

友谊股份（600827）：业绩稳定 机会涌动

推荐（维持）

目标价格：17.20 元

当前价格：14.00 元

友谊股份调研简报

公司研究

2009 年 8 月 5 日

调研情况

- 近期，我们同友谊股份相关人员就公司经营状况及未来发展规划进行交流，并对相关相关门店做了实地调研。

调研内容

- 公司有 4 项主营业务：连锁超市、连锁建材、百货业及购物中心。其中以联华超市为经营主体的连锁超市业务是公司收入、利润的主要来源。
- **联华超市地位进一步巩固：**联华超市连续多年位列中国快速消费品第一名，以 3 个品牌在 20 个省市扩张，08 年底门店数量已达 3872 家，每年以 400 家左右的速度扩张。收购华联超市以后，公司规模优势进一步得以扩大，尤其在长三角地区地位难以撼动，未来将继续深耕长三角市场。
- **好美家发展战略微调，09 年亏损收窄：**好美家 5 月份在上海新开了 3 家家居馆，业务有所转型。没有了去年关闭亏损门店带来的损失，在房地产行业景气回升的背景下，09 年好美家经营业绩将有所好转。
- **百货业务及购物中心业务稳定增长：**公司目前拥有 5 家百货门店，两家购物中心。其中公司持股 40% 的虹桥友谊商城业绩最为稳定可期。西郊购物中心二期公司未来成长空间较大，而南方购物中心随着财务压力减轻，未来业绩将稳定增长。
- **国企整合+世博概念：**超商业务是百联集团 3 大主业之一，百联集团一直致力于将联华超市作为超商整合的平台，目前无论是从控股比例还是从管理层人员配置，联华超市都有了足够的筹码进行资产整合，合并华联已经为超商整合迈出了重要一步。超市整合的序幕已经拉开，作为母公司的友谊股份未来的发展方向出现了多种可能。另外由于友谊股份主要经营网点分布在上海地区，将显著受益于世博会的召开。

盈利预测与评级调整：

- 2010 年公司主营业务将受益于世博会的召开，上海市国企改革为公司发展方向提供了广阔的想象空间，我们预测公司 09 年、10 年每股收益为 0.43 元、0.52 元，我们维持公司的“推荐”评级。

存在风险：

- 经济回暖速度缓慢，影响公司主要业务经营。
- 资产整合进度低于预期。

分析师

张丽华 赵大晖

Tel.: 010-59355982

Email: zhanglh@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 472.12 百万股

流通股本： 392.43 百万股

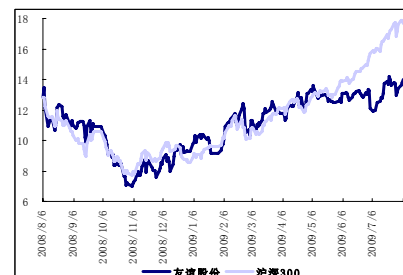
近 12 个月最高价： 14.40 元

近 12 个月最低价： 6.80 元

近 1 个月内涨幅： 15.42%

近 6 个月内涨幅： 38.07%

股价与沪深 300 指数对比



财务数据摘要:

项 目	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万元）	22936	25564	28560	32775
Growth (%)	8.27	11.46	11.72	14.76
归属于母公司所有者 净利润（百万元）	306	140	203	246
Growth (%)	146.61	-54.36	45.20	20.99
毛利率 (%)	20.21	20.97	20.84	21.00
净资产收益率 (%)	11.86	10.67	10.88	10.99
每股收益（元）	0.71	0.33	0.43	0.52
P/E（倍）	20	43	33	27

1、调研情况

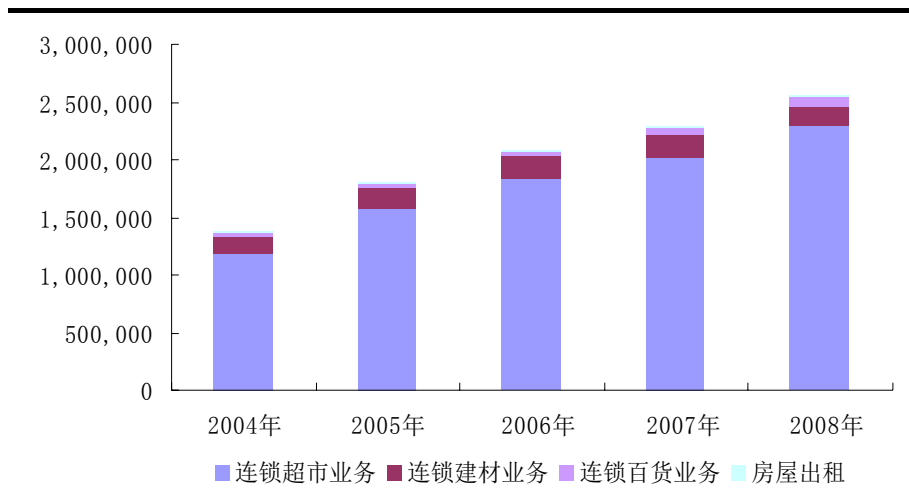
近期，我们同友谊股份相关人员就公司经营状况及未来发展规划进行交流，并对相关相关门店做了实地调研。

2、调研内容

1)、公司基本情况

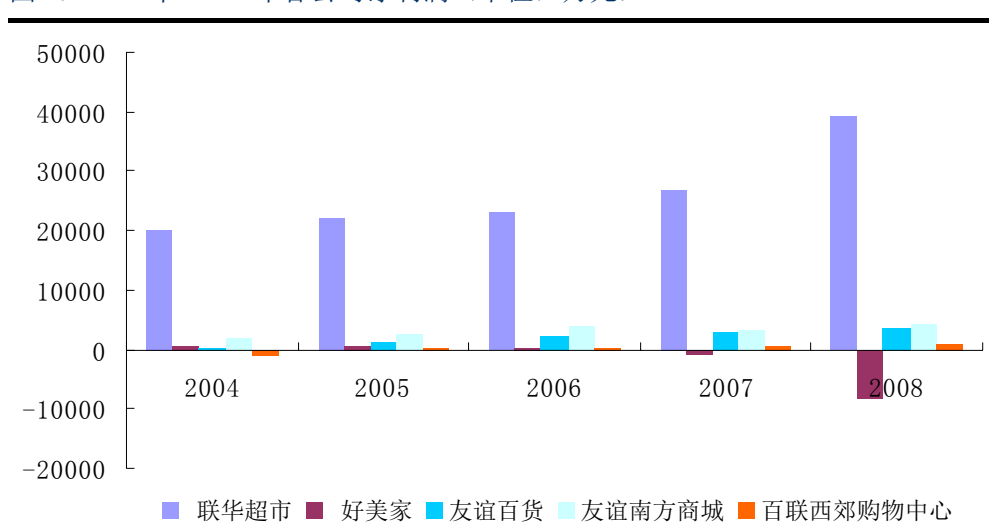
公司于 1993 年成立，最初以百货业务为主营业务，后对资产整合后由传统百货向零售连锁业态转型，目前主要有四个核心业务：(1) 连锁超市业务--以联华超市股份有限公司为主体；(2) 连锁建材业务--以好美家装潢建材有限公司为主体；(3) 连锁百货业务--以上海友谊百货有限公司为主体；(4) 购物中心业务--以友谊购物中心为主体。

图 1：2004 年-2008 年公司营业收入构成（单位：万元）



数据来源：公司公告 民族证券研发中心

图 2：2004 年-2008 年各公司净利润（单位：万元）



数据来源：公司公告 民族证券研发中心

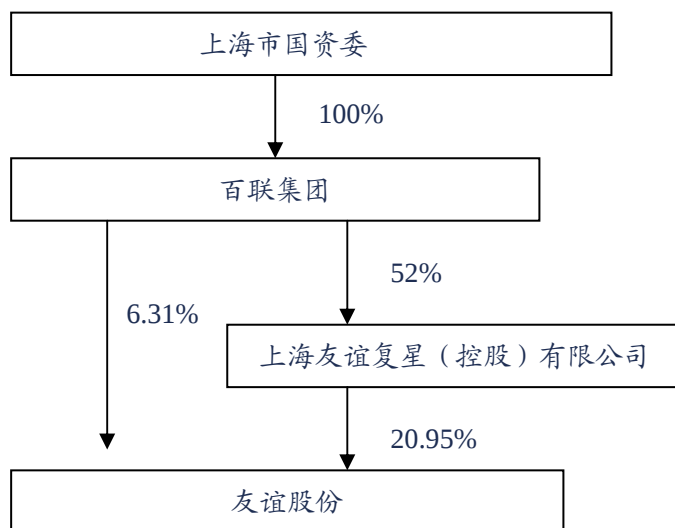
2)、公司股权结构

公司控股股东为百联集团，实际控制人是上海市国资委。百联集团成立于 2004 年，在上海国企改革进程中一直处于先锋位置，拥有超商、综合百货、生产资料贸易三大核心业务和物流配送、商业房产、电子商务三大培育业务；旗下共有百联股份、物贸股份、联华超市、友谊股份和第一医药 5 家上市公司

2008 年，百联集团实现营业收入 803.88 亿元，同比增长 11.11%；利润总额 16.5 亿元，同比增长 10.37%。08 年中国企业联合会排名显示：百联集团位列 2008 中国企业 500 强的第 25 位、2008 中国服务业企业的第 13 位和 2008 中国商业零售业的第一位。

其中，超商板块作为百联集团三大核心业务之一，门店总数占了集团门店数的 80%，拥有联华、世纪联华、快客、华联、华联吉买盛、罗森六个连锁品牌。

图 3：2004 年-2008 年各公司净利润（单位：万元）



数据来源：公司公告 民族证券研发中心

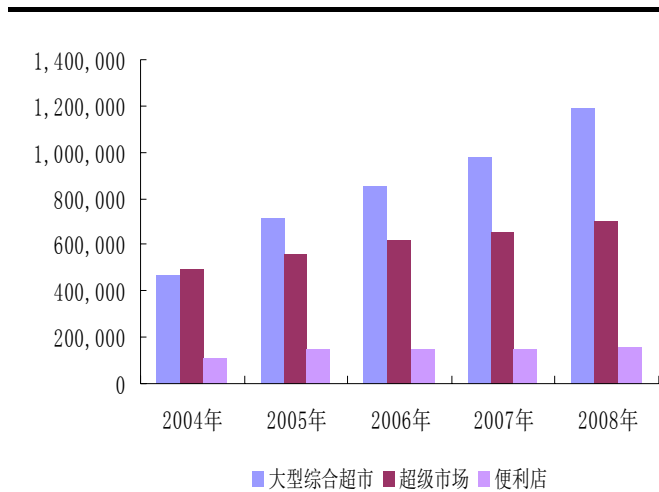
3) 公司主营业务

(1)、连锁超市业务—联华超市

连锁超市业务是友谊股份最重要的收益、利润来源，以联华超市为营业主题。联华超市于 2003 年在香港上市，共有 3 大零售业态：大型综合超市、超级市场和便利店，分别以世纪联华、联华超市和快客便利品牌扩张。2008 年末公司总门店数达到 3872 家（包括直接经营和加盟经营），遍布全国 20 个省份及直辖市，但主要网点集中在长三角地区，其中大型综合超市共 81 家，占 64%；超级市场 1557 家，占 87%、便利店 1535 家，占 78%。公司现拥有三大物流配送中心，主要是负责为位于上海及浙江地区的联华网点提供仓储配送及物流服务。我们认为公司主要优势集中在长三角地区，其他省市门店优势不明显。联华每年以新开 400 家店的速度扩张。

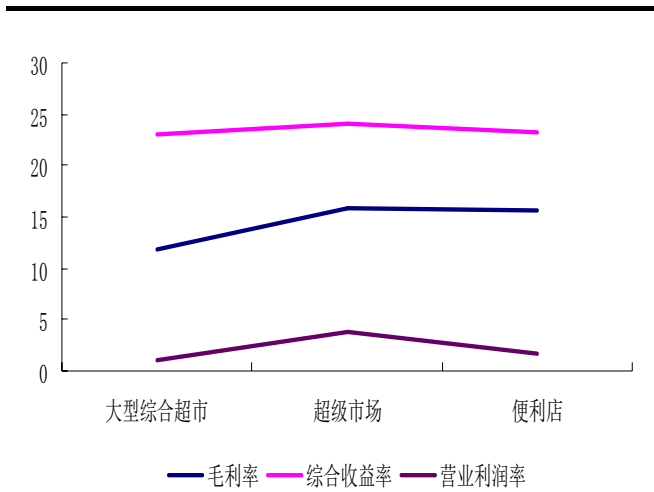
联华超市 2008 年实现营业收入 207.02 亿元，占友谊股份营业收入的 80.98%，占百联集团营业收入的 25.75%。

图 4：2004 年-2008 年联华超市收入情况（万元）



数据来源：公司公告 民族证券研发中心

图 5：2004 年-2008 年联华超市营业指标（%）



数据来源：公司公告 民族证券研发中心

6 月，联华超市总价约 4.92 亿元人民币收购华联超市全部股权，联华超市的门店总数达到 5268 家，继续保持中国快速消费品连锁企业第一的地位。华联超市主要集中在长三角地区，以加盟店为主，合并以后超市业务的规模优势将进一步较强。

图 5：超市类上市公司经营指标对比表

代码	简称	营业收入 (亿元)	税后利润 (亿元)	销售毛利 率 (%)	销售净利 率 (%)	ROE	存货周 转率
002251	步步高	52.01	1.63	19.73	3.13	18.16	8.57
002264	新华都	22.79	0.65	19.01	2.83	20.79	10.12
000759	武汉中百	86.49	1.72	18.23	1.99	11.76	8.35
8277	物美商业	87.59	5.57	8.81	6.36	21.54	13.16
0814	北京京客隆	66.7	2.04	14.01	3.05	12.21	8.76
0980	联华超市	207.02	4.62	13.55	2.23	16.42	8.53

数据来源：WIND

（2）、连锁建材业务—好美家

友谊股份持有好美家 90% 股权。2008 年底好美家共有 25 家门店，关闭了北京效益不佳的两家门店，直接导致当年亏损 8000 多万元。通过调研，我们了解到建材 2009 年一季度依然是亏损，亏损额在 1300 万左右，上半年扭亏难度很大。但从全年看，相比 2008 年，公司的亏损有望收窄。

目前好美家主要是上海地区门店盈利，其他地区受制于物流、渠道等原因，基本处于亏损状态。上半年，好美家的发展战略微调，由经营传统硬装潢产品向兼营家居、家用饰品等软装潢产品的业务转型。公司与外贸家具出口厂家达成战略合作协议，打造百福特欧美家具品牌，专营欧美市场的仿古经典家居。五月份 3 家门店同时开业，开在好美家南方店、共江店和天山店内，面积在 1500 至 2000 平方米左右。

（3）、百货业态—友谊百货

友谊股份上市之初主要百货业态，门店最多是达到 17 家左右，后来经过业务调整，百货业务在公司收入、利润贡献的比重下降。公司目前拥有 5 家百货公司，其中 2 家设在购物中心内部，为店中店。

其中友谊商店经营旅游商品，由于公司更多的是承担安置老员工的作用，因此对其经营指标要求不高，保本即可。公司拥有虹桥友谊商城 40%的股权，该门店现在由百联股份负责经营管理，2008 年净利润为 4299.85 万元。古玩商店只要是拥有经营古玩商品的资质，主要销售艺术品。另外两家门店为友谊股份长宁店及友谊股份南方店，位于购物中心中的店中店。

（4）购物中心（出租）

公司共有两个大型购物中心，均为自有物业，是租金收入的主要来源。

友谊股份持有西郊购物中心 65.8%的股权，购物中心位于上海西郊的长宁区新泾地区，购物中心占地面积 3.4 万平方米，建筑面积 11 万平方米，定位于社区型购物中心，服务于周边居民社区。该购物中心投资规模 5.5 亿左右。友谊股份承担了其中的 3 亿，导致公司财务费用压力较大。随着购物中心由培育期进入成熟期，债务压力降低及租金上升，预计未来西郊购物中心业绩稳步上升。

友谊股份持有百联南方购物中心 75%的股权，购物中心位于上海西南的闵行区梅陇地区，地铁莲花路站对面。整个购物中心目前共有新、老大楼两幢建筑，外加附属面积约 1 万平方米的地面停车场。其中老楼（即购物中心）定位为大众消费场所，新楼面积将近 7 万平方米的建筑，除了百货作为主力业态外，还包括好乐迪、苏浙汇、世纪友谊影城等。公司于 1999 年折价收购南方购物中心，2000 年开业，06 年开始二期工程，08 年 5 月份新楼 1-5 层开业，09 年 1-9 层全年开业，二期项目增长潜力较大。

图 6：超市类上市公司经营指标对比表

	2004	2005	2006	2007	2008
友谊南方商城	1944	2558.54	3765	3245.29	4,071.89
百联西郊购物中心	-1196	289.1	175	613.74	820.63

数据来源：公司公告 民族证券研发中心

3、投资机会分析

1)、资产重组整合预期

控股股东百联集团为我国商业零售企业巨头，是上海市国资委央企整合的重点企业之一。超市业务和百货业务作为百联集团三大核心业务中的两个，无疑是集团资产整合的重点。友谊股份目前主营业务既有超市业务又包含百货业务。其子公司联华超市一直作为百联集团超商整合的平台，A 股的另外一家公司百联股份是作为集团百货业务整合的平台。对于友谊股份而言，除去联华超市外，其余业务盈利能力并不突出，资产整合过程中存在多种可能性。

百联集团对联华超市无论从控股比例（55.2%）还是在人员配置（董事长为百联集团董事长）都已经有了绝对控制力，以联华超市而整合平台的条件已经成熟。此次联华完成对收购华联，标志着集团超商板块的资产整合取得了重要进展。目前，仍未归入上市公司的超市资产有华联吉买盛和华联罗森。这两家公司规模相对较小。华联吉买盛 1998 年成立，门店数量二十家以上，拥有大卖场、超级生活购物广场和邻里生活中心等多种形态。上海华联罗森成立于 1996 年 2 月，以便利店为主。

2)、世博概念

2010 年，为期半年的世博会，7000 万左右的游客，将有效的带动上海市零售市场增长。友谊股份的超市及百货业务主要经营网点分布在上海主要地区，将收益于世博会引发的需求上涨。

3、盈利预测及评级

我们认为公司目前业绩稳定，未来一年公司主营业务将受益于世博会的召开，且公司持有金融性资产数量较多，最值得关注的是上海市国企改革为公司发展提供了广阔的想象空间，我们预测公司 09 年、10 年每股收益为 0.43 元、0.52 元，我们维持公司的“推荐”评级。

4、存在风险

- 1)、经济回暖速度缓慢，影响公司主要业务经营。
- 2)、资产整合进度低于预期。

分析师简介

张丽华：2006年毕业于中国人民大学国际贸易专业，经济学硕士，先后在天相投资顾问公司、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn