



批零贸易业/可选消费品

友谊股份 (600827)

双引擎驱动上海商业航母起航

——友谊股份 (600827) 更新报告

	刘冰	汪睿
	021-38676703	021-38674657
	liubing6168@gtjas.com	wangrui008182@gtjas.com
	S0880209110637	S0880110024644

本报告导读:

我们考虑新百联重组后在上海地区的商业龙头地位和规模效应所带来的议价优势, 给予目标价 26.35 元, 对应重组后新百联 2011 年 35 倍市盈率。

投资要点:

完成重组后的新百联收入规模将达到 400 亿以上, 形成涵盖百货店、购物中心、奥特莱斯、连锁超市、建材店等多品牌、多业态的经营结构, 是沪上以超市与百货连锁为核心的商业航母。未来新百联收入及利润将主要来源于友谊股份原有的超市和百联股份原有的百货业务。

联华超市坚持集中化发展战略, 以长江三角洲经济发达地区为中心稳健扩张, 截至上半年, 联华超市在全国 22 个省份和直辖市拥有 5040 家门店, 其中 86% 位于华东地区。经过重组, 公司的规模优势得以进一步体现。

原百联股份是上海最具规模的百货龙头企业, 拥有多家知名门店, 其中八佰伴已经连续 5 年蝉联上海单体百货零售额第一, 在上海百货前 20 强中, 百联独占 8 家。此次合并, 另一 20 强原友谊下属的虹桥友谊商城也将纳入新百联麾下, 使得新百联旗下百货实力更为雄厚, 龙头地位不可动摇。原友谊及原百联持有的股权投资资产主要有部分浦发银行、海通证券、申万证券、东方证券、上海国际信托及其他部分股权投资, 如果不考虑申万、东方及上海信托的市值溢价, 按照此次收购公告书披露, 股权投资备考资产价值 31.8 亿元以及 8 亿银行理财产品。我们对公司旗下的自有商业物业, 股权投资等资产进行了谨慎客观估值, 得出新百联每股重估价值为 18.03 元, 这为公司估价提供了安全边际。

不考虑未来的非经常性损益, 我们预计新百联 2010-2012 年实现净利润 11.5/12.9/15.5 亿元, 对应 EPS0.67/0.75/0.90 元。我们考虑新百联重组后在上海地区的商业龙头地位和规模效应所带来的议价优势, 按照 2011 年主业每股收益给予目标价 26.35 元, 对应重组后新百联 11 年 35 倍市盈率。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	25,564	29,187	43,674	48,681	53,498
(+/-)%	11%	14%	50%	11%	10%
经营利润 (EBIT)	381	543	1,411	1,614	1,937
(+/-)%	19%	43%	160%	14%	20%
净利润	140	188	1,153	1,287	1,552
(+/-)%	-54%	35%	513%	12%	21%
每股净收益 (元)	0.33	0.40	0.67	0.75	0.90
每股股利 (元)	0.05	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	1.5%	1.9%	3.2%	3.3%	3.6%
净资产收益率 (%)	6.2%	6.9%	8.5%	8.9%	9.9%
投入资本回报率 (%)	10.3%	21.0%	10.3%	10.5%	11.1%
EV/EBITDA	1.9	1.9	13.4	9.5	6.9
市盈率	60.8	49.7	29.6	26.5	22.0
股息率 (%)	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **26.35**

上次预测: **8.18**

当前价格: **18.93**

2010.12.18

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.35-23.20
总市值 (百万元)	9,409
总股本/流通 A 股 (百万股)	472/241
流通 B 股/H 股 (百万股)	180/0
流通股比例	89%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	46

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,674
每股净资产	5.66
市净率	3.5
净负债率	10%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.17
Q2	0.18	0.20
Q3	0.07	0.19
Q4	0.02	0.11
全年	0.40	0.67

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	18%	15%
相对指数	1%	9%	25%

相关报告

《经营业绩稳定增长, 发展前景尚不明朗》
2006.12.21

模型更新时间: 2010.12.18

股票研究

可选消费品
批零贸易业

友谊股份 (600827)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 26.35

上次预测: 8.18

当前价格: 18.93

公司网址

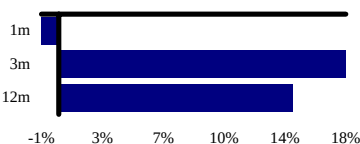
www.shfriendship.com.cn

公司简介

公司经过对优势资源的重新组合,前瞻性地成功实现公司主营业务由传统百货向零售连锁业态转型,并清晰地形成今后几年公司快速发展的框架,确定了作为公司发展主体的四个核心业务:

(1)以目前国内最大的连锁超市--联华超市股份有限公司为主体的食品、日用品超市连锁;(2)以好美家装建材有限公司为主体的专业大卖场连锁;(3)以上海友谊百货有限公司为主体的现代特色百货,品牌专卖店连锁;(4)以友谊购物中心为主体的社区购物中心连锁,并配以现代物流、配送以及电子商务平台。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.35-23.20

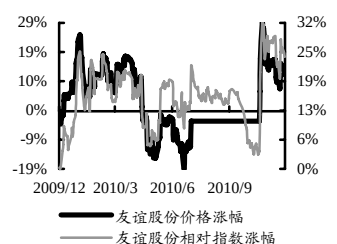
市值 (百万)

9,409

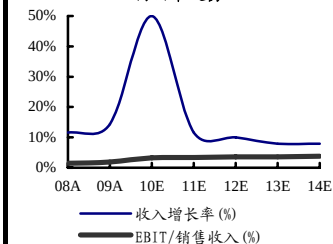
财务预测 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表							
营业总收入	25,564	29,187	43,674	48,681	53,498	57,681	62,236
营业成本	20,202	23,035	34,145	38,066	41,829	45,085	48,627
税金及附加	151	198	367	409	449	485	517
销售费用	4,308	4,737	5,918	6,548	7,062	7,614	8,153
管理费用	522	674	1,834	2,045	2,220	2,394	2,552
EBIT	381	543	1,411	1,614	1,937	2,104	2,388
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0	0
投资收益	223	273	420	250	280	300	300
财务费用	-81	-148	-168	-234	-302	-373	-448
营业利润	637	956	2,001	2,099	2,520	2,776	3,136
所得税	155	268	439	458	543	598	675
少数股东损益	328	424	449	357	429	473	534
净利润	140	188	1,153	1,287	1,552	1,710	1,931
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	7,131	7,413	9,844	12,812	16,410	19,595	23,670
其他流动资产	61	87	0	0	0	0	0
长期投资	2,300	3,671	5,411	5,411	5,411	5,411	5,411
固定资产合计	3,072	3,368	10,570	10,244	9,900	9,538	9,159
无形及其他资产	684	735	2,786	2,834	2,832	2,830	2,827
资产合计	16,438	18,579	31,910	35,032	38,605	41,711	45,778
流动负债	11,758	13,424	16,411	18,231	20,165	21,428	23,370
非流动负债	297	251	21	23	26	30	35
股东权益	2,254	2,717	13,492	14,434	15,642	17,007	18,594
投入资本(IC)	2,773	1,800	10,733	12,034	13,674	15,516	17,642
现金流量表							
NOPLAT	286	378	1,107	1,262	1,521	1,651	1,875
折旧与摊销	719	638	400	628	646	664	682
流动资金增量	1,473	1,636	3,163	1,388	1,612	978	1,568
资本支出	-651	-612	-9,613	-346	-296	-296	-296
自由现金流	1,826	2,039	-4,943	2,932	3,483	2,998	3,829
经营现金流	2,519	2,672	4,404	3,406	3,955	3,521	4,411
投资现金流	-497	-1,738	-10,933	-96	-16	4	4
融资现金流	-303	-759	8,958	-342	-341	-340	-339
现金流净增加额	1,719	175	2,429	2,968	3,598	3,184	4,075
财务指标							
成长性							
收入增长率	11.5%	14.2%	49.6%	11.5%	9.9%	7.8%	7.9%
EBIT 增长率	19.0%	42.7%	159.7%	14.4%	20.0%	8.6%	13.5%
净利润增长率	-54.4%	34.6%	513.0%	11.6%	20.6%	10.2%	12.9%
利润率							
毛利率	21.0%	21.1%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	21.9%
EBIT 率	1.5%	1.9%	3.2%	3.3%	3.6%	3.6%	3.8%
净利润率	0.5%	0.6%	2.6%	2.6%	2.9%	3.0%	3.1%
收益率							
净资产收益率(ROE)	6.2%	6.9%	8.5%	8.9%	9.9%	10.1%	10.4%
总资产收益率(ROA)	0.9%	1.0%	3.6%	3.7%	4.0%	4.1%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	10.3%	21.0%	10.3%	10.5%	11.1%	10.6%	10.6%
运营能力							
存货周转天数	42	40	27	25	25	25	25
应收账款周转天数	1	1	1	2	2	2	2
总资产周转天数	227	219	211	12	12	10	12
净利润现金含量	18.02	14.20	3.82	2.65	2.55	2.06	2.28
资本支出/收入	3%	2%	22%	1%	1%	1%	0%
偿债能力							
资产负债率	73.3%	73.6%	51.5%	52.1%	52.3%	51.4%	51.1%
净负债率	-288.5%	-260.0%	-72.8%	-88.6%	-104.7%	-115.0%	-127.1%
估值比率							
PE	60.8	49.7	29.6	26.5	22.0	20.0	17.7
PB	3.8	3.4	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	1.9	1.9	13.4	9.5	6.9	5.3	3.4
P/S	0.3	0.3	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

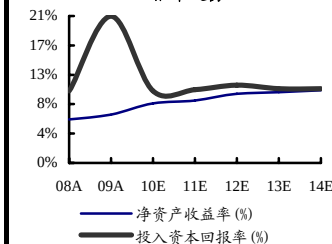
股票绝对涨幅和相对涨幅



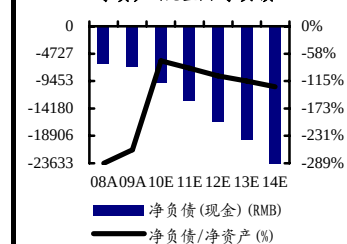
利润趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



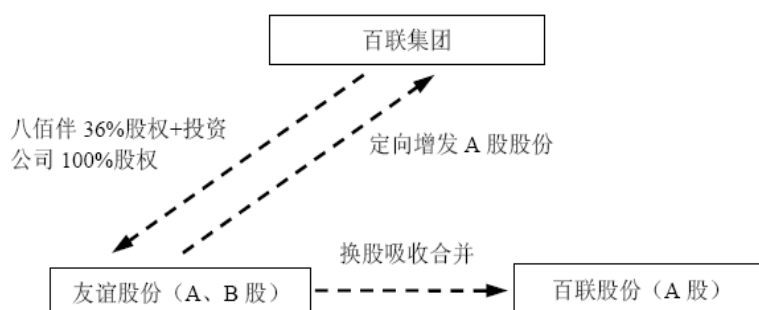
目 录

1. 重组方案概述.....	4
2. 新百联超市百货双驱动发展.....	4
3. 超市业务分析.....	5
3.1. 超市收入、毛利情况.....	5
3.2. 以华东为中心，三种业态协同发展.....	6
3.3. 整合提升规模优势.....	7
4. 百货业务分析.....	7
4.1. 百货业务收入、毛利情况.....	7
4.2. 百货龙头地位稳固.....	8
4.3. 主力门店介绍.....	9
5. 其他业务及资产情况.....	15
5.1. 好美家建材超市.....	15
5.2. 建配龙项目.....	16
5.3. 股权投资.....	16
6. 重估价值提供安全边际.....	16
7. 后续资产注入预期.....	17
8. 盈利预测及投资评级.....	18

1. 重组方案概述

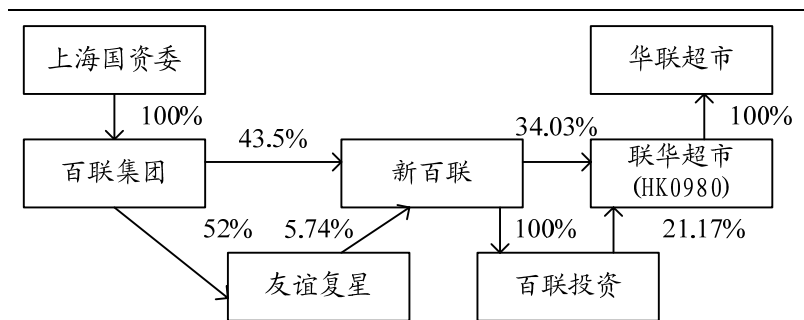
- 友谊股份向百联集团发行 3.02 亿 A 股, 每股 15.57 元作为支付对价, 收购百联集团持有的八佰伴 36% 股权和投资公司 100% 股权;
- 友谊股份以新增 A 股股份换股吸收合并百联股份, 每股百联股份换 0.861 股友谊股份, 友谊股份为合并后的存续公司, 百联股份被友谊股份吸收合并后将终止上市并注销法人资格, 其全部资产、负债、权益、业务、人员并入友谊股份。
- 完成重组后新百联（友谊股份）总股本将达到 17.22 亿股, 营业收入将达到 300 亿元左右规模, 成为沪上以超市与百货连锁为核心的商业航母, 也是百联集团下属百货及超市资产的唯一平台。

图 1：本次重组方案结构图



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：本次重组后股权结构简图



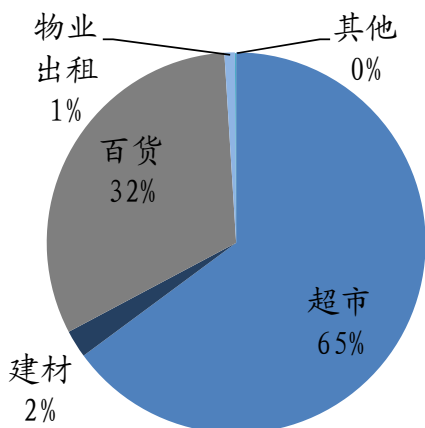
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 新百联超市百货双驱动发展

完成重组后的新百联收入规模将达到 300 亿左右, 形成涵盖百货店、购物中心、奥特莱斯、连锁超市、建材店等多品牌、多业态的经营结构, 是沪上以超市与百货连锁为核心的商业航母。

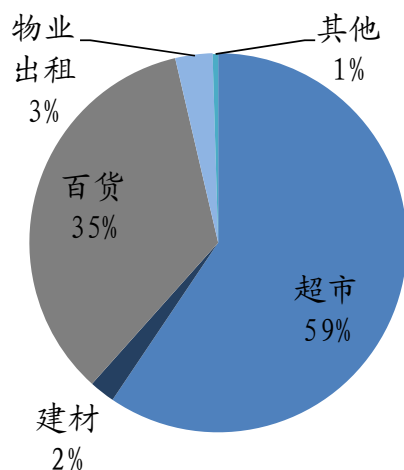
未来新百联收入及利润将主要来源于友谊股份原有的超市和百联股份原有的百货业务, 超市及百货业务 2010 年上半年分别占公司总收入的 65% 和 32%, 占公司总毛利的 59% 和 35%。

图 3: 新百联 2010 年上半年备考收入结构



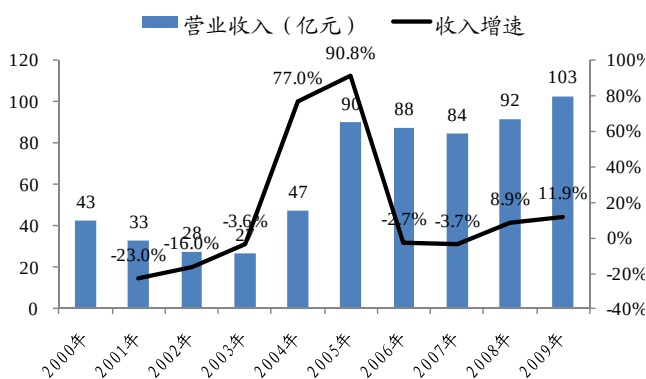
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 新百联 2010 年上半年备考毛利润构成



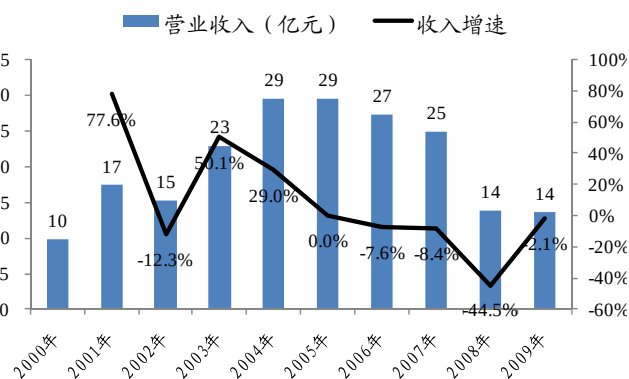
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 原百联收入规模与增速



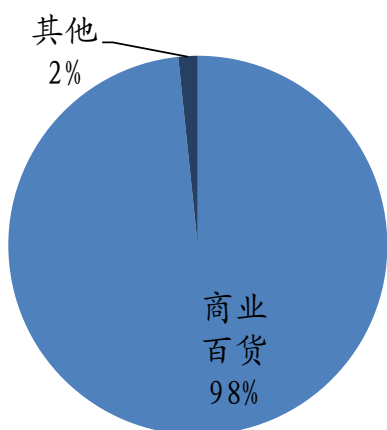
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 原友谊收入规模与增速



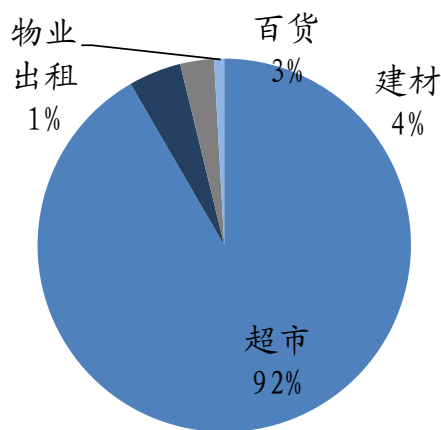
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 原百联收入构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 8: 原友谊收入构成



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

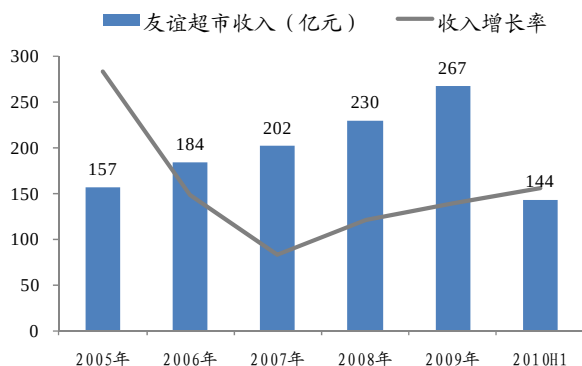
3. 超市业务分析

3.1. 超市收入、毛利情况

新百联的连锁超市业务主要集中在原友谊股份下属的联华超市, 截至

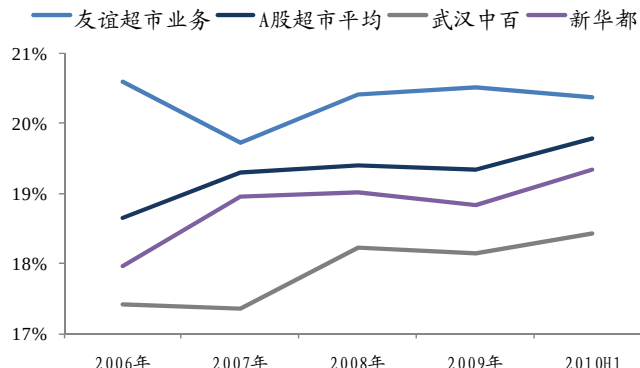
2010 年上半年, 联华超市 (包括合并的华联超市) 营业收入达到 143.7 亿元, 同比增长 16.7%, 超市业务毛利率常年稳定在 20% 左右, 高于行业平均。

图 9: 友谊股份超市业务收入近年情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 10: 友谊超市毛利高于行业平均



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

从联华超市的数据来看, 联华超市前台毛利率与行业水平相差不大, 综合毛利率较行业水平有一定优势。这主要是因为 1) 联华规模效应所带来的扣点率较高, 2) 综合收益里包括大卖场自有物业相当面积的物业出租收益。

表 1: 联华超市毛利率与行业对比

公司名称	前台毛利率			综合毛利率		
	2007 年	2008 年	2009 年	2007 年	2008 年	2009 年
华联综超	12.06%	11.05%	10.65%	20.52%	19.54%	19.34%
武汉中百	12.61%	13.10%	12.90%	17.35%	18.23%	18.15%
步步高	14.56%	14.60%	15.60%	19.50%	19.73%	19.61%
新华都	14.60%	14.80%	14.48%	18.95%	19.01%	18.84%
人人乐	12.08%	11.84%	11.12%	20.15%	20.50%	20.80%
行业平均	13.18%	13.08%	12.95%	19.29%	19.40%	19.35%
联华超市	12.99%	13.55%	13.06%	25.47%	23.86%	23.78%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

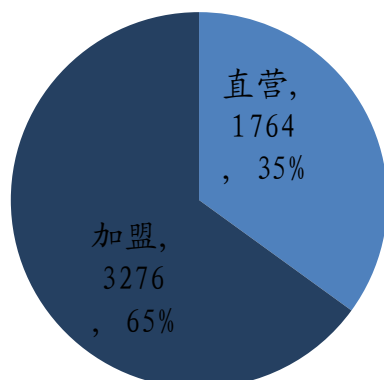
3.2. 以华东为中心, 三种业态协同发展

联华超市坚持集中化发展战略, 以长江三角洲经济发达地区为中心稳健扩张, 截至 2010 年上半年, 联华超市在全国 22 个省份和直辖市拥有 5040 家门店, 其中 86% 位于华东地区。在 5040 家门店中, 直营店有 1764 家, 占总数的 35%; 其中大卖场有 136 家, 全部为直营; 超市有 2878 家, 其中直营有 693 家; 便利店有 2026 家, 直营 935 家。

从联华超市下属的三种业态来看, 大卖场全为自营, 且是主要的收入来源, 营业额占超市业务总收入的 56%, 增长比较稳健; 超市业态由于联华 2009 年合并了华联超市, 2010 年全面启动整合与重组工作, 网点上有所调整, 加上主力港汇广场、桃浦店关店等因素, 虽然同店销售 2010 年上半年较 09 年同期增长 2.6%, 但总体销售增长有限; 便利店是三种业态中毛利最高, 增长最快的业务, 但由于单店收入较小, 对公司总体

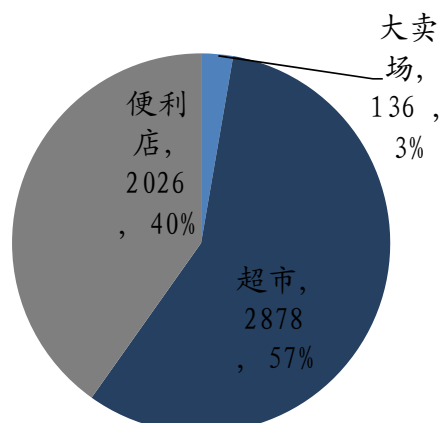
业务只起到锦上添花的作用。

图 11: 联华超市经营模式情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 12: 联华超市经营业态情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 联华超市分业态情况

	大卖场	超市	便利店
收入 (万元)	795106	518864	91091
同比增长	9.3%	0.2%	11.0%
平均单店收入	5846	180	45
前台毛利率	12.9%	13.8%	15.7%
净利润率	2.4%	3.9%	3.3%

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.3. 整合提升规模优势

2009 年 6 月, 联华超市收购了华联超市全部股权, 2010 年, 公司全面启动了围绕两家公司商流、物流及信息流的重组, 财务系统、编码体系以及加盟运作在上半年全面整合成功, 新公司的组织结构和管理团队也已在 6 月组建完成。

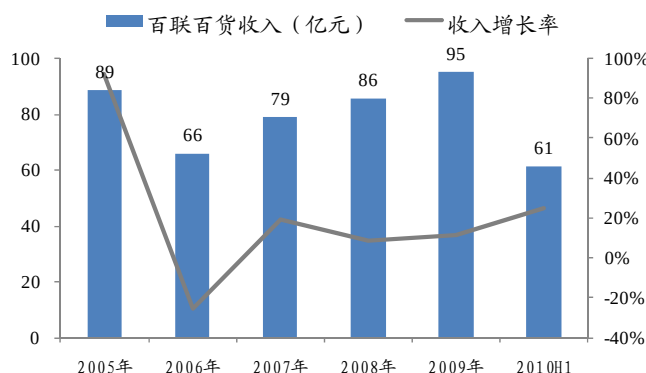
经过重组, 公司的规模优势得以进一步体现。例如: 在商流方面, 公司将上海原有两家公司的 6 个属于不同业态的采购部门合并, 最主要的是集中了采购权, 使得公司对于供应商的议价能力大大提升; 在物流方面, 公司优化原本属于两家公司的不同配送中心, 使其各自承担不同区域不同功能的配送任务, 使物流效率得到显著提高; 在信息流方面, 公司信息系统的统一化建设也减少了运营和维护成本。

4. 百货业务分析

4.1. 百货业务收入、毛利情况

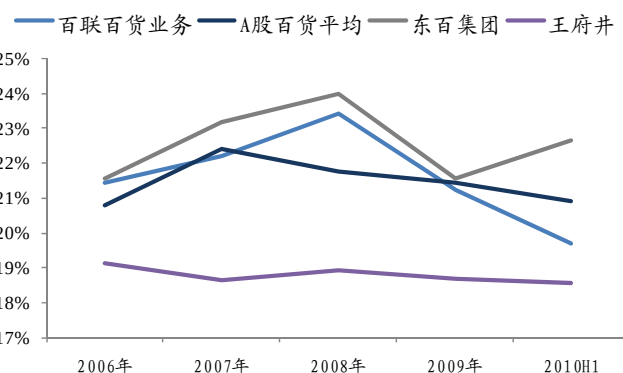
新百联的百货业务主要来源于原百联股份下属的各家百货, 友谊股份下属的友谊百货也会有所贡献。截至 2010 年上半年, 百联百货营业收入达到 61.2 亿元, 同比增长 24.6%, 友谊百货营业收入 5.13 亿元, 同比增长 11.6%。百联百货 2009 年毛利率 21.2%, 2010 年上半年 19.7%, 与行业平均水平相差无几。

图 13: 百联股份百货业务收入近年情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 14: 百联百货基本与行业平均相当



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4.2. 百货龙头地位稳固

原百联股份是上海最具规模的百货龙头企业，拥有多家知名门店，其中第一八佰伴已经连续 5 年蝉联上海单体百货零售额第一，在上海百货前 20 强中，百联独占 8 家。此次合并，另一 20 强原友谊下属的虹桥友谊商城也将纳入新百联麾下，使得新百联旗下百货实力更为雄厚，龙头地位不可动摇。

表 3: 上海市百货店(单体)零售额前 20 强

排名	百货名称	2008	2009	同比增长
		零售额 (亿元)	零售额 (亿元)	
1	上海第一八佰伴有限公司	32.03	34.51	7.7%
2	上海新世界城	23.54	26.53	12.7%
3	上海久光百货有限公司	16.26	18.22	12.1%
4	上海市第一百货商店	8.87	15.35	73.1%
5	东方商厦有限公司徐汇店	15.05	15.31	1.7%
6	上海汇金百货有限公司	9.61	9.89	2.9%
7	上海置地广场商厦有限公司	9.76	9.39	-3.8%
8	上海太平洋百货有限公司徐汇分公司	7.64	8.93	16.9%
9	永安百货有限公司	6.98	7.04	0.9%
10	上海百联集团股份有限公司东方商厦南东店	6.99	6.85	-2.0%
11	上海太平洋百货有限公司淮海分公司	7.21	6.52	-9.6%
12	上海虹桥友谊商城有限公司	6.95	6.48	-6.8%
13	上海徐家汇商城股份有限公司六六分公司	5.38	5.34	-0.7%
14	东方商厦中环店	3.03	4.47	47.5%
15	上海太平洋百货有限公司不夜城分公司	4.02	3.86	-4.0%
16	上海杨浦百联东方商厦有限公司	2.75	3.15	14.5%
17	上海长江口商城股份有限公司黄金广场	2.97	2.99	0.7%
18	上海百联集团股份有限公司上海时装商店	2.4	2.49	3.8%
19	浦东商场昌里店	2.6	2.48	-4.6%
20	上海市曹杨商城有限公司	2.49	2.45	-1.6%

数据来源: 上海市商业信息中心、国泰君安证券研究

4.3. 主力门店介绍

● 第一八佰伴——成熟门店

上海第一八佰伴新世纪大厦位于浦东陆家嘴金融贸易区，总建筑面积 14.4 万平方米，商场面积 10.8 万平方米，是集购物、娱乐、餐饮及办公楼为一体的综合性商业大厦，其所在商圈是浦东地区唯一的大型商圈新上海商业城商圈。而且由于八佰伴旺盛人气的带动，新上海商业城已经成为功能齐全、业态丰富的市级商业圈，商圈内包括华润时代广场、第一八佰伴、新梅购物中心、中融国际商城、华联商厦张杨店，商业面积达 21.8 万平方米。

表 4：新上海商业城商圈主要零售企业分析

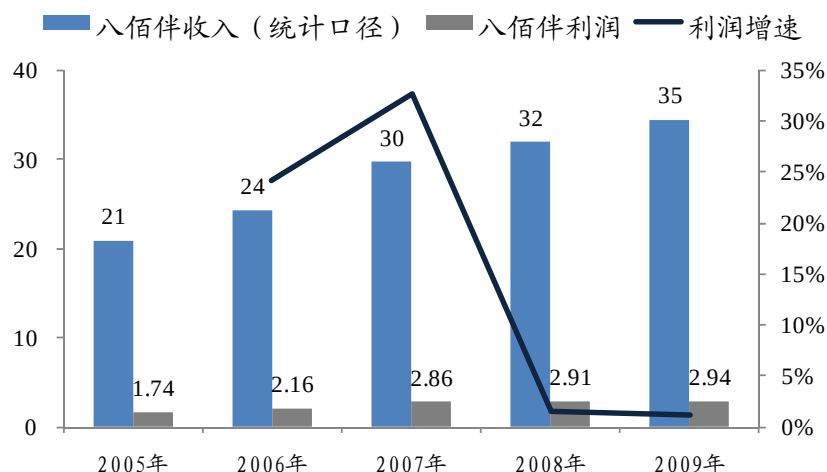
商业门店	类型及定位	建筑面积	备注
第一八佰伴	中高档百货	14.4 万平米	品类齐全，商圈内面积最大的单体百货
华联商厦张杨店	中档百货	经营面积 6300 平米	
新梅联合广场	时尚购物中心	11 万平方米	GUCCI 旗舰店、OMEGA 等名表专卖店 2007 年开业，融合休闲娱乐、时尚购物、饕餮美食等功能于一体 2008 年全面营业，定位时尚消费，引进 H&M 等流行品牌。
中融国际商城	时尚购物中心	7 万平方米	
华润时代广场	高档购物中心	10 万平方米	
上海湾生活时尚中心	时尚购物中心	4.04 万平米	
96 广场	时尚购物中心	6.6 万平米	

数据来源：国泰君安证券研究

八佰伴 2009 年营业收入（会计口径）24.8 亿元，实现净利润 2.94 亿元，2010 上半年营业收入 15.7 亿元，实现净利润 1.78 亿元，此次重组中新百联向集团购买 36% 股权之后将全资拥有八佰伴股权。八佰伴 2009 年平效已接近 3.5 万元，位于百货行业中上水平，但与广州友谊环市东店 5 万平米的平销相比，依然有较大的距离。我们认为，该店的收入有提升空间。

八佰伴位于浦东新区，原来实行的所得税率为 15%，但是 2008 年开始两税并轨，原来的税收优惠逐步取消，八佰伴的所得税率将在两三年内逐步并轨到 25%，所得税的提升也影响到八佰伴的净利润。2010 年由于上一年基数较低，利润增速会有所回升，但由于已经是较为成熟的门店，预计净利润增速会明显放缓。

图 15: 八佰伴收入利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

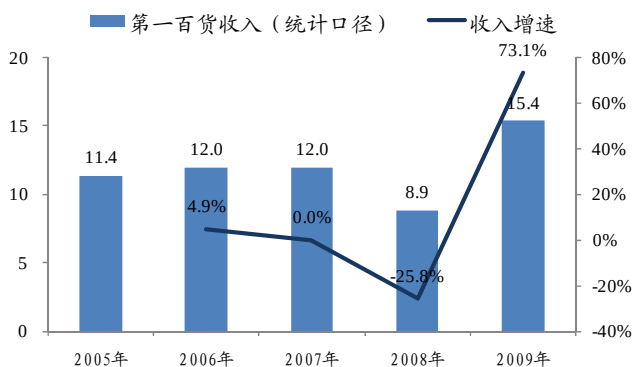
● 第一百货——成熟门店

第一百货建筑面积 3 万平米，经营面积 2.4 万平米，物业自有。该店 2009 年营业收入同比大幅上升主要由于 2008 年 5-10 月进行了装修和商品定位布局调整，对收入有较大影响；新一百商城开业后，新老楼连为一体，总建筑面积达 7 万平方米，总经营面积达到 5.76 万平方米，并与毗邻的市百一店和东方商厦南京东路店通过空中走廊相连接，为消费者打造一个“三位一体”的购物环境，也带动了第一百货的客流。但目前新一百受地理位置影响，商场定位也存在一定磨合期，我们认为该店未来 2 年盈利增长速度将会比较有限。

● 东方商厦徐汇店——成熟门店

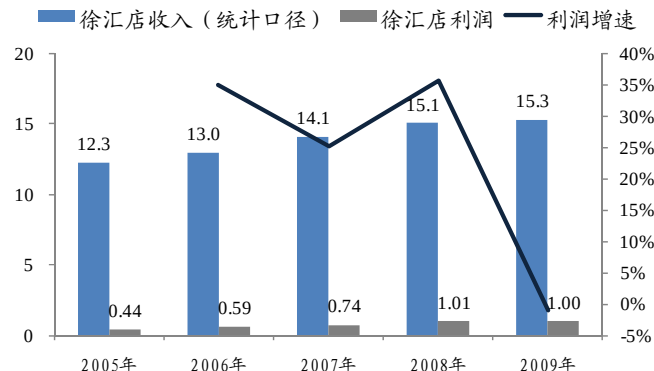
东方商厦徐汇店位于徐家汇核心商圈，开业于 1993 年，是公司的全资子公司。该店物业为租赁性质，总建筑面积 4.2 万平米，经营面积 3 万平米。所在徐家汇商圈是传统的商业中心，目前已发展成为上海城市副中心、市级商业中心、商务中心和公共活动中心，汇集东方商厦徐汇店、港汇广场、太平洋百货、第六百货，以及上海最主要的两大电子市场——美罗城、太平洋数码广场。但该店开业较早，商圈已完全成熟，未来与其它成熟门店相似，增速会很有限。

图 16: 第一百货收入情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 17: 东方商厦徐汇店收入、利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

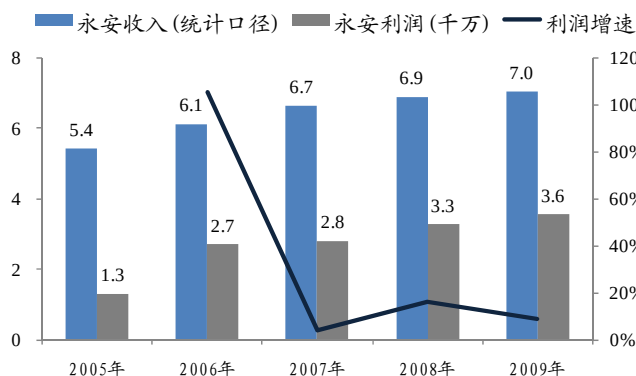
● 永安百货——成熟门店

永安百货于 1918 年开始营业，2005 年翻修，建筑面积 3.2 万平米，经营面积 2.9 万平米，物业自有。该店定位高档，05 年翻修后，06 年收入和净利润同比都有大幅度提升。从平销看，尽管该店定位高档，但其平销不足 3 万元，主要原因是该门店的高档定位与南京路步行街的大众定位不一致，且该店地理位置距离主要交通枢纽较远，因而平销不高。我们预计该店收入提升幅度有限，预计未来净利润将保持低速增长。

● 东方商厦南京东路店——成熟门店

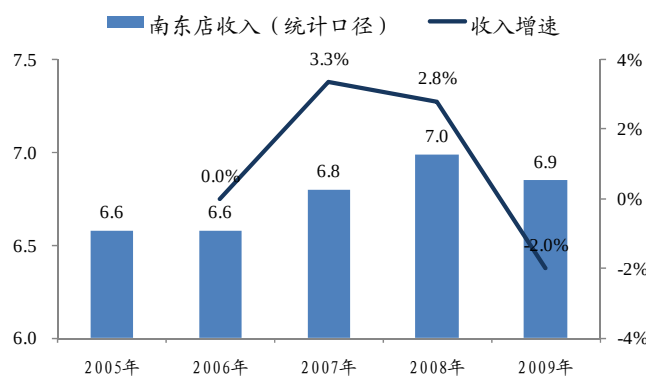
东方商厦南东店原为上海市第一百货商店东楼，2005 年更名为东方商厦南京东路店，而成为东方商厦连锁店之一。该店建筑面积 5.5 万平米，经营面积 4.2 万平米，物业自有。2005 至 2009 年，该店销售收入复合增长了仅为 1% 左右，2009 年平销仅为 1.7 万元，与同一商圈的其他门店相比存在一定差距，但南京东路商圈相似定位的百货较多，竞争异常激烈，我们预计未来收入提升空间一般。

图 18: 永安百货收入、利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 19: 东方商厦南东店收入情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

● 青浦奥特莱斯——快速成长店

奥特莱斯是公司未来发展的三种经营业态之一。受益于消费升级，中国的高档品牌以及奢侈品消费增长较快，大部分消费者虽然对品牌的认知度在提高，但是对价格仍然较为敏感。奥特莱斯名品折扣店的模式正是迎合了消费者的购物心理。而且在 2008 年以来，受到此轮金融危机的影响，消费者更加偏好选择在品牌折扣店购物。

目前公司自营的青浦奥特莱斯建筑面积 10 万平米，经营面积 8 万平米，联营比例将达到 90%，盈利增长空间较大。该店 2009 年利润增速较快，我们预期 2010 年青浦奥特莱斯仍处于上升期，且经营模式已经逐步转变为联营占主，净利润仍将有大幅提升，预计在 60%-70%，未来几年增速也能保持 30% 左右增速。

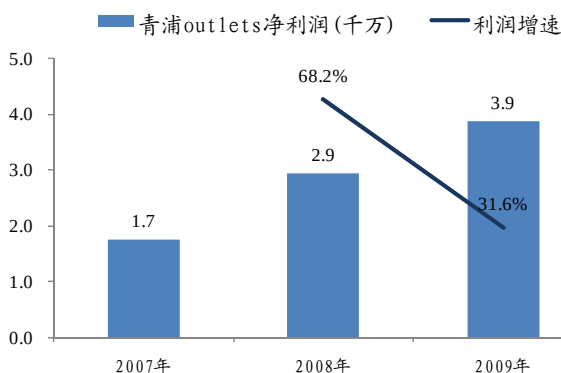
公司旗下另一家奥特莱斯广场（杭州·下沙）6 月 26 日试营业。这是百联奥特莱斯连锁经营的第二家门店，项目坐落于浙江海宁连杭经济开发区，引进工厂直销和折扣商铺近 300 家，招商面积 47000 平方米。经营模式是输出管理，收取管理费。

● 又一城购物中心——快速成长店

又一城购物中心于 2007 年 1 月开始营业，建筑面积 12.6 万平米，经营面积 10 万平米，物业自有。该店位于五角场商圈核心位置，门店的发展与商圈的崛起同步，07 年公司进驻该商圈时，五角场商圈尚未得到重视，现阶段，按照上海市政府规划，五角场成为了上海市四大商业副中心之一，目前随着五角场地区人气的迅速聚集，又一城的增长十分明显。

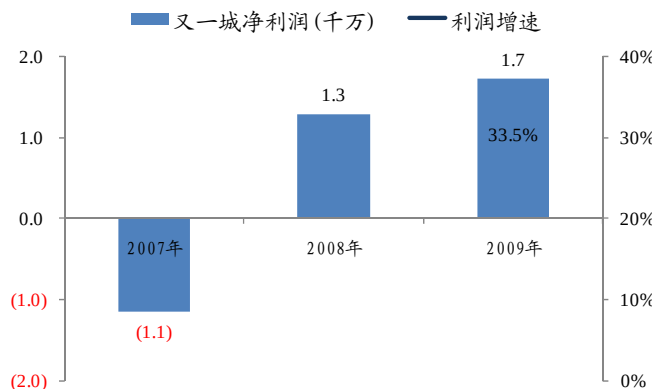
预计 2010 年又一城的利润增速将超过 2009 年，将达到 50% 以上；未来三年增速应该也能有 30% 以上。

图 20：青浦奥特莱斯利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 21：又一城利润情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

● 中环购物中心——快速成长店

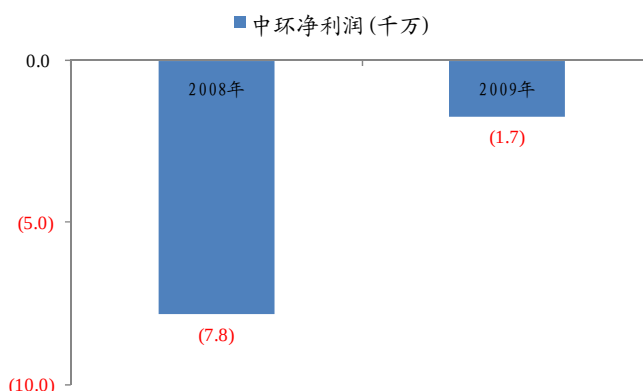
百联中环购物中心是上海市区最大的购物中心，面积近 26 万平米，坐落于普陀区沪宁高速与中环线交汇处的真北商贸圈。入驻商户包括东方商厦中环店、月星家居、世纪联华、妇女用品商店等零售和餐饮品牌。2008 年中环购物中心和东方商厦中环店共亏损 7800 万，2009 年在金融危机的影响下仍大幅减亏 7000 万，我们预计该店 2010 年盈利将超过又一城，成为公司一个重要的利润增长点。

● 东方商厦淮海店——地理位置限制利润增速有限

该店由原新华联商厦扩建后改名。2008 年三季度开始，新华联商厦停业扩建，新华联商厦“东扩”改造是在原有经营区域的基础上，沿淮海路向东扩建出一栋 8 层的商业楼宇，其中地下 1 层至地面 5 层的 1 万平方米场地为百货商场，与目前新华联商厦的商场内部贯通；6 至 8 层为办公楼。改建后重新开业的“东方商厦淮海店”的面积将达 2 万平方米，实现面积翻番。新华联大厦“东扩”后，总建筑面积将达 7 万平方米，其中写字楼面积达 4.7 万平方米，百货商场面积达 2 万平方米，餐饮面积达 0.3 万平方米，将形成一座集百货、餐饮、休闲、商务于一体的多功能商业楼宇。

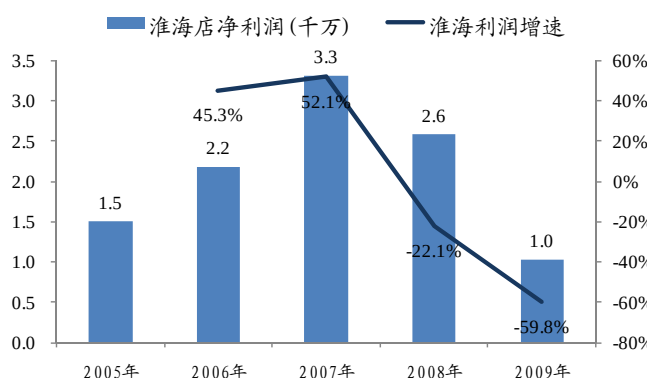
此门店距离地铁较远，且淮海路的中段无其他大型百货门店，缺乏商圈效应。我们预计淮海店盈利能力因为地理位置限制增长有限。

图 22: 中环利润情况



据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 23: 淮海店利润情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

近两年百联股份加快了购物中心的扩张速度——

沈阳购物中心

2008年1月开业的沈阳百联购物中心位于沈阳城区与南北金廊的中心位置和地铁一、二号线的交汇处，南临大西路、西靠青年大街，总建筑面积约为11万平方米（地上8.4万），其中地下二层为停车库，地下1层是家乐福大型超市，地上5层则集中了精品百货、健身会所、餐饮娱乐、品牌专卖等多种业态，是一家集购物、休闲、餐饮、娱乐于一体的现代都市型购物中心。

从我们在沈阳实地调研情况来看，沈阳百联购物中心地理位置较好，地铁直通，但是由于远离主商圈，定位不清晰，人气较差，现在一楼的餐饮和顶楼的电影城经营较好，但是服饰类的商铺还在调整。预期购物中心还需调整，1-2年内可能仍然是亏损。

重庆南岸购物中心项目

重庆南岸上海城购物中心毗邻南坪步行街，地处南坪商圈繁华地段。总建筑面积为13.6万平方米，地上5层，地下1层，拥有近1500个停车泊位，是重庆地区目前规模最大的，集购物、餐饮、娱乐、休闲、商务为一体的顶级Shopping Mall。该店引入了东方商厦、家乐福、红星美凯龙，还有全3D的华谊兄弟影城等配套设施。

南桥购物中心

百联南桥购物中心一期主要为东方商厦，而且通过二期中庭广场的巧妙衔接，与一期实现全面融会贯通。二期开业后购物中心总面积将近12万平方米，在原有东方商厦、必胜客等购物、餐饮、娱乐功能基础上，引进国际、国内一线品牌专卖、海上影城、家电卖场和生活卖场等近百家品牌供应商，其中世纪联华生活馆、海上国际影城、第一食品商店、国美家电、新华书店、顺风大酒店、避风塘等品牌都是首次亮相南上海滨海新城。

金山百倍购物中心

百联金山购物中心是一个集时尚购物、休闲餐饮、文化娱乐和社区服务于一体的多功能购物中心，总建筑面积约8.5万平方米。该店共分A\B\C

三大区, 其中 A 区引入了东方商厦、B、C 区为综合购物中心, 地下还引入了世纪联华大卖场, 为周边居民提供一站式购物服务。

我们认为, 百联集团借助于在上海地区的品牌优势和选址优势, 在上海地区的新项目发展较为乐观。特别是金山、南汇两家购物中心, 在区域内尚无竞争对手, 且单体面积较大, 集客力较强, 预期培育期较短。

原友谊股份下属的购物中心增长较好——

友谊南方商城

友谊南方商城建于 1993 年, 为我国第一家购物中心, 老楼建筑面积 8.3 万平方米, 公司经营以租赁为主, 租金收入约为 1 亿元。二期新楼 2008 年 5 月开业, 总建筑面积 6.4 万平方米, 1-5 楼引入友谊百货。由于南方商场地理位置比较优越, 品牌号召力强, 开业后不久即快速成长。2009 年贡献净利润 8469 万, 同比增长 108%; 2010 年上半年就实现了 6379 万, 同比增长 92%。

百联西郊购物中心

西郊购物中心坐落于长宁区仙霞地区, 地处长宁区西部, 四周为高级别墅群及新兴高级住宅区, 近年来又新建了大片住宅小区, 属于成长型人口导入区域。

西郊购物中心总建筑面积 11 万平方米, 购物中心采用开放式建筑风格, 定位于社区型购物中心, 服务于周边居民社区, 由于定位准确, 布点合理, 该店自 2004 年底开业以来业绩保持高速增长, 2009 年贡献 1185 万, 2010 年上半年 1130 万, 同比增 332%。

图 24: 南方商城利润情况

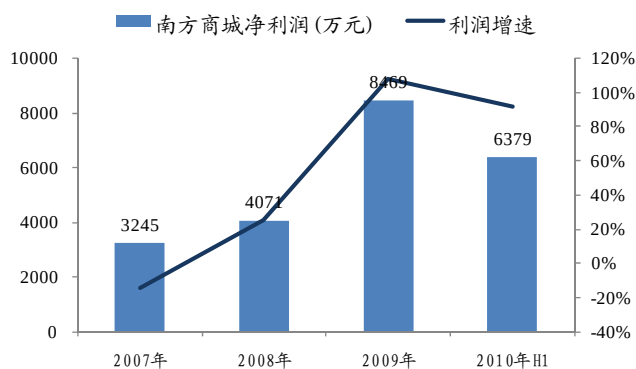
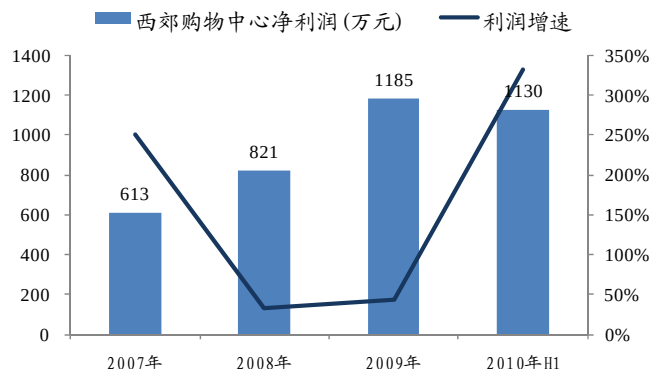


图 25: 西郊购物中心利润情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 5: 新百联百货门店一览

业态	门店名称	经营面积	股权比例	开业时间	物业性质	地理位置
综合百货	第一八佰伴	10.8	64%	1995.12	自有	浦东
	东方商厦徐汇店	2.56	100%	1993	租赁	徐家汇
连锁百货	东方商厦南东店	4.2	母公司	1997	自有	南京路步行街
	东方商厦杨浦店	2.2	100%	2001.12	租赁	五角场

	东方商厦宁波店	1.5	90%	2006.1	自有	宁波
	东方商厦淮海路店	5.6	70%	1996	自有	淮海路
	东方商厦嘉定店	0.75	100%	2008.1	租赁	嘉定
	东方商厦青浦店		100%			青浦
	友谊商店	1.2	99%	1958		普陀
	虹桥友谊商城	1	99%	1994		长宁
	友谊商城南方店	0.8	99%	1998		闵行
OUTLETS	奥特莱斯名品折扣店	8	100%	2006.4.28	自有	青浦
	杭州奥特莱斯	7.5		2010.6.26	加盟	杭州下沙
老字号百货	永安百货	2.9	100%	1918	自有	南京路步行街
	妇女用品商店	0.68	母公司	1956	自有	淮海路
	上海时装商店	0.62	母公司	1960	租赁	南京路步行街
	第一百货商店	2.4	母公司	1953	自有	南京路步行街
	新一百商城	3.36	100%	2007.12	自有	南京路步行街
社区百货	中联商厦	0.51	50%	1993	自有	南京路步行街
	第一百货松江店	0.49	100%	1994	自有	松江
	华联普陀店	1.2	90%	2000.12	租赁	普陀
	华联张杨店	0.63	母公司	2003.9	自有	浦东
购物中心	浦东百联临沂购物中心	1.5	100%	2002.1	自有	浦东
	中环广场购物中心 (含东方商厦)	20	51%	2006.12	自有	普陀
	百联世贸国际广场	6.6	托管	2004.12	租赁	南京路步行街
	百联又一城购物中心	10.09	100%	2007.1.26	自有	五角场
	沈阳购物中心	10.42	100%	2008.1	自有	沈阳
	南桥购物中心	3.93	100%	2008.1.19	租赁	南汇
	南桥购物中心二期			2010.9		南汇
	金山百信购物中心	5.2	100%	2010		金山
	重庆南坪购物中心项目			2009	租赁	重庆
	友谊南方商城	14.7 (建面)	66%	1998		闵行
	百联西郊购物中心	8.25	75%	2004		长宁

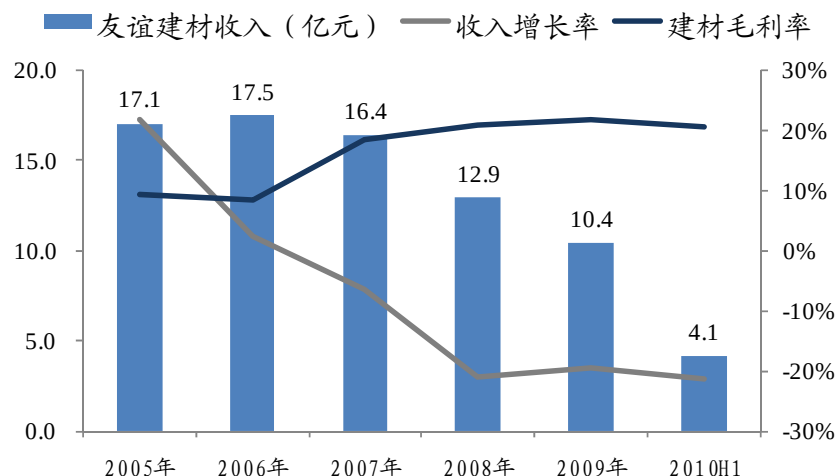
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

5. 其他业务及资产情况

5.1. 好美家建材超市

好美家这两年的业绩不佳，2009 年公司主动关闭了 11 家门店，由于一次性关店费用巨大，造成亏损 1.51 亿元。公司通过网点布局调整以及增加促销力度，2010 年上半年好美家微亏 739 万元，我们认为公司建材业务明年有望实现盈亏平衡，但受房地产市场因素影响，盈利难以大幅上升。

图 26: 友谊股份建材业务情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

5.2. 建配龙项目

百联股份 2007 年购买上海建配龙房地产有限公司 51%股权，另外 49% 股权由百联集团购得。该项目预计将提供可出售面积 10 万平方米，商铺整体出租面积 20 万平方米。该部分物业出售部分成本 1.2 万/平方米，出售部分单价预计 2.5 万/平方米，按照 51% 的权益比例，出售物业部分将产生收益 6.6 亿元；另物业出租部分预计每年产生投资收益 4000 万元/年，公司从短期和长期都将获得不菲的回报。

5.3. 股权投资

原友谊及原百联持有的股权投资资产主要有部分浦发银行、海通证券、申万证券、东方证券、上海国际信托及其他部分股权投资，如果不考虑申万、东方及上海信托的市值溢价，按照此次收购公告书披露，股权投资备考资产价值 31.8 亿元以及 8 亿银行理财产品。

表 6: 主要股权投资一览

证券代码	证券简称	最初投资成本	股权比例(%)	期末账面价值	会计核算科目	股份来源
600000	浦发银行	0.57	< 1%	8.25	可供出售金融资产	原友谊
600837	海通证券	3.00	5%以下	17.70	可供出售金融资产	原百联
	申万证券	0.13	5%以下	0.13	长期股权投资	原百联
	上海国际信托	0.15	5%以下	0.15	长期股权投资	原百联
	东方证券	0.19	5%以下	0.19	长期股权投资	原百联
	其他银行理财产品			13.25	持有至到期投资	原友谊

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

6. 重估价值提供安全边际

我们对公司旗下的自有商业物业，股权投资等资产进行了谨慎客观估值，得出新百联每股重估价值为 18.03 元，这为公司估价提供了安全边际。

表 7: 新百联重估价值一览

自有门店	重估价值 (亿元)	面积 (万平方米)	控股 比例	地理位置	假设重估价格 (万元/平米)
第一八佰伴	48.6	10.8	100%	浦东	4.5
东方商厦淮海店	17.6	5.6	70%	淮海路	4.5
第一百货商店	10.8	2.4	100%	南京路步行街	4.5
新一百商城	13.4	3.4	100%	南京路步行街	4
东方商厦南东店	18.9	4.2	100%	南京路步行街	4.5
妇女用品商店	3.1	0.7	100%	淮海路	4.5
永安百货	13.1	2.9	100%	南京路步行街	4.5
华联张杨店	2.8	0.6	100%	浦东	4.5
第一百货松江店	1.5	0.5	100%	松江	3
奥特莱斯直销广场	19.0	8.0	95%	青浦	2.5
东方商厦宁波店	1.4	1.5	90%	宁波	1
中联商厦	1.0	0.5	50%	南京路步行街	4
百联又一城购物中心	30.3	10.1	100%	五角场	3
中环广场购物中心	30.6	20.0	51%	普陀中环	3
沈阳购物中心	10.4	10.4	100%	沈阳	1
浦东华联购物中心	3.0	1.5	100%	浦东	2
金山购物中心	8.5	8.5	100%	金山	1
虹桥友谊商城	8.9	2.0	99%	长宁	4.5
南方商城	29.1	14.7	66%	闵行	3
西郊购物中心	13.1	5.8	75%	长宁	3
建配龙出租物业	25.5	20.0	51%		2.5
总计	310.52	134.08			
股权投资合计 2010H2	39.80				
联华超市权益市值	35.16		55.2%	总市值	74.42 亿 HKD
建配龙出售收益	6.60				
资产重估合计	392.08				
总负债-2010Q3	227.43				
流动资产-2010Q3	145.77				
总股本 (亿股)	17.22				
平均每股重估价值 (元)	18.03				

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

7. 后续资产注入预期

本次重组后,有效解决了友谊股份和百联股份之间同业竞争的问题,但百联集团下属的吉买盛、罗森等资产仍与新百联存在潜在的同业竞争矛盾,此次重组,百联集团承诺授予新百联相应资产的优先购买权,我们预期百联集团将在合适的时机根据华联吉买盛的市场价值和商业惯例按适当方式注入联华超市。

- ✓ 吉买盛——百联集团直接拥有其 40% 的股东权益,通过百联(香港)有限公司间接收购了其 60% 股权,相关收购手续完成后将直接和间接拥有 100% 股东权益,2009 年营业收入 18.8 亿元,实现净利润 2081 万元。
- ✓ 罗森——百联集团持有 51% 的股权,2009 年营业收入 4.68 亿元,

实现净利润 40.18 万元。

8. 盈利预测及投资评级

主要假设——

- 原友谊股份超市业务（联华超市）2010/2011 年收入增长 10%/6%，毛利率维持在 20.6%；
- 原百联股份百货业务 2010/2011 年收入增长 22%/16%，毛利率分别为 21.5%/21.5%；
- 2010 年，百联的主力百货门店中，青浦奥特莱斯净利润增长 80%；又一城处于高速增长期，净利润增长 70%；中环购物中心今年扭亏，盈利增长迅速；其他成熟门店如第一八佰伴，东方商厦徐汇店净利润分别增长 10%及 15%。
- 建配龙出售部分物业将贡献收益 3 亿元；

2010 年原百联三季度出售 1800 万股东方证券股权，每股 8.06 元，获得投资收益 1.2 亿元，对应新百联 EPS0.07 元。不考虑未来出售海通证券等金融资产的非经常性损益，我们预计新百联 2010-2012 年营业收入分别为 437/487/535 亿元，同比分别增长 10%/11%/10%，实现净利润 11.5/12.9/15.5 亿元，对应 EPS0.67/0.75/0.90 元，同比增长 40%/11%/21%。

我们考虑新百联重组后在上海地区的商业龙头地位和规模效应所带来的议价优势，按照 2011 年主业每股收益给予目标价 26.25 元，对应重组后新百联 2011 年 35 倍市盈率，“增持”评级。

由于现在百联股份仍在独立上市交易，按照 0.861 的换股比例，我们认为百联股份目前合理价值为 22.6 元，仍然具有 36.6%的投资空间。

表 8：主要百货公司估值一览（截至 2010 年 12 月 14 日）

代码	简称	投资评级	收盘价	总市值	EPS			PE		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E
600859.SH	王府井	增持	50.96	213	0.92	1.18	1.50	55	43	34
000987.SZ	广州友谊	谨慎增持	28.28	102	0.79	0.86	1.11	36	33	25
002187.SZ	广百股份	谨慎增持	28.58	48	0.98	1.03	1.23	29	28	23
600729.SH	重庆百货	增持	48.38	99	0.77	1.40	1.81	63	35	27
600858.SH	银座股份	谨慎增持	27.26	79	0.41	0.94	1.25	66	29	22
600785.SH	新华百货	增持	32.06	67	0.92	1.16	1.43	35	28	22
600628.SH	新世界	增持	12.54	67	0.34	0.46	0.58	37	27	22
000417.SZ	合肥百货	增持	19.54	94	0.42	0.53	0.67	47	37	29
000501.SZ	鄂武商 A	增持	18.70	95	0.47	0.57	0.80	40	33	23
600828.SH	成商集团	谨慎增持	19.91	73	0.35	0.39	0.68	57	51	29
600694.SH	大商股份	中性	51.89	152	-0.40	0.50	1.00	-131	104	52
002277.SZ	友阿股份	中性	25.26	88	0.43	0.53	0.66	59	48	38
600280.SH	南京中商	增持	29.59	42	0.30	0.50	1.35	99	59	22
600778.SH	友好集团	增持	15.46	48	0.19	0.40	0.55	80	38	28
000516.SZ	开元控股	谨慎增持	6.26	45	0.11	0.22	0.20	58	28	31
600693.SH	东百集团	增持	12.74	44	0.24	0.38	0.64	53	34	20

002419.SZ	天虹商场	增持	51.30	205	0.89	1.23	1.67	58	42	31
000564.SZ	西安民生	增持	8.43	26	0.16	0.21	0.26	53	40	32
平均								44	40	28

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		