

2010-11-04

百货商店

百联股份 600631.SH

沪上零售“航空母舰”重组方案出炉，复牌后目标价 25 元

分析师:唐佳睿(执业证书编号: S0930210060002)

021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

◇事件: 百联股份公告重大资产重组方案

◆公告概要

百联股份公告重大资产重组方案: (1) 友谊股份向百联集团发行 A 股股份收购百联集团持有的上海第一八佰伴有限公司(以下简称“八佰伴”) 36%股权和上海百联集团投资有限公司(以下简称“投资公司”) 100%股权; (2) 友谊股份以新增 A 股股份换股吸收合并百联股份, 友谊股份为合并后的存续公司, 百联股份被友谊股份吸收合并后将终止上市并注销法人资格, 其全部资产、负债、权益、业务、人员并入友谊股份。

经除息调整后, 本次吸收合并中友谊股份的换股价格为 15.57 元/股, 百联股份的换股价格为 13.41 元/股。由此确定百联股份与友谊股份的换股比例为 1:0.861 (13.41 元/股 ÷ 15.57 元/股), 即每 1 股百联股份之 A 股股份换 0.861 股友谊股份之 A 股股份。

为充分保护百联股份对本次换股吸收合并方案持有异议的股东的利益, 友谊股份和百联股份一致同意赋予百联股份的异议股东现金选择权。具有现金选择权的股东可以全部或部分行使现金选择权, 行使选择权的股份将按照百联股份的现金选择权价格, 为每股 13.41 元。

◆沪上零售“航空母舰”和盘托出, 复牌后友谊股份目标价约 25 元左右

我们根据此次公告资产重组方案、百联股份模型以及对于友谊股份的市场一致预期, 大致对复牌后的沪上零售“航空母舰”有如下推算:

1) 净利润预测: 百联股份 2010-2012 年净利润分别为 6.20/6.64/7.96 亿元、友谊股份 2010-2012 年净利润分别为 3.23/3.94/4.62 亿元。而根据 2010 年 9 月 6 日我们点评公告², 八佰伴 36%股权约 18.06 亿元, 2010-2012 年新增八佰伴 36%净利润约 1.11/1.14/1.17 亿元(测算见下文图表 2 阴影部分利润乘以 36%)。同时投资公司拥有联华超市 21.17%股权, 2008/2009/1H2010 投资公司净利润分别为 0.9/1.1/0.7 亿元, 我们假定未来每年 20%净利润增速, 则投资公司未来三年增厚业绩分别为 1.36/1.60/1.90 亿元, 因此我们初步估算重组后友谊股份 2010-2012 年净利润大约为 11.90/13.32/15.65 亿元。

2) 股本预测: 假定百联股份股本复牌后根据每股折 0.861 股友谊股份计算, 目前 11.01 亿股本约折合 9.48 亿股友谊股份股权, 目前友谊股份原有 4.72 亿股。而八佰伴 36%股权约 18.06 亿元人民币及投资公司 100%股权 29.02 亿元, 假定以每股 15.57 元增发股本, 则需发行大约 47.08/15.57=3.02 亿新股本。综上, 上述合计新股本约 9.48+4.72+3.02=17.22 亿股本。

3) 综上, 我们大约测算出新友谊股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.69/0.77/0.91 元, 以 2011 年 32 倍市盈率计算, 则新复牌后的友谊股份合理价值在 25 元左右。

图表 1: 新友谊股份复牌后净利润/股本推算

2010-2012 年重组后友谊股份 EPS 测算

净利润 亿元	2010E	2011E	2012E
百联股份原有净利润	6.20	6.64	7.96

¹ 友谊股份 2010-2012 年净利润采用 Wind 的市场一致预期而产生

² 参见我们 2010 年 9 月 6 日百联股份点评-----若受让八佰伴股权成功, 每年增厚 EPS0.10 元

友谊股份原有净利润	3.23	3.94	4.62
36%八佰伴股权增厚净利润	1.11	1.14	1.17
投资公司 100%股权增厚净利润	1.36	1.60	1.90
重组后合计净利润	11.90	13.32	15.65
重组后新股本 亿股	17.22	17.22	17.22
EPS 元/股	0.69	0.77	0.91

资料来源：上海商业信息中心、公司公告、光大证券研究所

图表 2：八佰伴门店经营情况一览

2005-2012 年八佰伴门店收入、净利润情况及预测

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
八佰伴收入（统计口径） ³ 亿元	20.98	24.32	29.69	32.03	34.51			
八佰伴收入（财务口径）万元	N.A.	N.A.	204,497.42	237,800.00	248,000.00	277,760.00	299,980.80	314,979.84
财务口径收入增长率%	N.A.	N.A.	N.A.	16.29%	4.29%	12.00%	8.00%	5.00%
八佰伴营业面积 万平米	10.80	10.80	10.80	10.80	10.80	10.80	10.80	10.80
八佰伴净利润 万元	17377	21575	28626.39	29075.86	29438.24	30910.15	31837.46	32474.21
八佰伴净利润增速%		24.16%	32.68%	1.57%	1.25%	5.00%	3.00%	2.00%
八佰伴净利率%	N.A.	N.A.	14.00%	12.23%	11.87%	11.13%	10.61%	10.31%
八佰伴坪效 元/平米	N.A.	N.A.	18934.95	22018.52	22962.96	25718.52	27776.00	29164.80

资料来源：上海商业信息中心、公司公告、光大证券研究所

◆重组后对于零售板块的影响探讨

我们认为百联股份吸收合并后，市场将重新对上海本地零售重组题材股进行一定的波段炒作。而目前直接受益的股票，为持有友谊复星 48%股权的豫园商城（友谊复星为友谊股份第一大股东，未摊薄前约占 20.95% 股权，重组后约 6.87% 新友谊股份股权），但我们认为鉴于豫园商城持有比例较低，受益程度较小，对股价提升有限。而我们更倾向于上海本地其它零售股，但鉴于重组进程较难确定，我们认为对于上海本地零售股的炒作具有短期性和波段性，仅建议具有较大风险偏好的投资者参与。

图表 3：未来仍具有重组预期的上海零售本地股

上海市国资委及区国资委控股上市公司一览表（剔除百联、友谊及老凤祥）

证券简称	证券代码	控股股东	控股股东持有上市公司百分比	实际控制人	实际控制人持有上市公司百分比	主营业务
上海物贸	600822	百联集团	57.71%	上海市国资委	57.71%	金属贸易
联华超市	0980.HK	上海友谊股份有限公司	34.03%	上海市国资委	31.19%	超市
第一医药	600833	上海市新路达商业（集团）有限公司	23.39%	百联集团（上海市国资委持有其 100% 股权）	34.47%	医药零售

³ 统计口径由上海市商业信息中心获得，与财务口径有较大差别，我们认为可能是关联交易收入以及含增值税方面的原因。

上海九百	600838	上海九百（集团）有限公司	19.59%	上海市国资委	19.59%	百货
新世界	600628	上海黄浦区国资委	25.21%	上海黄浦区国资委	25.21%	百货（新世界城）
益民商业	600824	上海卢湾区国资委	39.04%	上海卢湾区国资委	39.04%	零售（古今内衣、天宝珠宝、新光数码、上海钟表、床上用品商店等）

资料来源：公司公告、光大证券研究所

◆投资建议

对于百联股份合并吸收后，我们给予新友谊股份 2010-2012 年 EPS0.69/0.77/0.91 元的预测，认为公司合理价值在 25 元，对应 2011 年 32 倍市盈率（考虑到未来友谊、百联重组方案确立后，百联集团将打造一支上海本土零售业“航空母舰”，因此我们认为公司可以享受一定估值溢价，给予 2011 年市盈率 32 倍，高于百货大市值公司 2011 年约 2 倍），复牌后仍然给予买入评级。

相关报告

- 20100625 业态发展明确，物业价值凸显---百联股份调研报告
- 20100831 业绩略超预期，期间费用控制得当---百联股份 2010 中报点评
- 20100906 若受让八佰伴股权成功，每年增厚 EPS0.10 元--百联股份重大事件简评
- 20101027 业绩符合预期，期待整合后的凤凰涅槃---百联股份 2010 年三季报点评

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

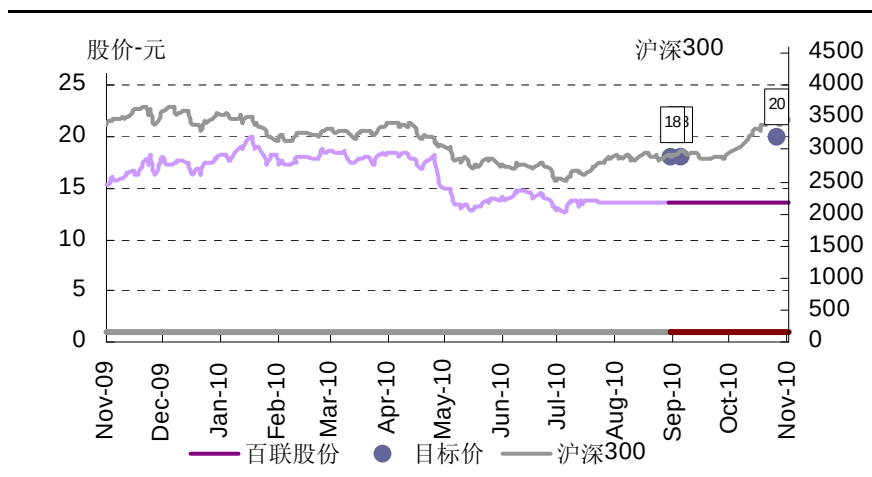
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

百联股份 (600631)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-08-31	13.68	18.00	买入
2010-09-06	13.68	18.00	买入
2010-10-27	13.68	20.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下, 光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此, 投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。