



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 28 日

零售行业

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

推荐

百联股份(600631.CH)

业绩符合预期，下半年增长有望提速

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	8,752	8,429	9,177	10,137	11,901
(+/-%)	-2.7%	-3.7%	8.9%	10.5%	17.4%
利润总额	465	614	562	651	836
(+/-%)	45.7%	32.1%	-8.6%	15.8%	28.5%
净利润	275	355	357	386	496
(+/-%)	38.2%	28.9%	0.5%	8.1%	28.7%
考虑房地产项目的净利润	275	354.8	357	439	580
(+/-%)	38.2%	28.9%	0.5%	23.1%	32.1%
每股收益 (元)	0.25	0.32	0.32	0.35	0.45
每股经营现金流 (元)	0.82	0.93	1.02	1.38	1.52
市盈率	55.6	43.1	42.9	39.7	30.8
考虑房地产项目的市盈率				34.9	26.4
市净率	3.8	2.8	2.8	2.6	2.4
股价/经营现金流	17.0	14.9	13.7	10.1	9.1
EV/EBITDA(倍)	24.8	23.6	21.5	22.0	18.2
净资产收益率 (%)	7.4%	7.7%	7.7%	7.9%	9.5%
投入资本回报率 (%)	5.9%	4.4%	3.9%	4.1%	5.2%
股息收益率 (%)	1.3%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%

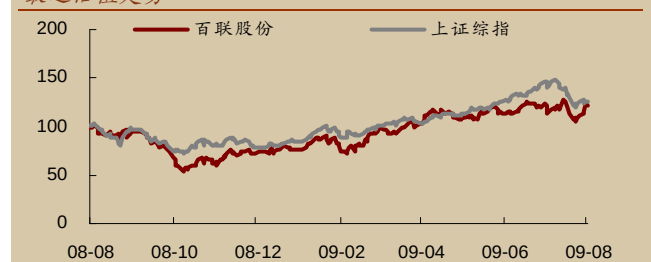
股票信息

当前股价	13.9
股票代码	600631.CH
日成交量 (百万股)	16
52周最高价/最低价	14.78/6.01
总市值(百万)	15304
目前总股数 (百万股)	1101
其中: 流通股 (百万股)	727
主要股东 (持股比例)	百联集团(44.01%)

最近估值走势

	1周变动	1月变动	3月变动	年初以来变动
百联股份	11.3	-1.1	11.3	63.7
上证综指	1.2	-14.2	11.9	61.8
零售指数	9.5	-3.8	9.8	53.5

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

上半年业绩符合预期

百联股份上半年实现营业收入 53.5 亿元, 同比增长 9.4%; 净利润 2.09 亿元, 同比增长 1.8%, 符合预期。其中, 在收入增长加快和良好费用控制下, 公司 2 季度利润总额增长达到 14.3%, 提速明显。但是受少数股东权益增加影响, 2 季度单季季利润微降 1.9%。

正面:

- 收入增长加快, 毛利率较 1 季度有所提升。公司 2 季度收入增长 12%, 较 1 季度 7.7% 的增速明显加快。2 季度毛利率达到 27.6%, 较 1 季度提升了 2.4 个百分点, 显示出其毛利率已趋于稳定并获得提升, 但是去年高基数效应仍使其同比下降 1.7 个百分点。
- 费用控制有效, 经营能力稳步提升。上半年, 公司营业和管理费用合计同比增长 7.4%, 慢于收入的增幅, 显示出良好的费用控制能力。在收入增长加快和费用控制下, 公司 2 季度利润总额增长达到 14.3%, 提速明显。

负面:

- 少数股东权益影响业绩表现。上半年受少数股东权益增长 27% 影响 (主要来自八百伴), 公司业绩同比微增。我们认为, 下半年公司整体业绩加速将会弥补少数股东权益增长带来的影响。同时, 公司公告收购青浦奥特莱斯剩余 4.97% 的股权 (1H09 净利润 2225 万元), 也会对盈利起到一定支撑作用。

发展趋势和盈利预测:

公司集中一线城市运营, 商圈优势明显, 预计下半年在消费复苏和低基数效应拉动下, 盈利增速将会显著提升。

目前公司上半年盈利已占我们全年预测的 54% 左右, 考虑到其下半年重庆百联购物中心的开业, 审慎起见, 暂时维持预测。我们预计, 公司 2009-2010 年净利润增速至少能够达到 8% 和 28%, 且由于世博会的存在 2010 年的反转较其它公司更为确定。

估值与建议:

我们认为公司突出的资产价值可为股价提供良好支持, 同时其在世博会、集团重组和上海区域性振兴政策中也有望实质性获益, 合理价格区间 14.8-17.6 元。需适当提示的风险是若仅以市盈率而言, 公司估值已不便宜。

图表 1：季度业绩分析

百万元	1Q08	2Q08	1H08	3Q08	4Q08	2008A	1Q09	2Q09	1H09	1Q09 YoY	2Q09 YoY	1H09 YoY	中金评论
营业收入	2,929	1,960	4,889	1,895	2,393	9,177	3,153	2,195	5,349	7.7%	12.0%	9.4%	2季度销售增长12%，较1季度7.7%的水平明显加快 上半年营业和管理费用合计同比增长7.4%，慢于收入的增幅，显时出良好的费用控制能力
营业成本	-2,160	-1,384	-3,545	-1,343	-1,741	-6,628	-2,358	-1,588	-3,947	9.2%	14.7%	11.3%	
营业税金及附加	-32	-18	-49	-23	-39	-111	-40	-21	-61	26.3%	16.1%	22.6%	
销售费用	-205	-175	-380	-156	-236	-772	-206	-174	-380	0.3%	-0.3%	0.0%	
管理费用	-228	-213	-442	-231	-221	-893	-269	-234	-503	17.8%	9.7%	13.8%	
财务费用	-80	-55	-135	-59	-57	-250	-57	-51	-108	-28.7%	-6.1%	-19.5%	
资产减值损失	1	-4	-3	0	-9	-12	1	2	3	-37.5%	-151.2%	-205.8%	
公允价值变动	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
投资净收益	6	12	18	3	-4	17	0	2	2	-92.8%	-87.2%	-89.0%	
营业利润	230	123	354	87	87	527	225	131	356	-2.4%	6.0%	0.5%	
营业外收入	0	2	2	8	36	45	0	5	6	12.9%	236.9%	219.0%	2季度利润总额增长14%，业绩稳步提升 八百伴带来少数股东权益增加使净利润增速受到一定影响
营业外支出	-0	-6	-6	-0	-5	-11	-0	-0	-0	-44.4%	-98.8%	-98.0%	
利润总额	230	119	349	95	118	562	225	136	361	-2.4%	14.3%	3.3%	
减：所得税	-62	-34	-96	-35	1	-130	-51	-39	-90	-17.3%	16.0%	-5.5%	
有效税率	26.7%	28.5%	27.3%	36.7%	-0.4%	23.1%	22.7%	28.9%	25.0%	-4.1%	0.4%	-2.3%	
少数股东损益	37	12	49	17	10	75	37	25	62	0.5%	110.1%	27.1%	
净利润	132	73	205	43	108	357	137	72	209	3.8%	-1.9%	1.8%	
毛利率	26.2%	29.4%	27.5%	29.1%	27.3%	27.8%	25.2%	27.6%	26.2%	-1.0%	-1.7%	-1.3%	整体费用率略有下降
销售费用率	7.0%	8.9%	7.8%	8.2%	9.9%	8.4%	6.5%	7.9%	7.1%	-0.5%	-1.0%	-0.7%	
管理费用率	7.8%	10.9%	9.0%	12.2%	9.2%	9.7%	8.5%	10.7%	9.4%	0.7%	-0.2%	0.4%	
营业利润率	7.9%	6.3%	7.2%	4.6%	3.6%	5.7%	7.1%	6.0%	6.6%	-0.7%	-0.3%	-0.6%	
净利润率	4.5%	3.7%	4.2%	2.3%	4.5%	3.9%	4.3%	3.3%	3.9%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 1：百联股份下属门店基本情况

编号	门店	面积（万平方米）	控股比例	物业	备注	开业时间
1	东方商厦（徐汇店）	3.2	100%	租赁	都市型	1993年1月
2	八百伴	13.0	64%	自有	都市型	1995年12月
3	新华联	2.6	70%	自有	都市型	1996年12月
4	东方商厦杨浦店（华联杨浦）	3.2	100%	自有	都市型	2001年12月
5	东方商厦南京东路店	5.5	100%	自有	都市型	2005年1月
6	东方商厦（宁波店）	2.0	90%	自有	都市型	2006年1月收购
7	东方商厦嘉定店	1.0	100%	租赁	都市型	2008年1月
8	市百一店	2.5	100%	自有	老字号	1949年10月
9	时装商店	0.6	100%	租赁	老字号	1991年改造
10	妇女用品商店	0.1	100%	自有	老字号	2005年3月翻新
11	永安百货	3.4	100%	自有	老字号	2005年4月翻新
12	中联商厦	0.6	50%	自有	社区百货	1993年11月
13	上海一百松江店	0.3	100%	自有	社区百货	1994年12月
14	华联普陀	1.2	90%	租赁	社区百货	2000年12月
15	华联张杨	0.9	100%	自有	社区百货	2003年9月
16	青浦奥特莱斯名品折扣店	12.0	95%	自有	名品折扣店	2006年4月
17	浦东华联购物中心	2.0	100%	自有	购物中心	2002年1月
18	百联中环购物中心	24.0	51%	自有	购物中心	2006年12月
19	上海又一城	12.0	100%	自有	购物中心	2007年4月
20	一百商城	4.2	100%	自有	购物中心	2007年12月
21	南上海购物中心	4.5	100%	租赁	购物中心	2008年1月
22	沈阳购物中心	10.3	100%	自有	购物中心	2008年1月
合计		109.2				
其中自有物业面积		80.6				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图 1: 百联股份持有的有价证券

代码	公司	持有股数	股价	投资成本(亿)	目前市值(亿)
600837	海通证券	214,471,652	14.56	3.00	31.23
600626	申达股份	3,203,693	7.32	0.05	0.23
600616	金枫酒业	1,000,000	16.66	0.01	0.17
601328	交通银行	2,404,200	7.26	0.03	0.17
600613	永生数据	1,694,274	10.34	0.07	0.18
600650	锦江投资	676,808	14.19	0.02	0.10
600630	龙头股份	1,090,000	9.73	0.03	0.11
600622	嘉宝实业	851,760	8.32	0.02	0.07
600638	新黄浦	432,350	13.13	0.01	0.06
600617	联华合纤	576,000	6.45	0.02	0.04
合计				3.25	32.34

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 1: 百联股份 NAV 测算

资产价值测算	单价(万/平米)	面积(万平米)	资产价值
自有商业物业价值			(亿元)
-大型购物中心	1.6	41.0	66
-百货门店	2.0	39.6	80
商业物业价值合计			147
商业物业房地产开发今年竣工物业	1.2	12.8	15
持有股票市值(海通证券等)			32
非上市公司投资			0
银行负债			-37
银行存款			5
NAV合计			163
每股NAV			14.8
目前市值	股价	13.9	153
NAV高出市值			7%
若按2.2万元/平米计算的商业物业价值	2.2		177
NAV合计			194
每股NAV			17.6
NAV高出市值			27%

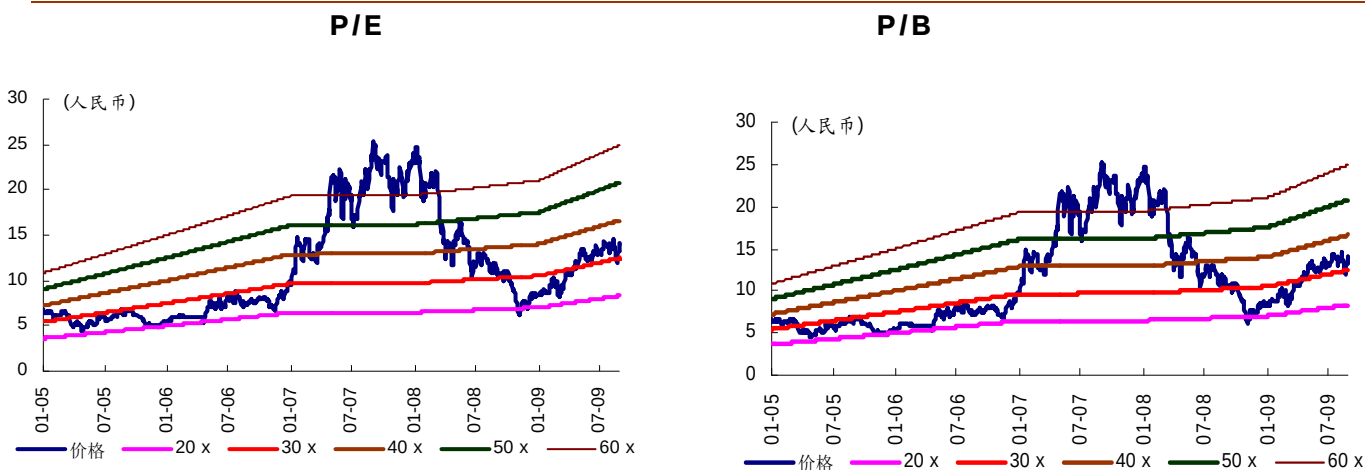
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底 净利润CAGR	市净率	PEG
					2008A	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		2009E	
百货类公司																			
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	11.14	31,181	848	26.9%	985	16.2%	1163	18.0%	0.35	0.40	0.46	31.6	27.8	24.4	17.1%	6.6	1.85
	825.HK	新世界	6.10	10,285	466	94.8%	513	10.1%	591	14.9%	0.28	0.30	0.35	22.1	20.3	17.4	12.6%	2.5	1.75
	600694.CH	大商股份	34.50	10,133	232	-0.2%	232	0.3%	283	21.7%	0.79	0.79	0.96	43.8	43.6	35.8	10.5%	3.1	4.17
	600859.CH	王府井	30.04	11,805	344	29.2%	395	14.8%	482	22.0%	0.88	1.01	1.23	34.3	29.9	24.5	18.4%	3.6	1.87
高档定位	000987.CH	广州友谊	20.55	7,377	257	34.6%	307	19.2%	384	25.2%	0.70	0.85	1.07	29.3	24.1	19.2	22.2%	6.4	1.32
区域型	600631.CH	百联股份	13.90	15,304	357	0.5%	386	8.2%	496	28.6%	0.32	0.35	0.45	42.9	39.7	30.8	18.0%	2.4	2.39
	考虑商业地产开发收益						439	23.1%	580	32.1%		0.40	0.53		34.9	26.4	27.5%	2.4	1.56
	600628.CH	上海新世界	12.07	6,419	163	6.4%	180	10.5%	218	21.1%	0.31	0.34	0.41	39.4	35.7	29.4	15.7%	3.8	2.51
	000417.CH	合肥百货(经营性)	9.65	4,629	127	46.0%	158	24.3%	206	30.8%	0.26	0.33	0.43	36.5	29.4	22.5	27.5%	3.9	1.33
	1212.HK	利福国际	11.38	19,300	958	1.4%	856	-10.6%	996	16.4%	0.57	0.51	0.60	19.8	22.2	19.1	2.0%	2.8	-
	1833.HK	银泰百货	5.15	9,270	272	-8.7%	340	25.0%	423	24.4%	0.18	0.21	0.26	29.3	24.0	19.9	24.7%	2.2	1.19
	3308.HK	金鹰商贸	11.12	20,215	480	35.0%	622	29.6%	800	28.6%	0.30	0.39	0.48	37.1	28.6	23.0	29.1%	7.6	1.27
	600858.CH	银座股份	20.28	4,767	137	16.7%	212	55.3%	262	23.6%	0.58	0.67	0.83	34.9	30.1	24.4	23.6%	3.3	1.48
	600697.CH	欧亚集团	19.29	3,069	106	36.6%	122	14.7%	148	21.3%	0.67	0.77	0.93	28.8	25.2	20.7	17.9%	3.6	1.61
	600693.CH	东百集团	7.81	2,681	99	66.6%	111	12.1%	136	22.5%	0.29	0.32	0.40	27.1	24.1	19.7	17.2%	2.9	1.57
	600785.CH	新华百货	21.29	3,680	108	32.8%	152	40.7%	172	13.2%	0.63	0.88	1.00	34.1	24.2	21.4	26.2%	4.5	1.30
	600729.CH	重庆百货	22.40	4,570	163	61.4%	170	4.5%	198	16.5%	0.80	0.83	0.97	28.1	26.9	23.1	10.3%	4.7	2.72
	002187.CH	广百股份	26.29	4,206	142	29.4%	153	7.7%	192	25.5%	0.89	0.96	1.20	29.6	27.5	21.9	16.3%	4.1	1.82
000501.CH	鄂武商	12.60	6,391	180	15.6%	218	20.8%	262	20.2%	0.36	0.43	0.52	35.4	29.3	24.4	20.5%	4.2	1.73	
600828.CH	成商集团	20.70	4,205	102	40.8%	119	16.7%	146	22.7%	0.50	0.59	0.72	41.2	35.3	28.8	19.6%	7.9	2.10	
002277.CH	家润多	30.40	5,898	120	31.0%	147	22.7%	175	18.6%	0.62	0.76	0.90	49.1	40.0	33.7	20.6%	3.9	2.38	
金饰																			
	600612.CH	老凤祥	25.26	8,510	70	-32.1%	190	170.9%	285	50.0%	0.21	0.56	0.85	121.3	44.8	29.9	101.6%	4.2	1.19
	600655.CH	豫园商城	17.70	14,134	329	-56.8%	420	27.8%	510	21.4%	0.41	0.53	0.64	43.0	33.7	27.7	24.6%	3.3	1.75
商业地产开发																			
	000882.CH	华联股份	7.58	3,743	50	96.3%	103	104.8%	117	14.1%	0.10	0.21	0.24	74.5	36.4	31.9	52.9%	2.4	1.41
	600415.CH	小商品城	38.90	26,468	609	67.9%	850	39.7%	1056	24.2%	0.89	1.25	1.55	43.5	31.1	25.1	31.7%	3.0	1.37
超市类公司																			
大型综合超市	600361.CH	华联综超	8.91	4,320	117	-48.4%	130	11.2%	151	16.4%	0.24	0.27	0.31	36.9	33.2	28.5	13.8%	2.3	2.68
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	9.49	5,319	172	36.6%	202	17.5%	247	22.3%	0.24	0.28	0.34	40.2	34.2	28.0	19.9%	3.1	2.02
	002251.CH	步步高	24.05	6,502	163	31.7%	188	15.5%	225	19.7%	0.60	0.70	0.83	39.9	34.6	28.9	17.6%	4.4	2.27
	002264.CH	新华都	27.63	2,953	65	43.2%	80	24.1%	101	26.3%	0.61	0.75	0.94	45.3	36.9	29.2	24.5%	4.8	1.85
	814.HK	京客隆	5.18	2,135	157	39.9%	160	2.1%	188	17.5%	0.44	0.44	0.50	11.7	11.7	10.3	9.4%	1.2	1.24
	980.HK	联华超市	15.32	9,529	388	44.7%	429	10.5%	507	18.0%	0.73	0.78	0.89	21.1	19.5	17.1	14.2%	3.7	1.49
	8277.HK	物美集团	12.52	15,279	361	26.8%	431	19.3%	489	13.5%	0.34	0.40	0.44	36.4	31.2	28.4	16.3%	5.3	2.23
家电及电子消费品																			
	493.HK	国美电器	2.10	31,616	1842	-2.2%	1,400	-24.0%	1,578	12.7%	0.12	0.09	0.10	17.6	23.6	21.7	-7.4%	3.5	-
	002024.CH	苏宁电器	15.16	68,015	2170	48.1%	2571	18.5%	3167	23.2%	0.46	0.55	0.68	32.7	27.6	22.4	20.8%	5.1	1.57

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 6: 历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	8,999	8,752	8,429	9,177	10,137	11,901
营业成本	-7,196	-6,672	-6,205	-6,628	-7,508	-8,769
营业税金及附加	-49	-67	-79	-111	-101	-119
营业费用	-938	-816	-706	-772	-831	-976
管理费用	-668	-684	-765	-893	-912	-1,071
财务费用	-68	-47	-114	-250	-152	-152
投资收益	-34	-1	68	17	17	17
营业利润	297	464	617	527	651	836
营业外收入	11	21	14	45	-	-
营业外支出	7	-20	-16	-11	-	-
税前利润	319	465	614	562	651	836
所得税	-88	-123	-151	-130	-159	-208
少数股东权益	-37	-66	-109	-75	-106	-132
净利润	199	275	355	357	386	496
现金流量表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营活动现金流	817	901	1,025	1,118	1,522	1,676
投资活动现金流	-396	-811	-2,683	-1,119	-433	-510
融资活动现金流	-53	-314	1,388	-217	-319	-453
资产负债表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
流动资产						
货币资金	1,259	1,034	765	547	1,317	2,030
应收款项	238	144	267	303	355	348
存货	536	154	133	138	162	140
	2,032	1,333	1,165	988	1,834	2,518
非流动资产						
长期投资	648	525	1,810	1,477	1,600	1,800
固定资产净值	3,294	3,377	6,942	7,668	7,700	7,723
无形资产	925	942	1,642	1,592	1,592	1,592
	6,067	6,165	11,345	11,877	12,032	12,256
总资产	8,099	7,497	12,510	12,865	13,866	14,774
流动负债						
短期借款	1,568	241	2,598	3,710	3,510	3,210
应付款项	1,290	2,484	2,309	1,526	2,144	2,566
应交税金	74	100	123	113	115	110
其他应付款	343	196	1,692	1,838	2,047	2,361
	3,275	3,021	6,721	7,186	7,815	8,248
非流动负债						
长期借款	250	400	-	-	-	-
其他长期负债	19	35	268	187	187	187
	269	435	268	187	187	187
总负债	3,544	3,456	6,989	7,373	8,002	8,434
少数股东权益	957	328	906	875	981	1,113
股东权益	3,598	3,713	4,614	4,617	4,883	5,226

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。