

2015年4月21日

张露

[zhanglu@e-capital.com.cn](mailto:zhanglu@e-capital.com.cn)

A 股目标价(元) 21  
B 股目标价(美元) 2.5

**公司基本资讯**

|                   |                  |     |      |
|-------------------|------------------|-----|------|
| 产业别               | 商业贸易             |     |      |
| B 股价(2015/4/20)   | 1.74             |     |      |
| 上证综合指数(2015/4/20) | 4287.30          |     |      |
| 股价 12 个月高/低       | 1.77/1.179       |     |      |
| 总发行股数(百万)         | 1722.50          |     |      |
| 流通 B 股数(百万)       | 179.72           |     |      |
| 总市值(亿美元)          | 29.97            |     |      |
| 主要股东              | 百联集团有限公司(43.67%) |     |      |
| 每股净值(元)           | 9.27             |     |      |
| 股价/账面净值           | 0.19             |     |      |
|                   | 一个月              | 三个月 | 一年   |
| 股价涨跌(%)           | 0.0              | 6.7 | 38.0 |

**近期评等**

| 出刊日期       | 前日收盘  | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2014-8-30  | 1.265 | 买入 |
| 2014-10-31 | 1.318 | 买入 |
| 2015-1-22  | 1.681 | 买入 |

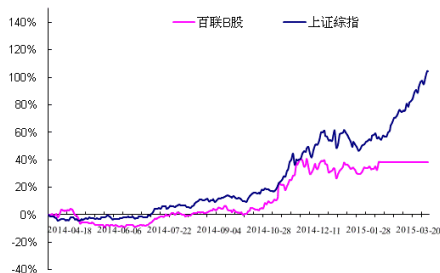
**产品组合**

|      |       |
|------|-------|
| 连锁超市 | 34.2% |
| 综合百货 | 61.8% |
| 连锁建材 | 0.8%  |

**机构投资者占流通 A 股比例**

|      |        |
|------|--------|
| 基金   | 8.68%  |
| 一般法人 | 44.01% |

**股价相对大盘走势**



**百联股份(600827&900923.SH)**

**Buy (买入)**

**定向增发方案确定, 迈出国企改革重要一步**

**结论与建议:**

公司公布定向增发计划, 将获注集团资产及 30 亿元资金。公司近期连续公布资产出售、置换和定向增发计划, 通过引入战略投资和剥离亏损资产以实现业绩的实质性改善。鉴于国企改革带来的利润改善预期强烈, 维持公司买入的投资建议。

■ **定向增发:** 公司计划非公开发行股票 2.6 亿股, 发行价格 15.28 元。其中百联集团以其所持百联中环购物中心(年净利润 5614 万元) 49%股权和崇明购物中心(今年底开业) 51%股权, 两者合计估值 9.27 亿元, 认购非公开发行股份 6064 万股。国开金融、珠海沐珊投、上海并购基金和上海净涌投资分别以现金认购股权 6544 万、1.1 亿、1963 万和 1308 万股, 合计出资 30.5 亿元。所获现金中 14.2 亿元用于投入南京百联奥特莱斯广场、百联川沙购物中心, 剩余 16.3 亿元用于补充流动资金。

■ **对公司影响:** 1) 百联中环 49%股权将增厚公司年净利润约 3000 万元。2) 崇明购物中心, 及公司在建的南京百联奥特莱斯广场(位于汤山温泉度假区, 2015 年开业)和百联川沙购物中心(临近即将开业的上海迪士尼, 2016 年开业)盈利前景良好, 预计成熟后将给公司年贡献净利润 3 亿元。3) 16 亿元补充流动资金预计增加公司年财务收益 7000 万元。

■ **转让联华超市股权:** 此前公司公告拟以 7.33 亿港元向永辉超市转让子公司联华超市 21%股权。转让后公司仍持有联华超市 20.03%, 加上托管百联集团拥有的 22.7%的股权, 仍然为联华超市的实际控制人。扣除所得税后, 此次转让对公司产生净投资收益 1.6 亿元。由于竞争压力较大、网购冲击及经营效率不高, 联华超市 2010 年至 2014 年, 净利润从 6.22 亿元下降至 3103 万元, 年均复合下降 49.45%。而永辉超市在国内零售企业经营中一直保持较好水准, 2014 年在行业整体下降情况下仍然实现了 18%的利润增速, 且正在和上蔬集团合作上海农贸市场专案, 在供应链方面有一定优势, 有望给联华超市业绩带来改善。

■ **经营分析: 总体:** 公司 2014 年实现营业收入 511.6 元, 同比下降 1.47%, 净利润 10.46 亿元, 同比增长 1.02%, 每股收益 0.607 元, 扣除置政府补助增加影响后, 主业利润下降 11%。4Q 单季公司实现营收 128.66 亿元, YOY 下降 0.64%, 净利润 1.67 亿元, YOY 增长 32.6%, 扣除置政府补助增加影响后, YOY 主业利润下降 20%。**分业务:** 全年百货业务营收 174.8 亿元, YOY 增长 2.64%, 净利润约为 8.5 亿元, 下降 10%。联华超市营收 315 亿元, YOY 下降 4%, 净利润 3103 万元, YOY 下降 41%。

■ **盈利预测:** 公司定向增发方案确定, 引入战略投资。且公司近期连续和集团公司进行资产置换和出售, 剥离了亏损的好美家建材连锁, 出售了业绩利润持续下降的联华超市部分股权, 业绩改善的意愿强烈。预计 2015 和 2016 年公司实现净利润 12.65 和 14.9 亿元, 同比增长 20.9%和 17.9%, 我们预计增发在年内完成, 摊薄后的 EPS 为 0.64 元、0.75 元, 公司股价对应 A 股 PE 为 28.8、24.4 倍, B 股 PE 为 16.9、14.3 倍, 鉴于公司国企改革带来的利润改善预期强烈, 维持买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2011   | 2012    | 2013    | 2014  | 2015E  | 2016E  |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|-------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 1392   | 1170    | 1036    | 1046  | 1265   | 1491   |
| 同比增减            | %       | 33.80% | -15.91% | -11.50% | 1.02% | 20.87% | 17.86% |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.808  | 0.680   | 0.602   | 0.608 | 0.638  | 0.752  |
| 同比增减            | %       | 33.80% | -15.91% | -11.50% | 1.02% | 4.99%  | 17.86% |
| A 股市盈率(P/E)     | X       | 22.7   | 27.0    | 30.5    | 30.2  | 28.8   | 24.4   |
| B 股市盈率(P/E)     | X       | 13.3   | 15.8    | 17.9    | 17.7  | 16.9   | 14.3   |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.25   | 0.3     | 0.23    | 0.23  | 0.25   | 0.25   |
| 股息率 (Yield)     | %       | 1.36%  | 1.63%   | 1.25%   | 1.25% | 1.36%  | 1.36%  |

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

| 人民币百万元 | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额    | 47,015 | 49,263 | 51,926 | 51,164 | 52,915 | 58,207 |
| 经营成本   | 36,348 | 38,493 | 40,817 | 40,107 | 41,397 | 45,401 |
| 主营业务利润 | 10,215 | 10,322 | 10,621 | 10,571 | 11,031 | 12,270 |
| 销售费用   | 6,715  | 7,101  | 7,445  | 7,520  | 7,813  | 8,440  |
| 管理费用   | 1,831  | 1,871  | 1,987  | 2,084  | 2,123  | 2,212  |
| 财务费用   | -172   | -318   | -337   | -295   | -306   | -349   |
| 投资收益   | 684    | 324    | 243    | 277    | 730    | 300    |
| 营业利润   | 2,518  | 1,974  | 1,725  | 1,534  | 2,132  | 2,267  |
| 补贴收入   | 181    | 187    | 241    | 289    | 160    | 180    |
| 税前利润   | 2,619  | 2,131  | 1,865  | 1,801  | 2,252  | 2,407  |
| 所得税    | 672    | 595    | 617    | 568    | 690    | 674    |
| 少数股东损益 | 555    | 366    | 212    | 187    | 297    | 243    |
| 净利润    | 1,392  | 1,170  | 1,036  | 1,046  | 1,265  | 1,491  |

附二: 合并资产负债表

| 百万元       | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金      | 12,188 | 12,648 | 13,173 | 12,881 | 17,317 | 19,864 |
| 存货        | 3,852  | 3,514  | 3,800  | 3,079  | 3,386  | 3,725  |
| 应收帐款      | 688    | 808    | 851    | 990    | 1,088  | 1,197  |
| 流动资产合计    | 17,450 | 17,956 | 18,890 | 17,667 | 22,491 | 25,487 |
| 长期投资      | 3,733  | 4,463  | 1,192  | 1,276  | 1,339  | 1,406  |
| 固定资产合计    | 12,127 | 11,883 | 13,025 | 12,579 | 13,837 | 14,528 |
| 无形资产      | 2,543  | 2,487  | 2,452  | 2,833  | 2,975  | 3,123  |
| 非流动资产合计   | 19,440 | 21,030 | 21,951 | 26,370 | 26,151 | 27,058 |
| 资产总计      | 36,890 | 38,986 | 40,841 | 44,037 | 49,303 | 53,139 |
| 流动负债合计    | 22,722 | 23,084 | 23,939 | 22,659 | 22,946 | 25,632 |
| 长期负债合计    | 534    | 767    | 940    | 2,196  | 2,306  | 2,422  |
| 负债合计      | 23,256 | 23,851 | 24,879 | 24,855 | 25,252 | 28,054 |
| 股东权益合计    | 13,634 | 15,135 | 15,962 | 19,182 | 24,050 | 25,085 |
| 负债和股东权益总计 | 36,890 | 38,986 | 40,841 | 44,037 | 49,303 | 53,139 |

附三: 合并现金流量表

| 百万元           | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 3,548  | 1,671  | 3,843  | 2,029  | 2,840  | 3,976  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -220   | -1,872 | -1,072 | -1,051 | -1,103 | -1,158 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -2,762 | -740   | -348   | -274   | 2,698  | -270   |
| 现金及现金等价物净增加额  | 567    | -940   | 2,424  | 704    | 4,435  | 2,548  |

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)有限公司不对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@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@。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。