

## 估值安全，预期股价具爆发性

### 研究结论

- **股权理顺，外延式扩张可期：**过去由于股权之争，公司错过不少扩张机会，主业发展一直处于停滞。目前其他股东全身而退，股权完全理顺，11年公司进入自主经营的首年，未来跨区域扩张或资产注入或将成为可能，我们认为凭借公司良好品牌优势和管理优势，外延式扩张将会成为提升公司业绩的主要手段。
- **毛利率提升和费用率下降双重驱动净利润率提升：**制约公司净利润增长的最主要因素是公司人工费用过高及财务费用较大，管理费率高，净利润率过低。三期加大高毛利女装比例，加强少淑装等弱势品类，有效实现业态互补，品牌影响力和聚客能力进一步加强，整体竞争优势更加明显；若三期成熟后贡献收入14~15亿，净利润8000万~1亿，增厚EPS为0.28元~0.36元。未来3年公司大批员工到达内退，至少节约管理费用2000万元以上，增厚EPS0.07元；另外三期扩建后，部分员工分流，伴随未来坪效不断提升，人工成本上涨幅度将会远慢于销售上涨速度，未来公司费率不断下降，整体经营效率将不断提升，预计未来3年公司净利润率提升至5%~7%。
- **安全边际高、预期未来股价具爆发性：**安全边际表现两方面：一是公司自有物业重估价值高于目前股价50%以上；二是股价已接近安全股价（9~10元），继续大幅下跌可能性小；另外中兴定位、体量和销售规模都和八佰伴相当，且均为自有物业，但中兴经营效率远低于八佰伴。我们认为若中兴三期培育成熟后，其有望复制八佰伴成功，未来净利润是第一八佰伴60%~80%可能性较大，保守、乐观预计净利润可达2亿和2.78亿元，EPS为0.75元和1.0元，对应未来股价目标为22~30元。
- **看好未来3~5年发展：**公司拥有一切百货公司的优点：资产质量好，品牌优势明显，资产结构简单，扩建后综合竞争实力增强，防御性好。预计11年、12年、13年公司实现净利润1.21亿元和1.80亿元和2.22元，分别同比增长81.26%和48.62%和23.42%，实现EPS为0.43元和0.65元和0.79元，P/E分别为22.93倍和15.43倍和12.50倍，考虑到公司目前在零售股中股价相对具有较高安全边际，未来成长空间较大的上市公司，给予2012年25倍P/E估值，对应目标价16元，距离目前股价有60%成长空间，首次给予公司买入评级。
- **风险提示：**1、三期培育期延长，销售低于预期；2、外延式扩张难度大



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

### 证券分析师

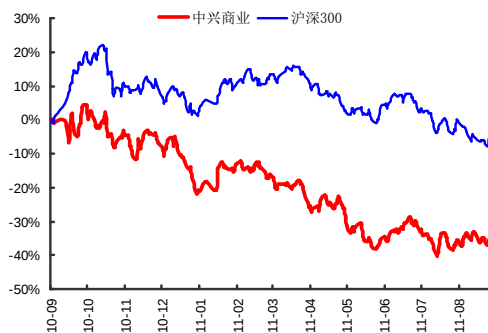
王佳  
8621-63325888-6074  
wangjiaf@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860510120020

### 联系人

朱继红  
8621-63325888-7524  
zhujihong@orientsec.com.cn

| 投资评级           | 买入         | 增持 | 中性 | 减持 | (首次) |
|----------------|------------|----|----|----|------|
| 股价（2011年9月27日） | 9.93元      |    |    |    |      |
| 目标价格           | 16.00元     |    |    |    |      |
| 总股本/A股（亿股）     | 2.79/2.78  |    |    |    |      |
| A股市值           | 亿元         |    |    |    |      |
| 国家/地区          | 中国         |    |    |    |      |
| 行业             | 零售         |    |    |    |      |
| 报告发布日期         | 2011年9月28日 |    |    |    |      |

### 股价表现



| 评价周期     | 1个月   | 3个月   | 12个月    |
|----------|-------|-------|---------|
| 绝对表现 (%) | 5.64% | 2.9%  | -35.04% |
| 相对表现 (%) | 5.88% | 7.63% | -30.43% |

资料来源：WIND

### 财务预测

| 百万元      | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 2444  | 3146   | 4090   | 4581   |
| 同比(%)    | -7%   | 28.74% | 30%    | 12%    |
| 归属母公司净利润 | 66    | 123    | 184    | 226    |
| 同比(%)    | -28%  | 83.96% | 48.8%  | 23.37% |
| ROE(%)   | 6.59% | 10.87% | 13.15% | 14.72% |
| 每股收益(元)  | 0.24  | 0.43   | 0.65   | 0.79   |
| P/E (倍)  | 43.4  | 22.93  | 15.43  | 12.50  |
| P/B (倍)  | 2.86  | 2.55   | 2.19   | 1.9    |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、股权理顺，外延式扩张可期 .....             | 4  |
| 二、毛利率提升和费用率下降双重驱动净利润率提升 .....    | 4  |
| 三、扩建后业态转向购物中心，竞争优势更加显著 .....     | 6  |
| 四、自有物业重估价值高，股价最具安全边际 .....       | 6  |
| 五、复制八佰伴成功，业绩成长空间大，股价最具爆发性 .....  | 7  |
| 六、盈利预测及投资建议： .....               | 9  |
| 七、风险分析： .....                    | 11 |
| 八、沈阳商业环境分析 .....                 | 11 |
| 1、沈阳经济发展水平与居民消费能力 .....          | 11 |
| 2、影响沈阳市消费市场快速增长的主要因素有： .....     | 12 |
| 3、沈阳作为东北区商贸中心，对周边城市有较大辐射能力 ..... | 13 |
| 十、沈阳商圈情况 .....                   | 15 |
| 十一、沈阳市百货竞争格局 .....               | 17 |

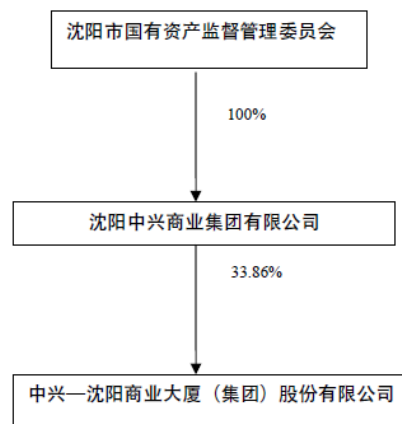
## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1：中兴商业股权结构.....                            | 4  |
| 图 2：中兴商业未来毛利率仍有提升空间.....                     | 5  |
| 图 3：公司净利润率预测.....                            | 5  |
| 图 4：八佰伴净利润增长情况 .....                         | 7  |
| 图 5：太原街商场竞争情况 .....                          | 8  |
| 图 6：沈阳社会消费品零售总额增速处于较高水平 .....                | 12 |
| 图 7：辽宁各城市 GDP 及增长情况.....                     | 12 |
| 图 8：东北三省及省会城市收入情况.....                       | 13 |
| 图 9：东北三省及省会城市收入情况.....                       | 13 |
| 图 10：沈阳周边城市圈人口情况 .....                       | 14 |
| 图 11：沈阳市平均工资情况 .....                         | 14 |
| 图 12：截至 2011 年 8 月，沈阳房价 15 副省级城市排名 14 位..... | 15 |
| 图 13：截至 2011 年 8 月，沈阳房价 100 城市排名 49 位 .....  | 15 |
| 图 14：沈阳商圈情况.....                             | 15 |
| 表 1：太原街商业地产成交价格 .....                        | 6  |
| 表 2：八佰伴商圈定位单位：万平米.....                       | 8  |
| 表 3：中兴商业情景预测 .....                           | 9  |
| 表 4：公司门店预测.....                              | 10 |
| 表 5：沈阳商圈具体情况.....                            | 16 |
| 表 6：沈阳百货竞争现状 单位：万平方米 .....                   | 17 |

## 一、股权理顺，外延式扩张可期

公司目前是沈阳市国资委唯一一家商业上市公司，因此沈阳市国资委对公司发展支持力度较大。公司过去由于股权之争，第一大股东沈阳中兴商业集团地位受到威胁，公司错过不少扩张机会，主业发展一直处于停滞状态。目前公司其他股东全身而退，公司股权关系已经完全理顺，2011年将是公司进入自主经营的第一年，公司将会更加积极主动投入主业发展，未来跨区域扩张或资产注入或将成为可能，公司外延式扩张打开。我们看好公司的品牌优势和管理优势，外延式扩张将会成为公司未来发展的重要途径之一。

图 1：中兴商业股权结构

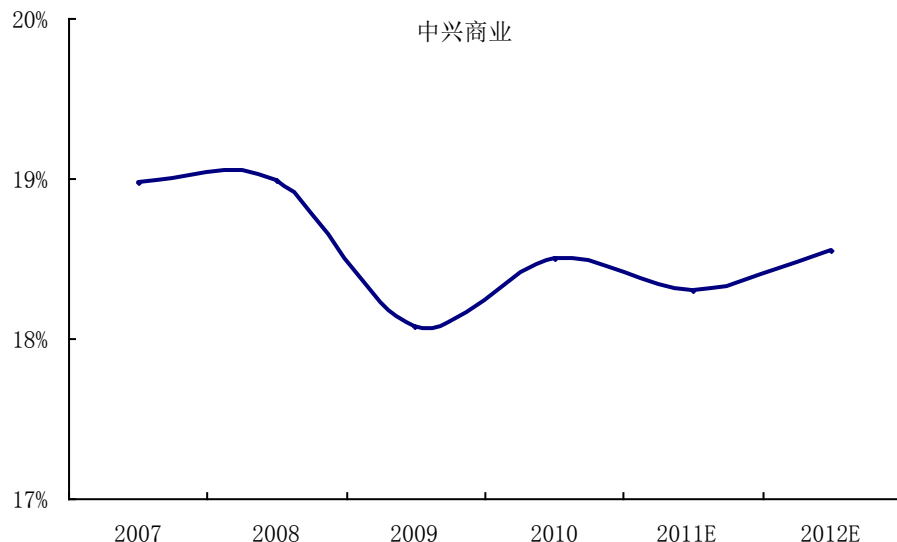


资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

## 二、毛利率提升和费用率下降双重驱动净利润率提升

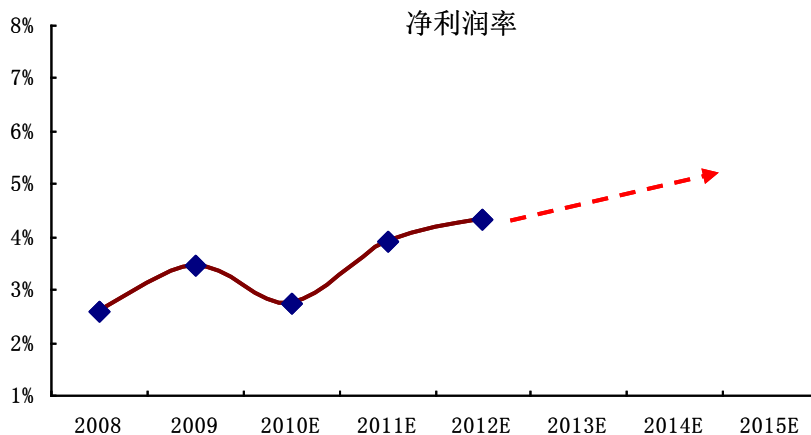
公司利润的主要来源是中兴商业大厦，公司单店的盈利能力较强，并且受益于中兴大厦独特竞争优势及品牌影响力，公司毛利率处于较高水平，远远高于东北的其他百货类上市公司。

三期扩建后，中兴商业大厦扩大穿着类比重（衣着扣点较高），同时伴随三期扩建经营逐渐好转及中兴商业大厦在沈阳地区强势地位，我们认为未来其产品扣点仍有提升的空间，致使公司综合毛利率也有上升空间，预计 2011 年、2012 年分别实现毛利率 18.2%及 18.53%。

**图 2：中兴商业未来毛利率仍有提升空间**


资料来源：WIND, 东方证券研究所整理

制约公司净利润增长的最主要因素是公司人工费用过高（1.6 亿/年）及公司财务费用较大，公司管理费用率高达 11%，远远高于其他单体百货上市公司，致使公司净利润率过低。未来 3-5 年公司费用压力将会逐渐减轻。公司目前 2900 人，未来 3 年公司大批员工到达内退（预计至少节约管理费用 2000 万元以上，增厚 EPS0.07 元；另外到三期扩建后，部分员工分流到三期，伴随三期经营逐渐好转，坪效不断提升，人工成本上涨幅度将会远远慢于销售上涨速度，未来公司管理费用率将会不断下降，公司整体经营效率将会不断提升，预计 3-5 年公司净利润率提升至 5%-7%。

**图 3：公司净利润率预测**


资料来源：东方证券研究所预测

### 三、扩建后业态转向购物中心，竞争优势更加显著

中兴商业大厦作为单体大型百货商场，在与供应商和消费者品牌地位优势十分明显。中兴商业大厦品牌不仅占领沈阳市场，甚至辐射东北市场。

中兴的品牌优势我们可以从两个层面来理解：一、中兴经过 20 年的经营实践，企业自身品牌优势已经建立，目前中兴与竞争对手相比具有明显优势，消费者明显认可，逐步形成了已经成为一个独立品牌，二是中兴品牌资源，在商业竞争中，谁拥有最强品牌，谁就具有最强的竞争优势。公司提出‘品牌至上’、‘差异化经营’的竞争战略，重点引进国内国际著名品牌，靠突出强效品牌经营（其中强效品牌占 70%，在折扣率上有一定优惠），以及独家经营（最新款式最新上架）、垄断畅销品种货源等著称。目前公司已经集聚了数十个国际一线、二线品牌，涉及服装、化妆品、饰品等商品。其中，众多知名品牌在沈阳只中兴一家经营。

三期扩建后，公司将会实现跨越式发展，公司业态从大型高档百货向购物中心转变，业态聚集大型精品超市、高端百货、大众流行百货及餐饮娱乐为一体多功能 shopping mall。三期地下三层车库有效解决停车难题，有效提升国际一线品牌客流量和购买比例。我们看好公司三期扩建的整体项目，三期公司加大高毛利（毛利率超过 25%）女装比例，目前服装占比高达 55%，同时加强少淑装品类，弥补原来的相对弱势品类。中兴依靠强大品牌影响力及招商能力，扩建后三期整体竞争优势更加明显，三期扩建一方面不仅带来规模的扩大，另一方面业态互补，强化品牌影响力和聚客能力，增强整体竞争实力。若三期成熟后，该项目成熟后，将会贡献收入 14~15 亿左右，贡献净利润 8000 万—1 亿左右，增厚 EPS 为 0.28 元-0.36 元。

### 四、自有物业重估价值高，股价最具安全边际

公司除品牌价值之外，另一大亮点是自有物业重估价值高，具有较高的防御性。考虑三期在内，公司自有物业面积在 24 万 m<sup>2</sup>，保守按照物业价格 2 万元/平方米计算，物业重估价值在 48 亿元之间，剔除负债之后的每股 RNAV 在 15 元左右。

**表 1：太原街商业地产成交价格**

| 标的             | 成交价格   | 建筑面积 | 单价（万/平） | 交易年份 |
|----------------|--------|------|---------|------|
| 原万达购物广场（现泰原金座） | 25 万   | —    | 2.7     | 2004 |
| 五洲购物中心         | 25.8 万 | —    | 6       | 2006 |

资料来源：东方证券研究所整理

另外目前公司股价也非常安全。公司在未扩建前，其一二期资产经营状况较好，单位坪效位于全国单体百货前三。一二期公司销售规模 22 亿元左右，预计净利润在 1 亿元左右，其 EPS 在 0.35 左右。按照静态 P/E25-30 倍来看，公司股价安全边际在 9-10 元之间。

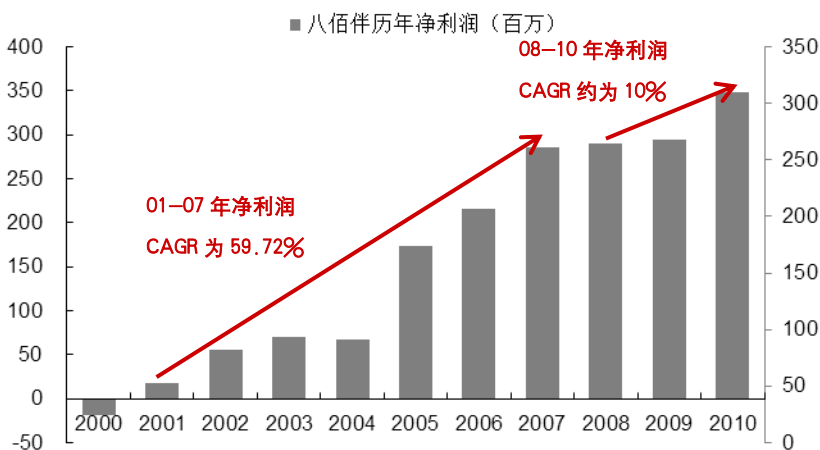
进入 2011 年以来，公司三期扩建后中兴大厦销售增长一直低于市场预期，我们认为本身新扩建项目需要一定培育期，另外上半年公司门店中华路因市人防工程全封闭施工，影响部分人流量，因此也是造成公司销售低于预期的另一重要原因。公司股价也因此经过较大幅度调整，公司股价安全边

际也逐渐显现。目前公司不到 10 元的股价在零售类上市公司中是最安全的，股价继续向下空间有限，公司股价最具安全性也是我们看好公司的重要理由之一。

## 五、复制八佰伴成功，业绩成长空间大，股价最具爆发性

百货业态不同于超市和家电连锁业态。与超市和家电连锁相比，百货培育期较长，一般 3-5 年，但百货一旦渡过培育期，其业绩可持续增长时间远远高于超市和家电连锁。以上海第一八佰伴为例，1996 年开业，经过 5 年培育，2001 年开始盈利后，净利润一直保持快速增长。01~07 年净利润复合增长率达 60%。08~10 年净利润复合增长超过 10%。我们看好三期未来成熟后对公司整体业绩的拉动。尽管中兴三期目前仍处于培育期中，同时受修路影响，1H2011 年销售增速仍不理想，但受益于行业景气高持续及中兴商业大厦卓越管理能力，一旦三期渡过培育期后，三期本身快速增长及带动一二期销售同时增长的双重驱动下，中兴大厦整体业绩将会复制八佰伴的成功，业绩出现可持续快速增长。

图 4：八佰伴净利润增长情况



资料来源:东方证券研究所

中兴商业大厦与第一八佰伴定位相似（中高档），体量相当，在各自商圈品牌优势明显，销售规模相当，物业均是自有，但八佰伴盈利能力和经营效率远远高于中兴商业大厦，我们认为伴随三期渡过培育期及人工费用、财务费用逐渐降低，中兴大厦有望复制八佰伴成功经营，盈利有望向第一八佰伴靠拢。

### 1、八佰伴辐射浦东商圈，中兴大厦辐射沈阳及辽宁省周围

第一八佰伴位于浦东陆家嘴金融中心附近的新上海商业城，随着高消费群体逐渐增多，新上海商业城成为上海市发展速度最快的商圈。第一八佰伴，建筑面积 13.6 万平方米，由于品牌齐全，体量庞大，与周围百货错位较为成功，因此第一八佰伴凭借其独一无二的选址和良好的购物环境几乎垄断了该商圈的百货业市场。

表 2：八佰伴商圈定位单位：万平米

| 商场名称 | 营业面积 | 商场定为      | 经营品种    | 目标人群  |
|------|------|-----------|---------|-------|
| 八佰伴  | 10.8 | 中高档购物中心   | 中高档、大而全 | 白领阶级  |
| 东方商厦 | 0.95 | 流行        | 一般商品    | 特色不明显 |
| 时代广场 | 5.1  | 高档百货      | 顶级品牌    | 成功人士  |
| 中融国际 | 3.6  | 时尚百货、家电卖场 | 时尚青年    | 个性化   |
| 中融恒瑞 | 3    | 合资百货      | 时尚青年    | 特色不明显 |

资料来源:东方证券研究所

中兴商业大厦地处太原街，是沈阳最繁华的商业中心之一，太原街商圈辐射范围较大，对周边城市吸引力较强，而中兴商业大厦在太原街处于绝对垄断优势，可以说中兴商业大厦已经占领沈阳。中兴商业大厦辐射范围广，不仅辐射沈阳市居民，而且还吸引来自沈阳周边城市高端消费。

沈阳从地理位置上看，沈阳市地处辽宁省中心地带。从城市中高端消费习惯上看，沈阳对周边城市影响十分显著，具有一定程度的集聚和辐射能力，区域内其它城市居民到沈阳购物的消费习惯突出。如距沈阳车程1小时以内的抚顺、辽阳、铁岭、本溪等市，城市居民对中高端产品的需求，一般会选择到沈阳进行购买。沈阳“一小时经济圈”可同时辐射周边八座能源型城市，并且沈阳、鞍山、抚顺、本溪、营口、辽阳、铁岭等7个城市汇聚了辽宁省60%以上经济总量，周边地区辐射总人口2150万。据统计在沈阳高端消费中有40%的份额来自周边城市，而沈阳高端消费大部分来自中兴大厦。

图 5：太原街商场竞争情况



资料来源：东方证券研究所整理

## 2、体量相当，销售规模相当

中兴大厦三期扩建后，营业面积12.3万平方米，第一八佰伴建筑面积13.6万平方米。2010年八佰伴销售规模为33亿左右，净利润为3.89亿元，净利润率高达11.8%。2009年中兴商业大厦一二期账面销售23亿，三期扩建后，面积扩张近1倍，未来三期渡过培育期后，增加10亿以上销售额较为可能，乐观预计销售规模能增加14-15亿元，即未来2-3年新中兴大厦销售规模至少33亿，而目前中兴目前净利润只有不到1亿元，净利润率4.3%，远远低于第一八佰伴。

我们认为中兴大厦选址好，凭借中兴大厦在沈阳乃至辽宁省其他省市的品牌优势及20多年中兴经营经验来看，公司目前经营效率低主要原因来自于过去的股权之争，公司主业搁置所致。未来公司将集中精力聚焦主业，外延式扩张或将打开，未来也不排除公司通过其他融资渠道来降低财务费用，同时公司人工费用及财务费用有效改善后，管理费用率将会逐年下降，公司净利润率将会得到不断提升，公司营业效率也将会向八佰伴靠拢。

### 3、情景分析：保守预期、乐观预期

中兴商业未来业绩增长主要来自两方面：外延式扩张带来销售规模扩大；二是内部费率下降带来经营效率提升。假设未来中兴大厦销售规模30亿以上，公司人工成本及财务费用得到有效缓解，管理费用率不断下降，预计中兴大厦盈利能力是第一八佰伴的60%-80%的可能性较大，保守预期中兴三期成熟后，净利润可达2亿元，EPS为0.75元；乐观预期净利润为2.78亿元，EPS为1元，即未来EPS在0.75-1元之间的可能性较大，按照市盈率25-30倍来看，中兴商业大厦未来股价保守预计18.75-22.5元，乐观预期25-30元之间。

**表 3:中兴商业情景预测**

|          |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 佰伴净利润(亿) | 3.48 | 3.48 | 3.48 | 3.48 | 3.48 | 3.48 | 3.48 | 3.48 |
| 盈利占比     | 30%  | 40%  | 50%  | 60%  | 70%  | 80%  | 90%  | 100% |
| 中兴净利润    | 1.04 | 1.39 | 1.74 | 2.09 | 2.44 | 2.78 | 3.13 | 3.48 |
| EPS      | 0.37 | 0.50 | 0.62 | 0.75 | 0.87 | 1.00 | 1.12 | 1.25 |

资料来源:东方证券研究所预测

## 六、盈利预测及投资建议：

我们一如既往看好公司，公司拥有一切百货公司的优点：资产质量好，品牌优势明显，资产结构简单，资产负债率低，扩建后，综合竞争实力进一步增强。公司目前股价具有安全边际，且估值在零售类上市公司中较低，未来伴随三期扩建成熟后及公司经营效率逐步提升，公司股价又最具爆发性，是零售类上市公司中股价弹性最大的公司，我们看好公司未来3-5年发展。

盈利假设：

- 1、 受益于行业景气及修路完成后，公司进入正常经营状态，未来11年、12年、13年中兴销售收入分别增长28.74%、30%、12%。其中一二期收入分别增长30%、25%及14%，三期收入增长186.5%、57%及15%。

- 2、三期加大高毛利女装比例及坪效不断提升，公司毛利率将呈现上升状态，预计11年、12年、13年公司毛利率分别为18.31%、18.46%及18.58%。
- 3、考虑到三期建成后，三期分流部分员工，未来3-5年大批员工内退，随销售规模增加，人工费率下降带来综合费用率下降，预计11年、12年、13年公司费用率分别为12.3%、11.83%及11.38%。

**表 4：公司门店预测**

|          | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 中兴大厦1、2期 | 15.39 | 20.01 | 25.11 | 28.50 |
| 中兴大厦3期   | 2     | 5.73  | 9     | 10    |
| 超市       | 3.93  | 2     | 2.53  | 2.53  |
| 写字楼出租    | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 母公司      | 21.42 | 27.84 | 36.74 | 41.13 |
| 抚顺中兴时代广场 | 3.15  | 3.62  | 4.17  | 4.75  |
| 总收入      | 24.57 | 31.46 | 40.90 | 45.88 |

资料来源：东方证券研究所预测

预计11-13年公司将实现净利润1.23亿元和1.84亿元和2.26元，分别同比增长83.58%和。预计11年-13年公司将实现净利润1.21亿元和1.80亿元和2.22元，分别同比增长81.26%和48.62%和23.42%，预测11-13年实现EPS为0.43元和0.65元和0.79元，P/E分别为22.93倍和15.43倍和12.50倍，考虑到公司目前在零售股中股价相对具有较高安全边际，未来成长空间较大的上市公司，给予2012年25倍P/E估值，对应目标价16元，距离目前股价有60%成长空间，首次给予公司买入评级。

**表 7：重点上市公司估值**

|       | 10EPS | 11EPS(E) | 12EPS(E) | 13EPS(E) | 2011P/E | 2012P/E |
|-------|-------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 合肥百货  | 0.55  | 0.84     | 0.88     | 1.06     | 22.68   | 21.65   |
| 通程控股  | 0.24  | 0.33     | 0.44     | 0.56     | 22.48   | 16.86   |
| 鄂武商 A | 0.62  | 0.76     | 1        | 1.24     | 23.62   | 17.95   |
| 开元投资  | 0.22  | 0.22     | 0.24     | 0.27     | 21.86   | 20.04   |
| 中兴商业  | 0.25  | 0.44     | 0.66     | 0.81     | 22.64   | 15.09   |
| 武汉中商  | 0.32  | 0.42     | 0.48     | 0.57     | 27.50   | 24.06   |
| 广州友谊  | 0.94  | 1.11     | 1.37     | 1.67     | 18.16   | 14.72   |
| 广百股份  | 0.95  | 0.73     | 0.89     | 1.08     | 20.23   | 16.60   |
| 友阿股份  | 0.65  | 0.86     | 1.27     | 1.46     | 23.76   | 16.09   |
| 天虹商场  | 0.62  | 0.81     | 1.05     | 1.34     | 28.07   | 21.66   |
| 徐家汇   |       | 0.6      | 0.66     | 0.72     | 25.18   | 22.89   |
| 南京中商  | 0.33  | 1.17     | 1.83     | 2.27     | 23.42   | 14.97   |
| 商业城   | 0.01  | 0.24     | 0.52     | 0.51     | 74.96   | 34.60   |
| 大东方   | 0.45  | 0.55     | 0.68     | 0.82     | 15.49   | 12.53   |

|          |      |      |      |      |              |              |
|----------|------|------|------|------|--------------|--------------|
| 新世界      | 0.44 | 0.42 | 0.48 | 0.56 | 21.17        | 18.52        |
| 南京新百     | 0.27 | 0.42 | 0.75 | 0.93 | 21.31        | 11.93        |
| 东百集团     | 0.38 | 0.39 | 0.51 | 0.66 | 25.46        | 19.47        |
| 大商股份     | 0.74 | 1.12 | 1.86 | 2.79 | 38.15        | 22.97        |
| 欧亚集团     | 0.8  | 1.06 | 1.41 | 1.87 | 25.85        | 19.43        |
| 西单商场     | 0.08 | 0.41 | 0.52 | 0.89 | 31.12        | 24.54        |
| 重庆百货     | 1.4  | 1.81 | 2.3  | 2.95 | 23.96        | 18.85        |
| 友好集团     | 0.35 | 0.49 | 0.75 | 0.94 | 25.90        | 16.92        |
| 新华百货     | 1.11 | 1.22 | 1.6  | 1.97 | 19.79        | 15.09        |
| 杭州解百     | 0.27 | 0.29 | 0.31 | 0.34 | 25.21        | 23.58        |
| 成商集团     | 0.34 | 0.5  | 0.66 | 0.82 | 23.20        | 17.58        |
| 银座股份     | 0.62 | 0.66 | 0.93 | 1.17 | 28.56        | 20.27        |
| 王府井      | 1.19 | 1.67 | 2.15 | 2.76 | 23.59        | 18.33        |
| 行业平均 P/E |      |      |      |      | <b>26.05</b> | <b>19.15</b> |

资料来源：WIND，东方证券整理

## 七、风险分析：

- 1、三期培育期延长，销售增速低于预期
- 2、外延式扩张难度大

## 八、沈阳商业环境分析

### 1、沈阳经济发展水平与居民消费能力

在国家振兴东北发展规划出台后，东北区域经济出现了快速提升，整个东北区域内居民收入及消费状况都出现了明显变化。沈阳作为东三省的政治、经济、文化中心，承担着“东北振兴、沈阳先行”的重任，其经济发展势头较为喜人。2010年沈阳社会消费品零售总额实现2065.9亿元，同比增长16.2%。其中批发零售业消费品零售1830亿元，占比88.6%，同比增长27.4%。