

友谊股份 (600827)

商业新巨人的诞生

买入 / 维持评级

股价: RMB16.88

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhq.com

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018
+755-82080081 gengbh@lhq.com

相关研究

《长短两相宜》

2010.05.27

《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》

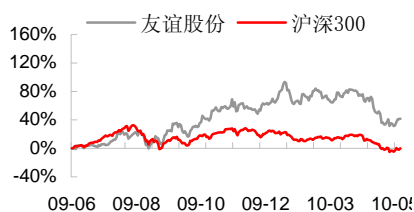
2009.07.20

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

- 友谊股份今日公告重大资产重组方案: 拟以每股 15.57 元向百联集团发行 3.024 亿股, 收购集团持有的八佰伴 36% 股权和投资公司 100% 股权; 并以 1 股百联股份换 0.861 股友谊股份之比例吸收合并百联股份。
- 此次友谊吸收合并百联的方案与我们此前预期的双方按合并同类业务、专业分工原则进行的路径并不相同, 在吸收合并的换股比例这一核心问题上, 双方简单的以加权平均股价之比作为最终换股比, 这说明在多方利益制衡下, 整个方案推进的艰难。
- 公司收购百联集团的资产质量优良, 价格较为合理: 我们测算友谊收购八佰伴 36% 股权对应的静态与动态 PE 分别为 17.0 和 14.1 倍, 折合每平米物业单价仅为 3.67 万元; 收购投资公司 100% 股权 (主要资产为联华超市 21.17% 股权) 对应的静态与动态 PE 分别为 26.4 和 20.8 倍, 远低于联华超市在港股的 45XPE 及国内 A 股超市平均 32.5XPE 水平。
- 此次公告中对 10、11 年的备考业绩仅为 0.668 和 0.647 元, 实现这一 EPS 应无太大难度, 但我们对于新友谊的业绩预测仍持谨慎态度。虽然重组之后的百联和友谊基本解决了同业竞争问题, 但在更为庞大的体系下, 双方的业务磨合、人员整合等诸多方面将面临更大挑战。而这恰恰是过去一直制约百联系发展的最大因素。
- 友谊和百联前三季度业绩基本符合我们预期; 考虑到第一八佰伴早已成熟且业绩增长平稳, 我们采纳备考的业绩预测; 我们非常看好联华超市的未来前景, 维持前期报告对联华超市 EPS 预测不变。在此假设下, 我们预计新友谊 10-12 年 EPS 分别为 0.67、0.78 和 0.87, 对应 10-12 年 PE 仅为 25、22 倍, 远低于目前行业平均水平, 复牌后估值修复行情的概率极大。
- 由于 1 股百联换股 0.861 股友谊比例锁定, 则复牌后友谊和百联之间存在一定套利机会, 百联上涨的理论幅度应大于友谊股份, 提请投资者注意。
- 风险提示: 困扰百联集团的体制问题仍未得到解决, 且新方案下包括人事任命、管理融合的难度加大; 重组方案未能通过审批或股东大会决议等。

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	24.1	19.9	16.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测。注: 考虑到方案仍有较多不确定性, 我们留待进一步公告后更新模型

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

第一八佰伴和联华超市优质资产注入

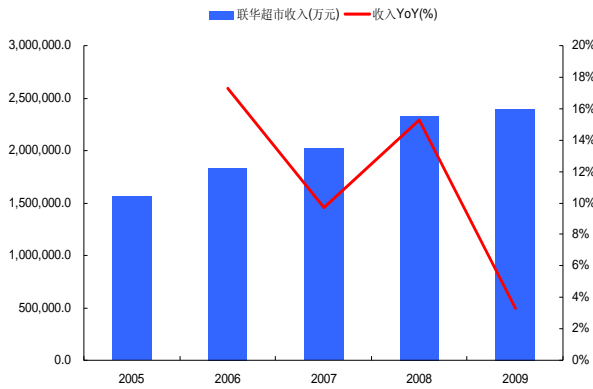
联华超市：获得绝对控股权

联华超市是我们非常看好的中资超市企业，我们认为由于扎根于江浙沪这一超市业态竞争激烈的区域，联华早在 04、05 年就已经面临严峻的挑战进而开始转型，这比其他的 A 股超市企业要早 3 年左右。

04 年开始的多年投入已经进入产出期，公司在后台建设、优化物流采购体系、加强 IT 建设等方面取得长足进步，我们预测联华超市业务 10-11 年业绩保持 30%、22% 的快速增长。

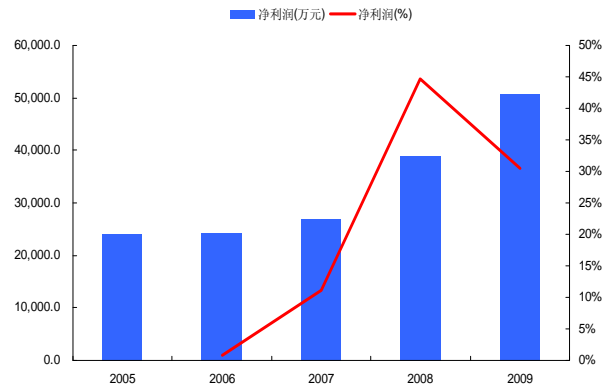
公司此前虽然并表联华超市，但直接持股比例仅为 34.026%，此次重组后公司持股联华超市比例跃升至 55.196%，为未来可能的联华超市回归 A 股扫清了部分障碍。

图 1：联华超市收入及净利润增长情况



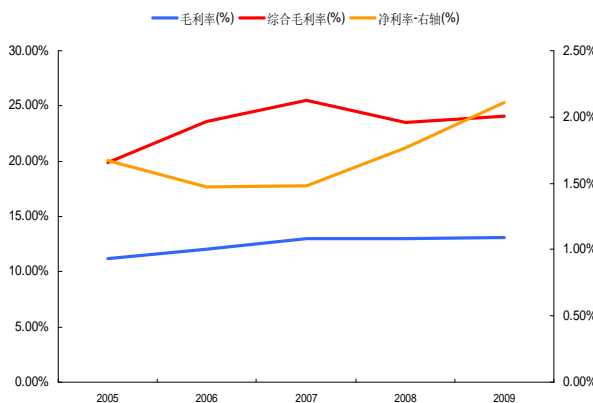
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：联华超市外延扩张情况



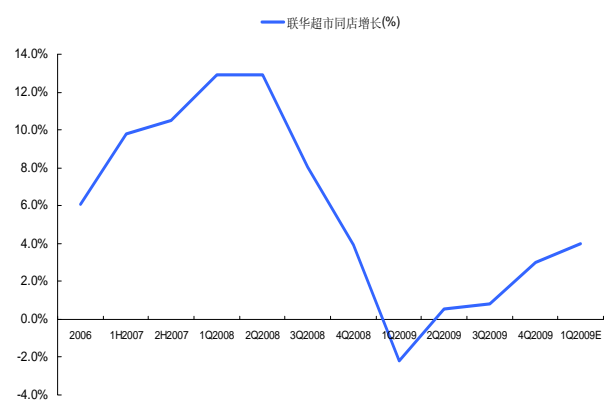
资料来源：华泰联合证券研究所

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

第一八佰伴：稳健的明星

第一八佰伴作为公司的主力门店和上海最大的单体百货，在消费者心中的品牌影响力极强。由于物业自有、开业时间较长，公司的折旧摊销费用极低，导致了门店净利率水平较高。此次增发完成后公司终于获得其 100% 股权，控制力度大大加强。

表 1：第一八佰伴费用率比较

	百联股份-整体	第一八佰伴	其他 A 股行业平均
(折旧+租金)/收入	5.9%	2.0%	3.5%
待摊费用/收入	0.2%	0.1%	0.5%
人工费用/收入	6.2%	2.7%	5.0%
水电费/收入	1.6%	1.2%	1.5%
广告费/收入	1.0%		0.6%
其他费用/收入	3.1%	4.1%	1.8%

资料来源：华泰联合证券研究所。

整合压力下业绩的谨慎乐观

整合后的新友谊业绩不仅包括了收购资产的盈利状况，也包含了友谊股份及百联股份的业绩情况，我们并不否认友谊及百联拥有大量极其优质的资产和良好的经营状况，但双方在业务整合、人事调整的进展情况会极大的影响新友谊的业绩释放。

基于此，我们对新友谊的业绩保持谨慎乐观，业绩预测假设如下：

- 1、预计老友谊股份 10-12 年净利润分别为 3.32、4.01 和 4.78 亿元，符合我们此前预期（参考我们的深度报告《长短两相宜》2010-05-27）；
- 2、根据市场一致预期，我们预计老百联 10-12 年净利润分别为 5.51、6.39 和 6.90 亿元；
- 3、第一八佰伴属于成熟门店，业绩增长平稳，我们参考备考利润表的保守预测，其 10-12 年 36% 对应股权的权益净利润分别为 1.25、1.27 和 1.34 亿元；
- 4、看好联华超市在供应链建设、网点规模的优势，以及其在门店业态改造上的成功，预计其 10-12 年 21.17% 股权对应的净利润分别为 1.43、1.74 和 2.00 亿元（参考我们的深度报告《长短两相宜》2010-05-27）。

则在新股本下，公司 10-12 年 EPS 分别为 0.67、0.78 和 0.87 元。（重组合并前的 EPS 为 0.70、0.85 和 1.01）。

表 2：新友谊股份各分部业绩预测

	2010	2011E	2012E
百联股份			
EPS	0.500	0.580	0.626
原股本(亿股)	11.010	11.010	11.010
净利润(亿元)	5.505	6.386	6.897
YoY(%)		16.00%	8.00%
友谊股份			
EPS	0.703	0.849	1.012
原股本(亿股)	4.721	4.721	4.721
净利润(亿元)	3.318	4.010	4.777
YoY(%)		20.86%	19.13%
第一八佰伴			
权益净利润(亿元)	1.253	1.273	1.336
YoY(%)		1.57%	5.00%
联华超市			
权益净利润(亿元)	1.428	1.742	2.003
YoY(%)		22.00%	15.00%
新股本(亿股)	17.225	17.225	17.225
合并 EPS	0.67	0.78	0.87

资料来源：华泰联合证券研究所。

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 45 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