

关注低估值、高弹性公司  
——零售业2009年2季度投资策略

郭海燕，钱炳

中金公司研究部

2009-4

## 主要内容

### 一、消费复苏仍待验证、值得期待

### 二、一季度业绩预览

### 三、关注低估值、高弹性公司

►零售板块近期的投资机会在于：

1) 宏观层面：3月份消费品零售总额和居民收入的实际增速均有所提升，给市场一定的积极信号，虽然消费增长趋势确立还需消费者信心指数和终端销售数据的验证（3月份为销售淡季，不一定马上出现反转），但已可为消费复苏做一些提前的布局。

2) 微观层面：在去年非常高基数的情况下，部分公司在一季度仍能获得正的净利润增长，盈利稳定性和经营抗风险能力显现，今后几个季度的增速有望逐步提升，最坏的时期已经过去。

3) 技术层面：年初以来零售指数跑输大市10个百分点，板块有一定的补涨动力。

►近期投资策略：

可提前布局低估值、高弹性的公司，一线城市运营、具备市场领导地位的百货零售商和家电零售商对经济变化更为敏感，业绩增速随经济改善而加快的弹性更高。超市零售商受食品价格指数下降影响较大，感受经济复苏的弹性有限。

► A股我们重点推荐：广州友谊、合肥百货、百联股份和大商股份。此外，新华百货、欧亚集团、王府井、苏宁电器等公司也值得关注。

► 港股我们重点推荐：百盛、新世界。国美的投资机会要依据其引入新资金和股东的方案而定，我们会做具体分析。

## 第一章

消费复苏仍待验证、值得期待

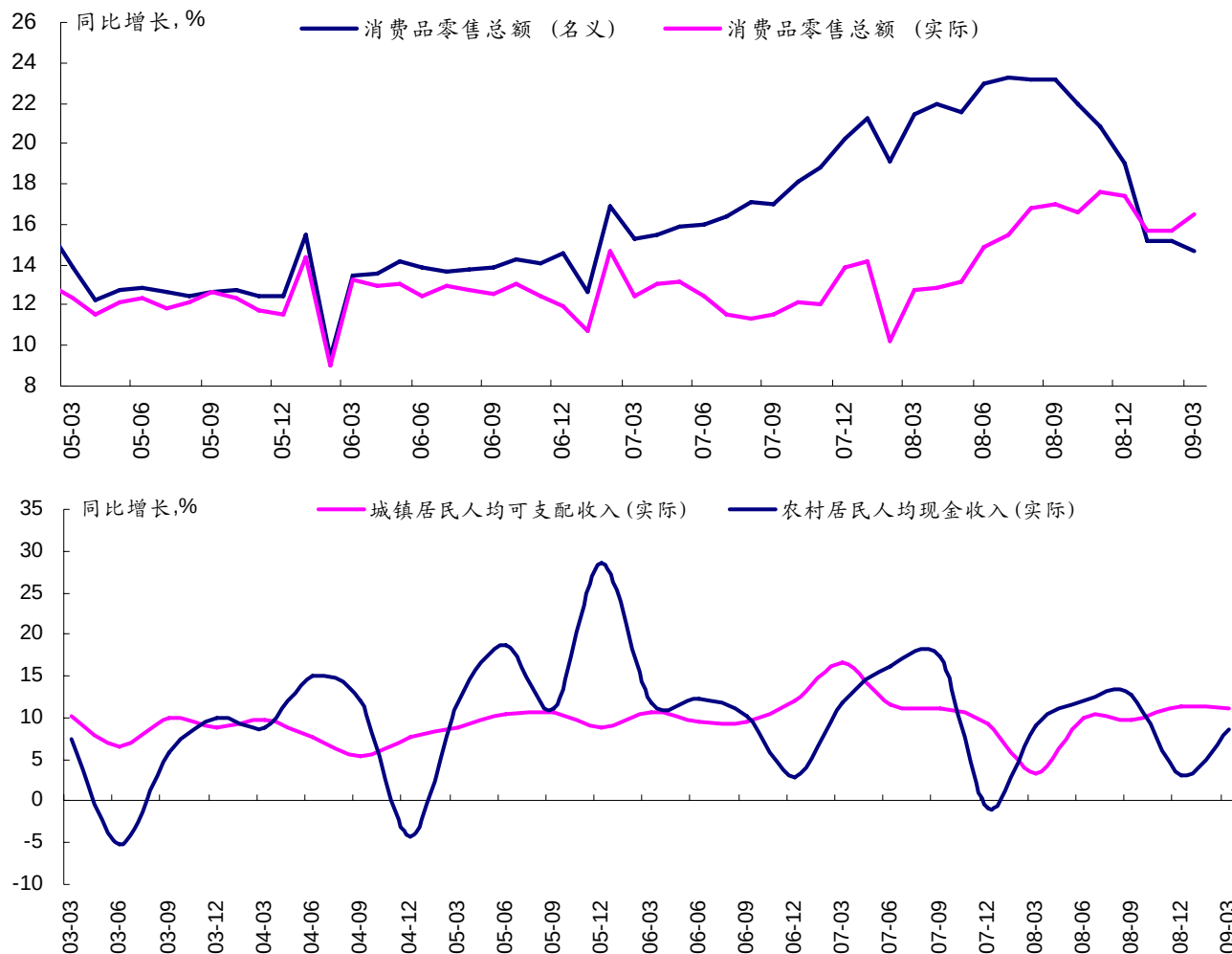
## 宏观数据显示国内经济有回暖迹象，消费复苏仍待验证、值得期待

•**利好：**3月份工业增加值、发电量、出口、信贷等均比1~2月份显著回升，且多数好于市场预期。受价格指数下降影响，社会消费品零售总额和居民收入数据的名义增长仍有所下滑，但这两个指标的实际增速已有所提升，表明消费量得到保证、而居民对物价水平的满意程度在提高、购买力增强，因此给市场带来一定的积极信号。

•**尚待确认或不足的地方：**消费复苏趋势的确立还需消费者信心指数和终端销售数据的验证，3月份为消费淡季，不一定能够马上出现反弹。

•**但复苏是值得期待的，**毕竟经济已有企稳回升迹象，消费会有一定的滞后性，我们不看重单月的变化，而是期待全年消费企业能够表现出“前低后高”的业绩增速。

### 社会消费品零售总额和人均收入变化趋势



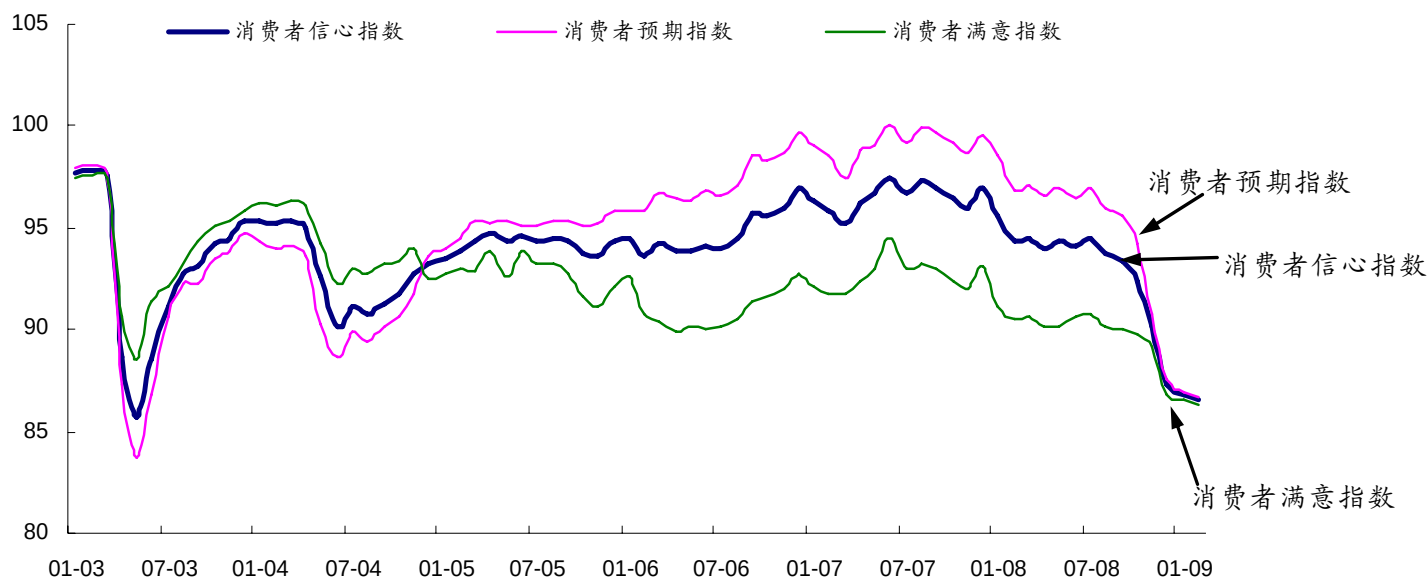
资料来源：国家统计局

## 消费者信心指数：2月降幅收窄，今后有望企稳回升，可能有反复

消费者信心指数（月度数据，3月数据4月底公布）

•2月份消费者信心指数为86.5，较1月下降0.3个点，未能实现反弹。但是下降幅度已经降低，且该数据有一定的滞后性。

•宏观经济、收入和消费相关指标体现出了一定的经济回暖迹象，我们预计消费者信心指数在今后一段时间内有望企稳并有所回升，但短期可能有一定反复。



资料来源：国家统计局

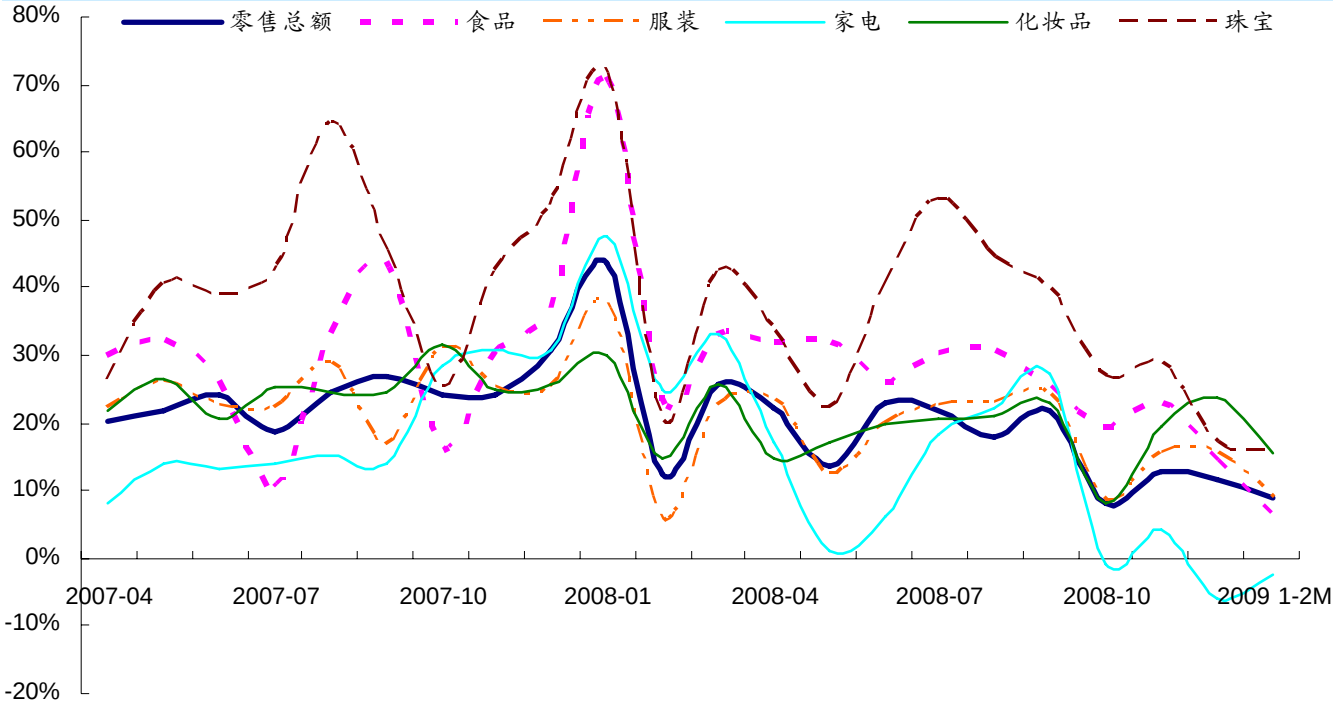
2008十一黄金周以来，各城市零售市场普通日期销售和黄金假日销售增速均开始出现明显回落。

1-2月零售额累计同比增长8.76%，仍低于去年4季度12%的水平；但2月份没有进一步恶化，且1-2月份增速快于春节农历同比增速。由“持续下行”进入“逐步见底”阶段，但尚未反弹。3月份销售数据可能仍然不理想，但是往后看继续大幅下行的风险也已不大。

- 1-2月累计增长: 百货类别表现较好
- 食品类: 6.07%;
  - 服装类: 8.72%;
  - 化妆品类: 15.63%;
  - 金银珠宝类: 15.97%;
  - 家用电器类: 下降2.47%。

## 零售业销售增速尚未出现明显拐点，但继续大幅下行的风险不大

百家重点零售企业：同比增速变化



| 年份   | 元旦    | 春节    | 五一    | 十一    |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 2007 | -     | 23.5% | 17.5% | 16.0% |
| 2008 | 25.0% | 24.4% | 23.4% | 19.8% |
| 2009 | 13.0% | 6.6%  | -     | -     |

资料来源：商务部，中华商业信息网，中金公司研究部

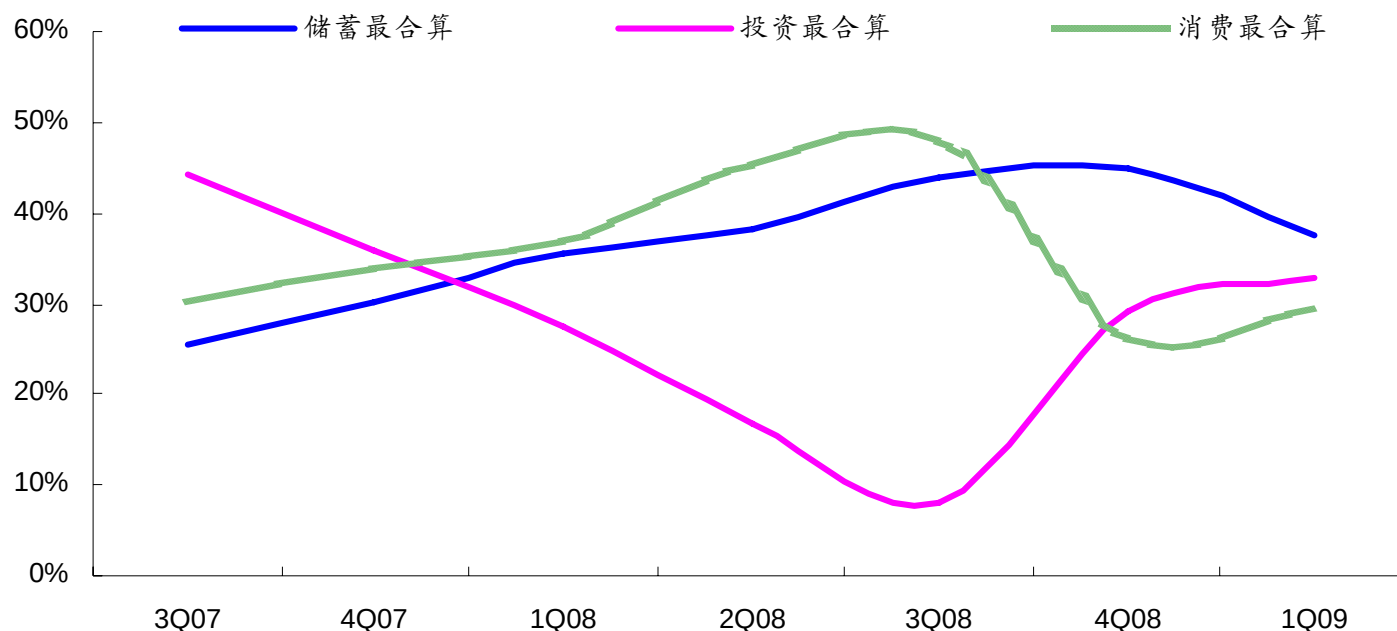
## 利率率下调后，居民消费意愿开始上升，投资意愿提升更明显

中国人民银行储户问卷调查显示：认为“消费最合算”的居民占比较上季升3.5个百分点至29.6%，仍低于去年同期7.3个百分点，不过较去年4季度已有所回升。

- 城镇居民对当前物价的满意度提高，但对收入预期仍不乐观。

- 储蓄意愿下降，消费意愿有所提升，投资意愿提升快于消费意愿。

中国人民银行消费意愿调查（季度数据，1季度数据已公布）



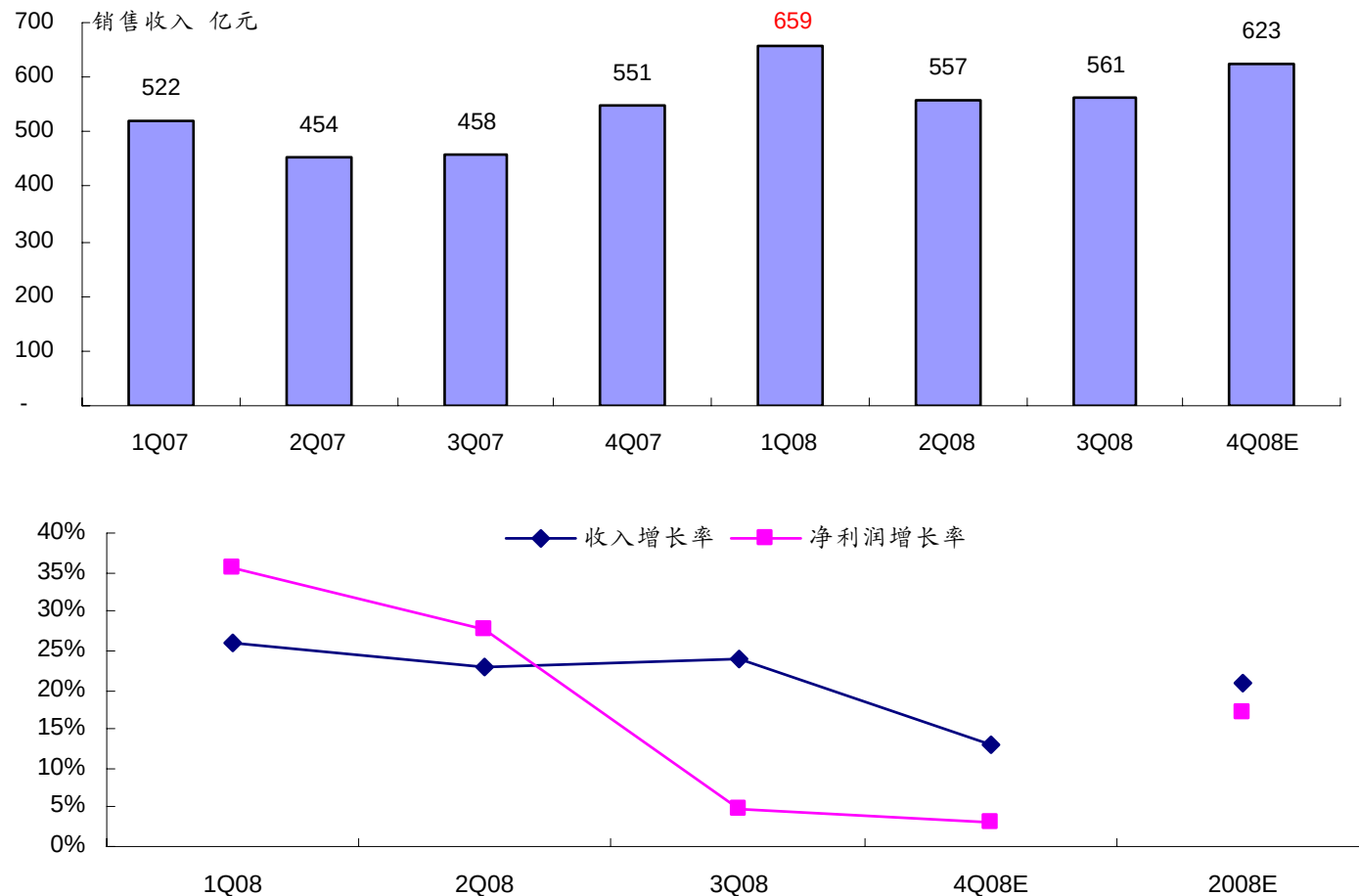
资料来源：央行储户调查报告

## 销售增速是否会更差？——最高的基数在去年1季度

### 零售板块面临的高基数效应

•2008年一季度是各公司多年来盈利的高峰，在经济下行过程中，同店销售很难跨越这个高基数。

•我们预期5月份之后零售类公司同店增长会有一定幅度的好转。主要依据是：2008年5月份的地震、6月份的南部多雨天气、8-9月份的奥运会、10月份之后的盈利增速减慢、下半年开始的CPI显著放缓等结构性因素给予零售商通过自身努力获得一定同店增长提升的机会。





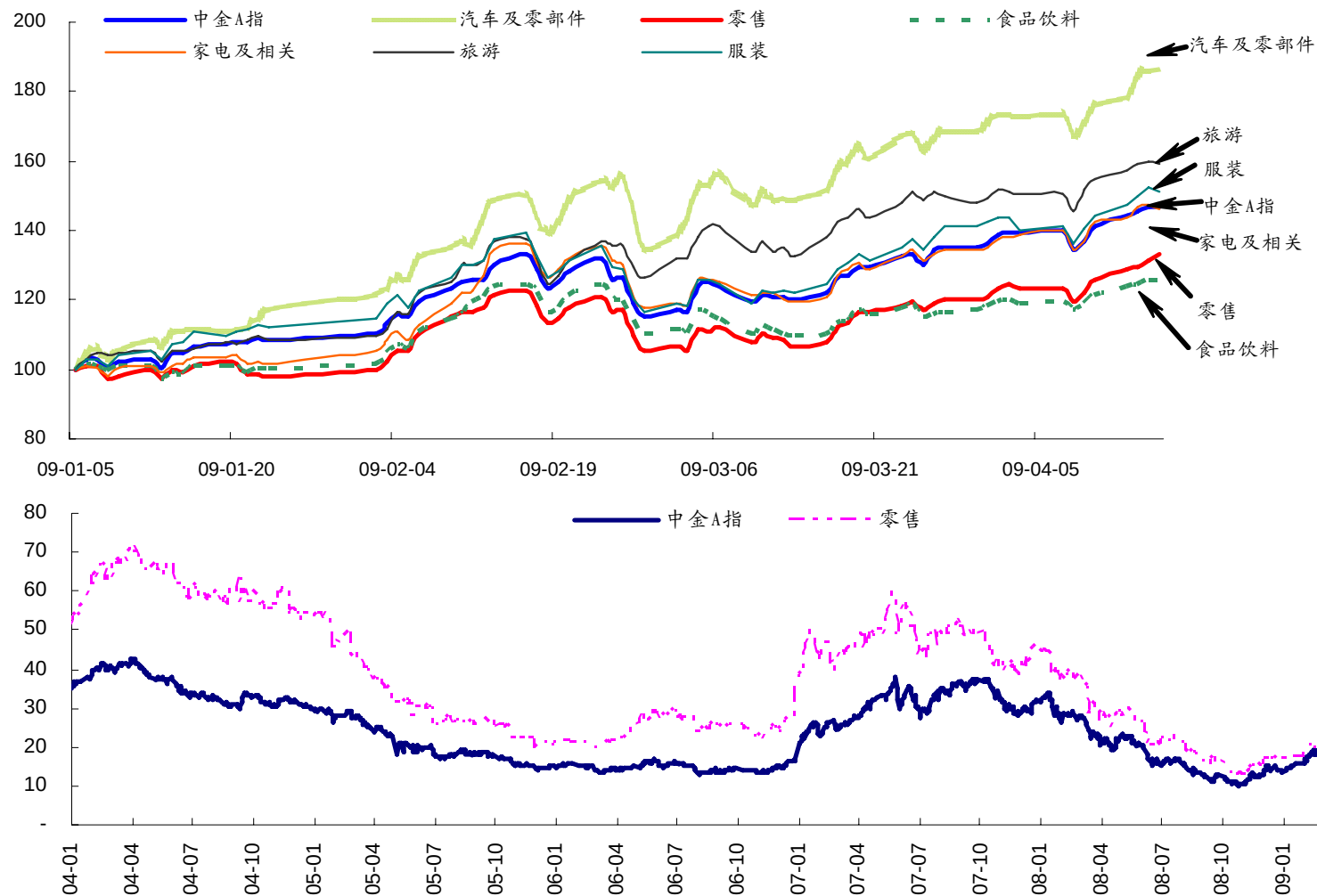
## 可能的指标反转及投资机会值得关注

|              | 近期情况                                          | 未来几个月趋势判断                        | 可能的反转时间                  | 不确定因素  | 投资机会                    |
|--------------|-----------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------|--------|-------------------------|
| 消费者信心指数      | 持续下行                                          | 逐步筑底                             | 2009年3月 - 4月             | 宏观经济形势 | 零售板块                    |
| 百家重点零售企业销售数据 | 逐步见底，但未反转                                     | 3月仍可能清淡,但不会显著恶化                  | 2009年5月逐步向上,2009年11月明显向上 |        | 百货                      |
| 房地产成交量       | 全国同比持平。一线、二线城市同比上升20-30%。二手房在一线城市成交量占比在50%以上。 | 向上，但回升趋势会放缓。一手房销售对家电消费拉动在一年以后体现。 | 如果经济下行，销量趋势会出现反复         |        | 家电<br>(需注意仅部分产品和城市市场受益) |
| CPI及食品价格指数   | 持续下行                                          | 食品价格负增长                          | 2009年11月以后               |        | 超市                      |

资料来源：国家统计局，中金公司研究部

## 年初以来，零售板块滞涨，有一定补涨要求

长期数据：年初以来批零指数和大市的对比，零售业市盈率和市场的对比



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

|         |
|---------|
| 第二章     |
| 一季度业绩预览 |

# 百货公司普遍增长快于其它，部分一级城市零售商表现好于预期

| 代码             | 公司     | 1季报公布日     | 净利润(百万元) |        |        |        |        |        |       | 2009年1季度评价                                          | CICC  | 市场预测  | 市场<br>/CICC | 股价   | EPS<br>09E | 2009<br>P/E |
|----------------|--------|------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------------------------------------------------|-------|-------|-------------|------|------------|-------------|
|                |        |            | 1Q08A    | 2Q08A  | 3Q08A  | 4Q08E  | 2008E  | 1Q09E  | 全年占比  |                                                     | 2009E | 2009E |             |      |            |             |
| A股             |        |            |          |        |        |        |        |        |       |                                                     |       |       |             |      |            |             |
| 百货/购物中心经营管理类公司 |        |            |          |        |        |        |        |        |       |                                                     |       |       |             |      |            |             |
| 000987         | 广州友谊   | 2009-04-23 | 77       | 54     | 44     | 76     | 252    | 81     | 31.8% | 总体销售基本持平，同店销售个位数下降；促销基本上为新品推广，毛利率同比微降；期间费用控制良好      | 255   | 243   | -4.6%       | 14.2 | 0.71       | 20.0        |
|                | 同比增长   |            | 40.4%    | 50.2%  | 19.4%  | 20.8%  | 31.7%  | 5.0%   | -     |                                                     | 1.2%  | -3.4% | -           |      |            |             |
| 000417         | 合肥百货   | 2009-04-21 | 33       | 24     | 27     | 43     | 127    | 39     | 24.7% | 总体销售增速接近10%，同店有低个位数增长，外地门店销售表现好于平均                  | 158   | 165   | 4.6%        | 9.9  | 0.43       | 23.1        |
|                | 同比增长   |            | 86.6%    | 301.7% | 180.7% | -20.1% | 46.0%  | 18.0%  | -     |                                                     | 24.5% | 16.2% | -           |      |            |             |
| 600631         | 百联股份*  | 2009-04-30 | 132      | 73     | 43     | 121    | 370    | 132    | 34.6% | 总体销售略有增长；预计平均同店销售有小幅下降，部分老门店销售持平略有增长；1季度没有新店开出      | 382   | 458   | 19.9%       | 11.6 | 0.35       | 33.4        |
|                | 同比增长   |            | 16.6%    | 13.8%  | -18.0% | -2.8%  | 4.2%   | 0.0%   | -     |                                                     | 3.3%  | 16.2% | -           |      |            |             |
| 600694         | 大商股份   | 2009-04-30 | 125      | 105    | 20     | -18    | 232    | 69     | 27.9% | 总体销售增长8%左右，平均同店销售下降较高个位数，去年新开大店亏损影响较为明显             | 246   | 229   | -7.0%       | 26.9 | 0.84       | 32.0        |
|                | 同比增长   |            | 55.1%    | -43.7% | -27.3% | -290%  | -23.7% | -45.0% | -     |                                                     | 6.4%  | -1.1% | -           |      |            |             |
| 600859         | 王府井    | 2009-04-30 | 107      | 92     | 58     | 88     | 344    | 107    | 27.5% | 总体销售基本持平，北京地区销售有所销售下降，外地门店销售略有增长                    | 388   | 396   | 2.1%        | 23.7 | 0.99       | 24.0        |
|                | 同比增长   |            | 61.6%    | 76.8%  | 11.7%  | -9.3%  | 29.2%  | 0.0%   | -     |                                                     | 12.8% | 15.1% | -           |      |            |             |
| 600785         | 新华百货   | 2009-04-21 | 36       | 27     | 25     | 17     | 105    | 42     | 34.5% | 总体销售较高个位数增长，总店有所下降，其他门店略有增长；毛利率基本持平，费用控制良好          | 123   | 124   | 0.8%        | 15.6 | 0.71       | 22.2        |
|                | 同比增长   |            | 9.3%     | 47.1%  | 47.6%  | 103%   | 37.1%  | 19.0%  | -     |                                                     | 17.1% | 18.1% | -           |      |            |             |
| 600697         | 欧亚集团   | 2009-04-25 | 17       | 32     | 24     | 33     | 106    | 19     | 15.8% | 总体销售增长10%左右，同店销售小幅增长；打折促销使毛利率略有下降，但期间费用控制相对有效       | 121   | 126   | 3.9%        | 17.6 | 0.76       | 23.5        |
|                | 同比增长   |            | 49.0%    | 48.7%  | 30.5%  | 25.3%  | 36.6%  | 10.0%  | -     |                                                     | 14.0% | 18.4% | -           |      |            |             |
| 600693         | 东百集团*  | 2009-04-18 | 34       | 12     | 24     | 22     | 99     | 36     | 28.7% | 销售小幅增长，东百商场销售小幅下降，其余门店略有上升；1季度促销力度有所加大，新开群升店有相应费用计入 | 124   | 128   | 3.2%        | 12.0 | 0.47       | 25.6        |
|                | 同比增长   |            | 103.5%   | 38.0%  | 57.2%  | 20.4%  | 66.3%  | 4.0%   | -     |                                                     | 25.5% | 29.6% | -           |      |            |             |
| 600628         | 上海新世界* | 2009-04-28 | 50       | 44     | 25     | 54     | 173    | 51     | 26.5% | 总体销售增长12%左右，促销力度大，毛利率有所下降，但预计毛利额略有增长。               | 193   | 195   | 1.0%        | 9.9  | 0.36       | 27.4        |
|                | 同比增长   |            | 41.6%    | 13.4%  | 0.1%   | 0.2%   | 13.0%  | 3.0%   | -     |                                                     | 11.6% | 7.1%  | -           |      |            |             |
| 600824         | 益民商业   | 2009-04-22 | 28       | 35     | 26     | 12     | 101    | 29     | 27.3% | 总体销售有双位数增长，主要来自新店贡献，同店持平或略有下降                       | 106   | 113   | 6.6%        | 6.1  | 0.17       | 34.9        |
|                | 同比增长   |            | 42.6%    | 61.4%  | 45.7%  | -39.5% | 28.3%  | 3.0%   | -     |                                                     | 5.4%  | 12.3% | -           |      |            |             |
| 000882         | 华联股份*  | 2009-04-29 | 20       | 3      | 2      | 21     | 45     | 13     | 24.3% | 业绩主要来自大连、青海物业租金，成都百货店收益以及持有综超和财务公司收益，但是当其总部费用增长明显   | 53    | 55    | 3.1%        | 6.7  | 0.21       | 31.4        |
|                | 同比增长   |            | 39.6%    | 44.2%  | 92.6%  | 142%   | 75.8%  | -35.0% | -     |                                                     | 18.5% | 22.2% | -           |      |            |             |
| 超市类公司          |        |            |          |        |        |        |        |        |       |                                                     |       |       |             |      |            |             |
| 000759         | 武汉中百   | 2009-04-25 | 56       | 26     | 37     | 53     | 172    | 60     | 29.8% | 总体销售增长10%左右，同店销售基本持平或略有下降；新开3家仓储超市                  | 202   | 205   | 1.5%        | 9.4  | 0.36       | 25.9        |
|                | 同比增长   |            | 52.6%    | 58.1%  | 13.9%  | 31.6%  | 36.6%  | 8.0%   | -     |                                                     | 17.5% | 19.3% | -           |      |            |             |
| 600361         | 华联综超   | 2009-04-25 | 63       | 38     | 3      | 13     | 117    | 38     | 27.4% | 总体销售增长10%左右，同店销售下降2%；1季度新开4家门店，新店亏损仍会对业绩构成较大压力      | 138   | 145   | 5.3%        | 8.9  | 0.28       | 31.4        |
|                | 同比增长   |            | 16.0%    | 24.9%  | -90.1% | -84.4% | -42.1% | -40.0% | -     |                                                     | 17.7% | 23.9% | -           |      |            |             |
| 002251         | 步步高    | 2009-04-27 | 77       | 23     | 22     | 41     | 163    | 77     | 40.6% | 总体销售增长6%左右，同店销售基本持平或略有下降，1季度无新店开出                   | 190   | 202   | 6.3%        | 59.0 | 1.41       | 41.9        |
|                | 同比增长   |            | 51.1%    | 58.6%  | 2.7%   | 10.4%  | 31.6%  | 0.0%   | -     |                                                     | 16.7% | 24.1% | -           |      |            |             |
| 002264         | 新华都    | 2009-04-28 | 24       | -      | 9      | 12     | 64     | 14     | 19.7% | 总体销售增长20%以上，同店销售下降4%左右；08年4季度开出10家门店，1季度新开4家，新店压力较大 | 73    | 85    | 16.4%       | 22.7 | 0.68       | 33.2        |
|                | 同比增长   |            | -        | -      | 10.6%  | 2.6%   | 45.8%  | -40.0% | -     |                                                     | 13.2% | 31.8% | -           |      |            |             |
| 家电零售类公司        |        |            |          |        |        |        |        |        |       |                                                     |       |       |             |      |            |             |
| 002024         | 苏宁电器   | 2009-04-30 | 431      | 670    | 611    | 459    | 2,170  | 457    | 20.4% | 总体销售略有增长，同店销售个位数下降；财务收益变化给1季度业绩带来一定不确定性             | 2,244 | 2,530 | 12.7%       | 13.8 | 0.50       | 27.5        |
|                | 同比增长   |            | 67.1%    | 72.5%  | 56.2%  | 7.1%   | 48.1%  | 6.0%   | -     |                                                     | 3.4%  | 16.6% | -           |      |            |             |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 百货公司普遍增长快于其它，部分一级城市零售商表现好于预期

| 代码          | 公司            | 1季报公布日     | 净利润(百万元)      |              |              |              |                |               |       | 2009年1季度评价                                             | CICC            | 市场预测           | 市场<br>/CICC | 股价  | EPS<br>09E | 2009<br>P/E |
|-------------|---------------|------------|---------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|-------|--------------------------------------------------------|-----------------|----------------|-------------|-----|------------|-------------|
|             |               |            | 1Q08A         | 2Q08A        | 3Q08A        | 4Q08E        | 2008E          | 1Q09E         | 全年占比  |                                                        | 2009E           | 2009E          |             |     |            |             |
| 港股          |               |            |               |              |              |              |                |               |       |                                                        |                 |                |             |     |            |             |
| 百货/化妆品专卖类公司 |               |            |               |              |              |              |                |               |       |                                                        |                 |                |             |     |            |             |
| 3368.HK     | 百盛<br>同比增长    | 2009-05-20 | 225<br>40.3%  | 193<br>39.6% | 190<br>27.2% | 239<br>8.9%  | 848<br>26.9%   | 252<br>12.0%  | 25.6% | 总体销售高个位数增长；北京、上海旗舰店下降较明显，去年收购的西安时代、南宁和天津店并表效应有所体现      | 985<br>16.2%    | 989<br>16.6%   | 0.4%<br>-   | 9.5 | 0.40       | 23.7        |
| 825.HK      | 香港新世界<br>同比增长 | -          | -             | -            | -            | -            | 466<br>94.8%   | -             | -     | 总体销售略有增长，同店销售有个位数下降                                    | 513<br>10.1%    | 536<br>15.1%   | 4.5%<br>-   | 3.6 | 0.30       | 11.9        |
| 1212.HK     | 利福国际<br>同比增长  | -          | -             | -            | -            | -            | 958<br>1.4%    | -             | -     | 总体销售略有增长，铜锣湾店同比下降，尖沙咀和上海店略有增长                          | 784<br>-18.1%   | 871<br>-9.1%   | 11.1%<br>-  | 8.7 | 0.47       | 18.5        |
| 178.HK      | 莎莎<br>同比增长    | -          | -             | -            | -            | -            | 240<br>-13.5%  | -             | -     | 总体销售略有增长，同店销售同比下降                                      | 227<br>-5.3%    | 272<br>2.6%    | 19.7%<br>-  | 2.7 | 0.16       | 16.5        |
| 超市类公司       |               |            |               |              |              |              |                |               |       |                                                        |                 |                |             |     |            |             |
| 980.HK      | 联华超市<br>同比增长  | 2009-04-29 | 未公布2008年1季度业绩 |              | 92           | 69           | 388            | 净利润持平或略有下降    |       | 总体销售低个位数增长，同店销售下降-1%左右，新开门店120家，无大卖场，主要是加盟店            | 419<br>7.9%     | 422<br>8.7%    | 0.7%<br>-   | 9.1 | 0.77       | 11.8        |
| 814.HK      | 京客隆<br>同比增长   | 2009年5月中   | 未公布2008年1季度业绩 |              | 45           | 36           | 157            | 净利润个位数下降      |       | 零售业务销售个位数增长，同店销售下降3%；批发业务受CPI下降影响收入有个位数下降；新开1家大卖场,1家综超 | 177<br>12.7%    | 192<br>22.3%   | 8.5%<br>-   | 3.4 | 0.49       | 6.9         |
| 8277.HK     | 物美商业<br>同比增长  | 2009年5月中   | 103<br>32.7%  | 88<br>41.8%  | 83<br>11%    | 87<br>33.8%  | 361<br>29.0%   | 119<br>15.0%  | 27.9% | 总体销售双位数增长，同店销售基本持平或略有增长；1季度存在杭州天和和绍兴供销超市并表效应；新开设大卖场2家  | 426<br>17.9%    | 432<br>19.6%   | 1.4%<br>-   | 6.1 | 0.40       | 15.4        |
| 家电零售类公司     |               |            |               |              |              |              |                |               |       |                                                        |                 |                |             |     |            |             |
| 493.HK      | 国美电器*<br>同比增长 | 2009-04-27 | 568<br>68.0%  | 666<br>32.7% | 551<br>20.8% | 15<br>-97.4% | 1,800<br>-4.4% | 426<br>-25.0% | 26.7% | 总体销售下降15%左右，估计同店下降10%左右；关闭了部分门店，亏损有所减少；目前处于业务调整期       | 1,593<br>-11.5% | 2,089<br>-5.7% | 31.1%<br>-  | 1.1 | 0.13       | 8.5         |

注：表中数据均为经营性净利润预测，\*代表公司尚未公布2008年业绩，为预测数据。东百集团、国美、上海新世界、百联股份、华联股份分别将于4月18日、4月27日、4月28日、4月29日、4月30日公布年报。香港新世界的2008年财年截至的时间为2008年6月，2009财年的为2008年7月至2009年6月数据。

资料来源：公司数据，中金公司研究部

第三章

关注低估值、高弹性公司

•可提前布局低估值、高弹性的公司，一线城市运营、具备市场领导地位的百货零售商和家电零售商对经济变化更为敏感、业绩增速随经济改善而加快的弹性更高。超市受食品价格指数下降影响较大，感受经济复苏的弹性有限。

•A股我们重点推荐：广州友谊、合肥百货、百联股份和大商股份。此外，新华百货、欧亚集团、王府井、苏宁电器等公司也值得关注。

•港股我们重点推荐：百盛、新世界、银泰百货。国美的投资机会要依据其引入新资金和股东的方案而定，我们会做具体分析。



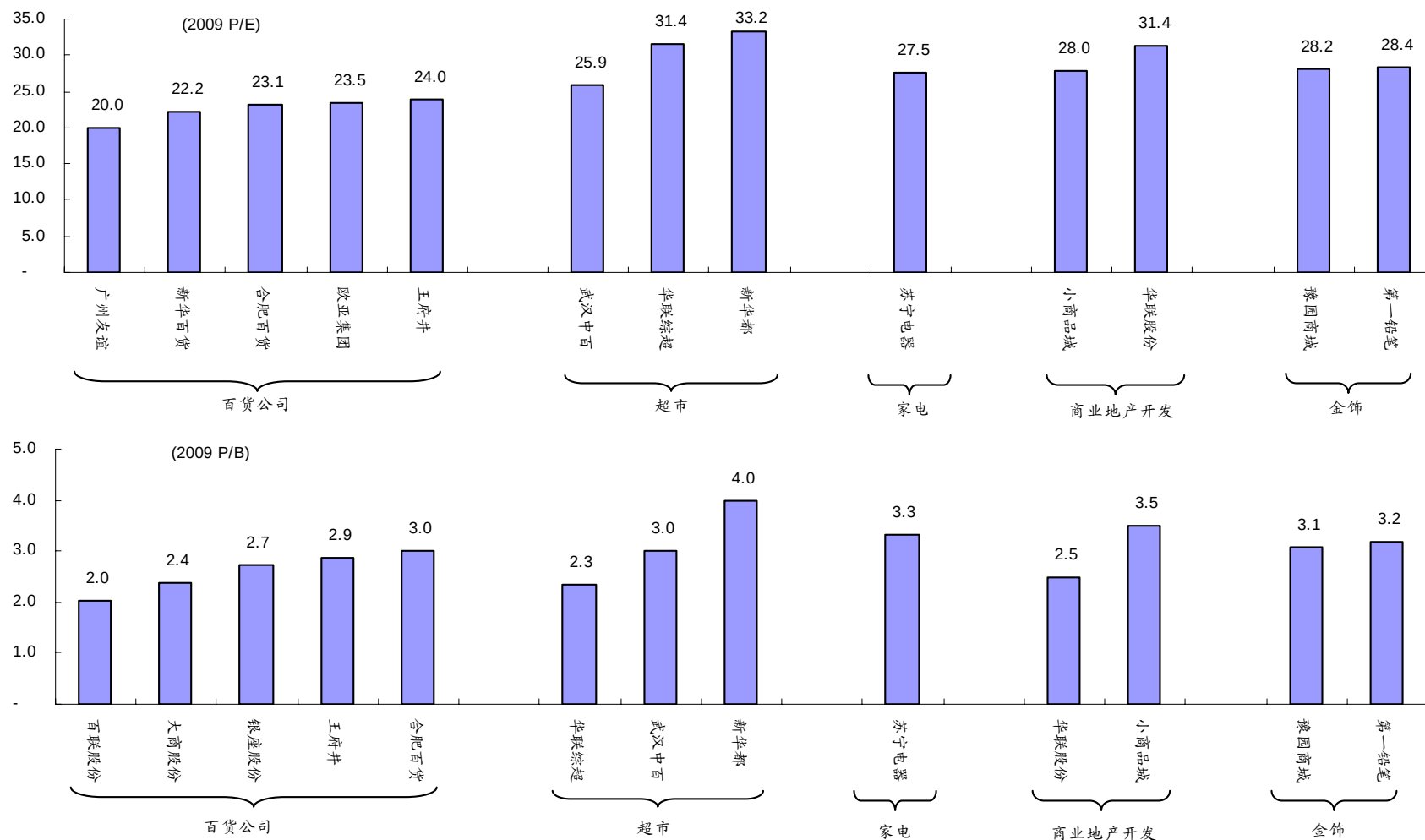
## 主要公司盈利预测和类比估值

| 子行业分类     | 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 | 市净率  | PEG  |
|-----------|-------------------------------------------------------------|---------------------|-------|--------------|----------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------|------|------|
|           |                                                             |                     |       |              | 2008E    | YoY    | 2009E | YoY    | 2010E | YoY   | 2008E | 2009E | 2010E | 2008E | 2009E | 2010E | 2009E                |      |      |
| 百货类公司     |                                                             |                     |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |                      |      |      |
| 跨区域发展     | 3368.HK                                                     | 百盛集团                | 9.50  | 26,444       | 848      | 26.9%  | 985   | 16.2%  | 1163  | 18.1% | 0.35  | 0.40  | 0.46  | 27.0  | 23.7  | 20.8  | 17.1%                | 5.6  | 1.57 |
|           | 825 .HK                                                     | 新世界                 | 3.62  | 6,104        | 466      | 94.8%  | 513   | 10.1%  | 591   | 14.9% | 0.28  | 0.30  | 0.35  | 13.1  | 11.1  | 10.3  | 12.6%                | 1.5  | 1.04 |
|           | 600694.CH                                                   | 大商股份                | 26.86 | 7,889        | 232      | -23.7% | 246   | 6.4%   | 298   | 20.8% | 0.79  | 0.84  | 1.01  | 34.1  | 32.0  | 26.5  | 13.4%                | 2.4  | 2.55 |
|           | 600859.CH                                                   | 王府井                 | 23.69 | 9,310        | 344      | 29.2%  | 388   | 12.8%  | 475   | 22.4% | 0.88  | 0.99  | 1.21  | 27.1  | 24.0  | 19.6  | 17.5%                | 2.9  | 1.55 |
| 高档定位      | 000987.CH                                                   | 广州友谊                | 14.20 | 5,097        | 252      | 31.7%  | 255   | 1.2%   | 279   | 9.4%  | 0.70  | 0.71  | 0.78  | 20.3  | 20.0  | 18.3  | 5.3%                 | 4.0  | 3.86 |
| 区域型       | 600631.CH                                                   | 百联股份                | 11.58 | 12,750       | 370      | 4.2%   | 382   | 3.3%   | 486   | 27.4% | 0.34  | 0.35  | 0.44  | 34.5  | 33.4  | 26.2  | 14.7%                | 2.0  | 2.34 |
|           | 600628.CH                                                   | 考虑商业地产开发收益<br>上海新世界 | 9.93  | 5,281        | 173      | 13.0%  | 193   | 11.6%  | 220   | 14.0% | 0.33  | 0.36  | 0.41  | 30.5  | 27.4  | 22.4  | 12.8%                | 3.1  | 2.39 |
|           |                                                             | 剔除09年财务费用下降         |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |                      |      |      |
|           | 000417.CH                                                   | 合肥百货                | 9.88  | 3,646        | 127      | 46.0%  | 158   | 24.5%  | 197   | 25.2% | 0.34  | 0.43  | 0.53  | 28.8  | 23.1  | 18.5  | 24.8%                | 3.0  | 1.16 |
|           | 1212.HK                                                     | 利福国际                | 8.68  | 14,721       | 958      | 1.4%   | 784   | -18.2% | 838   | 6.9%  | 0.57  | 0.47  | 0.50  | 15.1  | 18.5  | 17.3  | -6.5%                | 2.1  | -    |
|           | 1833.HK                                                     | 银泰百货                | 2.45  | 4,410        | 384      | 1.4%   | 430   | 12.0%  | 510   | 18.6% | 0.25  | 0.27  | 0.31  | 9.9   | 9.0   | 7.9   | 15.3%                | 1.0  | 0.65 |
|           | 3308.HK                                                     | 金鹰商贸                | 6.37  | 11,580       | 480      | 35.0%  | 565   | 17.7%  | 692   | 22.5% | 0.30  | 0.35  | 0.42  | 21.2  | 18.0  | 15.2  | 20.1%                | 4.3  | 1.06 |
|           | 600858.CH                                                   | 银座股份                | 16.78 | 3,945        | 137      | 16.7%  | 157   | 15.0%  | 191   | 21.7% | 0.58  | 0.67  | 0.81  | 28.9  | 25.1  | 20.7  | 18.3%                | 2.7  | 1.58 |
|           | 600697.CH                                                   | 欧亚集团                | 17.62 | 2,803        | 106      | 36.6%  | 121   | 14.0%  | 160   | 31.9% | 0.67  | 0.76  | 1.01  | 26.3  | 23.5  | 17.5  | 22.6%                | 3.3  | 1.16 |
|           | 600693.CH                                                   | 东百集团                | 12.00 | 3,168        | 99       | 66.6%  | 124   | 25.3%  | 144   | 16.1% | 0.38  | 0.47  | 0.55  | 32.0  | 25.5  | 22.0  | 20.6%                | 4.5  | 1.55 |
| 600785.CH | 新华百货                                                        | 15.56               | 2,690 | 105          | 32.8%    | 123    | 17.1% | 141    | 14.6% | 0.61  | 0.71  | 0.82  | 25.6  | 22.2  | 19.1  | 15.9% | 3.3                  | 1.61 |      |
| 600729.CH | 重庆百货                                                        | 20.85               | 4,253 | 163          | 61.4%    | 175    | 7.6%  | 201    | 14.9% | 0.80  | 0.86  | 0.99  | 26.2  | 24.3  | 21.2  | 11.2% | 4.4                  | 2.34 |      |
| 002187.CH | 广百股份                                                        | 22.28               | 3,565 | 142          | 29.4%    | 152    | 7.0%  | 175    | 15.1% | 0.89  | 0.95  | 1.09  | 25.1  | 23.5  | 20.4  | 11.0% | 3.4                  | 2.28 |      |
| 600828.CH | 成商集团                                                        | 16.97               | 3,447 | 102          | 40.8%    | 128    | 25.5% | 153    | 19.5% | 0.50  | 0.63  | 0.75  | 33.8  | 26.9  | 22.5  | 22.5% | 6.5                  | 1.50 |      |
| 化妆品零售     | 178.HK                                                      | 莎莎                  | 2.71  | 3,743        | 240      | -13.5% | 227   | -5.3%  | 221   | -2.8% | 0.17  | 0.16  | 0.16  | 15.6  | 16.5  | 16.9  | -4.0%                | 3.4  | -    |
| 金饰        | 600612.CH                                                   | 中国铅笔                | 13.74 | 3,805        | 101      | -2.4%  | 134   | 32.9%  | 161   | 19.8% | 0.36  | 0.48  | 0.58  | 37.8  | 28.4  | 23.7  | 26.2%                | 3.2  | 1.44 |
| 商业地产开发    | 600655.CH                                                   | 豫园商城                | 16.30 | 11,832       | 329      | -56.8% | 420   | 27.8%  | 510   | 21.4% | 0.45  | 0.58  | 0.70  | 36.0  | 28.2  | 23.2  | 24.6%                | 3.1  | 1.46 |
|           | 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 |                     |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |                      |      |      |
| 商业地产开发    | 000882.CH                                                   | 华联股份                | 6.72  | 1,675        | 45       | 75.9%  | 53    | 18.5%  | 83    | 55.6% | 0.18  | 0.21  | 0.33  | 37.2  | 31.4  | 20.2  | 35.8%                | 2.5  | 1.04 |
|           | 600415.CH                                                   | 小商品城                | 62.90 | 21,399       | 550      | 51.7%  | 765   | 39.1%  | 1037  | 35.6% | 1.62  | 2.25  | 3.05  | 38.9  | 28.0  | 20.6  | 37.3%                | 3.5  | 1.04 |
| 超市类公司     |                                                             |                     |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |                      |      |      |
| 大型综合超市    | 600361.CH                                                   | 华联综超                | 8.93  | 4,329        | 103      | -48.4% | 138   | 34.1%  | 160   | 16.4% | 0.21  | 0.28  | 0.33  | 42.1  | 31.4  | 27.0  | 24.9%                | 2.3  | 1.69 |
| 大、中、小型超市  | 000759.CH                                                   | 武汉中百                | 9.35  | 5,241        | 172      | 36.6%  | 202   | 17.5%  | 247   | 22.3% | 0.31  | 0.36  | 0.44  | 30.5  | 25.9  | 21.2  | 19.9%                | 3.0  | 1.53 |
|           | 002251.CH                                                   | 步步高                 | 58.95 | 7,969        | 163      | 31.7%  | 190   | 16.7%  | 231   | 21.6% | 1.20  | 1.41  | 1.71  | 48.9  | 41.9  | 34.5  | 19.1%                | 4.9  | 2.56 |
|           | 002264.CH                                                   | 新华都                 | 22.70 | 2,426        | 65       | 43.2%  | 73    | 11.9%  | 88    | 20.5% | 0.61  | 0.68  | 0.82  | 37.2  | 33.2  | 27.6  | 16.2%                | 4.0  | 2.30 |
|           | 814.HK                                                      | 京客隆                 | 3.35  | 1,381        | 157      | 39.9%  | 177   | 13.0%  | 211   | 18.9% | 0.44  | 0.49  | 0.56  | 7.6   | 6.9   | 6.0   | 15.9%                | 0.8  | 0.47 |
|           | 980.HK                                                      | 联华超市                | 9.05  | 5,629        | 388      | 44.7%  | 419   | 7.9%   | 475   | 13.4% | 0.73  | 0.77  | 0.84  | 12.5  | 11.8  | 10.8  | 10.6%                | 2.0  | 1.18 |
|           | 8277.HK                                                     | 物美集团                | 6.09  | 7,432        | 361      | 26.8%  | 426   | 17.9%  | 489   | 14.8% | 0.34  | 0.40  | 0.44  | 17.7  | 15.4  | 13.8  | 16.3%                | 2.6  | 1.08 |
| 家电及电子消费品  |                                                             |                     |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |       |       |                      |      |      |
| 综合性家电零售   | 493.HK                                                      | 国美电器                | 1.12  | 15,347       | 1800     | -4.4%  | 1,593 | -11.5% | 1,730 | 8.6%  | 0.15  | 0.13  | 0.14  | 7.3   | 8.5   | 8.1   | -2.0%                | 1.2  | -    |
|           | 002024.CH                                                   | 苏宁电器                | 13.78 | 61,824       | 2170     | 48.1%  | 2244  | 3.4%   | 2507  | 11.7% | 0.48  | 0.50  | 0.56  | 28.5  | 27.5  | 24.7  | 7.5%                 | 3.3  | 3.81 |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部注释：加深部分为中金公司研究部预测结果；其余为市场平均预测结果

低市盈率：广州友谊、合肥百货；低市净率：百联、大商

主要零售业上市公司市盈率、市净率对比





•2009年市盈率20x，处于板块最低端。每股净现金含量最高（4元/股），若剔除现金含量，市盈率只有14.4倍。

•1季度业绩表现有望好于市场预期，存在盈利和评级上调空间。

•年初以来公司股价上涨不多，有一定的补涨要求，良好的经营能力和业绩弹性有望使其获得好于行业平均的股价表现。前期我们担心公司地处一线城市市场、受经济调整影响较重，但公司在一季度（其业绩增速的最低谷）仍能获得单位数的净利润增长，凸显了其管理团队在经营方面具备良好的应变机制。

•分红比例高达50%左右；良好的透明度和公司治理、经营管理能力。

广州友谊：具备亚运会概念，盈利预测存在上调空间

广州友谊下属门店基本情况及盈利预测

| 门店         | 地址                  | 营业面积<br>(平方米)             | 自有/<br>租赁          | 开业<br>时间 | 市场定位                                                       | 销售收入（百万元） |       |       |       |       | 净利润（百万元） |      |      |       |       |
|------------|---------------------|---------------------------|--------------------|----------|------------------------------------------------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|----------|------|------|-------|-------|
|            |                     |                           |                    |          |                                                            | 2006      | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2006     | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E |
| 环市<br>东店   | 环市东路<br>369号        | 18000                     | 自有                 | 1959     | 时尚精品百货，客户<br>忠诚度 高                                         | 1239      | 1471  | 1660  | 1560  | 1591  | 75       | 108  | 143  | 123   | 128   |
|            |                     | 5600                      |                    | 2004     |                                                            |           |       |       |       |       |          |      |      |       |       |
|            |                     | 1000                      |                    | 2007.8   |                                                            |           |       |       |       |       |          |      |      |       |       |
|            |                     | 700                       |                    | 2008.5   | 内生增长率                                                      | 16%       | 19%   | 10%   | -6%   | 2%    | 36%      | 44%  | 32%  | -14%  | 4%    |
| 时代店        | 广州市天<br>河北路         | 19000                     | 13000<br>平米为<br>自有 | 1999-10  | 针对白领阶层、讲究<br>品牌、品位和设计，<br>休闲餐饮设施配套                         | 188       | 190   | 175   | 184   | 193   | 9        | 9    | 9    | 9     | 9     |
|            |                     |                           |                    |          | 增长率                                                        | -8%       | 1%    | -8%   | 5%    | 5%    | -3%      | 2%   | 0%   | 6%    | 0%    |
| 正佳店        | 天河路228<br>号正佳广<br>场 | 18000<br>(建筑面<br>积 30000) | 租赁                 | 2005-1   | 正佳广场主力百货<br>店，中高档次、商品<br>种类齐全。国外品牌<br>较多、走国际化路<br>线，精品时尚定位 | 336       | 444   | 516   | 599   | 671   | 13       | 22   | 29   | 35    | 41    |
|            |                     | 1000                      | 租赁                 | 2007     |                                                            |           |       |       |       |       |          |      |      |       |       |
|            |                     | 1000                      | 租赁                 | 2008.9   |                                                            |           |       |       |       |       |          |      |      |       |       |
| 南宁店        | 地王国际<br>商会中心        | 22000                     | 租赁                 | 2007.7   | 时尚精品百货                                                     |           | 49    | 117   | 230   | 300   | 0        | -7   | -2   | 6     | 10    |
|            |                     |                           |                    |          | 增长率                                                        |           |       | 140%  | 97%   | 30%   |          |      | -    | -500% | 58%   |
| 零售相关业务     |                     |                           |                    |          |                                                            | 1,763     | 2,154 | 2,468 | 2,573 | 2,755 | 96       | 132  | 179  | 174   | 188   |
|            |                     |                           |                    |          | 增长率                                                        | 13%       | 22%   | 14.6% | 4.3%  | 7.1%  | 50%      | 37%  | 36%  | -3%   | 8%    |
| 物业出租业务     |                     |                           |                    |          |                                                            | 87        | 89    | 87    | 94    | 105   | 31       | 37   | 38   | 42    | 47    |
|            |                     |                           |                    |          | 增长率                                                        |           | 2%    | -2%   | 8%    | 12%   | 20%      | 19%  | 3%   | 10%   | 12%   |
| 管理费收入及其他业务 |                     |                           |                    |          |                                                            | 42        | 49    | 65    | 73    | 84    | 21       | 25   | 34   | 39    | 45    |
|            |                     |                           |                    |          | 增长率                                                        |           | 17%   | 33%   | 12%   | 15%   | 40%      | 19%  | 36%  | 15%   | 15%   |
| 合计         |                     |                           |                    |          |                                                            | 1892      | 2291  | 2620  | 2740  | 2944  | 141      | 191  | 252  | 255   | 279   |
| 增长率        |                     |                           |                    |          |                                                            | 23%       | 21%   | 14%   | 5%    | 7%    | 48%      | 36%  | 31%  | 1%    | 9%    |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

## 广州友谊：具备区域市场优势地位，经营管理能力优秀

### 广州友谊主要门店



资料来源：公司资料，中金公司研究部

## 合肥百货：盈利增速处于板块最高端, 估值处于最低端

•2009年市盈率23x, 处于板块低端, 业绩增速在板块高端, 性价比优势明显。

•所在区域市场消费增速名列前茅且竞争环境相对缓和, 公司规模和网络优势明显, 中长期较快发展值得期待, 可作为中长期配置。

•2008年公司股价跑赢大市26个百分点, 但是年初以来其股价只上涨了10%, 明显落后于零售板块和大盘, 客观上有一定补涨需求。若零售板块今后有所启动, 公司良好的基本面有望使其获得好于行业平均的股价表现。

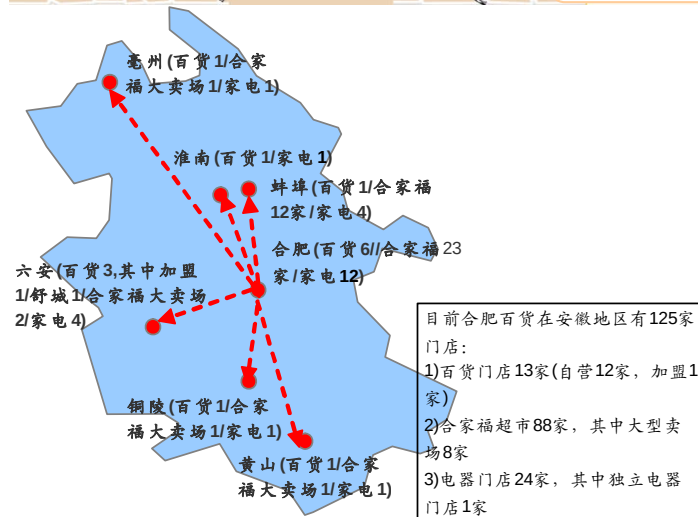
### 合肥百货下属门店基本情况及盈利预测

| (万元)                              | 持股比例<br>(直接及间接) | 经营面积(万平米)                         | 租赁/自有 | 开业时间    | 净利润   |      |       |      |             |        |     |        |      |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------------------------|-------|---------|-------|------|-------|------|-------------|--------|-----|--------|------|
|                                   |                 |                                   |       |         | 2007  | YoY  | 2008  | YoY  | 剔除所得税税率调整影响 | 2009E  | YoY | 2010E  | YoY  |
| 合肥百货大楼                            | 100%            | 2.2                               | 自有    | 1959-05 | 2,240 | 42%  | 2,688 | 20%  | 7%          | 3,011  | 12% | 3,432  | 14%  |
| 合肥鼓楼商场                            | 73%             | 3.0                               | 自有    | 1996-12 | 3,601 | 65%  | 5,101 | 42%  | 27%         | 5,509  | 8%  | 6,335  | 15%  |
| 合肥商业大厦                            | 91%             | 2.8                               | 自有    | 1998    | 439   | 52%  | 789   | 80%  | 61%         | 963    | 22% | 1,156  | 20%  |
| 合肥百大CBD购物中心                       | 68%             | 3.6                               | 租赁    | 2006-01 | -560  | 10%  | -664  | -    | -           | 400    | -   | 800    | 100% |
| 合肥百大运动广场                          | 45%             | 1.17                              | 租赁    | 2005-08 | -60   | -70% | -50   | -    | -           | 0      | -   | 0      | -    |
| 铜陵百货大楼                            | 70%             | 3.3                               | 自有    | 2003-05 | 632   | 44%  | 1,312 | 108% | 85%         | 1,574  | 20% | 1,968  | 25%  |
| 蚌埠百货大楼                            | 86%             | 2.4                               | 自有    | 2003-11 | 960   | 26%  | 1,339 | 40%  | 25%         | 1,540  | 15% | 1,848  | 20%  |
| 黄山百货大楼                            | 70%             | 1.9                               | 自有    | 2005-09 | 180   | -    | 400   | 122% | 99%         | 560    | 40% | 728    | 30%  |
| 亳州百货大楼                            | 100%            | 1.5                               | 租赁    | 2006    | -110  | -    | 0     | -    | -           | 30     | -   | 41     | 35%  |
| 舒城金商都                             | 70%             | 0.4                               | 自有    | 2005    | 0     | -    | 0     | -    | -           | 0      | -   | 0      | -    |
| 乐普生                               | 60%             | 1.85万百货+1.2万租赁                    | 自有    | 2008-05 |       |      | -200  | -    | -           | 400    | -   | 600    | 50%  |
| 淮南购物中心                            | 100%            | 2.2                               | 租赁    | 2008-09 |       |      | -500  | -    | -           | -350   | -   | -100   | -    |
| 百大六安店                             | 51%             | 2.7                               | 租赁    | 2008-10 |       |      | -300  | -    | -           | -200   | -   | -100   | -    |
| 合肥高新店                             | 100%            | 2.0                               | 租赁    | 2008-12 |       |      | -300  | -    | -           | -200   | -   | 100    | -    |
| 新开1-2家店                           | 100%            | -                                 | -     | 2009    |       |      |       | -    | -           | -500   | -   | -300   | -    |
| 新开1-2家店                           | 100%            | -                                 | -     | 2010    |       |      |       |      |             |        |     | -500   | -    |
| 百货业务（12家+08年4家+09-10年每年新开2家）      | -               | 34.1                              | -     | -       | 7,322 | 69%  | 9,615 | 31%  | 17%         | 12,737 | 32% | 16,507 | 30%  |
| 合家福（68家+08年新开20家+09-10年每年新开20家左右） | 48%             | 超过16万平米(共有88家合家福超市，其中7家为大型综合超市)   | -     | 2000-05 | 2,765 | 101% | 6,633 | 140% | 114%        | 8,093  | 22% | 10,116 | 25%  |
| 百大电器（15家+08年5家+09-10年每年新开5家左右）    | 49%             | 超过7万平米(安徽最大家电零售商，在合肥家电市场占有率超过50%) | -     | 2005-05 | 500   | 137% | 431   | -14% | -23%        | 431    | 0%  | 474    | 10%  |
| 周谷堆农产品批发市场                        | 52%             | 18                                |       | 2002-09 | 1,940 | 110% | 2,497 | 29%  | 15%         | 2,946  | 18% | 3,595  | 22%  |
| 权益经营性净利润(百万元)                     |                 |                                   |       |         | 87    | 133% | 127   | 46%  | 30%         | 158    | 25% | 197    | 25%  |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

## 合肥百货：具备较好区域渗透能力、中长期可持续发展可期

省会城市优势明显，省内区域网络分布完善 区域消费增速名列前茅



| 城市    | 1-2月社会消费品零售总额(亿元) | 增长率  | 位次 |
|-------|-------------------|------|----|
| 昆明市   | 125               | 23.1 | 1  |
| 贵阳市   | 63                | 22.1 | 2  |
| 合肥市   | 119               | 22.0 | 3  |
| 南昌市   | 112               | 21.4 | 4  |
| 呼和浩特市 | 105               | 20.5 | 5  |
| 海口市   | 47                | 20.2 | 6  |
| 石家庄市  | 182               | 20.1 | 7  |
| 哈尔滨市  | 263               | 20.1 | 8  |
| 长沙市   | 256               | 19.6 | 9  |
| 沈阳市   | 318               | 19.0 | 10 |
| 济南市   | 277               | 19.0 | 11 |
| 西宁市   | 27                | 19.0 | 12 |
| 南宁市   | 118               | 18.6 | 13 |
| 郑州市   | 233               | 18.3 | 14 |
| 乌鲁木齐市 | 83                | 18.2 | 15 |
| 兰州市   | 76                | 16.5 | 16 |
| 成都市   | 323               | 16.3 | 17 |
| 南京市   | 321               | 15.4 | 18 |
| 西安市   | 242               | 15.3 | 19 |
| 上海    | 831               | 15.2 | 20 |
| 福州市   | 211               | 14.5 | 21 |
| 银川市   | 30                | 14.3 | 22 |
| 太原市   | 114               | 14.1 | 23 |
| 武汉市   | 353               | 13.8 | 24 |
| 深圳    | 438               | 13.4 | 25 |
| 长春市   | 168               | 13.1 | 26 |
| 北京    | 810               | 12.7 | 27 |
| 杭州市   | 288               | 12.5 | 28 |
| 广州市   | 540               | 7.5  | 29 |

资料来源：合肥市统计局、中金公司研究部。



## 百联股份：上海零售旗舰，近年来网络和物业存量持续扩张

•2005年以来网络和物业存量显著提升，门店数量赶超王府井、物业价值赶超大商。扩张对业绩的拉动作用尚未充分显现，但基本面实力已得到增强，一旦经济走好，业绩将上新的台阶。

•百联是上海零售业的旗舰，商圈资源优势明显，物业资产价值显著高于市值，具备可靠的安全边际。百联拥有22家门店，经营面积109万平米，自有物业达到81万平米。

百联股份下属门店基本情况

| 编号       | 门店            | 面积（万平米） | 控股比例 | 物业 | 备注    | 开业时间      |
|----------|---------------|---------|------|----|-------|-----------|
| 1        | 东方商厦(徐汇店)     | 3.2     | 100% | 租赁 | 都市型   | 1993年1月   |
| 2        | 八佰伴           | 13.0    | 64%  | 自有 | 都市型   | 1995年12月  |
| 3        | 新华联           | 2.6     | 70%  | 自有 | 都市型   | 1996年12月  |
| 4        | 东方商厦杨浦店(华联杨浦) | 3.2     | 100% | 自有 | 都市型   | 2001年12月  |
| 5        | 东方商厦南京东路店     | 5.5     | 100% | 自有 | 都市型   | 2005年1月   |
| 6        | 东方商厦(宁波店)     | 2.0     | 90%  | 自有 | 都市型   | 2006年1月收购 |
| 7        | 东方商厦嘉定店       | 1.0     | 100% | 租赁 | 都市型   | 2008年1月   |
| 8        | 市百一店          | 2.5     | 100% | 自有 | 老字号   | 1949年10月  |
| 9        | 时装商店          | 0.6     | 100% | 租赁 | 老字号   | 1991年改造   |
| 10       | 妇女用品商店        | 0.1     | 100% | 自有 | 老字号   | 2005年3月翻新 |
| 11       | 永安百货          | 3.4     | 100% | 自有 | 老字号   | 2005年4月翻新 |
| 12       | 中联商厦          | 0.6     | 50%  | 自有 | 社区百货  | 1993年11月  |
| 13       | 上海一百松江店       | 0.3     | 100% | 自有 | 社区百货  | 1994年12月  |
| 14       | 华联普陀          | 1.2     | 90%  | 租赁 | 社区百货  | 2000年12月  |
| 15       | 华联张杨          | 0.9     | 100% | 自有 | 社区百货  | 2003年9月   |
| 16       | 青浦奥特莱斯名品折扣店   | 12.0    | 95%  | 自有 | 名品折扣店 | 2006年4月   |
| 17       | 浦东华联购物中心      | 2.0     | 100% | 自有 | 购物中心  | 2002年1月   |
| 18       | 百联中环购物中心      | 24.0    | 51%  | 自有 | 购物中心  | 2006年12月  |
| 19       | 上海又一城         | 12.0    | 100% | 自有 | 购物中心  | 2007年4月   |
| 20       | 一百商城          | 4.2     | 100% | 自有 | 购物中心  | 2007年12月  |
| 21       | 南上海购物中心       | 4.5     | 100% | 租赁 | 购物中心  | 2008年1月   |
| 22       | 沈阳购物中心        | 10.3    | 100% | 自有 | 购物中心  | 2008年1月   |
| 合计       |               | 109.2   |      |    |       |           |
| 其中自有物业面积 |               | 80.6    |      |    |       |           |

资料来源：公司资料，中金公司研究部

## 推荐选股思路 and 主要依据:

——在世博背景下，百联等上海本地股2010年业绩出现反转的确定性较强于全国平均。对于上海消费启动的受益公司，我们首选百联股份的依据是：

1) 比较其它上海零售商，百联市场份额最大、网络商圈优势最突出；2) 新世界仅有一个零售网点、酒店业务并没有为备战世博会而进行过外生性扩张，豫园和益民出租业务较多，而租金具有一定的刚性、很难在客流量增加的情况下获得提高，友谊股份最终是被百联整合的对象，而上海九百的规模太小。

——百联在集团重组和上海区域性振兴政策中也有望实质性获益，因此值得给予估值溢价；突出的资产价值可为股价提供良好支持、带来可靠的安全边际。

——如果世博对上海消费拉动作用超出市场预期，市场对上海本地零售股也将看高一线，百联有望成为有突出代表性和“大机会”的个股。

——目前市净率只有2.0倍

## 百联股份：依据物业价值计算的NAV有望达到164亿元

### 百联股份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    | 66   |
| -百货门店               | 2.0      | 39.6    | 80   |
| 商业物业价值合计            |          |         | 147  |
| 商业物业房地产开发今年竣工物业     | 1.2      | 12.8    | 15   |
| 持有股票市值(海通证券等)       |          |         | 31   |
| 非上市公司投资             |          |         | 0    |
| 银行负债                |          |         | -37  |
| 银行存款                |          |         | 7    |
| NAV合计               |          |         | 164  |
| 每股NAV               |          |         | 14.9 |
| 目前市值                | 股价       | 11.58   | 127  |
| NAV高出市值             |          |         | 29%  |
| 若按2.2万元/平米计算的商业物业价值 | 2.2      |         | 177  |
| NAV合计               |          |         | 192  |
| 每股NAV               |          |         | 17.5 |
| NAV高出市值             |          |         | 51%  |

资料来源：中金公司研究部

## 大商股份：网络覆盖从东北到华北

•大商股份目前拥有64家百货店、32家大型综合超市和37家家电店。

•其中仅百货门店营业面积至少达到246万平方米（其中144万自有商业物业，102万的营业面积由租赁而来）。

| 序号 | 名称        | 开业时间      | 面积(平方米)   | 权属 | 序号 | 名称           | 开业时间      | 面积(平方米)   | 权属   |
|----|-----------|-----------|-----------|----|----|--------------|-----------|-----------|------|
| 1  | 抚顺百货大楼    | 1998      | 28,468    | 自有 | 33 | 大连商场         | 2001      | 50,000    | 租赁   |
| 2  | 锦州百货大楼    | 1998      | 13,795    | 自有 | 34 | 新玛特开发区店      | 2002.07   | 68,000    | 租赁   |
| 3  | 营口新玛特     | 1998      | 15,600    | 自有 | 35 | 大商男店         | 2002      | 19,313    | 租赁   |
| 4  | 麦凯乐大连总店   | 2001      | 50,000    | 自有 | 36 | 大连二百大楼       | 2003      | 5,916     | 租赁   |
| 5  | 新玛特青泥店    | 2001.09   | 168,000   | 自有 | 37 | 阜新新玛特        | 2003      | 30,000    | 租赁   |
| 6  | 本溪商业大厦    | 2001.1    | 23,000    | 自有 | 38 | 锦州锦华商场       | 2003      | 12,752    | 租赁   |
| 7  | 牡丹江百货大楼   | 2001.11   | 37,000    | 自有 | 39 | 锦州家家广场       | 2003      | 5,000     | 租赁   |
| 8  | 大庆新玛特     | 2001.12   | 68,500    | 自有 | 40 | 沈阳大连商场       | 2003-2005 | 104,000   | 租赁   |
| 9  | 大庆百货大楼    | 2002.11   | 67,832    | 自有 | 41 | 麦凯乐西安路店      | 2004      | 21,147    | 租赁   |
| 10 | 抚顺商业城     | 2002.12   | 21,287    | 自有 | 42 | 抚顺清原商场有限公司   | 2005      | 6,112     | 租赁   |
| 11 | 抚顺商贸大厦    | 2002.12   | 20,413    | 自有 | 43 | 千盛百货沈阳店      | 2005      | 50,000    | 租赁   |
| 12 | 抚顺新玛特     | 2002.12   | 23,400    | 自有 | 44 | 新玛特旅顺世达店     | 2005      | 45,000    | 租赁   |
| 13 | 沈阳新玛特     | 2002.12   | 95,410    | 自有 | 45 | 山东济南人民商场儒商百货 | 2005      | 50,000    | 租赁   |
| 14 | 牡丹江新玛特    | 2002.12   | 65,832    | 自有 | 46 | 儒商百货临沂店      | 2005      | 9,000     | 租赁   |
| 15 | 秋林女店      | 2003      | 4,897     | 自有 | 47 | 儒商百货莱芜店      | 2005      | 10,000    | 租赁   |
| 16 | 盘锦辽河商业城   | 2004-2005 | 15,000    | 自有 | 48 | 麦凯乐开发区店      | 2005      | 25,000    | 租赁   |
| 17 | 佳木斯百货大楼   | 2004      | 36,800    | 自有 | 49 | 盘锦新玛特        | 2005      | 36,330    | 租赁   |
| 18 | 吉林百货大楼    | 2004.07   | 19,000    | 自有 | 50 | 新玛特金州店       | 2006      | 46,500    | 租赁   |
| 19 | 佳木斯华联商厦   | 2004.07   | 32,000    | 自有 | 51 | 郑州新玛特金博大店    | 2006      | 65,774    | 租赁   |
| 20 | 鸡西新玛特     | 2004.11   | 47,000    | 自有 | 52 | 阜新千盛百货       | 2006      | 15,300    | 租赁   |
| 21 | 千盛百货和平广场店 | 2005      | 30,000    | 自有 | 53 | 郑州建设路        | 2007      | 24,000    | 租赁   |
| 22 | 麦凯乐青岛店    | 2006      | 110,000   | 自有 | 54 | 桦南购物中心       | 2007      | 8,230     | 租赁   |
| 23 | 七台河新玛特    | 2006      | 42,000    | 自有 | 55 | 漯河千盛         | 2007      | 29,700    | 租赁   |
| 24 | 沈阳新玛特铁西店  | 2007      | 95,088    | 自有 | 56 | 佳木斯新玛特购物广场   | 2007      | 78,600    | 租赁   |
| 25 | 大庆让胡路商场   | 2007      | 15,200    | 自有 | 57 | 新乡新玛特        | 2008      | 64,987    | 租赁   |
| 26 | 大庆龙岗商场    | 2007      | 3,185     | 自有 | 58 | 郑州新玛特总店      | 2008      | 40,690    | 租赁   |
| 27 | 大庆龙凤商场    | 2007      | 12,000    | 自有 | 59 | 朝阳新玛特        | 2008      | 75,009    | 租赁   |
| 28 | 大庆乙烯商场    | 2007      | 8,800     | 自有 | 60 | 信阳千盛         | 2008      | 28,150    | 租赁   |
| 29 | 伊春百货大楼    | 2007      | 24,080    | 自有 | 61 | 双鸭山新玛特       | 2008      | n.a.      | n.a. |
| 30 | 铁岭新玛特     | 2007      | 53,028    | 自有 | 62 | 延吉新玛特        | 2008      | n.a.      | n.a. |
| 31 | 麦凯乐哈尔滨总店  | 2008      | 120,000   | 自有 | 63 | 丹东新玛特        | 2008      | n.a.      | n.a. |
| 32 | 齐齐哈尔新玛特   | 2008      | 75,000    | 自有 | 64 | 开封千盛         | 2008      | n.a.      | n.a. |
| 合计 |           |           | 1,441,615 |    |    |              |           | 1,024,510 |      |

资料来源：公司资料，中金公司研究部统计

•商业物业价值只假设为5000/平米，如果假设为10000/平米，则NAV可达到167亿元，可见市场此前曾经达到过的较高市值具备基本面支持。

•近年来，大商真正出现的问题是：激励机制缺失、业绩受到压制、公司治理和投资者关系恶化，从而被市场边缘化。

•集团改制的进一步推进有望带来转机和市场对其价值的重新审视。

•目前市净率只有2.4倍

【风险提示】集团改制最终完成时间的不确定性，及在此之前业绩压制。

## 大商股份：依据物业价值计算的NAV有望达到94亿元

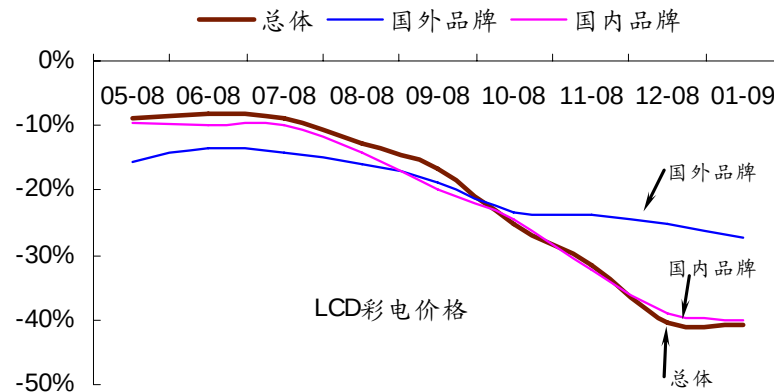
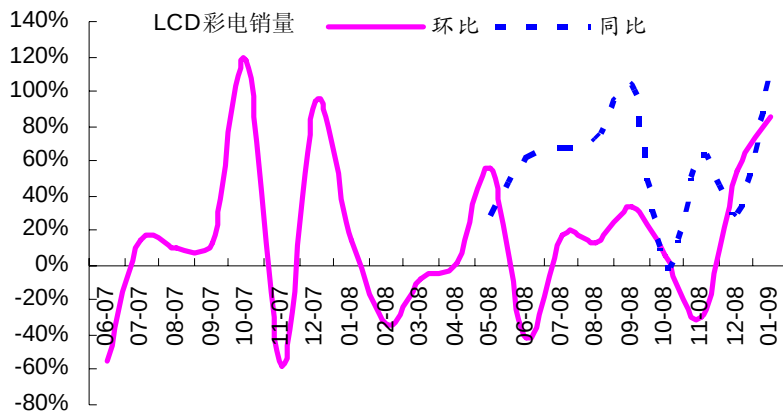
| 基础测算：物业价值+净现金+租赁经营商场目前盈利所能带来的市值 |      |           |
|---------------------------------|------|-----------|
| 自有物业市价假设：                       | 元/平米 | 5000      |
| (1)自有物业商场价值：                    | 亿元   | 72        |
| (2)银行存款-银行负债：                   | 亿元   | 1.6       |
| 租赁经营商场2008年净利润                  | 亿元   | 1.0       |
| (3)租赁商场2008年净利润*20倍市盈率          | 亿元   | 20.5      |
| <b>NAV合计 (1)+(2)+(3)</b>        | 亿元   | <b>94</b> |
| 股价                              | 元    | 26.9      |
| 股本                              | 亿股   | 2.9       |
| 目前市值                            | 亿元   | 78.9      |
| NAV高出市值                         | -    | 19.4%     |
| NAV对应每股                         | 元    | 32        |

资料来源：中金公司研究部测算



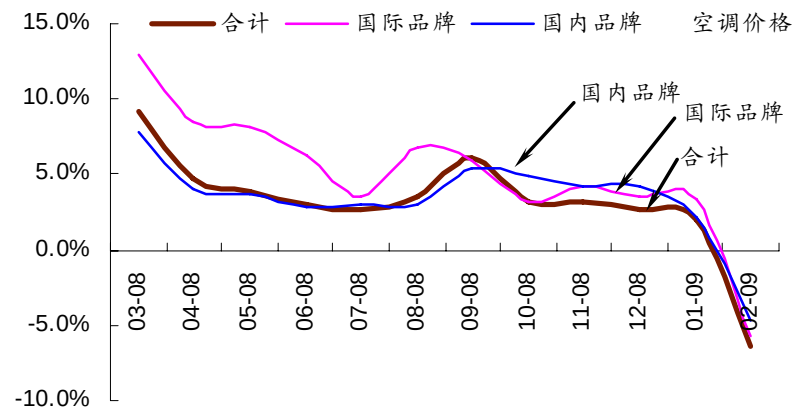
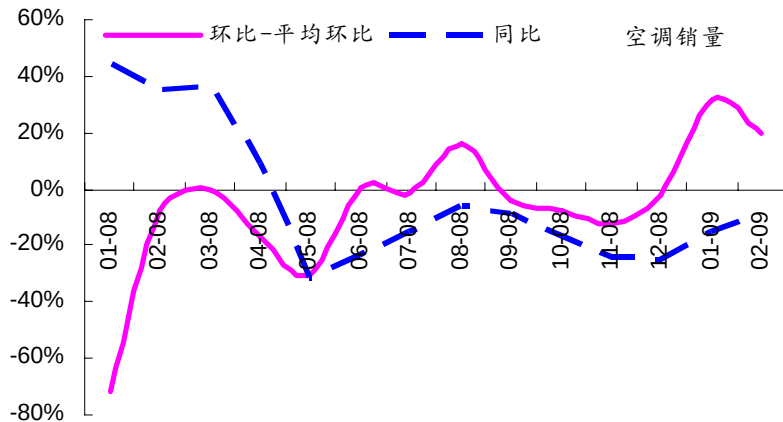
## 家电专卖: 彩电、空调销售只占家电零售商收入的25%和13%

### LCD彩电销量和价格



资料来源: 中怡康, 中金公司研究部

### 空调销量和价格

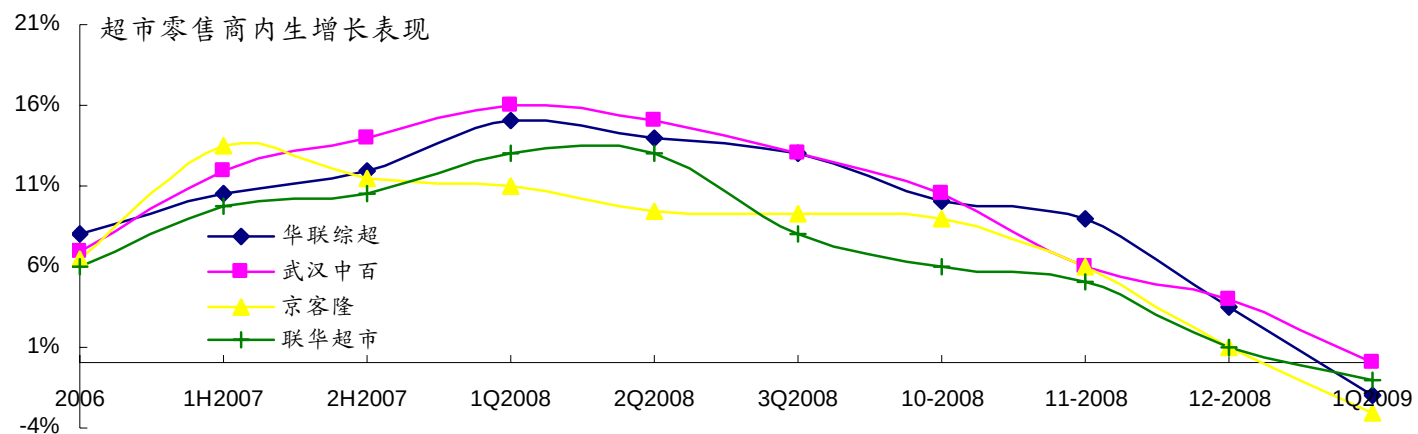
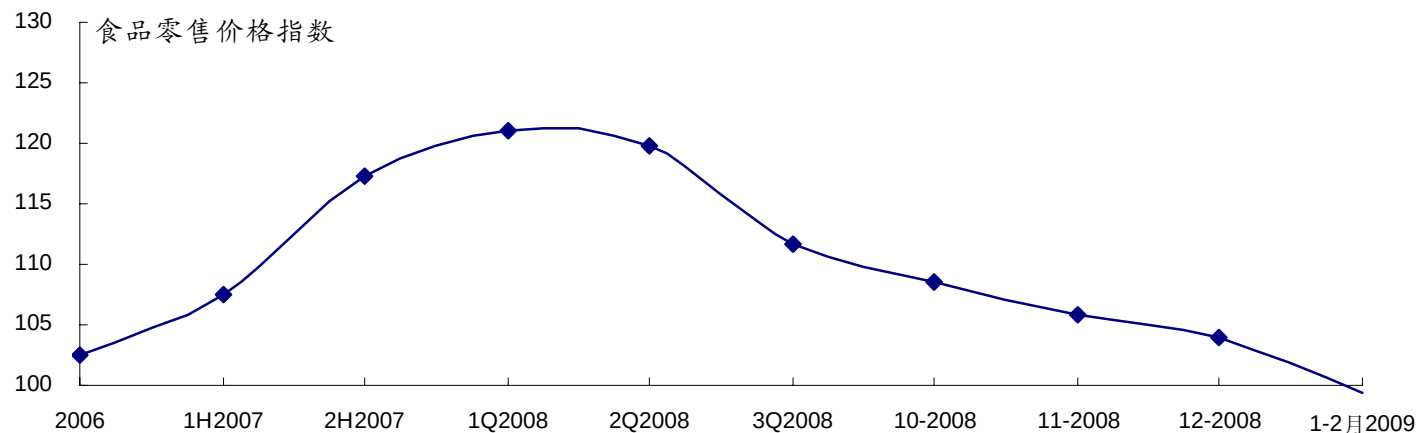


资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

## 超市：直至去年三季度的食品价格基数仍较高

### CPI下跌对超市公司内生增长影响明显

•超市公司也会面临较大的同店增长压力，主要原因是显著影响其销售价格的CPI指数在去年一季度创出了新高，值到去年3季度仍有10%的水平，而今年则面临下降风险。



感谢大家的宝贵时间!

Q&A