



**买入**

**21% ↑**

目标价格:人民币 20.88

原目标价格:人民币 15.66

600827.CH

价格:人民币 17.27

目标价格基础:36倍14年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	79.9	17.2	36.6	78.8
相对上证指数	31.6	(8.5)	0.1	28.8

发行股数(百万)	1,723
流通股(%)	90
流通股市值(人民币百万)	26,644
3个月日均交易额(人民币百万)	595
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
百联集团有限公司	44

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究  
以2014年12月22日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易: 一般零售

唐佳睿, CFA/CAIA

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

# 百联股份

## 资产置换购入三联集团40%股权, 略微提升盈利能力

公司拟将控股子公司联华超市14%股权及位于中山东二路8弄3号房产作为置出资产, 与公司控股股东百联集团所持有的三联集团40%股权进行置换, 差额部分以现金方式补足。我们略微上调公司2014-16年每股收益预测至0.58、0.66、0.73元(之前为0.58、0.64、0.71元), 以2013年为基期未来三年复合增长率为5.7%, 我们将目标价上调为20.88元, 对应2014年36倍市盈率。公司超市部分3季度受景气度下滑、人工成本上涨等影响录得亏损, 拖累公司整体业绩; 鉴于公司未来国企改革带来的效率提升预期和迪斯尼成立后对公司的积极影响, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- **本次交易以14%联华超市股权及部分房产置换三联集团40%股权:** 本次置换的置出资产为联华超市和房产, 其中联华超市的14%股权按H股市价定价, 作价4.96亿元(1.567亿股\*4.01港币/股\*汇率0.789), 中山东二路8弄3号房产1号、2号建筑物合计6977平方米, 作价为7676.9万元, 折合1.1万元/平(我们认为远低于市场价格); 两项置出资产合计5.73亿元。本次置换的置入资产为三联集团40%股权, 作价5.86亿元。百联股份将差额部分1.319万元以现金方式向百联集团补足。
- **置换后百联股份成为三联集团大股东:** 本次置换后, 公司持有联华超市的股份由34.03%下降到20.03%; 而公司将持有三联集团40%股权, 成为第一大股东(二股东为上海新世界集团公司, 持股38%; 三股东为百联集团, 持股17%), 三联集团将纳入公司合并报表范围。
- **资产置换略微增厚盈利能力, 预计增厚2015年每股收益约0.017元:** 三联集团始建于1956年, 是全国唯一一家专业经营钟表、眼镜、照相器材零售批发的企业集团。旗下五品牌亨得利、亨得利、吴良材、茂昌、冠龙均为闻名遐迩的百年老字号。2013年三联集团收入为8.90亿元, 净利润为1.75亿元, 净资产3.38亿元, 置换价格对应其13年市盈率为8.2倍; 而13年联华超市收入为242亿元, 净利润5,116万元, 净资产32.28亿元。从盈利能力来看, 三联集团优于联华超市, 通过资产置换, 百联股份盈利能力将有所加强; 我们假设资产置换于2015年完成, 假设三联集团15年净利润10,000万元(2014年1-8月, 三联集团净利润6,077万元), 联华超市2015年净利润7,000万元(2014年1-9月净利润5,116万元), 则我们计算通过资产置换, 将增厚百联股份净利润约3,020万元。按目前17.22亿股股本计算, 折合每股收益0.0175元(40%\*10,000-14%\*7,000=3,020万); 但从置换净资产看, 三联集团远低于联华超市。联华超市净资产32.28亿, 按14%股权计算约4.52亿, 房产6,977平米, 按2万每平计算价值1.4亿元; 而置入资产三联集团的净资产仅3.38亿元, 按40%股权计算, 仅1.35亿元。本次资产置换履行了公司之前重大资产重组时关于避免同业竞争的相关承诺, 同时提升了盈利能力。

### 评级面临的主要风险

- 新门店培育期过长, 规模扩张时人才管理风险。

### 估值

- 我们略微上调公司2014-16年每股收益预测分别为0.58、0.66、0.73元(之前为0.58、0.64、0.71元), 以2013年为基期未来三年复合增长率为5.7%, 将目标价由15.66元上调为20.88元, 对应2014年36倍市盈率。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	49,263	51,926	53,195	55,252	59,836
变动(%)	n.a.	5	2	4	8
净利润(人民币百万)	1,170	1,036	994	1,140	1,260
全面摊薄每股收益(人民币)	2.238	0.601	0.577	0.662	0.731
变动(%)	n.a.	(73.1)	(4.0)	14.6	10.5
先前预测每股收益(人民币)			0.58	0.64	0.71
调整幅度(%)			0	3.44	2.96
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	28.7	29.9	26.1	23.6
价格/每股现金流量(倍)	5.4	7.7	7.2	13.2	8.5
每股现金流量(人民币)	3.20	2.23	2.40	1.31	2.03
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	6.9	8.9	7.0	5.0
每股股息(人民币)	0.988	0.230	0.133	0.135	0.153
股息率(%)	5.7	1.3	0.8	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	49,263	51,926	53,195	55,252	59,836
销售成本	(38,493)	(40,817)	(41,598)	(43,262)	(46,911)
经营费用	(7,972)	(8,597)	(10,073)	(10,184)	(10,865)
息税折旧前利润	2,798	2,511	1,524	1,806	2,059
折旧及摊销	(1,142)	(1,125)	(216)	(409)	(597)
经营利润(息税前利润)	1,656	1,387	1,308	1,397	1,463
净利息收入/(费用)	359	373	327	280	381
其他收益/(损失)	(1,025)	(1,024)	4	(279)	(387)
税前利润	2,131	1,865	1,639	1,662	1,827
所得税	(595)	(617)	(492)	(499)	(512)
少数股东权益	(366)	(212)	(153)	(24)	(56)
净利润	1,170	1,036	994	1,140	1,260
核心净利润	1,013	896	994	1,140	1,260
每股收益(人民币)	2.238	0.601	0.577	0.662	0.731
核心每股收益(人民币)	1.937	0.520	0.577	0.662	0.731
每股股息(人民币)	0.988	0.230	0.133	0.135	0.153
收入增长(%)	n.a.	5	2	4	8
息税前利润增长(%)	n.a.	(16)	(6)	7	5
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(10)	(39)	19	14
每股收益增长(%)	n.a.	(73)	(4)	15	11
核心每股收益增长(%)	n.a.	(73)	11	15	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	2,131	1,865	1,639	1,662	1,827
折旧与摊销	1,142	1,125	216	409	597
净利息费用	107	119	(281)	(215)	(304)
运营资本变动	5,127	5,049	4,821	5,008	4,859
税金	595	617	492	499	512
其他经营现金流	(7,431)	(4,930)	(2,745)	(5,111)	(3,992)
经营活动产生的现金流	1,671	3,843	4,142	2,252	3,498
购买固定资产净值	0	0	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投资减少/增加	1,037	1,215	(30)	(30)	(30)
其他投资现金流	(2,909)	(2,286)	1,377	300	300
投资活动产生的现金流	(1,872)	(1,072)	(153)	(1,230)	(1,230)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	100	0	0	0
支付股息	(431)	(517)	(396)	(229)	(233)
其他融资现金流	(309)	68	(490)	215	304
融资活动产生的现金流	(740)	(348)	(886)	(14)	72
现金变动	(940)	2,423	3,103	1,007	2,339
期初现金	12,648	13,173	16,275	17,283	19,622
公司自由现金流	265	3,264	4,035	1,087	2,344
权益自由现金流	157	3,249	4,100	1,157	2,422

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	12,648	13,173	16,275	17,283	19,622
应收帐款	249	242	196	204	221
库存	3,514	3,800	4,556	4,739	5,140
其他流动资产	1,559	1,536	1,577	1,617	1,706
流动资产总计	17,956	18,890	22,604	23,843	26,689
固定资产	11,317	11,425	12,974	14,306	15,412
无形资产	2,487	2,452	2,337	2,227	2,123
其他长期资产	6,771	7,683	6,536	6,435	6,366
长期资产总计	20,847	21,849	22,047	23,168	24,101
总资产	38,803	40,739	44,651	47,010	50,790
应付帐款	5,626	5,977	6,656	6,922	7,506
短期债务	1,331	721	0	0	0
其他流动负债	16,127	17,241	20,770	21,929	24,042
流动负债总计	23,084	23,939	27,425	28,851	31,548
长期借款	0	100	100	100	100
其他长期负债	584	738	412	412	412
股本	1,722	1,722	1,722	1,722	1,722
储备	10,526	11,195	11,793	12,703	13,730
股东权益	12,249	12,917	13,515	14,426	15,453
少数股东权益	2,886	3,045	3,198	3,222	3,277
总负债及权益	38,803	40,739	44,651	47,010	50,790
每股帐面价值(人民币)	23.42	7.50	7.85	8.37	8.97
每股有形资产(人民币)	5.67	6.08	6.49	7.08	7.74
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.57)	(7.17)	(9.39)	(9.98)	(11.33)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	5.7	4.8	2.9	3.3	3.4
息税前利润率(%)	3.4	2.7	2.5	2.5	2.4
税前利润率(%)	4.3	3.6	3.1	3.0	3.1
净利率(%)	2.4	2.0	1.9	2.1	2.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	15.3	12.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.7	28.7	29.9	26.1	23.6
核心业务市盈率(倍)	8.9	33.2	29.9	26.1	23.6
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	10.8	40.2	36.2	31.6	28.6
市净率(倍)	0.7	2.3	2.2	2.1	1.9
价格/现金流(倍)	5.4	7.7	7.2	13.2	8.5
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	6.6	6.9	8.9	7.0	5.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	33.3	32.7	36.7	39.2	38.4
应收帐款周转天数	1.8	1.7	1.5	1.3	1.3
应付帐款周转天数	41.7	42.0	43.3	44.8	44.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	44.2	38.2	23.1	20.4	20.9
净资产收益率(%)	9.6	8.0	7.5	8.2	8.4
资产收益率(%)	3.1	2.3	2.1	2.1	2.2
已运用资本收益率(%)	12.9	11.2	8.1	8.5	8.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371