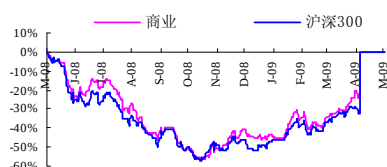


## 批发零售行业

维持评级：强于大市

## 相对沪深 300 表现



| 表现     | 1m    | 3m    | 12m    |
|--------|-------|-------|--------|
| 商业行业   | -0.4% | 19.0% | -21.2% |
| 沪深 300 | 1.6%  | 17.3% | -27.3% |

| 重点公司 | 6m%   | YTD% | 评级 |
|------|-------|------|----|
| 苏宁电器 | 51.8% | -15% | 中性 |
| 武汉中百 | 15.9% | -23% | 增持 |
| 百联股份 | 64%   | -17% | 增持 |
| 豫园商城 | 107%  | -30% | 增持 |

## 相关报告

《批发零售业 2009 年 5 月份投资策略报告：季报业绩好于预期》2009.4.29

《批发零售业 2009 年 2 季度投资策略报告：速度高于完美的投资机会不可错过》2009.3.31

《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

## 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。

- 从全球消费环境看，沃尔玛同店销售大幅回暖，不仅取决于公司低价优势和运营效率优势的充分发挥，也反映出消费复苏前景依然不明朗，导致消费者在低价超市消费支出的比例增大；
- 国家统计局数据显示，中国 4 月份零售额较上年同期名义同比增长 14.8%，实际同比增长 16.3%；1-4 月份零售额 3.88 万亿元，较上年同期名义增长 15.0%，实际同比增长 15.8%。商业零售行业名义增长率自 2008 年 9 月份见顶之后，一直处于持续下降通道，而实际增速略有回升主要系物价低迷的原因，预计未来国家将陆续出台政策以加大消费刺激力度；
- 2 季度销售有望超出市场预期：一季度是行业最差阶段，名义消费增速很可能已经见底，预计二季度整体将有所回升。内生增长部分，伴随同比基数的逐渐降低，企业有望在 5 月份以后实现同店正增长；外生增长部分，行业回暖也会通过缩短新店培育时间缩短新店盈利时间；五一期间重点企业销售明显好于行业整体 9% 的增速，这与经济下滑区间重点企业受冲击大于中小型企业正好相反，反映经济回暖迹象；轻工规划调整等政策陆续出台为家电连锁行业带来投资机会，按中央财政 20 亿元补贴“以旧换新”的安排，预计拉动家电行业增长 10%；
- 如果说 4、5 月份是填补估值洼地和以百货业为代表的销售超市场预期所带来的行业普涨，那么 6 月份的投资机会将存在于 09 年下半年整体行业基本面好转的预期能否兑现，以及将更多存在于依据基本面进行的个股选择方面，如基本面较好、同店销售恢复迅速的广州友谊，有资产注入预期的广百股份、新世界，受益于家电下乡、家电进城、以旧换新政策的苏宁电器，同时存在多种题材的上海本地商业股百联股份、豫园商城，还有从 4 月份开始同店增长开始摆脱同店负增长、估值低、受益于电费下调的武汉中百；
- 截至 2009-5-22，A 股零售板块 09 年动态市盈率 24.79 倍，百货子行业 09 年市盈率 23.93 倍，专业连锁（含超市和家电连锁）09 年市盈率 24.96 倍。优势龙头企业理应获得比行业平均值更快增速，可享受一定估值溢价，我们认为龙头公司 09 年动态市盈率保守估值中枢至少 25 倍的水平。鉴于 09 年下半年行业整体向好预期及去年同期基数下降带来的同比增长压力缓解，维持行业“强于大市”评级。重点关注百联股份（600631）、豫园商城（600655）、苏宁电器（002024）、武汉中百（000759）。

## 沃尔玛销售情况好于市场预期，全球消费复苏前景不明朗

美国商务部 5 月 13 日的美国零售报告显示,4 月份零售额环比下降 0.4%。零售数据已连续两个月出现低于市场预期的表现,我们认为主要有两个原因: 失业率继续攀升,经济复苏预期不确定;消费者将更多的收入用于偿还贷款。

而公司层面, ICSC 连锁零售店指数 4 月份出现较为明显的环比增长。其中, 沃尔玛连锁公司 (Wal-mart Stores Inc.) 4 月份不包括汽油销售的美国整体同店销售增长 5%, 超出市场分析师 2.9% 的预期。同店销售额表现好于分析师预期的还有百货公司 Stage Stores Inc. 和 Gap Inc.。

我们认为, 沃尔玛同店销售大幅回暖, 不仅取决于公司低价优势和运营效率优势的充分发挥, 也反映出消费复苏前景依然不明朗, 导致消费者在低价超市消费支出的比例增大。

表 1 世界连锁消费企业 2009 年财报情况和开店计划一览

| 国外公司 | 2009 年第二财季季报 (截至 3 月 29 日)                                                                                                                                                                                                                                            | 说明                                                                                                                                                                                                          |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 星巴克  | 主营收入 23 亿美元, 同比下滑 7.6%, 略好于前一季度的 -9%; 净利润 2500 万美元, 去年同期 1.087 亿美元, 同比下降 77%。但比起 08 年第三财季净亏损和第四财季下滑 97% 已开始好转。净利润大幅下滑受关店影响, 关店当季要产生相关费用; 成本削减 1.2 亿美元, 是唯一亮点, 大幅超过之前节省 1 亿美元的目标。公司在季报中为下一个财季制定了更为苛刻的成本削减目标, 成本削减 1.5 亿元。再下一季, 成本削减 1.75 亿美元。整个 2009 财年, 星巴克计划节省 5 亿美元 | 截至 09 年财年末, 全球范围内星巴克门店将仅增 20 家。<br>08 年 7 月, 裁员 1.2 万人, 关闭 600 家门店;<br>09 年初, 关店 360 家, 裁员 6700 人。关店地点主要在美国。同时, 09 年全球开店计划 700 家, 暂无中国区具体数字。类型上, 减少直营店, 增加加盟店                                               |
| 7-11 | 上海便利连锁好德、可的、全家、罗森、喜士多等, 竞争白热化, 行业整体微利, 在盈亏平衡点附近挣扎                                                                                                                                                                                                                     | 获得上海地区 7-11 经营权的事台湾统一超商, 也是台湾地区 7-11 的经营权拥有者, 在台湾拥有强大的网络化运作。地方政策规定差别大。7-11 在台湾代收水电费的提成是百分之几, 但是大陆只有千分之几, 几乎可忽略不计, 没有办法做到台湾地区的强势附加业务。<br>差异化投入的成本不菲、较好地地理位置的高租金成本, 24 小时营业带来的高人力成本和高能耗, 使得 7-11 在台湾亏了 7 年才盈利 |
| H&M  | 截至 2009 年 2 月, 全球共有 1748 家分店                                                                                                                                                                                                                                          | 2009 年计划全球开设 225 家分店;<br>中国区开设 5-6 家, 首家已在北京前门大正式开业, 该商家首次进军北京, 稍后在西单开设二号店                                                                                                                                  |

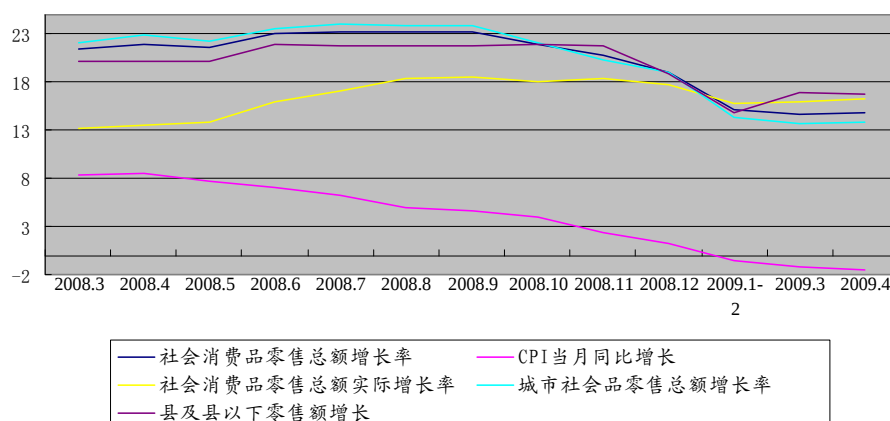
资料来源 联商网

## 社销额等指标反映实际消费需求并未启稳

国家统计局数据显示, 中国 4 月份零售额较上年同期名义同比增长

14.8%，比去年同期的 22%回落了 7.2 个百分点，扣除物价因素，实际同比增长 16.3%，快于第一季度的 15.9%和 3 月份的 16.4%的实际增速；1-4 月份零售额 3.88 万亿元，较上年同期名义增长 15.0%，实际同比增长 15.8%。商业零售行业名义增长率自 2008 年 9 月份见顶之后，一直处于持续下降通道，而实际增速略有回升主要系物价低迷的原因，预计未来国家将陆续出台政策以加大消费刺激力度。

图 1 全国社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局

分商品类别看，限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长 9.2%、13.9%和 9.7%。

其中，粮油类增长 4.8%，肉禽蛋类增长 6.5%，销售低位徘徊主要原因是 2008 年同期 CPI 高基数造成了销售低增长，预计该状况短期内难以得到缓解；

服装类增长 14.0%，化妆品类增长 18.2%，金银珠宝类增长 10.4%，销售状况处于低位；

受房地产成交回暖影响，家具类增长 22.8%，建筑及装潢材料类增长 10.8%；

其他各项增长情况，家用电器和音像器材类增长 0.6%，文化办公用品类增长 1.9%，体育、娱乐用品类增长 5.0%，日用品类增长 13.7%，汽车类增长 18.5%，石油及制品类增长 0.3%，通讯器材类下降 8.4%。

### 零售公司 4 月销售预示二季度销售有望超预期

我们认为，2 季度行业整体销售有望超出市场预期，原因如下：

第一，一季度是行业最差阶段，名义消费增速很可能已经见底，预

计二季度整体将有所回升。内生增长部分，伴随同比基数的逐渐降低，企业有望在 5 月份以后实现同店正增长；外生增长部分，行业回暖也会通过缩短新店培育时间缩短新店盈利时间。

据中国连锁协会今日发布的《中国连锁零售企业经营状况分析报告（2008-2009）》显示，2008 全年及 2009 年一季度，中国连锁零售行业出现连续 5 个季度的增幅下滑，销售收入增速变化的基本轨迹是：2008 年 1 季度同比增长 20-30%，2 季度维持在 20%左右，3 季度普遍滑落至 10%，到 4 季度增幅维持在 0-5%。其下滑曲线与全球及国内经济形式的下滑趋势非常吻合。

可以看出，2009 年第一季度是连锁零售业发展 10 几年以来所遇到的最困难的时期——超市业态的销售整体同比增长 7%，利润增长 5%；百货业态的销售和利润同比下降 5%，环比上升 10%；分地区来看，各地区的增长情况差异较大，北京、上海、深圳等地增幅最小，深圳企业的客流量下降最为明显，甚至在大型超市和超市业态也出现了客流量下降的情况，而内地企业增长速度则比较快。

表 2 2008 年零售业主要业态企业店铺效率和效益情况

| 业态   | 人数(万人/年) | 增幅%  | 坪效(万元/平米年) | 增幅%  | 单品销售额(万元/SKU) | 增幅%  | 日交易次数 | 增幅%  | 客单价(元) | 增幅%  | 毛利率% | 增幅(百分点) |
|------|----------|------|------------|------|---------------|------|-------|------|--------|------|------|---------|
| 大型超市 | 89.1     | 1.8  | 1.76       | 6.27 | 0.7           | 8.4  | 10059 | 1.0  | 58.1   | 11.6 | 12.9 | 0.3     |
| 超市   | 71.9     | 8.3  | 2.71       | 9.81 | 0.5           | 3.6  | 4554  | 6.5  | 43.6   | 4.5  | 12.9 | 0.9     |
| 百货   | 99.7     | 15.3 | 2.72       | 9.3  | 0.35          | 9.2  | 10839 | -5.2 | 226.4  | 1.5  | 14.1 | 0.3     |
| 便利店  | 52.1     | 6.6  | 3.40       | 12.3 | 0.5           | 11.7 | 758   | -2.7 | 16.2   | 11.1 | 16.1 | 0.8     |
| 家电   | 173.3    | 7.9  | 6.54       | 6.89 | 3.63          | -3.5 | 729   | -7.8 | 1901.0 | 2.3  | 10.5 | 1.3     |
| 药店   | 61.0     | 6.6  | 4.90       | 7.1  | 0.55          | 2.9  | 1724  | -3.8 | 48.2   | 1.3  | 23.0 | -0.7    |

资料来源 联商网、北京商务委等

表 3 部分跟踪零售业公司销售和开店情况

| 公司   | 销售等情况分析                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 广州友谊 | 公司 4 月份销售收入增长达双位数，五一广州的 3 家门店增长 30%以上，南宁店 2 天 500 多万销售，同比增长 200%——均预示公司二季度销售有望提速。<br>2009 年争取开新门店。2009 年是广友 50 年华诞，预计公司将采取积极促销活动，对销售具有拉动作用。 |
| 百联股份 | 公司一季度销售获得 7.7%的增长，好于市场同比下降预期；五一销售增速高达 20%；世博会将大大推进百联大型购物中心的发展速度，通过提高招租率扭亏为盈                                                                 |
| 豫园商城 | 公司一季度金条销售受到较大的影响，老庙黄金销售同比减少了 1000 多万，二季度由于有五一婚庆高峰的因素，饰品金销售良好，二季度销售有望好于市场预期。                                                                 |
| 百盛   | 1、一季度销售 34.24 亿元，同比增长 21%；2、经营收益增至 10.6 亿元，较去年同期上升 11.5%；3、经营利润达 3.655 亿元，较去年同期上升 13.1% 4、本公司应占利润上升至 2.587 亿元，较去年同期上升 14.9%；5、同店销售增加 9%     |

资料来源 联商网

第二，商务部监测数据显示，“五一”期间全国千家重点监测零售企业实现销售额 120 亿元人民币，同比增长 9%，增速低于去年同期销售增速水平。其中金银珠宝销售额同比增长 19.6%，家电销售额同比增长 11.4%，液晶电视、空调、电冰箱、3G 手机、无线上网笔记本电脑等商品热销；食品、服装、鞋帽销售额同比分别增长 4.2%、8.7%、4.7%，呈平稳增长趋势。另外，汽车销售额同比增长 9.2%。

五一期间重点企业销售明显好于行业整体 9%的增速，这与经济下滑区间重点企业受冲击大于中小型企业正好相反，反映经济回暖迹象。其中百货普遍有 20-30%的增长（百联股份 20%、广州友谊 30%、广百股份 30%），即便 2008 年五一的基数非常高，超市也取得了 10-20%的增长（步步高 10%，武汉中百 24%），苏宁电器则实现了 20-30%的增长。

表 4 “五一”销售数据

| 城市  | 销售额             | 同比增长   | 说明                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|-----|-----------------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京  | -               | -      | 餐饮企业销售额同比增幅最高，高出百货商场、超市业态 6.6 和 3 个百分点；<br>东来顺、全聚德两大餐饮连锁当日销售额分别增长了 49.1%和 37.5%                                                                                                                                                                                                                                          |
| 广州  | -               | -      | 销售实际情况好于商场预期。广百、广友、天河城、摩登、新光、新大新等六大百货公司五一一天共进账 9530 万元，同比均有大幅上涨；<br>广州新货到货快、折扣多，吸引了周边佛山等城市的顾客；<br>液晶电视、空调、冰箱、手机、电脑等数码产品成为假期首天的销售焦点。广百各类电器销售同比增幅超过 4 成。广州友谊也表示，电器销售超过 700 万元                                                                                                                                              |
| 郑州  | -               | 20%    | 销售实际情况普遍超出百货、超市、家电卖场等商家预期；<br>河南永乐电器：从 2009 年 1 月到 4 月，每个月都很难完成总部下达的任务，至多完成 90%，五一提前完成销售任务                                                                                                                                                                                                                               |
| 杭州  | 五大商场销售额 1.23 亿元 | 6%-25% | 金融危机对客人的心理影响周期逐渐减弱，相比于往年促销力度大，除了折扣还有消费券。银泰、解百的 TEENIE WEENIE 专柜，货品参加“满 400 元减 160 元”后还有实付金额满额赠券；<br>据杭州市贸易局统计，小长假前两天市区 11 家超市实现销售 3734 万元，相比去年小幅上涨；<br>由于消费券的使用，解百家电商场同比增幅达到 30%以上，高于服饰类商品增幅；<br>百大 5 月 1-2 日珠宝销售额同比增幅达 30%                                                                                              |
| 西安  | 19 亿元           | 19%    | 启动 1.15 亿元消费券发放活动，涉及百货、超市、餐饮、家居建材等行业 29 家大中型企业                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 石家庄 | -               | -      | 其中 7 家大型商贸企业(北人集团、东购、保龙仓、建华商场、苏宁电器、国美电器、饮服集团)假期 3 天共实现销售收入 32336 万元，同比增长 20.4%；12 家饭店 3 天营业额达 120 万元，同比增长 13.2%；<br>北国电器五一销售同比增幅显著。两大主力店北国总店、新百广场家电城是销售最好的两家门店。原因：打折促销力度大，新婚新居人群选购家电的集中爆发期，家电套购促销活动效果显著。分品类看：<br>彩电——创历年同期销售最高记录；<br>空调——提升 300%；<br>高端产品，如双开门冰箱、滚筒洗衣机、52 寸以上大尺寸平板电视占销售的 13%；<br>冰箱、洗衣机、3C、小家电产品——增长 75% |

资料来源 联商网、北京商务委等

第三，轻工规划调整等政策陆续出台为家电连锁行业带来投资机会

5 月 18 日，国务院发布了《轻工业调整和振兴规划细则》，对淘汰落后产能、鼓励兼并重组、提高环保及安全标准、稳定和扩大国内外需求特别是我国农村需求等方面对我国轻工业的发展进行了规划，其中有关于家电的政策将使家电连锁行业间接受益。

在“家电下乡”全国推广以后，“家电进城”也为业界期盼。以补贴家电产品“以旧换新”的方式“进城”，一方面考虑到启动升级换代的消费需求，另一方面也兼顾了经济增长的同时保护环境的要求。由于我国居民家庭购置的家电普遍超龄服役，安全和电磁辐射问题不容忽视。

补贴“以旧换新”率先在九省市试点，预计全国推广可期。补贴的家电产品包括洗衣机、冰箱、空调、彩电四大类。

我们估计，若有 10%的居民受该政策刺激消费升级，将给行业带来 585 亿元新增销售额，政府补贴 10%为 58.5 亿元，九省市均为经济发达地区，整体保有量较高，占全国比例假设为 40%，补贴金额 23.4 亿元。按中央财政 20 亿元补贴“以旧换新”的安排，政府预期的刺激效果在 5-10%之间，将拉动家电行业增长 10%。鉴于细则尚未出台，试点期间难免会有各种困难，实际效果将有所折扣。

### 维持行业“强于大市”的投资评级

如果说 4 月份和 5 月份是填补估值洼地和以百货业为代表的销售超市场预期所带来的行业普涨，那么，在估值洼地填平和销售市场预期渐渐一致后，6 月份的投资机会，将存在于 2009 年下半年整体行业基本面好转的预期能否兑现，以及将更多存在于依据基本面进行个股选择方面。

我们判断，6 月份零售行业存在的投资机会如下：

基本面较好、同店销售恢复迅速，适于中长期配置：广州友谊；

有资产注入预期的：新世界、广百股份；

受益于家电下乡、家电进城、以旧换新政策的：苏宁电器；

同时存在多种题材的上海本地商业股：百联股份、豫园商城；

从 4 月份开始同店增长开始摆脱同店负增长、估值低、受益于电费下调：武汉中百。

截至 2009-5-22，据 Wind 统计，A 股零售板块 2009 年的动态市盈率为 24.79 倍，百货子行业 09 年动态市盈率 23.93 倍，专业连锁（含超市和家电连锁）09 年动态市盈率 24.96 倍，处于行业历史估值低端水平。

优势龙头企业理应获得比行业平均值更快的增长速度，因此可以享受一定的估值溢价，据此我们认为，龙头公司的 09 年动态市盈率保守估值中枢至少在 25 倍的水平。

我们统计的 38 家上市公司中，有 19 家上市公司的 09/10 年市盈率在平均值之下，25 家上市公司的市净率在平均值之下，26 家上市公司的市销率在平均值之下，17 家上市公司的市销率小于 1。共计 11 家公司的市盈率、市净率、市销率同时在均值以下，值得关注，分别是：合肥百货、鄂武商 A、广百股份、大厦股份、南京新百、欧亚集团、新华百货、杭州解百、银座股份、武汉中百、宏图高科。

鉴于 2009 年下半年行业整体向好的预期以及去年同期基数的逐步下降带来的同比增长压力缓解，我们仍然维持行业“强于大市”的投资评级。重点关注百联股份（600631）、豫园商城（600655）、苏宁电器（002024）、武汉中百（000759）。

表 5 估值比较

| 证券代码      | 证券简称  | PE2008 | PE2009 | PE2010 | PB2008 | PS2008 |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 000417.SZ | 合肥百货  | 30.06  | 21.70  | 17.23  | 4.13   | 0.72   |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 29.05  | 23.53  | 19.37  | 4.11   | 0.79   |
| 000679.SZ | 大连友谊  | 24.60  | 12.50  | 10.26  | 4.43   | 1.42   |
| 000715.SZ | 中兴商业  | 42.67  | 29.06  | 22.83  | 3.03   | 1.10   |
| 000785.SZ | 武汉中商  | 52.95  | 48.01  | 35.87  | 3.69   | 0.64   |
| 000882.SZ | 华联股份  | 33.99  | -      | 20.57  | 2.68   | 4.59   |
| 000987.SZ | 广州友谊  | 21.30  | 20.69  | 18.37  | 4.77   | 2.09   |
| 002187.SZ | 广百股份  | 24.87  | 21.76  | 17.33  | 3.87   | 1.09   |
| 600280.SH | 南京中商  | 43.84  | 28.42  | 15.04  | 2.91   | 0.45   |
| 600306.SH | 商业城   | -74.94 | 35.23  | 17.81  | 3.38   | 0.90   |
| 600327.SH | 大厦股份  | 25.11  | 19.01  | 15.51  | 3.57   | 0.64   |
| 600628.SH | 新世界   | 34.67  | 31.42  | 24.55  | 3.45   | 2.13   |
| 600631.SH | 百联股份  | 38.69  | 32.46  | 25.52  | 2.99   | 1.50   |
| 600655.SH | 豫园商城  | 41.60  | 30.67  | 22.64  | 4.32   | 1.74   |
| 600682.SH | 南京新百  | 38.00  | 17.86  | 14.83  | 2.93   | 1.71   |
| 600683.SH | 银泰股份  | 99.66  | 31.78  | 16.22  | 9.71   | 7.44   |
| 600693.SH | 东百集团  | 30.27  | 23.75  | 19.02  | 5.44   | 2.19   |
| 600694.SH | 大商股份  | 33.84  | 28.18  | 21.44  | 2.51   | 0.42   |
| 600697.SH | 欧亚集团  | 25.41  | 21.80  | 16.91  | 3.71   | 0.79   |
| 600729.SH | 重庆百货  | 26.08  | 22.72  | 19.30  | 5.14   | 0.66   |
| 600785.SH | 新华百货  | 25.17  | 19.25  | 16.69  | 3.99   | 0.96   |
| 600814.SH | 杭州解百  | 25.61  | 21.73  | 18.12  | 3.67   | 1.16   |
| 600828.SH | 成商集团  | 30.53  | 22.56  | 17.39  | 8.30   | 2.19   |

|           |      |        |       |       |      |      |
|-----------|------|--------|-------|-------|------|------|
| 600856.SH | 长百集团 | -29.35 | 4.02  | 3.28  | 8.10 | 3.83 |
| 600858.SH | 银座股份 | 28.30  | 22.73 | 17.75 | 3.23 | 0.92 |
| 600859.SH | 王府井  | 26.49  | 21.97 | 18.20 | 4.44 | 0.90 |
| 600861.SH | 北京城乡 | 32.23  | 29.30 | 25.79 | 1.47 | 1.73 |
| 600865.SH | 百大集团 | 34.41  | -     | 19.26 | 3.34 | 2.00 |
| 000759.SZ | 武汉中百 | 29.25  | 24.14 | 18.79 | 3.22 | 0.58 |
| 000829.SZ | 天音控股 | 43.09  | 30.90 | 20.51 | 3.88 | 0.37 |
| 002024.SZ | 苏宁电器 | 30.60  | 24.94 | 19.93 | 7.57 | 1.33 |
| 002264.SZ | 新华都  | 37.88  | 31.79 | 24.13 | 4.77 | 1.07 |
| 600122.SH | 宏图高科 | 35.94  | 17.95 | 13.27 | 3.85 | 0.63 |
| 600361.SH | 华联综超 | 33.69  | 27.13 | 20.24 | 2.23 | 0.46 |
| 600827.SH | 友谊股份 | 38.47  | 26.26 | 21.43 | 2.39 | 0.21 |
| 002251.SZ | 步步高  | 39.07  | 30.97 | 24.43 | 4.53 | 1.22 |
| 600415.SH | 小商品城 | 40.12  | 27.84 | 21.36 | 4.42 | 9.25 |
| 600824.SH | 益民商业 | 46.13  | 40.50 | 33.51 | 3.87 | 3.92 |
| 平均        |      | 30.77  | 25.68 | 19.60 | 4.16 | 1.73 |

资料来源 Wind

## 重点跟踪上市公司点评

### 豫园商城（600655）：多重投资价值

豫园商城貌似整体业务结构复杂，但实际上，公司独特的经营模式不仅是不可复制的，而且是有主线的：豫园的老字号品牌无形价值巨大，覆盖高中低端梯次发展格局，有利于公司文化输出和盈利潜力发挥；黄金批零业务通过公司文化背书，在全国范围提升了公司形象，加大了对公司旅游品牌的影响。而黄金在经济衰退周期具有抗跌的特性，黄金批零业务具备避险和消费的双重功能；在宏观经济持续向下的过程中，豫园部分产业形态如老字号的大众食品、小吃等属于抵抗经济衰退较为有效的业态，这可保证其在不利的经济环境中依然可以保持较好的盈利增长；公司量体裁衣投资于与黄金零售主业具有协同优势并且自身相对熟悉的上游产业链等项目；

黄金连锁主业基本面扎实，仍有较大业绩提升潜力。09/10 年黄金批零收入增长率 25.56%、24.58%，毛利率 9.6%、9%；餐饮连锁收入增长为 4%、6%，毛利率 56.5%、56.5%；医药连锁未来几年收入增长率 30%左右，毛利率 22%；

投资收益是公司第二大盈利增长点，预计 09 年股市向好带来的德邦证券收益、金价上涨和经济回暖带来的招金矿业的收益，对 EPS 有至少 0.055 元的增厚；

137 亿元的商业资产价值构筑安全边际，平均每股 18.91 元；

估值与投资评级。作为上海地区的商业龙头，公司经营商品品种和经营形态具有独特的盈利模式，理应享有一定的稀缺性溢价。综合考虑黄金批零主业的快速发展、餐饮连锁海外扩张提速、医药品牌提升、较强的创投能力、资产估值溢价带来的安全边际、世博会效应，公司 09/10 年 EPS 分别为 0.64/0.91 元，市盈率分别为 29.4/20.7 倍。我们认为豫园商城还有 10%的溢价空间。首次给予公司“增持”评级。

| （百万元）    | 07A   | 08A   | 09E   | 10E   |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 5636  | 7856  | 9819  | 12176 |
| EBIT     | 971   | 557   | 636   | 781`  |
| 净利润      | 781   | 367   | 517   | 733   |
| 每股收益（元）  | 1.05  | 0.45  | 0.64  | 0.91  |
| 每股净资产    | 5.23  | 4.36  | 4.86  | 5.53  |
| 全面摊薄 ROE | 24.02 | 10.39 | 11.66 | 12.6  |

## 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。