



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年3月10日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

推荐

合肥百货(000417.CH)

业绩符合预期, 2010 年快速增长可期

主要财务信息(尚未考虑增发影响)

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3,967	5,038	5,885	7,187	8,668
(+/-%)	21.3%	27.0%	16.8%	22.1%	20.6%
经营性净利润	87	117	175	235	307
(+/-%)	133.2%	34.5%	50.3%	34.0%	30.5%
净利润(考虑股票投资等影响)	100	120	201	245	317
(+/-%)	110.5%	20.1%	66.9%	22.0%	29.3%
经营性每股收益(元)	0.18	0.24	0.37	0.49	0.64
每股收益(元)	0.21	0.25	0.42	0.51	0.66
市盈率(基于经营性每股收益)	84.7	63.0	41.9	31.3	24.0
市盈率	73.4	61.1	36.6	30.0	23.2
市净率	9.1	8.4	7.2	6.1	5.1
股价/经营现金	19.3	11.2	10.8	8.2	6.8
净资产收益率(%)	13.1%	14.3%	21.1%	21.9%	23.8%
投入资本回报率(%)	8.0%	8.6%	13.6%	15.6%	16.9%
股息收益率(%)	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%

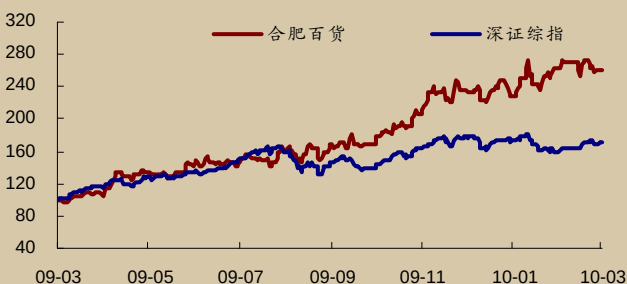
股票信息

当前股价	人民币 15.32
股票代码	000417.CH
日成交量(百万股)	1.2
总市值(百万)	7349.3
52周最高价/最低价	人民币 16.39/5.61
总股数(百万股)	480
其中:流通股(百万股)	477
主要股东(持股比例)	合肥市建设投资控股(集团)有限公司(23.93%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
合肥百货	-1.4	-0.9	11.8	4.4
深证综指	-0.6	7.0	-2.9	-2.0
零售指数	0.6	4.6	2.2	0.8

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2009 年业绩符合预期:

合肥百货 2009 年实现净利润 2.01 亿元, 同比增长达到 67%, 对应每股收益 0.42 元, 和我们预期一致。剔除投资收益、公允价值变动等因素影响, 经营性净利润达到 1.75 亿元, 同比增长 50%, 处于零售板块最快水平。

- **业绩增速最快、质量最好, 各项指标持续改善。**公司 2009 年收入增长 16.8% (4 季度达到 22.4%), 毛利率提升 0.8 个百分点; 在扩张中销售和管理费用控制有效, 不考虑非经营收益使营业利润增长 40%; 经营所得现金流达到 6.8 亿元, 是净利润的 3.4 倍。
- **公告增发收购合家福超市股权及相关商业资产, 业绩释放意愿增强, 2010 年高增长可期。**公司增发项目仍待证监会批准, 保守测算若今年 2 季度完成净利润增厚在 17% 左右 (全年 22%), 那么其今年盈利增长将至少达到 40% 以上, 继续领军板块。
- **安徽经济增速处于中西部甚至全国最快水平之列, 皖江城市带产业转移规划将进一步提振区域经济。**合肥百货作为省内最大零售商将是最大的受益者, 后续增长潜力显著。

发展趋势:

我们认为, 受益于区域经济增长拉动、市场优势地位和增发的推进, 合肥百货今后两年业绩快速增长具备较好的确定性。

暂不考虑增发, 预计公司 2010-2011 年经营性净利润增长可达到 34% 和 31%, 显著快于可比公司。事实上, 我们的假设并不激进, 因为 2009 年中收购的部分门店少数股东权益在下半年就贡献了近 700 万元盈利, 考虑到 2010 全年化影响, 原有业务只要增长 26% 就能达到预期。

估值与建议:

目前公司 2010 年市盈率 31 倍, 处于板块中端, 但业绩增速在高端, 仍具备明显的性价比, 是市场波动加剧中的良好配置品种。我们认为, 公司良好的业绩表现将是其股价持续上升的推动力量, 而后续增发方案的获批有望成为短期催化剂, 重申“推荐”的投资评级。

图表 1：2009 年业绩分析

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	4Q +/-	2009 +/-	CICC 评论
营业收入	1,504	1,156	1,086	1,292	5,038	1,711	1,306	1,287	1,581	5,885	22.4%	16.8%	4季度收入增长达到22.4%，显著快于1-3季度16.8%的水平； 成本控制有效
营业成本	-1,262	-977	-880	-1,125	-4,244	-1,419	-1,060	-1,063	-1,371	-4,914	21.9%	15.8%	
营业税金及附加	-10	-6	-7	-12	-35	-11	-12	-9	-13	-45	7.3%	28.9%	
销售费用	-44	-27	-27	-26	-124	-50	-44	-28	-33	-156	31.1%	26.4%	全年营销管理费用同比增长16.3%，略慢于销售收入增速，在扩张的同时体现出较好的规模效应
管理费用	-117	-86	-105	-53	-360	-144	-129	-99	-34	-407	-35.4%	12.9%	
财务费用	-6	-7	-7	-3	-23	-6	-4	-3	-3	-15	-20.5%	-35.3%	
资产减值损失	0	0	0	-10	-10	0	0	4	-12	-8	21.2%	-21.2%	- 青岛海尔公允价值变动
公允价值变动	-10	-5	0	0	-16	1	4	3	10	18	-	-	
投资收益*	0	0	0	6	6	0	14	12	1	27	-82.6%	328.0%	
营业利润	54	48	61	70	233	82	76	102	127	386	80.9%	65.8%	出售合肥三洋获得收益约1105万元； 股权投资获得利润分配1819万元
营业外收入	1	0	1	10	13	0	1	0	12	14	20.2%	9.8%	经营性净利润同比增长高达50%，和我们预期一致，成为A股市场上业绩增速最快、增长质量最好的百货公司，这种趋势将在2010年得以延续
营业外支出	0	-1	0	-2	-3	0	0	-1	-1	-2	-35.8%	-38.7%	
税前利润	55	47	61	79	242	82	76	101	138	398	75.3%	64.4%	
所得税	-13	-12	-17	-12	-53	-19	-23	-30	-37	-109	206.8%	105.6%	
有效税率	22.8%	25.1%	27.0%	15.4%	21.9%	23.1%	29.7%	29.7%	26.9%	27.4%	11.5%	5.5%	
少数股东权益	-17	-16	-17	-19	-69	-22	-17	-17	-31	-88	66.9%	28.1%	
净利润	26	19	27	48	120	41	36	54	69	201	45.4%	66.9%	
经营性净利润	33	24	27	33	117	40	25	53	58	175	77.4%	50.3%	
全面摊薄总股本	480	480	480	480	480	480	480	480	480	480	0.0%	0.0%	
摊薄每股收益	0.05	0.04	0.06	0.10	0.25	0.08	0.08	0.11	0.14	0.42	45.4%	66.9%	
盈利指标													
毛利率	16.1%	15.5%	19.0%	12.9%	15.8%	17.0%	18.9%	17.4%	13.3%	16.5%	0.3%	0.8%	毛利率持续提升
营业费用率	2.9%	2.3%	2.5%	2.0%	2.5%	2.9%	3.4%	2.2%	2.1%	2.7%	0.1%	0.2%	期间费用率有效控制，营业利润率明显提升
管理费用率	7.8%	7.4%	9.7%	4.1%	7.2%	8.4%	9.9%	7.7%	2.2%	6.9%	-1.9%	-0.2%	
营业利润率	3.6%	4.1%	5.6%	5.4%	4.6%	4.8%	5.8%	7.9%	8.0%	6.6%	2.6%	1.9%	
净利率	1.7%	1.7%	2.5%	3.7%	2.4%	2.4%	2.8%	4.2%	4.4%	3.4%	0.7%	1.0%	
经营性净利润率	2.2%	2.1%	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%	1.9%	4.1%	3.7%	3.0%	1.1%	0.7%	
存货周转率	15.2	12.0	10.0	11.9	11.3	13.2	10.3	9.2	12.2	10.9	2.4%	-2.8%	
应付账款周转率	12.7	20.5	18.9	11.3	10.7	12.3	20.5	8.9	12.1	10.8	6.3%	0.9%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

2009 年业绩符合预期，经营效率持续提升

合肥百货 2009 年实现净利润 2.01 亿元，同比增长达到 67%，经营性净利润增长 50%，和我们预期一致--经营效率的持续提升是业绩增长的主要拉动力量。正如我们去年以来一直向市场所提示的：合肥百货 2009 年业绩增速将处于板块最高水平，相信 2010 年快速增长仍可期待。

- 2009 年公司新增百货门店 1 家（蚌埠百大购物中心 11 月 28 日），超市 17 家，门店总数达到 133 家，区域市场网络优势进一步巩固。
- 公司收入增长 16.8%，4 季度提升至 22.4%；毛利率提升 0.8 个百分点，拉动毛利增长 23%。
- 销售和管理费用合计增长 16.3%，慢于收入增速，在扩张中体现出了规模效应。
- 2009 年中，公司收购了鼓楼、铜陵、黄山等少数门店的部分股权，合计在下半年带来盈利贡献近 700 万元，占当年整体盈利的 4%左右，贡献增速约 6%。

图表 2：合肥百货门店网络分布


资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3: 收入构成和毛利率变化

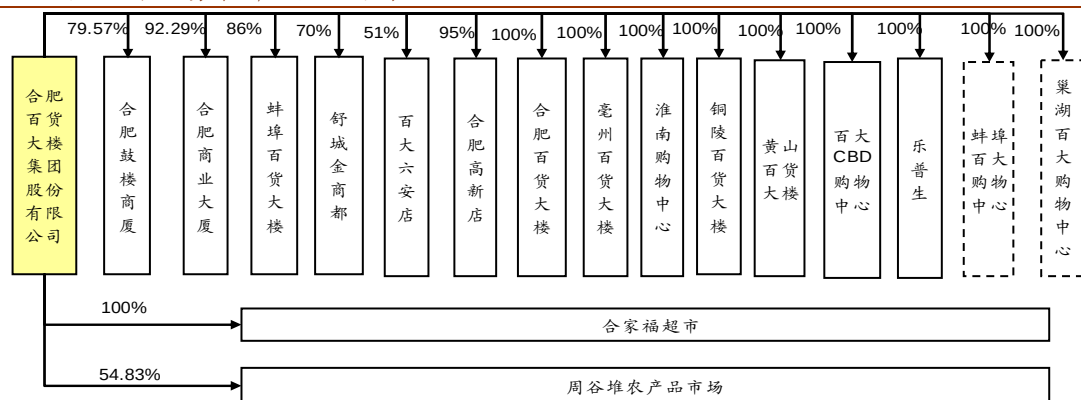
(百万元)	2007	2008	2009	(+/-%)
营业收入				
百货业	2,767	3,397	3,953	16.4%
超市业	1,075	1,418	1,668	17.6%
农产品交易市场	61	81	97	20.1%
毛利				
百货业	371	441	543	23.0%
超市业	112	165	194	17.4%
农产品交易市场	41	54	69	28.8%
毛利率				
百货业	13.4%	13.0%	13.7%	0.7%
超市业	10.5%	11.6%	11.6%	0.0%
农产品交易市场	66.7%	66.1%	70.9%	4.8%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

增发收购合家福超市股权及相关商业资产, 显著提升市场控制力度和业绩增长潜力

公司于 2009 年 10 月公告增发预案, 计划以不低于 9.54 元/股, 非公开发行数量不超过 9,000 万股 A 股, 募集资金净额约 82,175.54 万元, 用于收购合家福超市 51.4%

图表 5: 公司门店和业务最新股权结构图



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

受益区域经济快速增长, 发展潜力大

合肥百货作为区域市场商业龙头, 将持续受益于安徽经济尤其是消费市场的持续增长, 后续发展潜力可以期待。

- 2009 年安徽省实现 GDP10053 亿元, 同比增长 13.3%, 社会消费品零售总额 3528 亿元, 同比增长 19%, 增速均高于全国平均水平, 且在周边省份中处于领先地位。在中西部经济崛起和政府扶持力度加大的背景下, 安徽后续仍有望保持较快的经济增速。

和乐普生 40% 的剩余股权, 以及开设两家新百货门店和扩大周谷堆批发市场规模。

图表 4: 募集资金使用计划

百万元	项目名称	投资总额	募资投入金额	实施方式
1	收购合家福 51.375% 股权	165.1	165.1	现金购买资产
2	收购乐普生 40% 股权	68.8	68.8	现金购买资产
3	蚌埠百大购物中心项目	173.1	140.3	对子公司增资
4	巢湖百大购物中心项目	116.7	116.7	成立全资子公司
5	周谷堆大兴农批市场项目	1,101.9	230.9	对子公司增资
6	补充流动资金	100.0	100.0	-
合计		1,725.6	821.8	-

资料来源: 公司公告

我们认为, 此次增发有利于公司实现对下属门店的优化和集中管理, 资源整合力度将进一步得到加强, 同时也为后续省内扩展奠定了坚实的基础。此外, 增发收购的合家福、乐普生等均有望立即带来明显的利润增厚, 若今年 2 季度完成对净利润增厚至少在 17% 左右 (全年 22%), 公司业绩增长潜力将大大增强 (见盈利预测)。

图表 6: 安徽及周边省份经济指标对比

(2009, 亿元)	GDP	增长率	社会消费品零售总额	增长率
全国	335,353	8.7%	125,343	15.5%
安徽	10,053	13.3%	3,528	19.0%
四川	14,151	13.2%	5,759	20.0%
湖北	12,832	13.2%	5,928	19.4%
山东	33,805	8.8%	12,363	19.1%
浙江	22,832	6.3%	8,622	15.9%
山西	7,366	6.2%	2,809	19.2%
河北	17,027	5.2%	5,765	18.1%

资料来源: CEIC 中金公司研究部

- 近期，国务院批复皖江城市带承接产业转移示范区规划，合芜蚌自主创新综合配套改革试验区建设，将承接长三角产业转移，有望为安徽经济新一轮发展注入强劲动力。

盈利预测和展望：

我们预计公司今后两年业绩快速增长具备较好的确定性，且领军板块。

- 暂不考虑增发：

我们预计公司 2010-2011 年经营性净利润增长可达到 34%和 31%，显著快于可比公司。详细拆分参见表 8。

事实上，我们的假设并不激进，因为 2009 年中收购的部分门店少数股东权益在下半年就贡献了近 700 万元盈利，考虑到 2010 全年化影响，公司原有业务只要增长 26%就能达到预期。

- 考虑增发情况：

若此次增发在 2 季度完成，那么对 2010 年的盈利增厚至少 17%左右（全年 22%）。那么，合肥百货 2010 年的业绩增长将在 40%以上，将显著快于可比公司。

图表 7：盈利预测初步调整和增发收购情景分析

(百万元)		2008	2009	2010E	2011E
经营性净利润预测-增发前		117	175	235	307
增长率			50.3%	34.0%	30.5%
假设增发2季度完成					
收购股权					
合家福超市	51%	65.2	76.6	95.8	119.7
			17.5%	25.0%	25.0%
乐普生	40%	-2.7	7.0	10.0	15.0
			-	42.9%	50.0%
蚌埠			-6.6	-4.0	-2.0
巢湖				-3.0	-1.0
大兴农产品批发市场	55%				-3.0
补充流动资金带来费用节约				12.0	5.0
权益净利润合计				58	67
经营性净利润预测-增发前			175	235	307
增厚盈利（10年2季度并表，11年全年）				16.5%	21.7%
整体净利润-增发前			201	245	317
原有股本			480	480	480
增发后股本（增发最多9000万股）				570	570
摊薄				18.8%	18.8%
考虑增发后整体盈利预测			201	284	383
				41.3%	35.0%
EPS				0.50	0.67
目前股价				15.3	15.3
市盈率				30.8	22.8

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 8: 盈利预测拆分 (不考虑增发)

门店/业态	原持股比例 (直接及间接)	最新持股比例	经营面积(万平米)	租赁/自有	开业时间	净利润(万元)									
						2007	YoY	2008	YoY	2009A	YoY	2010E	YoY	2011	YoY
合肥百货大楼	100%	100%	2.2	自有	1959-05	2,240	42%	2,509	12%	2,710	8%	3,089	14%	3,459	12%
合肥鼓楼商场	73%	80%	3.0	自有	1996-12	3,601	65%	5,008	39%	6,832	36%	8,199	20%	9,838	20%
合肥商业大厦	91%	92%	2.8	自有	1998	439	52%	789	80%	1,147	45%	1,491	30%	1,864	25%
合肥百大CBD购物中心	60%	100%	3.6	租赁	2006-01	-560	10%	-697	-	300	-	1,000	233%	1,800	80%
铜陵百货大楼	63%	100%	3.3	自有	2003-05	632	44%	1,302	106%	1,556	19%	1,867	20%	2,240	20%
蚌埠百货大楼	68%	86%	2.6	自有	2003-11	960	26%	1,198	25%	1,590	33%	1,908	20%	2,251	18%
黄山百货大楼	63%	100%	1.9	自有	2005-09	180	-	465	158%	488	5%	576	18%	691	20%
亳州百货大楼	100%	100%	1.5	租赁	2006	-110	-	-50	-	0	-	30	-	39	30%
舒城金商都	70%	70%	0.4	自有	2005	0	-	0	-	5	-	5	-	5	-
乐普生	60%	60%	1.85万百货+1.2万租赁	自有	2008-05			-120	-	700	-	1,000	43%	1,500	50%
淮南购物中心	100%	100%	2.2	租赁	2008-09			-506	-	-350	-	-100	-	400	-
百大六安店	51%	51%	2.7	租赁	2008-10			-284	-	-300	-	0	-	400	-
合肥高新店	95%	95%	2.0	租赁	2008-12			-300	-	-300	-	-50	-	600	-
蚌埠百大购物中心	100%	100%	2.1	自有	2009-11				-	-656	-	-400	-	-200	-
新开1-2家店	100%	100%	-	-	2010							-1,000	-	-400	-
新开1-2家店	100%	100%	-	-	2011									-800	
百货业务 (08年13家+09-10年每年 新开1-2家)	-		34.3	-	-	7,322	69%	9,264	27%	13,721	48%	17,613	28%	23,687	34%
合家福 (08年89家+09-10年每年新开 20家左右)	57%	58%	20万平方米左右(共有89家 合家福超市, 其中8家为 大型综合超市)	-	2000-05	2,765	101%	6,523	136%	7,664	17%	9,580	25%	11,974	25%
百大电器 (08年22家+09-10年每年 新开5家左右)	85%	94%	超过8万平米(安徽最大家 电零售商,22家连锁门店, 在合肥家电市场占有率超 过50%)	-	2005-05	500	137%	431	-14%	661	53%	826	25%	1,008	22%
周谷堆农产品批发市场	52%	55%	18		2002-09	1,940	110%	2,497	29%	3,113	25%	3,735	20%	4,482	20%
权益经营性净利润(百万元)						87	133%	117	35%	175	50%	235	34%	307	31%
经营性每股收益						0.18	133%	0.24	35%	0.37	50%	0.49	34%	0.64	31%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 9：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3,271	3,967	5,038	5,885	7,187	8,668
营业成本	-2,842	-3,384	-4,244	-4,914	-5,963	-7,168
营业费用	-82	-96	-124	-156	-183	-221
管理费用	-223	-262	-360	-407	-504	-604
财务费用	-19	-14	-23	-15	-17	-22
税前利润	99	209	242	398	486	608
所得税	-32	-68	-53	-109	-131	-158
少数股东权益	-20	-41	-69	-88	-110	-133
净利润	48	100	120	201	245	317
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	187	381	656	679	899	1,082
投资活动现金流	-32	-21	-208	-166	-192	-132
融资活动现金流	-135	-176	-108	-348	-115	-137
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产						
货币资金	553	737	1,076	1,242	1,834	2,647
应收账款	10	15	18	21	24	29
其他应收款	116	39	59	68	77	93
存货	272	315	438	459	497	558
	1,299	1,469	2,021	2,350	2,825	3,773
非流动资产						
长期投资	76	76	80	68	68	68
固定资产净值	758	717	988	1,012	1,022	1,048
在建工程	42	3	5	1	20	20
无形资产	143	201	199	217	282	287
	1,031	1,013	1,307	1,330	1,407	1,437
总资产	2,338	2,489	3,341	3,694	4,246	5,224
流动负债						
短期借款	298	227	330	113	93	75
应付帐款	331	330	464	447	596	757
预收帐款	226	445	803	1,059	1,137	1,396
其他应付款	133	87	125	138	199	259
	1,381	1,434	2,121	2,347	2,619	3,232
非流动负债						
长期借款	55	34	13	12	3	1
其他长期负债	7	8	17	21	11	1
	62	42	30	33	14	2
总负债	1,445	1,481	2,154	2,385	2,641	3,244
少数股东权益	167	203	311	283	393	526
归属母公司股东权益	726	805	876	1,026	1,212	1,453

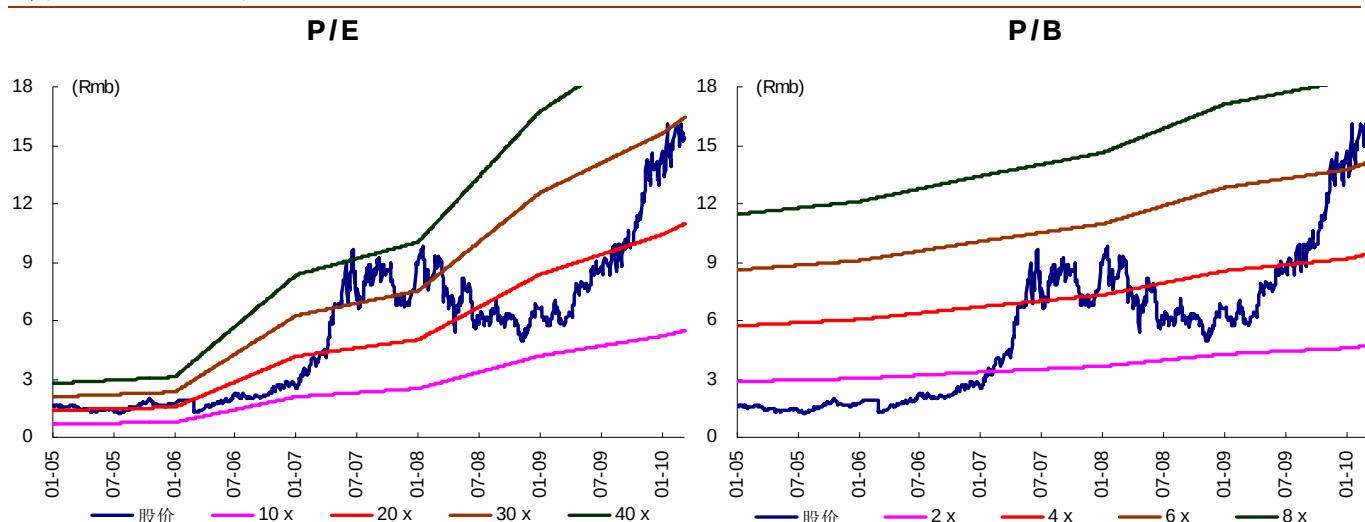
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 10: 可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股份	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市净率			09年底-11年底 净利润CAGR	市净率	股价/经营现金流	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2009E		
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.18	37,006	911	7.4%	1076	18.2%	1337	24.2%	0.37	0.45	0.58	35.8	29.6	22.7	21.1%	8.3	18.8	1.4
	825.HK	新世界	7.01	11,820	498	7.7%	573	15.0%	690	20.4%	0.30	0.34	0.41	23.7	20.6	17.1	17.7%	2.7	13.1	1.2
	600694.CH	大商股份	38.78	11,390	0	-	302	-	500	65.6%	0.00	1.03	1.70	-	37.7	22.8	-	3.6	7.4	-
	600859.CH	王府井	34.33	13,491	367	6.7%	448	22.0%	560	25.0%	0.93	1.14	1.42	36.8	30.1	24.1	23.5%	5.8	16.3	1.3
高档定位	000987.CH	广州友谊	25.40	9,118	286	11.2%	358	25.1%	475	32.8%	0.80	1.00	1.32	31.9	25.5	19.2	28.9%	7.0	21.9	0.9
区域型	600631.CH	百联股份	18.72	20,611	386	8.1%	496	28.7%	615	24.0%	0.35	0.45	0.56	53.5	41.5	33.5	26.3%	3.5	13.5	1.6
	600631.CH	百联股份(考虑出售资产收益)	18.72	20,611	386	8.1%	549	42.4%	699	27.2%	0.35	0.50	0.63	53.5	37.5	29.5	34.6%	3.5	13.5	1.1
	600628.CH	上海新世界	17.69	9,408	175	7.4%	217	24.0%	260	20.0%	0.33	0.41	0.49	53.8	43.4	36.1	22.0%	5.5	16.4	2.0
	000417.CH	合肥百货	15.32	7,349	201	66.9%	245	22.0%	317	29.3%	0.42	0.51	0.66	36.6	30.0	23.2	25.6%	7.2	10.8	1.2
	000417.CH	合肥百货(经营性)	15.32	7,349	175	50.3%	235	34.0%	307	30.5%	0.37	0.49	0.64	41.9	31.3	24.0	32.2%	7.2	10.8	1.0
	000417.CH	合肥百货(增发二季度完成)	15.32	7,349	201	66.9%	284	41.3%	383	35.0%	0.35	0.50	0.67	43.5	30.8	22.8	38.1%	7.2	10.8	0.8
	1212.HK	利福国际	13.68	22,901	1081	12.9%	1256	16.2%	1470	17.1%	0.65	0.75	0.88	21.2	18.2	15.6	16.6%	4.1	14.3	1.1
	1833.HK	恒泰百货	6.83	11,965	314	15.4%	423	34.7%	540	27.7%	0.20	0.28	0.38	33.5	24.3	18.2	31.1%	2.9	14.8	0.8
	3308.HK	金鹰商贸	15.18	29,468	650	35.4%	833	28.2%	1051	26.1%	0.38	0.50	0.66	39.9	30.4	23.0	27.1%	10.3	26.3	1.1
	848.HK	茂业国际	2.30	11,822	470	-9.8%	499	6.1%	581	16.4%	0.10	0.11	0.14	22.1	20.4	16.7	11.1%	3.4	9.2	1.8
	600858.CH	银座股份	27.20	7,859	200	46.5%	256	28.0%	325	27.0%	0.54	0.69	1.12	50.2	39.2	24.2	27.5%	4.4	26.2	1.4
	600697.CH	欧亚集团	27.38	4,356	118	10.9%	137	16.0%	167	22.0%	0.74	0.86	1.05	36.9	31.8	26.1	19.0%	5.1	21.9	1.7
600693.CH	东百集团	11.28	3,872	110	11.1%	136	23.6%	172	26.5%	0.32	0.40	0.50	35.2	28.5	22.5	25.0%	4.2	17.5	1.1	
600785.CH	新华百货	30.03	5,191	171	58.3%	197	15.2%	252	27.9%	0.99	1.14	1.46	30.4	26.4	20.6	21.4%	6.3	10.0	1.2	
600729.CH	重庆百货	39.80	8,119	157	-3.6%	488	-	589	20.7%	0.77	1.28	1.54	51.8	31.2	25.8	22.1%	8.4	17.9	1.4	
002187.CH	广百股份	31.20	5,269	166	2.0%	208	25.5%	258	24.0%	0.98	1.23	1.53	31.8	25.4	20.5	24.7%	4.8	-	1.0	
000501.CH	鄂武商	14.59	7,401	239	32.4%	290	21.5%	355	22.4%	0.47	0.57	0.70	31.0	25.5	20.8	21.9%	4.9	9.7	1.2	
600828.CH	成商集团	29.96	6,086	128	25.3%	162	26.6%	204	26.1%	0.63	0.80	1.00	47.6	37.6	29.8	26.4%	11.4	32.0	1.4	
002277.CH	家润多	32.69	6,342	149	24.1%	185	24.2%	228	23.2%	0.77	0.95	1.18	42.6	34.3	27.8	23.7%	4.2	25.2	1.4	
金饰																				
600612.CH	老凤祥	35.87	12,085	130	85.1%	195	50.0%	236	21.1%	0.39	0.58	0.70	93.1	62.1	51.3	34.8%	6.0	29.6	1.8	
600655.CH	豫园商城	28.55	22,798	500	52.2%	630	26.0%	773	22.7%	0.63	0.79	0.97	45.6	36.2	29.5	24.3%	5.4	21.0	1.5	
商业地产开发																				
000882.CH	华联股份	9.71	4,795	103	104.8%	117	14.1%	166	41.3%	0.21	0.24	0.34	46.6	40.9	28.9	27.0%	3.1	28.7	1.5	
600415.CH	小商品城	47.74	32,482	850	39.7%	1121	31.9%	1433	27.8%	1.25	1.65	2.11	38.2	29.0	22.7	29.8%	3.7	8.2	1.0	
超市类公司																				
大型综合超市	600361.CH	华联综超	9.50	4,606	90	-23.4%	148	64.7%	188	27.3%	0.18	0.30	0.39	51.4	31.2	24.5	44.8%	2.5	18.7	0.7
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	10.81	7,362	218	26.8%	270	23.8%	346	28.0%	0.32	0.40	0.51	33.8	27.3	21.3	25.9%	4.3	11.2	1.1
	002251.CH	步步高	26.95	7,286	166	2.0%	210	26.5%	270	28.6%	0.61	0.78	1.00	43.9	34.7	27.0	27.5%	4.9	22.1	1.3
	002264.CH	新华都	33.04	3,531	69	6.5%	87	26.3%	113	30.7%	0.64	0.81	1.06	51.4	40.7	31.2	28.5%	5.8	17.3	1.4
	002336.CH	人人乐	28.71	11,484	232	0.3%	297	27.8%	375	26.5%	0.58	0.74	0.94	49.5	38.7	30.6	27.1%	8.7	16.9	1.4
	814.HK	京客隆	7.85	3,236	148	-5.6%	174	17.8%	206	18.0%	0.41	0.49	0.61	19.2	16.0	12.9	17.9%	2.0	15.4	0.9
	980.HK	联华超市	25.00	15,550	429	10.5%	507	18.0%	596	17.7%	0.78	0.95	1.17	31.9	26.4	21.4	17.8%	3.7	7.8	1.5
	8277.HK	物美集团	14.14	17,256	438	21.2%	551	25.8%	695	26.1%	0.41	0.53	0.69	34.7	26.9	20.4	26.0%	6.0	22.6	1.0
家电及电子消费品																				
手机分销	493.HK	国美电器	2.65	39,897	1,400	-24.0%	1,597	14.1%	1,844	15.5%	0.09	0.10	0.13	29.8	25.6	21.1	14.8%	3.9	12.6	1.7
	002024.CH	苏宁电器	18.25	85,121	2881	32.8%	3585	24.4%	4399	22.7%	0.62	0.77	0.94	29.5	23.7	19.4	23.6%	6.9	23.4	1.0
手机分销	000829.CH	天音控股	13.64	12,916	187	35.0%	508	171.3%	778	53.1%	0.20	0.54	0.82	69.0	25.4	16.6	103.8%	7.7	8.5	0.2
	000829.CH	天音控股(考虑出售资产收益)	13.64	12,916	291	109.9%	628	115.7%	778	23.8%	0.31	0.66	0.82	44.3	20.6	16.6	63.4%	7.7	8.5	0.3

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 11: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。