

百联股份 (600827)

证券研究报告

2017年08月30日

门店转型调整拖累 1H17 业绩-8.32%，关注与阿里结合推进新零售落地进程！

营收同比下降 1.98%，归母净利同比下降 8.32%。公司披露半年报，1H17 实现营收 246.36 亿，同比微降 1.98%；归母净利 6.33 亿，同比下降 8.32%；扣非后归母净利 6.02 亿，同比下降 9.16%。分季度来看：Q1、Q2 营收及增速分别为 133.72 亿，yoy-5.43%、112.64 亿，yoy+2.44%；归母净利及增速分别为 3.61 亿，yoy-11.24%、2.72 亿，yoy-4.71%；扣非后归母净利及增速分别为 3.49 亿，yoy-9.63%、2.52 亿，yoy-9.06%。

购物中心和奥特莱斯营收增长显著，华中地区增势强劲。分行业来看，奥特莱斯营收 29.18 亿（占比 12.22%），同比增长 16.04%；购物中心营收 27.5 亿（占比 11.52%），同比增长 4.93%；专业专卖营收 3.5 亿（占比 1.47%），同比增长 2.03%；综合百货营收 34.45 亿（占比 14.43%），同比下降 1.11%；标准超市营收 43.75 亿（占比 18.33%），同比下降 5.07%，便利店营收 10.03 亿（占比 4.2%），同比下降 6.95%；大卖场营收 89.08 亿（占比 37.32%），同比下降 7.44%。分地区来看，除华中地区营收实现增长以外，其他地区均出现不同程度下降。华东地区营收 222.08 亿（占比 93.04%），同比微降 1.96%；华中地区营收 7.59 亿（占比 3.18%），同比增长 16.05%；华南地区营收 4.54 亿（占比 1.9%），同比下降 4.1%；东北地区营收 2.02 亿（占比 0.85%），同比下降 5.85%；华北地区营收 1.47 亿（占比 0.62%），同比下降 41.47%；华西地区营收 1 亿（占比 0.42%），同比下降 8.28%。

毛利率减少 0.84 个百分点，费用率减少 0.82 个百分点，净利率减少 0.11 个百分点。1H17 公司毛利率为 21.53%，同比减少 0.84 个百分点。其中购物中心毛利率为 20.39%，同比减少 6.28 个百分点；综合百货毛利率为 18.24%，同比减少 0.23 个百分点；奥特莱斯毛利率为 12.28%，同比减少 0.45 个百分点；标准超市毛利率为 21.92%，同比增加 0.27 个百分点；便利店毛利率为 21.44%，同比增加 0.15 个百分点；大卖场毛利率为 20.46%，同比增加 0.3 个百分点；专业专卖毛利率为 26.66%，同比增加 3.43 个百分点。上半年期间费用率为 17.1%，同比减少 0.82 个百分点。其中销售费用率为 13.19%，同比减少 0.81 个百分点；管理费用率为 4.24%，同比减少 0.08 个百分点；财务费用率为-0.34%，同比增加 0.07 个百分点，主要因所致利息支出增加 1935 万，同比增长 52.4%所致。报告期内净利率同比减少 0.11 个百分点至 3.29%。

维持盈利预测，维持买入评级。公司区位优势显著，资产质量优异，是国企改革+新零售标杆。聚焦百货商店、连锁超市、购物中心和奥特莱斯核心业态，积极推进门店升级转型和供应链能力提高。子公司联华引入阿里或将催化深化改革，内部经营活力持续焕发。注入义乌生活超市、创新推出百联 RISO 未来新零售有望持续发力。我们预测公司 17-19 年 EPS 分别为 0.58/0.64/0.70 元，对应 PE 分别为 26/24/22 倍，维持买入评级。

风险提示：经济增长放缓和网络冲击下，实体零售消费市场整体偏弱

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	49,218.16	47,077.24	49,427.06	51,969.76	55,293.09
增长率(%)	(3.80)	(4.35)	4.99	5.14	6.39
EBITDA(百万元)	2,426.95	1,809.41	1,894.17	2,115.43	2,070.75
净利润(百万元)	1,275.46	900.36	1,036.76	1,140.84	1,254.55
增长率(%)	21.89	(29.41)	15.15	10.04	9.97
EPS(元/股)	0.71	0.50	0.58	0.64	0.70
市盈率(P/E)	21.36	30.26	26.28	23.88	21.72
市净率(P/B)	1.80	1.64	1.89	1.82	1.71
市销率(P/S)	0.55	0.58	0.55	0.52	0.49
EV/EBITDA	7.11	6.83	4.49	7.36	1.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.27 元
目标价格	18.5 元
上次目标价	22.28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,604.45
流通 A 股股本(百万股)	1,542.78
A 股总市值(百万元)	24,499.95
流通 A 股市值(百万元)	23,558.21
每股净资产(元)	9.38
资产负债率(%)	53.43
一年内最高/最低(元)	21.51/12.24

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

吴晓楠 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517050001
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势



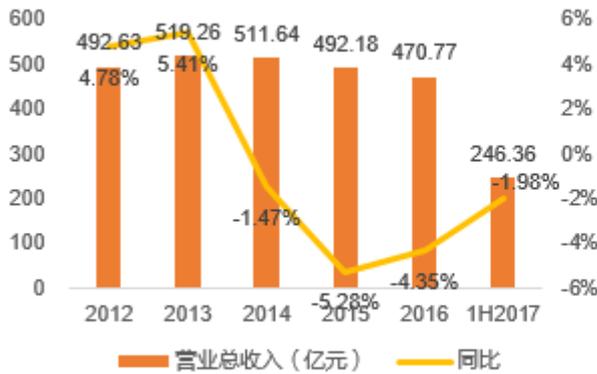
资料来源：贝格数据

相关报告

1 《百联股份-公司点评:阿里牵手百联集团，新零售+混改双向助力未来发展!》 2017-02-21

营收同比下降 1.98%，归母净利同比下降 8.32%。公司披露半年报，1H17 实现营收 246.36 亿，同比微降 1.98%；归母净利 6.33 亿，同比下降 8.32%；扣非后归母净利 6.02 亿，同比下降 9.16%。分季度来看：Q1、Q2 营收及增速分别为 133.72 亿，yoy-5.43%、112.64 亿，yoy+2.44%；归母净利及增速分别为 3.61 亿，yoy-11.24%、2.72 亿，yoy-4.71%；扣非后归母净利及增速分别为 3.49 亿，yoy-9.63%、2.52 亿，yoy-9.06%。业绩下滑主要受上半年购物中心调整转型的影响，购物中心毛利率下降 6.28%拉低整体盈利能力。报告期内，公司聚焦重点门店转型改造，推进经营模式转型，供应链管理能力的提升，加快线上线下相融合，深入试水全渠道营销，有条不紊开展各项创新转型工作。

图 1: 1H17 营收同比下降 1.98%。



资料来源: Wind、天风证券研究所。

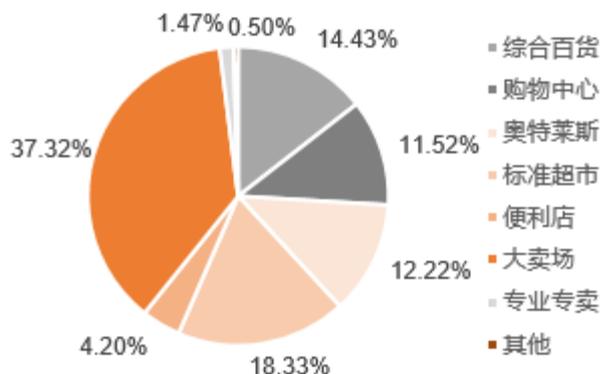
图 2: 1H17 归母净利同比下降 8.32%。



资料来源: Wind、天风证券研究所。

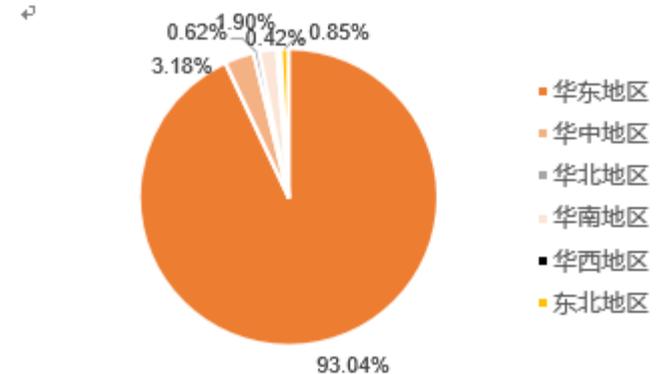
购物中心和奥特莱斯营收增长显著，华中地区增势强劲。分行业来看，奥特莱斯营收 29.18 亿(占比 12.22%)，同比增长 16.04%；购物中心营收 27.5 亿(占比 11.52%)，同比增长 4.93%；奥特莱斯与购物中心增长主要系公司扩大自有品牌经营，发展深度联营联销，提升线上线下融合，同时试水全渠道营销所致。专业专卖营收 3.5 亿(占比 1.47%)，同比增长 2.03%；综合百货营收 34.45 亿(占比 14.43%)，同比下降 1.11%；标准超市营收 43.75 亿(占比 18.33%)，同比下降 5.07%，主要系联华超市大型综合超市业态调整优化升级，梳理亏损较大门店所致；便利店营收 10.03 亿(占比 4.2%)，同比下降 6.95%，主要受到便利店业态调整网点结构、优化商品结构的短期影响；大卖场营收 89.08 亿(占比 37.32%)，同比下降 7.44%。分地区来看，除华中地区营收实现增长以外，其他地区均出现不同程度下降。华东地区营收 222.08 亿(占比 93.04%)，同比微降 1.96%；华中地区营收 7.59 亿(占比 3.18%)，同比增长 16.05%；华南地区营收 4.54 亿(占比 1.9%)，同比下降 4.1%；东北地区营收 2.02 亿(占比 0.85%)，同比下降 5.85%；华北地区营收 1.47 亿(占比 0.62%)，同比下降 41.47%；华西地区营收 1 亿(占比 0.42%)，同比下降 8.28%。报告期内除华中地区未关闭门店，其他地区皆因关闭门店数量较多致营收短期内出现不同程度下滑。

图 3: 1H17 公司分行业收入占比。



资料来源: Wind、天风证券研究所。

图 4: 1H17 公司分地区收入占比。

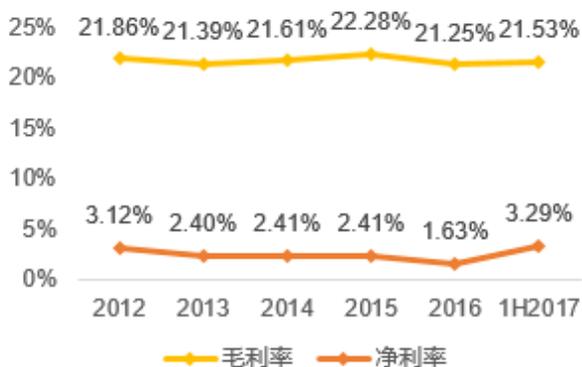


资料来源: Wind、天风证券研究所。

毛利率减少 0.84 个百分点，费用率减少 0.82 个百分点，净利率减少 0.11 个百分点。1H17

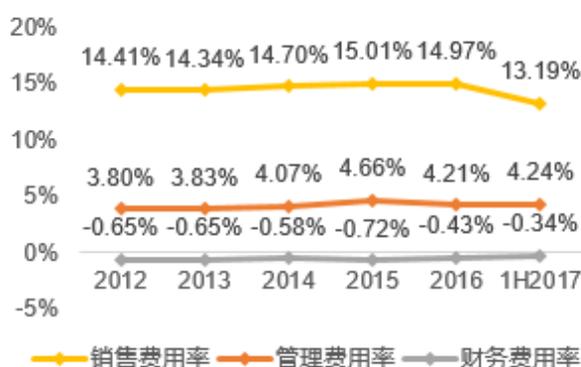
公司毛利率为 21.53%，同比减少 0.84 个百分点。其中购物中心毛利率为 20.39%，同比减少 6.28 个百分点；综合百货毛利率为 18.24%，同比减少 0.23 个百分点；奥特莱斯毛利率为 12.28%，同比减少 0.45 个百分点，购物中心、综合百货和奥特莱斯毛利率下降主要系受到门店调整转型和商品升级影响所致；标准超市毛利率为 21.92%，同比增加 0.27 个百分点，主要因梳理亏损较大门店后，门店运营质量和经济效益提高；便利店毛利率为 21.44%，同比增加 0.15 个百分点，主要系扩大生鲜、进口和定牌商品经营，加快新品引进和创新营销所致；大卖场毛利率为 20.46%，同比增加 0.3 个百分点；专业专卖毛利率为 26.66%，同比增加 3.43 个百分点。上半年期间费用率为 17.1%，同比减少 0.82 个百分点。其中销售费用率为 13.19%，同比减少 0.81 个百分点，主要因工资、租赁费、水电费等均出现下滑所致；管理费用率为 4.24%，同比减少 0.08 个百分点，主要因水电费大幅下降 42.5%所致；财务费用率为-0.34%，同比增加 0.07 个百分点，主要因所致利息支出增加 1935 万，同比增长 52.4%所致。报告期内净利率同比减少 0.11 个百分点至 3.29%。

图 5: 2012-1H17 公司毛利率&净利率



资料来源: Wind、天风证券研究所。

图 6: 2012-1H17 公司期间费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所。

公司为百联集团旗下 A 股零售上市平台，百货、连锁超市、购物中心、奥特莱斯多业态并行，伴随核心商圈百货逐步调整到位，购物中心日渐完善，奥莱逐渐培育成熟，集团未来有望将其作为新零售的重要发力点。1.各业态持续推动转型升级，积极实施 i 百联平台相关工作，提升线上线下融合。①**综合百货**：整合南京路第一百货和东方商厦，打造成为一站式大型购物中心；浦东第一八佰伴 2016 年底新装开业，以“体验升级，功能优化”为目标打造具有购物中心功能的现代名品百货商厦；徐家汇东方商厦（旗舰店）整体调整装修项目已于 2016 年底完成。另外，第一百货商业中心，第一百货已于 7 月开始施工，东方商厦（南东店）将于下半年闭关装修。②**购物中心**：百联嘉定购物中心已完成全新开业，同时全渠道战略进展顺利，大力发展“到家”、网订店取和 B2C 业务。③**标准超市**：联华超市上海地区已有超过 500 家门店实现 O2O 上线运营。④**奥特莱斯**：目前公司拥有成熟的奥特莱斯运营模式，形成 6 家连锁百联奥莱门店规模，2016 年底百联海那城奥特莱斯实现全新开业。上半年公司对 10 家既存百货门店、12 家既存购物中心及青浦、南京等 5 家奥莱门店进行调整，**下半年公司计划加速门店转型升级**：东方商厦（杨浦店）将打造成“百联城市奥莱”，对城市奥莱经营模式积极展开全新探索；东方商厦（宁波店）将转型成为主题特色小型购物中心，百联临沂购物中心将打造轻松和谐的社区生活场所氛围。2.**资产注入落实国企改革，联华引入易果生鲜或将催化深化改革**：集团旗下百联中环和崇明购物中心各自 49%、51%股权作价注入上市公司，助力公司整合优质资产，增强盈利能力。另外，引入国开金融、上海并购基金等战投背景完善治理机制，推进外延式扩张；**子公司联华超市引入阿里作为二股东，带来改善业绩同时与阿里进一步合作空间可期**。下半年公司将继续扩大自有品牌经营，国际合作与收购或将进一步拓展。3.作为“国企改革+新零售”的标杆企业，未来将持续深化改革，或将承接集团新零售探索，进一步提升经营业绩。今年年初，集团层面与阿里达成战略合作，在业态融合、技术、供应链、会员系统、支付金融、物流六方面进行深度合作，为消费者带来全新消费体验。在此基础上，6 月集团创新孵化百联 RISO 新零售门店，未来 RISO 或可能借助上市公司优质渠道，共同探索新零售业态发展，创新门店发展模式。公司作为集团 A 股零售上市平台，未来有希望也具备实力承接其后续新零售落地的任务，进一步推动转型升级。

维持盈利预测，维持买入评级。公司区位优势显著，资产质量优异，是国企改革+新零售标杆。聚焦百货商店、连锁超市、购物中心和奥特莱斯核心业态，积极推进门店升级转型和供应链能力提高。子公司联华引入阿里或将催化深化改革，内部经营活力持续焕发。注入义乌生活超市、创新推出百联 RISO 未来新零售有望持续发力。综合来看，我们预测公司 17-19 年 EPS 分别为 0.58/0.64/0.70 元，对应 PE 分别为 26/24/22 倍，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	12,013.63	11,554.41	15,228.01	8,974.02	21,366.02
应收账款	522.43	577.89	328.27	765.76	390.92
预付账款	567.99	547.24	526.63	659.38	587.84
存货	3,393.49	3,530.34	3,449.85	3,748.53	4,052.39
其他	980.70	2,882.22	1,485.92	1,783.37	2,050.61
流动资产合计	17,478.24	19,092.11	21,018.68	15,931.06	28,447.78
长期股权投资	1,064.83	1,074.44	1,074.44	1,074.44	1,074.44
固定资产	12,558.65	13,087.97	13,279.89	13,131.11	12,764.93
在建工程	1,233.40	2,097.51	1,294.50	824.70	524.82
无形资产	2,741.92	2,750.47	2,646.49	2,542.50	2,438.51
其他	7,158.50	7,507.11	7,622.33	7,156.02	7,119.32
非流动资产合计	24,757.30	26,517.49	25,917.64	24,728.77	23,922.01
资产总计	42,235.54	45,609.60	46,936.32	40,659.83	52,369.80
短期借款	552.00	752.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	12,104.97	12,299.28	12,839.24	13,485.17	14,545.44
其他	7,957.97	10,122.67	14,298.67	6,567.35	16,151.24
流动负债合计	20,614.94	23,173.95	27,137.91	20,052.52	30,696.68
长期借款	663.07	674.07	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,645.24	1,735.16	1,746.09	1,708.83	1,730.03
非流动负债合计	2,308.31	2,409.23	1,746.09	1,708.83	1,730.03
负债合计	22,923.24	25,583.18	28,884.00	21,761.35	32,426.71
少数股东权益	4,173.38	3,441.19	3,668.77	3,919.20	4,002.43
股本	1,722.50	1,784.17	1,784.17	1,784.17	1,784.17
资本公积	2,353.72	2,926.77	3,405.44	3,093.35	3,141.85
留存收益	9,890.23	11,349.44	12,599.38	13,195.10	14,156.49
其他	1,172.48	524.84	(3,405.44)	(3,093.35)	(3,141.85)
股东权益合计	19,312.30	20,026.42	18,052.32	18,898.47	19,943.09
负债和股东权益总	42,235.54	45,609.60	46,936.32	40,659.83	52,369.80

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,185.45	767.34	1,036.76	1,140.84	1,254.55
折旧摊销	1,216.06	1,149.20	775.07	802.56	820.05
财务费用	106.69	93.68	(332.82)	(344.47)	(431.83)
投资损失	(556.05)	(276.52)	(269.86)	(367.64)	(304.67)
营运资金变动	(2,529.76)	(1,065.51)	7,410.25	(8,297.86)	10,543.75
其它	2,177.23	1,016.56	228.06	250.43	83.23
经营活动现金流	1,599.62	1,684.75	8,847.45	(6,816.14)	11,965.07
资本支出	1,496.69	2,313.67	49.08	117.26	28.80
长期投资	(7.96)	9.61	0.00	0.00	0.00
其他	(1,908.62)	(5,580.71)	(390.38)	530.17	169.41
投资活动现金流	(419.89)	(3,257.43)	(341.30)	647.42	198.22
债权融资	1,345.07	2,215.16	308.03	409.04	502.06
股权融资	(1,263.13)	856.05	(2,566.33)	120.54	565.53
其他	(2,205.36)	(1,978.23)	(2,574.26)	(614.85)	(838.87)
筹资活动现金流	(2,123.42)	1,092.99	(4,832.55)	(85.27)	228.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(943.69)	(479.69)	3,673.60	(6,253.99)	12,392.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,218.16	47,077.24	49,427.06	51,969.76	55,293.09
营业成本	38,252.70	37,072.27	38,659.47	40,490.86	42,933.01
营业税金及附加	486.71	407.07	461.96	483.01	502.93
营业费用	7,386.55	7,045.79	7,364.63	7,795.46	8,404.55
管理费用	2,282.31	1,980.28	2,075.94	2,234.70	2,488.19
财务费用	(356.51)	(202.31)	(332.82)	(344.47)	(431.83)
资产减值损失	7.88	24.69	16.29	20.49	18.39
公允价值变动收益	6.56	(6.26)	0.48	0.00	0.00
投资净收益	556.05	276.52	269.86	367.64	304.67
其他	(1,125.21)	(540.52)	(540.67)	(735.28)	(609.34)
营业利润	1,721.12	1,019.70	1,451.93	1,657.35	1,682.53
营业外收入	243.33	327.22	286.54	285.70	299.82
营业外支出	38.07	98.09	52.68	62.95	71.24
利润总额	1,926.39	1,248.84	1,685.78	1,880.10	1,911.11
所得税	740.94	481.50	421.45	488.83	573.33
净利润	1,185.45	767.34	1,264.34	1,391.27	1,337.78
少数股东损益	(90.01)	(133.02)	227.58	250.43	83.23
归属于母公司净利润	1,275.46	900.36	1,036.76	1,140.84	1,254.55
每股收益(元)	0.71	0.50	0.58	0.64	0.70

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-3.80%	-4.35%	4.99%	5.14%	6.39%
营业利润	12.18%	-40.75%	42.39%	14.15%	1.52%
归属于母公司净利润	21.89%	-29.41%	15.15%	10.04%	9.97%
获利能力					
毛利率	22.28%	21.25%	21.78%	22.09%	22.35%
净利率	2.59%	1.91%	2.10%	2.20%	2.27%
ROE	8.43%	5.43%	7.21%	7.62%	7.87%
ROIC	-55.99%	30.94%	25.29%	-22.32%	26.41%
偿债能力					
资产负债率	54.27%	56.09%	61.54%	53.52%	61.92%
净负债率	56.54%	47.76%	65.44%	70.63%	62.07%
流动比率	0.85	0.82	0.77	0.79	0.93
速动比率	0.68	0.67	0.65	0.61	0.79
营运能力					
应收账款周转率	93.25	85.57	109.09	95.01	95.61
存货周转率	15.21	13.60	14.16	14.44	14.18
总资产周转率	1.14	1.07	1.07	1.19	1.19
每股指标(元)					
每股收益	0.71	0.50	0.58	0.64	0.70
每股经营现金流	0.90	0.94	4.96	-3.82	6.71
每股净资产	8.49	9.30	8.06	8.40	8.93
估值比率					
市盈率	21.36	30.26	26.28	23.88	21.72
市净率	1.80	1.64	1.89	1.82	1.71
EV/EBITDA	7.11	6.83	4.49	7.36	1.64
EV/EBIT	12.65	15.11	7.60	11.87	2.72

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com