

研究员：
 程艳华
 商贸旅游行业
 (8621)64718888-
 1212

友谊股份（600827）

——4 季度建材业务亏损吞噬大量利润，导致业绩下降 50%

1、公告内容

2009 年 1 月 22 日，友谊股份（以下简称“公司”）发布 2008 年业绩快报：经公司财务部门初步预测，预计 2008 年年度业绩将同比减少 50%左右（业绩预告未经过注册会计师预审计），具体数据以公司 2008 年年度报告披露的数据为准。

2、阶段性调整策略初见成效，零售主业增长稳定

公司自 2006 年进入阶段性调整以来，已取得一定的成效，主营业务规模呈稳步增长趋势。从网点布局上来看，网点结构得到优化，主要集中在上海、常熟、无锡等长三角地区，新增网点使其集中度的到加强。截止 2008 年中期，公司在全国的经营网点为 3,936 家，新开网点 257 家，网点总数中联华超市（含联营企业）3,902 家、友谊百货 5 家、购物中心 2 家。

从公司 2008 年中期营业收入的行业构成上来看，连锁超市业务收入 1,184,187.93 万元，同比增长 18.13%；百货业务实现收入 10,843.03 万元，同比增长 5.92%。

表 1 2008 年中期公司营业收入行业构成

分行业	营业收入（元）	同比增减（%）
连锁超市业务	11,841,879,339.30	18.13
建材业务	837,729,926.96	-8.25
百货业务	357,350,540.00	23.94
房屋出租业务	108,430,262.98	5.92

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从公司 2008 年中期营业收入的地区构成上来看，华东区域收入为 1,120,720.78 万元，占比为 85.26%，同比增长 19.44%；华中、华北、华南和华西四个区域的收入占公司营业收入的比例较低，且增长性较慢，这在一定程度上体现了公司将营业网点集中长三角地区调整策略。

联系人

张燕华
 (8621)64718888-
 1287
 zhangyanhua@st
 ocke.com.cn
 上海市长乐路
 1219 号长鑫大厦
 18 层
 (200031)

表 2 2008 年中期公司营业收入的地区构成

地区	营业收入 (元)	占比 (%)	同比增减 (%)
华东区域	11,207,207,756.04	85.26%	19.44
华中区域	765,708,280.32	5.82%	-0.83
华北区域	456,645,294.22	3.47%	4.51
华南区域	586,769,229.13	4.46%	-4.44
华西区域	129,059,509.53	0.98%	6.37
合计	13,145,390,069.24	100.00%	16.04

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3、投资收益大幅降低

2007 年，公司及下属子公司出售部分股票及基金资产实现投资收益 82,641 万元。2008 年，公司及其子公司也减持了较多的交易性金融资产，截至 2008 年 3 季报账面共有 15,693 的投资受益，但是此数额相对于 2007 年下降幅度高达 81.01%。

表 3 2008 年前 3 季度公司持有的上市公司股权情况

序号	证券代码	简称	持有数量 (股)	金额 (元)	会计核算科目
1	600000	浦发银行	35,957,891	588,630,676	可供出售金融资产
2	600649	城投控股	294,745	2,640,915	可供出售金融资产
3	601328	交通银行	272,476	1,534,040	可供出售金融资产
4	600642	申能股份	150,000	913,500	可供出售金融资产
5	002257	立立电子	4,500	98,145	交易性金融资产
合计	-	-	-	593,817,276	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

截至 2008 年 3 季度，公司可供出售金融资产科目有浦发银行等四家上市公司股权，交易性金融资产科目有立立电子公司股权，二者的初始投资额合计为 63,58 万元，账面价值共计 59,382 万元。2009 年公司出售部分金融资产，将会增厚其业绩。

4、4 季度建材业务亏损吞噬大量利润

建材业务为公司的第二大主营业务。2003 年以前，建材业务收入呈逐年快速上升的趋势，增速一度达到了将近 40%，该业务收入占公司营业收入的比例最高也达到了 10%以上。自 2004 年以来，建材业务收入的增长速度逐年下滑，2006 年该项业务收入的增速甚至下滑至 1.46%。

表 4 近几年公司建材业务情况

时间	收入			毛利		
	总额 (元)	收入占比 (%)	增长率 (%)	总额 (元)	毛利占比 (%)	毛利率 (%)
2001 年	639,692,570	11.08	135.37	65,967,243	8.25	10.31
2002 年	873,474,454	11.52	36.55	92,884,342	6.8	10.63
2003 年	1,191,259,509	10.28	36.38	132,667,292	6.47	11.14
2004 年	1,553,229,064	11.29	30.39	155,087,942	6.31	9.98
2005 年	1,883,582,903	10.4	21.27	178,511,396	5.57	9.48
2006 年	1,911,121,053	9.15	1.46	163,251,804	3.91	8.54
2007 年	2,012,230,795	8.77	5.29	374,148,889	8.07	18.59

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从近几年前 3 季度的情况来看，与年度情况类似，2003 年以前建材业务收入呈逐年快速上升的趋势，增速一度达到了 35%，该业务收入占公司营业收入的比例最高也达到了将近 10%。自 2004 年以来，建材业务收入的增长速度逐年下滑，2008 年该项业务收入的增速甚至下滑到了-8.25%。

表 5 近几年前 3 季度公司建材业务情况

时间	收入			毛利		
	总额 (元)	收入占比 (%)	增长率 (%)	总额 (元)	毛利占比 (%)	毛利率 (%)
2002 年中期	346,079,203	9.86	28.36	36,980,092	6.84	10.69
2003 年中期	464,991,616	8.49	34.36	57,071,727	5.82	12.27
2004 年中期	622,151,721	9.68	33.80	68,514,319	6.02	11.01
2005 年中期	800,121,956	9.29	28.61	84,199,744	5.52	10.52
2006 年中期	892,300,631	8.5	11.52	75,773,215	3.72	8.49
2007 年中期	913,083,865	8.06	2.33	180,734,338	7.85	19.79
2008 年中期	837,729,927	6.37	-8.25	185,938,234	7.02	22.2

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

受宏观调控及金融危机对房地产的影响，公司控股子公司好美家装潢建材有限公司在 2008 年 4 季度经营利润出现较大亏损，导致 2008 年业绩将同比减少 50% 左右。

5、维持“中性”评级

公司阶段性调整策略的逐步实施将会逐步取得效果，一批百货商店项目在 2008 年投入运营，两者均会增厚公司业绩。但是，进入 2008 年以来，房地产的持续低迷使建材业务出现较大亏损，导致业绩大幅下滑。因此，将 2008 年和 2009 年公司营业收入分别调降为 2,522,924 万元和 2,901,363 万元，对应的每股收益分

别为 0.37 元和 0.52 元。

目前国内大部分零售类上市公司 08 年动态市盈率为 20-25 倍，考虑到房地产业务将继续对建材业务产生负面影响，我们给予公司 08 年 18-22 倍 PE，合理估值区间为 6.66-8.14 元。以公司 2009 年 1 月 21 日收盘价 9.99 元来计算，动态市盈率为 27 倍，估值偏高，因此仍维持“中性”评级。另外，考虑到建材业务在 2008 年 4 季度大幅亏损远超过市场预期，因此，短期内股票将有大幅回调的压力，建议投资者关注风险。

表 6 公司财务指标及其盈利预测

项目	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入 (万元)	1,810,669	2,118,471	2,293,568	2,522,924	2,901,363
营业收入增长率 (%)	31.66%	17.00%	8.27%	10.00%	15.00%
营业利润 (万元)	38,293	42,148	105,744	49,245	66,088
利润总额 (万元)	42,999	43,258	85,941	41,245	58,088
净利润 (万元)	30,837	29,942	59,024	31,758	44,728
净利润增长率 (%)	6.62%	-2.91%	97.13%	-46.19%	40.84%
净资产收益率 (%)	8.55%	5.74%	10.04%	5.14%	6.75%
每股收益 (元/股)	0.31	0.29	0.71	0.37	0.52
每股净资产 (元/股)	3.68	5.04	7.11	7.20	7.72

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

6、风险提示

公司目前处在发展过程中的调整、转型期，调整的进程将在一定程度上制约公司的外延发展速度。

新会计准则的执行，致使门店租赁成本短期摊销较大幅度增加。

新劳动法的实施导致用工成本一定成都增长。

研究员介绍:

程艳华: 管理学学士, 经济学硕士, 2008 年初加入浙商证券研究所, 现为商业贸易行业、旅游酒店行业及造纸印刷行业研究员, 拥有四年财务会计和资信评估从业经历。

投资评:

股票投

强烈推荐: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;

推荐: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;

中性: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

回避: 相对于沪深 300 指数, 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上;

行业投资评级

推荐: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数;

中性: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平;

回避: 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数;

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。