



批零贸易业/可选消费品

百联股份 (600631)

重组推动业绩释放充分, 出售股权贡献投资收益

——百联股份 (600631) 2010 年三季报点评

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读:

2010 年第三季度收入 27.0 亿元, 同比增长 22.6%; 归属上市公司股东净利润 1.80 亿元, 同比增长 56.6%; 对应 EPS0.16 元。

投资要点:

2010 年前三季度收入 93.1 亿元, 同比增长 21.7%; 归属上市公司股东净利润 4.99 亿元, 同比增长 51.4%; 对应 EPS0.45 元。

2010 年第三季度收入 27.0 亿元, 同比增长 22.6%; 归属上市公司股东净利润 1.80 亿元, 同比增长 56.6%; 对应 EPS0.16 元。第三季度公司综合毛利率 26.1%, 较稳定。管理费用率的大幅降低是公司利润增幅远大于收入的主要原因。公司第三季度销售费用 2.4 亿元, 同比增长 26%, 与收入增幅相似; 管理费用相对固定, 今年第三季度 2.48 亿元, 与去年同期 2.54 亿元相似, 但由于收入的增长, 使得管理费用率由去年的 11.5% 下降至今年的 9.2%; 另外财务费用 3878 万元, 也较去年 4505 万元有所减少。

2010 年第三季度, 投资收益 12286 万元, 主要为出售东方证券股权, 出售价格为 8.06 元, 共 1800 万股。

2010 年新开店有序推进: 百联奥特莱斯广场 (杭州·下沙) 6 月 26 日试营业。这是百联奥特莱斯连锁经营的第二家门店, 项目坐落于浙江海宁连杭经济开发区, 引进工厂直销和折扣商铺近 300 家, 招商面积 47000 平方米。经营模式是输出管理, 收取管理费。

百联金山购物中心项目 (建筑面积 8.6 万平方米, 营业面积 5.2 万平方米)、百联南桥购物中心二期项目 (建筑面积 6.6 万平方米, 营业面积 3.9 万平方米) 各项筹备工作均按照既定开业目标有序推进, 两个项目计划在 9 月底开业, 当期预计略有亏损, 预计 2010 年四季度业绩与 2009 年持平。

我们预测 2010 年、2011 年每股收益为 0.52 元 (0.43 元主业, 0.09 元东方证券转让投资收益)、0.55 元; 扣除非经常性的收益后净利润增速 34%、30%, 增持评级。

公司已经停牌三个半月, 公告称百联股份“与友谊股份涉及吸收合并”, 预期方案为百联股份的相关资产注入到友谊股份, 预期 11 月份可能复牌。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,177	10,274	12,292	14,768	17,293
(+/-)%	9%	12%	20%	20%	17%
经营利润 (EBIT)	760	717	799	1,038	1,140
(+/-)%	15%	-6%	11%	30%	10%
净利润	357	404	577	604	659
(+/-)%	0%	13%	43%	5%	9%
每股净收益 (元)	0.32	0.37	0.52	0.55	0.60
每股股利 (元)	0.10	0.12	0.17	0.18	0.20

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	8.3%	7.0%	6.5%	7.0%	6.6%
净资产收益率 (%)	7.7%	6.1%	8.3%	8.2%	8.4%
投入资本回报率 (%)	8.8%	11.6%	8.2%	10.2%	10.2%
EV/EBITDA	19.9	19.3	15.9	14.9	13.6
市盈率	42.2	37.3	26.1	24.9	22.9
股息率 (%)	0.7%	0.9%	1.3%	1.3%	1.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 20.00

当前价格: 13.68

2010.10.28

交易数据

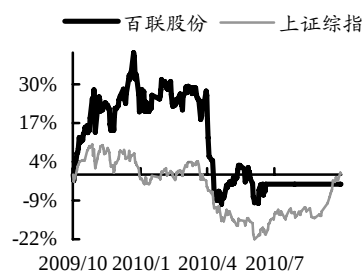
52 周内股价区间 (元)	12.55-20.24
总市值 (百万元)	15,062
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,101/1,101
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	5

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,966
每股净资产	5.42
市净率	2.5
净负债率	34%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.15
Q2	0.07	0.14
Q3	0.10	0.16
Q4	0.07	0.07
全年	0.37	0.52

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	-5%
相对指数	-17%	-17%	-5%

相关报告

《上半年业绩增长加速, 预期重组方案为...》
2010.08.31

《上海国资下属商业资产重组拉开序幕》
2010.07.19

《预计 2010 年商业主业仍将稳健增长》
2010.04.02

《主业增长稳健, 投资收益贡献业绩较多》
2009.10.28

《第二季度业绩反弹趋势明显》
2009.08.28

模型更新时间: 2010.10.27

股票研究

可选消费品
批零贸易业

百联股份 (600631)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 20.00

当前价格: 13.68

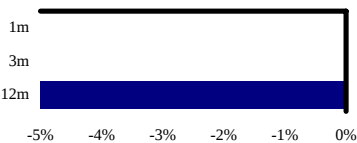
公司网址

www.shanghaibailian.com

公司简介

公司是我国排名第一的商业连锁集团,旗下各百货商店按经营模式分为三类:老字号百货、都市型百货和社区型百货。公司拥有4家老字号百货店,7家都市型百货店和7家社区型百货店,包括第一百货、永安百货、东方商厦、浦东第一八佰伴、百联又一城等。公司的多家门店位于上海市最繁华的几个商圈,其中有5家位于南京路步行街,2家位于淮海路,还有各1家位于徐汇商圈和陆家嘴商圈。公司百货销售收入约占上海百货业的20%左右,而且旗下的百货店单店销售业绩较出色,上海前20名百货店中百货店单店业绩名列前茅。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

12.55-20.24

市值 (百万)

15,062

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	8,429	9,177	10,274	12,292	14,768	17,293
主营业务成本	6,205	6,628	7,583	9,133	10,881	12,817
税金及附加	79	111	135	162	209	245
主营业务利润	2,145	2,438	2,555	2,997	3,679	4,230
其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	706	772	876	1,072	1,288	1,508
管理费用	765	893	957	1,121	1,347	1,577
EBIT	663	760	717	799	1,038	1,140
财务费用	114	250	188	87	203	232
营业利润	617	527	614	883	836	908
所得税	151	130	134	191	183	200
少数股东损益	109	75	103	146	88	95
净利润	355	357	404	577	604	659
货币资金、短期投资	765	547	874	1,115	1,340	1,569
其他流动资产	1,157	983	1,316	1,719	2,062	2,416
长期投资	488	480	469	640	640	640
固定资产合计	7,064	7,833	7,486	8,404	9,438	10,404
无形及其他资产	2,272	2,360	2,399	2,399	2,399	2,399
资产合计	12,510	12,865	15,111	16,605	17,985	19,307
流动负债	6,721	7,186	6,934	7,892	8,778	9,560
长期负债	19	19	19	19	19	19
股东权益	4,614	4,617	6,585	6,974	7,381	7,825
投入资本(IC)	5,563	7,197	5,043	7,420	8,357	9,239
NOPLAT	513	631	583	607	855	940
折旧与摊销	0	0	0	0	0	0
流动资金增量	1,571	(784)	1,854	(1,458)	96	84
资本支出	(3,840)	(850)	301	(918)	(1,034)	(965)
自由现金流	(1,757)	(1,004)	2,737	(1,769)	(83)	58
经营现金流	2,091	(107)	2,469	(813)	996	1,075
投资现金流	(2,598)	(1,162)	2,620	(924)	(1,040)	(971)
融资现金流	1,633	752	(1,900)	1,978	268	124
现金流净增加额	1,126	(517)	3,189	241	225	229
收入增长率	-3.7%	8.9%	11.9%	19.6%	20.2%	17.1%
EBIT 增长率	29.4%	14.6%	-5.8%	11.4%	30.0%	9.8%
净利润增长率	28.9%	0.5%	13.4%	42.8%	4.7%	9.0%
利润率	26.4%	27.8%	26.2%	25.7%	26.3%	25.9%
毛利率	7.9%	8.3%	7.0%	6.5%	7.0%	6.6%
EBIT 率	4.2%	3.9%	3.9%	4.7%	4.1%	3.8%
净利润率	7.7%	7.7%	6.1%	8.3%	8.2%	8.4%
净资产收益率(ROE)	2.8%	2.8%	2.7%	3.5%	3.4%	3.4%
总资产收益率(ROA)	9.2%	8.8%	11.6%	8.2%	10.2%	10.2%
投入资本回报率(ROIC)	8.45	7.48	6.94	5.49	4.56	4.56
运营能力	3.59	3.69	3.22	3.05	2.63	2.66
存货周转天数	434.87	504.61	496.97	470.91	427.45	393.57
应收账款周转天数	589.33	(30.04)	610.67	(140.81)	164.85	163.17
总资产周转天数	-455.6%	-92.7%	29.3%	-74.7%	-700%	-558%
净利润现金含量	55.9%	57.3%	50.6%	51.8%	52.8%	53.2%
资本支出/收入	56.3%	80.4%	32.3%	62.9%	68.4%	71.9%
偿债能力	42.4	42.2	37.3	26.1	24.9	22.9
资产负债率	3.3	3.3	2.3	2.2	2.0	1.9
净负债率	21.1	19.9	19.3	15.9	14.9	13.6
估值比率	1.79	1.64	1.47	1.23	1.02	0.87
PE	0.7%	0.7%	0.9%	1.3%	1.3%	1.4%
PB						
EV/EBITDA						
P/S						
股息率						

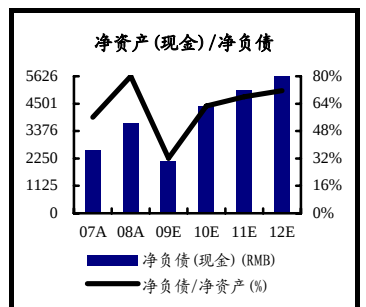
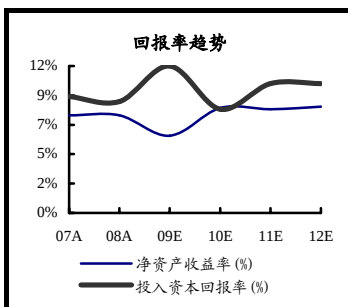
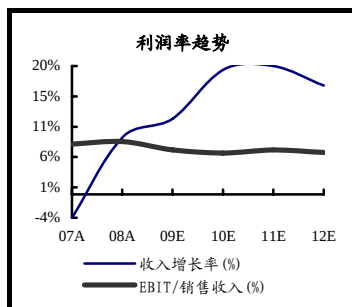
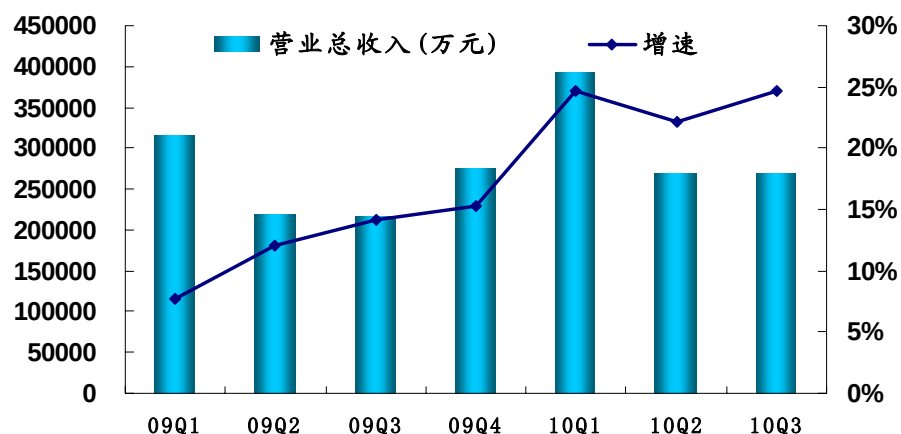
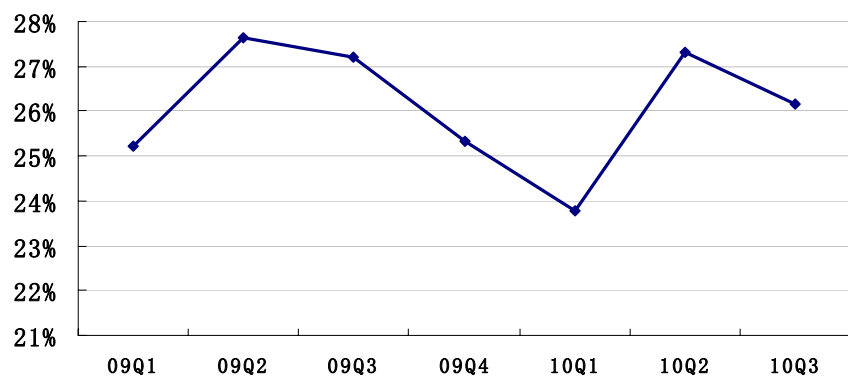


图 1 营业总收入及增速



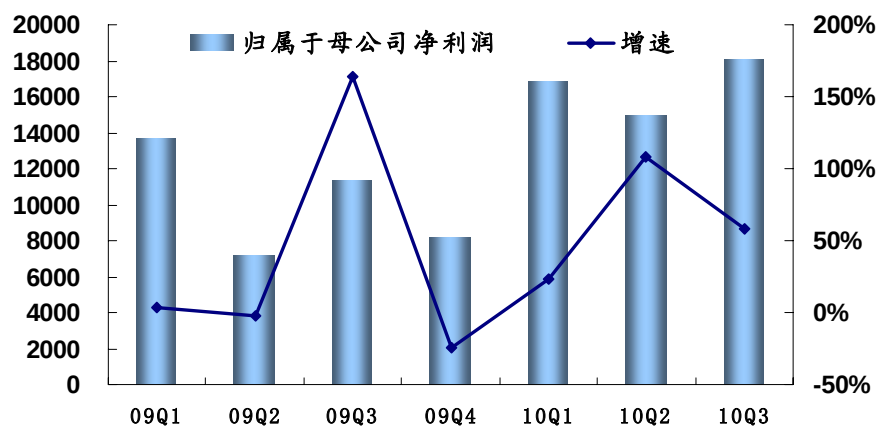
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 2 综合毛利率



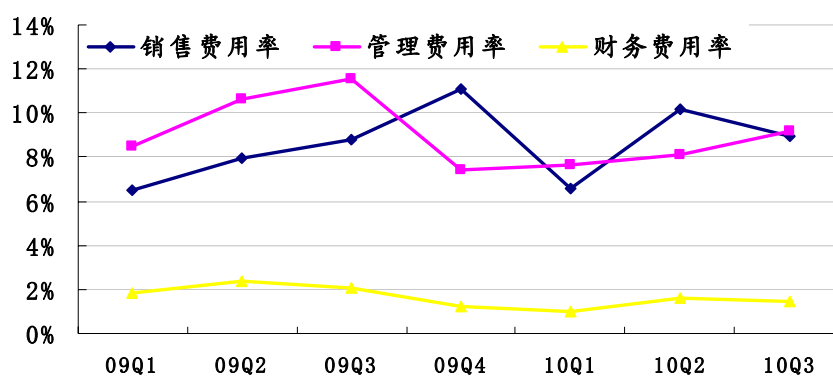
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3 归属母公司净利润及增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 4 销售和管理费用率



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		