



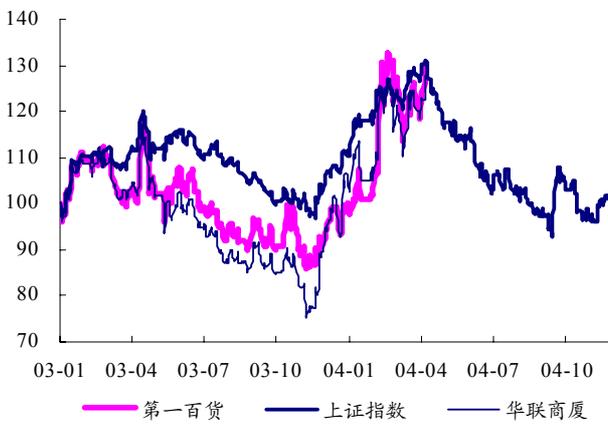
郭海燕 guohy@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

第一百货：无评级/9.27元 华联商厦：无评级/9.53元  
百联股份(600631)：无评级/11月26日恢复交易

### 未来可预期盈利不支持重组前的高股价 ——百联股份（原第一百货）恢复交易定价分析

图 1. 第一百货、华联商厦股价走势  
(2003年初—2004年4月6日停牌)



资料来源：公司报告

#### 要点：

第一百货（600631）公告了其吸收合并华联商厦的最终报告书，将更名为百联股份于2004年11月26日恢复交易。至此，百联集团下属百货类资产的重组初步完成。

目前投资者最为关心的是百联股份恢复交易后的定价问题。我们的基本结论是，该股的预期盈利水平难以支持重组前的高股价。

因此，建议历史上高价持有的投资者适当减持。另一方面，该股具备一定的行业代表性、流动性也较好，若能跌出适当的投资空间，则可能带来合适的介入时机。

在即将完成的零售业月报（2004-11）中，我们会着重分析：百联股份的基本面特征、百联集团可能的后续重组计划及对华联超市、友谊股份的影响。

#### 正文：

表 1. 百联股份估值的情景分析（2005年每股收益 vs. 市盈率）

参与该重组的合理介入价位及百联股份的合理定价区间		合并后2005年净利润假设					
			基础净利润 (1)	(1) x 1.1	(1) x 1.2	(1) x 1.3	(1) x 1.4
合并后		合并后净利润	263	290	319	351	386
2005年市		合并后每股收益	0.24	0.26	0.29	0.32	0.35
盈率假设	15	第一百货	3.59	3.95	4.34	4.78	5.25
		百联股份	3.59	3.95	4.34	4.78	5.25
	20	华联商厦	4.00	4.40	4.84	5.32	5.85
		百联股份	4.78	5.26	5.79	6.37	7.00
	25	华联商厦	5.33	5.86	6.45	7.09	7.80
		百联股份	5.98	6.58	7.24	7.96	8.76
	30	华联商厦	6.66	7.33	8.06	8.87	9.75
		百联股份	7.18	7.89	8.68	9.55	10.51
		华联商厦	7.99	8.79	9.67	10.64	11.71

资料来源：中金公司研究部，公司报告

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

**表 2. 百联股份已经和还可能纳入资产所带来的基础净利润水平**

百万元	2004上半年净利润	2005年能够带来的基础净利润	假设
第一百货	51.8	103.5	
华联商厦	24.1	48.1	2004上半年业绩*2
东方商厦	29.1	58.2	
<b>还计划注入的资产</b>			
友谊股份6.08%的股权	68.6	9.2	按我们对友谊和华联2005年的盈利预测计算
华联超市9.81%的股权	28.6	9.9	
三联集团	8.7	13.8	
新路达	10.4	16.6	按平均持股比例80%计算, 2004上半年业绩*2
百红商贸	2.5	4.1	
<b>合计</b>		<b>263.4</b>	

资料来源：公司报告、中金公司研究部

### 2005年基础净利润水平约为2.63亿元

此次合并转换后，百联股份总股本为 11.01 亿股，流通股本 3.27 亿股。百联集团 100%拥有的东方商厦将于 2005 年置换进百联股份（2005 年起开始并表）。该商厦在 2004 年中期的盈利为 2,909 万元。模拟东方商厦置换进入该公司后的情况，百联股份 2004 年中期的净利润为 1.05 亿元。

百联集团还计划将其拥有的下列资产注入百联股份（表 2），以各类资产 2004 年上半年业绩的 2x 水平为基准，若百联股份能够在 2005 年初完成对表 2 中所有资产的重组，则能够实现基础净利润 2.63 亿元（每股 0.24 元）。

### 未来业绩的可持续增长尚难合理预期

重组后能否成功地整合、获得规模效益的提升才是最重要的，脱离这一点来谈重组只能是“画饼充饥”。

我们认为，相对于大商股份（2005 年预测净利润 1.87 亿元），百联股份未来业绩的可持续增长尚难合理预期：

- 公司 2.63 亿的基础净利润是由多块资产拼凑起来的，连锁经营机制的推行还不够到位；
- 百联的门店集中于上海，网点分布的广度和深度不足，没有跨区域发展的成功经验，且在其本地市场也面临着严峻的竞争压力。

### 2005年预测市盈率水平不应当超过25x

我们认为，百联股份 2005 年的合理预测市盈率水平不应当超过 25x，乐观一些的投资者将其目标市盈率定在 20x 是较为合适的。主要依据是：

- 从表 3 中可以看到，海外市场上，在超市和啤酒两个消费子行业具备领导地位的**联华超市**（980 HK）、**青岛啤酒**（168 HK）2005 年的预测市盈率为 23x，年初以来较高股价下，这两支股票曾获得过 25x 的水平。香港上市的中国消费品类公司 2005 年的平均市盈率水平为 20x。
- 从表 4 中可以看到，A 股市场上，**大商股份**和**苏宁电器** 2005 年的预测市盈率仅为 15x 和 19x。
- 百联股份的资产质量和成长前景的可预期性不及以上提到的四家公司。

### 情景分析

在表 1 中，我们就百联股份的**整合效益**（表现为相对于基础净利润的业绩提升）和**应当获得的市盈率水平**做了情景分析，总体结论是其未来可预期盈利不支持重组前的高股价：

- 若公司能够通过整合获得相对于基础净利润 20%-30%的增长，2005 年 25x 的预测市盈率对应的价位区间为 7.24-7.96 元。

- 大商股份目前价位下 2005 年的每股收益仅为 15x，即便百联能够获得相对于基础净利润 30% 的增长，则对应的合理价位也仅为 4.78 元。
- 如果公司整合不利，2005 年仅能获得 2.63 亿基础净利润水平，则即便给予其 30x 的预测市盈率水平，对应的合理价位也仅为 7.18 元。
- 按第一百货 4 月份停牌前的股价（9.27 元）计算若公司通过整合能够获得相对于基础净利润 20%-30% 的增长，则对应的 2005 年预测市盈率高达 29-32x。

### 投资建议

综合以上分析，我们建议历史上高价持有的投资者做适当的减持。历史上来看，重组股往往是部分市场参与者追逐的品种，如果其股价在短期内仍有脱离其盈利水平的表现，则会在一定程度上弱化可能的减持损失。

另一方面，该股具备一定的行业代表性、流动性也较好，如果能够跌出适当的投资空间，则可能会带来合适的介入时机。

**表 3. 国际类比估值参考**

	公司	代码	股价	EPS				PE				2004-2006 EPS CAGR	PEG
				2003A	2004E	2005E	2006E	2003A	2004E	2005E	2006E		
主要国际零售商	7-Eleven	SE US	23.5	0.60	0.93	1.09	1.20	39	25	22	20	14%	1.6
	Target	TGT US	51.2	2.02	2.15	2.60	3.05	25	24	20	17	19%	1.0
	Wal-mart	WMT US	55.7	2.08	2.40	2.72	3.06	27	23	20	18	13%	1.6
	Carrefour	CA FP	35.8	2.28	2.41	2.59	2.87	16	15	14	12	9%	1.5
	Metro	MEO GR	39.7	1.52	2.53	2.82	3.19	26	16	14	12	12%	1.1
	Tesco	TSCO LN	297.0	13.50	17.88	20.05	22.43	22	17	15	13	12%	1.2
	平均								26	20	17	15	
平均								27	21	17	14		0.9
香港上市中国零售企业	联华超市	980 HK	9.45	0.25	0.34	0.41	0.53	38.1	27.6	23.1	18.0	24.6%	0.9
	国美电器	493 HK	6.05	0.10	0.24	0.34	0.44	59.0	25.1	17.8	13.8	35.7%	0.5
	物美超市	8277 HK	13.50	0.38	0.44	0.64	0.70	35.5	30.9	21.0	19.4	27.0%	0.8
平均								44	28	21	17.1		0.7
香港上市的其他中国消费类企业	青岛啤酒	168 HK	7.35	0.23	0.27	0.33	0.38	32	28	23	19	19%	1.2
	蒙牛	2319 HK	6.10	0.19	0.28	0.31	0.36	32	22	20	17	15%	1.3
平均								36	27	21	18		1.0
中国消费类H股公司平均								36	25	20	17		0.9

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

表 4.A 股零售板块重点跟踪公司的估值

代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				2004-2006 EPS 复合增长	PEG
				2003	2004E	2005E	2006E	2003	2004E	2005E	2006E		
<b>零售类</b>													
600694	大商股份	推荐	10.36	0.31	0.54	0.70	0.84	33.1	19.3	14.8	12.3	25.4%	0.6
				收购石家庄北方人百后		0.75	0.89			13.8	11.6	28.9%	0.5
002024	苏宁电器	推荐	46.80	1.06	1.79	2.42	3.09	44.1	26.2	19.3	15.1	31.5%	0.6
600361	华联综超	审慎推荐	7.59	0.26	0.34	0.41	0.49	29.5	22	18.3	15.4	20.3%	0.9
				增发后		0.32	0.46			23.6	16.6	15.9%	1.5
600825	华联超市	审慎推荐	8.96	0.28	0.36	0.51	0.60	31.6	24.7	17.6	15.0	28.5%	0.6
				较差情况	0.30	0.45	0.53		29.9	19.9	16.9	32.9%	0.6
600827	友谊股份	中性	8.33	0.21	0.30	0.35	0.40	39.6	27.7	23.7	20.6	15.9%	1.5
600824	益民百货	回避	6.69	0.26	0.30	0.32	0.32	25.9	22.2	20.6	20.6	3.9%	5.3
600859	王府井	回避	5.20	0.03	0.10	0.12	0.14	162.5	53.8	43.3	37.1	20.4%	2.1

资料来源：中金公司研究部，公司报告