

# 百联股份 (600631): 购物中心推动公司未来成长

增持 (维持)

商业

当前股价: 15.36 元

报告日期: 2008 年 3 月 24 日

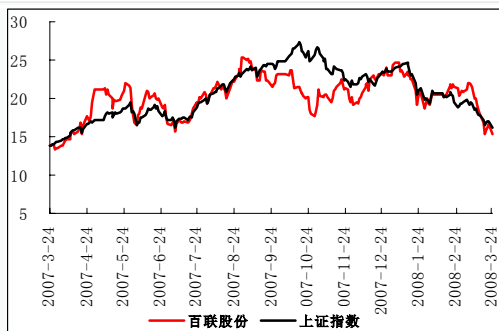
## 主要财务指标 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	8752	8429	9745	10603
(+/-)	-2.7%	-3.7%	15.6%	8.8%
营业利润	464	617	872	1071
(+/-)	56.2%	32.9%	41.4%	22.9%
归属于母公司的净利润	275	355	510	635
(+/-)	38.1%	28.9%	43.7%	24.4%
每股收益 (元)	0.24	0.32	0.46	0.59
市盈率 (倍)	64	48	33	26

## 公司基本情况 (2007 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	110,102/67,157
流通市值 (亿元)	169.12
每股净资产 (元)	4.19
资产负债率 (%)	55.87

## 股价表现 (最近一年)



天相消费品组

联系人一向涛

021-58824282-859 [xiangt@txsec.com](mailto:xiangt@txsec.com)

联系人一施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 2007 年报显示, 公司全年实现营业收入 84. 亿元, 同比下降 3. 7%; 实现营业利润 6. 17 亿元, 同比增长 32. 9%; 归属母公司净利润 3. 55 亿元, 同比增长 28. 9%; 摊薄 EPS 0. 32 元, 基本符合我们前期预测的 0. 30 元; 分配预案每 10 股派现 1. 00 元 (含税)。
- 传统门店仍是业绩贡献主力。07年公司主要门店仍然能够保持稳定增长, 其中八佰伴实现净利润2. 86亿元, 同比增长 32. 7%, 东方商厦徐汇店实现净利润7430万元, 同比增长 25. 1%, 新华联商厦实现净利润3315万元, 同比增长52. 1%, 永安百货实现净利润2817万元, 同比增长4. 1%, 净利润增长唯一出现下降的是东方商厦杨浦店, 其实现净利润1070万元, 同比下降了25. 2%, 主要原因是杨浦店去年进行装修影响了正常销售。公司按权益比例从传统门店分享的净利润在 3. 3亿元左右, 这一数字基本接近公司全年净利润水平, 我们认为公司传统门店都位于成熟商圈, 未来有望保持持续稳定的增长。
- 购物中心项目是未来最大看点。06年以来公司有多个购物中心项目营业。从07年报显示来看, 青浦奥特莱斯店全年实现净利润1741万元, 仅用了一年时间即实现了扭亏并且大幅盈利, 又一城购物中心全年亏损1144万元, 百联中环购物广场全年亏损约在870万, 考虑到上述两家购物中心分别在07年初和06年底才开始营业, 尚处在培育阶段, 发生亏损可以理解。我们认为购物中心项目会是公司未来业绩加速增长的动力源, 且从目前经营情况看其培育期可能比预想的要短。
- 综合毛利率上升。公司综合毛利率26. 38%, 同比增加了2. 62个百分点, 商业方面, 07年公司商业毛利率21. 83%, 同比增加了0. 94个百分点, 我们认为毛利率增加主要有两个原因: 1) 06年华联超市还在并表, 07年公司则已经基本没有毛利率较低的超市业态经营; 2) 公司商业结构发生变化, 随着购物中心项目的增加, 其租赁和联营结合的营业模式带动了毛利率的增长。公司的毛利率水平在整个商业类上市公司中都是比较高的, 且具备可持续性。
- 短期费用压力较大。2007年公司短期借款同比增长970%达



- 到近26亿元，财务费用1.1亿元，同比增长141%，财务费率1.36%，同比增加了0.82个百分点；07年管理费率9.07%，同比增长加了1.26个百分点；我们认为，公司短期面临的费用压力较大，但是这一方面是由于建设并购需要大量资金（07年有新一百商城、又一城、中环购物广场、建配龙房产等多个项目），另一方面是新项目开办及装修费用的增加（新一百商城、又一城的开业、东方商厦杨浦店装修等），因此上述借款和费用的增加更多是一次性的，我们预计08年上述两项费用在现有基础上会有一定程度的下降；此外公司销售费率为8.38%，同比下降了0.94个百分点，这部分原因是因为07年华联超市不再并表所致。
- **投资风险。**1) 短期来看公司的偿债压力较大，07年资产负债率为55.87%，同比增加10.06个百分点，流动比率0.17，同比下降0.27，主要原因是短期借款的大幅度增长。2) 近期大盘调整带来的系统性风险。
- **盈利预测与评级。**近年来，公司的发展战略有明显转变，由过去的全国布点到现在专注上海及周边地区的发展，这有利于公司集中资金，充分利用当地资源优势，也更能获得消费者品牌和文化上的认同。公司未来最大的看点在其购物中心经营，随着项目逐步成熟，公司有望迎来业绩加速增长期。我们预计公司08-09年每股收益分别为0.46元和0.59元，按昨日收盘价，其对应市盈率分别为33倍和26倍，考虑到公司是国内商业上市公司中拥有自有物业最多的公司，其重估价值为公司提供了较好的安全边际，我们维持对公司“增持”的投资评级。



表格 1: 盈利预测表 (单位: 万元):

单位: 万元	2006A	2007A	2008E	2009E
<b>营业收入</b>	<b>875,208</b>	<b>842,853</b>	<b>974,500</b>	<b>1,060,326</b>
增长率 (%)	-2.74%	-3.70%	15.62%	8.81%
减: 营业成本	667,249	620,494	715,770	774,038
营业税金及附加	6,737	7,896	5,847	6,362
减: 资产减值损失	20	1,022	0	0
营业费用	81,554	70,614	77,960	83,766
管理费用	68,394	76,482	85,756	89,067
财务费用	4,735	11,432	8,000	6,000
期间费用率 (%)	17.67%	18.81%	17.62%	16.87%
加: 公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	-124	6,756	6,000	6,000
<b>营业利润</b>	<b>46,396</b>	<b>61,668</b>	<b>87,167</b>	<b>107,093</b>
营业利润率 (%)	5.30%	7.32%	8.94%	10.10%
加: 营业外收入	2,130	1,351	0	0
减: 营业外支出	2,016	1,587	0	0
<b>利润总额</b>	<b>46,509</b>	<b>61,432</b>	<b>87,167</b>	<b>107,093</b>
增长率 (%)	45.67%	32.09%	41.89%	22.86%
利润率 (%)	5.31%	7.29%	8.94%	10.10%
减: 所得税	12,347	15,092	21,792	26,773
实际税负比率 (%)	26.55%	24.57%	25.00%	25.00%
<b>净利润</b>	<b>34,162</b>	<b>46,340</b>	<b>65,375</b>	<b>80,320</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27,534</b>	<b>35,482</b>	<b>50,993</b>	<b>63,453</b>
增长率 (%)	38.08%	28.87%	43.71%	24.43%
净利润率 (%)	3.15%	4.21%	5.23%	5.98%
少数股东损益	6,628	10,858	14,383	16,867
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.46</b>	<b>0.59</b>

资料来源: 公司年报, 天相投资顾问有限公司

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

### 天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566	传真：010-66573918	邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577	传真：010-66045500	邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566	传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282	传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800	传真：0755-82722762	邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582	传真：0531-82602622	邮编：250014