

零售

兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

评级调整: -

行业基本资料

上市公司家数	60
总市值(亿元)	2585
占 A 股比例(%)	0.96%
平均市盈率(倍)	85.68

行业表现

(%)	1M	3M	6M
零售	10.50	21.83	13.48
上证综合指数	11.34	27.56	2.96



相关报告

《零售行业--景气持续下行, 关注低 PS、管理改善型公司》2009-2-25

零售行业 2009 年第二季度投资策略

中性

行业景气下行, 关注低 PS、管理改善型公司

投资要点:

- **行业仍处景气下行周期。**2009 年 1-2 月消费品零售额同比增长 15.2%, 相对于 2008 年 12 月 19% 的同比增长、增速显著放缓。而 2009 年 1 月份消费者信心指数 86.8、连续 6 个月下滑, 城镇登记失业率 4.2%、创 3 年来最高水平, 显示零售行业仍处景气下滑周期。而从以往经验, 消费零售额变化往往滞后 GDP 变化半年以上, 同时消费者信心的恢复需要一个过程, 因此零售行业景气的真正回升契机尚待观察。
- **与房地产相关的产品销售回升:** 国家统计局限额以上零售企业数据显示, 2009 年 1-2 月, 受全国房地产成交回暖影响, 建筑装潢、家具、家电产品的同比销售分别增长 22.4%、27.1%、2.7%, 相对于 08 年第 4 季度、销售回升明显; 而化妆品、金银珠宝、日用品等的销售延续着低迷态势。
- **零售商 2009 年经营趋势分析:** (1) 收入: 在 CPI 下滑、景气下行趋势及 08 年高基数情况下, 09 上半年销售增长并不乐观。预计我们统计的重点零售商 09 年第 1 季度约为 0 增长、第 2 季度约为 10% 左右的负增长, 下半年会有所好转。(2) 内生增长: 成熟百货门店的内生增长已由 07 年的约 15% 降至 08 年第 4 季度的约 10%, 预计 09 上半年为 0%, 全年维持 5% 左右的平均水平。苏宁电器受房地产销售回升影响, 09 上半年的可比门店增长有可能为 -5% 至 -8%, 将明显好于 08 年第 4 季 (-12%) 及大家原先对其的悲观预期。(3) 综合毛利: 百货商的促销行为将造成实际扣点率的降低、影响毛利率; 而优秀连锁超市的综合毛利率仍将维持小幅上升趋势, 一是由于超市商品销售的稳定持续性好、促销行为为少, 二是超市规模效应体现更为明显、议价能力更强。
- **投资策略: 关注管理改善型公司及相关主题投资机会。**零售商产品销售同质性强, 在行业景气下行周期中, 很少有超越行业景气而获得独立发展的零售公司。建议关注如下投资机会: (1) 关注低 PS 值、高重估值以及管理改善预期下的并购重组机会。一方面, 这些公司本身具备很好的“壳资源”价值, 另一方面, 在未来管理改善、以及行业回暖复苏情况下, 其 EPS 的增长潜力更大, 可重点关注南京中商 (600280)、适度关注开元控股 (000516); (2) 房地产成交的回暖使 09 年 1-2 月份相关产品销售回升明显, 并可能使苏宁电器 (002024) 09 上半年可比门店内生增长超出大家原先较为悲观的预期, 建议关注; (3) 关注扩张积极、品牌影响及招商能力强的百货商, 如广百股份 (002187)、银座股份 (600858); (4) 关注具资产注入预期、受益世博会的上海本地零售股, 推荐新世界 (600628)。
- **风险提示:** 行业景气回升复苏晚于预期; 2009 年二季度销售的下滑超过大家预期。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600280	南京中商	0.27	0.42	0.62	0.80	35.85	23.05	15.61	12.10	推荐
002024	苏宁电器	0.73	0.89	1.31	1.85	25.75	21.12	14.35	10.16	推荐
600628	新世界	0.35	0.39	0.52	0.62	26.17	23.49	17.62	14.77	推荐
002187	广百股份	0.84	0.96	1.16	1.41	24.82	21.72	17.97	14.79	推荐
600858	银座股份	0.58	0.68	0.90	1.22					推荐
						27.91	23.81	17.99	13.27	

目 录

一、宏观数据.....	3
1.1 2009 年 1-2 月份社会消费品零售总额增速显著放缓	3
1.2 分产品类别及分业态的销售	3
1.3.居民收入回落明显、并影响到消费支出	5
1.4.消费者信心指数连续 6 个月下滑、就业形势严峻、物价回落	6
二、行业发展趋势	7
2.1.行业景气仍处下行周期、见底为时尚早	7
2.2 2009 年零售业主要经营指标变动趋势分析	8
2.2.1 收入	8
2.2.2 内生增长	9
2.2.3 费用率	9
2.2.4 综合毛利率	10
三、投资策略.....	10
3.1.投资策略	10
3.1.1 关注低 PS 值、高重估值以及管理改善预期公司	10
3.1.2 关注家电连锁销售 09 上半年可能的超预期表现	11
3.1.3 关注具重组预期、受益世博会的上海本地商业股	11
3.2.重点公司推荐	11

图 表

图表 1: 2009 年 1-2 月份社会消费品零售总额增速显著放缓	3
图表 2: 房地产销售回暖,家具、建筑装潢、家电零售销售有所回升	4
图表 3: 化妆品、金银珠宝、日用品、通信器材等零售增长持续低迷	4
图表 4: 千家核心商业零售企业指数 (%)	5
图表 5: 重点零售企业销售同比增长(分业态)	5
图表 6: 居民收入回落(累计值)(单位:元)	6
图表 7: 城镇居民消费支出回落	6
图表 8: 消费者信心指数、预期指数、满意指数	7
图表 9: CPI、PPI 走势	7
图表 10: GDP 与社会消费品零售总额的增长周期对比	8
图表 11: 百货、超市销售收入同比、环比增速对比(单位:万元)	8
图表 12: 苏宁电器分市场级别销售情况	9
图表 13: 连锁超市可比门店销售同比增长	9
图表 14: 重点零售公司(样本 20 家)分季度“营业费用率+管理费用率”情况	9
图表 15: 连锁超市综合毛利率变化	10
图表 16: 南京中商主要指标预测	12
图表 17: 新世界主要指标预测	12
图表 18: 苏宁电器主要指标预测	13

一、宏观数据

1.1 2009 年 1-2 月份社会消费品零售总额增速显著放缓

受整体经济增速度下降及 CPI 下滑的双重影响，2009 年 1-2 月，社会消费品零售总额 20080.4 亿元，同比增长 15.2%，增速环比 08 年的 12 月份下滑了 3.8 个百分点。

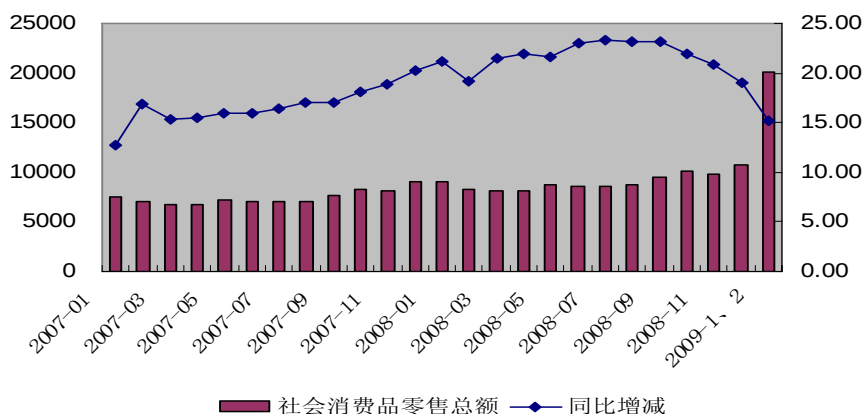
分地域看，城市消费品零售额 13541.0 亿元，同比增长 14.4%；县及县以下零售额 6539.4 亿元，增长 17.0%。显示中心城市及一线城市的消费所受的影响更大。

分行业看，批发和零售业零售额 16800.1 亿元，同比增长 14.8%；住宿和餐饮业零售额 3015.9 亿元，增长 18.9%；其他行业零售额 264.4 亿元，增长 2.6%。

事实上，社会消费品零售总额的增长是在 2008 年的 10 月份出现的拐点，2008 年 9 月、10 月、11 月、12 月及 2009 年 1-2 月的同比增速分别为 23.25%、22%、20.8%、19%、15.2%，增速逐级下滑（如下图表 1）。

由于消费通常滞后于收入、GDP 等其他宏观变量，因此，预计未来消费品零售总额仍将持续下降。

图表 1: 2009 年 1-2 月份社会消费品零售总额增速显著放缓（亿元）



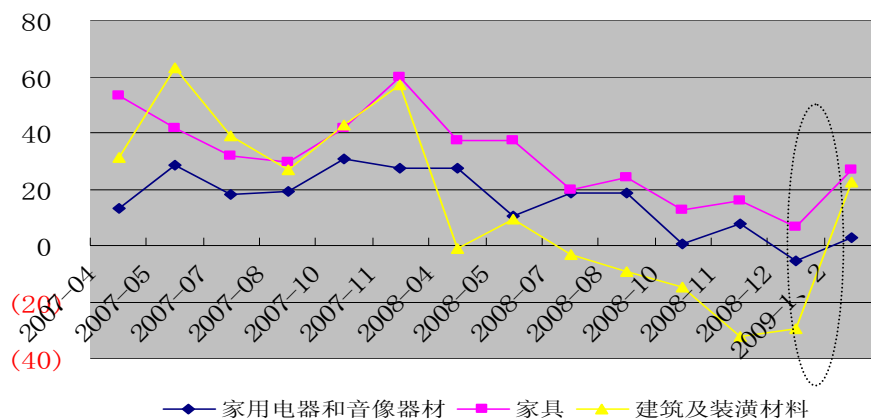
资料来源：国家统计局、中投研究所

1.2 分产品类别及分业态的销售

从国家统计局公布的限额以上零售企业的分产品销售数据看：2009 年 1-2 月份化妆品同比增速（14.6%）、金银珠宝（16.30%）、通讯器材（-9.20%）、汽车（9.3%）、石油及制品（0.70%），相对于 2008 年的 12 月份增速呈持续下降趋势。其中石油及制品 2008 年 12 月的同比增速为 12.10%，2009 年 1-2 月的同比增速下降较大，这与原油价格回落相关。

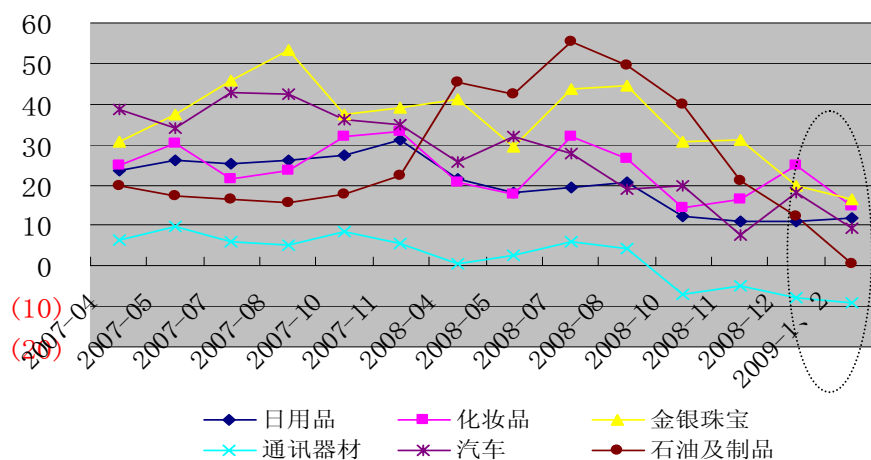
而由于近期部分地区的房地产销售有所回暖，建筑装潢、家具的销售有所回升，2009年1-2月的同比增速分别为22.40%（08年12月份为-29.40%）、27.10%（08年12月为6.40%）。家电产品的同比增长为2.7%，也有所回升，这与家电下乡有一定关系。

图表 2：房地产销售回暖，家具、建筑装潢、家电零售销售有所回升（%）



资料来源：国家统计局、中投研究所

图表 3：化妆品、金银珠宝、日用品、通信器材等零售增长持续低迷（%）



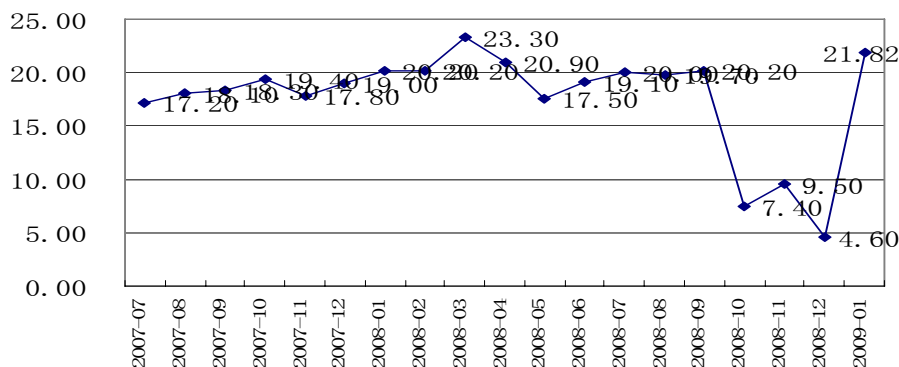
资料来源：国家统计局、中投研究所

从商务部公布的重点零售企业销售额（按照业态分，样本企业约7000家）2009年1月份千家重点零售企业零售额同比增24.5%，相对于2008年10-12月份的平均7.27%的同比增速大幅上升，这主要是由于2009年的春节在1月份、而2008年春节在2月份；另外，春节黄金周之前各商家促销力度的加大，也使销售回升明显。扣除节日影响因素，估计2009年1月份的同比增速会低于5%。

各业态、各类别的增长情况：商务部监测数据显示，2009年1月份百货店、超市、大型综超增速分别为31.1%、28%、27.9%，增幅居前三位；便利店、专业店增幅相对较小，分别为5.4%、5.3%。分商品类别情况看，烟酒、饮料

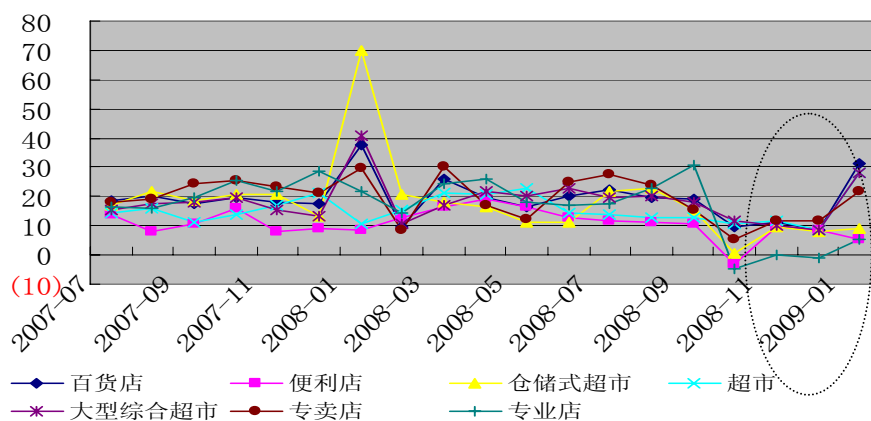
居前，分别同比增长 47.2%、38.7%，显示很强的节日销售特性；而家电、建筑装潢材料、五金的销售增幅居后、低于平均增长幅度，显示这几类产品受房地产景气周期影响，体现更强的周期性特征。

图表 4: 千家核心商业零售企业指数 (%)



资料来源：商务部、中投研究所

图表 5: 重点零售企业销售同比增长 (分业态%)



资料来源：商务部、中投研究所

1.3.居民收入回落明显、并影响到消费支出

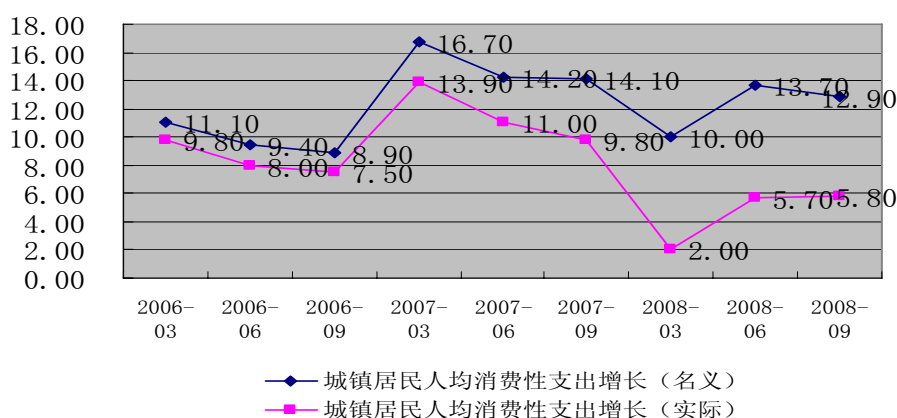
受经济增速下滑及城镇居民资本性、财产性收入的减少，2008 年全年我国城镇居民人均可支配收入 15781 元、增长 14.5%，扣除价格因素实际增长 8.4%，增速比上年同期回落 3.8 个百分点。2008 前三季度农村居民人均现金收入为 3971 元，扣除价格因素同比实际增长 11%，增速比上年同期回落 3.8 个百分点（如图表 6）。而收入大幅回落已影响到了居民消费支出，08 年前三季度城镇居民人均消费性支出 8346 元、增长 12.9%，扣除物价实际增速 5.8%、比上年同期回落 4.0 个百分点（如图表 7）。

图表 6: 居民收入回落 (累计值) (单位: 元)

	城镇居民人 均支配收入	名义增长 (%)	实际增长 (%)	农村居民人均现 金收入	实际同比 增长 (%)
2006-03	3,293.00	12.10	10.80	1,094.00	11.50
2006-06	5,996.70	11.60	10.20	1,797.00	11.90
2006-09	8,798.80	11.40	10.00	2,761.90	11.40
2006-12	11,759.50		10.40	4,301.90	
2007-03	3,934.90	19.50	16.60	1,260.50	12.10
2007-06	7,052.00	17.60	14.20	2,111.00	13.30
2007-09	10,346.20	17.60	13.20	3,320.60	14.80
2007-12	13,785.80		12.20	4,958.40	
2008-03	4,385.60	11.50	3.40	1,493.80	9.10
2008-06	8,064.86	14.40	6.30	2,528.00	10.30
2008-09	11,865.00	14.70	7.50	3,971.00	11.00
2008-12	15781.00	14.50	8.40		

资料来源: 国家统计局

图表 7: 城镇居民消费支出回落 (%)



料

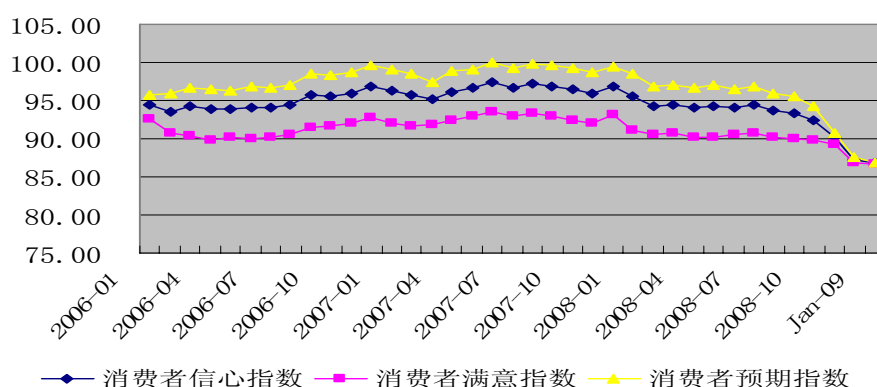
资料来源: 国家统计局

1.4. 消费者信心指数连续 6 个月下滑、就业形势严峻、物价回落

受经济下行、居民收入的下降, 2009 年 1 月份消费者信心指数 86.8, 连续 6 个月下滑, 同时该指数水平基本与金融危机下的 1998 年 7 月 (86.6)、及 SARS 时期的 2003 年 5 月 (85.7) 相当。

2009 年 1 月反映消费者对当前经济状况满意程度的满意指数为 86.6, 反映消费者对未来几个月经济前景看法的预期指数为 86.9%, 也连续 6 个月下滑。

图表 8: 消费者信心指数、预期指数、满意指数

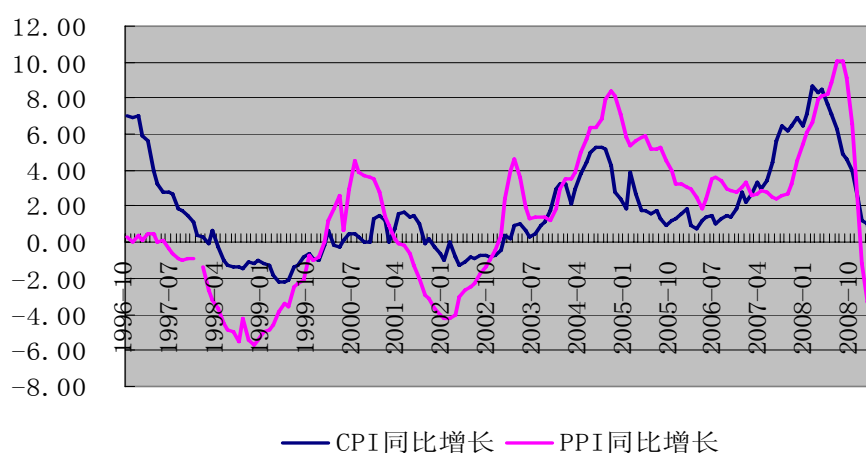


资料来源: 北京华通人信息

根据人力资源部的最新统计: 从 2008 年第四季度开始, 城镇新增就业人数呈快速下滑的趋势: 十月份是 84 万, 十一月份是 55 万, 十二月份是 38 万。城镇登记失业率 4.2%, 创三年来最高的一个水平。

2009 年 2 月份 CPI、PPI 指数分别为 -1.6%、-4.5%, 出现双下降, 面临通缩的威胁。随着 CPI 的下滑, 超市企业的内生销售增长也由此受到较大影响。

图表 9: CPI、PPI 走势



资料来源: 国家统计局

二、行业发展趋势

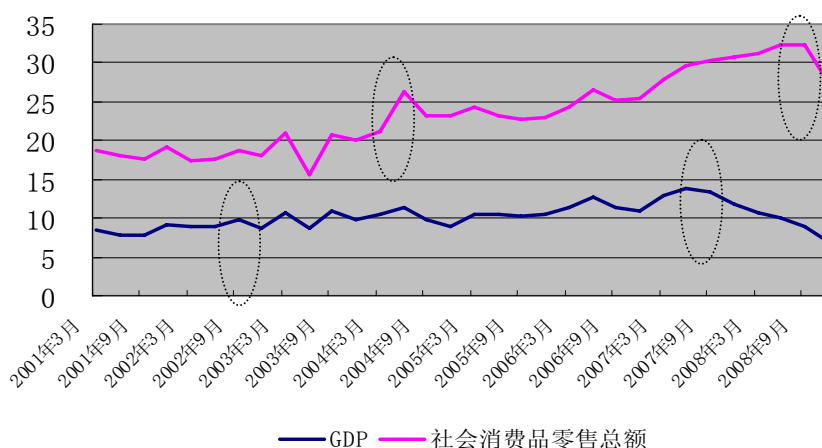
2.1. 行业景气仍处下行周期、见底为时尚早

我们从上述对消费者信心指数、社会消费品零售总额、居民收入等指标的走势中可以看到, 目前零售行业仍处于一个行业景气下降的周期中。

而由于消费的变化往往滞后于经济周期的变化, 而消费者信心的恢复商需

一段时间，因此，零售行业的景气见底并回升的真正契机尚待观察。

图表 10: GDP 与社会消费品零售总额的增长周期对比 (%)



资料来源：国家统计局

如上图表 10 的对比，消费品零售总额的变化滞后于 GDP 变化：2002 年下半年开始 GDP 进入了一个上升的周期，而社会消费品零售额的明显加速在 2004 年的下半年才开始出现；2007 年第 3 季度开始以来经济减速，而消费的显著减速则开始于 2008 年的第 4 季度。

2.2 2009 年零售业主要经营指标变动趋势分析

2.2.1 收入

百货零售商：促销行为减缓销售下滑速度。应对销售下滑的唯一措施普遍只能是促销手段，普遍的、大规模的促销行为使销售下滑的速度略为减缓。如下图所示 11，我们统计的重点百货零售商（样本公司含王府井、银座股份、大商股份、百联股份等 16 家公司）2008 年第 3 季度的销售同比、环比增长情况要略好于超市零售商（超市商品的销售稳定持续性较强、因此促销行为少）。

超市零售商：其收入增速的变化更多地受 CPI 的影响。

图表 11: 百货、超市销售收入同比、环比增速对比（单位：万元）

	08.第 3Q	同比增长%	08.第 2Q	同比增长%	08.第 3Q 环比 增长率%
百货商	1934928.208	25.100	1866245.212	19.000	3.700
超市	1154748.416	14.400	1123180.553	21.900	2.800

虽然百货商普遍采取的促销行为，会有一个边际递减少效应，同时在行业景气下滑周期中，09 上半年的销售形势并不乐观。根据我们对重点百货零售商的跟踪了解，我们预计：16 家重点百货零售零售 2008 年第 4 季度的同比增速约为 15%，2009 年的第 1 季度大概为零增长，而 2009 年第 2 季度将出现 10% 至 15% 的同比负增长。

分地区看：一线城市、发达地区（如上海、北京、广州等地）的销售下滑程度要高于二线城市（本身一线城市的销售基数就高）。而广州 2008 年的第一季度受雪灾影响、滞留旅客多、销售基数较高，因此广百股份、广州友谊的 2009 年第 1 季度销售增速应会低于行业平均。我们摘录苏宁电器 2008 年报的家电分地区销售数据，显示家电产品的销售在一线城市受冲击更大，而百货商的情况与家电类似。

图表 12: 苏宁电器分市场级别销售情况

市场级别	一级市场	二级市场	三级市场
可比店面销售同比增长	-6.02%	-5.62%	-3.41%

2.2.2 内生增长

处于成熟期百货门店的同店内生增长（不考虑营业面积的增减影响）在经济上行周期中约为 15%（高于 GDP 增速，与社会消费品零售额平均增速基本持平）。在 2008 年的第 4 季度：其内生增长速度已降至平均大约 10% 的水平（其中：王府井 5%；合肥百货：10%；广州友谊，10、11、12 月内生增长分别为：0%、20%、-10%；大商股份 10、11、12 月分别为 8%、5%、3%；广百股份：10%）。我们预计：09 年上半年的百货店内生增长约为 0%，全年维持在 5% 左右的平均水平。

对于连锁超市门店，其内生增长体现与 CPI 更多的相关性，下图表 13 是对重点超市公司可比门店增长的统计。

图表 13: 连锁超市可比门店销售同比增长

	08 上半年	7-9 月	10 月	11 月	12 月	08 全年
武汉中百	16%	13%	11%	6%	4%	
步步高	16%	13-14%		10%		14.05%
华联综超	14%	12%	12%	9%	3.5%	
苏宁电器	0.02%	1-9 月: 3.25%		约-15%		-5.72%

2.2.3 费用率

总体看，2009 年零售上市公司的费用率将呈略为上升的趋势：（1）促销而加大的广告费（平面广告、电视广告等）、营销费用的增加（促销时附赠的赠品计入销售费用）；（2）员工、水电、租金等成本具备刚性，在销售收入增长放缓的情况下，费用率将上升；（3）在行业景气下滑周期、股市低靡大环境下，很多上市公司利润体现动机并不积极，部分公司采取计提费用等会计手段来打实资产、为以后的业绩增长打好基础。

图表 14: 重点零售公司（样本 20 家）分季度“营业费用率+管理费用率”情况（%）

证券简称	07.1Q	07.2Q	07.3Q	08.1Q	08.2Q	08.3Q
简单平均	11.478	12.212	13.203	11.584	13.486	15.153

2.2.4 综合毛利率

对于百货零售商：促销行为造成实际扣点率的降低、影响毛利率。我们统计的 16 家重点百货零售商的综合毛利率由 08 年的第 2 季度的 21.08% 下降到 08 年第 3 季度的 20.81%；从已公布的 08 年报的百货零售商看，08 年第 4 季度综合毛利率继续呈下滑趋势，第 4 季度相对于第 3 季度，银座、重百、成商、新华百货的综合毛利率分别下降了 0.15、1.2、1.06、2.04 个百分点。随着公司促销行为的持续，2009 年整体百货商的综合毛利率将呈现下滑趋势。

而优秀连锁超市的综合毛利率仍将是小幅提高的趋势：（1）超市商品的销售持续稳定性好、促销行为少；（2）连锁超市随着规模的扩大，其议价能力不断提高、规模效应体现充分。

如下图表 15，即使在行业景气出现明显下滑的 08 年第 3、4 季度，优秀超市零售公司的综合毛利率仍呈现一个上升趋势。（华联综超例外：其全国布局的网点拓展策略导致供应链优势、规模优势不能体现，综合毛利下滑也在意料之中）。

图表 15：连锁超市综合毛利率变化

	2008 第 2 季度	2008 第 3 季度	2008 第 4 季度
步步高	18.84%	19.86%	21.08%
武汉中百	17.71%	18.00%	
友谊股份	20.95%	21.36%	
苏宁电器	17.30%	17.31%	20.19%
华联综超	21.28%	19.62%	18.57%

这也体现出连锁超市不同于百货的一种盈利方式：超市通过不断扩张、规模效应明显、综合毛利率可以不断提高，而百货企业毛利率（合同扣点率）相对稳定，主要靠营业面积的增加、商品结构的调整来实现收入增长，规模效应并不明显。

三、投资策略

3.1. 投资策略

3.1.1 关注低 PS 值、高重估值以及管理改善预期公司

关注低 PS 值、高重估值以及管理改善预期下的并购重组机会。一方面，这些公司本身具备很好的“壳资源”价值，另一方面，在未来管理改善、以及行业回暖复苏情况下，其 EPS 的增长潜力更大，可重点关注南京中商（600280）、适度关注开元控股（000516）、鄂武商（000501）。

3.1.2 关注家电连锁销售 09 上半年可能的超预期表现

我们在此前报告中提到，家电产品销售与房地产景气度相关性强、因此相对于百货店、超市销售的其他产品表现出更强的周期性特征。因此在行业景气下滑周期中对家电销售的预期更为悲观些，而 2009 年 1-2 月份房地产销售的回升、有可能使家电销售情况比大家预期的要好，相应的苏宁电器的股价表现将超越行业平均指数表现。

3.1.3 关注具重组预期、受益世博会的上海本地商业股

2010 年上海世博会历时长、将对上海社会消费品零售额具实质性推动作用，另外，上海市政府有可能借此机会推动上海本地零售股的重组整合工作。建议关注新世界（600280）：其经营稳健、防御性好，另外大股东资产注入预期强烈。

3.2.重点公司推荐

◆ 南京中商(600280)：管理改善值得期待

- ◇ **异地门店亏损拖累公司业绩：**中央商场本部店位置优越，每平米销售收入超过 2.5 万元、净利率达 5.55%，销售及盈利能力高于行业平均；异地门店中的泰州店、连云港店 08 年亏损额依旧较大，合计亏损额将超过 2000 万元，济宁店在 08 年更换管理层后，经营较好、将扭亏为平，淄博店目前停业整顿；异地门店中经营最好的徐州店及淮安店，08 年实现盈利分别可达 600-700 万元。
- ◇ **未来管理改善值得期待：**雨润集团入主董事会、派任总经理，表明其已开始介入公司经营管理，公司正逐步由国有体制向更灵活的民营体制转变，预计未来公司中高层管理人员将会有所调整，以适应不断变化的经营形势。目前在经营策略及管理改善方面的措施包括：（1）轻扩张、重管理，09 年会收缩某些扭亏无望的门店；（2）公司总部招商部预计 09 年上半年开始运作，逐步将下属各门店的采购招商权集中到总部，将使规模效应逐步体现、毛利率得到有效提升；（3）08 年 9 月份开始公司在经营上实行信息化系统升级改造、管理流程规范化，此措施对公司销售的提升作用不容忽视（譬如，在公司信息化改造升级前，公司促销活动中的“买送券”不能实施）；另外，公司加强了例会制度、细则的实施落实等措施。
- ◇ **低 PS、高重估：凸现公司潜在并购价值。**按照 08 年 43 亿销售收入计算的 PS（市销率）值仅为 0.28 倍，在百货上市公司中处于最低端水平；此外，公司 11 家门店中仅淄博店、泰州店为租赁经营，其余均为自有物业，物业重估增值在 25 亿元以上（折合每股 17.36 元）。
- ◇ **盈利预测及投资评级：**目前公司费用率高于行业平均，未来公司管理的有效改善、将使费用率得到明显下降，假设 2008-2010 年营业费用率：5.3%、4.8%、4.5%，管理费用率分别为 9.0%、8.6%、8.4%，预计 2008-2010 的 EPS 分别为 0.27、0.42、0.62 元，给予推荐评级。
- ◇ **风险因素：**1、08 年报业绩的不确定性（若 08 年业绩同比不能增长 17%，南京国资局将向流通股股东追加送股。目前公司正与南京国资局就此事进行协商）；2、目前南京国资局仍不愿完全放弃对公司的管理权，因此，未来股东之间仍有一个磨合、协商的过程。

图表 16: 南京中商主要指标预测

单位: 百万元	2007			
营业收入(百万元)	3605	4303	4825	5549
同比(%)	17%	19%	12%	15%
归属母公司净利润(百万元)	43	39	60	88
同比(%)	34%	-10%	54%	48%
毛利率(%)	18.6%	18.6%	18.6%	18.8%
ROE(%)	6.4%	5.7%	8.4%	11.7%
每股收益(元)	0.30	0.27	0.42	0.62
P/E	28.51	31.53	20.54	13.85
P/B	1.84	1.81	1.73	1.63
EV/EBITDA	7	8	6	5

◆ 新世界(600628):

- ◇ **短期销售仍不乐观:** 公司 2009 年 1 月份的销售同比增长了 27%, 2 月上旬的销售同比下滑了约 30% (2008 年春节黄金周在 2 月、而 2009 年春节黄金周为 1 月, 导致销售波动明显)。而 2009 年 1-2 月份的两个月我们预计公司销售的同比增长约为 0, 相对于 2008 年下半年、销售的同比增速呈现一个明显的下滑趋势。
- ◇ 公司的新世界城作为上海单体商业的一个典型代表 (2009 年春节黄金周新世界城销售额 6513 万元, 仅次于第一八佰伴、位居上海单体百货销售排行第二), 其销售情况也基本反映了目前上海市整体零售业增速下滑的概况。另外, 商务部的统计显示, 2009 春节期间上海市大中型企业零售额为 8.4%, 远低于全国平均 13.8% 的增长水平。这一方面由于上海零售额的基数较高, 另一方面也反映了在零售景气下行阶段中、经济发达地区所受影响更大。
- ◇ **酒店业务经营:** 公司全资控股的新世界丽笙大酒店 2008 上半年收入约 1 亿元、净利润 2100 万元, 上海市高星级酒店经营 2008 下半年下滑较大, 同样的、丽笙大酒店下半年业绩要较上半年差, 预计其 2008 全年净利润约为 3500 万元、2009 年基本与 08 年持平。
- ◇ **娱乐项目及其他经营情况:** 世嘉游艺 (50% 股权) 和杜莎夫人蜡像馆这两个娱乐项目一方面为公司提供直接的租金收入和收入分成, 另一方面为公司带来更大客流量、提供间接收入来源。世嘉游艺于 2008 年 10 月聘任新总经理后, 亏损额在缩小, 其 2008 上半年亏损 493 万元, 预计 2009-2010 年间可扭亏为盈。另外, 2008 年开始并表的蔡同德药业 (公司控股 60%) 08 年上半年收入 1.5 亿、净利润 800 万, 估计其 2008 全年销售增长约 20%、净利润增长约 70%。
- ◇ **重组预期强:** 作为上海黄浦区国资委控股唯一商业上市公司, 大股东资产注入预期一直较为强烈。而大股东所拥有的大量稀缺商业地产, 也为公司未来发展提供丰富发展空间。
- ◇ **盈利预测及投资建议:** 我们预计公司 2009 年销售增长 9%, 而主要通过费用的压缩、2009 年净利润增长为 12%。预计 2008-2010 年 EPS 为 0.35、0.39、0.52 元, 考虑到公司经营的稳健性及重组的预期, 给予推荐评级。
- ◇ **风险因素:** 重组时间不确定、销售回暖晚于预期。

图表 17: 新世界主要指标预测

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1923	2448	2669	3069
同比(%)	-8%	27%	9%	15%
归属母公司净利润(百万元)	153	185	208	278

同比(%)	14%	21%	12%	34%
毛利率(%)	35.9%	31.0%	30.5%	32.0%
ROE(%)	9.8%	11.1%	11.5%	13.9%
每股收益(元)	0.29	0.35	0.39	0.52
P/E	31.54	26.04	23.27	17.35
P/B	3.09	2.88	2.67	2.42
EV/EBITDA	15	13	12	10

◆ 苏宁电器(002024):

- ◇ **09 年上半年内生增长可能好于预期:** 2008 年全年可比店面销售收入同比下滑了 5.72% (其中上半年可比门店收入同比增长 0.02%、1-9 月份同比增长了 3.25%、第 4 季度约为-15%)。2009 年 1-2 月份房地产成交量回升明显, 带动建筑建材及家电产品的销售回暖 (如本文图 2), 公司 1-2 月份的可比门店增长约为-6%, 较 08 年第 4 季度明显改善, 上半年的内生增长将可能好于大家原先的悲观预期。
- ◇ **综合毛利率再创新高:** 2008 全年综合毛利率达 17.72%, 同比增长了 2.71 个百分点。这主要由于 2007 年底承接了加盟店 (零售业务的毛利率高于对加盟店批发业务的毛利率)、同时体现公司很强的规模效应。从综合毛利率的结构看, 主营业务毛利率增长了 3.28 个百分点、而其他业务毛利率下降 0.57 个百分点, 体现公司在销售策略方面更注重舆论压力、更注重厂商合作模式的简单化。预计 2009 年促销力度将加大、扣除加盟店影响, 综合毛利率会略微下降, 2010 年后重新增长。
- ◇ **盈利预测及投资评级:** 2009 年对零售商来说仍是困难期, 预计公司内生增长呈现 “前低后高” 态势, 上半年可比门店销售增长约为-5% (好于原先大家预期的约-10%)、全年可比门店增长在-2%至-8%之间。而国美电器的困境、及租金下降趋势, 为公司外延扩张提供机会, 2009 年新开店面仍可能维持在 200 家左右。预计 09-11 年 EPS 为 0.89、1.31、1.85 元, 复合增长率 37%, 推荐评级。

图表 18: 苏宁电器主要指标预测

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	49897	58878	73833	97091
同比(%)	24%	18%	25%	32%
归属母公司净利润(百万元)	2170	2666	3927	5534
同比(%)	48%	23%	47%	41%
毛利率(%)	17.2%	17.0%	17.2%	17.4%
ROE(%)	24.7%	23.3%	25.6%	26.5%
每股收益(元)	0.73	0.89	1.31	1.85
P/E	22.19	18.07	12.26	8.70
P/B	5.49	4.21	3.13	2.30
EV/EBITDA	11	9	7	5

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434