

2011-02-17

批发和零售贸易

百联股份 600631-SH

业务转型，为未来小面积门店指明出路

◇ 事件：公司宣布将华联商厦张杨店转型永安金店项目

◆公告概要：

公司拟将原华联商厦张杨店转型为专营金银珠宝首饰及贵金属投资理财商品的专业店，将打造成上海经营面积最大、品类最多、经营品种最齐全的专业金店。公司暂定名为“上海浦东永安百货有限公司”，注册资本 5000 万元。

◆小面积门店未来做专做精：

华联张杨店为社区百货，2003 年 9 月 26 日试营业，建筑面积 0.94 万平米，经营面积约 0.63 万平米，为公司自有物业。2008/2009 年营业收入分别为 0.91 亿元和 1.23 亿元。由于该门店面积较小，长期以来一直在百联二十多家门店中处于鸡肋状态。此次公司将该门店转型为黄金珠宝首饰专业门店，我们认为公司小面积门店未来出路指明了道路。由于小面积门店的容量局限性，不可能走大体量门店依靠品牌丰富度吸引大量顾客的路径，因此走专业化和单一商品门店的转型，不失为一种较好的出路和选择。而华联商厦张杨店，此次选择黄金珠宝首饰专卖店，我们认为目前黄金珠宝较高的行业增速以及较好的行业前景，可以缩短张杨店转型后的培育期（黄金珠宝门店的培育期一般为 6-12 个月），有利于该门店转型后业绩的较快释放。从目前的黄金走势以及居民步入消费升级通道来看，体量较大的黄金珠宝门店有旗舰店和品类丰富度的优势，做专做精的改革切实可行。

◆东方商厦宁波店、华联中联店未来或将继续转型：

除了张杨店以外，我们估计东方商厦宁波店（建面 2.17 万平米，经面 1.68 万平米）、华联商厦中联店（建面 1.03 万平米，经面 0.72 万平米）由于面积较小，且营业收入增速表现平平，若华联张杨店此次业务转型成功，未来不排除做专业化门店的可能性，我们认为上述几家面积较小的门店未必对公司的业绩有较大提升作用，但是从目前小面积门店的趋势来看，专业类别门店的改革，将大大提升公司的品牌知名度以及专业化的形象，属于“化废为宝”一类的二次创业。

◆维持买入评级，目标价 18 元不变：

我们维持公司（不考虑友谊股份合并）2010-2012 年 EPS 0.56/0.60/0.72 元的估计，以 2009 年为基期未来三年 CAGR25.3%，认为公司合理价值在 18.00 元（不考虑友谊股份合并），六个月目标价 18.00 元，对应 2011 年 30 倍市盈率，中长期看好百联股份的观点不变。

◆风险分析：

公司冗员现象严重且释放业绩动力不足，投资收益占比较大导致业绩波动性高

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	9,177	10,274	12,856	15,486	17,444
营业收入增长率	8.88%	11.95%	25.13%	20.46%	12.65%
净利润（百万元）	357	404	620	664	796
净利润增长率	0.48%	13.40%	53.32%	7.12%	19.91%
EPS（元）	0.32	0.37	0.56	0.60	0.72
ROE（归属母公司）	7.72%	6.11%	8.72%	8.75%	9.74%
P/E	47	42	27	25	21
P/B	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	21	16	11	10	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	15.24 元
目标价格	18.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿(执业证书编号：S0930510120009)

CFA CAIA FRM

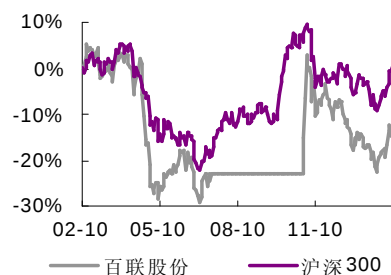
021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,101
总市值(百万元)	16,780
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	19.01/12.55
近 3 月日均成交量(百万股)	7.36
主要股东	百联集团有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.88	-10.01	-14.79
绝对收益	3.19	-7.52	-14.87

相关报告：

百联股份：业绩符合预期，拥有“护城河”效应的百货公司（维持买入）——公司业绩预增公告点评

..... 2011-01-27
沪上零售“航空母舰”重组方案出炉，复牌后目标价 25 元——百联股份重组复牌公告快评

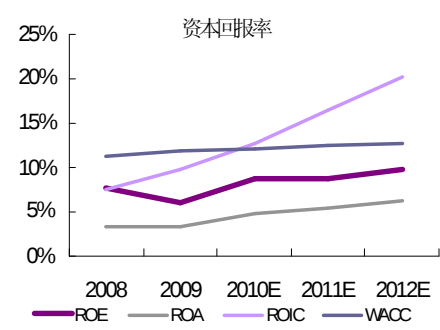
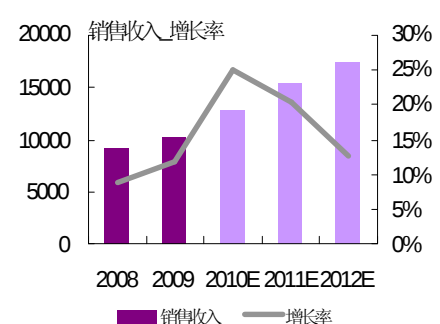
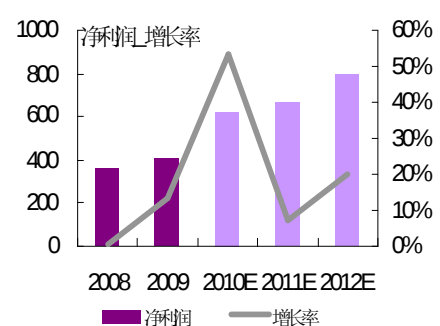
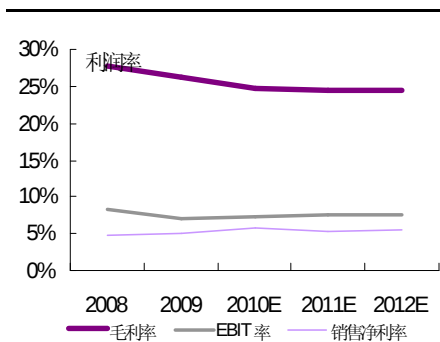
..... 2010-11-04
业绩符合预期，期待整合后的凤凰涅槃——百联股份 2010 年 3 季报点评

..... 2010-10-27

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 若受让八百伴股权成功，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 年三季度报点评
- 20101104 沪上零售“航空母舰”重组方案出炉，复牌后目标价 25 元---百联复牌公告点评
- 20110127 业绩符合预期，拥有“护城河”效应的百货公司

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,177	10,274	12,856	15,486	17,444
营业成本	6,628	7,583	9,695	11,681	13,158
折旧和摊销	228	362	497	503	511
营业税费	111	135	154	186	209
销售费用	772	876	1,054	1,254	1,396
管理费用	893	957	1,016	1,208	1,343
财务费用	250	188	164	190	177
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	17	85	174	80	80
营业利润	527	614	939	1,046	1,242
利润总额	562	641	949	1,056	1,252
少数股东损益	75	103	120	160	180
归属母公司净利润	356.53	404.32	619.91	664.02	796.24

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	12,865	15,171	15,166	15,419	15,848
流动资产	988	1,378	1,688	2,036	2,767
货币资金	547	917	1,157	1,394	2,042
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	72	112	125	150	169
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款	224	182	193	232	262
存货	138	151	198	242	274
可供出售投资	997	3,226	3,200	3,200	3,200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	480	467	484	492	500
固定资产	7,668	7,478	7,176	7,036	6,751
无形资产	1,592	1,628	1,587	1,547	1,509
总负债	7,373	7,675	7,063	6,677	6,336
无息负债	3,663	5,545	5,629	6,063	6,336
有息负债	3,710	2,130	1,434	614	0
股东权益	5,492	7,496	8,103	8,742	9,513
股本	1,101	1,101	1,101	1,101	1,101
公积金	2,620	4,357	4,468	4,592	4,738
未分配利润	896	1,160	1,537	1,892	2,336
少数股东权益	875	878	998	1,158	1,338

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,118	1,270	1,245	1,760	1,772
净利润	357	404	620	664	796
折旧摊销	228	362	497	503	511
净营运资金增加	756	-1,236	-277	-86	-13
其他	-222	1,740	406	678	478
投资活动产生现金流	-1,119	-326	-14	-328	-128
净资本支出	-1,643	-1,680	200	400	200
长期投资变化	480	467	-17	-8	-8
其他资产变化	44	887	-196	-720	-320
融资活动现金流	-217	-617	-992	-1,195	-996
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,112	-1,580	-696	-820	-614
无息负债变化	-728	1,882	84	434	272
净现金流	-218	327	240	237	648

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.88%	11.95%	25.13%	20.46%	12.65%
净利润增长率	0.48%	13.40%	53.32%	7.12%	19.91%
EBITDA 增长率	-2.71%	9.14%	32.19%	16.44%	11.39%
EBIT 增长率	14.63%	-5.76%	29.57%	24.54%	15.72%
估值指标					
PE	47	42	27	25	21
PB	4	3	2	2	2
EV/EBITDA	21	16	11	10	8
EV/EBIT	27	23	18	14	11
EV/NOPLAT	36	30	23	18	14
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	27.77%	26.19%	24.58%	24.57%	24.57%
EBITDA 率	10.77%	10.50%	11.09%	10.72%	10.60%
EBIT 率	8.29%	6.98%	7.22%	7.47%	7.67%
税前净利润率	6.12%	6.24%	7.38%	6.82%	7.17%
税后净利润率 (归属母公司)	3.88%	3.94%	4.82%	4.29%	4.56%
ROA	3.36%	3.34%	4.88%	5.34%	6.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.72%	6.11%	8.72%	8.75%	9.74%
经营性 ROIC	7.47%	9.85%	12.77%	16.45%	20.23%
偿债能力					
流动比率	0.14	0.20	0.25	0.32	0.45
速动比率	11.83%	17.62%	21.76%	27.78%	40.76%
归属母公司权益/有息债务	1.24	3.11	4.96	12.36	-
有形资产/有息债务	2.96	6.21	9.26	22.11	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.32	0.37	0.56	0.60	0.72
每股红利	0.10	0.12	0.17	0.19	0.22
每股经营现金流	1.02	1.15	1.13	1.60	1.61
每股自由现金流(FCFF)	1.45	3.25	1.19	0.99	1.24
每股净资产	4.19	6.01	6.45	6.89	7.43
每股销售收入	8.34	9.33	11.68	14.06	15.84

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 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系工学学士, 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。

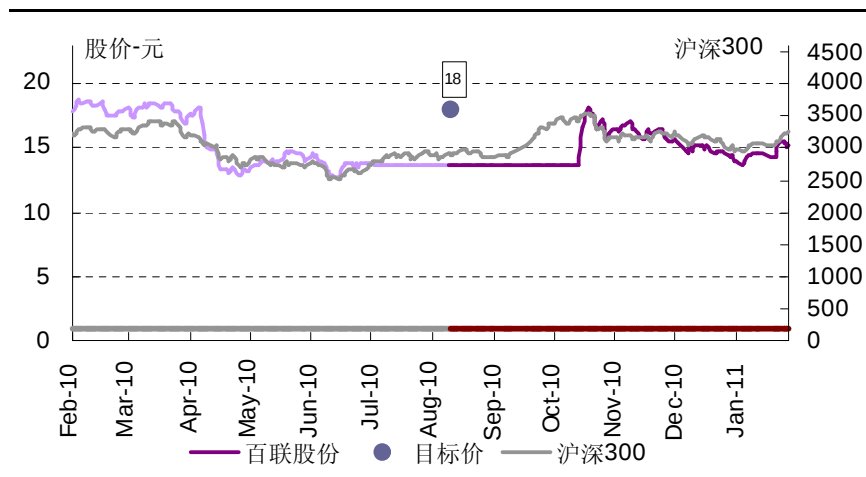
分析师声明

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地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
2010-11-04	13.68	25.00	买入
2011-01-27	14.01	18.00	买入

资料来源: 光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。