

友谊股份(600827)公告点评

吸收合并方案出炉，打造国内零售航母

可选消费/卖场与超市

推荐

维持评级

发布时间：2010 年 11 月 9 日

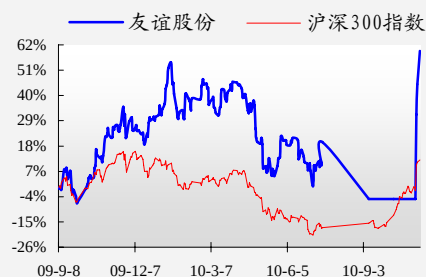
投资要点：

- 公司公布重组方案：(1) 公司向百联集团发行 A 股收购百联集团持有的第一八佰伴 36% 股权和上海百联集团投资有限公司 100% 股权。通过本次收购，新友谊将直接和通过投资公司间接持有联华超市 55.2% 股权，持有第一八佰伴 100% 股权；(2) 公司以新增 A 股股份换股吸收合并百联股份，友谊股份为合并后的存续公司。
- 本次拟购买的八佰伴 36% 股权及投资公司 100% 股权的收购市盈率分别为 17 倍和 26 倍，总体 22 倍，收购价格较低；吸收合并换股比例为 1：0.861。
- 重组后百联集团至少直接和间接合计持有友谊股份 49.26% 的股份，未导致公司控制权发生变化，重组完成后，公司总股本将达到 17.22 亿股。
- 本次重组将公司打造成为百联集团旗下拥有百货和超商业务的唯一上市平台。整合后，公司主营业务将包括奥特莱斯、百货、超市、购物中心、建材连锁等多种业态，成为国内商业航母。但我们认为，公司本次整合更多的体现了物理上的规模扩大而非精细化管理，协同效应相对有限，我们认为这种“大而全”的经营模式最终转化为“大而强”的核心竞争力并非易事，而内部效率低下也正是制约许多国有商业企业发展的重要因素。
- 我们认为百联股份和友谊股份均为运营比较成熟的公司，本次整合并不改变二者乃至整合后的新友谊稳步增长的方向，但短期也很难有超预期增长，整合过程中可能带来的人力、后台系统等方面的成本也是不容忽视的。我们预计整合后新友谊 2010 年每股收益 0.67 元，考虑所处城市商业环境成熟及规模效应的估值溢价给予 35-40 倍 PE，合理价格在 23.45 元-26.80 元，目前并不具备价格优势，给予谨慎推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	2,918,690	14.17	18,814	27.10	0.40	12.49	56.18	
2010E	4,571,920	15.38	115,935	40.27	0.67		33.54	
2011E	4,957,872	8.44	128,552	10.88	0.75		29.96	
2012E	5,441,971	9.76	150,912	17.39	0.88		25.53	

走势图



市场数据

2010-11-8

收盘价：	22.47 元
52 周最高价：	22.47 元
52 周最低价：	14.15 元
平均持仓成本：	18.42 元

基本数据

2010Q3

总股本（万股）：	47,212
流通 A 股（万股）：	24,069
每股收益（元）：	0.50
每股净资产（元）：	5.67
每股经营现金流（元）：	6.28
市净率：	3.96

分析师：周思立 联系人：罗旷怡

执业证书编号：s0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 – 250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

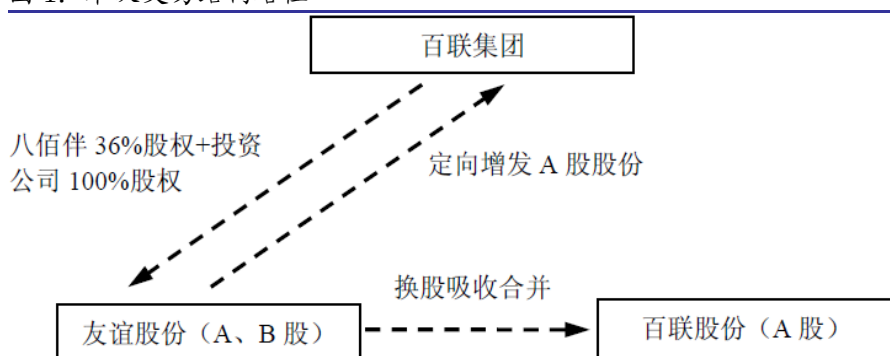
1. 事件

日前，公司发布董事会决议公告，公布重大资产重组方案，内容包括：

(1) 友谊股份向百联集团发行 A 股股份作为支付对价，收购百联集团持有的上海第一八佰伴有限公司 36%股权和上海百联集团投资有限公司 100%股权；

(2) 友谊股份以新增 A 股股份换股吸收合并百联股份，友谊股份为合并后的存续公司，百联股份被友谊股份吸收合并后将终止上市并注销法人资格，其全部资产、负债、权益、业务、人员并入友谊股份。

图 1：本次交易结构路径



资料来源：公司公告，东北证券

2. 交易具体方案

本次重组共分为两个部分，一是收购资产，二是吸收合并。重组后，公司总股本将达 17.22 亿股，实际控制权未发生变化，仍为百联集团。

2.1 收购资产

根据评估机构出具的资产评估报告，本次拟购买的八佰伴 100%股权的评估值为 180,594.42 万元，投资公司 100%股权的评估价值为 290,234.31 万元，公司拟以 15.57 元/股的价格发行 302,394,810 股 A 股作为支付对价。从评估价格看，公司收购两项资产的市盈率分别为 17 倍和 26 倍，总体 22 倍，低于目前零售行业的平均水平。

表 1：资产收购价格

	2009 净利润 (万元)	评估值 (万元)	增值率 (%)	PE
八佰伴 36%股权	29,438.24	180,594.42	385.25	17.04
投资公司 100%股权	10,997.74	290,234.31	440.77	26.39
合计	40435.98	470828.73	418.03	21.80

数据来源：公司公告，东北证券

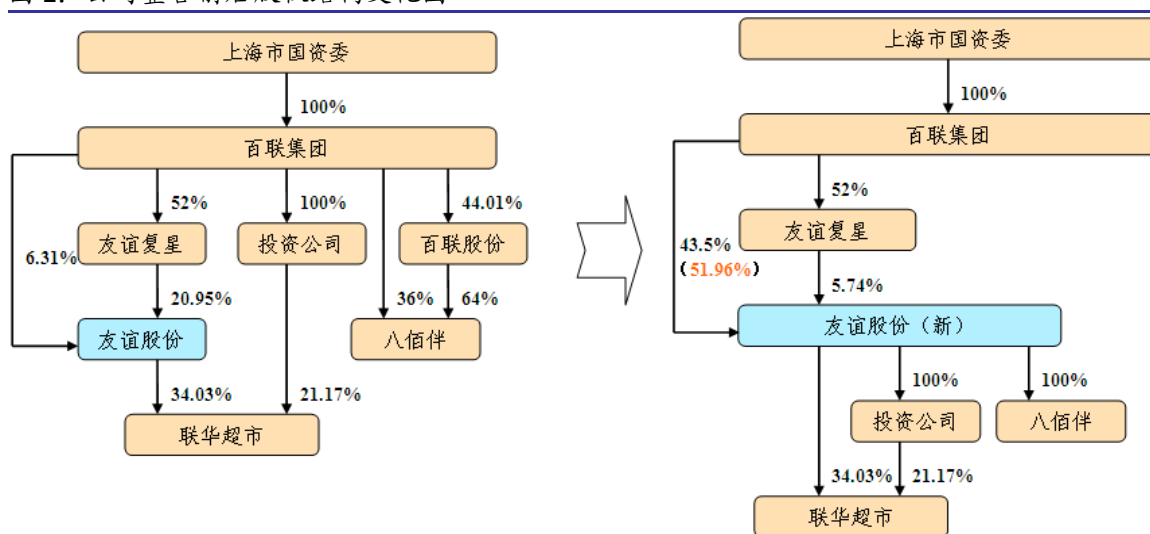
通过本次收购，新友谊将直接和通过投资公司间接持有联华超市 55.2%股权，持有第一八佰伴 100%股权。

2.2 吸收合并

友谊股份以新增 A 股股份换股吸收合并百联股份。换股价格分别为每股 15.57 元和每股 13.41 元，由此确定百联股份与友谊股份的换股比例为 1 : 0.861，即每 1 股百联股份之 A 股股份换 0.861 股友谊股份之 A 股股份，百联股份被友谊股份吸收合并后将终止上市并注销法人资格。

为保护股东利益，友谊股份和百联股份同意赋予友谊股份异议股东以收购请求权，赋予百联股份异议股东以现金选择权。无论友谊股份异议股东收购请求权及百联股份异议股东现金选择权的行使比例如何，百联集团都至少直接和间接合计持有友谊股份 49.26% 的股份，实际控制人仍为百联集团，本次重大资产重组未导致公司控制权发生变化。

图 2: 公司整合前后股权结构变化图



资料来源：公司公告，东北证券

本次重组中，公司收购资产将发行 3.02 亿股，换股需要 9.48 亿股，重组完成后，公司总股本将达到 17.22 亿股。

表 2: 重组后股本测算

收购资产: 470828.73 万元		换股: 1101027295 股	友谊股份股本
其中: 八佰伴 36% 股权			
180594.42 万元	-	-	
投资公司 100% 股权			
290234.31 万元	-	-	
发行价: 15.57 元	换股比例: 1: 0.861	-	
发行数: 302394810 股	换股数: 947984500 股	472116442 股	
合计		1722495752 股	

数据来源：公司公告，东北证券

3. 集团旗下其他资产

公司本次重组的重要目的之一是解决集团同业竞争问题，从重组方案看，目前集团旗下仍有可能与公司形成同业竞争的子公司有华联吉买盛、华联罗森、上海华联超市南京有限公司、上海华联超市滕州有限责任公司、百联电子商务有限公司及长沙百联东方商厦有限公司。集团对上述情况均进行了或注入、或减持等解决承诺。另外，上海市国资委旗下光明集团农工商、良友集团良友便利店也存在整合预期。

表 3: 公司潜在同业竞争情况

子公司名称	承诺
华联吉买盛购物中心	赋予联华超市不可撤销的优先购买权，在合适的时机注入联华超市。如联华超市 36 个月内未提出动议（或未予罗森株式会社达成共识），百联集团将通过减持方式，彻底消除同业竞争。
华联罗森	
南京华联超市	两家公司目前处于亏损状态，暂不适宜注入上市公司，百联集团暂时未将其纳入本次重组范围。百联集团承诺将在 24 个月内予以注销或转让。
滕州华联超市	
百联电子商务	集团承诺百联电商将维持现有业务范围，主要由未来的新友谊发展电子商务业务，并确保百联电商不从事与未来新友谊网上商城同类产品的电子商务业务。
长沙百联东方商厦	因长沙百联东方商厦有限公司处于亏损状态，暂不适宜注入上市公司。集团承诺，将在本次交易完成后 6 个月内将其托管给新友谊。

数据来源：公司公告，东北证券

4. 盈利预测与投资建议

本次重组并没有像我们之前预期的那样由百联股份经营百货和购物中心，友谊股份作为公司超市业务整合平台，而是将公司打造成为百联集团旗下拥有百货和超商业务的唯一上市平台。整合后，公司主营业务将包括奥特莱斯、百货、超市、购物中心、建材连锁等多种业态，成为国内商业航母。但我们认为，公司本次整合更多的体现了物理上的规模扩大而非精细化管理，协同效应相对有限，我们认为这种“大而全”的经营模式最终转化为“大而强”的核心竞争力并非易事，而内部效率低下也正是制约许多国有商业企业发展的重要因素。

我们认为百联股份和友谊股份均为运营比较成熟的公司，本次整合并不改变二者乃至整合后的新友谊稳步增长的方向，但短期也很难有超预期增长，整合过程中可能带来的人力、后台系统等方面的成本也是不容忽视的。我们预计整合后新友谊 2010 年每股收益 0.67 元，考虑所处城市商业环境成熟及规模效应的估值溢价给予 35-40 倍 PE，合理价格在 23.45 元-26.80 元，目前并不具备价格优势，调低至谨慎推荐评级。

表 4: 合并后公司利润预测表

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	3,962,393	4,571,920	4,957,872	5,441,971
营业成本	3,075,944	3,531,896	3,822,578	4,185,164
营业税金及附加	33,515	38,268	39,812	45,648
主营业务利润	852,934	1,001,756	1,095,482	1,211,160
销售费用	560,172	622,176	676,308	741,495
管理费用	164,869	202,053	206,296	223,340
财务费用	3,991	7,443	7,311	8,129
营业利润	159,753	207,475	235,566	268,195
营业外收支净额	-4,766	1,733	0	0
利润总额	154,987	209,208	235,566	268,195
所得税费用	40,872	48,975	57,613	61,768
归属母公司净利润	82,653	115,935	128,552	150,912
每股收益 (元)	0.480	0.673	0.746	0.876

数据来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。