

合肥百货(代码 000417.SZ)

区域龙头 稳定增长

——合肥百货调研报告

陈慧

86-22-2845 1135

chenhui@bhq.com

核心观点:

- 公司区域优势明显
- 百货门店毛利率有提升空间
- 09年业绩增长依赖老百货店内生和08年新开门店成长, 以及超市的外延扩张
- 业绩相对确定, 属价值型

投资要点:

- 大型投资项目的确立和固定资产投资能够拉动当地居民收入, 并使城市外延, 这为公司外部扩张留出了空间。安徽本身是中部六省中消费倾向较高的省, 这对消费市场是利好。
- 公司的业务格局是百货、超市、电器连锁三轮驱动。百货是收入和利润的核心。管理层 09 年态度是要慎重开百货店, 以开社区型超市为主。因此百货的增长依赖于 08 年新开门店的成长和老门店的内生增幅。历史投资周期给予佐证, 即使 09 年不开新店, 目前公司仍处于业绩收获期。
- 盈利预测: 在百货不开新店和超市开店较快的情况下, 假设 08、09 年收入增长 29%、21%, 净利润增长 21%、30%。预测每股收益 0.33、0.42 元。
- 估值水平处于行业中等。09 年按 18-20 倍估值, 合理价位 7.5-8.4 元, 据目前约有 10% 的空间。我们认为公司的防御特性大于成长性, 属于业绩确定性品种。给予“中性”评级。
- 预计公司超市业务正从收入增长长期进入盈利增长长期, 公司有可能增持超市公司股份。少数股东权益的减少有可能成为股价催化剂。

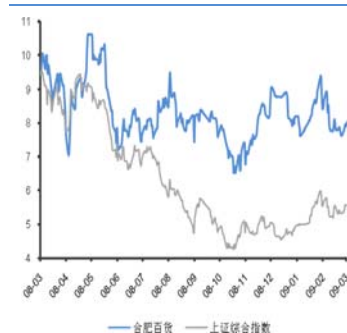
评级: 中性

目标价格: ¥ 8.40

首次预测:

当前价格: ¥ 7.75

2009.03.19



单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.070
2Q/2008	0.052
3Q/2008	0.074
4Q/2008	0.131

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	3271.28	3967.11	5117.45	6185.09	7684.47
EBITDA(百万元)	168.68	267.10	355.13	435.47	506.39
净利润(百万元)	47.58	100.14	120.91	156.82	185.87
摊薄 EPS(元)	0.19	0.27	0.33	0.42	0.50
PE(X)	39.66	28.27	23.41	18.05	15.23
EV/EBITDA(X)	10.86	9.16	6.52	4.64	3.09
PB(X)	2.11	2.81	2.53	2.13	1.79
ROIC	5.64%	10.48%	12.63%	14.97%	14.61%
总资产周转率	1.48	1.64	1.84	1.83	1.86

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	635.4	837.8	1080.8	1306.2	1871.3	营业收入	3271.3	3967.1	5117.4	6185.1	7684.5
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	2842.0	3384.4	4381.3	5283.7	6588.7
应收账款	9.8	15.3	19.7	23.9	29.6		16.4	23.8	30.7	37.1	46.1
预付款项	243.3	235.1	224.5	211.7	195.7	销售费用	81.8	96.1	124.0	149.8	186.1
其他应收款	115.6	39.3	50.7	61.3	76.2	管理费用	222.6	262.5	338.6	409.2	508.4
存货	271.5	315.4	408.2	492.3	613.9	财务费用	19.4	13.8	23.1	20.1	17.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	5.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	75.6	76.3	76.3	76.3	76.3	公允价值变动收益	13.3	15.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	757.6	716.9	826.9	1018.1	1238.0	投资收益	4.3	10.6	0.0	0.0	0.0
在建工程	42.4	2.9	201.4	300.7	350.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	101.2	212.8	219.8	285.1	337.9
无形资产	143.4	199.4	179.4	159.5	139.5	营业外收支净额	-2.1	-3.9	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	7.1	8.3	7.5	6.6	5.8	税前利润	99.1	208.9	219.8	285.1	337.9
资产总计	2338.2	2489.2	3084.8	3666.1	4606.2	减：所得税	31.7	67.7	55.0	71.3	84.5
短期借款	297.5	226.5	287.9	159.9	0.0	净利润	67.4	141.1	164.9	213.8	253.5
应付票据	287.9	245.4	317.7	383.1	477.7	归属于母公司的净利					
						润	47.6	100.1	120.9	156.8	185.9
应付账款	331.0	330.3	421.8	508.6	634.2	少数股东损益	19.8	41.0	44.0	57.0	67.6
预收款项	226.2	445.2	727.7	1069.2	1493.4	基本每股收益	0.19	0.27	0.33	0.42	0.50
应付职工薪酬	40.2	32.5	32.5	32.5	32.5	稀释每股收益	0.19	0.27	0.33	0.42	0.50
应交税费	1.2	45.2	45.2	45.2	45.2	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	133.4	87.2	87.2	87.2	87.2	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	31.0%	21.3%	29.0%	20.9%	24.2%
长期借款	55.3	33.8	13.8	13.8	213.8	EBIT 增长率	111.8%	84.6%	21.3%	25.6%	16.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	55.0%	110.5%	20.7%	29.7%	18.5%
负债合计	1445.2	1481.2	1967.3	2334.7	3021.4	盈利性					
股东权益合计	893.1	1008.1	1117.6	1331.4	1584.9	销售毛利率	13.1%	14.7%	14.4%	14.6%	14.3%
现金流量表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	1.5%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%
净利润	67	141	165	214	253	ROE	5.3%	9.9%	10.8%	11.8%	11.7%
折旧与摊销	60	67	112	130	151	ROIC	5.64%	10.48%	12.63%	14.97%	14.61%
经营活动现金流	187	381	654	773	942	估值倍数					
投资活动现金流	-32	-21	-374	-400	-400	PE	39.7	28.3	23.4	18.0	15.2
融资活动现金流	-135	-176	-37	-148	23	P/S	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4
现金净变动	20	184	243	225	565	P/B	2.1	2.8	2.5	2.1	1.8
期初现金余额	539	635	838	1081	1306	股息收益率	1.0%	0.9%	2.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	559	819	1081	1306	1871	EV/EBITDA	10.9	9.2	6.5	4.6	3.1

本次调研我们主要想了解的内容是：

1. 合肥乃至整个安徽省在此次经济危机中受影响的程度，因为这将直接决定当地居民的购买力
2. 合肥百货在区域市场中的地位以及旗下门店的经营档次、各门店的第四季度和最近两个月的销售数据
3. 管理层对 09 年的发展规划
4. 经营层面上，用以提高毛利率和控制费用的具体措施。

由于本次调研我们拿到的经营数据并不多，与管理层交流更多是停留在外部宏观环境和公司经营层面的内容，因此我们得出的预测结果更多的是依据历史趋势和公司事件对经营数据的影响。

我们的结论是：

1. 合肥市乃至安徽省的经济发展状况和商业竞争程度为合肥百货提供了良好的外部发展环境。
2. 公司的几个主要百货门店占据了合肥市内最核心商圈的最黄金地段，并且错位经营，档次分开很明显，有力地抓住了不同年龄段、不同消费层次的消费群体，对其他竞争对手形成有力的打击。而且我们实地考察发现，无论是从店内布局、品牌档次上，公司四牌楼商圈的三家百货店都有很大的调整余地，这为公司百货业务毛利率的提升留下极大的空间（如果公司有动力调整的话）。
3. 超市业态在合肥市内竞争异常激烈。公司以标准超市为主，外资以大卖场为主，错位经营，都有各自的发展空间。依托周谷堆农批市场，公司标准超市的生鲜业务有自己的优势，虽然目前盈利能力不及外资，但公司网点已经铺开，将很快从收入增长期，跨入利润增长期。
4. 公司家电业务在合肥市内的市场占有率超过 50%。店中店模式在二线城市有其优势。
5. 管理层态度比较保守，认为在经济不好时，百货店应该慎重开拓，超市也将以社区型超市为主，这意味着公司的外生增长可能不会很明显，增长更多的来自内生。
6. 我们的总体评价是：合肥百货防御性大于成长性。属于业绩确定性较强，比较稳定的投资品种。预计 08、09 年净利润增长率 21%、30%。按照 09 年 18-20 倍 PE 算，合理价值为 7.5-8.4 元。给予“中性”评级。

合肥百货所在的区域经济发展状况为公司发展提供良好的外部环境。特别是大型投资项目的确立，使城市外延，拉动当地居民收入。而安徽本身就是中部六省中消费倾向较高的省，这对消费市场是利好。

大项目投资拉动当地居民收入增长

在全国范围看，安徽省人力（本来就较低，再加上大量返乡农民工供给）、土地、资源等各项成本都比较低。在国家让中西部地区承接沿海发达地区产业转移的号召下，安徽省政府加大招商引资力度，大型项目纷沓而至，尤其以劳动密集型的制造业为主。比如格力、美的、美菱等均在合肥投资建厂。合肥成为继东莞、青岛之后，第三大家电制造基地。而招商引资的一个大前提就是基础设施的完善，我们这次调研看到，合肥市内道路交通的改造已经基本接近完工状态。

安徽的区位优势

在全国 GDP 保 8 的基础上，安徽省力争 09 年 GDP 增长 10% 以上，合肥市力争 12% 以上。大型项目的落户和固定资产投资项目无疑会促进当地就业，拉动居民收入的增长，同时使城市外扩。合肥市目前已经是承接产业转移的桥头堡，城市综合承载力不断增强。东部投资资本转移速度的加速，为合肥带来了前所未有的发展机遇。

消费倾向高对区域消费市场是利好

中部六省普遍属于劳务输出大省，不能外出打工的农民工虽然收入受到一定影响。但从另一方面看，也使输入地消费滞留在原居住地，拉动了原居住地消费。安徽在中部六省中，属于消费倾向较高的省份。其中城镇居民消费倾向最高，达 73.2%。农村居民现金收入和生活消费现金支出也属于较高水平。这说明安徽城乡居民还是属于比较爱花钱的。这有利于消费市场发展。

图表 1：中部六省中安徽的人力成本较低、消费倾向却比较高

城镇人均可支配收入		城镇人均消费性支出		城镇消费倾向		农村现金收入		农村生活消费现金支出		农村消费倾向	
江西	9,559	江西	6,342	河南	66.0%	山西	3,037	江西	1,837	江西	53.3%
山西	9,571	山西	6,505	江西	66.3%	江西	3,447	河南	1,924	河南	55.0%
安徽	9,782	河南	6,563	山西	68.0%	河南	3,502	山西	2,033	安徽	58.5%
河南	9,937	湖北	7,070	湖北	71.1%	湖北	3,561	湖北	2,085	湖北	58.6%
湖北	9,947	安徽	7,156	湖南	71.4%	安徽	3,628	安徽	2,124	湖南	60.1%
湖南	10,419	湖南	7,434	安徽	73.2%	湖南	3,682	湖南	2,212	山西	66.9%

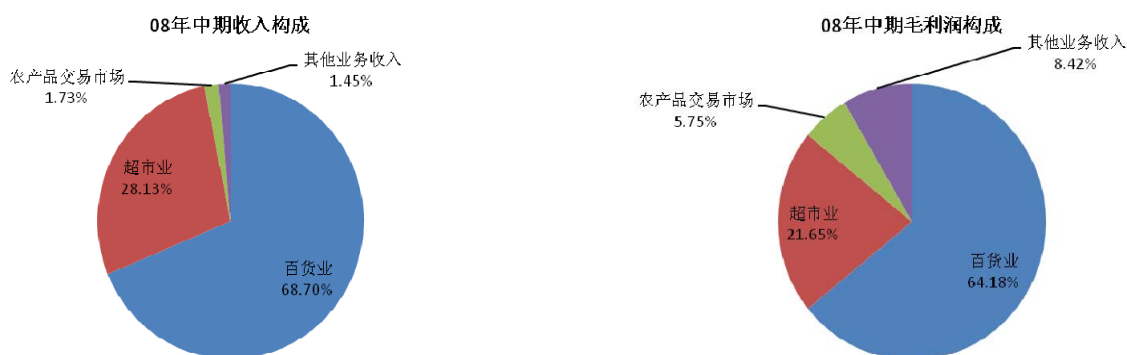
资料来源：wind 渤海证券研究所

公司的业务格局是百货、超市、电器连锁三轮驱动。百货是收入和利润的核心。管理层 09 年态度是要慎重开百货店，以开社区型超市为主。因此百货的增长依赖于 08 年新开门店的成长 and 老门店的内生增幅。历史投资周期给予佐证，即使 09 年不开新店，目前公司仍处于业绩收获期。

合肥百大集团以零售为主业，业态分布上呈现现代百货连锁、百大合家福超市连锁、百大电器连锁三轮驱动的格局，拥有合肥百货大楼、合肥鼓楼商厦、百大 CBD 购物中心、百大商业大厦、百大乐普生、铜陵合百商厦、蚌埠百货大楼、黄山百大商厦、六安百大金商都、亳州百大购物广场、淮南购物中心、六安购物中心、鼓楼商厦高新店 13 家大型百货零售商场，89 家合家福超市和 23 家安徽百大电器连锁卖场，总营业面积 70 多万平方米，经营网络遍布合肥、蚌埠、铜陵、黄山、亳州、六安、舒城、淮南等安徽省主要地市及一批县级市，初步完成立足合肥、辐射安徽的战略部署。

从业态上看，公司百货占收入 68.7%，占毛利润 64.2%。可见百货业务是公司发展的重点。但这些年随着超市业务的迅猛发展，超市占比越来越高，收入占比 28.1%，毛利润占比 21.7%。超市和百货合计占收入和利润的比重为 96.8%、85.8%。

图表 2：百货是公司收入和利润的核心



资料来源：wind 渤海证券研究所

图表 3：公司百货店基本情况

百货店	股权比例	物业性质	开业和改造	营业面积	定位
四牌楼商圈					
合肥百货大楼	100%	自有		2.2	中老年，中低档
合肥鼓楼商厦	72.99%	自有	1998	3	购买力较强的 35 岁以上女士
乐普生商厦	60%	自有	08 年收购改造	1.85	购买力相对弱的青年
三孝口商圈					
百大 CBD	35%+32.5%	租赁	06 年开业	2.66	定位高端

社区型百货

商业大厦（蜀山区）	90.81%	自有	1998 年开业	2.8
鼓楼高新店		租赁	08 年底开业	2.4

地级市百货

蚌埠合百	45%+41%	自有	03 年收购	1.5
铜陵合百	33.34%	自有	03 年收购	3.2
黄山百大	40%+30%	自有	05 年收购	1.7
淮南百大	100%	租赁	08 年 9 月开业	2.8
六安金商都	51%	租赁	08 年 10 月开业	3.15
新建：肥西购物中心	50%+50%	租赁	预计 09 年开业	2.62

资料来源：渤海证券研究所

公司发展策略明确，百货业有竞争优势。

公司的发展策略明确，就是在新进入城市，以自己最擅长的百货打头阵，随后辅以配套超市和家电。

公司在合肥最主要的商圈——四牌楼商圈拥有三家门店，鼓楼店、百货大楼、乐普生。四牌楼商圈是合肥市历史最悠久的商圈，并且没有像其他城市一样，老商圈逐渐没落，有被新兴商圈取代之嫌，仍然是客流量最大的商圈。公司虽然有三家门店集中在此，但定位明显不同。鼓楼经过改造之后，定位较高，是市内白领购物的主要出去，连续多年成为安徽销量第一的单体百货店；百货大楼以中老年服装为主，针对 40 岁以上人群；而乐普生定位青年人为主，符合合肥教育基地的现状。三家门店定位不同，聚拢了不同消费档次和年龄阶段的人群，有效地抵挡了竞争对手发展，也带动了店内超市和家电的人气。预计 08 年鼓楼含税收入 11 亿，百货大楼 6 个亿，乐普生 1.5 亿。鼓楼是三个商场里面平销最高的，09 年提高平销的方式是扩大休闲品牌场地，把羊绒羊毛衫挪到地下。鼓楼 08 年收入增长 16.3%，而我们预计 09 年同店增长 10%。

在三孝口商圈，公司拥有中央 CBD 购物广场，定位高端。08 年由于门口长江中路改造，CBD 封死了三个月，修路后，门前的停车场没有了（还有地下停车场），变成了快速路。这对商场是不利的影响。高端定位一般都开车而来，没有地上停车场显然不便。另外我们调研的时候发现，里面正在进行品牌调整，单件夏天的短袖 T 恤在 600-700 元的某个女装品牌，和单件牛仔褲 2000-4000 元的某个休闲品牌正在撤柜，可能跟人气不旺有关，也可能是单价太高。三孝口商圈看上去仍不太成熟。CBD 预计 08 年含税收入在 3 个亿左右。

不过总体来讲，公司的百货业务在合肥乃至整个安徽省都有优势。超市整个大环境竞争激烈，家电虽然毛利率不高，但凭借消费者对合百的忠诚度，规模较大。

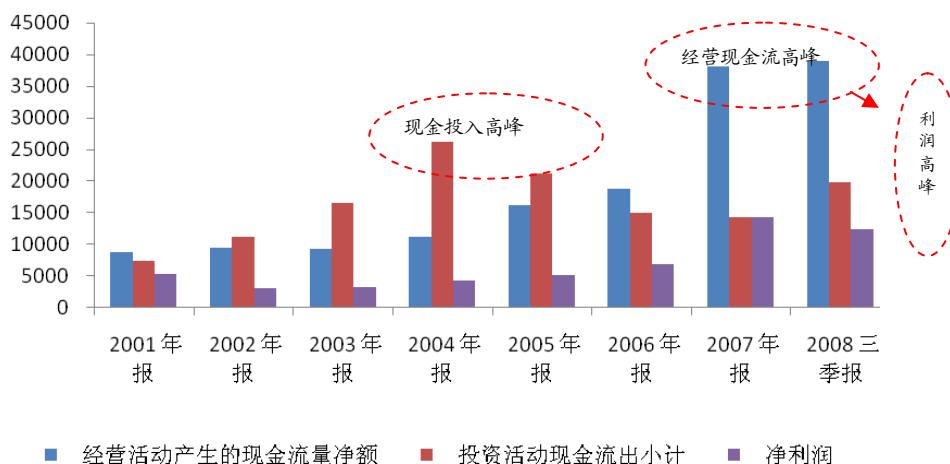
管理层态度限制了百货的外延扩张，09 年百货业务依赖于内生增长。同时投资周期显示最近两三年公司业绩处于释放期。

管理层对 09 年的态度——谨慎。慎开百货店，以社区型超市为主。由管理层对 09

年开店的态度，我们判断，09 年公司百货业态的增长应该主要来自 08 年新开（新收购的）店以及老门店的内生增长。再通过投资支出时间表加以佐证，公司最近两年仍处于业绩释放期。

百货店的培育期一般为三年。04、05 年公司投资较大，按理，三年后，应该进入业绩释放期。释放期的表现就是，先有经营活动产生的现金流量大幅增加，随后净利润快速增加。我们认为在不考虑新增投资的基础上，08、09 年也应该是净利润大幅增加的阶段。

图表 4：投资周期显示公司进入业绩释放期



资料来源：渤海证券研究所

而内生增长主要取决于百大 CBD、乐普生与新开门店。我们预测公司百货收入增速将从 08 年的 32%，下滑到 09 年的 20%，与 07 年持平。

图表 5：通过鼓楼预测百货收入

		2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
鼓楼	收入	68621	78526	91300	100430	108464	117142
72.99%	YOY		14%	16.3%	10%	8%	8%
	主营业务利润	7691	5305				
	净利润	2183	3601				
	YOY		65%				
	当年百货收入	230631	276734	365200	436652	542322	585708
	YOY		20%	32%	20%	24%	8%
	鼓楼收入占比	30%	28%	25%	23%	20%	20%

资料来源：渤海证券研究所

安徽省超市竞争相对激烈，不过城市外延为社区超市打开成长空间。

多家外资超市已经进入安徽，并且主要以大卖场为主，比如大润发、好又多、家乐福、沃尔玛、北京华联等。公司的超市平台合家福在合肥以标准超市为主、大卖场为辅，这与外资超市不同。公司是以网点多战胜外资超市。因为公司旗下有合肥周

谷堆农产品批发市场，大量农产品可以直接运至超市网点，能保证农产品的新鲜度和多样性，也方便了市民就近购买的意愿。生鲜业务在标准超市中占比最大，大卖场则以大而全著称。两者定位不同，都寻找到了各自发展的空间。

由于公司超市规模基数较低，因此凭借快速开店，依然能够获得较快的增长率。

图表 6：超市收入预测

		2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
合家福	收入	60851	78616	98271	122838	153548	191935
	YOY		29%	25%	25%	25%	25%
	主营业务利润	4541	3518				
	净利润	1377	2765				
	YOY		101%				
	当年超市收入	87899	107478	131027	163784	204730	255913
	YOY		22%	22%	25%	25%	25%
	合家福占超市收入比重	69%	73%	75%	75%	75%	75%

资料来源： 渤海证券研究所

家电卖场店中店模式符合当地居民消费习惯，但已有 50%的份额再超越也难

我们发现在百货店内开设家电卖场在二线城市很普遍，并都取得了不错的效果。调研时看到，虽然苏宁、国美、五星紧挨着鼓楼商厦在四牌楼商圈开店，但鼓楼商厦的电器卖场依然客流丰沛。据悉公司百大电器的家电销售在合肥遥遥领先，市场占有率超过 50%。这得益于百大电器主要采取与超市或百货店一起进行销售的店中店模式，该模式能够分享超市或百货的客流量，尤其是在当地居民对合肥百货的超市或百货店有较高忠诚度时，家电销售亦能共享此忠诚度。

合肥商品房供应量非常大，在承接产业转移过程中，合肥的大规模城市建设将会给房地产市场带来巨大的机会。但从百大电器的经营情况分析，家电销售增长已经进入稳定期。我们预计在已经占据一半市场的情况下，家电销售再想实现高增长已经比较困难。

盈利预测：在百货不开新店和超市开店较快的情况下，假设 08、09 年收入增长 29%、21%，净利润增长 21%、30%。预测每股收益 0.33、0.42 元。

图表 7：收入和成本分项预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
百货收入	230,631	276,734	365200	436652.2	542322	585707.76
YOY		20%	32%	20%	24%	8%
百货业务的毛利率	12.0%	13.4%	14.0%	14.5%	15.0%	14.0%
百货成本	202956	239652	314072	373338	460974	503709
超市收入	87,899	107,478	131027	163784	204730	255913
YOY		22%	22%	25%	25%	25%
超市的毛利率	9.5%	10.5%	8.0%	8.0%	6.0%	6.0%
超市成本	79549	96193	120545	150681	192446	240558
农产品收入	3,900	6,084	8518	11073	14395	18713
YOY		56.0%	40%	30%	30%	30%
农产品毛利率	66.5%	66.7%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
农产品成本	1306	2024	2811	3654	4750	6175
其他业务收入	4,698	6,414	7000	7000	7000	7000
其他业务毛利率	93.9%	91.1%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
其他业务成本	286	569	700	700	700	700
总收入	327,128	396,711	511,745	618,509	768,447	867,334
收入同比		21.3%	29.0%	20.9%	24.2%	12.9%
总成本	284096	338438	438128	528373	658870	751142
总毛利率	13.2%	14.7%	14.4%	14.6%	14.3%	13.4%

资料来源：渤海证券研究所

图表 8：公司盈利预测表

利润表预测 (单位: 万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	327128.15	396710.63	511744.89	618509.17	768446.88	867333.60
增长(YOY)	30.99%	21.27%	29.00%	20.86%	24.24%	12.87%
减：营业成本	284197.01	338443.13	438127.94	528373.08	658870.34	751141.98
毛利率	13.1%	14.7%	14.4%	14.6%	14.3%	13.4%
营业税金及附加	1637.01	2377.98	3067.52	3707.49	4606.25	5199.00
销售费用	8184.18	9608.79	12395.06	14981.01	18612.68	21007.83
管理费用	22258.86	26248.08	33859.24	40923.22	50843.74	57386.51
EBIT	10851.08	20032.65	24295.14	30524.38	35513.88	32598.28
增长率 (YOY)	111.8%	84.6%	21.3%	25.6%	16.3%	-8.2%
财务费用	1943.74	1377	2313	2012	1720	915
资产减值损失	548.80	-40.05				
加：公允价值变动收益	1330.62	1521.39				
投资收益	428.48	1059.82	0.0	0.0	0.0	0.0

其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00				
汇兑收益	0.00	0.00				
营业利润	10117.65	21276.67	21982.47	28512.74	33794.03	31683.69
增长(YOY)	58.24%	110.29%	3.32%	29.71%	18.52%	-6.24%
加：营业外收入	36.44	301.83	0	0	0	0
减：营业外支出	242.95	689.87	0	0	0	0
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00				
税前利润	9911.15	20888.63	21982.47	28512.74	33794.03	31683.69
减：所得税	3171.46	6773.88	5495.6	7128.2	8448.5	7920.9
实际税率	32.0%	32.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	6739.69	14114.75	16486.85	21384.56	25345.52	23762.77
归属于母公司所有者的净利润	4757.63	10013.55	12090.73	15682.49	18587.29	17426.56
增长(YOY)	55.0%	110.5%	20.7%	29.7%	18.5%	-6.2%
销售净利率	1.45%	2.52%	2.36%	2.54%	2.42%	2.01%
少数股东损益	1982.06	4101.20	4396.12	5702.07	6758.23	6336.20
每股收益						
基本每股收益	0.19	0.27	0.33	0.42	0.50	0.47
稀释每股收益	0.19	0.27	0.328	0.42	0.50	0.47

资料来源：渤海证券研究所

估值水平处于行业中等。09 年按 18-20 倍估值，合理价位 7.5-8.4 元，据目前约有 10%的空间。我们认为公司的防御特性大于成长性，属于业绩确定性品种。给予“中性”评级。

图表 9：同行业估值水平

代码	简称	最新价格 (3-18)	每股收益 (元)				市盈率			
			07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
600785	新华百货	13.89	0.62	0.63	1.10	1.18	31.35	22.05	12.66	11.79
000501	鄂武商 A	6.85	0.31	0.36	0.44	0.50	22.26	19.08	15.50	13.65
600122	宏图高科	10.55	0.18	0.48	0.63	0.83	84.05	21.98	16.75	12.71
600361	华联综超	7.27	0.54	0.33	0.41	0.48	30.12	22.03	17.73	15.15
600697	欧亚集团	14.96	0.49	0.67	0.84	1.13	30.56	22.20	17.77	13.26
002024	苏宁电器	17.41	1.02	0.84	0.97	1.14	23.99	20.73	17.95	15.27
000987	广州友谊	11.22	0.80	0.61	0.62	0.68	21.09	18.39	18.10	16.50
000417	合肥百货	7.75	0.27	0.33	0.42	0.50	28.56	23.63	18.45	15.50
600859	王府井	19.09	0.68	0.91	1.03	1.21	28.18	20.98	18.53	15.78
600729	重庆百货	18.29	0.49	0.79	0.92	1.10	22.94	23.09	19.88	16.63
002187	广百股份	20.13	0.89	0.89	1.01	1.25	22.68	22.68	19.93	16.10
600858	银座股份	15.46	0.85	0.58	0.71	0.90	26.63	26.63	21.77	17.18
600694	大商股份	24.03	1.03	0.70	1.10	1.50	23.26	34.33	21.85	16.02
600827	友谊股份	11.79	0.71	0.36	0.52	0.57	16.52	33.03	22.89	20.79
600628	新世界	8.66	0.29	0.33	0.38	0.45	30.08	26.24	23.06	19.24
600828	成商集团	15.07	0.36	0.50	0.65	0.80	29.91	29.91	23.18	18.84
600693	东百集团	11.18	0.45	0.40	0.48	0.55	49.68	27.95	23.29	20.33

000759	武汉中百	8.19	0.38	0.30	0.34	0.47	36.49	27.76	24.09	17.43
600631	百联股份	9.72	0.32	0.34	0.40	0.47	30.16	28.59	24.30	20.68
002264	新华都	18.93	0.91	0.59	0.77	0.93	27.71	32.08	24.58	20.35
002251	步步高	43.38	1.31	1.20	1.53	1.88	36.01	36.01	28.35	23.07

资料来源：渤海证券研究所 wind

少数股东权益减少有可能成为股价催化剂

公司持有安徽百大合家福超市 48.27%的股权，未来有可能收购更多股权放入上市公司。合家福超市目前处于连锁网络已经铺开，未来地级市仍能够提供足够发展空间的状态。随着物流中心的落成，利用农批市场的便利条件，合家福超市有望办出自己的、与外资超市不同的特色，规模进一步扩大也有望产生规模效益，利润增幅有望大于收入增幅。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn