

2014年9月1日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

A股目标价(元) 15
B股目标价(美元) 1.5

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A股价(2014/8/29)	12.43
上证综合指数(2014/8/29)	2217.20
股价12个月高/低	13.53/7.77
总发行股数(百万)	1722.50
A股数(百万)	1240.38
A市值(亿元)	214.11
主要股东	百联集团有限公司(43.50%)
每股净值(元)	7.33
股价/账面净值	1.70
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	8.8 7.2 54.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-8-26	7.76	买入
2013-10-31	9.76	买入
2013-12-12	11.12	买入

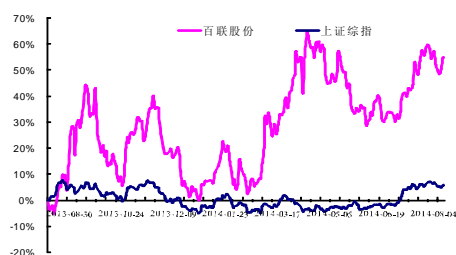
产品组合

连锁超市业务	64.6%
连锁百货业务	31.3%
其他	3.0%

机构投资者占流通A股比例

基金	7.3%
一般法人	44.0%

股价相对大盘走势



百联股份 (600827/900923. SH)

BUY (买入)

百货业务经营稳定，联华超市继续下滑

结论与建议：

公司上半年净利润同比下滑 3.27%，主要是联华超市净利下降 5 成，百货业务利润小幅增长 4.9%。公司百货业务经营稳定，物业价值较高，股息回报率稳定，作为上海国资委旗下优质竞争性资产，未来有望率先实施国资改革，维持公司买入评级。

■ **经营情况：**公司 2014 上半年实现营收 265.88 亿元，YOY 下降 2.03%，2 季度单季实现营收 118.21 亿元，YOY 下降 0.18%。公司在华东、华北和华南地区收入分别下降 3.82%，5.26%、7.64%和 5.44%，由于收购武汉百联奥特莱斯 51%的股权使得华中地区的收入增长了 181.4%。上半年公司实现净利润 7.15 亿元，YOY 减少 3.27%，其中 2Q 净利润 2.99 亿元，YOY 减少 17%。上半年公司毛利提高了 0.55 个百分点至 21.91%，期间费用率提高了 0.79 个百分点至 17.05%。

■ **百货业务：经营情况：**上半年实现营收 91.15 亿元，YOY 下降 0.35%；毛利率提高了 0.76 个百分点至 17.6%；净利润约 6.3 亿元，YOY 增长 4.9%，在好于全行业普遍下滑的整体水准。**门店情况：**上半年公司完成对于收购武汉奥特莱斯工作，此外世博源商业广场购物中心二期开业。未来的储备项目方面有南京奥特莱斯、江阴和川沙购物中心等，公司计划近几年每年新增奥特莱斯和购物中心门店各 1-2 家。

■ **联华超市：经营情况：**联华超市上半年营收 150.23 亿元，YOY 下降 3.7%，同店销售下降 5.37%；毛利率达 14.44%，同比增长 0.26 个百分点；净利润 0.98 亿元，YOY 下降 51.1%，利润下降主要缘于销售额的下降和管理费用提高。2 季度单季营收 61.1 亿元，下降 2.24%；当季亏损 222 万元，而去年同期公司盈利 0.98 亿元。**门店情况：**截至上半年公司共拥有门店 4412 家，相比年初减少 118 家，其中大型超市 157 家，净增加 1 家；标超 2433 家，净减少 36 家；便利店 1822 家，净减少 83 家；联华标超和快餐门店本期均出现净减少。联华超市受到竞争加剧、成本提高等问题影响，近几出现利润持续下降状况，公司通过调整门店以改善经营，鉴于去年下半年亏损 1.38 亿元，基数较低，全年降幅预计将收窄。

■ **盈利预测：**预计 2014 和 2015 年公司实现净利润 10.26 和 11.55 亿元，YoY 减少 0.9%和增长 12.5%，EPS 分别为 0.596 元、0.671 元，A 股 P/E 为 20.9 和 18.5 倍，B 股 P/E 为 13.1 和 11.6 倍。公司拥有物业面积 260 万，其中自有物业 140 万平米，大部分处于上海市核心商业区，保守重估价值 300 亿元，高于目前 200 亿元的总市值。公司百货部分经营稳定，物业价值较高，股息率稳定，作为上海国资委旗下优质竞争性资产，未来有望率先实施国资改革，深入挖掘公司潜在利润（公司期间费用率 17.5%，高于行业平均 14%的水准），维持公司买入评级。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB百万元	1040	1392	1170	1036	1026	1155
同比增减	%	25.63%	33.80%	-15.91%	-11.50%	-0.90%	12.49%
每股盈余 (EPS)	RMB元	0.604	0.808	0.680	0.602	0.596	0.671
同比增减	%	25.63%	33.80%	-15.91%	-11.50%	-0.90%	12.49%
A 股市盈率(P/E)		20.6	15.4	18.3	20.7	20.9	18.5
B 股市盈率(P/E)		12.9	9.6	11.4	12.9	13.1	11.6
股利 (DPS)	X	0.2	0.25	0.25	0.3	0.23	0.3
A 股息率 (Yield)	RMB元	1.61%	2.01%	2.01%	2.41%	1.85%	2.41%
B 股息率 (Yield)	%	2.57%	3.21%	3.21%	3.86%	2.96%	3.86%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业额	43,891	47,015	49,263	51,926	51,829	55,975
经营成本	33,946	36,348	38,493	40,817	40,571	43,829
主营业务利润	9,573	10,215	10,322	10,621	10,786	11,632
销售费用	6,189	6,715	7,101	7,445	7,575	8,116
管理费用	1,767	1,831	1,871	1,987	2,150	2,239
财务费用	4	-172	-318	-337	-333	-364
投资收益	475	684	324	243	248	280
营业利润	2,056	2,518	1,974	1,725	1,633	1,920
补贴收入	138	181	187	241	183	150
税前利润	2,117	2,619	2,131	1,865	1,773	2,030
所得税	509	672	595	617	513	568
少数股东损益	568	555	366	212	234	307
净利润	1,040	1,392	1,170	1,036	1,026	1,155

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	11,616	12,188	12,648	13,173	15,700	18,334
存货	3,058	3,852	3,514	3,800	4,180	4,598
应收帐款	217	688	808	851	936	1,029
流动资产合计	16,324	17,450	17,956	18,890	21,515	24,661
长期投资	4,518	3,733	4,463	1,192	1,252	1,314
固定资产合计	12,234	12,127	11,883	13,025	14,328	15,760
无形资产	2,254	2,543	2,487	2,452	2,575	2,704
资产总计	7,540	19,440	21,030	21,951	20,654	22,278
流动负债合计	36,013	36,890	38,986	40,841	44,418	49,125
长期负债合计	23,020	22,722	23,084	23,939	26,959	30,858
负债合计	616	534	767	940	987	1,036
股东权益合计	23,665	23,256	23,851	24,879	27,946	31,894
负债和股东权益总计	12,348	13,634	15,135	15,962	16,472	17,231

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	5,028	3,548	1,671	3,843	4,036	4,237
投资活动产生的现金流量净额	-635	-220	-1,872	-1,072	-1,125	-1,181
筹资活动产生的现金流量净额	-1,105	-2,762	-740	-348	-383	-422
现金及现金等价物净增加额	3,288	567	-940	2,424	2,527	2,634

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。