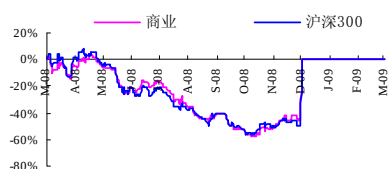


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
商业行业	3.3%	22.0%	-33.1%
沪深 300	8.6%	34.2%	-33.3%

重点公司	6m%	YTD%	评级
苏宁电器	6.8%	-33%	中性
武汉中百	-12.3%	-17%	增持
百联股份	2.5%	-20%	增持
豫园商城	31%	-40%	增持
友谊股份	13%	-16%	增持
锦江股份	19%	-14%	增持
商业城	50%	-41%	中性
中卫国脉	87%	14%	增持

相关报告

《2009 年 3 月月度投资策略报告：以退为进，比最坏好一点》2009.2.28

《批发零售与贸易业 2009 年 2 月投资策略：节前过度消费恐透支二月消费能力，节后消费须待政策火种》2009.1.31

《市场瞬息万变，行业防御性不改》09.1.12

联系人

栾雪飞

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 考虑到消费相对于收入、GDP 等其他宏观变量的滞后效应，预计未来消费品零售总额仍将向波谷靠拢并已接近谷底，反转有望超预期。2009 年 1-2 月社会消费品零售总额增速显著放缓，受整体经济增速下降及 CPI 下滑双重影响，2009 年 1-2 月，社会消费品零售总额 20080.4 亿元，同比增长 15.2%。
- 受宏观环境影响，短期行业整体仍在景气下降区间，然而零售业将随着四万亿甚至更多投资刺激政策复苏，这取决于投资效果的显现速度。随着上游领域的复苏，零售业也将滞后 3-6 个月逐渐复苏。因此零售业将具备超市市场预期的大概率事件。如果考虑人为因素，受 2008 年业绩压制影响，2009 年一季度业绩很可能超出预期。顺着这样的思路，2009 年二季度的业绩应该可以恢复正常可比水平。
- 零售行业 2009 年不存在行业上的整体机会，但是一些短期机会值得期待。我们认为，未来一段时间的投资机会可能存在于两方面，一是以百联股份为代表的上海本地商业股；二是中央政府和地方政府推动的并购重组类上市公司。更加侧重于第一个方面的投资机会。
- 苏宁电器、武汉中百、步步高，在经济下滑周期胜任了防御性的工作。新华百货和东百集团作为“中端百货+超市”的防御性双业态形式，也有上乘表现，销售表现超预期。然而，正是因为它们的防御性特征，使得它们表现出了抗跌也抗涨的二级市场特征。并不是最好的投资标的。广百股份和银座股份利润表现居中，与这轮经济周期下滑伊始我们的判断一致，中端百货的表现将弱于超市业态，但是强于高端百货业态。超市业作为受 CPI 影响最大的行业，增长最有可能超预期；百货业短期压力大，更多关注并购重组带来的机会；家电连锁业内生增长有望超出预期。
- 看好低 PE 值，而管理层优秀、增长迅速、有重大重组和资产注入题材，使得基本面面临重大变化的股票，该类股票具有了比同行明显的折价。应该说，目前市场的价值基础并不稳定，经济不明朗给公司价值的提升空间造成了障碍，行业整体上市公司的股价提升还是压力重重。同等条件下，比价优势明显的商业板块个股，只要业绩符合预期，就不会再跌，这也就使之具有了更大的上涨动能。维持行业“强于大市”评级。重点关注百联股份（600631）、豫园商城（600655）、锦江股份（600754）、友谊股份（600827）、商业城（600306）、苏宁电器（002024）、武汉中百（000759）、农产品（000061）、中卫国脉（600640）。

考虑到消费相对于收入、GDP 等其他宏观变量的滞后效应，预计未来消费品零售总额仍将处于向波谷回归的过程中，但是随着经济筑底，消费水平增速放缓态势也即将达到谷底，反转有望超预期。

国家统计局数据显示，2009 年 1-2 月社会消费品零售总额增速显著放缓，与我们 2009 年 3 月份投资策略中的判断一致：受整体经济增速下降及 CPI 下滑双重影响，2009 年 1-2 月，社会消费品零售总额 20080.4 亿元，同比增长 15.2%。

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%。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%。

表 1 社会消费品零售总额（亿元）

	市		县		县以下		批发与零售业		住宿和餐饮业		其他	
	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比(%)
2008.6	5936	23.5	948	24.9	1759	20.5	7307	23	1194	25.7	141.4	4.6
2008.7	5905	24	948	24.8	1776	20.3	7303	23.3	1168	26.5	158.3	4.7
2008.8	6015	23.9	963	24.4	1790	20.4	7361	23.2	1244	26.3	162.1	2.6
2008.9	6427	23.9	1080	24.3	1940	20.4	7841	23.2	1436	26.2	169.5	3.1
2008.10	6833	22.1	1154	23.5	2095	21.1	8411	21.9	1473	25.8	198	3
2008.11	6528	20.3	1162	23.5	2101	20.9	8226	20.6	1377	25.1	188	3
2008.12	7208	19	1262	20.8	2258	17.9	8989	18.9	1499	22.8	241	3.4
2009.1	7284	-	1235	-	2236	-	9002	-	1626	-	128.4	-
2009.2	6257	10.1	1061	14.9	2007	14.8	7798	11.1	1390	15.9	136	1.4
2009.1-2	13541	14.4	2296	18	4243	16.4	16800	14.8	3016	18.9	264.4	2.6

资料来源 国家统计局

另外，近日中国连锁经营协会对外也发布了 2008 年中国连锁百强名单，连锁百强总销售额为 11999 亿元，同比增长 18.4%，比 2007 年的 21%下滑了 2.6 个百分点；百强企业门店总数达到 120775 个，门店总数增长 10.6%，是 10 年来增幅最低的一年。

连锁百强在社会消费品零售总额中的占比为 11.06%，微降了 0.28 个百分点，相比于美国 2006 年连锁百强在社会消费品零售总额中 37.4% 的比例仍然具有巨大的上升空间。不过需要提醒投资者注意的是，鉴于零售业态的创新不断，部分新兴业态并未列入统计，比如网络销售的数

据就没有列入统计，而事实上，淘宝网 2008 年的销售额就达到了 999.6 亿元。

同时，前 10 家企业的销售额占连锁百强的 48%，而 2005-2007 年该比例分别为 47%、48%、50%，同比下降了 2 个百分点。我们认为其中原因可能有两个：一是我国连锁企业集中度略有下降，二是在经济下滑时期，龙头企业的下滑速度快于中小企业的下滑速度。

行业整体二季度业绩有望超出预期

我们对行业运行景气度判断的基本观点：

受宏观环境影响，短期内行业整体目前仍在景气下降区间运行，然而，零售业将随着四万亿甚至更多的投资刺激政策而复苏，这取决于投资效果的显现速度。随着上游领域的复苏超预期，零售业的复苏也将滞后 3-6 个月，零售业也必然将具备超市场预期的大概率事件。

分行业来看——

超市业：

进销差价盈利模式，受 CPI 影响相对最大。在 CPI 高涨的 2008 年上半年，超市同店增长可达 15%。而 2008 年上半年较高的 CPI 造成了 2009 上半年超市行业较大的内生增长压力，超市整体的内生增长最好状态也很可能仅得个位数增长。

但是，如果我们认为市场对经济增长和 CPI 增长已经是最坏预期或者离最坏预期不远，那么 2009 年的下半年，随着 CPI 反转，同店增长有望逐步好转。因此如果假设成立，市场对超市行业的悲观预期很可能大过事实。

此外，各地方政府消费券的推出正在加大力度，对以民生用品为主的超市行业构成超预期利好。以杭州消费券的使用情况来看，主要以超市为主，共回收消费券 148.4 万张，总计金额 2968 万元，占商贸行业回收总数的 94.22%，占全部消费券金额近三成。从消费券在商贸行业购买的商品种类看，在十大类商品中，消费券在超市的主要购买商品为食品饮料类，占 59.69%（再次看出，要想提高消费率，就必然通过“就业-收入-消费”的传导路径。消费者的需求才有可能被充分激发出来）；其次是烟酒滋补品类，占 18.55%；第三是日用品类，占 7.67%。继续关注“武汉中百”、“步步高”，可在估值回落时逢低买入。

百货业：

短期内增长压力大，管理效率的提升需假以时日。短期内关注并购重组概念所带来的投资机会。在投资机会判断一节中我们再解释这个问题。关注“百联股份”、“重庆百货”、“新华百货”、“合肥百货”、“银座股份”等全国和区域百货龙头，尤其是“百货+超市”类的龙头。

家电连锁业：

行业进入同店负增长阶段，内生增长压力大，预计该加速下滑趋势将会至少持续到 2009 年第一季度末。

以苏宁电器来考察，春节期间整体收入同比增长 15%左右，可比门店收入同比增长-5%--4%，收入增长只能依赖于外延式增长。鉴于家电下乡政策拉动、公司战略稳步推进等各方面原因，仍然是长期投资不可多得的投资标的。

我们对行业整体业绩的判断：

我们认为，考虑人为因素，受 2008 年业绩压制影响，2009 第一季度的业绩很可能超出预期。

那么，顺着这样的思路，2009 年第二季度的业绩应该可以恢复正常可比水平。

我们先看一下已公布年报的零售股上市公司业绩情况（表 2）。

表 2 已公布年报上市公司的业绩情况

证券代码	证券简称	营业总收入 08, 亿元	营业总收入 07, 亿元	同比增长	归属母公司股 东的净利润 08, 亿元	归属母公司股 东的净利润 07, 亿元	同比增长	剔除投资收益、营 业外收入后归属 母公司的净利润 08, 亿元	剔除投资收益、 营业外收入后 归属母公司的 净利润 07, 亿元	同比增长
000679.SZ	大连友谊	22.81	16.07	41.97%	1.32	0.31	328.26%	1.23	0.17	621.45%
000715.SZ	中兴商业	24.31	22.58	7.64%	0.63	0.77	-18.51%	0.43	0.77	-44.42%
002187.SZ	广百股份	32.32	28.05	15.23%	1.42	1.10	29.42%	1.15	0.99	16.16%
600729.SH	重庆百货	64.21	54.88	17.00%	1.63	1.01	61.36%	1.50	0.83	81.40%
600738.SH	兰州民百	6.23	5.47	13.79%	0.28	0.16	78.56%	0.13	0.08	50.30%
600774.SH	汉商集团	5.93	5.51	7.61%	0.06	0.40	-86.20%	-0.24	-0.56	-58.01%
600785.SH	新华百货	28.25	25.19	12.11%	1.08	0.77	41.08%	0.90	0.53	69.60%
600828.SH	成商集团	14.26	13.56	5.12%	1.02	0.72	41.31%	0.67	-0.13	-598.05%
600858.SH	银座股份	41.95	30.75	36.42%	1.37	1.17	16.68%	1.06	1.03	3.55%
600861.SH	北京城乡	16.54	15.64	5.71%	0.89	0.79	12.47%	0.56	0.34	63.23%
000759.SZ	武汉中百	86.49	69.59	24.28%	1.72	1.26	36.62%	1.52	0.97	56.79%
002024.SZ	苏宁电器	498.97	401.52	24.27%	21.70	14.65	48.09%	21.24	14.30	48.57%
600122.SH	宏图高科	82.42	61.39	34.25%	1.44	0.56	159.11%	0.11	0.26	-58.01%
600361.SH	华联综超	86.18	74.02	16.43%	1.17	2.02	-42.10%	0.74	1.96	-62.28%
002251.SZ	步步高	52.01	41.84	24.30%	1.63	1.24	31.68%	1.50	1.15	30.59%
600824.SH	益民商业	11.84	8.08	46.58%	1.01	0.78	28.26%	0.97	0.61	59.15%

数据来源 Wind 资讯

经过各地调研和沟通情况，我们初步了解到的商业股上市公司第一季度业绩情况如下：

表3 部分上市公司第一季度业绩情况

利润区间	公司	利润同比增长
增长 10%以上的门店	苏宁电器	15%
	新华百货	10%
	武汉中百	14%
	步步高	10%
	东百集团	10%
增长 5%左右的门店	广百股份	6%
	银座股份	8%
增长为负的门店	王府井	-1%
	广州友谊	-15%
	大商股份	-12%

资料来源 Wind

这一组调研数据和已公布年报的上市公司业绩表现基本一致，公司类型在我们的猜想和预判之中，并且业绩表现超出我们原先的预期：

苏宁电器、武汉中百、步步高，在经济下滑周期胜任了防御性的工作。新华百货和东百集团作为“中端百货+超市”的防御性双业态形式，也有上乘表现，超出预期；

然而，正是因为它们的防御性特征，使得它们表现出了抗跌也抗涨的二级市场特征。并不是最好的投资标的；

广百股份和银座股份利润表现居中，与这轮经济周期下滑伊始我们的判断一致，中端百货的表现将弱于超市业态，但是强于高端百货业态。

王府井、大商股份、广州友谊的表现较差，符合预期。全国连锁百货和高端百货受冲击最大。

对投资机会的把握——上海本地商业公司+ 并购重组类公司

我们认为，零售行业 2009 年不存在行业上的整体机会，但是一些短期机会值得期待并有迹可循。我们认为，未来一段时间的投资机会可能存在于两个方面，一是以百联股份为代表的上海本地商业股；二是中央政府和地方政府推动的并购重组类上市公司。

我们更加侧重于第一个方面的投资机会。2010 年 4 月 18 日，浦东新区将迎来浦东开发与开放二十周年纪念日，2010 年 5 月 1 日，上海世博会将正式开幕，世博会召开，将使未来两年拟前往上海的旅客人数显著增加。在未来约一年多时间内，上海本地股将迎来历史性时刻。从受益点角度看，零售行业无疑将从中显著受益。

前期反复炒作的股票，由于受到过多投资者的追捧，相对于被市场所忽略的基本面正在悄然改变的股票，后期上涨动能不足。另外，上市公司短期任务目标完成和长期核心竞争力储备之间的平衡，在很长一段时间内都会面临难以调和的困难，如诺华制药 CEO 丹尼尔魏斯乐所言：“我在降低成本、完成预期盈利等方面的规定非常严格，这有好的一面，但同时，追求发展的热情以及本应该有的长期发展的观念都被短期的盈利取代了。”

以上两点原因，使得我们格外看好低 PE 值，然而管理层优秀、增长迅速、有重大重组和资产注入题材，使得基本面面临重大变化的公司，该类股票具有比同行明显的折价。应该说，目前市场的价值基础并不稳定，经济不明朗给公司价值的提升空间造成了障碍，行业整体上市公司的股价提升还是压力重重。同等条件下，比价优势明显的商业板块个股，只要业绩符合预期，就不会再跌，这也就使之具有了更大的上涨动能。

表 4 投资机会说明

上市公司	投资机会说明
百联股份 (600631)	● 公司市值与重估价值不符，资产注入将进一步提升估值。公司资产注入主要有三个途径：友谊股份旗下百货公司和购物中心的注入、八佰伴剩余 36%的股权注入、百联集团孵化储备项目注入。如果把这三种注入全部考虑在内，最乐观的估计是，公司重估溢价也至少在 33.42 元； ● 世博会效应提升估值。从以往世博会的举办经验看，世博会举办当年，客流量上升带来的消费对零售业有显著影响。初步判断，相对于奥运效应对北京板块的影响，世博会效应对商业股受益更大。行情提前 8-12 个月启动； ● 即便不考虑资产注入、并购重组等相对不确定的因素，仅考虑内生增长，存量门店通过提高自营比例毛利率提升空间大； ● 用 RNAV 法计算，综合考虑存量资产、增量资产、股权部分，每股溢价区间在 32.42 到 66.19 元之间。预计公司 08-10 年 EPS 分别为 0.36/0.47/0.59，市盈率 29.4/22.5/17.95 倍，调高评级至“买入”。
豫园商城 (600655)	● 基本面扎实，催化剂众多，防守兼备； ● 公司拥有的资产价值近 140 亿元。其中招金矿业占比 26%，资产价值 30.53 亿元；德邦证券占比 33%，资产价值 4.96 亿元；投资性物业资产价值 60.8 亿元；开发性物业 31.8 亿元；上海银行 2.39 亿元；其他法人股 1.78 亿元；友谊复星股权 7 亿元。特别值得一提的是，在上海国资委强力推进百联集团重组的背景下，必将会有一个待价而沽的溢价结果； ● 我们暂无深度报告预测收益：Wind 平均 08-10 年每股收益 0.5/0.68/0.97，市盈率 33/24/17 倍。公司拥有众多股权投资和商业地产，折合 RNAV18.52 元。综合考虑到金价上涨的预期和公司黄金零售每年 150 家门店的开店速度，经济低谷时期餐饮海外市场和国内市场稳步推进、豫园商城持有的友谊复星股权的溢价转让，给予公司“增持”甚至“买入”评级。
友谊股份 (600827)	● 我们暂无深度报告预测收益。Wind 平均 08-10 年每股收益 0.4/0.51/0.69，对应市盈率 31.6/24.7/18.2 倍。控股子公司好美家装饰建材有限公司 08 年经营大幅亏损构成风险集中释放短板，以及 07 年巨额投资收益，共同导致 08 年业绩将同比减少 50%左右，作为一家拥有联华超市，购物中心和百货业销售业绩稳定的基本面优良的上市公司，为其后期带来了一定的投资机会。受益于世博会概念和上海打造两个中心的概念。给予公司“增持”评级。
锦江股份 (600754)	● 全身退出大家乐业务，全力打造新亚快餐业务。一方面，公司将其所拥有的 6 家大家乐门店资产全部转让，另一方面，受让新亚大家乐公司 25%股权。这标志着公司在正式完全地退出大家乐的经营的同时，未来将全力打造新亚快餐业务。同时这也表明公司还是十分看好未来该项业务的发展前景； ● 经营恶化和目前控股股东不放弃所持的 55%使得公司被迫拟出售上海中亚饭店 45%股权，这在预期之中，且中

	亚饭店资产重估增值达 2.565 亿元，增值率达 26 倍以上。若此项资产交易最终实现，则能给公司带来近 1.15 亿元的股权转让收益； ● 上海世博会、上海迪斯尼、上海国资整合等有望成为公司重大催化剂。首先，上海世博会将构成重大利好，公司也将直接受益。其次，上海迪斯尼若成功落户将对上海旅游业、公司业绩构成长期的重大利好。第三，未来上海国资整合进程可能加快，公司或能受益； ● 我们暂无深度报告预测收益。Wind 平均 08-10 年每股收益 0.47/0.5/0.64 元，市盈率 30/28/22 倍。公司目标定位和发展战略清晰，资产质地优良，业绩增长稳定，分红率高且稳定。拥有世博会、资产重组等多重概念，给予公司“增持”评级。
商业城 (600306)	● 我们暂无深度报告预测收益。Wind 平均 08-10 年每股收益 0.01/0.25/0.5 元，市盈率 811/32.4/16.4 倍。2009 年 2 月 12 日，沈阳国资委持有的商业城 2100 万股的股权（占总股本的 14.4%）转让价折合每股 12.88 元，比目前市场价 8.2 元高出 4.68 元。公司 20 多万平米的商业地产均处于沈阳核心地段，商业物业价值市值接近 40 亿元，RNAV 价值为 20 元；持有胜京银行股权投资收益可观。考虑到东北振兴老工业基地的大势和公司国退民进将带来的公司经营效率的改善，给予公司“增持”评级。
武汉中百 (000759)	● 公司 2008 年全年实现营业收入 86.5 亿元，同比增长 24.3%，营业利润 2.1 亿元，同比增长 28.8%，归属于母公司所有者的净利润 1.72 亿元，同比增长 36.6%，全面摊薄后每股收益 0.31 元，符合预期； ● 公司 2008 年业绩增长来源于毛利率提升和营业外收入的大幅增加。2008 年公司综合毛利率的提升一方面源于直采比例加大，另一方面源于公司销售规模扩大，从而对上游供应商议价能力有所提升； ● 预计公司 09、10 年归属于母公司所有者的净利润增速分别为 15.8%、21.1%，每股收益分别为 0.36/0.43 元，对应 09、10 年的市盈率为 24/20 倍。按照目前超市业的平均估值给予 09 年 25 倍 PE，公司价值被低估，维持公司“增持”评级。
苏宁电器 (002024)	● 股价表现催化剂：市场对家电连锁的预期过于悲观，估值处于超市、百货、家电连锁三个子行业的底部。宏观数据 CPI 的持续下滑影响了超市的同店增长，但是对于家电的预期来看，2009 年一季度已经开始有所好转，同店增长原先市场预期在-5%--10%，目前看来没有这么糟糕，公司业绩预期相比其他业态具有更多的上调空间； ● 预计 2009 年全年收入增速 15-20%，净利润增速 30%。预计公司 09、10 年每股收益 0.94、1.27 元，对应市盈率 19.7、14.6 倍。综合考虑公司所在行业尚处于成长期并具有广阔的成长前景，公司稀缺的不可替代的商业模式，公司作为行业龙头所拥有的品牌资源，公司高于行业平均水平的成长性，完全有理由享受估值溢价，即便是给予其 09 年 20 倍的动态 P/E，公司股价已被低估，维持公司“增持”评级。
中卫国脉 (600640) (传播与文化)	● 该股强势主要还是和电信业重组有关，是近几个月较为坚挺的通讯股。2009 年 2 月 23 日，公司接到控股股东——中国卫星(600118)通信集团公司来函，中国卫通近日收到国务院有关部委关于其基础电信业务并入中国电信集团的批复文件。文件要求将涉及中国卫通持有的中卫国脉国有股权划转事宜另行报批； ● 因为资产重组对公司业绩影响将存在较大不确定性，Wind 亦找不到平均预测值。我们根据比价效应，该股票涨幅远逊于具有同等题材的电信股，首次给予“增持”评级。

资料来源 国海证券研究所

基于长期投资视角，龙头零售商和基本面逐渐向好的零售商，其合理估值中枢至少在 20 倍。预计未来零售板块市盈率仍有下行可能，原因在于，一旦目前互不统属的投资群体让位于主流大盘蓝筹股投资群体，小盘股、题材股就会顺势进入休整期。不过基于零售行业现金增长具有较强确定性的特点，其向下调整幅度理论上应小于大盘调整幅度。

从市销率的水平来看，不管这个市场怎么看待这些上市公司，有一点不变：主营业收入可以粗略反映这个公司所代表的市场份额或者行业地位。长期看，上市公司总市值基本上应该与主营业收入保持一个稳定的比例（市销率的中枢值）。从这样的简化逻辑出发，我们从 A 股上市公司里找到一些市销率小于 1 的公司（大商股份、鄂武商 A、重庆百货、友谊股份、合肥百货），当然这五家公司都含有相当比例的超市

业务和电器业务，如果剔除超市和电器业务，只考虑百货主业，情况又有所不同（表 5）。

表 5 几家整体市销率远远小于 1 的上市公司的百货主业的市销率

公司	2007 年百货业收入	2007 年超市业收入	2007 年家电业收入	2007 年总收入	总市值	百货部分 P/S
大商股份	85.84 亿	28.81 亿	31.91 亿	149.7 亿	71.58 亿	0.83
鄂武商 A	30.26 亿	22.5 亿	-	52.78 亿	33.28 亿	1.1
友谊股份	5.45 亿	201.7 亿	-	229.4 亿	48.50 亿	8.9
合肥百货	27.67 亿	10.74 亿	在百货里	38.42 亿	28.30 亿	>1.02

资料来源 公司公告

从表 6 看出，虽然市销率的计算方式不够准确，但至少可以看出，百货零售市销率通常都有高于专业连锁业态（超市、家电连锁）的趋势。

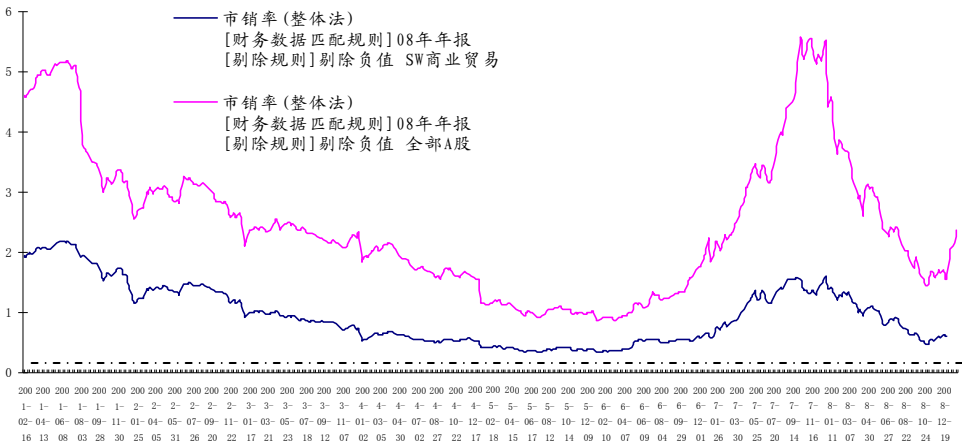
表 6 A 股上市公司和零售板块公司市销率对比

板块名称	市销率 08Q3×4/3
全部 A 股	1.53
SW 零售	0.88
SW 百货零售	0.98
SW 专业连锁	0.57

资料来源 Wind

从图 1 可见，自资本市场进入低谷以来，商业板块整体市销率水平进入一个历史较低的安全区间。

图 1 商业股市销率水平处于历史低位（2002/02-2009/02）



资料来源 Wind

维持行业“强于大市”的评级。维持百联股份（600631）“买入”评级，给予豫园商城（600655）“买入”评级，给予锦江股份（600754）“增持”评级，给予友谊股份（600827）“增持”评级，给予商业城（600306）“增持”评级，维持苏宁电器（002024）、武汉中百（000759）“增持”评级，维持农产品（000061）“中性”评级，给予中卫国脉（600640）“增持”评级。

百联股份（600631）：市值与行业地位和重估价值不符，资产注入和世博会效应进一步提升估值

公司市值与行业地位不符。百联股份按照百货主业市销率为 1 的保守比例假设，高估率为 50%。如此看来，百联股份在市值上并不占优。但是，如果考虑到市场颇为看重的“资产注入”，加上公司的股东背景、资产质量、品牌效应、行业龙头地位等也理应享有一定的溢价。如果全部算入，公司 09/10 年市销率分别可降至 0.87/0.75，公司市值仍然具有成长空间；

公司市值与重估价值不符，资产注入将进一步提升估值。公司资产注入主要有三个途径：友谊股份旗下百货公司和购物中心的注入、八佰伴剩余 36%的股权注入、百联集团孵化储备项目注入。如果把这三种注入全部考虑在内，最乐观的估计是，公司重估溢价也至少在 33.42 元；

世博会效应提升估值。从以往世博会的举办经验看，世博会举办当年，客流量上升带来的消费对零售业有显著影响。初步判断，相对于奥运效应对北京板块的影响，世博会效应对商业股的受益更大。行情提前 8-12 个月启动；

即便不考虑资产注入、并购重组等相对不确定的因素，仅考虑内生增长，存量门店通过提高自营比例毛利率提升空间大；

作为一家“先天竞争力”稀缺不可复制，“后天竞争力”可拭目以待的公司，公司管理诟病瑕不掩瑜，时间性差异可逐步转回。公司真正优秀的管理能力已经通过市场份额充分显现；

投资建议与评级。百联集团资产整合启动已经引发了股价上涨。全盘考虑百联集团资产注入、世博会效应、商业物业重估值带来的足够的安全边际、09/10 年公司房地产业务结算、2010 年海通证券出售带来的现金回流，公司 08-10 年 EPS 分别为 0.36/0.47/0.59，市盈率分别为 29.4/22.5/17.95 倍，调高公司评级至“买入”。

表 7 盈利预测表

预测指标	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入（百万元）	8428.5	9513.5	10895.8	12777.1
营业利润（百万元）	616.7	698.0	836.4	1058.8
净利润（百万元）	354.8	401.2	513.2	653.9
摊薄每股收益（元）	0.32	0.36	0.47	0.59
摊薄每股净资产（元）	4.19	4.48	4.67	5.05
加权平均 ROE（%）	8.47	8.23	9.19	10.5

苏宁电器（002024）：综合毛利率稳步提高，门店增长压力加大

公司年报显示，2008 年公司营业收入 499 亿元人民币，同比增长 24.27%；归属母公司股东的净利润 21.7 亿元，同比增长 48%。每股收益 0.73 元，ROE24.7%，同比下降 7 个点，经营活动现金流 38.19 亿元。另外，公司提出每 10 股送 2 股并派发 0.3 元现金（含税），同时资本公积金每 10 股转增 3 股的分配预案。

从单季度数据来看，公司 2008 年第四季度营业收入 108 亿元，同比降低 11%，门店销售额同比下降 5.27%；营业利润同比下降 2%，归属母公司股东的净利润 4.59 亿元，同比下降 13%。业绩下滑的原因正如我们之前所预料，主要来自于经济下滑导致的门店销售下降。还有一些次要原因，比如国庆假期前置和元旦假期后移一天造成业绩基数不可比，但这根本就不影响事件的发展趋势。而新增门店的费用支出较大，造成了对净利润的更大侵蚀。

公司 2008 年的综合毛利率 17.72%，比 2007 年的 15.01%提高了 2.71 个百分点。说明公司的议价能力持续增强，采购模式持续创新，都成为公司未来综合毛利率提升的重要变量。

之前我们对苏宁的基本看法是：外延式扩张计划按部就班，公司最近的公告也表明了其 2009 年的扩张将按计划进行。加上国美中止扩张战略为苏宁争夺市场份额赢得了喘息。公司充沛的现金流维持公司的扩张计划应该不成问题。

而公司的年报也第一次把进军香港市场列入未来的扩张版图，显示出公司管理层的决心。

后台建设方面，随着江苏物流基地投入使用，公司已经拥有杭州、北京和南京三个大型物流中心，这对于公司未来存货周转率的下降构成向好预期。

公司品牌优势凸显、市场洗牌造成客流分化、上游供应商资源政策倾斜等因素，均有利于苏宁加速摆脱家电连锁同质化竞争和单纯依赖外延发展的单一路径，争取与供应商重新梳理业务流程、优化盈利模式、在家电终端重塑供应链管理，实现上下游的共赢。短期来看，家电下乡、消费券发放、政府后续消费刺激政策的出台，都对公司构成利好。

基于公司核心竞争力的不断加强、有效店面的深化发展、经营效益的不断提升、内部成本的有效控制，并基于公司较为扎实的内部管理平台，我们判断，2009 年公司发展仍将保持平稳。预计 2009 年第一季度在双节拉动效应的带动下，销售增速应比较乐观。

预计 2009 年全年收入增速 15-20%，净利润增速 30%。预计公司

2009 年、2010 年每股收益为 0.94 元、1.27 元，对应市盈率为 19.75 倍、14.62 倍。我们认为这与我们一贯认可的 2009 年至少 20 倍的估值中枢有所低估，维持公司“增持”评级。

表 8 盈利预测表

	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入(百万)	26161	40152	54068	62178	74614
营收年增长率(%)	64.2	53.5	24	15	20
净利润(百万元)	797.5	1523	2170	2821	3808
净利润增长率(%)	116	93.4	48	30	35
EPS(元)	0.25	0.49	0.73	0.94	1.27
每股股利(元)	0	0.2	0.08	0.1	0.1

资料来源 公司公告、Wind

武汉中百(000759): 综合毛利率进一步提升

公司 2008 年全年实现营业收入 86.5 亿元，同比增长 24.3%，营业利润 2.1 亿元，同比增长 28.8%，归属于母公司所有者的净利润 1.72 亿元，同比增长 36.6%，全面摊薄后每股收益 0.31 元，符合预期；

公司 2008 年业绩增长来源于毛利率提升和营业外收入的大幅增加。2008 年公司综合毛利率的提升一方面源于直采比例加大，另一方面源于公司销售规模扩大，从而对上游供应商议价能力有所提升；

预计公司 09、10 年归属于母公司所有者的净利润增速分别为 15.8%、21.1%，每股收益分别为 0.36/0.43 元，对应 09、10 年的市盈率为 24/20 倍。按照目前超市业的平均估值给予 09 年 25 倍 PE，公司价值被低估，维持公司“增持”评级。

表 9 盈利预测表

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	6,959	8,649	9,651	11,582	14,443
营收年增长率(%)	29	24	12	20	25
净利润(百万元)	125.8	171.9	199	241	303.9
净利润增长率(%)	53	37	16	21	26
EPS(元)	0.38	0.31	0.36	0.43	0.54
每股股利(元)	0.13	0.1	0.12	0.14	0.18

附件 1 同行估值对比

证券代码	证券简称	市盈率 08Q3×4/3	市净率 07	市销率 08Q3×4/3
000056.SZ	深国商	-2082.6	5.6	94.6
000417.SZ	合肥百货	31.9	3.8	0.6
000501.SZ	鄂武商 A	24.7	3.4	0.6
000516.SZ	开元控股	22.7	2.4	0.7
000560.SZ	昆百大 A	-195.4	10.7	0.8
000564.SZ	西安民生	57.8	2.3	1.2
000679.SZ	大连友谊	21.5	3.7	1.2
000715.SZ	中兴商业	34.3	2.7	0.9
000785.SZ	武汉中商	35.6	3.0	0.5
000796.SZ	宝商集团	395.4	3.5	1.4
000882.SZ	华联股份	49.4	2.7	4.6
000987.SZ	广州友谊	18.6	4.4	1.7
002187.SZ	广百股份	22.4	4.1	1.1
600280.SH	南京中商	58.9	2.1	0.3
600327.SH	大厦股份	20.0	3.5	0.6
600628.SH	新世界	30.6	3.1	2.0
600682.SH	南京新百	31.9	3.4	2.0
600683.SH	银泰股份	150.2	2.1	4.2
600693.SH	东百集团	29.3	6.5	2.3
600694.SH	大商股份	22.4	2.6	0.4
600697.SH	欧亚集团	24.8	3.6	0.8
600712.SH	南宁百货	50.0	5.9	0.9
600723.SH	西单商场	-923.4	2.3	1.1
600729.SH	重庆百货	23.6	5.5	0.6
600738.SH	兰州民百	58.6	4.1	2.7
600774.SH	汉商集团	1115.2	2.0	1.6
600778.SH	友好集团	51.5	2.3	1.3
600785.SH	新华百货	20.5	3.7	0.9
600814.SH	杭州解百	21.3	3.8	1.2
600821.SH	津劝业	737.4	2.5	2.4
600828.SH	成商集团	38.0	11.9	2.4
600838.SH	上海九百	1321.3	3.8	9.8
600856.SH	长百集团	3048.3	5.6	3.5
600858.SH	银座股份	24.7	3.4	0.9
600859.SH	王府井	23.2	2.6	0.8
600865.SH	百大集团	29.4	3.1	1.9
600898.SH	三联商社	-31.6	5.5	1.2
600824.SH	益民商业	34.3	3.7	3.6
600306.SH	商业城	1791.5	3.2	0.8
600631.SH	百联股份	36.3	2.6	1.3
600655.SH	豫园商城	31.0	3.6	1.4
600827.SH	友谊股份	22.9	1.7	0.2
600861.SH	北京城乡	37.6	1.3	1.5
002264.SZ	新华都	30.5	13.7	1.0
002251.SZ	步步高	36.4	14.9	1.1
600361.SH	华联综超	27.1	2.3	0.4
000759.SZ	武汉中百	31.0	4.9	0.6
000829.SZ	天音控股	30.7	3.2	0.3
600122.SH	宏图高科	33.8	4.2	0.5
002024.SZ	苏宁电器	23.7	11.7	1.0
600754.SH	锦江股份	28.9	1.7	10.4
600640.SH	中卫国脉	-84.3	4.1	18.0

数据来源 Wind 资讯

附件 2 A 股上市百货股关键指标比较

证券代码	证券简称	总股本 (百万股)	流通 A 股 (百万股)	机构持股数量合计 (08 三季,百万股)	市盈率(08 三季×4/3)	市净率(07 年 报)	市现率(08 三 季×4/3)	市销率(08 三 季×4/3)	每股营业总收 入(08 三季,元)	EPS(08 三季, 元)	总市值 (百万元)
600859.SH	王府井	393.0	198.4	66.2	22.0	2.4	19.5	0.8	19.1	0.7	7537.2
600697.SH	欧亚集团	159.1	109.7	41.6	23.4	3.4	10.9	0.7	14.9	0.5	2303.6
600694.SH	大商股份	293.7	267.7	96.6	21.7	2.5	3.5	0.4	49.4	0.9	7225.5
000987.SZ	广州友谊	359.0	358.3	62.4	17.1	4.1	22.3	1.6	5.3	0.5	3988.0
000501.SZ	鄂武商 A	507.2	432.8	212.4	23.0	3.1	6.9	0.5	9.3	0.2	3423.9
600729.SH	重庆百货	204.0	135.2	48.0	23.2	5.4	25.3	0.6	23.2	0.6	3814.8
600827.SH	友谊股份	429.2	150.5	32.7	21.3	1.6	2.2	0.2	45.1	0.4	4755.5
600858.SH	银座股份	235.1	208.6	119.8	23.9	3.3	22.2	0.9	13.2	0.5	3538.0
000417.SZ	合肥百货	369.0	252.8	71.1	29.5	3.5	5.5	0.6	10.2	0.2	2848.8
600628.SH	新世界	531.8	398.9	86.3	28.4	2.9	27.6	1.8	3.4	0.2	4509.7
600631.SH	百联股份	1101.0	726.6	227.0	30.7	2.2	11.9	1.1	6.2	0.2	10184.5
证券代码	证券简称	BPS-最新股 本摊薄 (07 年,元)	每股经营活动 现金流量净额 (07 年,元)	每股资本公积 (07 年,元)	每股盈余 公积 (07 年,元)	每股未分配 利润 (07 年,元)	加权 ROE(07 年,%)	销售净利率 (08 三季,%)	销售毛利率 (08 季,%)	期间费用率 (08 三季,%)	营业总收入 (08 三季,元)
600859.SH	王府井	7.8	2.0	5.9	0.5	0.5	10.2	3.8	19.6	13.7	7518.4
600697.SH	欧亚集团	4.3	1.5	1.9	0.5	0.8	11.8	4.0	16.5	10.6	2365.3
600694.SH	大商股份	9.8	3.0	4.9	0.6	3.3	10.9	1.8	18.8	17.4	14513.8
000987.SZ	广州友谊	2.7	1.4	0.8	0.9	1.5	20.8	9.2	24.2	11.0	1902.2
000501.SZ	鄂武商 A	2.2	1.5	1.1	0.2	-0.1	15.4	3.6	20.0	14.2	4740.1
600729.SH	重庆百货	3.4	1.8	0.4	0.7	1.3	8.5	2.7	15.8	12.0	4735.1
600827.SH	友谊股份	7.1	6.5	4.5	0.3	1.4	13.3	2.3	20.5	18.0	19365.2
600858.SH	银座股份	4.6	1.6	4.4	0.2	1.2	13.1	3.7	18.5	13.3	3091.6
000417.SZ	合肥百货	2.2	1.0	0.2	0.5	0.5	10.1	3.3	16.7	11.4	3746.0
600628.SH	新世界	2.9	0.8	0.9	0.3	0.8	23.7	6.7	30.0	19.8	1832.8
600631.SH	百联股份	4.2	0.9	2.2	0.4	0.6	15.0	4.6	28.0	20.7	6784.0

资料来源 Wind

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。