念预期，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

表 1：各项分拆业务预测

业务	指标	2008	2009	2010	2011
连锁超市业务	收入构成	90.04	91.63	92.9	93.68
	毛利率	20.41	20.51	20.6	20.68
连锁建材业务	收入构成	6.39	4.57	3.5	3
	毛利率	20.79	21.91	22.2	23.5
连锁百货业务	收入构成	2.72	2.93	2.9	2.6
	毛利率	23.4	21.58	22	21.88
房屋出租	收入构成	0.85	0.87	0.7	0.72
	毛利率	74.36	75.22	77.8	78.2

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。