



2009年3月20日

零售行业

投资聚焦

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱 炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

## 世博会有望提振 2010 年的上海消费市场

### 投资提示:

在目前经济形势下,零售业整体面临的问题是 2009 年业绩难有增长、2010 年增速反转并不确定,因此总体股价走势落后于大盘。然而,经过我们的仔细论证,世博会客流量巨大(有望超过 2008 年奥运会的 10 倍)、持续时间长达半年、以经济活动为中心的特征有可能带来意想不到的消费拉动作用,进而增强上海本地零售股 2010 年盈利增速的反转能力,因此在投资方面应给予重视、相关公司在估值方面值得给予一定的溢价。

此外,上海本地零售股的机遇不只在世博会:1)上海是我国重要的经济城市,而刺激消费是下一步宏观经济刺激政策的主要方向之一;2)上海市政府将推动国资产业的整合,百联集团的新一轮重组提上了议事日程;3)浦东迎来开发开放二十周年、迪斯尼概念也有望带动上海零售股有所表现。

### 理由:

通过国际类比和测算分析,我们认为世博会对消费的拉动作用体现在:

- 1) 增加就业机会,促进相关上游行业的振兴,提高本地居民收入。
- 2) 新增巨大客流且停留时间较长,将有效促进上海消费市场的繁荣,主要体现在百货、餐饮业营业额明显提升、酒店入住率极大提高。即便 7000 万参观人次中有 30% 为本地人,总体外来客流量也能够达到 4900 万人,按上海黄金周游客人均 760 元的日消费测算,若平均停留 3 天,可带来 1117 亿元的新增消费(可占到 2008 年上海社会消费品零售总额 4537 亿元的 25%),而世博参会人员的消费档次显然会高于普通游客。
- 3) 中长期,有利于巩固上海国际商业大都市、时尚之都、旅游休闲城市的地位,促进商业零售业的发展水平。

我们认为,百联有望在 2010 年获得 27% 的净利润增速、其它一些公司业绩增速也有望达到 20% 以上,如果世博经济红火于我们的预期,这些公司的业绩增速将有望超出以上水平。

### 估值和投资建议:

由于 2009 年上海本地股业绩增长缓慢,各公司 2009 年市盈率均已在 25 倍以上,益民商业和友谊股份超过 30x,已经不是一个低水平。但是,该估值也没有较其它区域的一些零售商有明显溢价(例如,部分超市公司和区域百货公司 2009 年市盈率也在这一区间,另一只世博受益股锦江股份已达到 36 倍)。我们建议以上市公司物业价值和 NAV 为定价的另一参考,应当看到在非常保守的每平米价格假设下,百联股份的 NAV 仍能够在 160 亿以上,较目前市值高出 45%。

**A 股:**应当首选市场份额最大、拥有核心商圈最多、物业价值被明显低估的百联股份,此外上海新世界、豫园商城也是较好的品种。我们认为,以物业出租为主的公司(如益民百货)可能业绩增速不会比零售商快,上海九百规模太小,而友谊股份迟早是百联股份重组的对象,因此这三家公司不做重点推荐。

**港股:**联华超市、百盛、香港新世界分别约有 48%、14% 和 26% 的销售贡献来自上海,可作为该主题投资的选择。

### 风险:

相关公司市盈率确实不低,应适当注重其相对估值面临的压力,同时也可结合大市情况做波段性操作。但由于世博、国有资产重组等实质性利好的存在,除非有大的经济下行冲击,估计其相对估值难以达到很低廉的水平。

## 目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 世博会：参观者众多、持续时间长、以经济活动为中心 .....  | 3 |
| 2010 年上海零售业有望获得盈利增速的反转 .....    | 4 |
| 世博概念被市场反复炒作，为什么此时又再次得到重视？ ..... | 5 |
| 投资建议 .....                      | 6 |
| 【百联股份基本面分析】 .....               | 7 |

## 图表

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1：2010 年世博会与 2008 年奥运会对比 ..... | 3 |
| 图表 2：2010 年世博会的规划布局 .....         | 3 |
| 图表 3：世博会对就业的促进作用 .....            | 4 |
| 图表 4：类比估值表 .....                  | 6 |
| 图表 5：百联 NAV 测算 .....              | 7 |
| 图表 6：百联各门店的基本情况 .....             | 8 |

## 世博会：参观者众多、持续时间长、以经济活动为中心

除运动品牌外，奥运会期间消费市场最终的业绩令人失望，但我们相信世博会有望对上海消费市场，特别是零售、酒店和餐饮业带来新的发展机遇。

相比较奥运会，2010年世博会具备参观人数更多（有望超过2008年奥运会的10倍）、时间跨度长、以经济活动为中心、覆盖浦江两岸的特点，因此更有望对地方消费市场产生拉动作用。

图表 1: 2010 年世博会与 2008 年奥运会对比

|      | 世博会                               | 奥运会                                            |
|------|-----------------------------------|------------------------------------------------|
| 历时时间 | 六个月（2010年5月1日至10月31日）             | 16天（2008年8月8日－8月24日）。                          |
| 接待人次 | 估计参观人次将达到7000万，在世博会的历史上当属第一       | 接待中外游客、观众652万人次（入境游客38.2万人次）                   |
| 餐会人员 | 各国参展国家代表、参展商、我国各省市企业，以白领为主、具备消费能力 | 运动员、代表团工作人员、观众游客为主                             |
| 活动特征 | 经济和科技交流。出行便利，不影响市民日常购物习惯。         | 体育和文化交流。安全起见外地人口流量受到限制，且很多市民选择在家观看精彩赛事，而不是逛商场。 |

资料来源：世博会官方网站，北京市统计局，中金公司研究部

图表 2: 2010 年世博会的规划布局



资料来源：世博会官方网站（上海市中心黄浦江两岸，南浦大桥和卢浦大桥之间的滨江地区）

## 2010年上海零售业有望获得盈利增速的反转

世博会对上海消费市场的推动作用在于：

- **增加就业机会**，促进建筑、运输、交通等相关行业的振兴，**提高本地居民收入**。图表 3 中列示了历史上几次世博会对当地就业的显著拉动。

图表 3：世博会对就业的促进作用

| 往届世博会           | 增加就业岗位                                                      |
|-----------------|-------------------------------------------------------------|
| 2000年德国汉诺威举办世博会 | 10万个                                                        |
| 1993年韩国大田世博     | 20万个以上                                                      |
| 1986年加拿温哥华世博会   | 6.3万个                                                       |
| 1970年日本大阪世博会    | 从申办、筹办到举办，就业率一直上升，举办的1970年比1965年提高14个百分点，而此后10多年一直稳定在60%左右。 |

资料来源：媒体报道，中金公司

- **新增巨大客流且停留时间较长**，将有效促进上海消费市场的繁荣，主要体现在百货、餐饮业营业额明显提升、酒店入住率极大提高。

——记得 2002 年中国贸易促进委员会展览部副部长孙钢就世博会申办成功接受采访时表示：会展经济对综合的社会消费指数的拉动比例是 1 比 6，**参观者或者参展商在展会上消费 1 元钱的话，那就意味着他在其它的行业里，比如说零售、住宿、餐饮方面要花 6 元钱的比**例。

——即便 7000 万参观人次中有 30% 为本地人，总体外来客流量业能够达到 4900 万人，是上海去年十一黄金周接待人数（49.5 万人次）的 10 倍。保守按上海黄金周游客人均 760 元的日消费测算，若平均停留 3 天，**可带来 1117 亿元的新增消费（可占到 2008 年上海社会消费品零售总额 4537 亿元的 25%）**，而参会人员的消费档次显然会高于普通游客。

——有些调查报告曾预测，7000 万参展人员和游客在世博会期间的直接消费总支出可达 1400 多亿元。

- **中长期，有利于巩固上海国际商业大都市、时尚之都、旅游休闲城市的地位，促进商业零售业的发展水平。**

我们认为，世博会将大大提振上海消费市场，百联股份等上市公司在 2010 年有望获得 20% 以上的业绩增速，如果世博经济红火于我们的预期、或经济回暖明显，这些公司的业绩将有望超出这一水平。

## 世博概念被市场反复炒作，为什么此时又再次得到重视？

- ▶ 世博会的筹备宣传逐步进入 1 年倒计时，将展开大规模的推广活动，世博会的社会意义和对经济的促进作用为更多人深入了解。
- ▶ 目前经济振兴和保增长成为上海地方政府工作的重点，而世博会是对消费等相关产业的进行拉动的有利途径。
- ▶ 与一年前相比，上市公司的股价和市值均下落很多，带来一定的性价比。

此外，上海本地零售股的机遇不只一个世博会概念：

- ▶ 上海是我国重要的经济城市，不排除得到中央政策扶持或地方政府出台区域性振兴政策的可能性，而刺激消费是下一步宏观经济刺激政策的主要方向之一。
- ▶ 上海市政府将推动国资产业的并购重组，百联集团的新一轮重组提上了议事日程。
- ▶ 浦东迎来开发开放二十周年、兴建迪斯尼等概念也有望为市场所重视。

从零售业配置的投资意义上来讲：2009 年的业绩难有增长和 2010 年增速的不确定性是零售业整体面临的问题，而**世博会的举办给予上海本地零售股 2010 年业绩反转较强的确定性**，因此在投资方面引起了相应的重视、相关公司在估值方面也能够获得一定的溢价。

## 投资建议

我们认为，上海本地零售商，特别是行业领军公司将能够成为2010年世博会最直接的受益者，可做板块投资。有望获益的相关公司有：**百联股份**、**上海新世界**、**豫园商城**、**联华超市**、**益民商业**、**友谊股份**、**上海九百**。此外，**百盛**在上海也有3家主力门店、贡献了其销售收入的14%；**香港新世界**在上海有7家店，5家为直营店，其收入占整体的26%左右。

从盈利预测表中可以看到（图表4），各公司2009年零售业相关净利润均难有较快增长，我们认为，世博会将大大提振上海消费市场，百联有望在2010年有望获得27%的净利润增速、其它部分公司也有望在20%以上，如果世博经济红火于我们的预期、或经济回暖明显，这些公司的业绩将有望超出。

**A股：**零售类公司中可选品种较多，我们认为：百联股份、新世界、豫园商城规模更大、商圈优势更明显，受益程度有望好于其它公司。其中，百联股份是上海规模最大、商业物业资产最多的核心零售企业，因此最能够受益于世博会的拉动，而其物业资产价值和中长期发展前景也较其它公司领先，应当作为首选。

**港股：**可关注联华超市、百盛和新世界。从网络布局来看，联华更多利润来自于上海，应作为首选。但是世博会对百货的拉动有望超出超市，鉴于香港市场没有典型的上海百货公司上市，可将世博会的举办视为促进百盛和新世界2010年盈利提升的一个契机。

图表4：类比值表

| 代码        | 公司                                                        | 股价    | 总市值<br>(百万元) | 净利润(百万元) |        |       |        | 每股收益  |       |       | 市盈率   |       |       | 08年底-10年底<br>净利润CAGR | PEG  |       |       |
|-----------|-----------------------------------------------------------|-------|--------------|----------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------|------|-------|-------|
|           |                                                           |       |              | 2008E    | YoY    | 2009E | YoY    | 2010E | YoY   | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E |                      |      | 2009E | 2010E |
| A股零售      |                                                           |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |       |       |
| 600631.CH | 百联股份                                                      | 10.10 | 11,120       | 370      | 4.3%   | 380   | 2.8%   | 484   | 27.2% | 0.34  | 0.35  | 0.44  | 30.1  | 29.3                 | 23.0 | 14.3% | 2.1   |
|           | 考虑房地产项目出售                                                 |       |              |          |        | 433   | 17.1%  | 567   | 30.8% |       | 0.39  | 0.51  |       | 25.7                 | 19.6 | 23.8% | 1.3   |
| 600628.CH | 新世界                                                       | 8.87  | 4,717        | 173      | 13.0%  | 193   | 11.6%  | 220   | 14.0% | 0.33  | 0.36  | 0.41  | 27.3  | 24.4                 | 21.4 | 12.8% | 2.1   |
|           | 剔除09年财务费用下降                                               |       |              |          |        | 178   | 2.7%   | 220   | 23.8% |       | 0.33  | 0.41  |       | 26.5                 | 21.4 | 12.8% | 2.1   |
| 600655.CH | 豫园商城                                                      | 15.16 | 11,005       | 360      | -52.6% | 420   | 16.7%  | 510   | 21.4% | 0.50  | 0.58  | 0.70  | 30.6  | 26.2                 | 21.6 | 19.0% | 1.6   |
|           | 目前市场对公司盈利预测争议较大，主要原因是其业绩受投资收益影响存在较大不确定性，我们认为其经营性净利润不会超过百联 |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |       |       |
| 600824.CH | 益民商业                                                      | 6.56  | 4,002        | 101      | 28.3%  | 110   | 9.3%   | 125   | 13.6% | 0.16  | 0.18  | 0.20  | 39.8  | 36.4                 | 32.0 | 11.5% | 3.5   |
|           | 市场对公司古今内衣和天宝龙凤黄金饰品零售业务仍有一定的业绩预期，出租业务已难有增长                 |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |       |       |
| 600827.CH | 友谊股份                                                      | 12.13 | 5,206        | 153      | -50.0% | 169   | 10.5%  | 190   | 12.4% | 0.36  | 0.39  | 0.44  | 34.0  | 30.8                 | 27.4 | 11.4% | 3.0   |
|           | 公司业绩主要来自联华的盈利贡献                                           |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |       |       |
| 港股零售      |                                                           |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |       |       |
| 980.HK    | 联华超市                                                      | 8.15  | 5,069        | 370      | 37.9%  | 415   | 12.2%  | 480   | 15.7% | 0.69  | 0.76  | 0.85  | 11.8  | 10.7                 | 9.6  | 13.9% | 0.8   |
| 3368.HK   | 百盛集团                                                      | 7.88  | 21,934       | 848      | 26.9%  | 985   | 16.2%  | 1163  | 18.1% | 0.35  | 0.40  | 0.46  | 22.4  | 19.7                 | 17.2 | 17.1% | 1.31  |
| 825.HK    | 新世界                                                       | 3.35  | 5,649        | 466      | 94.8%  | 514   | 10.4%  | 591   | 14.9% | 0.28  | 0.31  | 0.35  | 12.1  | 10.8                 | 9.6  | 12.6% | 0.96  |
| 酒店旅游      |                                                           |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |       |       |
| 600754.CH | 锦江股份                                                      | 13.45 | 8,113        | 272      | 3.2%   | 227   | -16.5% | 285   | 25.5% | 0.45  | 0.38  | 0.47  | 29.8  | 35.7                 | 28.4 | 2.4%  | 12.5  |
| 2006.HK   | 锦江酒店                                                      | 1.10  | 5,022        | 271      | -29.3% | 285   | 5.2%   | 329   | 15.4% | 0.07  | 0.07  | 0.08  | 15.9  | 15.5                 | 13.9 | 10.2% | 1.6   |
| 餐饮        |                                                           |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |       |       |
| 1175.HK   | 福记食品                                                      | 3.18  | 1,721        | 550      | 25.7%  | 609   | 10.8%  | 613   | 0.7%  | 1.02  | 1.13  | 1.13  | 3.1   | 2.8                  | 2.8  | 5.6%  | 0.6   |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 【百联股份基本面分析】

- ▶ **物业资产价值明显高于市值**（参见下图表），百联拥有 22 家门店，自有商业物业达到 82 万平方米，在上海市场份额超过 20%，有多家门店进入了上海单体百货店 10 强，八佰伴、东方商厦、第一百货等门店均处于核心商圈。
- ▶ **在上海拥有大量门店且布局较好，如果消费市场有所回升，盈利反转的弹性较大。**上海本地零售商普遍面临的问题是业绩难有增长（这是我们一直提示的风险），这一点市场已充分认识到了，但如果上海相应推出区域性振兴政策，消费市场也会是最终的受益者。百联股份 2009 年净利润不会同比下降，我们预测为 3% 的增长（对应 29 倍市盈率）、如果考虑到商业地产项目出售，其 2009 年利润增速有望在 17% 左右（对应 25.8 倍市盈率）。2010 年后，随着经济的回暖和世博带来的客流，相信公司业绩增速会有所反弹，加之 2007 - 2008 年新开门店的日益成熟，能够获得 27% 左右的净利润增长。
- ▶ **有望受益于上海国资体系的重组，从集团或友谊股份收购商业资产。**上海国资委早已明确本地国企整合路径，在“保增长”的要求下，我们预期上海国资委整合重组的力度将加大。目前百联集团下属尚有成都百联购物中心、长沙百联店、八佰伴店 36% 股权等相关资产。集团控股的友谊股份旗下拥有友谊商店、上海友谊南方商城、上海百联西郊购物中心等百货和购物中心资产。这些门店均较为成熟，如注入公司，将进一步巩固公司在上海的商业龙头地位。

我们对百联的自有商业物业、金融资产价值和 NAV 进行了测算，应当看到在非常保守的每平方米价格假设下，其 NAV 仍能够达到 160 亿以上，较目前市值高出 45%。

图表 5：百联 NAV 测算

| 资产价值测算          | 单价(万/平米) | 面积(万平米) | 资产价值  |
|-----------------|----------|---------|-------|
| 自有商业物业价值        |          |         | (亿元)  |
| -大型购物中心         | 1.6      | 41.0    | 65.6  |
| -百货门店           | 2.0      | 40.6    | 81.3  |
| 商业物业价值合计        |          |         | 146.9 |
| 商业物业房地产开发今年竣工物业 | 1.2      | 12.8    | 15.3  |
| 银行负债            |          |         | -37.0 |
| 银行存款            |          |         | 7.4   |
| 持有股票市值(海通证券等)   |          |         | 28.6  |
| 非上市公司投资         |          |         | 0.5   |
| NAV合计           |          |         | 161.6 |
| 目前市值            | 股价       | 10.1    | 111.2 |
| NAV高出市值         |          |         | 45%   |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：百联各门店的基本情况

| 编号 | 门店               | 经营面积（万平米）   | 控股比例        | 位置         | 物业        | 备注         | 开业时间            |
|----|------------------|-------------|-------------|------------|-----------|------------|-----------------|
| 1  | 东方商厦南京东路店        | 5.5         | 100%        | 南京东路       | 自有        | 都市型        | 2005年1月         |
| 2  | <b>东方商厦(徐汇店)</b> | <b>3.2</b>  | <b>100%</b> | <b>徐家汇</b> | <b>租赁</b> | <b>都市型</b> | <b>1993年1月</b>  |
| 3  | 东方商厦杨浦店(华联杨浦)    | 3.2         | 100%        | 五角场        | 自有        | 都市型        | 2001年12月        |
| 4  | 东方商厦嘉定店          | 1.0         | 100%        | 嘉定         | 租赁        | 都市型        | 2008年1月         |
| 5  | 东方商厦(宁波店)        | 2.0         | 90%         | 宁波         | 自有        | 都市型        | 2006年1月收购       |
| 6  | 新华联              | 2.6         | 70%         | 淮海中路       | 自有        | 都市型        | 1996年12月        |
| 7  | <b>八佰伴</b>       | <b>13.0</b> | <b>64%</b>  | <b>浦东</b>  | <b>自有</b> | <b>都市型</b> | <b>1995年12月</b> |
| 8  | 市百一店             | 2.5         | 100%        | 南京东路       | 自有        | 老字号        | 1949年10月        |
| 9  | 永安百货             | 3.4         | 100%        | 南京东路       | 自有        | 老字号        | 2005年4月翻新       |
| 10 | 时装商店             | 0.6         | 100%        | 南京东路       | 租赁集团物业    | 老字号        | 1991年改造         |
| 11 | 妇女用品商店           | 0.1         | 100%        | 淮海路        |           | 老字号        | 2005年3月翻新       |
| 12 | 华联普陀             | 1.2         | 90%         | 金沙江路       | 租赁        | 社区百货       | 2000年12月        |
| 13 | 华联张杨             | 0.9         | 100%        | 浦东张杨路      | 自有        | 社区百货       | 2003年9月         |
| 14 | 中联商厦             | 0.6         | 50%         | 南京东路步行街    | 自有        | 社区百货       | 1993年11月        |
| 15 | 上海一百松江店          | 0.3         | 100%        | 中山中路       | 自有        | 社区百货       | 1994年12月        |
| 16 | 青浦奥特莱斯名品折扣店      | 12.0        | 95%         | 青浦商业中心区    | 自有        | 名品折扣店      | 2006年4月         |
| 17 | 一百商城             | 4.2         | 100%        | 市百一店西楼北    | 自有        | 购物中心       | 2007年12月        |
| 18 | 上海又一城            | 12.1        | 100%        | 五角场        | 自有        | 购物中心       | 2007年4月         |
| 19 | 百联中环购物中心         | 24.0        | 51%         | 普陀区新长征     | 自有        | 购物中心       | 2006年12月        |
| 20 | 南上海购物中心          | 4.5         | 100%        | 南上海        | 租赁        | 购物中心       | 2008年1月         |
| 21 | 沈阳购物中心           | 10.4        | 100%        | 沈阳         | 自有        | 购物中心       | 2008年1月         |
| 22 | 浦东华联购物中心         | 2.0         | 100%        | 浦东         | 自有        | 购物中心       | 2002年1月         |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 北京

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

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

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

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

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



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。