

2015年8月31日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

A 股目标价(元) 20
B 股目标价(美元) 2

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2015/8/31)	16.98
上证综合指数(2015/8/31)	3205.99
股价 12 个月高/低	26.36/11.49
总发行股数 (百万)	1722.50
流通 A 股数 (百万)	1542.78
总市值 (亿美元)	292.48
主要股东	百联集团有限公司(43.67%)
每股净值 (元)	9.42
股价/账面净值	1.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.2 -28.1 37.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-31	1.318	买入
2015-1-22	1.681	买入
2015-4-21	1.740	买入

产品组合

连锁超市	61.8%
综合百货	34.2%
连锁建材	3.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.3%
一般法人	55.9%

股价相对大盘走势



百联股份(600827&900923.SH)

Buy (买入)

可比利润稳步增长，长期关注国企改革

结论与建议:

公司上半年可比利润增长 2.5%，在同业中处于较好水平，综合百货业务稳步增长，联华超市利润仍有明显下降。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。

■ **公司业绩:** 上半年公司实现营业收入 253.9 亿元，YOY 下降 4.5%，净利润 11.02 亿元，YOY 增长 49.45%，扣除出售好美家建材的投资收益影响，可比利润增长 2.5%。公司优化产品结构并提高自营比例，使得公司的毛利率提高了 0.4 个百分点至 22.31%，由于收入下降及各项成本提高，使得期间费用率提高了 0.28 个百分点至 17.33%。

■ **分务情况: 综合百货业务:** 上半年实现营收 92.76 亿元，YOY 增长 1.77% 净利润约为 7.2 亿元，YOY 增长 8%。上半年公司无新项目，下半年将有南京奥特莱斯广场开业，使得公司奥特莱斯门店增加致 5 家。**联华超市:** 上半年实现营收 140.78 亿元，YOY 下降 6.3%，其中可比门店销售下降 6.31%，净利润 2100 万元，YOY 下降 78.5%。本期公司相比年初净减少 96 家至 4195 家，仍然处于经营调整期，净利润年复合下降率超过 50%。目前公司已计划以 7.33 亿港元向永辉超市转让子公司联华超市 21% 股权，并以联华超市 14% 的股权向控股股东置换三联集团 40% 股权。上述两项交易全部完成后公司对联华超市的持股比例下降为 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。永辉超市在国内零售企业经营中一直保持较好水准，上半年在行业整体下降情况下仍然实现了 17% 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。

■ **盈利预测:** 公司近期分别公布了：定向增发、资产置换和出售等计划，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 2015-2017 年公司实现净利润 14.11、13.72 和 15.64 亿元，同比增长 34.84%、-2.74% 和 13.95%，主业利润分别为：10.61、13.72 和 15.64 亿元，同比增长 1.39%、29.35% 和 13.95%，我们预计增发在年内完成，摊薄后的 EPS 为 0.71、0.69、0.79 元，公司股价对应 A 股 PE 为 23.9、24.5 和 22.4 倍，B 股 PE 为 14.5、15.3 和 13.4 倍，鉴于公司国企改革及上海迪斯尼给公司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		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1170	1036	1046	1411	1372	1564
同比增减	%	-15.91%	-11.50%	1.02%	34.84%	-2.74%	13.95%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.680	0.602	0.608	0.712	0.692	0.789
同比增减	%	-15.91%	-11.50%	1.02%	17.12%	-2.74%	13.95%
A 股市盈率(P/E)	X	25.0	28.2	27.9	23.9	24.5	21.5
B 股市盈率(P/E)	X	15.2	17.1	17.0	14.5	14.9	13.1
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.23	0.23	0.25	0.25	0.25
股息率 (Yield)	%	1.77%	1.35%	1.35%	1.47%	1.47%	1.47%

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	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	49,263	51,926	51,164	50,951	56,047	60,530
经营成本	38,493	40,817	40,107	39,828	43,716	47,214
主营业务利润	10,322	10,621	10,571	10,634	11,815	12,760
销售费用	7,101	7,445	7,520	7,521	8,183	8,837
管理费用	1,871	1,987	2,084	2,122	2,242	2,300
财务费用	-318	-337	-295	-342	-336	-363
投资收益	324	243	277	701	350	400
营业利润	1,974	1,725	1,534	2,038	2,076	2,385
补贴收入	187	241	289	157	180	180
税前利润	2,131	1,865	1,801	2,170	2,216	2,525
所得税	595	617	568	543	621	707
少数股东损益	366	212	187	216	223	255
净利润	1,170	1,036	1,046	1,411	1,372	1,564

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	12,648	13,173	12,881	17,317	19,864	24,242
存货	3,514	3,800	3,079	3,386	3,725	4,098
应收帐款	808	851	990	1,088	1,197	1,317
流动资产合计	17,956	18,890	17,667	22,491	25,487	30,356
长期投资	4,463	1,192	1,276	1,339	1,406	1,477
固定资产合计	11,883	13,025	12,579	13,837	14,528	15,255
无形资产	2,487	2,452	2,833	2,975	3,123	3,280
非流动资产合计	21,030	21,951	26,370	26,151	27,058	28,011
资产总计	38,986	40,841	44,037	49,303	53,139	58,891
流动负债合计	23,084	23,939	22,659	22,800	25,604	30,167
长期负债合计	767	940	2,196	2,306	2,422	2,543
负债合计	23,851	24,879	24,855	25,106	28,026	32,710
股东权益合计	15,135	15,962	19,182	24,196	25,113	26,181
负债和股东权益总计	38,986	40,841	44,037	49,303	53,139	58,891

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	1,671	3,843	2,029	2,840	3,976	5,567
投资活动产生的现金流量净额	-1,872	-1,072	-1,051	-1,103	-1,158	-1,216
筹资活动产生的现金流量净额	-740	-348	-274	2,698	-270	27
现金及现金等价物净增加额	-940	2,424	704	4,435	2,548	4,377

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。