



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

观点聚焦
证券研究报告

2011年6月24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.SH)、友谊股份 (600827.SH)

合并成功, 迈向新里程

主要财务信息

(百万元)新百联	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E
营业收入-合并	31,364	37,540	39,646	43,896	50,922
		19.7%	5.6%	10.7%	16.0%
百联股份	8,429	9,177	10,459	12,844	15,460
(+/-%)	-3.7%	8.9%	14.0%	22.8%	20.4%
友谊股份	22,936	28,363	29,187	31,052	35,462
(+/-%)	8.3%	23.7%	2.9%	6.4%	14.2%
净利润-合并	661	505	827	1,082	1,371
		-23.7%	63.8%	30.9%	26.6%
百联股份	355	357	368	523	
(+/-%)	28.9%	0.5%	3.3%	41.9%	1051
友谊股份	306	148	188	298	
(+/-%)	148.1%	-51.7%	27.1%	58.4%	25.0%
增发少数股东权益			270	262	320
全面摊薄总股本	1722	1722	1722	1722	1722
摊薄每股收益	0.38	0.29	0.48	0.63	0.80
市盈率	43.5	57.0	34.8	26.6	21.0

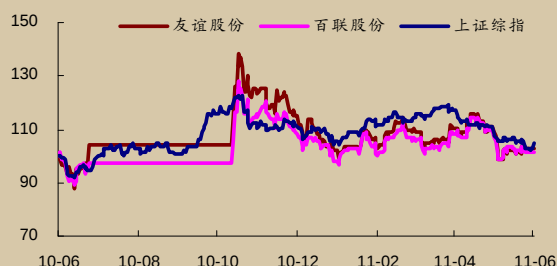
股票信息

百联当前股价	14.45
百联股票代码	600631.CH
百联总市值(百万)	15910
百联总股数 (百万股)	1101
友谊当前股价	16.69
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)	7880
主要股东 (合并后持股比例)	百联集团 (43.50%)

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	-0.3	-4.9	-5.2	-5.2
友谊股份	-0.5	-5.8	-6.9	-9.4
上证综指	0.9	-3.1	-8.8	-4.3
零售指数	0.1	-10.5	-11.8	-11.5

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

投资要点:

在陆续拿到了国资委、商务部、发改委批文后, 此次证监会的批文标志着百联和友谊合并的成功。新百联成为我国最大的百货零售商之一, 拥有显著的市场领军地位, 理顺的股权结构, 雄厚的商业物业资产, 广阔的整合与成长空间。市盈率和物业价值被双重低估, 重申“推荐”评级。

主要依据:

- 合并后的规模优势和盈利水平:** 合并后总市值 287 亿元 (按现价和扩张后股本计算), 2010 年完全合并后的收入达到 439 亿元 (百货 138 亿元, 联华 283 亿元), 净利润 10.8 亿元 (百货 7.4 亿元, 联华 3.4 亿元), 净利润率处于行业中等水平, 仍有相当的提升空间。
- 合并后的雄厚网络资源和资产价值:** 友谊和百联合计拥有 21 家百货店, 13 家购物中心及 OUTLETS (名品折扣店), 114 万平米自有商业物业、15 万平米的物流基地, 且大多在上海核心商圈, 持有联华超市股权 (55.2%) 市值 80 亿元, 持有约 27 亿元的其他有价证券, 合并报表账面现金超过 130 亿元。
- 合并后的广阔发展蓝图: 整合效应即将显现** (经营管理水平提升, 期间费用下降, 财务收益提升); **有望成为上海国有商业整合平台;** 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, 公司将保持良好的同店增速; 百联在百货和购物中心业态也积累了众多“开店-培养-盈利”的良好经验, 并成为国内 OUTLETS 业态的领导者, 品牌和规模优势将支持扩张效率。

盈利预测:

即便在目前较为保守的盈利预测下, 合并摊薄后 2011 年每股收益达到 0.80 元 (增长 27%), 得益于整合效益和 2006 年以来建设的众多新门店的业绩反转。2012 年整合效应将日益体现, 业绩增速有望加快至 30% 以上。

盈利预测和估值建议:

重申对新百联的“推荐”评级 (百联股份、友谊股份两公司市盈率基本一致、股价联动)。目前新百联 2011 年市盈率只有 21 倍, 2012 年仅 16 倍, 位于板块低端。我们测算其每股合理 NAV 应为 (图表 1): 友谊股份 24 元、百联股份 20.5 元, 股价具备资产价值支撑和安全边际。同时向海外投资者提示友谊 B 股 (2011 年 14 倍市盈率) 和联华超市 (19x) 的投资机会。

风险: 大市的系统风险会影响股价表现, 具备价值发现和重估的机会。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: NAV 测算

新百联资产价值测算	单价(万/平米)	面积(万平米)	资产价值
自有商业物业价值			298.3
原友谊股份百货店和购物中心		18.7	46.7
百联股份百货店和购物中心	2.5	90.0	224.9
新增八佰伴股权面积		4.7	11.7
物流基地	1.0	15.0	15.0
持有股票市值:			108
联华超市 (55.2%)			81
其它 (海通证券等)			27
非上市公司投资			0
银行负债			36
银行存款			40
NAV合计			410
每股NAV			24
目前市值			287
NAV高出市值			43%

资料来源: 公司数据 中金公司研究部 (目前市值按现价和扩张后股本计算)

图表 2: 新百联物业持有情况

门店	面积 (万平米)	物业	备注	开业时间
东方商厦(徐汇店)	3.2	租赁	都市型	1993-1-1
八佰伴 (增发收购)	13.0	自有	都市型	1995-12-1
新华联	2.6	自有	都市型	1996-12-1
东方商厦杨浦店(华联杨浦)	3.2	自有	都市型	2001-12-1
东方商厦南京东路店	5.5	自有	都市型	2005-1-1
东方商厦(宁波店)	2.0	自有	都市型	2006年1月收购
上海青浦百联东方商厦	n.a.	n.a.	n.a.	2010年5月收购
东方商厦嘉定店	1.0	租赁	都市型	2008-1-1
市百一店	2.5	自有	老字号	1949-10-1
时装商店	0.6	租赁	老字号	1991年改造
妇女用品商店	0.1	自有	老字号	2005年3月翻新
永安百货	3.4	自有	老字号	2005年4月翻新
中联商厦	0.6	自有	社区百货	1993-11-1
上海一百松江店	0.3	自有	社区百货	1994-12-1
华联普陀	1.2	租赁	社区百货	2000-12-1
华联张杨	0.9	自有	社区百货	2003-9-1
青浦奥特莱斯名品折扣店	12.0	自有	名品折扣店	2006-4-1
杭州奥特莱斯名品折扣店	7.5	委托管理	名品折扣店	2010-6-26
浦东华联购物中心	2.0	自有	购物中心	2002-1-1
百联中环购物中心	24.0	自有	购物中心	2006-12-1
上海又一城	12.0	自有	购物中心	2007-4-1
一百商城	4.2	自有	购物中心	2007-12-1
南上海购物中心	4.5	租赁	购物中心	2008-1-1
沈阳购物中心	10.3	自有	购物中心	2008-1-1
重庆南岸上海城购物中心	13.6	租赁	购物中心	2009-12-18
金山购物中心	8.6	自有	购物中心	2010-9-28
百联南桥购物中心二期	6.6	租赁	购物中心	2010-9-30
友谊股份7家百货店	31.9	自有/租赁	百货/购物中心	

资料来源: 公司数据 中金公司研究部

图表 3：新百联情景分析及估值区间测算

盈利情景分析	2010年		2011年重组后假设				
	净利润(百联+友谊)	20%	25%	30%	35%	40%	
	百联股份	523	1,010	1,051	1,092	1,133	1,174
	友谊股份	298					
	八佰伴（36%）	125	150	20%			
	联华超市（21.17%）	136	169	24%			
	合计	1,082	1,330	1,371	1,412	1,453	1,494
	每股收益	0.63	0.77	0.80	0.82	0.84	0.87
重组后2011年市	盈率假设及对应股价	增长率	22.8%	26.6%	30.4%	34.2%	38.0%
	25	合并后	19.3	19.9	20.5	21.1	21.7
		百联股份	16.6	17.1	17.6	18.2	18.7
		友谊股份	19.3	19.9	20.5	21.1	21.7
	30	合并后	23.2	23.9	24.6	25.3	26.0
		百联股份	19.9	20.6	21.2	21.8	22.4
		友谊股份	23.2	23.9	24.6	25.3	26.0
	35	合并后	27.0	27.8	28.7	29.5	30.3
		百联股份	23.3	24.0	24.7	25.4	26.1
		友谊股份	27.0	27.8	28.7	29.5	30.3

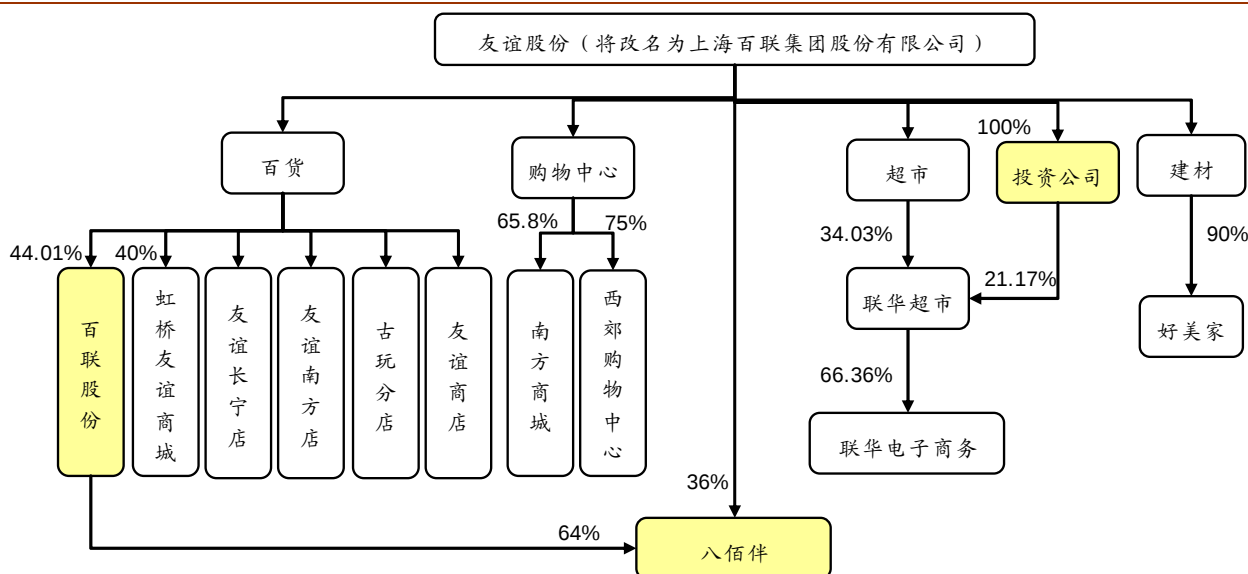
资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 4：重组后规模比较(2010)：新百联成为行业龙头

百万元	营业收入	净利润	门店数量	毛利率	期间费用率	净利润率
新百联 (合并后, 含联华)	43,896	1,082	5290 (超市5172, 百货34, 其他84)	-	-	2.5%
大商股份	24,343	122	172 (百货73)	18.9%	16.4%	0.5%
重庆百货(含新世纪)	21,213	527	117 (223) (百货32 (45))	14.9%	11.5%	2.5%
王府井	13,946	376	22	18.2%	12.5%	2.7%
天虹商场	10,174	485	40	23.0%	16.4%	4.8%

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 5：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 6：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			
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A			2011E	2012E	
百货类公司																			
跨区域发展	600694.CH	大商股份	37.79	11,100	122	-	335	175.2%	560	67.2%	0.41	1.14	1.91	91.1	33.1	19.8	114.5%	0.3	
	600859.CH	王府井 (经营性)	38.53	17,816	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	41.4	25.2	19.1	47.1%	0.5	
	002419.CH	天虹商场	20.66	16,532	485	36.3%	670	38.1%	892	33.2%	0.61	0.84	1.11	34.1	24.7	18.5	35.6%	0.7	
	3368.HK	百盛集团	10.96	30,803	992	8.9%	1153	16.2%	1,384	20.1%	0.41	0.50	0.62	26.7	21.9	17.8	18.1%	1.2	
	825 .HK	香港新世界	5.96	10,049	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	17.4	14.7	12.3	19.0%	0.8	
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	17.74	9,228	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.62	0.82	1.12	28.7	21.5	15.8	34.5%	0.6	
	000501.CH	鄂武商	17.00	8,623	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	29.4	23.0	17.1	31.0%	0.7	
	600778.CH	友好集团	11.40	3,551	105	73.9%	156	48.7%	228	45.7%	0.34	0.50	0.73	33.8	22.7	15.6	47.2%	0.5	
	600729.CH	重庆百货	42.76	15,953	527	30.5%	707	34.2%	944	33.4%	1.41	1.90	2.53	30.3	22.6	16.9	33.8%	0.7	
	600697.CH	欧亚集团	27.20	4,327	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	32.8	26.2	20.1	27.7%	0.9	
	600785.CH	新华百货	25.85	5,362	215	12.3%	259	20.2%	314	21.2%	1.04	1.25	1.51	24.9	20.7	17.1	20.7%	1.0	
	002277.CH	友阿股份	20.33	7,099	216	44.5%	289	33.8%	420	45.1%	0.62	0.83	1.20	32.8	24.5	16.9	39.3%	0.6	
	600858.CH	银座股份	19.49	5,631	111	-39.3%	216	95.0%	273	26.2%	0.38	0.75	0.94	50.8	26.0	20.6	56.9%	0.5	
	600828.CH	成商集团	11.70	5,134	138	8.2%	198	43.2%	252	27.2%	0.32	0.45	0.57	37.1	25.9	20.4	34.9%	0.7	
	000564.CH	西安民生	6.95	2,115	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	35.6	27.0	20.7	31.0%	0.9	
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	16.69	28,748	1082	30.9%	1371	26.6%	1782	30.0%	0.63	0.80	1.03	26.6	21.0	16.1	28.3%	0.7	
	600628.CH	上海新世界	9.69	5,153	199	10.1%	222	12.0%	265	19.1%	0.37	0.42	0.50	25.9	23.2	19.5	15.5%	1.5	
	600655.CH	豫园商城	10.71	15,394	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	22.9	19.0	15.8	20.5%	0.9	
	1833.HK	银泰百货	12.82	24,545	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	41.1	28.7	21.5	33.4%	0.9	
	3308.HK	金鹰商贸 (经营性)	18.80	36,563	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	32.8	24.8	19.0	26.5%	0.9	
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	21.05	7,556	327	14.7%	410	25.1%	533	30.1%	0.91	1.14	1.48	23.1	18.4	14.2	27.6%	0.7	
	600723.CH	西单商场	12.03	7,921	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	33.1	26.0	20.7	26.4%	1.0	
超市类公司																			
	000759.CH	中百集团	12.32	8,390	251	17.6%	301	20.1%	386	28.2%	0.37	0.44	0.57	33.4	27.8	21.7	24.1%	1.2	
	600361.CH	华联综超	8.92	5,939	55	-9.4%	153	178.1%	230	50.3%	0.08	0.23	0.35	107.9	38.8	25.8	104.5%	0.4	
	601933.CH	永辉超市	23.20	17,815	306	20.2%	480	57.1%	696	44.9%	0.40	0.63	0.91	58.3	37.1	25.6	50.9%	0.7	
	002336.CH	人人乐	18.58	7,432	237	3.2%	285	20.2%	365	28.1%	0.59	0.71	0.91	31.4	26.1	20.4	24.1%	1.1	
	002251.CH	步步高	22.75	6,151	171	3.4%	214	25.0%	270	26.5%	0.63	0.79	1.00	36.0	28.8	22.8	25.7%	1.1	
	002264.CH	新华都	21.82	3,498	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.42	0.81	1.02	51.4	27.1	21.5	54.7%	0.5	
	980.HK	联华超市	16.06	17,981	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	0.65	0.84	1.07	24.8	19.1	15.1	23.9%	0.8	
	814.HK	京客隆	9.95	4,101	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	19.5	14.9	11.8	24.2%	0.6	
	8277.HK	物美集团	17.12	21,935	530	21.0%	648	22.3%	805	24.2%	0.48	0.62	0.79	35.6	27.8	21.8	23.2%	1.2	
	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	12.63	88,362	4012	38.8%	5220	30.1%	6685	28.0%	0.54	0.70	0.90	23.4	18.0	14.1	29.1%	0.6
		493.HK	国美电器	3.06	51,528	1,962	40.7%	2,436	24.2%	2,965	21.7%	0.13	0.16	0.21	24.2	18.6	14.9	22.9%	0.8
		1280.HK	汇银家电	1.57	1,646	117	20.4%	153	30.1%	206	35.0%	0.13	0.18	0.25	12.1	8.8	6.4	32.5%	0.3
手机分销	000829.CH	天音控股	9.02	8,541	307	63.0%	267	-13.1%	365	36.7%	0.32	0.28	0.39	27.8	32.0	23.4	9.0%	3.5	
商业地产开发或购物中心经营型公司																			
	600415.CH	小商品城	23.44	31,897	809	-11.6%	1230	52.1%	1,569	27.5%	0.59	0.90	1.15	39.4	25.9	20.3	39.3%	0.7	
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	7.42	5,524	49	-34.2%	119	140.8%	194	63.1%	0.07	0.16	0.26	111.2	46.2	28.3	98.2%	0.5	

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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

