

业绩符合预期，费用控制持续向好

公司研究简报

◆业绩符合预期，1H2011 净利润增速 92.29%:

1H2011 期间公司实现 76.96 亿元营业收入，同比增长 16.39%，预计随着下半年新路达门店、御桥购物广场及百联虹口店（管理输出）的开业，全年营业增速仍能维持 20% 左右。报告期间实现净利润 6.12 亿元（EPS=0.56 元），同比增速 92.29%，符合我们中报 EPS 0.57 元以及增速 97% 的预判。其中扣非后净利润 3.78 亿元（EPS=0.34 元），同比增长 27.22%，略超我们中报扣非后 24% 左右净利润增速的预期。

◆毛利率下降 0.62 个百分点，期间费用率降低 1.53 百分点:

1H2011 期间公司毛利率延续 1Q2011 下滑趋势，同比下降 0.62 个百分点至 24.59%，我们认为上半年黄金市场销售火爆，黄金首饰较低的毛利率影响了整体毛利率是主要原因，维持全年 24.47% 的综合毛利率估计。按地区毛利率情况来看，重庆和沈阳的购物中心业态保持较高的毛利率情况，而其余地区毛利率 16-18% 水平，我们认为业态所决定。随着未来无锡奥特莱斯等低毛利率业态的推广，公司毛利率短期提升将有一定难度。

而期间费用率控制继续保持良好态势，同比下降 1.53 百分点（1Q2011 同比降低 1.15 百分点）至 15.56%，显示了公司逐步精细化管理能力以及控费增效的决心。其中销售/管理/财务费用率分别为 7.67%/6.85%/1.04%，同比分别下降 0.36/0.98/0.18 百分点。细拆费用科目，销售费用中的修理费以及管理费用中的折旧费用同比增长 -56% 和 7.77% 对于期间费用率控制影响较大。我们重申之前报告的观点：对于未来近 300 亿销售规模的新百联股份而言，未来整合后期间费用率的降低以及整合效应是新百联最大的亮点之一。若能进一步再融资，则大大降低公司财务费用率水平，对于一个国有体制企业而言，费用率的变革能显著提升公司的盈利能力。

◆维持买入评级，新百联目标价分别为 20.00 元:

我们维持老/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，给予新百联目标价 20.00 元。短期而言，我们认为公司未来注入友谊股份后，规模协同效应以及管理层磨合期需要一定时间，并非市场想的那么简单及水到渠成，建议投资者更需关注整合后的费用控制状况。中长期而言我们看好未来“零售航母”的发展，公司在零售新业态试点上取得了较为可观的经验，未来若能在体制上有所变革，则有爆发性“制度红利”产生，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（老百联拆分，新百联盈利拆分见后文）

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	937	846	1,038
净利润增长率	13.40%	52.07%	52.35%	-9.65%	22.70%
EPS（元）	0.37	0.56	0.85	0.77	0.94
ROE（归属母公司）	6.11%	9.89%	13.10%	10.96%	12.21%
P/E	43	28	18 ¹	20	17

¹ 扣非后 2011-2013 年 PE 分别为 28/22/18 倍

买入（维持）

当前价/目标价：15.68/20.00 元（新百联）

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@ebsecn.com

联系人

梁江泽

021-22169312

liangjiz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：11.01

总市值(亿元)：172.64

一年最低/最高(元)：13.45/18.22

近 3 月换手率：27.94%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.35	6.86	17.84
绝对	-0.82	-2.91	14.62

相关研报

百联股份/新百联股份：得益于大股东支持，廉价租赁再下一城--公司公告点评

..... 2011-07-16

百联股份：黄金商圈低价租赁新物业，盈利能力看好---公司公告点评

..... 2011-06-26

业绩超预期，费用控制力显著提升----1Q2011 季报点评

图表 1：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 2：老百联股份 2Q2011 单季度净利润增速有所下滑

2008-2Q2011 老百联股份营业情况一览

时间	营业总收入 (万)	营业总收入 增速 (%)	营业成本 (万)	销售毛利率 (%)	归属母公司 净利润 (万)	归属母公司 净利率增速 (%)
1Q2008	292852.44	N/A	216023.06	26.23%	13199.36	N/A
2Q2008	196024.60	N/A	138434.71	29.38%	7329.69	N/A
3Q2008	189522.73	N/A	134306.86	29.13%	4324.08	N/A
4Q2008	239337.50	N/A	174077.98	27.27%	10799.97	N/A
1Q2009	315327.90	7.67%	235816.47	25.22%	13701.91	3.81%
2Q2009	219529.61	11.99%	158836.20	27.65%	7189.04	-1.92%
3Q2009	216451.82	14.21%	157579.98	27.20%	11389.56	163.40%
4Q2009	276059.56	15.34%	206113.00	25.34%	8151.17	-24.53%
1Q2010	392928.92	24.61%	299506.48	23.78%	16845.63	22.94%
2Q2010	268274.14	22.20%	195019.66	27.31%	14981.75	108.40%
3Q2010	269976.92	24.73%	199393.16	26.14%	18022.76	58.24%
4Q2010	353215.95	27.95%	266692.94	24.50%	11634.78	42.74%
1Q2011	467374.27	18.95%	359746.97	23.03%	44550.49	164.46%
2Q2011	302176.57	12.64%	220587.59	27.00%	16651.38	11.14%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：老百联股份 2Q2011 单季度期间费用率有所上升

2008-2Q2011 老百联股份费用率拆分明细一览

时间	期间费用 (万)	期间费用 率 (%)	销售费用 (万)	销售费用 率 (%)	管理费用 (万)	管理费用 率 (%)	财务费用 (万)	财务费用 率 (%)
1Q2008	51328.27	17.53%	20506.71	7.00%	22817.79	7.79%	8003.77	2.73%
2Q2008	44255.43	22.58%	17464.52	8.91%	21332.10	10.88%	5458.80	2.78%
3Q2008	44580.30	23.52%	15616.74	8.24%	23106.37	12.19%	5857.18	3.09%
4Q2008	51396.89	21.47%	23637.12	9.88%	22078.41	9.22%	5681.36	2.37%
1Q2009	53154.48	16.86%	20574.31	6.52%	26870.02	8.52%	5710.16	1.81%
2Q2009	45933.30	20.92%	17414.94	7.93%	23391.84	10.66%	5126.52	2.34%
3Q2009	48496.63	22.41%	18971.66	8.76%	24972.35	11.54%	4552.62	2.10%

² 同上。

4Q2009	54523.18	19.75%	30589.54	11.08%	20507.16	7.43%	3426.48	1.24%
1Q2010	59678.53	15.19%	25809.43	6.57%	30091.89	7.66%	3777.22	0.96%
2Q2010	53283.12	19.86%	27315.62	10.18%	21683.16	8.08%	4284.34	1.60%
3Q2010	52789.13	19.55%	24063.20	8.91%	24847.49	9.20%	3878.44	1.44%
4Q2010	64118.37	18.15%	31887.38	9.03%	28658.50	8.11%	3572.49	1.01%
1Q2011	65600.01	14.04%	32876.76	7.03%	28718.34	6.14%	4004.91	0.86%
2Q2011	54108.70	17.91%	26159.45	8.66%	23987.17	7.94%	3962.09	1.31%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：1H2011 主营毛利率下降 1.15 个百分点

1H2011 老百联股份主营业务分行业情况

行业	1H2011 营业收入 (万元)	营业收入同比增长 (%)	1H2011 毛利率 (%)	毛利率同比变化 (%)
(1) 商业	708749.89	15.84%	18.58%	减少 1.10 个百分点
(2) 办公楼出租	4477.44	11.08%	84.87%	增加 3.50 个百分点
(3) 旅游饮食服务业	2113.10	-16.44%	91.48%	减少 0.05 个百分点
(4) 超市	988.63	5.87%	12.76%	增加 0.70 个百分点
(5) 广告收入	296.26	145.29%	100%	增加 0.00 个百分点
合计	716625.32	15.69%	19.23%	减少 1.15 个百分点

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 5：老百联股份各地区毛利率基本均为下降趋势

1H2011 老百联股份按地区收支及毛利率情况

地区	1H2011 营业收入 (万元)	营业收入同比增长 (%)	1H2011 毛利率 (%)	毛利率同比变化 (%)
上海	701345.18	15.41%	18.96%	减少 1.22 个百分点
浙江	5231.64	-8.73%	16.86%	增加 0.05 个百分点
辽宁	3115.77	32.58%	50.69%	减少 4.67 个百分点
重庆	6932.74	89.60%	34.92%	减少 2.16 个百分点
合计	716625.32	15.69%	19.23%	减少 1.14 个百分点

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 6：1H2011 老百联股份修理费用大幅下降，拉低销售费用率水平

1H2011 老百联股份销售费用拆分明细

项目	1H2011 (万)	1H2010 (万)	同比变化 (%)	占销售费用比重 (%)
工资、奖金及附加	20289.07	16762.18	21.04%	34.37%
租赁费	8744.49	6903.29	26.67%	14.81%
修理费	1338.39	3285.91	-59.27%	2.27%
物业管理费	3055.51	2563.62	19.19%	5.18%
水电费	9285.70	7012.36	32.42%	15.73%
展览宣传费	3068.52	2872.28	6.83%	5.20%
卡、券手续费	6447.28	5123.93	25.83%	10.92%
销售费用合计	59036.20	53125.05	11.13%	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 7：1H2011 老百联股份折旧费用略有下降，拉底管理费用率水平

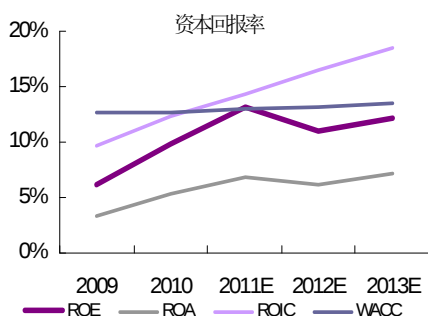
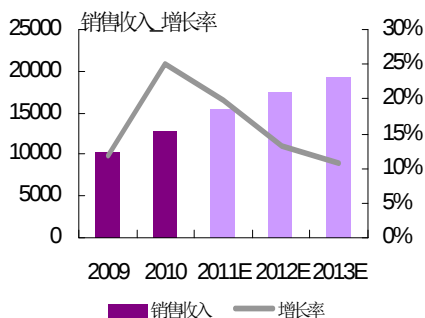
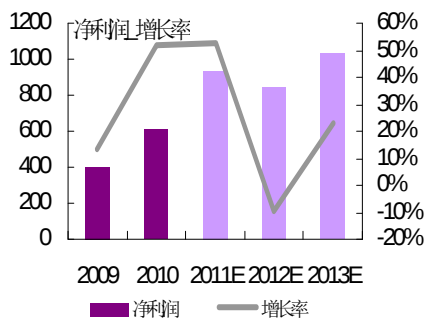
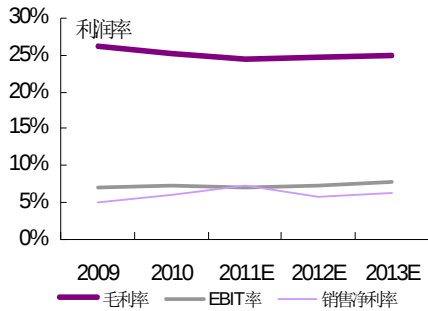
1H2011 老百联股份管理费用拆分明细

项目	1H2011 (万)	1H2010 (万)	同比变化 (%)	占管理费用比重 (%)
工资、奖金及附加	21931.74	18144.81	20.87%	41.61%
租赁费	420.36	387.14	8.58%	0.80%
修理费	1474.34	1598.77	-7.78%	2.80%
物业管理费	1190.98	1088.29	9.44%	2.26%
水电费	1166.17	1722.85	-32.31%	2.21%
折旧费	14950.18	13871.80	7.77%	28.37%
无形资产摊销	2749.86	2981.32	-7.76%	5.22%
税费	2748.25	3007.56	-8.62%	5.21%
管理费用合计	52705.50	51775.04	1.80%	100.00%

资料来源：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---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
- 20110626 百联股份：黄金商圈低价租赁新物业，盈利能力看好---公司公告点评
- 20110716 百联股份/新百联股份：得益于大股东支持，廉价租赁再下一城--公司公告点评



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	364	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	133	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	1,419	1,316	1,575
利润总额	641	997	1,419	1,316	1,575
少数股东损益	103	170	170	180	190
归属母公司净利润	404.32	614.85	936.73	846.31	1,038.45

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	15,171	14,725	16,047	16,575	17,052
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
应收帐款	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	474	491	508
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	7,692	7,471	6,975
无息负债	5,545	5,517	6,314	6,578	6,891
有息负债	2,130	1,960	1,378	892	84
股东权益	7,496	7,248	8,355	9,105	10,077
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	3,079	3,861
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	1,819	1,660	1,878
净利润	404	615	937	846	1,038
折旧摊销	362	364	439	467	495
净营运资金增加	-1,226	-78	-370	13	-58
其他	1,729	763	812	333	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	-715	-910	-1,144
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,580	-170	-582	-486	-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%	52.35%	-9.65%	22.70%
EBITDA 增长率	-0.20%	20.44%	44.05%	15.97%	12.51%
EBIT 增长率	-5.76%	31.08%	56.29%	19.96%	14.79%
估值指标					
PE	43	28	18	20	17
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	21	17	11	10	8
EV/EBIT	39	26	16	13	11
EV/NOPLAT	31	24	20	17	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%	10.50%	9.86%	10.10%	10.27%
EBIT 率	6.98%	7.31%	7.00%	7.42%	7.70%
税前净利润率	6.24%	7.76%	9.22%	7.55%	8.17%
税后净利润率 (归属母公	3.94%	4.79%	6.09%	4.86%	5.39%
ROA	3.34%	5.33%	6.90%	6.19%	7.20%
ROE (归属母公司) (摊	6.11%	9.89%	13.10%	10.96%	12.21%
经营性 ROIC	9.67%	12.37%	14.30%	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	5.19	8.65	101.03
有形资产/有息债务	6.21	6.43	10.16	16.33	179.24
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

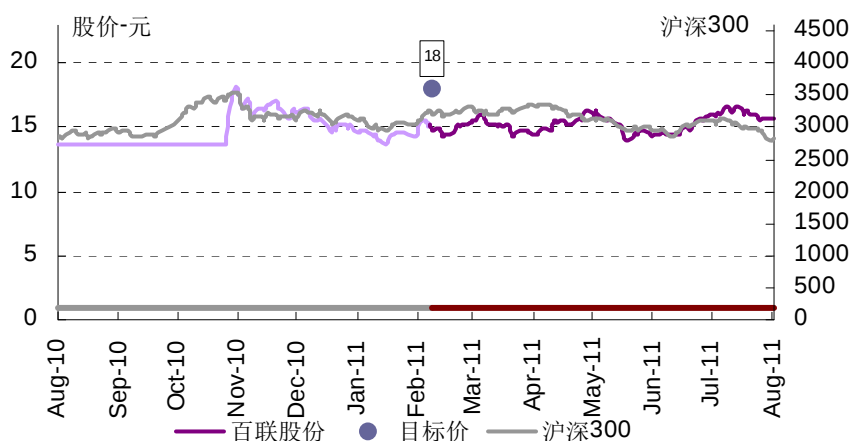
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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
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
2011-06-26	14.92	18.50	买入
2011-07-16	16.17	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%；
 卖出一未来 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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	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
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com