

友谊股份

600827

增持/ 维持评级

股 价	2009/07/14
RMB12.51	

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）	2661

财务数据

市净率 (X)	2.32
TRACING P/E (X)*	41.91
EPS (元)	0.12
股息率 (%)	0.4

*最近四季盈利计算。

相关研究

《零售蓝筹，低估引发价值回归》

2006.01.16

吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhqz.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhqz.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhqz.com

业绩持续好转，重组预期明确

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	25563.7	7123.9	29014.8	33599.1	37631.03
(+/-%)	11.5	2.9	13.5	15.8	12.1
归属母公司净利润(百万元)	139.8	57.9	173.6	207.7	236.3
(+/-%)	-54.4	1.9	24.2	19.6	13.8
EPS(元)	0.30	0.12	0.41	0.51	0.63
P/E(倍)	42.2	102.0	30.5	24.5	19.6

■ 公司是百联集团旗下覆盖零售业态最多的公司，零售业务集超市连锁、特色百货、购物中心和家居连锁于一身，其中，以联华超市为主的连锁超市业务成为公司核心业务，是公司收入和利润的主要来源。

■ 联华超市发展稳健，08 年底门店总数达 3931 家，上海本埠店盈利状况较好，今年以来同店保持正增长，部分门店实施转型后同店增长 40%-100% 不等，未来公司将通过调整人员结构压缩员工费用、降低经济危机对超市业务的冲击；收购华联后公司门店数进一步增加，规模优势加强。

■ 百联西郊购物中心扣除了承担建设商城 3 亿元贷款财务费用后 08 年净利润仍有 821 万元，实际盈利能力更高；09 年公司将加强门店费用管理，并对其内部固定资产进行改良，预计 2010 年门店业绩将大幅提升；友谊南方商城二期 6-7 层开业增加 6 万平方米建筑面积，租客到期后公司新租金平均水平约在 5-7 元/平方米/天，同比增加约 30%，出租面积增加和到期租约调整对门店业绩贡献较大。

■ 好美家今年仍是公司亏损点，公司将继续关闭部分经营不善的外地门店，并通过物业调整改善本埠店盈利状况，公司目前正对行业前景进行分析以判断是否将好美家业务出售。我们预计今年好美家亏损额将收窄。

■ 友谊股份是百联集团下以超商业为主的平台，未来国资整合以公司作为上海超市行业平台可能性较大，根据重估价值，公司合理价位为 16.78 元，预计 09-11 年公司 EPS 为 0.41、0.51 和 0.63，增持。

最近 52 周股价表现

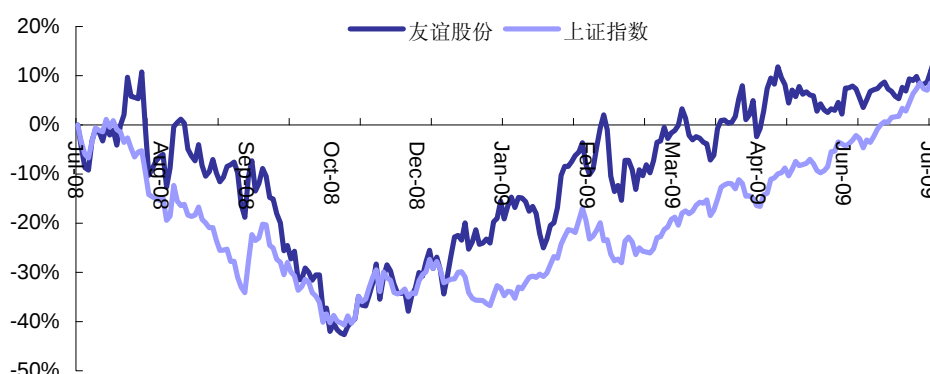
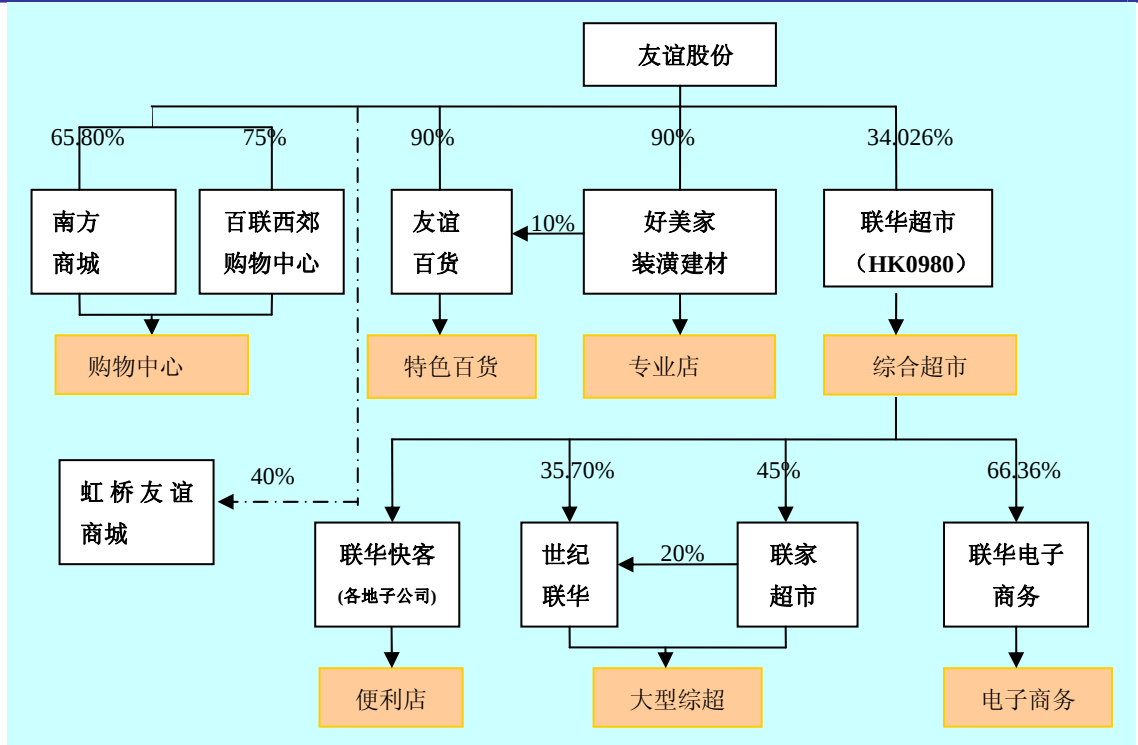


图 1：友谊股份业务及整体组织架构图



资料来源：联合证券研究所

公司超市部分利润主要来自于联华超市，今年以来联华超市同店收入保持正增长，去年部分标超、综超转型生鲜加强型门店大获成功，同店增长 40%-100% 不等。受劳动法影响去年公司人工费用支出由 11.79 亿升至 15.26 亿，今年公司将通过员工身份调整、岗位用工人员结构调整、提高小时工、钟点工比例等压缩员工费用；公司收购华联超市静态 PE 仅为 15 倍和 1.91 倍，收购完毕后公司在上海本地门店数增加约 172 家，规模进一步扩大。

公司当初建设西郊购物中心时在银行借款约 3 亿元，因此此门店财务压力较重，我们测算该门店实际盈利能力在 2500 万-3000 万元左右；门店目前银行负债约有 1.5 亿元，年内能够完全偿还完毕，公司将对其内部进行结构微调，并改建部分固定资产，预计未来该店提升空间较大。

公司另一家购物中心友谊南方商城二期今年全部开业，6-7 层投入使用后新增 6 万平方米建筑面积，租客到期后公司新谈租金平均水平约在 5-7 元/平方米/天，同比增加约 30%，出租面积增加和到期租约调整对门店业绩贡献较大。

08 年好美家业务亏损 8310 万元，主要原因有以下几点：

- 1、 公司在外埠门店规模效应不足，产生亏损；而上海本埠门店受市政规划及公司其他业态发展规划影响，两家经营最好的门店陆家嘴店和南方店关店或迁址，导致总收入下降 18.87%，毛利减少约 3500 万元；
- 2、 好美家员工费用、促销等支出上升导致费用增加约 1500 万元；
- 3、 公司关闭了在北京经营不善的两家门店，产生关店亏损约 2000 万元；
- 4、 公司关闭门店计提了 1000-1200 万元的存货跌价准备。

公司正对建材连锁业态发展前景进行研究以决定是否继续发展好美家或对其战略转型

目前公司正在对建材行业未来发展前景做进一步研究，以决定是否继续发展好美家或进行战略转型，但在研究决策未定之前公司仍将努力实现减亏扭亏。截止今年一季度，好美家亏损约 1000 万元，亏损额已经收窄，预计全年亏损将显著好于去年水平。

我们预计公司 09-11 年 EPS 为 0.41、0.51 和 0.63 元。公司和百联股份均是百联集团下商业经营平台，但百联股份以百货为核心业务的思想早已明确，未来国资整合以公司作为上海超市行业平台可能性较大，公司现有资产重估达到 16.78 元/股，此外公司仍持有浦发银行约 4500 万股，持股成本约为 0.75 元/股，这部分金融资产将极大增厚公司价值。

表 1：友谊股份下属资产价值重估

超市、专卖	持股比例 (%)	门店数量 (家)	市价 (元/股)	内在价值(百万)	增值(百万)
联华超市	34	3931	13.10	2772.5	2430.5
百货及商业物业	持股比例 (%)	建筑面积(万平米)	经营面积(万平米)	内在价值(百万)	增值(百万)
虹桥友谊	40	2.4	1.4	288	271
南方商城	65.8	15.05	10.35	2475.7	2035.73
西郊购物中心	75	10.9	6.35	2452.5	2324.5
复兴岛物流基地	100	15	15	750	650
其它商业房产	100	1.2	0.6	216	约 200
合计				8954.7	7911.7
重估后每股净资产 (元)					16.78

资料来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.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
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。