



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 6 月 12 日

零售行业

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

黄芳

联系人

huangf@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

余小波

联系人

yuxiaobo@cicc.com.cn

零售周报第 26 期

零售及品牌服装：有望升至一线投资品种

数据点评：

- **各类数据持续向好。**我们预计周五即将报出的 5 月份社会消费品零售总额名义增速有望较 4 月份 14.8% 有所加快至 15.2% 左右，考虑到价格下行因素的影响，其实际增速反弹将更为显著；周四报出的 5 月 CPI 数据下行幅度继续缩窄，下半年如果 CPI 转正，则有利于整体消费热情的进一步回升；而本月中下旬报出的百强零售业 5 月销售增长将继续加快，消费者信心指数也有望反弹。
- **公司基本面有所改善。**本周 A 股和港股零售及品牌服装板块表现较好，部分个股涨幅超出大盘。除各项宏观数据的利好外，各公司还在五月份延续了同店增长的提升。我国最大的百货公司大商股份迈出了管理层激励的实质性一步，广东高档百货龙头广州友谊的管理层增持了公司股票，其股价的活跃对板块行情起到了带动作用。
- **零售和品牌服装板块是否有望从二线投资品种升至一线品种的行列？我们认为，具备一定的可能性。**主要依据是：1) 数据的持续利好、盈利有上调空间；2) 二季报零售和品牌服装板块整体增速有望从一季度的 4% 上升到 10%—15%，明显高于市场平均；3) 去年公司盈利的基数前高后低，下半年业绩增速有望进一步加快。

本周公司新闻聚焦——合肥百货：安徽省的商业龙头

合肥百货是安徽省的商业龙头，通过百货、超市、家电、农贸市场四个业态对区域市场进行了有效的渗透，在全国零售百强中排名第 14 位。从最近的公开新闻来看：1) 合肥消费市场表现良好，五一节假日获得双位数增长；2) 致力于营销模式创新，例如与建行合作推出百大龙卡，推出女装、儿童和家电的促销专场，发放消费券等，各门店客流量保持良好水平；3) 通过 MBA 教育提升管理团队综合水平。

投资建议：

- 目前来看，我们预计零售公司 2 季度的盈利增速有望比 1 季度有较明显改善，消费复苏的趋势日益显现，重申对零售板块“向好”的投资评级。消费反弹中，百货和品牌服装表现明显好于家电和超市，应当给予更多配置。
- **A 股：**零售板块的推荐顺序为大商股份、广州友谊、合肥百货、百联股份；品牌服装公司推荐七匹狼和雅戈尔。其中，我们认为大商股份的实际盈利能力在 8-10 亿元左右，目前价位对应的隐含市盈率仅为十几倍，管理层激励机制一旦落实、业绩有望得到释放，且其 144 万平米的自有商业物业和在东三省、河南的充分渗透已可作为股价的有利支持。广州友谊市盈率最低，合肥百货是增长最快的零售股之一，百联也具备很高的自有物业价值且受益于世博会的拉动。此外，王府井、上海新世界、欧亚集团、新华百货、苏宁电器等也值得关注。
- **港股：**可重点配置运动服装板块的李宁、动向和安踏，它们业绩增速最快、估值较低；百货板块估值较低的香港新世界、银泰百货、茂业国际也值得重点关注。零售板块领军公司百盛（2009 年 27x）市盈率短期恐难突破 30 倍的水平，但仍可作长线配置；百丽虽估值已不低（23x），但作为市值最大的消费公司，若整个板块受到更大关注，其股价也会有所表现。

风险提示：如果经济又发生下行变化，将会影响消费者信心和行业数据表现，会有一定的反复。

上期周报和近期报告观点回顾：

- 1) 端午节零售增长良好，消费复苏趋势得以保持；
- 2) 公司聚焦——大商股份：经营一直在进步的大型商业集团；
- 3) 大商股份：管理层激励走出市值性一步；
- 4) 路演 PPT：消费复苏有利百货和品牌服装板块。

本周公司新闻聚焦——合肥百货

新闻 1：庆端午 迎六一——鼓楼高新商厦系列文艺演出

来源：集团网站 发布时间：2009-05-30

5月26日——30日，正值中国传统端午佳节之际，同时为迎接“六一国际儿童节”的到来，鼓楼高新商厦在门前广场举办了系列文艺演出活动。“缤纷衣夏——时尚夏品发布会”以别具一格的时尚方式为大家献上了一场秀色可餐的端午饕餮盛宴。

另外，鼓楼高新商厦携手合肥永红幼儿园和蒙特梭利幼儿园组织了“我酷我行宝贝才艺秀”和“童心飞扬”两场儿童文艺表演，以此向祖国的花朵表达关爱之心。



新闻 2：合肥百货大楼喜迎 50 华诞，女装全面装修调整

来源：集团网站 发布时间：2009-05-21

新闻 3：万家激情今夏 冰爽荟萃——超越历史的家电专场

来源：集团网站 发布时间：2009-05-19

公司以冰洗、空调、电风扇等夏季热卖商品为主打，采用特价、加赠、返券等立体式促销工具，结合时令，开启了夏季促销第一篇章，销售增长喜人。

新闻 4：“五一”小长假合肥市消费品市场需求旺盛

来源：合肥商务局 发布时间：2009-05-6

为抢抓节日商机，“五一”小长假期间，我市商家开展了购物赠券、满额送好礼等形式多样的营销活动。各大商场内顾客熙熙攘攘，人们利用假期边休闲边购物。据市商务局对全市商业企业经营情况监测，今年“五一”节期间全市12家商场（超市、卖场）3天累计实现商品销售总额1.61亿元，同比增长14.2%；其中5月1日实现销售额5606万元，同比增长17%。合肥百货大楼、合肥鼓楼商厦、安徽商之都合肥商厦、百大乐普生商厦、CBD购物中心、瑞景名品购物中心销售同比增幅均在15%以上。合家福、红府、家乐福等超市在“五一”节期间采取超值换购、购物送礼等促销措施，扩大商品销售，3天实现销售额同比增幅均在10%以上，成为节日居民一站式购物的好去处。

新闻 5：与建行合作推出百大龙卡

来源：集团网站 发布时间：2009-05-7

百大龙卡是中国建设银行安徽省分行与合肥百大集团携手推出的百货联名信用卡，该卡兼具龙卡人民币信用卡和百大会员卡的双重功能，不仅秉承了龙卡信用卡先消费后还款、最长50天免息期的全部功能，更可尊享合肥百大集团三星贵宾卡待遇等多项特殊权益。**购物折扣**：持卡人在合肥百大集团各成员企业刷卡购物享有合肥百大集团三星贵宾卡待遇，达到升级标准时，按相关规定进行升级；**双重积分**：刷卡消费可获双重积分奖励，除信用卡消费积分可用于兑换建行提供的积分奖品外，在合肥百大集团各成员企业内刷卡消费可同时累积合肥百大集团积分，积分可兑换百大集团提供的奖品；**免费停车**：持卡人在合肥百大集团商场内刷卡消费，凭签购单在有条件的门店享受免费停车待遇；**专享促销**：持卡人每年可参加专属促销活动。

新闻 6：亳州百大五一促销场面

来源：集团网站

发布时间：2009-05-6

**新闻 7：跻身全国百强第 14 位**

来源：集团网站

发布时间：2009-04-30

“2008 年中国连锁百强名单”近日正式公布。合肥百货大楼集团股份有限公司年销售额为 194 亿元,比上年增长 23.8%,门店数量达到 125 个,位居第 14 位。

新闻 8：中意合资冷链物流设备制造项目奠基仪式隆重举行

来源：集团网站

发布时间：2009-04-25

2009 年 4 月 25 日中午 11 时 58 分,中意合资冷链物流设备制造项目奠基仪式在合肥经济技术开发区桃花工业园隆重举行。意大利拉库里奇市市长阿德里亚诺·托塞罗,梦尼特公司董事长莱蒂齐娅·罗扎诺、执行总裁安德烈·奥依塔那以及安徽及合肥的各界领导出席奠基仪式。

中意合资冷链物流设备制造项目由合肥百大集团、国控公司、兴泰集团、荣事达集团中方企业与意大利梦尼特公司共同投资,总投资额 5 亿元,注册资本 3 亿元,首期投资 1 亿元。该项目将以合资公司为主体,以梦尼特公司世界领先的、独有的生产技术和完整、有效的产品品牌、管理方式为支撑,利用中方社会资源优势和合肥区位优势,生产食品保鲜箱、医用保鲜箱等冷链保鲜装备产品,研究提供从田间、食品加工、仓储、运输直至消费者餐桌的全程冷链物流解决方案,预计项目满负荷运载后,年产能将达 10—12 亿元。

**新闻 9：百大 2007 级 MBA 工商管理硕士结业**

来源：集团网站

发布时间：2009-04-19

4 月 13 日上午,合肥百大集团举行工商管理硕士 (MBA) 2007 级结业典礼暨 2009 级开学典礼,中国人民大学常务副书记牛维麟等专家教授和百大集团领导及学员数百人参会。自 2004 年百大集团与人大建立合作关系,开办 MBA 研修班以来,对提升百大的管理素质和工作质量具有实际意义。

新闻 10：百大集团率先发放消费券

来源：集团网站

发布时间：2009-03-14

在杭州、成都等地掀起发放消费券风暴之后,省城广大市民纷纷热议,要求发放消费券的呼声日渐高涨。百大集团继“终极底价、购物风暴”等数场力度空前的大型促销活动之后,在“三八节”来临之际,在省城率先发放消费券,百大迎击金融危机,拉动内需再出重拳。

行业动态

• 1-5月广州消费品零售额 1392.68 亿 （广州日报，6月10日）

广州市经贸委的数据显示，1~5月，广州市实现社会消费品零售总额 1392.68 亿元，同比增 11.4%。其中 4 月份 285.53 亿元，同比增长 15.3%；5 月份 299.87 亿元，同比增长 16.8%；而第一季度同比仅增长 8.3%，5 月份的增幅比第一季度增长近一倍。

• 多家高端超市拟进驻上海 （上海商报，6月10日）

上海高端超市品牌城市超市（CITY SHOP）开到北京，北京华联的高端超市品牌“BHG”、华润万家的高端超市品牌“Ole”，香港高端超市品牌 City Super 又都在上海寻找可以开店的商铺。商报记者从某个即将开业的购物中心获悉，三个高端超市品牌都曾就入驻该购物中心进行过接洽，哪一个品牌最后入驻，还没有最终定夺。

• 零售巨头布局“零碳”节能超市 （第一财经日报，6月9日）

一家店通过一揽子的环保节能措施，一年能省下百万电费。这对于毛利率较低的超市零售业来说，吸引力颇大。最近，家乐福、乐购等跨国零售巨头欣喜地发现了这个“秘密”，压缩运营成本提高经营利润开始成为零售商“节流”的不二之选。

• 零售巨头加速“抄底”商业地产 （北京商报，6月5日）

促销潮导致零售业销售利润摊薄的同时，楼市正在渐渐回暖，零售巨头也重新燃起了商业物业租金升值的希望。近日，各地零售商自购物业出现小高潮，投资策略的转变使得它们更多地期待着自购物业能够换回稳定收入。

其他公司新闻

• 广百股份（002187.CH）：拟进军柳州市场（证券时报，6月10日）

近期动作频频的广百股份将扩张步伐踏入柳州。公司今日宣布，与柳州万丰房地产有限公司签订项目合作意向书，拟向其租赁柳州市“温州商贸城”首层至三层约 3 万平方米物业，租赁期限 20 年，自开业之日起计算，平均租金为每月 45 元/平方米。

• 沃尔玛：金融危机未影响其在华采购（新华网，6月10日）

全球最大零售商沃尔玛表示，金融危机以来沃尔玛的零售量正在上升。金融危机不仅没有影响其在中国的采购计划，而且沃尔玛还会加快在中国建立零售网点的步伐。

• 金鹰商贸（3308.HK）：上海店正式营业 销售业绩超预期（汇港通讯，6月9日）

金鹰商贸表示，建筑面积约 2 万平方米，位于上海市的百货店已于 5 月 28 日开始营业。该公司董事长王恒指，该店营业以来的销售业绩符合预期，有信心上海店可随未来经济进一步复苏，取得理想成绩。该公司早前重申，预计公司销售总额按年增长 25% 之目标并无改变。

• 苏宁电器（002024.CH）：下月入驻银川（银川晚报，6月2日）

6 月 2 日，记者从银川市招商局获悉苏宁电器，7 月份将正式进驻银川市。从此，苏宁连锁布局除省会城市拉萨外，真正实现了全国大型城市无缝隙覆盖的商业格局。

重点追踪数据

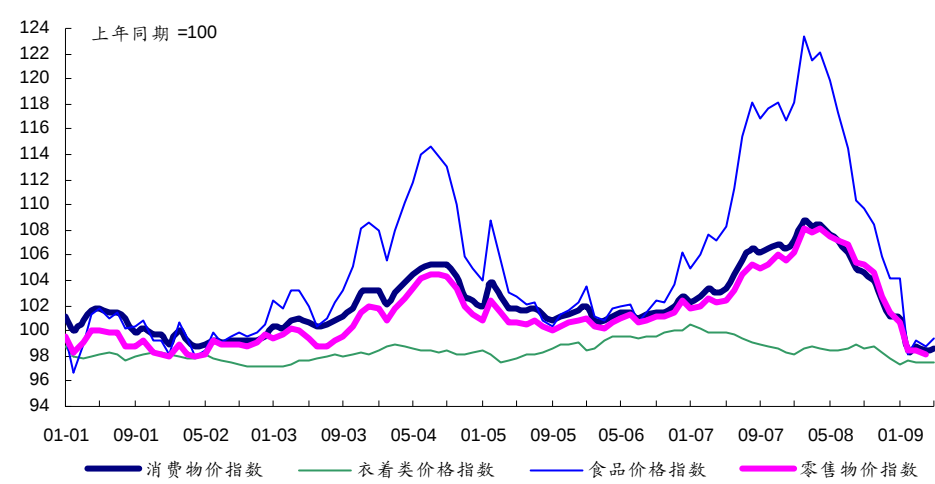
图表 1：零售业重点追踪数据概况

数据指标	已公布	最近一期公布日	与公司业绩的拟合程度	趋势分析
CPI及食品、服装价格指数	5月份	6月份数据7月中旬公布	强	【下行趋势缩窄，5月份下降1.4】食品价格指数下降趋势减缓，同比下降0.6
社会消费品零售总额	4月份	5月份数据6月中旬公布	增速参考意义弱，趋势参考意义强	【名义增速14.8%。略慢于1季度15%的增长，实际增速16.7%，快于1季度15.9%的增速】
人均可支配收入	2009年1季度	2季度数据7月公布	强	【1季度实际增速反弹】
消费者信心指数	4月份	5月份数据6月底公布	强	消费者信心指数止跌回升
中国人民银行消费者意愿调查	2009年1季度	2季度数据6月份公布	强	【转好】存款利率降低后消费意愿提升，但没有投资意愿提升幅度大
全国百家重点大型零售企业零售额增速	4月份	5月份数据6月下旬公布	强	【4月显著反弹】4月百强零售企业销售同比增速达到了12.56%，较3月份8.1%和一季度8.4%的幅度显著反弹

资料来源：中华商业信息中心,中金公司研究部

图表 2：CPI 及食品价格指数，服装价格指数（月度数据，已公布 5 月份）

5 月份，居民消费价格总水平同比下降 1.4%。其中，城市下降 1.5%，农村下降 1.0%；食品价格下降 0.6%，非食品价格下降 1.7%；消费品价格下降 1.4%，服务项目价格下降 1.3%。从月环比看，居民消费价格总水平比 4 月份下降 0.3%；食品价格下降 0.6%，其中鲜菜价格下降 7.1%，鲜蛋价格上涨 2.0%。

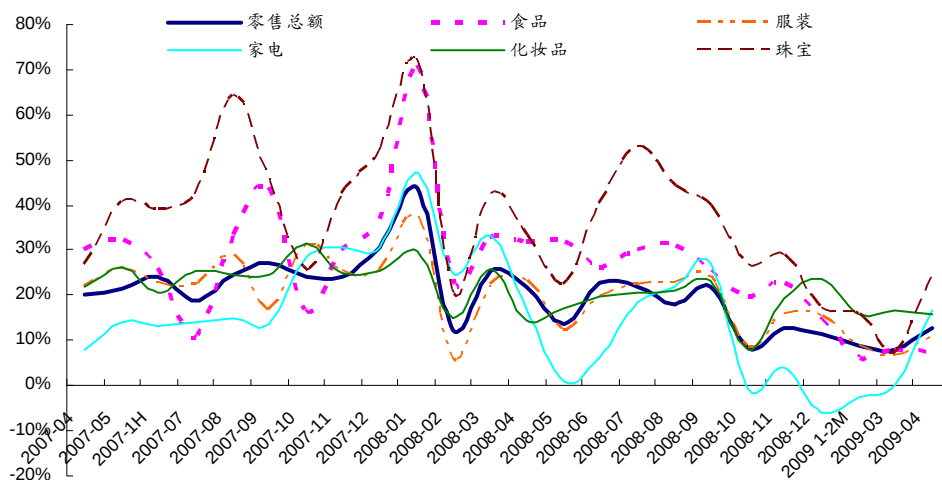


资料来源：国家统计局

图表 3：百家重点零售企业销售增速（月度数据，已公布 4 月份数据）

4 月百强零售企业销售同比增速达到了 12.56%，较 3 月份 8.1% 和一季度 8.4% 的幅度显著反弹！

分品类看，4 月份食品类实现零售额为 30.61 亿元，同比上涨 7.56%；服装类零售额为 57.11 亿元，同比上涨 11.1%；化妆品类零售额为 9.94 亿元，同比上涨 15.89%；金银珠宝类零售额为 14.43 亿元，同比上涨 25.45%；而家用电器类零售额为 11.71 亿元，同比上涨 16.82%



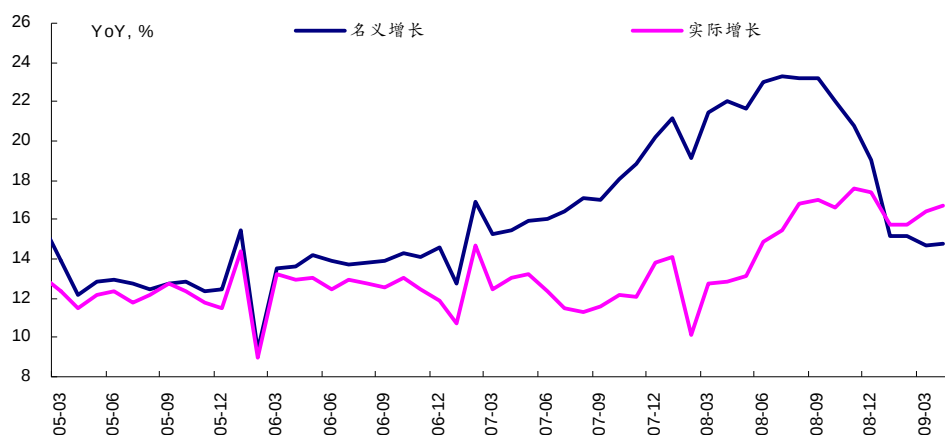
资料来源：中华商业信息中心

图表 4：社会消费品零售总额实际名义增长（月度数据，已公布 4 月份）

4 月份，社会消费品零售总额 9343.2 亿元，名义同比增长 14.8%，实际同比增长 16.7%。

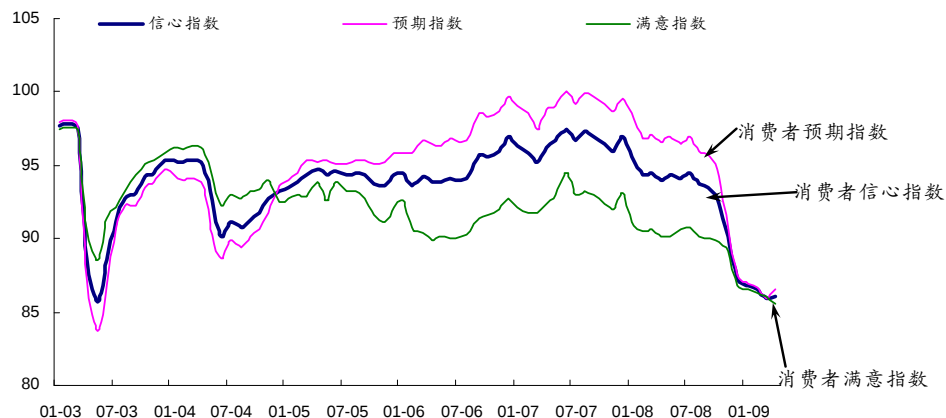
分商品类别看，限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长 9.2%、13.9% 和 9.7%。

其中：粮油类增长 4.8%，肉禽蛋类增长 6.5%，服装类增长 14.0%，家用电器和音像器材类增长 0.6%，化妆品类增长 18.2%，金银珠宝类增长 10.4%。



资料来源：国家统计局

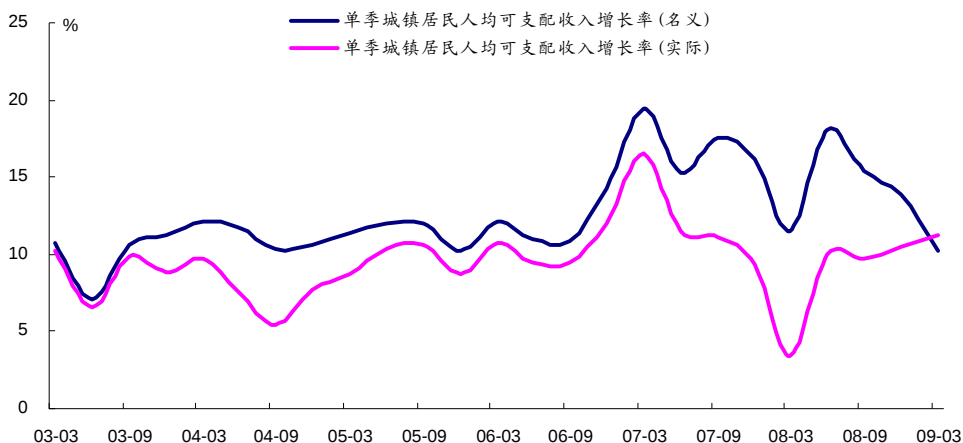
图表 5: 消费者信心指数 (月度数据, 5 月份数据 6 月下旬公布)



资料来源: 国家统计局

图表 6: 城镇居民人均可支配收入增长率 (季度数据, 09 年 1 季度数据已公布)

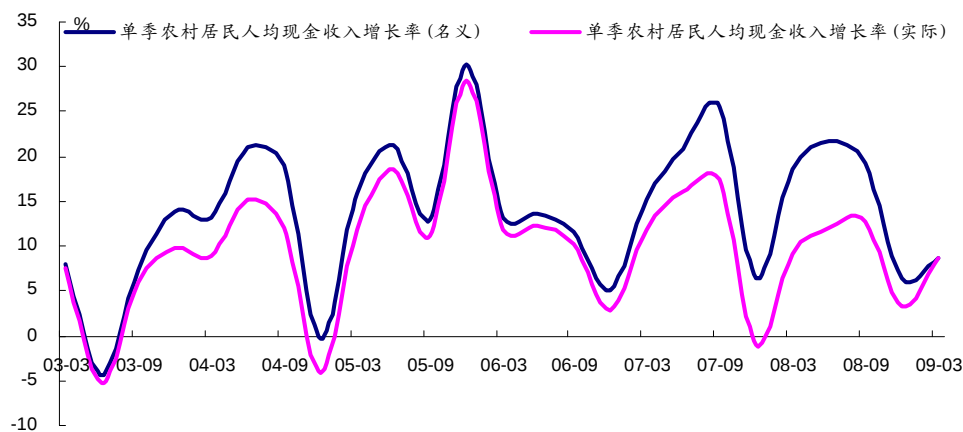
一季度, 城镇居民人均可支配收入 4,834 元, 同比增长 10.2%, 扣除价格因素, 实际增长 11.2%。



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表 7: 农村居民人均现金收入增长率 (季度数据, 09 年 1 季度数据已公布)

农村居民人均现金收入 1,622 元, 增长 8.6%, 扣除价格因素, 实际增长 8.6%。



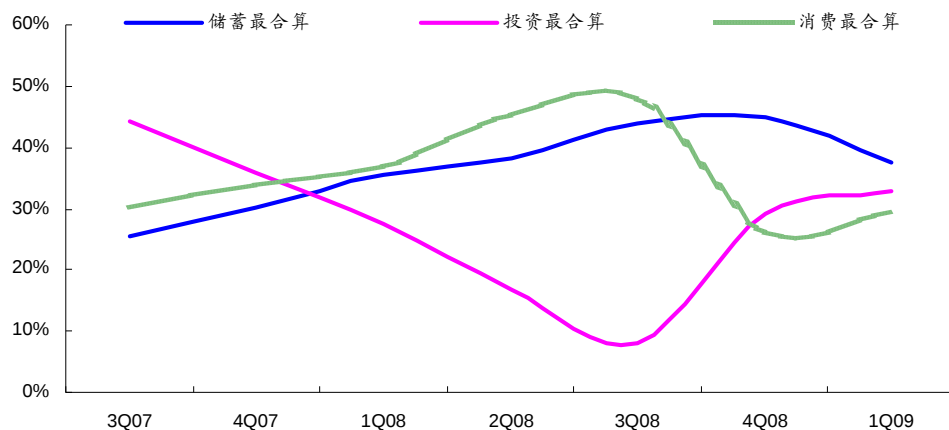
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

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%，但仍低于去年同期7.3个百分点。

1) 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。

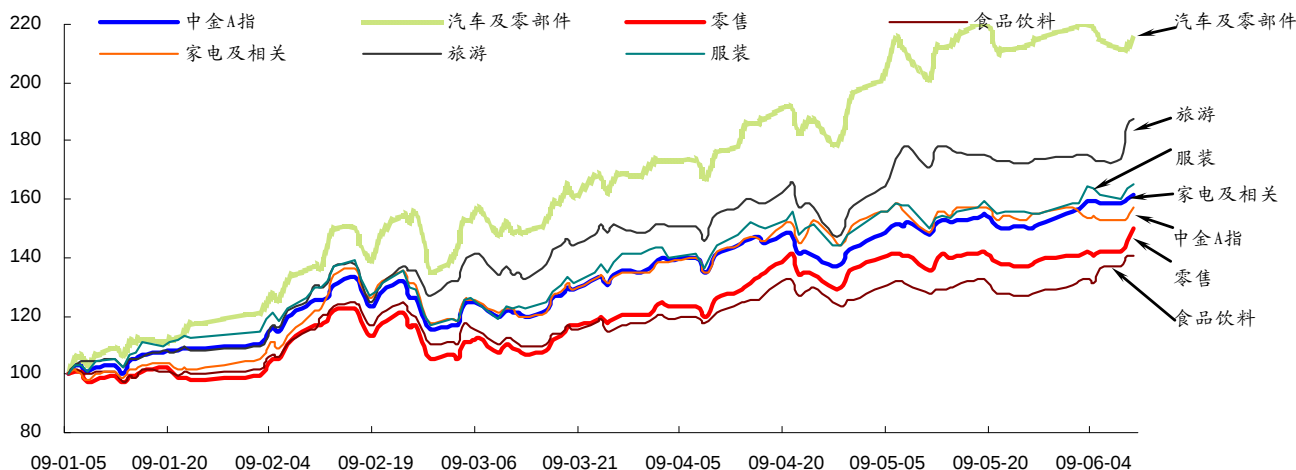
2) 储蓄意愿下降，投资意愿提升快于消费意愿。消费意愿相关指标“环比回升、同比仍下降”，投资意愿相关指标“环比、同比均上升”。

图表 8：中国人民银行消费意愿调查（季度数据，1 季度数据已公布）



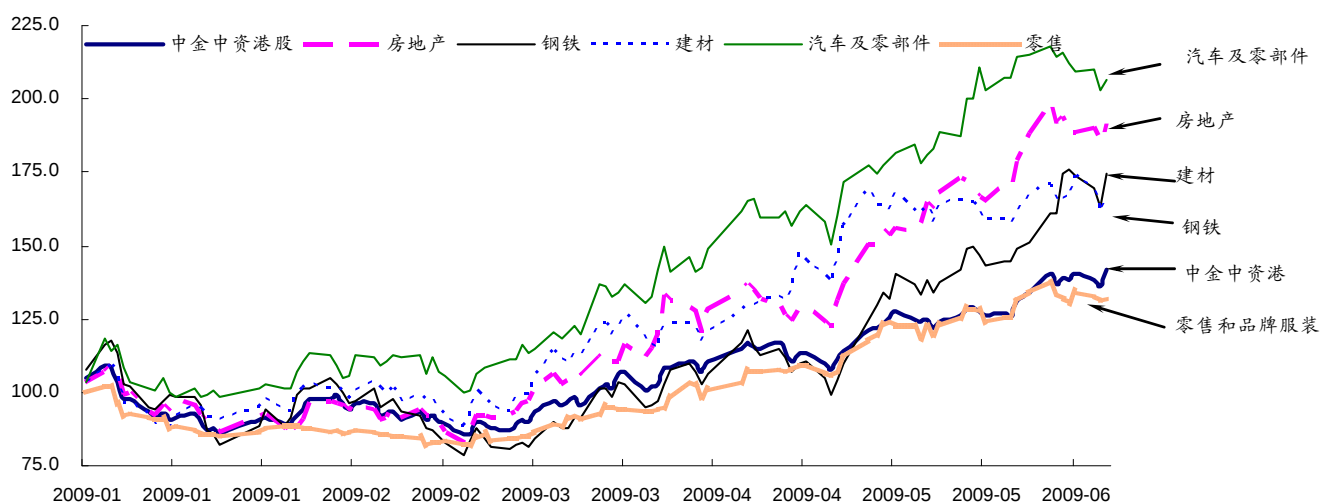
资料来源：央行储户调查报告

图表 9：A 股零售指数相对走势



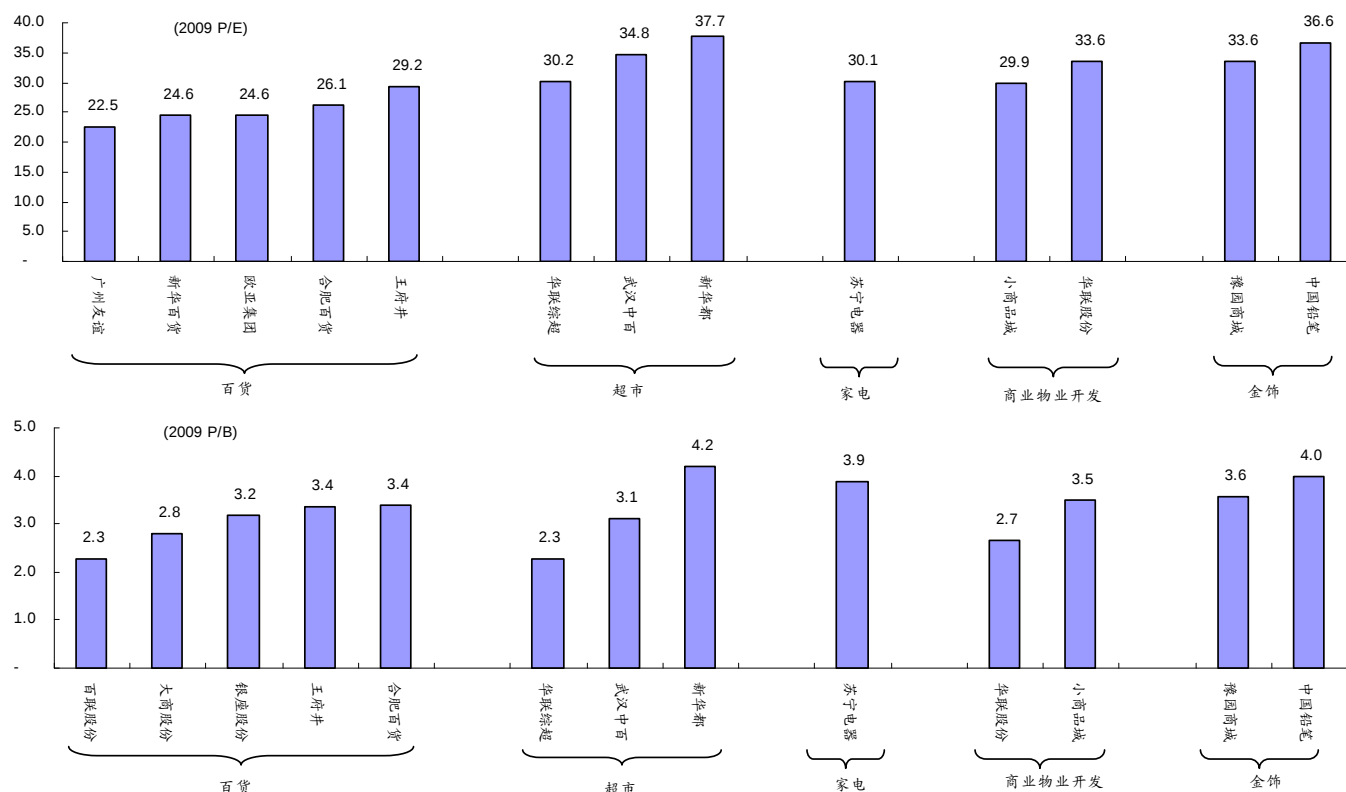
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：H 股零售指数相对走势



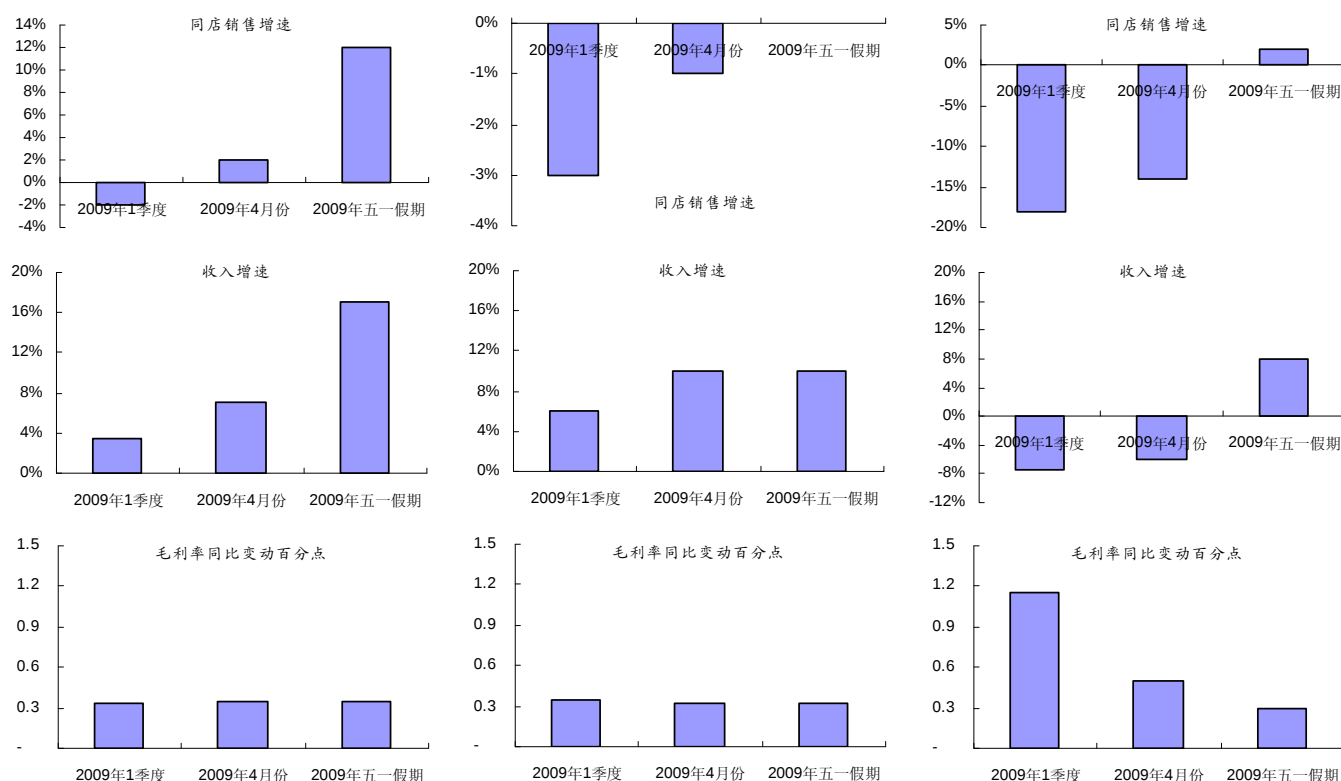
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 11: 市盈率与市净率



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 12：百货、超市、家电类公司同店销售、总收入、毛利率变动趋势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 13：服装类公司近期销售情况

		李宁	中国动向	安踏	百丽	
					运动	鞋类
销售规模	销售额 (百万元)	6690	3322	4627	8192	9664
(08年底)	门店数量	6245	2808	5667	3119	6050
09年前四个月同店增长	1~2月	>10%	18%	-	3~5%	>10%
	3月	-5~0%	-15%	-	低于-10%	0~5%
	4月	正增长	正增长	-	负增长	~5%
订单同比增长	1季度	37.0%	Over 30%	40%~45%	-	-
	2季度	31.6%	31.0%	30.0%	-	-
	3季度	12.7%	8.0%	5~10%	-	-
	4季度	14.5%	21.0%	20~25%	-	-
	2009全年	~25%	20~25%	~25%	-	-

资料来源：中金公司研究部

图表 14: 零售类公司销售增速变化对比

代码	公司	收入增速				
		2009年1-3月	2009年4月	五一黄金周	端午节(农历同比)	2009年5月
A股						
百货/购物中心经营管理类公司						
000987	广州友谊	0%	10% +	30%以上	20%以上	18%左右
000417	合肥百货	14%	12%左右	20%以上	20%左右	接近20%
600631	百联股份	8%	个位数	20%左右	20%-30%	较高双位数增长
600694	大商股份	-1%	个位数	23%左右	双位数	双位数
600859	王府井	-1%	低个位数	20%左右	15%-20%	15%-20%
600785	新华百货	6%	个位数	9%	10%左右	10%左右
600697	欧亚集团	11%	15%左右	16%-20%	16%	16%左右
600859	银座股份	22%	20%左右	略高于20%	20%左右	20%左右
600693	东百集团	2%	接近10%	高双位数增长	15%左右	15%左右
600628	上海新世界	1%	低个位数	4%	5倍(首次联手9个郊区 县,加大促销力度)	20%左右
600655	豫园商城	-3%	-	10%	-	-
000501	鄂武商	13%	和1季度基本持平	较高双位数增长	较高双位数增长	16%左右
002187	广百股份	-2%	5%	30%左右	20%左右	15%-20%
超市类公司						
000759	武汉中百	8%	双位数	24%	20%	16%
600361	华联综超	9%	超市9%, 百货15%	超市8%, 百货17%	超市7%, 百货16%	超市11%, 百货30%左右
002251	步步高	6%	23%(促销)	10%	-	10%左右
家电零售类公司						
002024	苏宁电器	-1%	低个位数	20%以上	接近20%	15%左右
港股						
百货类公司						
3368.HK	百盛	21% (存在并表 效应)	略好于1季度水平	25%-30%左右	估计25%左右	20%以上
825.HK	香港新世界	低个位数	略好于1-3月	较高双位数增长	较高双位数增长	15%左右
1833.HK	银泰	-	-	30以上	30以上	30%以上, 同店接近20%
超市类公司						
980.HK	联华超市	低个位数增长	低个位数增长	6%	个位数	个位数增长
814.HK	京客隆	-6.2%	零售略有增长, 批发下降	零售略有增长, 批发下降	-	总体销售基本持平, 零售增长 5%, 批发下降
8277.HK	物美商业	24%	双位数 (存在并表效应)	高双位数 (存在并表效应)	15%左右	15%左右
家电零售类公司						
493.HK	国美电器	-15%左右(有关 店影响)	-15%左右	略有下降(关店影响)	-	较高个位数下降

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 15：估值表

A 股零售和纺织服装公司

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底	市净率	PEG		
					2008A	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	净利润CAGR	2009E			
百货类公司																					
跨区域发展	600694.CH	大商股份	31.51	9,255	232	-0.2%	232	0.3%	283	21.7%	0.79	0.79	0.96	40.0	39.8	32.7	10.5%	2.8	3.81		
	600859.CH	王府井	27.97	10,991	344	29.2%	377	9.6%	461	22.3%	0.88	0.96	1.17	31.9	29.2	23.8	15.8%	3.4	2.03		
高档定位	000987.CH	广州友谊	17.40	6,246	252	31.7%	278	10.4%	320	15.1%	0.70	0.77	0.89	24.8	22.5	19.5	12.7%	5.4	1.95		
区域型	600631.CH	百联股份	13.01	14,324	357	0.5%	386	8.2%	496	28.5%	0.32	0.35	0.45	40.2	37.1	28.9	17.9%	2.3	2.24		
	考虑商业地产开发收益						439	23.1%	580	32.1%	0.40	0.53		32.6	24.7	27.5%	2.3	1.46			
	600628.CH	上海新世界	10.63	5,653	163	6.4%	170	4.4%	210	23.5%	0.31	0.32	0.39	34.7	33.3	26.9	13.5%	3.3	2.56		
	000417.CH	合肥百货	11.16	4,118	127	46.0%	158	24.5%	197	25.2%	0.34	0.43	0.53	32.5	26.1	20.9	24.8%	3.4	1.31		
	600858.CH	银座股份	19.59	4,605	137	16.7%	212	55.3%	265	25.0%	0.58	0.67	0.84	33.7	29.1	23.3	39.3%	3.2	0.86		
	600697.CH	欧亚集团	18.10	2,879	106	36.6%	117	10.0%	142	21.3%	0.67	0.74	0.89	27.1	24.6	20.3	15.5%	3.4	1.74		
	600693.CH	东百集团	8.85	3,037	99	66.6%	115	16.2%	140	21.7%	0.29	0.34	0.41	30.7	26.4	21.7	18.9%	3.3	1.62		
	600785.CH	新华百货	18.06	3,122	105	32.8%	127	21.0%	144	13.4%	0.61	0.73	0.83	29.7	24.6	21.7	17.1%	3.8	1.74		
	600729.CH	重庆百货	22.64	4,619	163	61.4%	175	7.6%	200	14.3%	0.80	0.86	0.98	28.4	26.4	23.1	10.9%	4.8	2.61		
	002187.CH	广百股份	24.50	3,920	142	29.4%	150	5.6%	175	16.7%	0.89	0.94	1.09	27.6	26.1	22.4	11.0%	3.8	2.51		
000501.CH	鄂武商	10.93	5,544	180	15.6%	208	15.3%	247	18.8%	0.36	0.41	0.49	30.7	26.7	22.4	17.0%	3.6	1.81			
600828.CH	成商集团	16.10	3,271	102	40.8%	119	16.7%	146	22.7%	0.50	0.59	0.72	32.1	27.5	22.4	19.6%	6.1	1.63			
		A股百货平均												28.5							
金饰																					
金饰	600612.CH	中国铅笔	17.18	4,757	101	-2.4%	130	29.0%	161	23.5%	0.36	0.47	0.58	47.2	36.6	29.6	26.2%	4.0	1.80		
	600655.CH	豫园商城	18.86	13,690	329	-56.8%	408	24.2%	510	25.0%	0.45	0.56	0.70	41.7	33.6	26.8	24.6%	3.6	1.69		
商业地产开发																					
商业地产开发	000882.CH	华联股份	7.19	1,792	50	96.2%	53	6.2%	83	55.6%	0.20	0.21	0.33	35.7	33.6	21.6	28.6%	2.7	1.25		
	600415.CH	小商品城	35.70	24,290	609	67.9%	813	33.6%	1037	27.6%	0.89	1.19	1.52	39.9	29.9	23.4	30.5%	3.5	1.31		
超市类公司																					
大型综合超市	600361.CH	华联综超	8.59	4,165	117	-48.4%	138	17.7%	160	16.4%	0.24	0.28	0.33	35.6	30.2	26.0	17.1%	2.3	2.09		
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	9.64	5,403	172	36.6%	202	17.5%	247	22.3%	0.24	0.28	0.34	40.9	34.8	28.4	19.9%	3.1	2.06		
	002251.CH	步步高	24.18	6,537	163	31.7%	186	14.3%	225	21.0%	0.60	0.69	0.83	40.2	35.1	29.1	17.6%	2.0	2.29		
	002264.CH	新华都	23.98	2,563	65	43.2%	68	4.3%	88	29.4%	0.61	0.64	0.82	39.3	37.7	29.1	16.2%	4.2	2.43		
综合性家电零售	002024.CH	苏宁电器	16.06	72,053	2170	48.1%	2393	10.3%	2765	15.6%	0.48	0.53	0.62	33.2	30.1	26.1	12.9%	3.9	2.58		
服装和纺织																					
服装	002029.CH	七匹狼	14.95	4,229	153	72.5%	170	11.3%	200	17.4%	0.54	0.64	0.75	27.6	23.3	19.9	14.3%	3.1	1.93		
	002269.CH	美邦服饰	17.58	17,668	588	61.5%	735	25.0%	1,092	48.6%	0.59	0.73	1.09	30.0	24.0	16.2	36.3%	3.8	0.83		
	002154.CH	报喜鸟	13.03	3,252	123	48.3%	154	25.3%	209	35.7%	0.49	0.62	0.84	26.5	21.1	15.6	30.4%	3.9	0.87		
纺织	002083.CH	孚日股份	10.16	9,535	121	-12.3%	117	-3.0%	168	42.7%	0.13	0.13	0.18	78.8	81.2	56.9	17.7%	3.8	4.46		
	600439.CH	瑞贝卡	7.91	4,876	219	14.5%	258	17.8%	374	45.1%	0.36	0.42	0.61	22.3	18.9	13.0	30.7%	3.0	0.72		
	600177.CH	雅戈尔	12.91	28,746	1583	-36.1%	2,023	27.8%	2,174	7.5%	0.71	0.91	0.98	18.2	14.2	13.2	17.2%	3.0	1.06		
	600177.CH	雅戈尔*	12.91	28,746	1261	71.4%	1,400	11.0%	1,551	10.8%	0.57	0.63	0.70	22.8	20.5	18.5	10.9%	3.0	2.09		
	000726.CH	鲁泰A	8.88	7,502	513	11.6%	401	-21.9%	433	8.2%	0.60	0.40	0.44	14.8	22.1	20.4	-8.1%	3.0	-1.83		
化妆品零售																					
化妆品零售	178.HK	莎莎	2.80	3,868	240	-13.5%	227	-5.3%	221	-2.8%	0.17	0.16	0.16	16.1	17.0	17.5	-4.0%	1.2	-		

港股零售和纺织服装公司

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底	市净率	PEG
					2008A	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	净利润CAGR	2009E	
百货类公司																			
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	10.76	30,118	848	26.9%	985	16.2%	1163	18.1%	0.35	0.40	0.46	30.5	26.9	23.6	17.1%	6.4	1.78
	825 .HK	新世界	5.78	9,746	466	94.8%	513	10.1%	591	14.9%	0.28	0.31	0.35	20.9	18.6	16.5	12.6%	2.4	1.66
区域型	1212.HK	利福国际	10.96	18,588	958	1.4%	784	-18.2%	838	6.9%	0.57	0.47	0.50	19.1	23.3	21.8	-6.5%	2.7	-
	1833.HK	银泰百货	3.60	6,480	272	-8.7%	300	10.3%	362	20.7%	0.18	0.19	0.22	20.5	19.0	16.3	15.4%	1.5	1.33
	848.HK	茂业国际	1.95	10,023	459	24.9%	479	4.4%	514	7.3%	0.10	0.11	0.11	18.8	18.4	17.7	5.8%	3.2	3.23
	3308.HK	金鹰商贸	8.10	14,725	480	35.8%	565	17.7%	692	22.5%	0.30	0.35	0.42	27.0	22.9	19.4	20.1%	5.5	1.35
		百货平均												22.2					
化妆品零售																			
	178.HK	莎莎	2.80	3,868	240	-13.5%	227	-5.3%	221	-2.8%	0.17	0.16	0.16	16.1	17.0	17.5	-4.0%	3.5	-
超市类公司																			
大、中、小型超市	814.HK	京客隆	4.15	1,711	157	39.9%	177	13.0%	211	18.9%	0.44	0.49	0.56	9.4	8.5	7.4	15.9%	1.0	0.59
	980.HK	联华超市	10.38	6,456	388	44.7%	419	7.9%	475	13.4%	0.73	0.77	0.84	14.3	13.6	12.4	10.6%	2.3	1.35
	8277.HK	物美集团	9.15	11,166	361	26.8%	426	17.9%	489	14.8%	0.34	0.40	0.44	26.6	23.1	20.8	16.3%	3.9	1.63
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	1842	-2.2%	1,524	-17.3%	1,685	10.6%	0.16	0.13	0.14	7.2	8.9	8.3	-4.4%	1.2	-
服装和纺织																			
服装	2331.HK	李宁	20.70	21,538	721	52.2%	898	24.6%	1,095	21.9%	0.79	0.98	1.16	26.3	21.1	17.9	23.2%	9.4	1.13
	3818.HK	中国动向	4.99	28,272	1222	77.4%	1429	17.0%	1646	15.1%	0.27	0.29	0.32	18.2	17.4	15.6	16.1%	3.6	1.13
	2020.HK	安踏	8.80	21,912	895	66.4%	1,042	16.5%	1,223	17.4%	0.41	0.48	0.54	21.5	18.5	16.3	16.9%	4.2	1.27
	1880.HK	百丽	6.90	58,196	2010	1.6%	2,219	10.4%	2,407	8.5%	0.27	0.30	0.31	25.5	23.1	22.0	9.4%	3.8	2.70
	589.HK	宝姿	18.76	10,523	452	13.9%	477	5.5%	508	6.5%	0.92	0.97	1.00	20.5	19.4	18.8	6.0%	7.8	3.41
	330.HK	思捷环球	46.80	58,175	6450	24.5%	5,177	-19.7%	4,963	-4.1%	5.26	4.19	3.99	8.9	11.2	11.7	-12.3%	4.3	-0.72
纺织	2698.HK	魏桥纺织	4.27	3,214	596	-68.1%	426	-28.6%	445	4.5%	0.57	0.41	0.42	7.5	10.4	10.3	-13.6%	0.4	-0.55
	321.HK	德永佳	5.50	7,300	926	48.1%	893	-3.6%	885	-0.9%	0.70	0.67	0.67	7.9	8.2	8.2	-2.2%	1.8	-3.52
	551.HK	裕元集团	17.68	29,153	3651	30.2%	3121	-14.5%	3349	7.3%	2.21	1.89	2.03	8.0	9.3	8.7	-4.2%	1.2	-1.89
	2313.HK	中洲国际	3.22	4,009	783	87.8%	669	-14.6%	700	4.6%	0.63	0.54	0.56	5.1	6.0	5.7	-5.4%	1.4	-0.94

图表 16: 大商股份 NAV 测算: 自有商业物业仅假设 5000/平米, 市值就可达到 100 亿元; 若按 1 万/平米测算, 市值可达到 172 亿元

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	1.9
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*25倍市盈率	亿元	25.6
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	100
股价	元	31.5
股本	亿股	2.9
目前市值	亿元	93
NAV高出市值	-	8%
NAV对应每股	元	34
若按1万/平米测算的市值	亿元	172

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 17: 百联股份 NAV 测算: 自有商业物业仅假设 1.8 万/平米, 市值就可达到 167 亿元; 若按 2.2 万/平米测算, 市值可达到 198 亿元。

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)			36
非上市公司投资			0
银行负债			-37
银行存款			5
NAV合计			167
每股NAV			15.2
目前市值	股价	13.01	143
NAV高出市值			17%
若按2.2万元/平米计算的商业物业价值	2.2		177
NAV合计			198
每股NAV			18.0
NAV高出市值			38%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

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

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

上海

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

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

香港

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

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

深圳

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



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。