控股股东申请免税品经营资质，持续受益免税店预期

——百联股份（600827.SH）关于股票异常波动的公告点评

公司简报

◆**公司公告称控股股东已提出免税品经营资质申请**

7 月 6 日晚，公司发布关于股票异常波动的公告，公告中称经向控股股东百联集团问询，百联集团已向政府相关部门提出免税品经营资质的申请，但该工作由于尚在推进过程中，免税品经营资质获批存在不确定性，后续百联集团及公司将依法依规及时就相关进展情况履行披露义务。目前公司的主营业务仍为有税商品的零售业务，公司生产经营情况没有发生变化。

◆**1Q2020 公司经营受疫情及收入准则调整双重影响，必选业态相对良好**

因收入准则调整及疫情闭店双重影响，1Q2020 公司可选类业态收入占公司营收比例出现较大幅度降低，1Q2020 综合百货/购物中心/奥特莱斯/专业专卖收入合计占主营业务收入比例为 12.7%，而 2019 年上述业态收入占比为 42%。必选类业态 1Q2020 收入相对良好，标超/大卖场收入分别变化 16.66%/ -1.21%，必选类业态的成长预计将成为未来公司业绩增长的主要动力。

◆**龙头百货持续受益免税店预期，短期仍以交易性机会为主**

近期众多一二线城市龙头百货股受益于免税店预期，题材性驱动力强劲。如我们前期所陈述，百货股除免税题材类驱动以外，下半年仍有诸多看点：1）百货企业受益国企改革预期，疫情带来的业绩压力下，下半年料国企改革将加速推进；2）百货公司估值偏低，相对有一定安全边际，尤其市净率在 1-1.2 左右的公司，下行空间有限；3）疫情加剧经销商、品牌商去库存压力，渠道商间接受益，有利于百货的业绩恢复。我们建议客户维持对龙头百货及低估值百货的关注，部分个股仍有配置机会。

◆**维持盈利预测，维持“买入”评级**

由于集团层面申请免税牌照不确定性犹存，我们暂不考虑相关业务对公司业绩的影响，维持对公司 2020-2022 年 EPS 为 0.28/ 0.45/ 0.49 元的预测。公司自有物业价值较高（PB 目前为 1.9X，而同业王府井 PB 目前为 4.7X），受益免税相关题材性机会，维持“买入”评级。

◆**风险提示：**

超市业务转型效果低于预期，购物中心改造后经营不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	48,427	50,459	36,198	41,022	44,240
营业收入增长率	2.64%	4.20%	-28.26%	13.33%	7.84%
净利润（百万元）	872	958	491	801	877
净利润增长率	2.96%	9.87%	-48.78%	63.11%	9.51%
EPS（元）	0.49	0.54	0.28	0.45	0.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.35%	5.24%	2.64%	4.15%	4.38%
P/E	41	37	72	44	40
P/B	2.2	1.9	1.9	1.8	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 6 日

买入（维持）

当前价：19.81 元

分析师

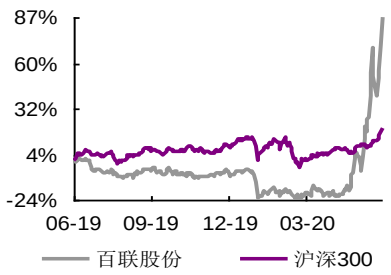
唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM
(执业证书编号：S0930516050001)
021-52523866
tangjiarui@ebscn.com

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)
021-52523868
sunlu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 17.84
总市值(亿元)：353.44
一年最低/最高(元)：7.29/19.81
近 3 月换手率：109.05%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	94.49	136.97	87.67
绝对	111.20	162.74	107.63

资料来源：Wind

相关研报

业绩低于预期，必选类相对良好——百联股份（600827.SH）2019 年年报及 2020 年一季报点评 ……2020-05-07

业绩符合预期，积极推进门店调整——百联股份（600827.SH）2019 年三季报点评 ……2019-10-31

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**48,427**	**50,459**	**36,198**	**41,022**	**44,240**
营业成本	38,292	39,925	27,144	30,606	33,021
折旧和摊销	1,102	1,068	1,173	1,222	1,268
税金及附加	377	383	362	410	442
销售费用	6,459	6,413	5,792	6,523	6,990
管理费用	2,330	2,443	2,317	2,461	2,632
研发费用	8	15	18	4	4
财务费用	-101	72	-33	-45	-27
投资收益	209	226	250	250	250
营业利润	**1,436**	**1,481**	**869**	**1,385**	**1,512**
利润总额	1,562	1,598	860	1,376	1,503
所得税	656	690	344	550	601
净利润	907	908	516	826	902
少数股东损益	35	-50	25	25	25
归属母公司净利润	**872**	**958**	**491**	**801**	**877**
EPS(按最新股本计)	**0.49**	**0.54**	**0.28**	**0.45**	**0.49**

现金流量表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1,799**	**2,624**	**870**	**1,738**	**1,987**
净利润	872	958	491	801	877
折旧摊销	1,102	1,068	1,173	1,222	1,268
净营运资金增加	-374	-3,370	-2,883	1,221	710
其他	199	3,968	2,089	-1,505	-868
投资活动产生现金流	**-1,847**	**1,464**	**163**	**-825**	**-800**
净资本支出	-1,214	-1,372	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	1,124	1,215	0	0	0
其他资产变化	-1,757	1,622	1,213	225	250
融资活动现金流	**877**	**-1,532**	**-1,493**	**92**	**12**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-205	903	-1,348	150	150
无息负债变化	1,443	7,274	-1,717	448	389
净现金流	**827**	**2,555**	**-460**	**1,005**	**1,199**

资产负债表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	**45,437**	**55,693**	**52,965**	**54,285**	**55,560**
货币资金	10,561	14,151	13,691	14,696	15,895
交易性金融资产	2	1,311	422	422	422
应收帐款	753	793	478	571	609
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	384	28	283	318	342
存货	2,994	3,302	2,172	2,449	2,642
其他流动资产	4,383	803	789	794	797
流动资产合计	19,572	20,606	18,242	19,709	21,202
其他权益工具	0	5,014	5,014	5,014	5,014
长期股权投资	1,124	1,215	1,215	1,215	1,215
固定资产	14,915	14,667	14,948	15,086	15,105
在建工程	1,574	2,070	1,702	1,427	1,220
无形资产	3,516	3,406	3,319	3,235	3,155
商誉	**139**	139	139	139	139
其他非流动资产	1	6,843	6,843	6,843	6,843
非流动资产合计	25,865	35,086	34,723	34,576	34,358
总负债	**25,588**	**33,765**	**30,700**	**31,298**	**31,836**
短期借款	698	631	0	0	0
应付账款	6,066	6,158	5,972	6,121	6,274
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	666	804	579	656	708
其他流动负债	2,289	1,618	1,333	1,429	1,494
流动负债合计	22,688	23,425	20,229	20,677	21,065
长期借款	1,616	1,795	1,945	2,095	2,245
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	520	7,326	7,326	7,326	7,326
非流动负债合计	2,901	10,340	10,471	10,621	10,771
股东权益	**19,849**	**21,928**	**22,265**	**22,987**	**23,724**
股本	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
公积金	4,365	4,387	4,387	4,387	4,387
未分配利润	8,075	8,708	9,020	9,718	10,429
归属母公司权益	16,314	18,298	18,611	19,308	20,020
少数股东权益	3,535	3,629	3,654	3,679	3,704

主要指标

盈利能力（%）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	20.9%	20.9%	25.0%	25.4%	25.4%
EBITDA 率	4.6%	5.5%	5.0%	5.7%	5.7%
EBIT 率	2.1%	3.0%	1.8%	2.7%	2.8%
税前净利润率	3.2%	3.2%	2.4%	3.4%	3.4%
归母净利润率	1.8%	1.9%	1.4%	2.0%	2.0%
ROA	2.0%	1.6%	1.0%	1.5%	1.6%
ROE（摊薄）	5.3%	5.2%	2.6%	4.1%	4.4%
经营性 ROIC	3.1%	5.4%	3.0%	4.7%	5.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	56%	61%	58%	58%	57%
流动比率	0.86	0.88	0.90	0.95	1.01
速动比率	0.73	0.74	0.79	0.83	0.88
归母权益/有息债务	6.55	5.39	9.10	8.80	8.54
有形资产/有息债务	16.32	15.01	23.70	22.72	21.84

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	13.34%	12.71%	16.00%	15.90%	15.80%
管理费用率	4.81%	4.84%	6.40%	6.00%	5.95%
财务费用率	-0.21%	0.14%	-0.09%	-0.11%	-0.06%
研发费用率	0.02%	0.03%	0.05%	0.01%	0.01%
所得税率	42%	43%	40%	40%	40%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.18	0.10	0.06	0.09	0.10
每股经营现金流	1.01	1.47	0.49	0.97	1.11
每股净资产	9.14	10.26	10.43	10.82	11.22
每股销售收入	27.14	28.28	20.29	22.99	24.80

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	41	37	72	44	40
PB	2.2	1.9	1.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	19.6	16.2	21.1	16.6	15.3
股息率	0.9%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　　注：按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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；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。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本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且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼