

公司研究/年报点评

2017年04月28日

商业贸易/零售 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 15.39
合理价格区间(元): 16-18

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

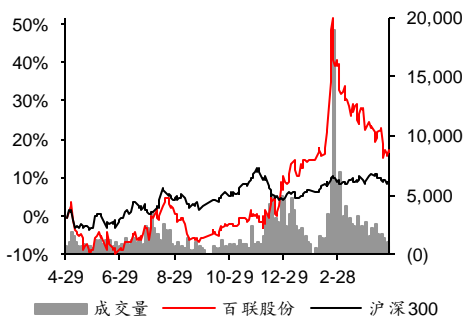
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1 《百联股份(600827):主业依旧承压, 建议关注国企改革》2016.08
- 2 《友谊股份(600827):毛利率下滑影响业绩, 开店节奏符合预期》2013.05
- 3 《友谊股份(600827):一线地区消费景气度尚未回升》2012.10

股价走势图



资料来源: Wind

主业承压, 关注全渠道发展进程

百联股份(600827)

百联股份发布 2016 年年报及 2017 年一季度报

公司 2016 年共实现营业收入 470.77 亿元, 同比下降 4.35%; 实现归属于上市公司股东净利润 9.00 亿元, 同比下降 29.04%; 扣非后净利润为 6.85 亿元, 同比下降 11.94%。公司 2017Q1 共实现收入 133.72 亿元, 同比下降 5.43%; 归母净利润为 3.61 亿元, 同比下降 11.24%; 扣非后净利润为 3.49 亿元, 同比下降 9.63%。公司业绩略低于预期。

主业承压, 奥特莱斯业态表现良好

受宏观经济增速放缓、行业竞争加剧、电商分流等不利因素影响, 公司主业仍承受一定压力。2016 年公司新增门店 7 家, 其中综合百货/购物中心/奥特莱斯各一家, 专业连锁 4 家。分业态看, 综合百货/购物中心/奥特莱斯/标准超市/便利店/大卖场/专业专卖 2016 年全年营业收入分别同比变动 -20.06%/-7.94%/11.76%/-6.04%/0.04%/-0.29%/2.75%, 2017 年 Q1 分别同比变动 -6.11%/1.90%/12.22%/-9.75%/-8.40%/-8.79%/-4.32%, 其中奥特莱斯业态表现突出, 2016 年及 2017Q1 均实现两位数增长。

百货毛利率下滑致使综合毛利率下行, 期间费用率略有下降

从毛利率上看, 主要受百货业态毛利率下降影响, 公司 2016 年全年及 2017 年 Q1 综合毛利率分别为 21.25%/20.65%, 分别同比下降 1.03/0.44 个百分点。从费用率上看, 公司 2016 年全年及 2017 年 Q1 期间费用率分别为 18.74%/15.79%, 分别同比下降 0.18/0.20 个百分点, 表明公司控费能力有所增强。

线下实体店推动转型, 与阿里合作后线上发展有望加速

2016 年公司积极推进转型变革, 线下方面对旗下 2 家重点门店第一八佰伴、东方商厦进行全面装修, 分别以面向中高家庭型消费的“现代名品百货商厦”与“高端都市精品百货”为改造目标进行门店升级, 以满足消费者消费升级的需求, 此外永安、珠宝、第一百货淮海路店等门店均在推进转型方案。线上方面, 公司控股股东百联集团与阿里巴巴达成战略合作, 双方将在全业态融合创新、新零售技术研发、会员系统打通、供应链整合、支付金融、物流协同等六个层面展开全方位合作, 有望带动公司线上业务及相关技术迅速发展。

维持“增持”评级

我们预测 2017-2019 年公司归母净利润分别为 9.96/10.74/11.72 亿元, EPS 分别为 0.54/0.58/0.64 元。公司作为上海零售龙头有望充分受益消费回暖, 旗下自有物业面积达 190 万平方米且大多位于核心商圈, 重估价值较大。此外公司有望受益上海国企改革。维持公司“增持”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示: 宏观经济增速大幅下行; 行业竞争加剧。

公司基本资料

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 1,784 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,543 |
| 52 周内股价区间(元) | 11.90-20.04 |
| 总市值(百万元) | 27,458 |
| 总资产(百万元) | 45,014 |
| 每股净资产(元) | 9.38 |

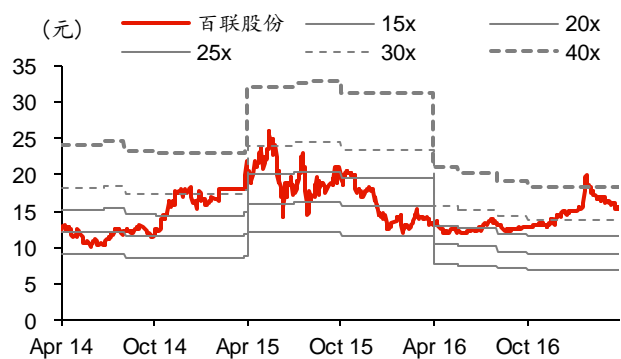
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 49,218 | 47,077 | 45,665 | 45,893 | 46,811 |
| +/-% | (5.28) | (4.35) | (3.00) | 0.50 | 2.00 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,269 | 900.36 | 995.78 | 1,074 | 1,172 |
| +/-% | 16.70 | (29.04) | 10.60 | 7.86 | 9.12 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.74 | 0.50 | 0.54 | 0.58 | 0.64 |
| PE (倍) | 22.26 | 31.37 | 28.36 | 26.29 | 24.10 |

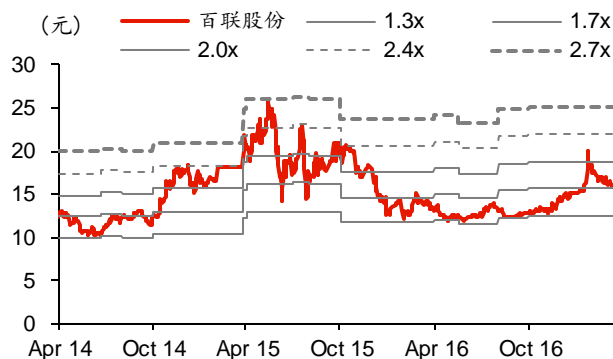
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 百联股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 百联股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 17,521 | 19,092 | 19,578 | 25,172 | 27,487 |
| 现金 | 12,031 | 11,554 | 14,747 | 20,204 | 22,336 |
| 应收账款 | 351.05 | 395.34 | 361.26 | 364.55 | 374.88 |
| 其他应收账款 | 171.60 | 182.55 | 163.66 | 168.22 | 171.97 |
| 预付账款 | 568.16 | 547.24 | 526.50 | 527.96 | 537.72 |
| 存货 | 3,393 | 3,530 | 3,223 | 3,277 | 3,344 |
| 其他流动资产 | 1,006 | 2,882 | 556.77 | 630.46 | 722.56 |
| 非流动资产 | 25,875 | 26,517 | 25,290 | 24,242 | 23,308 |
| 长期投资 | 1,065 | 1,074 | 1,071 | 1,071 | 1,072 |
| 固定资产投资 | 12,559 | 13,088 | 13,546 | 13,411 | 12,961 |
| 无形资产 | 2,742 | 2,750 | 2,648 | 2,546 | 2,444 |
| 其他非流动资产 | 9,510 | 9,605 | 8,024 | 7,213 | 6,832 |
| 资产总计 | 43,396 | 45,610 | 44,867 | 49,414 | 50,795 |
| 流动负债 | 20,865 | 23,174 | 20,506 | 20,604 | 20,906 |
| 短期借款 | 552.00 | 752.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 5,440 | 5,829 | 5,276 | 5,362 | 5,481 |
| 其他流动负债 | 14,874 | 16,593 | 15,230 | 15,242 | 15,424 |
| 非流动负债 | 2,997 | 2,409 | 3,654 | 7,203 | 7,264 |
| 长期借款 | 1,294 | 674.07 | 774.07 | 824.07 | 874.07 |
| 其他非流动负债 | 1,703 | 1,735 | 2,880 | 6,379 | 6,390 |
| 负债合计 | 23,862 | 25,583 | 24,161 | 27,807 | 28,169 |
| 少数股东权益 | 4,282 | 3,441 | 3,369 | 3,263 | 3,147 |
| 股本 | 1,722 | 1,784 | 1,846 | 1,846 | 1,846 |
| 资本公积 | 2,481 | 2,927 | 3,772 | 3,772 | 3,772 |
| 留存公积 | 7,522 | 8,423 | 12,870 | 13,878 | 15,015 |
| 归属母公司股 | 15,252 | 16,585 | 18,487 | 19,494 | 20,629 |
| 负债和股东权益 | 43,396 | 45,610 | 46,017 | 50,564 | 51,945 |

现金流量表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 1,633 | 1,685 | 4,298 | 1,975 | 2,227 |
| 净利润 | 1,172 | 767.34 | 923.89 | 967.56 | 1,056 |
| 折旧摊销 | 1,216 | 1,149 | 1,299 | 1,393 | 1,459 |
| 财务费用 | (356.51) | (202.31) | (200.29) | (238.34) | (310.73) |
| 投资损失 | (556.05) | (276.52) | (250.00) | (250.00) | (250.00) |
| 营运资金变动 | (536.58) | (89.19) | 1,832 | 86.11 | 265.56 |
| 其他经营现金 | 693.28 | 336.23 | 693.75 | 17.18 | 6.45 |
| 投资活动现金 | (815.16) | (3,257) | (764.31) | (242.71) | (420.30) |
| 资本支出 | 1,644 | 1,785 | 499.67 | 500.00 | 500.00 |
| 长期投资 | 145.02 | (2,021) | 281.45 | (137.21) | 21.70 |
| 其他投资现金 | 973.70 | (3,494) | 16.81 | 120.08 | 101.40 |
| 筹资活动现金 | (1,746) | 1,093 | (341.25) | 3,725 | 325.49 |
| 短期借款 | (209.00) | 200.00 | (752.00) | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 954.97 | (619.50) | 100.00 | 50.00 | 50.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 61.67 | 61.67 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (541.56) | 445.55 | 845.43 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (1,950) | 1,005 | (596.35) | 3,675 | 275.49 |
| 现金净增加额 | (928.85) | (478.94) | 3,193 | 5,457 | 2,132 |

利润表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 49,218 | 47,077 | 45,665 | 45,893 | 46,811 |
| 营业成本 | 38,253 | 37,072 | 35,527 | 35,659 | 36,325 |
| 营业税金及附加 | 486.71 | 407.07 | 420.95 | 419.45 | 425.22 |
| 营业费用 | 7,390 | 7,046 | 6,850 | 6,884 | 7,022 |
| 管理费用 | 2,292 | 1,980 | 2,055 | 2,065 | 2,106 |
| 财务费用 | (356.51) | (202.31) | (200.29) | (238.34) | (310.73) |
| 资产减值损失 | 8.08 | 24.69 | 16.59 | 17.87 | 18.58 |
| 公允价值变动收益 | 6.56 | (6.26) | (0.85) | (1.42) | (2.04) |
| 投资净收益 | 556.05 | 276.52 | 250.00 | 250.00 | 250.00 |
| 营业利润 | 1,708 | 1,020 | 1,245 | 1,335 | 1,472 |
| 营业外收入 | 243.33 | 327.22 | 295.70 | 297.48 | 301.84 |
| 营业外支出 | 38.07 | 98.09 | 65.39 | 71.73 | 74.01 |
| 利润总额 | 1,913 | 1,249 | 1,475 | 1,560 | 1,700 |
| 所得税 | 740.94 | 481.50 | 551.26 | 592.80 | 644.02 |
| 净利润 | 1,172 | 767.34 | 923.89 | 967.56 | 1,056 |
| 少数股东损益 | (96.45) | (133.02) | (71.89) | (106.53) | (115.84) |
| 归属母公司净利润 | 1,269 | 900.36 | 995.78 | 1,074 | 1,172 |
| EBITDA | 2,568 | 1,967 | 2,344 | 2,489 | 2,621 |
| EPS(元) | 0.74 | 0.50 | 0.54 | 0.58 | 0.64 |

主要财务比率

| 会计年度(%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (5.28) | (4.35) | (3.00) | 0.50 | 2.00 |
| 营业利润 | 3.28 | (40.30) | 22.08 | 7.21 | 10.33 |
| 归属母公司净利润 | 16.70 | (29.04) | 10.60 | 7.86 | 9.12 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 22.28 | 21.25 | 22.20 | 22.30 | 22.40 |
| 净利率 | 2.58 | 1.91 | 2.18 | 2.34 | 2.50 |
| ROE | 8.32 | 5.43 | 5.39 | 5.51 | 5.68 |
| ROIC | 16.15 | 8.37 | 19.34 | 28.30 | 61.38 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 54.99 | 56.09 | 52.50 | 54.99 | 54.23 |
| 净负债比率(%) | 8.34 | 8.66 | 3.20 | 2.96 | 3.10 |
| 流动比率 | 0.84 | 0.82 | 0.95 | 1.22 | 1.31 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.67 | 0.80 | 1.06 | 1.15 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.12 | 1.06 | 1.01 | 0.97 | 0.93 |
| 应收账款周转率 | 123.53 | 121.11 | 115.98 | 121.51 | 121.64 |
| 应付账款周转率 | 7.01 | 6.58 | 6.40 | 6.70 | 6.70 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | (0.26) | 0.74 | 0.54 | 0.58 | 0.64 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.88 | 0.91 | 2.33 | 1.07 | 1.21 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.26 | 8.99 | 10.02 | 10.56 | 11.18 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE(倍) | 22.26 | 31.37 | 28.36 | 26.29 | 24.10 |
| PB(倍) | 1.85 | 1.70 | 1.53 | 1.45 | 1.37 |
| EV_EBITDA(倍) | 5.53 | 7.22 | 6.06 | 5.70 | 5.42 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com