



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

公司动态
证券研究报告

2011 年 1 月 27 日

零售

研究部

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010028
qianbing@cicc.com.cn

推荐

百联股份 (600631.CH)

2010 年净利润预增 50% 左右, 符合预期

主要财务信息

(百万元)新百联	2007A	2008A	2009NOTE	2010E	2011E
营业收入-合并	31,364	37,540	39,624	45,007	52,209
		19.7%	5.6%	13.6%	16.0%
百联股份	8,429	9,177	10,274	12,668	
(+/-%)	-3.7%	8.9%	11.9%	23.3%	52,209
友谊股份	22,936	28,363	29,187	32,339	
(+/-%)	8.3%	23.7%	2.9%	10.8%	
净利润-合并	661	505	827	1,112	1,370
		-23.7%	63.8%	34.6%	23.2%
百联股份	355	357	389	534	
(+/-%)	28.9%	0.5%	9.2%	37.2%	1062
友谊股份	306	148	188	315	
(+/-%)	148.1%	-51.7%	27.1%	67.4%	
增发少数股东权益			249	263	309
全面摊薄总股本	1722	1722	1722	1722	1722
摊薄每股收益	0.38	0.29	0.48	0.65	0.80

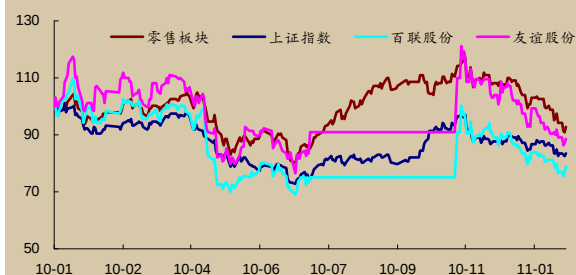
股票信息

百联当前股价	14.31
百联股票代码	600631.CH
百联总市值(百万)	15756
百联总股数 (百万股)	1101
友谊当前股价	16.44
友谊股票代码	600827.CH
友谊目前总股数 (百万股)	472
友谊总市值(百万)	7762
主要股东 (合并后持股比例)	百联集团 (43.50%-51.96%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
百联股份	-1.2	-5.7	3.7	-6.2
友谊股份	-3.5	-9.3	-2.6	-10.7
上证综指	-1.8	-4.5	-10.9	-3.5
零售指数	-0.8	-9.2	-16.2	-8.2

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

公司近况:

百联股份发布 2010 年业绩预增公告, 预计净利润同比增长 50% 左右, 对应 6.3 亿元, 每股收益约 0.57 元, 和我们预期一致 (追溯上调了 2009 年净利润 2.8%, 主要是股权收购合并调整)。公司将于 3 月 11 日公布年报, 届时我们将会进行详细点评。

评论:

- 剔除投资收益影响, 预计经营性净利润增速在 30%-40%。2010 年 3 季度公司出售了 18236669 股东方证券股权, 我们估计其对净利润的影响在 9300 万元左右, 对应每股收益 0.084 元。剔除上述因素影响, 公司经营性每股收益估计在 0.49-0.50 元左右 (净利润约 5.3 亿元), 同比增长 30%-40%, 处于行业较快水平。
- 2006-2008 年新建大型门店均逐步进入大幅减亏和盈利快速提升期, 将成为今后几年业绩重要拉动力量, 其中中环购物中心、又一城购物中心、青浦奥特莱斯等大体量新店表现仍将是今年的看点。
- 新百联规模和市场优势地位更突出, 后续整合效应可期。此次友谊股份吸收合并百联股份, 并向百联集团增发收购八百伴和联华超市股权, 将使得新百联一跃成为中国最大的百货零售商, 预计 2010 年总体销售和净利润将达到 450 亿元和 11.1 亿元。整合效应的体现、发展战略和业态布局的明晰、管理团队实力的增强均利于提升新百联的增长能力。

估值与建议:

我们看好上海作为东亚门户的商业地位、消费能力和集客能力, 看好新百联在零售板块的规模优势地位和未来发展前景。今后公司除了整体规模实力的提升, 内部整合也有望带来盈利的显著改善, 后续重组事项获批有望成为其股价的催化剂。

总体来看, 吸收合并方案使得百联股份和友谊股份的股价会基本同步, 经过前期调整相关投资标的吸引力已现。重申对新百联推荐评级 (目前可投资百联股份和友谊股份)。海外投资者可投资于联华超市 (股权关系理顺利于业绩释放) 和友谊 B 股。

- 目前股价测算下, 新百联 2011 年市盈率只有 21 倍 (按 0.80 元每股收益测算), 处于板块低端水平。资产价值雄厚、整合可期, 具备安全边际。
- 联华超市和友谊 B 股 2011 年市盈率 23 倍和 18 倍, 海外投资者可投资于中国最大的零售商, 分享其成长带来的收益。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：新百联情景分析及估值区间测算

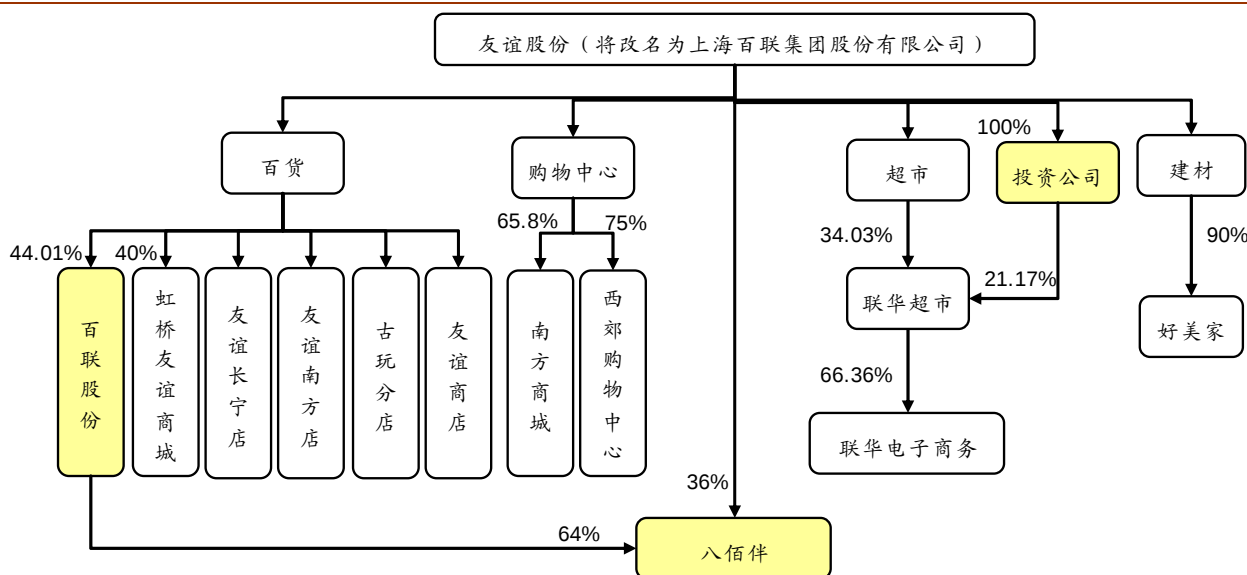
吸收合并		百联股份	友谊股份	增发收购资产（八佰伴36%的股权+联华超市21.17%股权）		投资公司
目前股价（元）		14.31	16.44	收入（2010）	2984	6082
总股本（百万）		1101	472	净利润（2010）	348	138
净利润（2010,百万,经营性）		534	315	收购价格	1806	2,902
每股收益（元）		0.49	0.67	收购市盈率	14.4	21.1
目前股价下2010年市盈率		29.5	24.6	整体收购市盈率		17.9
百联股份：友谊股份换股比例			1:0.861	发行价		15.57
换股价格		13.41	15.57	增发股本合计		302
换股后总股本			1420			
重组后总股本（百万）			1722			

盈利情景分析	2010年		2011年重组后假设					2010	2011
	净利润(百联+友谊)		20%	25%	30%	35%	40%	公告盈利预测	
百联股份	534							903	854
友谊股份	315	1,019		1,062	1,104	1,147	1,189	125	133
八佰伴（36%）	125	133	6%					122	129
联华超市（21.17%）	138	176	28%					1150	1115
合计	1,112	1,328		1,370	1,413	1,455	1,498		
每股收益	0.65	0.77		0.80	0.82	0.84	0.87	0.67	0.65
增长率		19.4%	23.2%	27.0%	30.8%	34.6%			

重组后2011年市盈率假设及对应股价		2011年重组后假设					2010	2011
合并后		19.3	19.9	20.5	21.1	21.7	16.7	16.2
25	百联股份	16.6	17.1	17.7	18.2	18.7	14.4	13.9
	友谊股份	19.3	19.9	20.5	21.1	21.7	16.7	16.2
30	合并后	23.1	23.9	24.6	25.3	26.1	20.0	19.4
	百联股份	19.9	20.5	21.2	21.8	22.5	17.3	16.7
35	友谊股份	23.1	23.9	24.6	25.3	26.1	20.0	19.4
	合并后	27.0	27.8	28.7	29.6	30.4	23.4	22.7
35	百联股份	23.2	24.0	24.7	25.5	26.2	20.1	19.5
	友谊股份	27.0	27.8	28.7	29.6	30.4	23.4	22.7

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 2：新百联股权关系图



资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 3：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			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG	
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E			2012E
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	41.98	12,330	180	-	410	127.8%	640	56.0%	0.61	1.40	2.18	68.5	30.1	19.3	88.5%	0.3
	600859.CH	王府井	41.88	19,365	480	24.8%	742	54.6%	968	30.5%	1.04	1.60	2.09	40.4	26.1	20.0	42.0%	0.6
	002419.CH	天虹商场	42.80	17,124	480	34.8%	634	32.1%	826	30.4%	1.20	1.58	2.07	35.7	27.0	20.7	31.2%	0.9
	3368.HK	百盛集团	13.38	37,603	1021	12.1%	1207	18.2%	1,449	20.0%	0.42	0.52	0.64	31.7	25.5	20.8	19.1%	1.3
	825 .HK	香港新世界	6.39	10,774	578	5.5%	685	18.6%	808	17.9%	0.34	0.41	0.48	18.9	15.7	13.3	18.3%	0.9
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	16.44	7,887	325	47.8%	432	33.0%	582	34.6%	0.62	0.82	1.11	26.5	20.0	14.8	33.8%	0.6
	000501.CH	鄂武商	16.30	8,268	306	28.2%	390	27.5%	526	34.7%	0.60	0.77	1.04	27.0	21.2	15.7	31.1%	0.7
	600778.CH	友好集团	12.52	3,900	98	62.0%	156	58.9%	228	46.4%	0.31	0.50	0.73	39.8	25.1	17.1	52.6%	0.5
	600729.CH	重庆百货	40.90	15,260	552	24.5%	732	32.5%	985	34.6%	1.48	1.96	2.64	27.6	20.9	15.5	33.5%	0.6
	600697.CH	欧亚集团	23.91	3,804	127	14.1%	167	31.3%	215	29.0%	0.80	1.05	1.35	30.0	22.8	17.7	30.2%	0.8
	600785.CH	新华百货	26.69	5,536	230	20.0%	288	25.2%	365	26.8%	1.11	1.39	1.76	24.1	19.2	15.2	26.0%	0.7
	002277.CH	友阿股份	22.35	7,805	228	53.0%	307	34.3%	429	39.8%	0.65	0.88	1.23	34.2	25.5	18.2	37.0%	0.7
	000419.CH	通程控股	9.25	3,247	110	94.5%	162	46.3%	225	39.5%	0.31	0.46	0.64	29.4	20.1	14.4	42.9%	0.5
	600858.CH	银座集团	21.80	6,299	185	6.8%	285	54.1%	377	32.1%	0.64	0.99	1.30	34.0	22.1	16.7	42.7%	0.5
	600828.CH	成商集团	15.57	5,693	163	27.3%	236	45.0%	315	33.5%	0.45	0.65	0.86	35.0	24.1	18.1	39.1%	0.6
长三角地区	000564.CH	西安民生	7.36	2,240	60	23.1%	85	41.7%	115	35.3%	0.20	0.28	0.38	37.3	26.3	19.5	38.4%	0.7
	600827.CH	百联股份(合并后)	16.44	28,318	1112	34.6%	1370	23.2%	1781	30.0%	0.65	0.80	1.03	25.5	20.7	15.9	26.6%	0.8
	600631.CH	百联股份	14.31	15,756	534	37.2%	696	30.2%	895	28.7%	0.49	0.63	0.81	29.5	22.7	17.6	29.5%	0.8
	600827.CH	友谊股份	16.44	7,762	315	67.4%	373	18.3%	450	20.7%	0.67	0.79	0.95	24.6	20.8	17.3	19.5%	1.1
	600628.CH	上海新世界	10.69	5,685	217	20.2%	252	16.4%	306	21.3%	0.41	0.47	0.58	26.2	22.5	18.6	18.8%	1.2
	600655.CH	豫园商城	11.53	16,572	701	45.7%	847	20.7%	958	13.1%	0.49	0.59	0.67	23.6	19.6	17.3	16.9%	1.2
	1833.HK	银泰百货(经营性)	11.44	21,845	515	55.4%	692	34.5%	900	30.0%	0.31	0.44	0.59	36.5	25.9	19.4	32.2%	0.8
	1833.HK	银泰百货(收购信诚)	11.44	21,845	515	55.4%	795	54.3%	1,028	29.4%	0.31	0.51	0.54	36.5	22.1	21.2	41.3%	0.5
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	22.60	43,908	970	28.0%	1,268	27.5%	1,611	27.0%	0.58	0.80	1.04	38.9	28.4	21.8	28.8%	1.0
	北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	24.08	8,644	343	20.4%	447	30.2%	592	32.5%	0.96	1.25	1.65	25.2	19.3	14.6	31.3%
600723.CH		西单商场	12.25	8,065	239	39.3%	315	31.8%	388	23.2%	0.36	0.48	0.59	33.7	25.6	20.8	27.4%	0.9
超市类公司																		
	000759.CH	武汉中百	11.83	8,056	273	28.0%	365	33.6%	476	30.6%	0.40	0.54	0.70	29.5	22.1	16.9	32.1%	0.7
	600361.CH	华联综超	10.44	6,951	100	64.6%	166	65.6%	249	50.3%	0.15	0.25	0.37	69.5	42.0	27.9	57.8%	0.7
	601933.CH	永辉超市	27.71	21,279	298	17.2%	458	53.7%	663	44.9%	0.39	0.60	0.86	71.4	46.5	32.1	49.2%	0.9
	002336.CH	人人乐	21.05	8,420	269	17.1%	347	29.2%	463	33.2%	0.67	0.87	1.16	31.3	24.2	18.2	31.2%	0.8
	002251.CH	步步高	24.98	6,754	188	13.6%	238	26.7%	292	22.9%	0.69	0.88	1.08	36.0	28.4	23.1	24.8%	1.1
	002264.CH	新华都	21.51	3,448	85	24.3%	126	47.9%	168	32.6%	0.53	0.79	1.05	40.4	27.3	20.6	40.1%	0.7
	980.HK	联华超市	36.50	22,703	650	28.2%	823	26.7%	1,032	25.3%	1.21	1.61	2.07	30.1	22.6	17.6	26.0%	0.9
	814.HK	京客隆	11.00	4,534	182	23.5%	228	25.0%	279	22.2%	0.51	0.67	0.84	21.4	16.3	13.0	23.6%	0.7
	8277.HK	物美集团	16.90	20,624	550	25.7%	690	25.4%	844	22.3%	0.52	0.69	0.86	32.2	24.5	19.5	23.9%	1.0
	家电及电子消费品零售及分销公司																	
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	12.25	85,704	4049	40.1%	5308	31.1%	6,796	28.0%	0.58	0.76	0.97	21.2	16.1	12.6	29.6%	0.5
	493.HK	国美电器	2.85	47,928	1,817	30.3%	2,172	19.6%	2,564	18.0%	0.12	0.15	0.18	24.3	19.4	16.0	18.8%	1.0
手机分销	000829.CH	天音控股	12.15	11,505	312	64.7%	438	40.2%	604	38.0%	0.33	0.46	0.64	36.8	26.3	19.0	39.1%	0.7
	002416.CH	爱施德	38.35	18,918	670	40.2%	894	33.3%	1,165	30.4%	1.36	1.81	2.36	28.2	21.2	16.2	31.8%	0.7
商业地产开发或购物中心经营型公司																		
	600415.CH	小商品城	29.87	40,647	1008	10.1%	1680	66.7%	2,134	27.0%	0.74	1.23	1.57	40.3	24.2	19.0	45.5%	0.5
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	6.96	5,181	33	-56.0%	120	265.2%	196	63.1%	0.04	0.16	0.27	155.9	42.7	26.2	144.0%	0.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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