

百联股份 (600827.SH)

上海国资控股商业标的，业态分布合理物业价值丰厚

● 公司为上海国资委旗下优质商业资产，改革走在行业前列

公司为上海国资大股东百联集团旗下的核心商业资产，国内零售行业商业龙头。自 2011 年合并重组以来，公司通过股权转让、置换等方式不断调整优化资产结构，目前已基本完成集团优质零售资产的整合注入。16 年末子公司联华超市引入阿里系资本，有助于加快线上线下零售融合，实现“互联网+全渠道”战略布局。

● 主业营收略有下滑，业态分布合理

受宏观经济下行、需求不振、电商冲击等因素影响，公司主业略有下滑。16 年前 3 季度，公司实现营业收入 355.06 亿元 (-3.96%)。其中综合百货和购物中心受大规模门店改造影响收入分别下滑 25.07%、15.97%，而奥特莱斯收入同比增长 7.99%。随着核心商圈门店转型改造的陆续完成，以及行业回暖 17 年业绩有望迎来反转。百货业态中，奥特莱斯和购物中心收入和毛利占比 2/3，为未来红利业态，业态布局合理有利于公司业绩稳健增长。

● 多元化零售集团资产丰富，自有物业价值突出

公司作为经营悠久的零售商业龙头，多年来深耕华东市场，在规模、网点资源和品牌方面已形成显著的区域性优势。截止 2015 年末，公司不含联华加盟店的门店数量已达 1702 个，总经营面积达 614.11 万平。自有物业门店 44 个，建筑面积达 193.26 万平，其中 2/3 位于上海地区。公司下属门店大多在城市核心商圈，地理位置优越，此轮上海房价也带动公司物业价值抬升。

● 盈利预测及投资建议

百联股份为上海国资大股东百联集团辖下的核心企业，国内零售连锁行业的商业龙头。主要投资要点如下：(1) 历史上来看公司无论是国改还是战投引入均走在前列。(2) 业态分布合理，购物中心及奥特莱斯占比较高，符合未来消费趋势。(3) 自有物业主要分布在上海地区，随着此类地产价格上涨公司价值也相应抬升。2015 年年报显示公司自有物业面积超过 193 万方（其中上海地区占比 67%）。(4) 受益于汇率、地产降温等因素影响，可选消费呈现回暖趋势，公司有望受益。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.57 元、0.60 元、0.63 元，首次覆盖给予买入评级。

● **风险提示：** 电商冲击超市业态、国企改革低于预期、内部管控低效导致费用较高、业态调整不成功、汇率波动影响国内可选消费；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	51,164.20	49,218.16	47,646.57	48,599.50	49,571.49
增长率(%)	-1.47%	-3.80%	-3.19%	2.00%	2.00%
EBITDA(百万元)	2,140.06	2,025.95	1,881.34	2,016.37	2,194.68
净利润(百万元)	1,046.38	1,275.46	1,008.52	1,073.28	1,119.38
增长率(%)	1.02%	21.89%	-20.93%	6.42%	4.30%
EPS(元/股)	0.607	0.740	0.565	0.602	0.627
市盈率(P/E)	29.45	24.13	26.68	25.07	24.04
市净率(P/B)	1.91	2.00	1.64	1.54	1.44
EV/EBITDA	8.87	9.93	7.93	6.93	5.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

16.20 元

报告日期

2017-02-20

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,784/1,543
流通 A 股市值(百万元)	28,904
每股净资产(元)	8.79
资产负债率(%)	54.27
一年内最高/最低(元)	16.20/11.90

相对市场表现



分析师：洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：倪华 S0260516080004



021-60750625



nihua@gf.com.cn

相关研究：

友谊股份(600827.sh)：资产收购和吸收合并提升公司价值	2010-11-04
友谊股份年度分析报告：07 年恢复性增长趋势基本确认	2007-04-20
G 友谊中报点评	2006-08-15

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、百联股份为上海国资核心商业资产，改革走在前列	5
1. 公司为上海市国资委旗下核心商业资产	5
2. 上海国企改革文件频出，公司改革走在前列	7
二、主业改善潜力大，关注门店转型及核心业态发展	9
1. 商业主业略有下滑，未来有望受益可选消费回暖	9
2. 租金及人工成本上升，费用管控能力待加强	13
三、多元化零售集团资产丰富，自有物业价值突出	15
1. 自有物业多分布在上海地区	15
2. 公司核心业态典型门店情况	18
四、盈利预测及投资建议	23
风险提示	24

图表索引

图 1: 百联股份发展历程	5
图 2: 百联股份实际控制人及股权结构 (截止 2016Q3)	6
图 3: 百联集团成员企业 (二级成员)	6
图 4: 12 年-16 年 Q3 营业收入及增速	9
图 5: 12 年-16 年 Q3 归母净利润及增速	9
图 6: 2015 年各地区平效情况	10
图 7: 2015 年各业态分经营模式收入 (亿元)	10
图 8: 2015 年分经营模式营业收入及毛利率	10
图 9: 分业态营业收入情况 (单位: 亿元)	11
图 10: 连锁百货业务营业收入变化 (单位: 亿元)	11
图 11: 连锁超市业务营业收入变化 (单位: 亿元)	12
图 12: 分业态毛利率情况 (单位: %)	12
图 13: 16Q3 连锁百货业务营收分布 (单位: 亿元)	12
图 14: 16Q3 连锁百货业务毛利分布 (单位: 亿元)	12
图 15: 2015 年各业态坪效情况	13
图 16: 同行业百货及超市业态坪效对比 (2015)	13
图 17: 2015 年销售费用构成 (百万元)	13
图 18: 2015 年管理费用构成 (百万元)	13
图 19: 14 年-16H1 各项费用率 (%)	14
图 20: 销售及管理费用率 (%) 同行业对比 (2015)	15
图 21: 分区域门店分布情况 (截止 2015 年末)	17
图 22: 分业态门店分布情况 (截止 2015 年末)	17
图 23: 华东地区自有物业主要分布在上海地区	17
图 24: 上海地区自有物业面积占比达到 2/3	17
图 25: 第一八佰伴位于浦东新区陆家嘴核心商圈	19
图 26: 上海第一八佰伴改造后门店内景	19
图 27: 百联奥特莱斯青浦店交通位置优越	20
图 28: 百联奥特莱斯上海青浦店远景	20
图 29: 百联又一城位于五角场商圈核心地带	20
图 30: 上海百联又一城购物中心	20
图 31: 连锁百货业态典型门店净利润 (单位: 万元)	21
图 32: 联华超市分业态门店数量 (截止 16 年 H1)	21
图 33: 联华超市门店区域分布情况	21
图 34: 联华超市 2011-2016H1 营业收入	22
图 35: 联华超市 2011-2016H1 净利润	22
图 36: 联华超市股权结构 (截止 16 年末)	22
图 37: 可比公司 PE (TTM) 估值情况 (数据日期为 17 年 2 月 20 日)	24
表 1: 2016Q3 十大股东情况	5

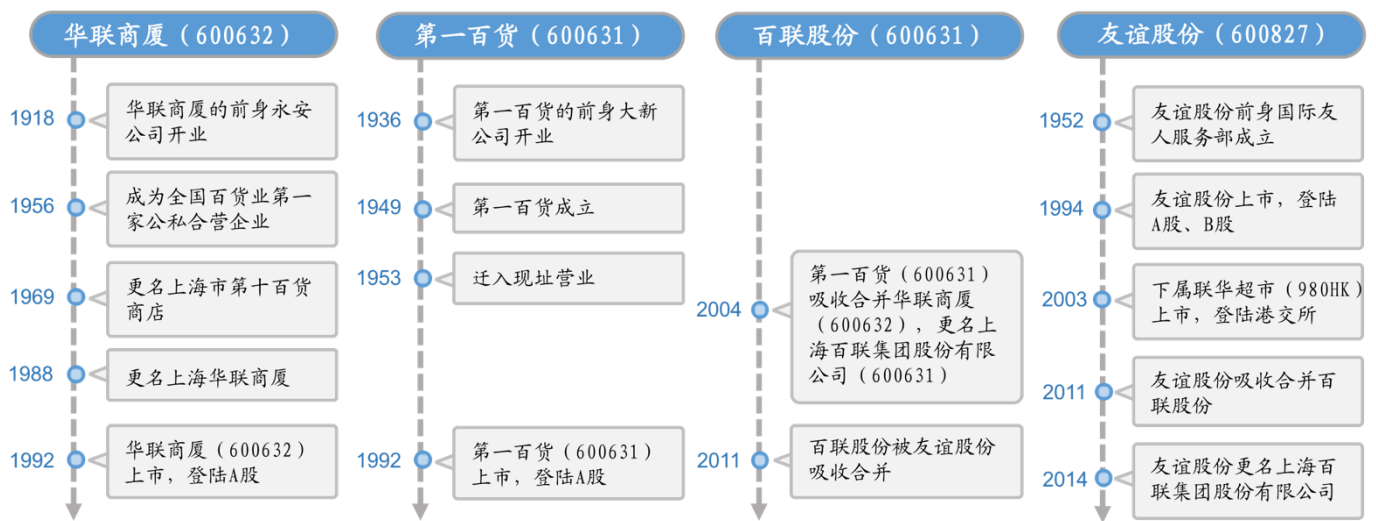
表 2: 上海市国企改革历程.....	7
表 3: 百联股份资产收购、出售相关事件梳理	8
表 4: 分区域营业收入情况.....	9
表 5: 分区域毛利率情况	10
表 6: 14 年-16H1 各项费用及变化.....	14
表 7: 14-16 年 H1 销售及管理费用分拆	15
表 8: 截止 2015 年末公司已开业门店分布情况.....	16
表 9: 百联股份部分自有物业情况 (截止 2015 年末)	17
表 10: 易果生鲜三大业务板块	23

一、百联股份为上海国资核心商业资产，改革走在前列

1. 公司为上海市国资委旗下核心商业资产

百联股份为上海国资大股东百联集团辖下的核心企业，国内零售连锁行业的商业龙头。历史上公司经历了几次集团资产整合，2011年7月，百联集团旗下上市公司友谊股份向母公司发行股份购买其持有的第一八佰伴36%股权和百联投资100%股权，同时以新增股份换股吸收合并原百联股份（A股代码为600631），重组后的友谊股份于2014年8月更名为百联股份。

图1：百联股份发展历程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

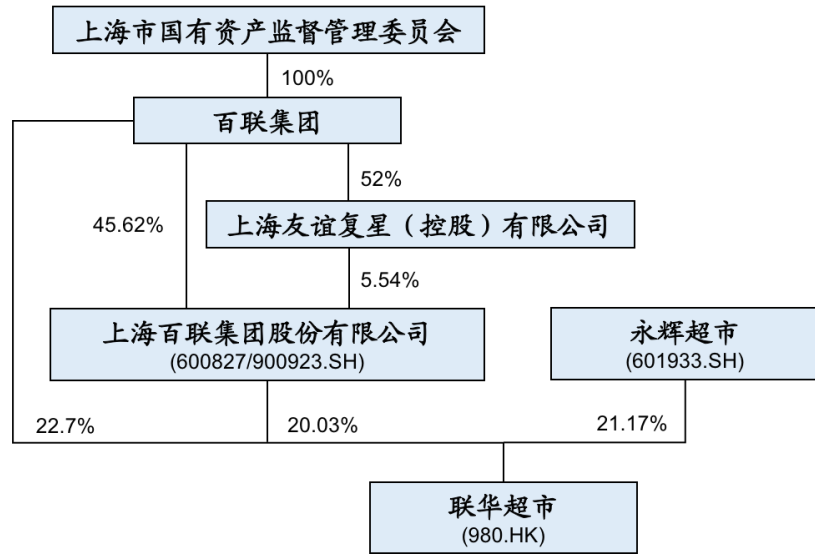
截止2016年3季度，百联集团有限公司（百联集团）及其控股子公司上海友谊复星（控股）有限公司合计持有公司91,287万股股份，占公司总股本的51.16%，百联集团为公司控股股东，上海市国资委为公司实际控制人。

表 1：2016Q3 十大股东情况

股东名称	持股数量 (万股)	占比(%)
百联集团有限公司	81,395	45.62%
上海友谊复星(控股)有限公司	9,892	5.54%
全国社保基金一零三组合	3,100	1.74%
中央汇金资产管理有限责任公司	2,056	1.15%
中国工商银行股份有限公司-中证上海国企交易型开放式指数证券投资基金	1,534	0.86%
BILL & MELINDA GATES FOUNDATION TRUST	1,296	0.73%
中国证券金融股份有限公司	1,100	0.62%
前海人寿保险股份有限公司-海利年年	1,060	0.59%
中国农业银行股份有限公司-富国中证国有企业改革指数分级证券投资基金	1,005	0.56%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	927	0.52%
总股本	178,417	

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2：百联股份实际控制人及股权结构（截止2016Q3）

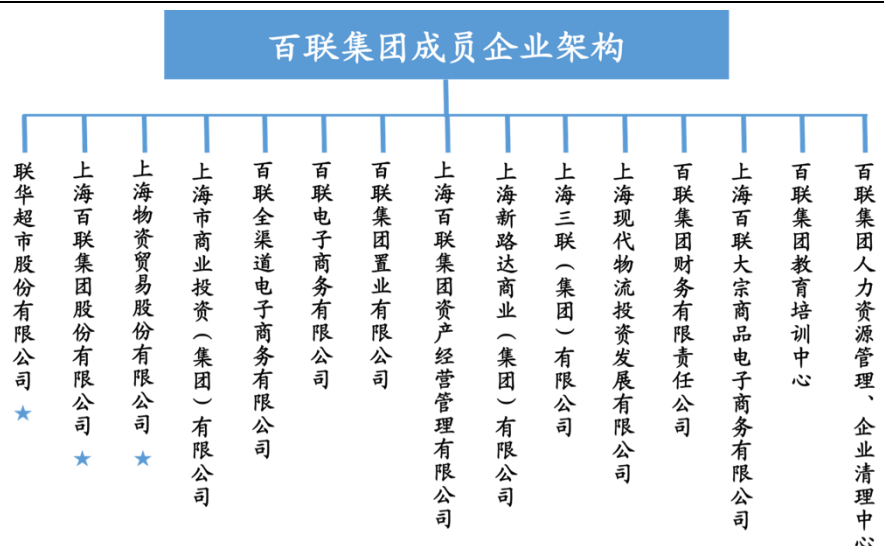


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心。

注：永辉超市已于2016年12月28日将其所持有的联华超市全部21.17%股权转让给上海易果。

公司大股东百联集团为上海市国资委全资拥有的大型国有重点企业，由原上海一百集团、华联集团、友谊集团、物资集团合并组建而成，于2003年4月挂牌成立。目前控股百联股份（A、B股）、联华超市（H股）、上海物贸（A、B股）、第一医药（A股）、复旦微电子（H股）、华岭股份6家境内外上市公司，拥有连接全国20多个省市近7000家经营网点，从业员工近25万，是我国最大的国有商贸流通产业集群。截止2015年末，集团资产规模达到891亿元，净资产为312亿元。

图3：百联集团成员企业（二级成员）



数据来源：百联集团官网、广发证券发展研究中心

注：标星为上市公司。

目前，百联股份经营商业面积超600万平方米，经营网点近4000家，覆盖全国20多个省市。公司以百货商店、连锁超市、购物中心、奥特莱斯为核心业务，集团

控股香港上市的联华超市股份有限公司、上海三联集团有限公司。旗下拥有一批享誉国内外的知名企业，年营业收入近500亿元。截止2016年3季度，公司资产规模达447亿元，净资产达165亿元，在同行业中遥遥领先。

2. 上海国企改革文件频出，公司改革走在前列

近年来，上海市国资体系改革一直走在全国前列，多项政府文件陆续出台。2013年“上海国资国企改革20条”出台要求对国资企业实施分类管理，百联股份和东浩兰生、东方国际等集团被归为竞争类企业。2016年8月，《上海市人民政府关于本市推进供给侧结构性改革的意见》提出，要推动具备条件的国有企业集团整体上市或核心业务资产上市，完善国有企业激励约束机制。12月的中央经济工作会议明确指出“混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，迈出实施性步伐”。

表 2: 上海市国企改革历程

时间	政策文件	内容
2013/12/7	《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》(即“上海国资国企改革 20 条”)	1、实施分类管理。 竞争类企业、功能类企业、公共服务类企业，逐步实现差异化管理。其中竞争类占主体，共计 33 家， 东浩兰生、百联股份、东方国际等集团被归为竞争类。 2、引入上市公司 股权激励 ，全面推行国有企业领导人员任期制契约化管理；合理提高市场化选聘比例；符合条件的国有控股上市公司可实施股权激励或激励基金计划等。 3、启动 国有资本管理平台实质性运转 ，数量在 1-2 家。
2014/7/7	《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》	提出推进国有企业公司制股份制改革、优化国有企业股权比例结构、开放性市场化双向联合重组、实施股权激励和员工持股等改革。
2015/1/15	启动国资流动平台：上海国盛集团、上海国际集团	由信达资管、上海国资经营有限公司联手发起成立信达国鑫国企混合所有制改革(上海)促进基金，基金总规模 200 亿元；实质性 启动国资流动平台：上海国盛集团、上海国际集团 。其中上海国盛集团主要以产业集团股权为主，上海国际集团将包含金融及产业集团的股权。
2015/6/1	浦东国资国企改革“18 条”	确定五项重大改革任务：一是优化国资布局，服务自贸区与科创中心建设；二是强化分类监管，实施分类改革；三是实施大集团战略；四是进一步优化激励机制；五是构建以官资本为主的国资监管体系。
2016/1/22	《本市国有企业混合所有制改制操作指引(试行)》(沪国资委改革(2016)26 号)	明确混改的 一般流程、改制决策、审计评估、产权交易等 。市属国有及国有控股企业，通过股权转让、增资扩股、合并、股权出资新设等方式，引入集体、非公有资本进行混合所有制改制，适用本指引。
2016/8/5	《上海市人民政府关于本市推进供给侧结构性改革的意见》	推动具备条件的国有企业集团 整体上市或核心业务资产上市 ； 实施分类激励制度：1) 整体上市公司，探索员工或核心骨干持股；2) 国有控股上市公司，实施股权激励或激励基金计划；3) 国有及国有控股的转制科研院所、高新技术企业，实施股权和分红激励等； 其中第七条重点提出： 深入推进国资结构调整和布局优化，积极推动混合所有制经济发展。包括 1) 推进国资与产业联动调整，以资本为纽带推动企业纵向整合与横向联动，提高国有资本配置和运营效率。2) 完善国有企业激励约束机制。3) 优化非公有制经济发展环境。

2017/1/18	《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》	试点条件主要包括：1) 充分竞争行业和领域的竞争类企业；2) 市属一级企业暂不展开；3) 90%以上收入来自以及企业的外部市场；4) 董事会中有非公有资本股东推荐的董事；5) 科研院所、高新技术企业及科技服务型企优先试行。首批推广 5-10 家。
-----------	-----------------------------------	---

数据来源：上海市国资委、上海市政府、广发证券发展研究中心

百联股份自2011年合并重组以来，已通过股权转让、资产置换等方式不断调整优化资产结构，加强资源整合，提升主业竞争力。

2015年3月，公司通过股权出售方式剥离了经营效益不佳的连锁建材业务，从而专注零售主业，提高持续盈利能力。同年，将联华超市14%股权与控股股东百联集团持有的三联集团40%股权进行了资产置换，盈利能力更强的三联集团资产被纳入上市公司体系，进一步消除了同业竞争，并完善了公司百货类板块的业态和布局。

2016年6月，公司通过非公开发行股份方式收购了百联集团持有的百联中环49%股权及崇明购物中心51%股权，对百联中环的持股比例上升至100%，同时将崇明购物中心项目纳入合并报表范围，解决了潜在同业竞争。

2017年1月，通过收购子公司友谊百货10%剩余股权，进一步加强了对旗下零售资产的控制权。截至目前，除了华联吉买盛和上海新路达（集团）商业有限公司等由于手续原因未注入上市公司，百联股份已完成集团旗下主要优质零售资产的整合，基本解决了集团内部同业竞争的问题。

表 3：百联股份资产收购、出售相关事件梳理

时间	事件
2017.1	收购关联方好美家持有的子公司友谊百货 10% 剩余股权，同时友谊百货收购好美家持有的长宁友谊百货 5% 股权。
2016.12	永辉超市将其所持有的联华超市全部 21.17% 股权转让给上海易果，收购价格 7.34 亿元。
2016.11	拟将所持有的上海百联商业品牌投资有限公司 49% 股权转让给百联集团。
2016.6	百联集团以上海百联中环购物广场有限公司 49% 股权及百联集团上海崇明新城商业发展有限公司 51% 股权认购公司非公开发行的 61,672,365 股股份，定增底价 15.03 元。
2015.12	将子公司联华超市 14% 股权及中山东二路房产，与百联集团所持有的上海三联集团 40% 股权实施资产置换，差额部分以现金方式补足。同时百联集团将其持有的三联集团 17% 股权委托公司进行管理。三联集团纳入公司合并报表范围。
2015.10	拟向特定对象非公开发行 A 股股票，发行对象包括百联集团、珠海沐珊、国开金融、上海并购投资基金、上海净涌投资在内的五名特定投资者，定增底价 15.03 元。
2015.9	向永辉超市出售全资子公司百青投资持有的联华超市 21.17% 股权，同时与百联集团签订托管协议，托管其持有的联华超市 22.7% 股权，保证公司对联华超市的控制权稳定。
2015.6	拟与王府井、利丰贸易设立合资公司，实现资源共享，优化供应链，推进自营品牌建设。
2015.3	将所持有的好美家装潢建材有限公司 90% 股权以 4.5 亿元交易价格转让给百联集团。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司还积极尝试推进混合所有制改革，引入市场化机制提升经营效率。2015年4月，公司公告拟以定增方式引入珠海沐珊、国开金融、上海并购基金、上海净涌投资等4家背景雄厚、资本市场经验丰富的战略投资者。尽管后续定增方案未能全部实施完成，该尝试仍表明了公司积极推进混改的决心。

15年下半年，公司及子公司联华超市宣布与永辉超市、武汉中百开展战略合作，

加强供应链管理和全渠道建设。9月，永辉超市收购了联华超市21.17%股权，成为联华超市第二大股东。公司拟通过引入生鲜超市龙头的管理经验来改善超市的盈利水平。16年末，上海易果受让永辉超市持有的联华超市全部股权。通过引入电商基因更强的阿里系公司为股东，有助于联华超市加快线上线下零售融合，实现公司“互联网+全渠道”的战略转型。

无论是主业聚焦还是战投引入百联股份均走在国企改革的前列。

二、主业改善潜力大，关注门店转型及核心业态发展

1. 商业主业略有下滑，未来有望受益可选消费回暖

受宏观经济下行、需求不振、电商冲击等因素影响，公司自2014年起营业收入增长面临一定压力，15年实现收入492亿（-3.80%）。16年前三季度实现收入355亿（-3.96%）。由于公司15年1季度向控股股东百联集团出售了好美家装潢建材90%股权，实现投资收益3.75亿元，15年归母净利润增幅显著，达到21.89%，受此影响16年前三季度归母净利下滑37.78%。

图 4：12 年-16 年 Q3 营业收入及增速

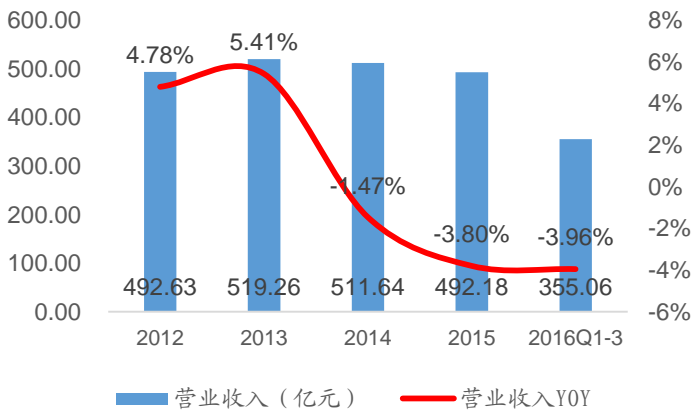
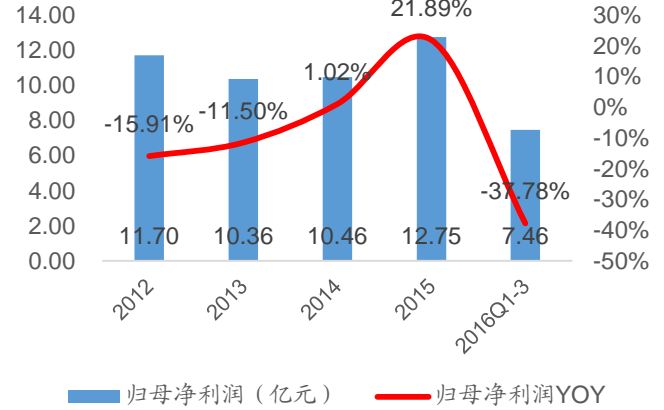


图 5：12 年-16 年 Q3 归母净利润及增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(1) 分区域来看：2015年除华北地区收入增长外，其余地区营收均表现出不同程度的下滑，合计营收下降了6.71%。16年前三季度，华东、华中、华南地区的营业收入降幅略有收窄，华北和华西地区下滑程度进一步加大。公司主要布局上海及长三角地区，营业收入中超过90%来自华东地区，为业务发展的重点区域。16年前三季度，公司合计营收降幅收窄了1.5个百分点。

表 4：分区域营业收入情况

营业收入 (亿元)	2013	2014	2015	2015 收入增速	15Q1-3	16Q1-3	16Q1-3 收入增速
华东地区	483.83	469.97	438.82	-6.63%	334.85	321.54	-3.97%
华中地区	4.73	14.29	10.45	-26.88%	10.91	8.81	-19.28%
华北地区	12.69	11.79	14.85	25.91%	4.20	2.99	-28.80%
华南地区	14.02	12.16	10.46	-14.01%	7.50	6.69	-10.74%
华西地区	3.98	3.43	2.74	-20.26%	2.22	1.40	-36.81%

东北地区	0.00	0.00	0.00	/	3.82	3.12	-18.41%
合计	519.26	511.64	477.31	-6.71%	363.50	344.55	-5.21%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

各区域毛利率也有所下滑。16年前3季度，除华北地区毛利率略有上升之外，其余区域毛利率均呈现下滑趋势，其中华中地区下滑最为明显，主要经营地华东地区的毛利率同比下降1.53%，整体毛利率下滑了2.02个百分点。

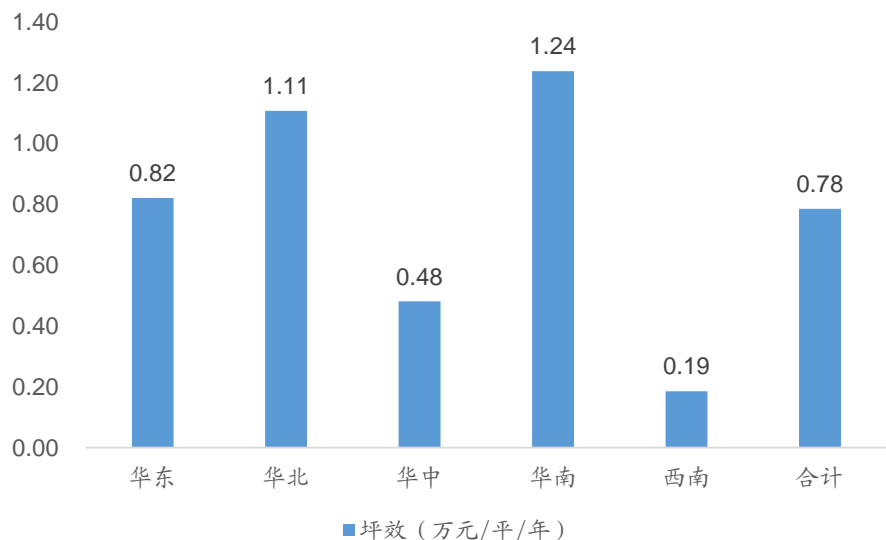
表 5：分区域毛利率情况

毛利率(%)	2015Q1-3	2016Q1-3	毛利率变化 (pp)
华东地区	22.14	20.61	-1.53
华中地区	27.18	11.60	-15.58
华北地区	21.66	22.98	1.32
华南地区	19.76	12.77	-6.99
华西地区	33.54	29.52	-4.02
东北地区	29.24	29.05	-0.19
合计	22.38	20.36	-2.02

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2015年各区域平效来看，华南地区平效最高为1.24万元，华北地区次之。华东地区为0.82万元，主要因为购物中心业态占比最高拉低了平效，而西南、华中等业务刚起步地区平效略低。公司总体平效达到0.78万元/平米/年。

图 6：2015年各地区平效情况

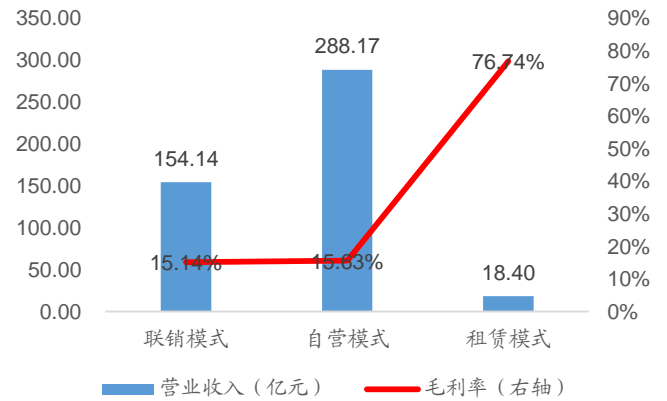
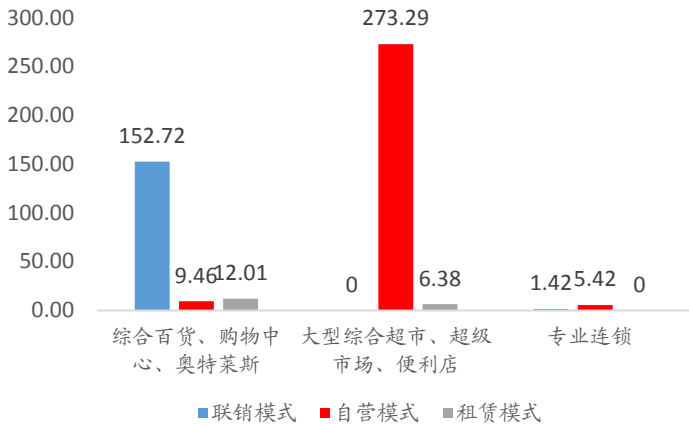


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(2) 分经营模式来看：公司的零售经营主要采取联营、自营和租赁三种模式。其中，自营模式主要为大型综合超市、超级市场、便利店等连锁超市业务采用，15年收入达到288.17亿元。联销和租赁模式主要为连锁百货业务采用，15年联销模式收入为154.14亿元，租赁模式收入达到18.40亿元。此外，自营和联销15年毛利率分别为15.63%、15.14%。租赁模式毛利率最高，达到76.74%。

图 7：2015 年各业态分经营模式收入 (亿元)

图 8：2015 年分经营模式营业收入及毛利率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

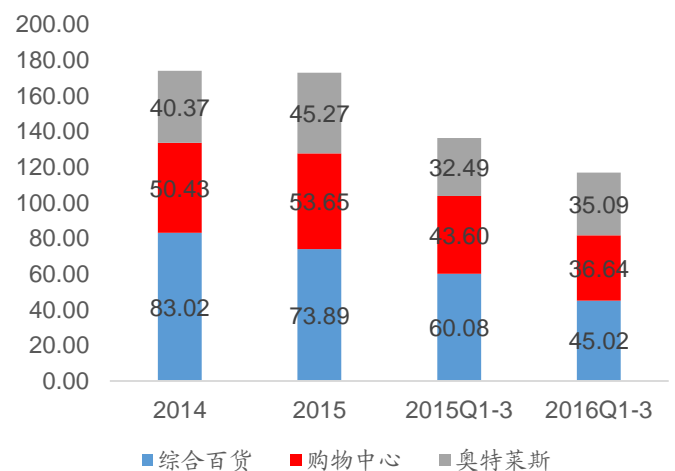
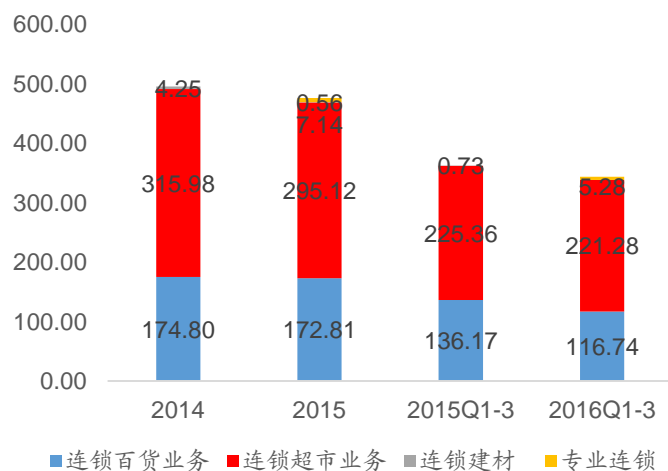
(3) 分业态来看百货超市业态为主

收入端: 综合百货业务15年实现营业收入73.89亿元, 较14年的83.02亿元下滑约11%。16年前3季度, 受第一八佰伴、东方商厦(旗舰店)等主力门店大规模改造影响, 综合百货营收下滑25.07%, 随着改造结束未来收入端有望继续回升。而奥特莱斯、购物中心15年营业收入分别增长12.14%和6.39%。16年前3季度, 奥特莱斯的营业收入为35.06亿(+7.99%), 购物中心同样受门店调整影响, 16年业绩同比也有下滑。

受电商冲击超级市场的收入降幅较为明显, 15年和16年前3季度分别下降了8.86%, 5.48%, 而便利店16年前3季度的收入达16.32亿元, 同比出现了2.89%的增长。

图9: 分业态营业收入情况 (单位: 亿元)

图10: 连锁百货业务营业收入变化 (单位: 亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

16年以来, 公司各业态毛利均出现一定程度下滑。随着第一八佰伴、徐家汇商圈、东方商厦(旗舰店)等核心商圈门店转型改造的陆续完成, 公司17年百货类业务的营收及盈利水平有望得到进一步提升。而通过调整优化超市门店、推进自营品牌发展, 上下游合作加强供应链管理、做强生鲜经营等盈利模式改革, 未来连锁超市的盈利水平也存在增长潜力。

毛利率：专业连锁毛利率最高（30%以上），但业务占比较低。百货类业务中奥特莱斯毛利率最低，购物中心毛利率次之（25%~30%之间）。连锁超市各业态的毛利率则比较接近（20%左右），其中便利店最高（21%以上）。

图 11：连锁超市业务营业收入变化（单位：亿元）

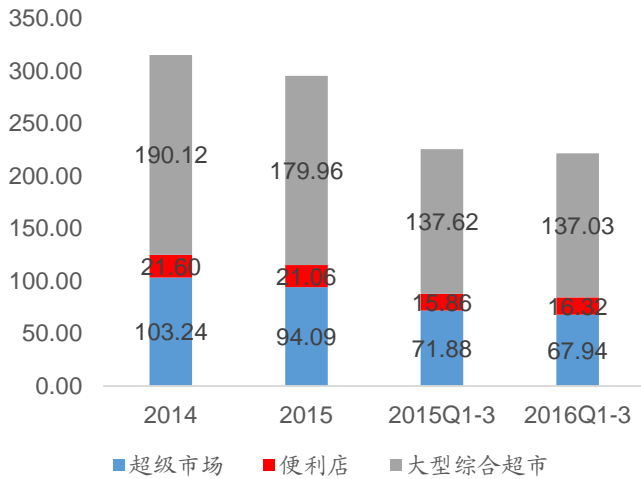
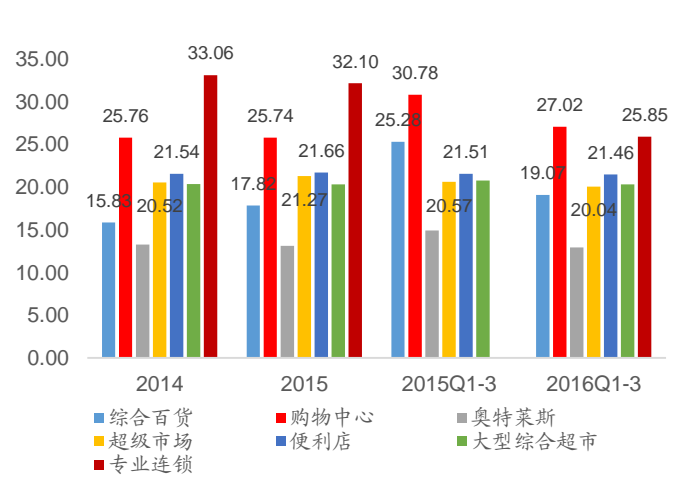


图 12：分业态毛利率情况（单位：%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心。注：公司已于15年3月将连锁建材业务剥离，不在图中分析。

核心业态奥特莱斯、购物中心占比较高：奥特莱斯和购物中心的营业收入总和在百货类业务中的占比已超过2/3，贡献的毛利合计占比达到63%，从行业发展趋势来看，购物中心和奥特莱斯为符合消费者新线下需求的红利业态，合理的业态结构有利于提升公司未来的盈利能力。16年公司新建了百联嘉定购物中心，并于年末开业了济南奥特莱斯广场。未来还将推进更多核心业态重点项目落地，并积极探索打造奥特莱斯综合体模式，突出社区型购物中心发展。

图 13：16Q3 连锁百货业务营收分布（单位：亿元）

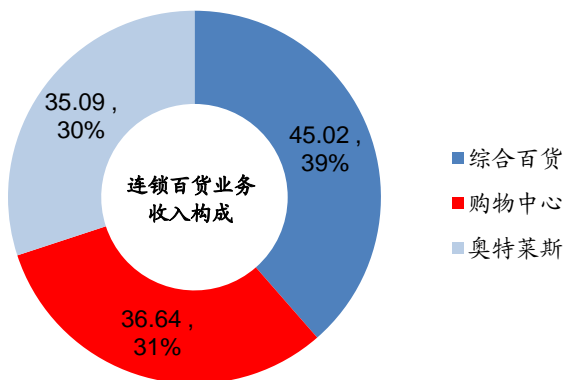
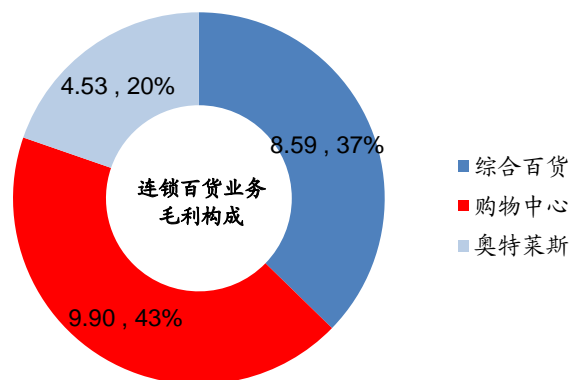


图 14：16Q3 连锁百货业务毛利分布（单位：亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

平效：专业连锁的平效最高，达到4.85万元。百货类业态中，综合百货平效最高，为1.22万元，奥特莱斯次之为1.12万元，购物中心平效为0.34万（主要由于服务类业态占比较高，一般以租金收入确认而非销售额确认）。公司连锁超市业态的整体平效高于百货类业态，其中便利店、超市市场、大型连锁超市的平效分别为4.24万元、2.30万元、1.14万元。

对比2015年同行业中拥有百货及超市业态公司的平效情况，百联股份超市类业

务受益于便利店业态，平效高于可比公司。百货类业务的坪效在行业中仍然领先，主要是由于购物中心拉低了整体百货业务平效。

图 15: 2015 年各业态坪效情况

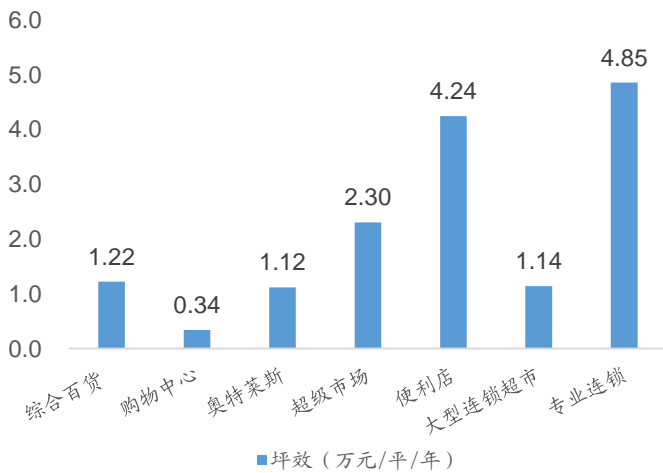
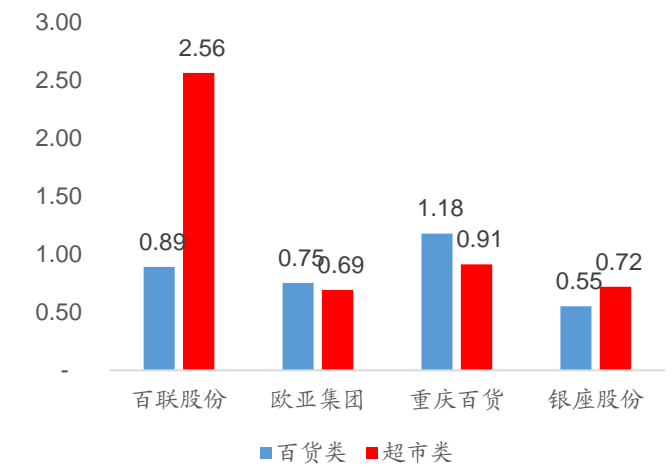


图 16: 同行业百货及超市业态坪效对比 (2015)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

2. 租金及人工成本上升, 费用管控能力待加强

从费用结构来看, 公司的销售费用和管理费用由人工、租金、水电和折旧摊销和其他费用构成。其中, 销售费用主要来自人工和租金费用, 15年人工和租金占销售费用的比重分别为40%和24%, 而管理费用主要来自人工费用 (占比48%)。

图 17: 2015 年销售费用构成 (百万元)

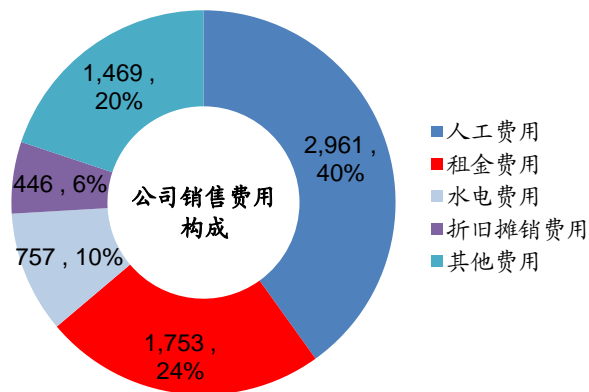
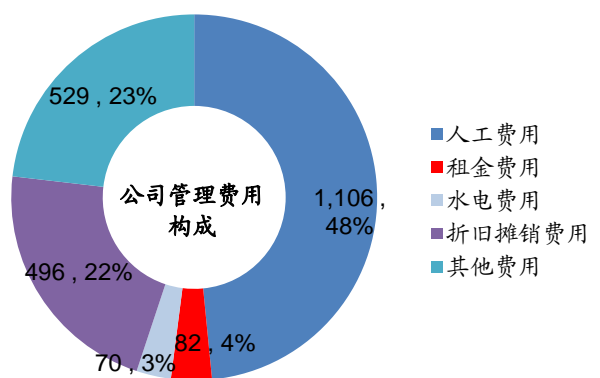


图 18: 2015 年管理费用构成 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

从各项费用及费用率变化来看, 2015年各项费用占营收比重均有所上升, 人工费用率和租金费用率增长幅度较为明显。14年和15年公司的总人工费用分别为41.0亿元和40.7亿元, 人工费用支出减少, 但人工费用率从7.89%上升至8.26%。租金费用15年为18.35亿元, 较去年同期增长了0.98%, 租金费用率上升至3.73%。16年上半年, 人工费用支出同比继续减少, 但人工费用率上升0.1%, 租金费用率同比则稍有回落, 显示费用管控能力有所提升。

受租金和用工成本上涨的影响, 公司2015年销售费用率和管理费用率分别为

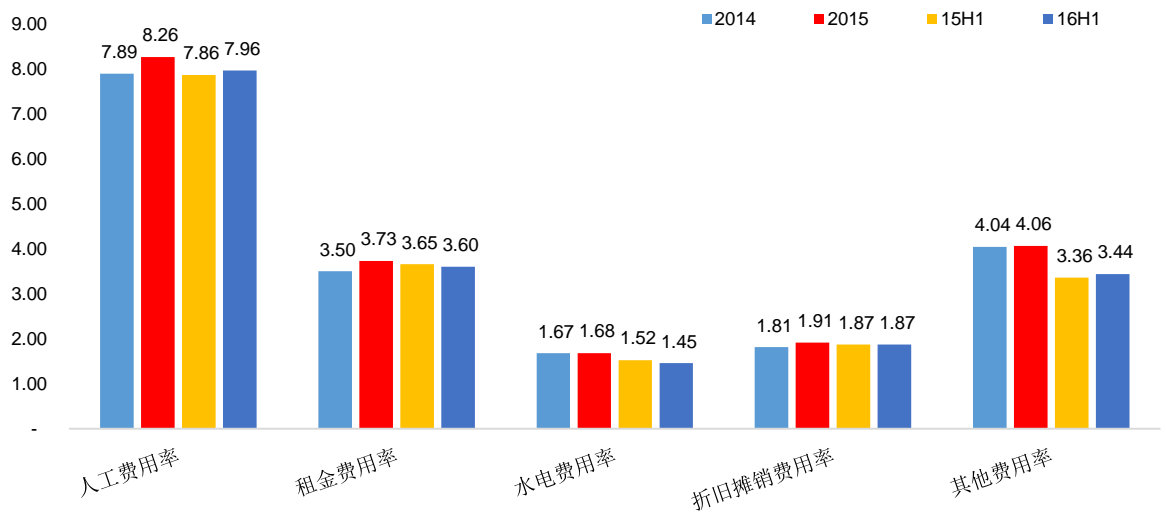
15.01%和4.64%，较去年同期分别增加0.38和0.36个百分点，高于同行业平均水平。
16年上半年销售费用率低于15年末水平，但仍高于行业均值（销售管理费用率高出行业平均4个百分点），管理费用率则有所回落。主要面临营收及毛利下滑带来的压力，公司在费用管控方面仍有待加强。

表 6: 14 年-16H1 各项费用及变化

(单位: 百万元)	各项费用						各项费用占比营收(%)					
	2014	2015	15年 增速	15H1	16H1	16H1 增速	2014	2015	15年 变化	15H1	16H1	16H1 变化
人工费用	4,100	4,067	-0.79%	2,028	2,002	-1.33%	7.89	8.26	0.37	7.86	7.96	0.10
租金费用	1,817	1,835	0.98%	943	905	-3.99%	3.50	3.73	0.23	3.65	3.60	-0.05
水电费用	870	826	-4.98%	393	365	-7.11%	1.67	1.68	0.01	1.52	1.45	-0.07
折旧摊销	940	942	0.22%	482	469	-2.68%	1.81	1.91	0.10	1.87	1.87	0.00
其他费用	2,099	1,998	-4.83%	866	863	-0.31%	4.04	4.06	0.02	3.36	3.44	0.08
合计	9,826	9,669	-1.60%	4,712	4,604	-2.29%	18.91	19.64	0.73	18.27	18.32	0.05

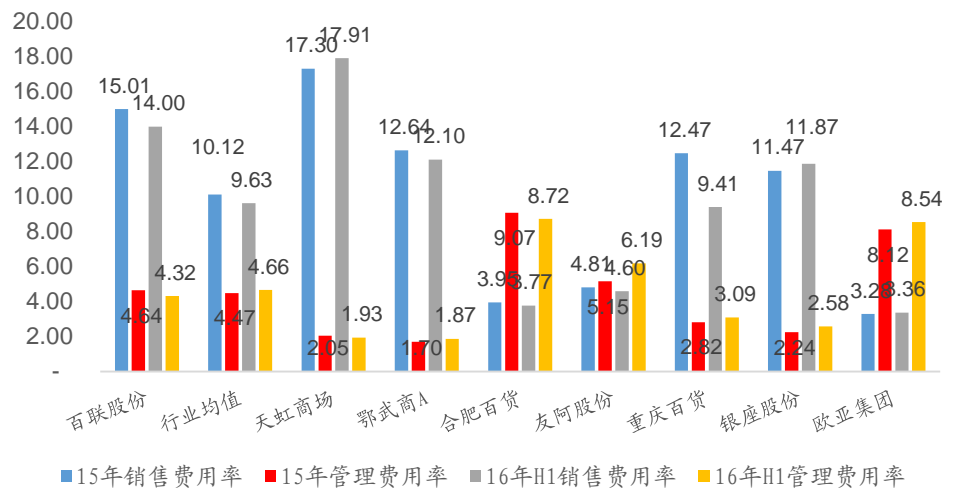
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 19: 14 年-16H1 各项费用率 (%)



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图20: 销售及管理费用率(%) 同行业对比 (2015)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表7: 14-16年H1销售及管理费用分拆

(单位: 百万 元)	销售费用		销售费用率		销售费用		销售费用率	
	2014	2015	2014	2015	2015H1	2016H1	2015H1	2016H1
人工费用	2,989	2,961	5.84%	6.20%	1,513	1,520	5.86%	6.05%
租金费用	1,752	1,753	3.42%	3.67%	897	871	3.48%	3.47%
水电费用	800	757	1.56%	1.59%	349	317	1.35%	1.26%
折旧摊销	500	446	0.98%	0.93%	210	178	0.81%	0.71%
其他费用	1,560	1,469	3.05%	3.08%	629	633	2.44%	2.52%
合计	7,601	7,387	14.63%	15.01%	3,597	3,519	13.94%	14.00%

(单位: 百万 元)	管理费用		管理费用率		管理费用		管理费用率	
	2014	2015	2014	2015	2015H1	2016H1	2015H1	2016H1
人工费用	1,110	1,106	2.17%	2.32%	515.79	481.93	2.00%	1.92%
租金费用	65	82	0.13%	0.17%	45.88	33.57	0.18%	0.13%
水电费用	70	70	0.14%	0.15%	44.60	48.46	0.17%	0.19%
折旧摊销	440	496	0.86%	1.04%	272.43	291.29	1.06%	1.16%
其他费用	539	529	1.05%	1.11%	237.26	230.37	0.92%	0.92%
合计	2,225	2,282	4.28%	4.64%	1,115.97	1,085.62	4.33%	4.32%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

三、多元化零售集团资产丰富，自有物业价值突出

1. 自有物业多分布在上海地区

公司作为国内零售行业的商业龙头，多年来围绕“立足上海，辐射长三角，面向全国”的总体规划，深耕华东地区市场，在规模、网点资源和品牌方面已经形成显著的区域性优势。截止2015年末，公司不含联华超市加盟店的总经营面积已达到

614.11万平，经营门店数量1702个（包含联华超市加盟店则将近4000家）。经营物业中自有物业门店44个，建筑面积达193.26万平。

从门店总体区域分布来看，公司网点目前主要分布在华东地区，且在上海地区拥有优势地位。15年末，公司在华东地区门店总数达到1297个，经营面积540.92万平，占比达到88%。

分业态来看，公司15年末拥有综合百货及购物中心门店数量合计40个，经营面积达217.49万平，且超过一半为自有或自有兼租赁门店；15年末已开业奥特莱斯4家，分别位于上海青浦、杭州下沙、武汉盘龙和江苏无锡。此外，15年下半年新增了百联奥特莱斯江苏南京店，建筑面积达9万平米，全部为自有物业。16年末在济南新开一家奥特莱斯广场，目前在全国共拥有6家连锁奥莱门店。联华超市直营店中，大型综合超市和超级市场门店总数合计达到748家，便利店817家，连锁超市经营面积合计占总物业建筑面积的一半以上。

表 8：截止 2015 年末公司已开业门店分布情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店		自有兼租赁门店	
		门店数量	建筑面积 (万平)	门店数量	建筑面积 (万平)	门店数	建筑面积 (万平)
华东区	综合百货	12	41.96	9	14.05	4	3.53
华东区	购物中心	7	81.91	4	49.56	1	2.32
华东区	奥特莱斯	3	31.34				
华东区	大型综合超市	6	12.00	130	177.40		
华东区	超级市场	8	1.62	505	118.62		
华东区	便利店			515	3.67		
华东区	专业连锁	2	1.66	91	1.28		
华北区	大型综合超市			5	12.85		
华北区	便利店			96	0.57		
东北区	购物中心	1	11.63				
东北区	大型综合超市			1	1.97		
东北区	便利店			206	1.21		
华中区	奥特莱斯	1	9.23				
华中区	超级市场			8	12.52		
华南区	大型综合超市	1	1.18	4	2.79		
华南区	超级市场	3	0.73	75	3.76		
西南区	综合百货			1	1.00		
西南区	购物中心			1	11.53		
西南区	超级市场			2	2.22		
合计		44	193.26	1,653	415.00	5	5.85

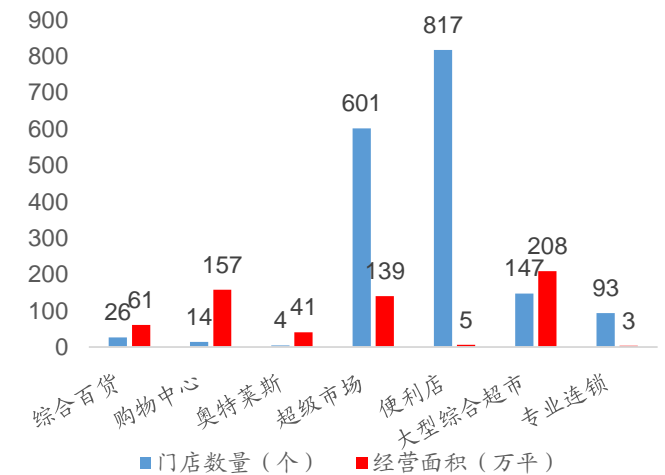
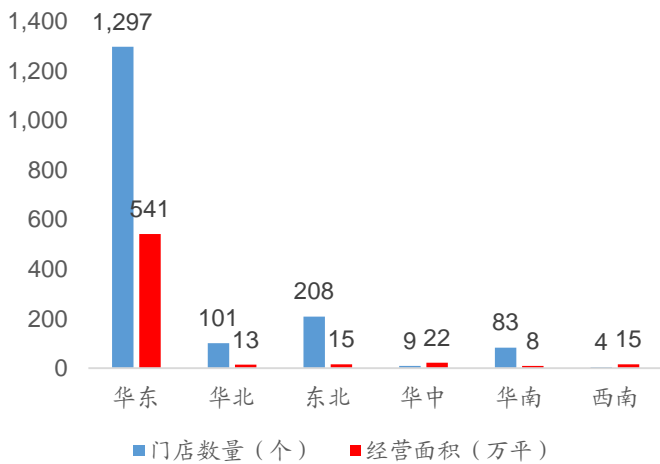
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注：上述大型综合超市、超级市场、便利店数据均为联华超市直营门店数(不含加盟店)。

从业态的区域分布来看，除了武汉盘龙奥特莱斯广场、百联沈阳购物中心和西南地区的门店之外，大部分百货类门店都集中在华东地区，其他地区的主要业态为连锁超市。

图 21: 分区域门店分布情况 (截止 2015 年末)

图 22: 分业态门店分布情况 (截止 2015 年末)

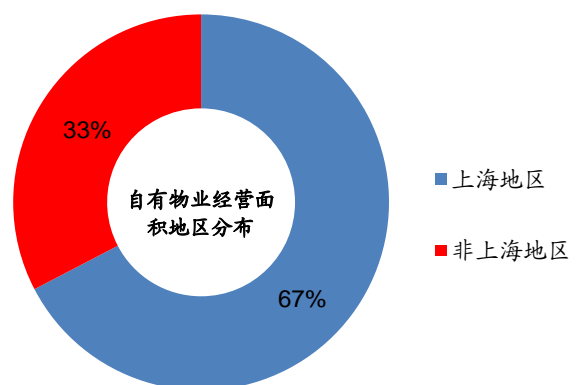
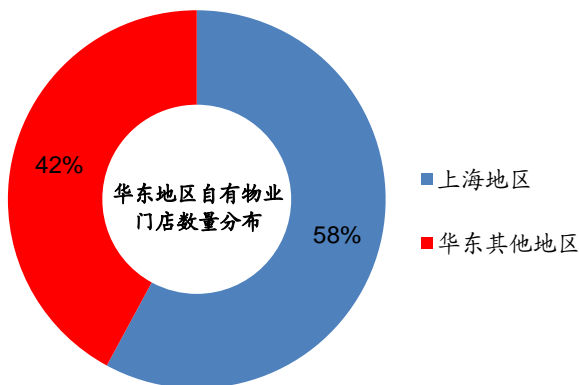


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心。注: 上述门店及经营面积数据统计不含联华超市加盟店。

公司的自有物业目前主要集中在华东地区, 尤其是在上海地区。2015 年末, 华东地区的自有物业门店数量 38 家, 其中上海地区门店 22 家, 占比超过一半。从经营面积来看, 仅 15 年年报披露的上海地区自有物业的合计面积就已占到总自有物业建筑面积的 67%。

图 23: 华东地区自有物业主要分布在上海地区

图 24: 上海地区自有物业面积占比达到 2/3



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心。注: 上海地区门店信息仅包括 2015 年年报已披露的自有物业信息。

与此同时, 位于上海的自有物业以综合百货和购物中心等百货类业态为主, 大部分位于城市商圈的核心地带, 多为当地商圈地标性建筑。门店地理位置优越, 区位优势明显。且经过此轮上海地产价格的上涨, 公司旗下自有物业价值也将得到相应提升。

表 9: 百联股份部分自有物业情况 (截止 2015 年 12 月 31 日)

门店名称	开业时间	地址	物业权属	建筑面积 (万平)
综合百货、购物中心、奥特莱斯门店信息				
综合百货				
第一百货	1949.1	上海市黄浦区南京东路 830 号	自有	7.30
第一八佰伴	1995.12	上海市浦东新区张杨路 501 号	自有	13.14

东方商厦(南东店)	1997.09	南京东路 800 号	自有	4.05
第一百货(松江店)	1994.12	松江区中山中路 98-116 号	自有	0.67
虹桥友谊商厦	1994.03	上海市遵义南路 6 号	自有	2.06
永安百货	2003.03	上海市黄浦区南京东路 635 号	自有	3.39
东方商厦(杨浦店)	2001.12	上海市杨浦区四平路 2500 号	自有/租赁	3.24
上海妇女用品商店	1956.2.6	上海市黄浦区淮海中路 447-479 号	自有/租赁	0.10
妇女用品商店临沂店	2001.12	上海市浦东新区临沂路 140 号	自有/租赁	0.00
妇女用品商店中环店	2006.12	上海市普陀区真光路 1288 号 B-1F-08 区	自有/租赁	0.20
*东方商厦(西郊店)	2012.12	长宁区仙霞西路 89 号	自有	1.00
*东方商厦(中环店)	2006.12	真光路 1288 号	自有	5.13
宁波东方商厦	2006.09	浙江省宁波市海曙区中山东路 151 号	自有	2.17
*友谊百货南方店	1999.09.	沪闵路 7388 号	自有	0.86
*东方商厦(金山店)	2010.09	卫清西路 188 号	自有	1.25
永安珠宝	2011.06	上海市浦东新区张杨路 655 号	自有	0.94

奥特莱斯

百联奥特莱斯广场(江苏·无锡)	2013.6.29	无锡市新区锡勤路 18-28 号	自有	11.73
百联奥特莱斯广场(上海·青浦)	2006.4.28	沪青平公路 2888 号	自有	10.61
百联奥特莱斯广场(江苏·南京)	2015.9.26	南京市江宁区汤山街道圣汤大道 99 号	自有	9.00
百联奥特莱斯广场(武汉·盘龙)	2012.12.18	武汉市黄陂区盘龙大道 51 号	自有	9.23

购物中心

百联临沂购物中心	2002.1.18	上海市浦东新区临沂路 140 号	自有/租赁	2.32
百联南方购物中心	1999.9.26	上海市沪闵路 7388 号	自有	14.42
百联西郊购物中心	2004.9.28	上海市仙霞西路 88 号	自有	10.98
百联又一城购物中心	2007.1.26	上海市杨浦区淞沪路 8 号	自有	12.61
百联中环购物广场	2006.12.21	上海市普陀区真光路 1288 号	自有	24.37
百联沈阳购物中心	2008.1.25	辽宁省沈阳市沈河区青年大街 55 号	自有	11.63
百联金山购物中心	2010.9.28	上海市金山区卫清西路 188 号	自有	8.70
淮海 755(原新华联)	1996.12	上海市黄浦区淮海中路 755 号	自有	2.30
百联滨江购物中心	2014.11.22	上海市杨浦区平凉路 1395-1399 号	自有	8.53

大型综合超市、超级市场、便利店营业收入前十名门店的门店信息

天华世纪城义乌店	2014.8.28	义乌北苑 C3 地块	自有	8.15
----------	-----------	------------	----	------

专业连锁营业收入前十名门店的门店信息

亨得利总店	1994.3.3	上海市南京东路 456 号	自有	0.09
吴良材总店	1996.8.13	上海市南京东路 456 号	自有	0.16

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注1：“*”为购物中心内开设的百货商店，其建筑面积已包含在购物中心面积内。注2：上述门店不包括管理输出企业。

2. 公司核心业态典型门店情况

(1) 综合百货：上海第一八佰伴

上海第一八佰伴位于浦东新区陆家嘴商圈的核心区域，所在大楼新世纪商厦于

1995年开业，试营业当天共涌入107万消费者参观购物，创造了世界吉尼斯纪录。新世纪商厦总建筑面积达14.5万平方米，由21层塔楼及10层裙房组成，是上海浦东购物的地标性建筑。商厦地下一层至八层为零售商场，九层和十层主要分布餐饮娱乐业态。购物品牌齐全，休闲娱乐设施完善。

2016年上半年末，由百联股份全资控股的上海第一八佰伴有限公司资产规模达14.94亿元，净资产为12.93亿元。16年上半年净利润1.48亿元（-29.06%），16年下半年起，第一八佰伴启动大规模门店改造，以“体验升级，功能优化，打造具有购物中心功能的现代名品百货商厦”为目标，围绕布局、硬件设施、品牌组合、数字化门店场景、服务能级等进行了全方位升级，已于16年底重新开业试运营。新开业门店零售业态占比下降了5%，将餐饮娱乐、休闲服务等设施比例从70%增加至75%，有望吸引更多客流人群，提供更优质用户体验。

图 25：第一八佰伴位于浦东新区陆家嘴核心商圈



图 26：上海第一八佰伴改造后门店内景



资料来源：百度地图、公司官网、广发证券发展研究中心

（2）奥特莱斯：百联奥特莱斯广场-上海青浦店

百联奥特莱斯广场（上海·青浦）由百联股份全资控股的上海奥特莱斯品牌直销广场有限公司经营，坐落于沪青平高速公路赵巷出口处200米，地处高速路网中央，优越的交通位置有利于吸引上海市及江浙两省客流。广场于2006年4月开业，占地面积16万平方米，总建筑面积约11万平方米，主要经营国际一二线服饰品牌、国际知名运动休闲品牌以及国内著名品牌的折扣商品，目前已拥有300余家商铺，400多个国内外品牌，是集购物、休闲和旅游为一体的生态型综合购物广场。

截止2016年上半年，上海奥特莱斯品牌直销广场有限公司资产规模6.23亿元，净资产为3.21亿元，2016年上半年净利润达到1.24亿元，同比增长2.42%。

图 27: 百联奥特莱斯青浦店交通位置优越



图 28: 百联奥特莱斯上海青浦店远景



资料来源: 百度地图、公司官网、广发证券发展研究中心

(3) 购物中心: 百联又一城购物中心

百联又一城购物中心位于上海市商业副中心五角场商圈核心地带, 由百联股份全额投资、耗资10亿元打造成立, 于2007年1月26日开业。总建筑面积12.6万平方米, 包括地面9层与地下3层。门店定位于中高端经营, 尝试采用了购物中心和百货商店两种业态相结合、商铺租赁与百货自营联销混合的经营模式, 汇集了购物、餐饮、休闲、娱乐、健身等多功能业态, 目前拥有2000余种国际、国内精选品牌。

上海又一城购物中心有限公司为百联股份全资控股子公司, 2016年上半年末资产规模达到8.53亿元, 净资产为7.29亿元, 2016年上半年净利润达到6177万元, 同比增长2.07%。

图 29: 百联又一城位于五角场商圈核心地带

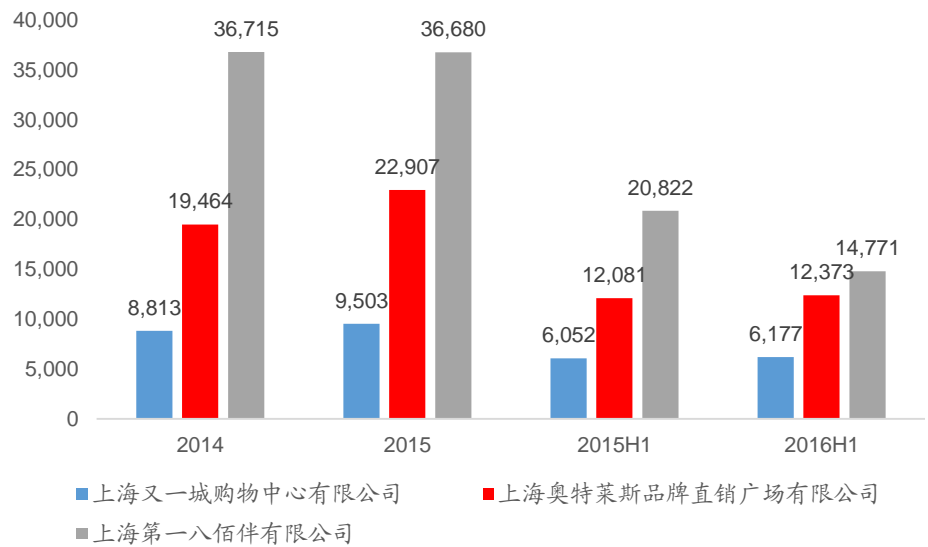


图 30: 上海百联又一城购物中心



资料来源: 百度地图、公司官网、广发证券发展研究中心

图 31: 连锁百货业态典型门店净利润 (单位: 万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(4) 连锁超市: 联华超市

联华超市股份有限公司是上海首家零售连锁超市公司, 成立于1991年5月, 以直接经营、加盟经营和并购方式发展成为国内快消零售连锁行业的领军企业。公司于2003年6月在香港联交所上市, 主要经营大型综合超市、超级市场及便利店三大零售业态, 旗下品牌包括世纪联华、联华超市、华联超市、快客便利。截至16年上半年, 联华超市旗下资产规模达到174.2亿元, 净资产30.5亿元, 总门店数量达3796家, 覆盖了全国19多个省市和直辖市, 其中约82.5%的门店位于华东地区。

图 32: 联华超市分业态门店数量 (截止 16 年 H1)

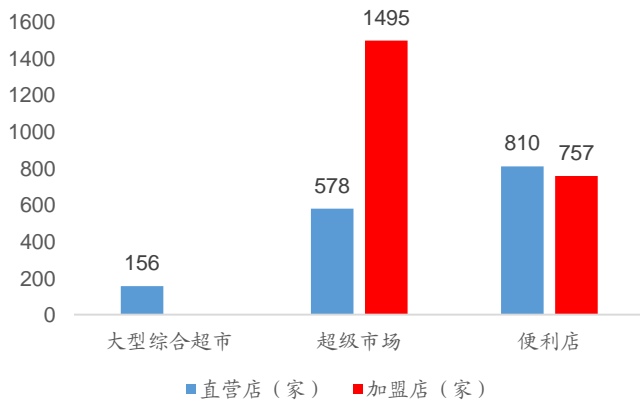
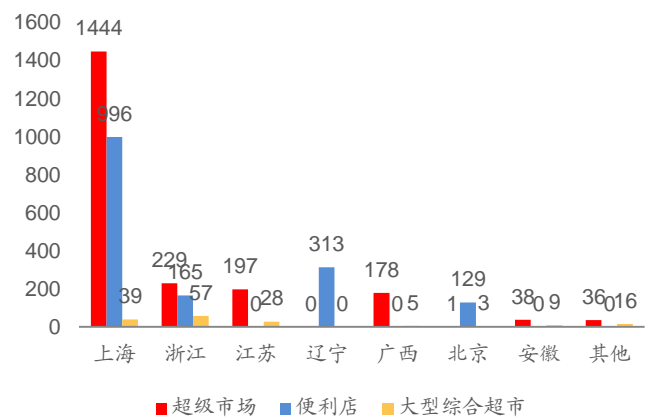


图 33: 联华超市门店区域分布情况



资料来源: 联华超市年报、公司公告、广发证券发展研究中心

图 34: 联华超市 2011-2016H1 营业收入

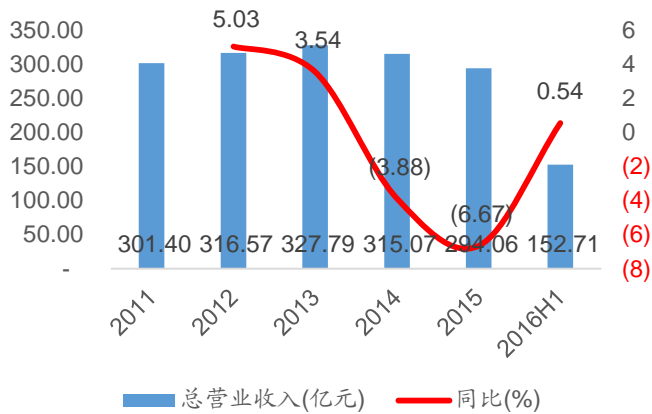
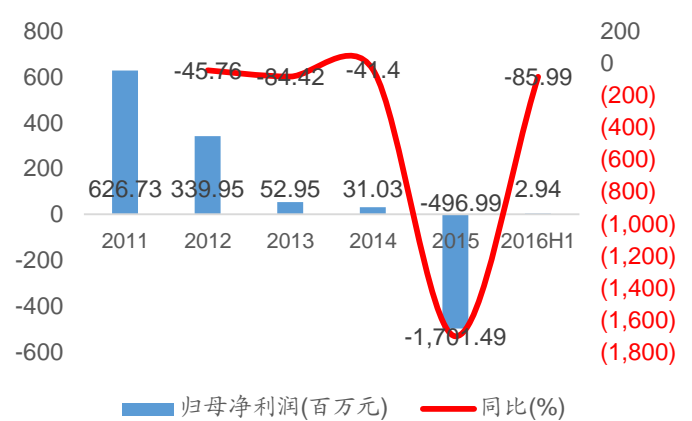


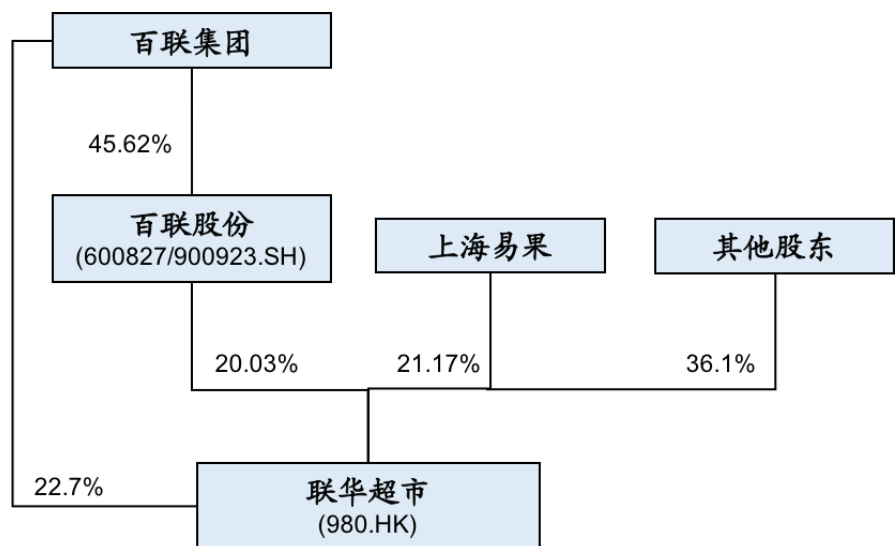
图 35: 联华超市 2011-2016H1 净利润



资料来源: 联华超市年报、公司公告、广发证券发展研究中心

目前, 百联股份直接持有联华超市20.03%股权, 控股股东百联集团持有的联华超市22.7%股权, 百联集团合计取得42.73%表决权, 对联华超市具有实际控制权。

图 36: 联华超市股权结构 (截止16年末)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

受宏观经济低迷、顾客分流等因素影响, 联华超市近年来经营效益呈现下滑趋势, 15年出现较大幅度亏损。15年9月, 公司为推动联华超市体制改革、提升经营效率, 引入永辉超市为战略投资者; 16年上半年营收152.71亿元, 较去年同期小幅上涨0.54%, 实现归母净利润294万元。

16年12月, 永辉发布公告将其持有的联华超市全部股权2.37亿股(占比21.17%)转让给上海易果电子商务有限公司, 转让价格9.50亿港币(按照当期汇率折算约8.51亿人民币)。我们认为此次股权转让实现了三方共赢:

(1)对于永辉超市: 永辉收购联华超市时间为2014年4月, 永辉持股期间15年、16年向联华关联销售144万、2.0-2.5亿(预测)。相比于永辉团队进驻中百, 大刀阔斧改善其门店的品类、运营, 永辉在联华的管理输出深化略显不足。适时退出不仅带来联营企业亏损减少, 而且由于汇率差会带来一定投资收益。回流资金可用于供应链及门店扩张。(此次联华股份股权转让平进平出, 14年收购价格折合人民币

7.34亿，此次转让价9.50亿港元，按当期汇率0.895折合人民币8.51亿，期间投资收益约1.17亿（预计在17年确认），且对16年当年的联营企业亏损会回冲约9000万。）

(2) 对于联华超市：联华找到了电商基因更强的阿里系公司，将有利于促进其O2O业务发展。根据公司战略，未来联华超市将以“+互联网”和“互联网+”两阶段规划为发展路径，通过打造常温供应链、推进生鲜供应链效率提升和门店转型改造等方式扩销增盈，实现创新转型。

(3) 对于易果生鲜：与联华共享供应链，有望更早实现盈利。易果生鲜主营生鲜B2C电商，2016年日均GMV目标是1000万，目前在行业属于领先地位，其包含货损在内的物流成本大约为20%，而且其客单价在150-200元，公司表示希望在2018年实现盈利。

表 10：易果生鲜三大业务板块

业务板块	分类	具体内容
易果供应链	从自营到尝试联营	与供应商合作，将客户、系统、数据、供应链分享给上游合作伙伴。如：投资“优品良品”作为蔬菜品类供应商
	与蚂蚁金服合作	农业经营主体可用贷款，从“农村淘宝”购买易果生鲜指定的农资，易果生鲜从线上获取合作社的采购信息，全程把控果品生产过程
安鲜达物流	3层物流网络	产地仓——区域配送中心——末端配送站点
	7个物流基地	分布在上海、北京、广州、成都、武汉、济南6大中心城市，仅上海就有40个配送站点（平均每个75m ² ，会根据运营情况而调整位置、数量），配送范围覆盖27个省份、310个主要城市，日均产能10万单（未饱和）
	4大物流配送服务	当日达、次日达、隔日达、定日达
	成为开放性第三方物流	为淘宝、天猫、聚划算、天猫超市和农村淘宝的商家提供冷链物流服务，也作为CP接入阿里的菜鸟网络
全渠道运营体系	4大销售渠道	官网（PC与APP客户端）、天猫超市每日鲜、天猫易果旗舰店、企业销售

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

从易果生鲜我们看到生鲜电商行业痛点是：订单密度不够，物流成本太贵，损耗太高，因此目前来看生鲜的主要消费场景还是在线下。联华超市门店主要分布在上海、浙江、江苏、北京等发达城市，均为能满足高客单、高订单密度的一、二线城市，易果与联华能够共享这些地区的供应链和物流有利于提升双方的经营效率改善联华超市的经营业绩。

四、盈利预测及投资建议

百联股份为上海国资大股东百联集团辖下的核心企业，国内零售连锁行业的商业龙头。主要投资要点如下：

(1) 历史上来看公司无论是国改还是战投引入均走在前列。2011年7月，百联集团旗下上市公司友谊股份向母公司发行股份购买其持有的第一八佰伴36%股权和百联投资100%股权，同时以新增股份换股吸收合并原百联股份。2015年3月，公司通过股权出售方式剥离了经营效益不佳的连锁建材业务。2016年6月，非公开发行收购了百联集团持有的百联中环49%股权及崇明购物中心51%股权，对百联中环的持股比例上升至100%。2017年1月，通过收购子公司友谊百货10%剩余股权，进一

步加强了对旗下零售资产的控制权。至此同业竞争问题基本解决，为下一步改革提效铺平道路。超市业务引入易果生鲜，有利于共享联华超市和易果的供应链及物流，改善超市板块的经营效率。

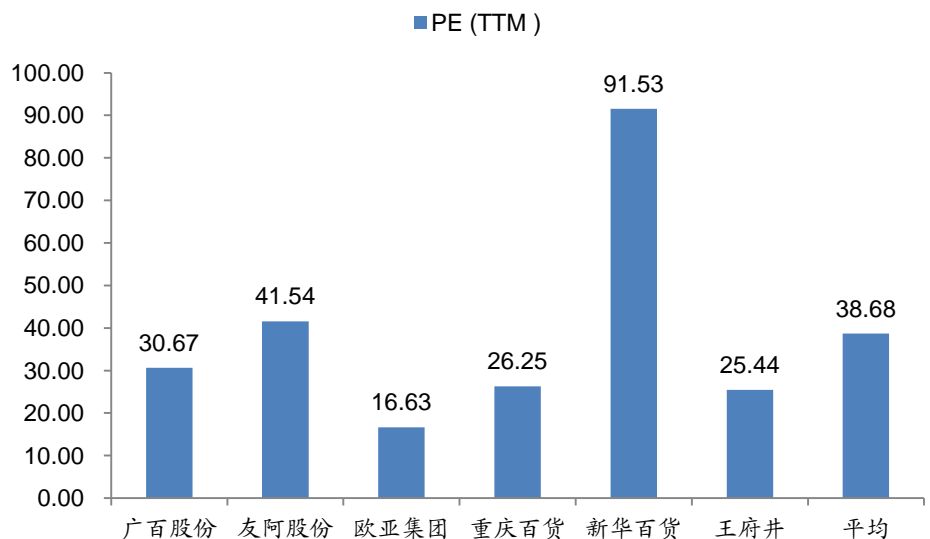
(2) 业态分布合理，购物中心及奥特莱斯占比较高，符合未来消费趋势。公司主营业态为百货和超市，两业态16Q3收入占比分别为34.0%、64.5%，而百货业态中奥特莱斯和购物中心的营业收入占比已超过2/3，贡献的毛利合计占比达到63%，合理的业态布局保证公司未来业绩的增长。

(3) 自有物业主要分布在上海地区，随着此类地产价格上涨公司价值也相应抬升。2015年年报显示公司自有物业面积超过193万方，上海地区自有物业的合计面积就已占到总自有物业建筑面积的67%。

(4) 受益于汇率、地产降温等因素影响，可选消费呈现回暖趋势，公司的百货、购物中心等业态有望受益。

预计公司16-18年EPS分别为0.57元、0.60元、0.63元，参考行业可比公司PE估值，首次覆盖给予买入评级。

图37: 可比公司PE (TTM) 估值情况 (数据日期为17年2月20日)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示

电商冲击超市业态、国企改革低于预期、内部管控低效导致费用较高、业态调整不成功、汇率波动影响国内可选消费

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018
流动资产	17667	17478	16844	17850	19388
货币资金	12881	12014	12653	13589	15050
应收及预付	1113	1091	1002	1035	1057
存货	3079	3393	3187	3224	3280
其他流动资产	594	980	2	2	2
非流动资产	26370	24757	22960	23353	23416
长期股权投资	1073	1065	1118	1118	1118
固定资产	12579	12559	11207	10659	10080
在建工程	893	1233	2633	3633	4333
无形资产	4349	4031	2820	2761	2704
其他长期资产	7477	5870	5181	5181	5181
资产总计	44037	42236	39804	41202	42804
流动负债	22659	20615	18536	18805	19162
短期借款	711	552	0	0	0
应付及预收	19517	19144	18536	18805	19162
其他流动负债	2431	919	0	0	0
非流动负债	2004	2086	663	663	663
长期借款	339	663	663	663	663
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1665	1423	0	0	0
负债合计	24662	22701	19199	19468	19826
股本	1722	1722	1784	1784	1784
资本公积	2980	2354	2354	2354	2354
留存收益	6653	7537	8545	9618	10738
归属母公司股东权	16165	15361	16432	17505	18624
少数股东权益	3210	4173	4173	4230	4354
负债和股东权益	44037	42236	39804	41202	42804

	单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	51164	49218	47647	48599	49571
营业成本	40107	38253	36997	37640	38294
营业税金及附加	486	487	461	472	482
销售费用	7520	7387	7156	7277	7399
管理费用	2084	2282	2205	2241	2278
财务费用	-295	-357	-220	-248	-269
资产减值损失	5	8	0	0	0
公允价值变动收益	1	7	-1	0	0
投资净收益	277	556	200	200	200
营业利润	1534	1721	1247	1417	1586
营业外收入	289	243	260	259	257
营业外支出	22	38	45	39	41
利润总额	1801	1926	1462	1637	1803
所得税	568	741	453	508	559
净利润	1233	1185	1009	1130	1244
少数股东损益	187	-90	0	56	124
归属母公司净利润	1046	1275	1009	1073	1119
EBITDA	2140	2026	1881	2016	2195
EPS (元)	0.61	0.74	0.57	0.60	0.63

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2029	1600	536	1993	2221
净利润	1233	1185	1009	1130	1244
折旧摊销	1173	1216	1054	1047	1077
营运资金变动	-240	-582	-27	199	280
其它	-138	-220	-1499	-383	-379
投资活动现金流	-1051	-420	1043	-1020	-724
资本支出	-1914	-1267	660	-1220	-924
投资变动	849	801	384	200	200
其他	15	46	-1	0	0
筹资活动现金流	-274	-2124	-940	-37	-37
银行借款	2900	2616	-552	0	0
债券融资	-2418	-3995	-302	0	0
股权融资	25	5	62	0	0
其他	-781	-749	-147	-37	-37
现金净增加额	704	-944	639	936	1460
期初现金余额	13173	12881	12014	12653	13589
期末现金余额	13876	11937	12653	13589	15050

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-1.5	-3.8	-3.2	2.0	2.0
营业利润增长	-11.0	12.2	-27.6	13.7	12.0
归属母公司净利润增长	1.0	21.9	-20.9	6.4	4.3
获利能力(%)					
毛利率	21.6	22.3	22.4	22.6	22.8
净利率	2.4	2.4	2.1	2.3	2.5
ROE	6.5	8.3	6.1	6.1	6.0
ROIC	63.2	13.7	24.7	26.7	33.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.0	53.7	48.2	47.2	46.3
净负债比率	-0.6	-0.5	-0.6	-0.6	-0.6
流动比率	0.78	0.85	0.91	0.95	1.01
速动比率	0.62	0.66	0.71	0.75	0.81
营运能力					
总资产周转率	1.21	1.14	1.16	1.20	1.18
应收账款周转率	162.41	133.11	152.15	146.70	145.96
存货周转率	11.66	11.82	11.65	11.71	11.71
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.74	0.57	0.60	0.63
每股经营现金流	1.18	0.93	0.30	1.12	1.25
每股净资产	9.38	8.92	9.21	9.81	10.44
估值比率					
P/E	29.4	24.1	26.7	25.1	24.0
P/B	1.9	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.9	9.9	7.9	6.9	5.7

广发零售行业研究小组

- 洪涛:** 首席分析师, 浙江大学金融学硕士, 2010年开始从事商贸零售行业研究, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名, 新财富批零行业第四名, 水晶球最佳分析师第三名, 金牛分析师第四名; 2015年新财富批零行业第四名, 水晶球分析师第四名, 金牛分析师第四名, 第一财经分析师第三名; 2014年新财富批零行业第三名, 水晶球分析师第二名, 金牛分析师第三名。
- 倪华:** 分析师, 北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队); 2015年度新财富批零行业第四名(团队), 水晶球分析师第四名(团队), 金牛分析师第四名(团队), 第一财经分析师第三名(团队); 2014年度新财富批零行业第三名(团队), 水晶球分析师第二名(团队)、金牛分析师第三名(团队)。
- 叶群:** 分析师, 上海财经大学经济学硕士, 2014年进入证券行业, 2016年加入广发证券发展研究中心, 曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名(团队), 新财富批零行业第四名(团队), 水晶球最佳分析师第三名(团队), 金牛分析师第四名(团队)。
- 林伟强:** 研究助理, 上海财经大学金融硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有:** 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。