

黄金商圈低价租赁新物业，盈利能力看好

公司研究简报

◆公告梗概：

公司董事会通过决议，拟租赁上海新路达商业有限公司新路达华山路部分商厦 B1-4F 区域，租赁建筑面积约 2 万平米，租赁期限自 B1-3F 物业交付之日起 15 年。物业租赁费用 B1-3F 首年租金 1900 万元，免租 5 个月，4F 拟于 2012 年 6 月底交付使用，首年租金 600 万元，免租 2 个月。租金自物业租金起计日起每两年递增 5%。由于新路达商业有限公司为百联集团持股 51%（徐汇区国资委持股 49%），构成关联交易。

◆黄金地段低价租赁，盈利能力看好：

我们认为徐家汇商圈经过多年发展，目前是上海盈利能力最强、单位坪效最高的商圈。此次租赁门店，加强了公司在徐家汇商圈的影响力，与之前的东方商厦徐家汇店遥相呼应，未来时尚潮流百货也是对现有经营的一种有益补充。我们初步估算前两年 2500 万元租金，折合日均每平米租金仅为 3.42 元，远远低于目前徐家汇商圈商铺平均 10-20 元/日/平米的租金状况，我们认为此次廉价租金得益于大股东百联集团的鼎力支持。而较低廉的租金条件将使得此门店的培育期大大缩短，我们对新路达门店的盈利能力看好，考虑到前五个月免租金条件，预计门店培育期将 12-18 个月左右。

◆未来零售航母，整合后不乏催化剂：

近日百联股份获得证监会批文，有条件通过百联股份和友谊股份的重组计划，我们认为重组后近 500 亿营业收入的规模，将成为全国龙头零售企业。而公司较为突出的新业态优势，奥特莱斯、购物中心符合未来零售行业的变化趋势，我们认为在合并之后，公司多业态布局、高比例的黄金地段自有物业以及理顺公司结构后的协同整合效应，都将使得公司的经营面貌发生新的突破。同时，未来再融资计划、国资委旗下股权激励的推进、集团其他商业资产的注入以及公司积极进取的门店外延扩张都是未来的催化剂。

◆维持买入评级，老/新百联目标价分别为 18.50/22.00 元：

我们给予老/新百联 2011-2013 年 EPS 分别为 0.85（其中主业 0.57 元）/0.77/0.94 元和 0.92（其中主业 0.73 元）/0.93/1.09 元的预测，目标价分别为 18.50/22.00 元，对应 2011 年 19X 和 18X 市盈率，维持买入评级。

◆风险提示：

公司重组后整合效应低于预期，公司冗员现象严重拖累整体业绩表现

业绩预测和估值指标（老百联股份）

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	10,274	12,844	15,394	17,421	19,284
营业收入增长率	11.95%	25.02%	19.85%	13.17%	10.69%
净利润（百万元）	404	615	936	846	1,038
净利润增长率	13.40%	52.07%	52.26%	-9.64%	22.71%
EPS（元）	0.37	0.56	0.85	0.77	0.94
ROE（归属母公司）	6.11%	9.89%	13.09%	10.96%	12.21%
P/E	41	27	18	19	16

买入（维持）

当前价/目标价：14.92/18.50 元

新百联股份目标价：22.00 元

目标期限：6 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

联系人

市场数据

总股本(亿股)：11.01

总市值(亿元)：164.27

一年最低/最高(元)：12.61/18.22

近 3 月换手率：29.20%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.10	6.72	-3.51
绝对	-0.86	-1.39	7.13

相关研报

业绩超预期，费用控制力显著提升---1Q2011 季报点评

..... 2011-05-03

出售建配龙房地产业务，增厚当年 EPS 约 0.21 元---公司公告点评

..... 2011-04-06

百联股份：业绩符合预期，主力及新业态门店获利丰厚---2010 年报点评（维持买入）

..... 2011-03-11

图表 1：徐家汇商圈乃上海商家必争之地，盈利能力极强

徐家汇商圈门店位置地图一览



资料来源：google、光大证券研究所（注：其中 1，2，3 分别为此次租赁的新路达华山店、百联东方商厦徐汇店以及徐家汇商城的汇联商厦）

图表 2：老百联股份非经常性收益占比历年仍超过 10%

2007-2013 年老百联股份 EPS 拆分（2011 年 5 月 02 日更新）

单位：万	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司净利润	35,481.92	35,653.11	40,431.68	61484.92	93618.17	84591.26	103803.19
年报公布/预测 EPS 元	0.322	0.324	0.367	0.558	0.850	0.768	0.943
扣非经常性损益 净利润占比 % ¹	87.69%	92.75%	84.94%	79.29%	66.66%	90.31%	91.76%
经常性利润	31114.10	33068.26	34342.67	48751.39	62401.78	78002.22	97502.78
经营性利润增 速%	15.25%	6.28%	3.85%	41.96%	28.00%	25.00%	25.00%
经常性利润 EPS 元	0.283	0.300	0.312	0.443	0.567	0.708	0.886
股本	110102.73	110102.73	110102.73	110102.73	110102.73	110102.7	110102.73

资料来源：公司公告、光大证券研究所

¹ 百联股份 2010-2011 年非经常性收益中，除了股票投资收益以外，2010 年还有出售东方证券资产的约 0.08 元 EPS，2011 年还有出售建配龙地产业务的约 0.21 元 EPS。

图表 3：新百联股份净利润/股本推算

2010-2013 年重组后新百联股份 EPS 测算（2011 年 6 月 26 日更新）

净利润 亿元	2010A	2011E	2011E 经营性利润	2012E	2013E
百联股份原有净利润 ²	6.15	9.36	6.24	8.46	10.38
友谊股份原有净利润	2.98	3.74	3.55	4.52	5.16
36%八佰伴股权增厚净利润	1.11	1.15	1.15	1.17	1.20
投资公司 100%股权增厚净利润	1.36	1.60	1.60	1.90	2.10
重组后合计净利润	11.60	15.85	12.54	16.05	18.84
重组后新股本 亿股	17.22	17.22	17.22	17.22	17.22
EPS 元/股	0.67	0.92	0.73	0.93	1.09

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 4：老百联股份百货门店数据一览（2011 年 6 月 26 日更新）

门店数	门店名称	门店类型	开业时间	建筑面积 万平米	营业面积 万平米	物业形式
1	永安百货	老字号	1918 年	3.2	1.9	自有
2	市百一店（含新一百城）	老字号	1949 年 10 月 1 日	7.58	5.36	自有
3	妇女用品商店 A,B	老字号	1956 年 2 月 1 日	0.13	0.12	自有
4	时装商店	老字号	1956 年	1.12	0.87	租赁
5	东方商厦徐汇店	都市百货	1993 年 1 月 1 日	N.A.	3.32	租赁
6	华联商厦中联店	社区百货	1993 年 11 月 1 日	1.03	0.72	自有
7	一百松江店	社区百货	1994 年 12 月 18 日	0.64	0.5	自有
8	第一八佰伴	都市百货	1995 年 12 月 20 日	14.48	10.8	自有
9	东方商厦淮海店	都市百货	1996 年 12 月 28 日	2.79	2.28	自有
10	东方商厦南东店	都市百货	1997 年	N.A.	3.99	自有
11	华联商厦普陀店	社区百货	2000 年 12 月 16 日	1.51	1.1	租赁
12	东方商厦杨浦店	都市百货	2001 年 12 月 16 日	3.24	N.A.	自有/租赁
13	浦东华联购物中心	社区百货	2003 年	2.3	1.7	自有
14	华联张杨店	社区百货	2003 年 9 月 26 日	0.94	0.63	自有
15	奥特莱斯品牌直销广场	名品折扣	2006 年 4 月 28 日	10.42	7.81	自有
16	东方商厦宁波店	都市百货	2006 年 9 月 30 日	2.17	1.68	自有
17	百联又一城购物中心	购物中心	2007 年 1 月 26 日	12.61	11.76	自有
18	百联中环购物中心	购物中心	2007 年 12 月 21 日	24.37	23.36	自有
19	东方商厦嘉定店	都市百货	2008 年 1 月 18 日	1.92	1.56	租赁
20	百联南桥购物中心	购物中心	2008 年 1 月 19 日	4.96	4.39	租赁
21	沈阳沈河店	购物中心	2008 年 1 月 25 日	11.63	8.8	自有
22	百联南岸上海城购物中心	购物中心	2009 年 12 月 16 日	13.6	N.A.	租赁

² 同上。

23	东方商厦青浦店 ³	都市百货	2010 年 1 月 9 日	N. A.	0.63	租赁
24	杭州奥特莱斯下沙店 ⁴	管理输出	2010 年 6 月 28 日	13	7.5	管理店
25	金山购物中心	购物中心	2010 年 9 月 28 日	8.6	N. A.	自有
26	南桥购物中心二期	购物中心	2010 年 9 月 30 日	N. A.	6.6	租赁
27	百联虹口购物中心	管理输出	2011 年	8.01	5	管理店
28	武汉百联奥特莱斯	管理输出	2H2011	26	N. A.	管理店
29	徐家汇新路达店	都市百货	2011 年	2	N. A.	租赁
30	无锡奥特莱斯	奥特莱斯	2012 年	19	10	自有

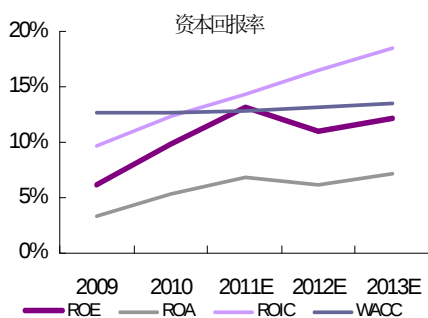
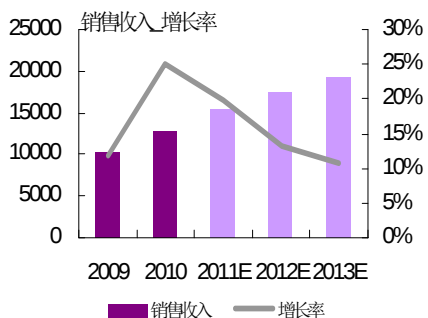
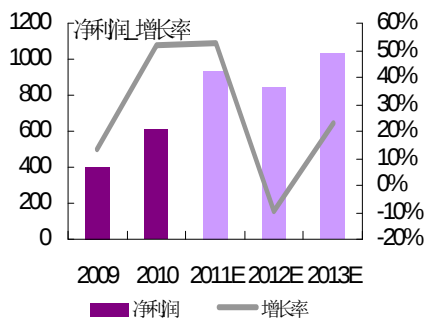
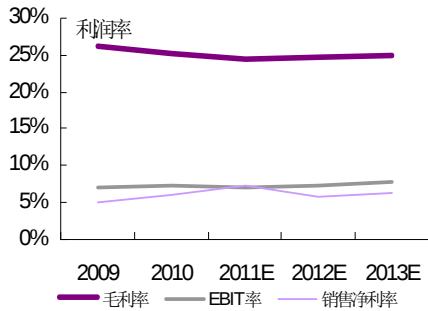
资料来源：上海商业信息中心、公司公告、光大证券研究所

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
- 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---百联 2010 年业绩快报点评
- 20110217 业务转型，为未来小面积门店指明出路---百联公告点评
- 20110311 业绩符合预期，主力及新业态门店获利丰厚----百联 2010 年报点评
- 20110406 出售建配龙房地产业务，增厚当年 EPS 约 0.21 元---公司公告点评
- 20110503 业绩超预期，费用控制力显著提升----1Q2011 季报点评

³ 开业为 2005 年 12 月，2010 年 1 月 9 日收购。

⁴ 2010 年 9 月 21 日正式营业。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,274	12,844	15,394	17,421	19,284
营业成本	7,583	9,606	11,627	13,122	14,481
折旧和摊销	362	363	439	467	495
营业税费	403	410	185	209	231
销售费用	876	1,091	1,278	1,429	1,581
管理费用	957	1,053	1,216	1,368	1,504
财务费用	188	155	143	148	80
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	85	172	474	170	170
营业利润	614	956	1,418	1,315	1,574
利润总额	641	997	1,418	1,315	1,574
少数股东损益	103	170	170	180	190
归属母公司净利润	404.32	614.85	936.18	845.91	1,038.03

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	15,171	14,725	16,055	16,583	17,059
流动资产	1,378	2,127	2,105	2,382	2,637
货币资金	917	1,777	1,539	1,742	1,928
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	112	91	151	171	189
应收票据	1	2	0	0	0
其他应收款	182	33	151	171	189
存货	151	166	241	274	304
可供出售投资	3,226	2,137	3,200	3,200	3,200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	467	426	481	498	515
固定资产	7,478	7,741	7,885	8,041	8,196
无形资产	1,628	1,630	1,590	1,550	1,511
总负债	7,675	7,477	7,700	7,479	6,984
无息负债	5,545	5,517	6,314	6,578	6,891
有息负债	2,130	1,960	1,386	900	93
股东权益	7,496	7,248	8,355	9,104	10,076
股本	1,101	1,101	1,101	1,101	1,101
公积金	4,357	3,497	3,542	3,542	3,542
未分配利润	1,160	1,617	2,509	3,078	3,859
少数股东权益	878	1,033	1,203	1,383	1,573

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,270	1,664	1,821	1,660	1,878
净利润	404	615	936	846	1,038
折旧摊销	362	363	439	467	495
净营运资金增加	-1,226	-78	-370	13	-58
其他	1,729	764	815	334	402
投资活动产生现金流	-326	-67	-1,341	-547	-547
净资本支出	440	671	700	700	700
长期投资变化	467	426	-47	-17	-17
其他资产变化	-1,233	-1,165	-1,993	-1,230	-1,230
融资活动现金流	-617	-737	-717	-910	-1,145
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,580	-170	-574	-485	-808
无息负债变化	1,882	-29	798	264	312
净现金流	327	859	-237	203	186

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.95%	25.02%	19.85%	13.17%	10.69%
净利润增长率	13.40%	52.07%	52.26%	-9.64%	22.71%
EBITDA 增长率	-0.20%	19.77%	46.05%	15.25%	12.51%
EBIT 增长率	-5.76%	30.04%	59.40%	18.91%	14.79%
估值指标					
PE	41	27	18	19	16
PB	2	3	2	2	2
EV/EBITDA	20	16	11	9	8
EV/EBIT	37	25	15	13	11
EV/NOPLAT	29	23	19	16	14
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	3	3	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	26.19%	25.21%	24.47%	24.68%	24.90%
EBITDA 率	10.90%	10.45%	9.92%	10.10%	10.27%
EBIT 率	6.98%	7.26%	7.07%	7.42%	7.70%
税前净利润率	6.24%	7.76%	9.21%	7.55%	8.16%
税后净利润率 (归属母公	3.94%	4.79%	6.08%	4.86%	5.38%
ROA	3.34%	5.33%	6.89%	6.19%	7.20%
ROE (归属母公司) (摊	6.11%	9.89%	13.09%	10.96%	12.21%
经营性 ROIC	9.67%	12.37%	14.33%	16.47%	18.46%
偿债能力					
流动比率	0.20	0.30	0.29	0.34	0.40
速动比率	0.18	0.28	0.26	0.30	0.36
归属母公司权益/有息债务	3.11	3.17	5.16	8.57	91.68
有形资产/有息债务	6.21	6.43	10.11	16.19	162.75
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.37	0.56	0.85	0.77	0.94
每股红利	0.12	0.00	0.25	0.23	0.28
每股经营现金流	1.15	1.51	1.65	1.51	1.71
每股自由现金流(FCFF)	1.60	0.50	0.87	0.69	0.92
每股净资产	6.01	5.64	6.50	7.01	7.72
每股销售收入	9.33	11.67	13.98	15.82	17.51

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

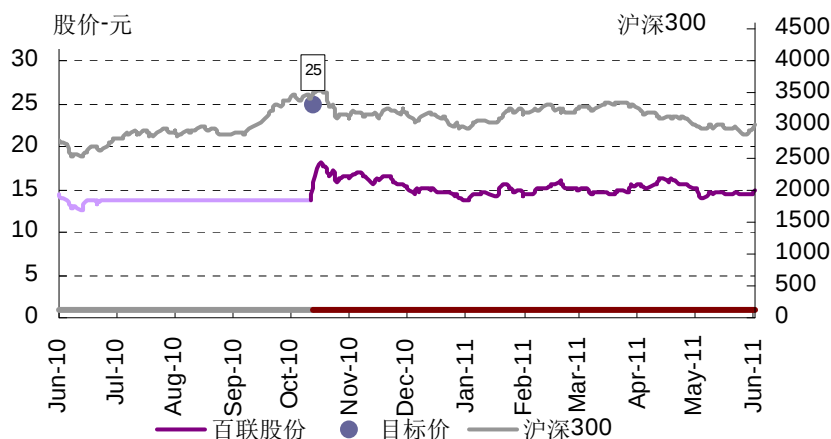
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

投资建议历史表现图

百联股份（600631）



日期	股价	目标价	评级
2010-11-04	13.68	25.00	买入
2011-01-27	14.01	18.00	买入
2011-02-17	15.14	18.00	买入
2011-03-11	15.54	18.00	买入
2011-03-20	15.54	18.00	买入
2011-03-27	15.13	18.00	买入
2011-04-06	14.59	18.00	买入
2011-05-02	15.22	18.50	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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：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。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@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