

商贸零售：百联股份（600827）中报点评

2014年9月1日

超市、传统百货下滑，奥莱、购物中心超预期

推荐（维持）

⑤ H1 收入同比下降 2.3%，净利润同比下降 3.27%

2014H1 公司实现营收 265.87 亿元，同比下降 2.30%，毛利总额 58.25 亿元，同比增长 0.2%，营业利润 11.77 亿元，同比下降 3.9%，归属净利润 7.15 亿元，同比下降 3.27%。EPS 为 0.42 元，加权平均 ROE 为 5.23%，同比下降 0.38 个百分点。

⑤ 超市业务同店销售下滑，费用率提升，净利润大幅下降

2014H1，子公司联华超市实现收入 150.23 亿元，同比下降 3.7%，而归属净利润大幅下滑 48.9%至 9,765.4 万元。收入下降的主要原因为同店销售同比下降 5.37%，其中大型综超同店销售下降 7.03%，超市同店销售下降 5.04%，便利店同店销售上升 17.1%。上半年，公司在新开门店的同时，继续进行网点的调整，大型综超、超市直营门店分别净增加 1 家、2 家，直营便利店减少 42 家。综合收益率同比上升 0.35 个百分点至 24.32%。但由于租金、人工及装修费用的摊销，费用率继续上升，三种业态的经营利润率分别下降 0.63、0.3、0.53 个百分点。

⑤ 百货业务分化明显，奥莱、购物中心盈利增长，传统百货继续下滑

2014H1，百货业务实现收入 91.15 亿元，同比下降 3.5%。奥莱、购物中心业态表现出色，青浦奥莱、又一城、西郊百联、南方商城盈利分别增长 23.67%、31.38%、13.65%和 14.44%；中环购物中心下降 5.58%，去年开业的世博源仍处于培育期，亏损 3,411 万元。传统百货盈利均下滑，其中第一八佰伴盈利下降 1.22%至 1.99 亿元，东方商厦下降 10.49%至 4,556 万元。

⑤ 投资建议及评级

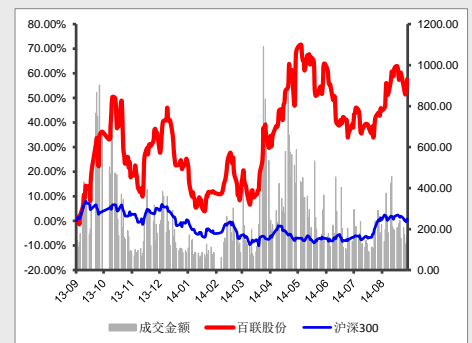
公司以购物中心和奥莱业态进行外延扩张，业态结构持续改善；公司继续对超市门店进行优化调整，超市盈利水平存改善潜力；公司作为上海国资的商业旗舰，有望率先受惠于国资改革。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.64 元、0.68 元、0.73 元，对应 P/E 为 19.3、18.3、17.0 倍。维持对公司的“推荐”评级。

⑤ 风险提示

行业景气度持续低迷；新店培育速度不及预期；费用上升超预期。

市场表现

截至 2014.8.29



市场数据

2014-8-29

A 股收盘价 (元)	12.43
一年内最高价 (元)	13.53
一年内最低价 (元)	7.77
上证指数	2,217.20
市净率	1.67
总股本 (亿股)	17.22
实际流通 A 股 (亿股)	12.40
限售流通 A 股 (亿股)	4.82
流通 A 股市值 (亿元)	154.18

分析师：周悦

执业证书号：S1490514060001

电话：010-58568159

邮箱：zhouyue@hrsec.com.cn

盈利预测简表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	49,262.87	51,925.98	51,894.06	54,125.38	56,485.44
同比增长(+/-%)	4.8%	5.4%	-0.1%	4.3%	4.4%
营业利润(百万元)	1,973.75	1,724.60	1,649.95	1,757.18	1,899.07
同比增长(+/-%)	-21.6%	-12.6%	-4.3%	6.5%	8.1%
净利润(百万元)	1,170.4	1,035.8	1,106.9	1,169.9	1,258.8
同比增长(+/-%)	-15.9%	-11.5%	6.9%	5.7%	7.6%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.60	0.64	0.68	0.73
PE	18.29	20.67	19.34	18.30	17.01
PB	1.75	1.66	1.57	1.49	1.41

表 1: 业务分产品情况

收入	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 H1	
	增速	占比	增速	占比	增速	占比	增速	占比
连锁超市业务	5.6%	64.6%	4.7%	64.6%	3.4%	63.4%	-3.5%	61.5%
连锁百货业务	1416.7%	31.2%	5.1%	31.3%	10.5%	32.8%	-0.3%	34.3%
连锁建材业务	-31.8%	1.5%	-19.0%	1.1%	-11.7%	1.0%	-4.7%	0.9%
其他	321.5%	2.7%	14.6%	3.0%	0.6%	2.9%	2.0%	3.4%
合计	51.4%	100.0%	4.8%	100.0%	5.4%	100.0%	-2.3%	100.0%

毛利率	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 H1
连锁超市业务	21.47%	20.42%	20.21%	20.71%
连锁百货业务	19.73%	18.72%	18.22%	17.60%
连锁建材业务	12.98%	13.25%	12.05%	10.69%
其他	89.94%	88.80%	87.01%	90.98%
合计	22.69%	21.86%	21.39%	21.91%

表2：销售费用、管理费用明细

销售费用	本期发生额 (百万元)	费用率	上期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
工资及附加	1,486.40	5.59%	1,455.81	5.35%	2.10%
租赁费	1,126.19	4.24%	1,085.54	3.99%	3.74%
水电费	357.88	1.35%	358.59	1.32%	-0.20%
折旧费	219.61	0.83%	245.71	0.90%	-10.63%
摊销费	10.48	0.04%	15.59	0.06%	-32.75%
合计	3,661.26	13.77%	3,617.63	13.29%	1.21%

管理费用	本期发生额 (百万元)	费用率	上期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
工资及附加	480.84	1.81%	475.60	1.75%	1.10%
租赁费	96.14	0.36%	70.00	0.26%	37.34%
水电费	31.21	0.12%	26.33	0.10%	18.53%
折旧费	170.35	0.64%	175.80	0.65%	-3.10%
摊销费	68.03	0.26%	65.02	0.24%	4.64%
合计	1,014.60	3.82%	981.12	3.61%	3.41%

项目合并	本期发生额 (百万元)	费用率	本期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
薪酬合计	1,967.24	7.40%	1,931.41	7.10%	1.86%
租金合计	1,222.33	4.60%	1,155.55	4.25%	5.78%
折旧及摊销合计	468.47	1.76%	502.12	1.85%	-6.70%

数据来源：公司公告，华融证券

附表
资产负债表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	16,312.7	17,193.1	15,271.6	16,801.9	18,501.7
现金	11,297.7	11,928.2	10,033.0	11,139.8	12,842.7
交易性投资	0.0	140.0	140.0	140.0	140.0
应收票据	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
应收款项	235.2	242.0	173.4	259.9	192.3
其他应收款	281.0	156.2	280.7	175.0	300.5
存货	3,514.4	3,799.6	3,665.2	4,113.9	3,998.0
其他	984.6	926.1	977.3	970.3	1,024.2
非流动资产	20,757.7	21,662.7	22,154.4	21,754.5	21,263.0
长期股权投资	747.0	961.7	1,041.7	1,131.7	1,231.7
固定资产	11,316.8	11,425.4	12,746.5	12,427.8	12,069.1
无形资产	2,346.4	2,311.6	2,542.1	2,471.0	2,398.2
其他	6,347.5	6,964.0	5,824.2	5,724.0	5,563.9
资产总计	37,070.4	38,855.8	37,426.0	38,556.4	39,764.6
流动负债	21,879.7	22,722.0	20,122.8	20,222.8	20,322.8
短期负债	1,331.0	721.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	5,625.6	5,977.2	5,000.0	5,100.0	5,200.0
预收账款	11,771.6	6,401.1	5,500.0	5,500.0	5,500.0
其他	3,151.5	9,622.8	9,622.8	9,622.8	9,622.8
长期负债	55.7	171.6	371.6	371.6	371.6
长期借款	0.0	100.0	300.0	300.0	300.0
其他	55.7	71.6	71.6	71.6	71.6
负债合计	21,935.4	22,893.6	20,494.4	20,594.4	20,694.4
股本	1,722.5	1,722.5	1,722.5	1,722.5	1,722.5
资本公积金	4,988.0	5,137.7	5,137.7	5,137.7	5,137.7
留存收益	5,547.3	6,067.8	6,787.3	7,547.7	8,365.9
少数股东权益	2,877.2	3,034.2	3,284.2	3,554.2	3,844.2
母公司所有者权益	12,257.8	12,928.0	13,647.5	14,407.9	15,226.1
负债及权益合计	37,070.4	38,855.8	37,426.0	38,556.4	39,764.6

现金流量表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,710.4	3,883.6	629.5	2,329.6	2,923.1
净利润	1,216.2	1,024.7	1,356.9	1,439.9	1,548.8
折旧摊销	1,142.2	1,124.7	1,514.6	1,616.3	1,718.0
财务费用	318.2	337.4	192.1	193.2	225.0
投资收益	323.8	242.7	80.0	90.0	100.0
营运资金变动	-774.5	1,577.1	-1,851.9	-323.5	103.1
其他	-515.4	-422.9	-662.2	-686.2	-771.7
投资活动现金流	-1,871.8	-1,071.6	-1,850.5	-1,050.5	-1,050.5
资本支出	-1,493.5	-1,310.7	-1,950.0	-1,150.0	-1,150.0
其他投资	-378.3	239.1	99.5	99.5	99.5
筹资活动现金流	-739.7	-348.4	-674.2	-172.3	-169.7
借款变动	-77.6	353.4	-286.8	237.2	270.9
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	534.7	149.6	0.0	0.0	0.0
股利分配	-743.1	-846.5	-387.4	-409.5	-440.6
其他	-453.8	-4.9	0.0	0.0	0.0

利润表

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	49,262.9	51,926.0	51,894.1	54,125.4	56,485.4
营业成本	38,493.0	40,817.4	40,301.4	41,998.4	43,794.9
营业税金及附加	448.1	487.3	487.0	507.9	530.1
营业费用	7,101.1	7,444.8	7,680.3	8,064.7	8,472.8
管理费用	1,870.5	1,986.6	2,023.9	2,056.8	2,090.0
财务费用	-318.2	-337.4	-192.1	-193.2	-225.0
资产减值损失	18.3	45.3	23.6	23.6	23.6
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	164.7	89.9	80.0	90.0	100.0
营业利润	1,973.8	1,724.6	1,649.9	1,757.2	1,899.1
营业外收入	187.0	249.5	172.6	172.6	172.6
营业外支出	30.0	109.4	40.0	40.0	40.0
利润总额	2,130.8	1,864.7	1,782.6	1,889.8	2,031.7
所得税	594.9	616.8	425.6	450.0	482.9
净利润	1,536.0	1,248.0	1,356.9	1,439.9	1,548.8
少数股东权益	365.6	212.2	250.0	270.0	290.0
归属母公司所有者净利润	1,170.4	1,035.8	1,106.9	1,169.9	1,258.8
EPS (元)	0.68	0.60	0.64	0.68	0.73

主要财务比率

单位：百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	4.8%	5.4%	-0.1%	4.3%	4.4%
营业利润	-12.76%	-16.61%	18.72%	6.19%	7.91%
净利润	-21.09%	-18.75%	8.73%	6.11%	7.56%
盈利能力					
毛利率	21.9%	21.4%	22.3%	22.4%	22.5%
净利率	3.1%	2.4%	2.6%	2.7%	2.7%
ROE	9.5%	8.0%	8.1%	8.1%	8.3%
ROIC	33.1%	22.0%	30.0%	19.5%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	59.2%	58.9%	54.8%	53.4%	52.0%
流动比率	0.75	0.76	0.76	0.83	0.91
速动比率	0.57	0.57	0.56	0.61	0.69
营运能力					
资产周转率	1.33	1.34	1.39	1.40	1.42
存货周转率	209.49	214.56	299.27	208.28	293.74
应收账款周转率	10.95	10.74	11.00	10.21	10.95
每股资料(元)					
每股收益	0.68	0.60	0.64	0.68	0.73
每股经营现金	0.99	2.25	0.37	1.35	1.70
每股净资产	7.12	7.51	7.12	7.51	7.92
每股股利	0.25	0.30	0.22	0.24	0.26
估值比率					
PE	18.29	20.67	19.34	18.30	17.01
PB	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

周悦，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn