

[2009.6.18]

选低估、抓龙头，消费前景无忧

——商业行业 09 年下半年投资策略

✍ 陈慧

☎ 86-22-2845 1135

✉ chenhui@bhq.com

- 核心观点：
- 符合投资—制造—消费的演变逻辑
 - 通胀和复苏使行业前景越发明朗

投资要点：

● 消费是通胀预期下资金的主要去处之一

在通胀预期下，储户可能又将面临负利率时代，钱存在银行最不划算。因此预计将有更多的资金从储蓄帐户流入投资领域和消费领域。

● 政策和流动性会顾及到零售板块

所有刺激经济的政策的靶向最终要归于改善民生。在政府主导投资拉动的经济复苏中，终端消费板块位于受益的末端。在前期各种政策的刺激下，多数行业有复苏的迹象，表现为工业增加值的恢复，而政策显效期后的另一种表现是收入预期的回升。而收入是消费最根本的驱动力。

● 通胀和复苏使行业前景越来越明

一方面通胀预期会加大消费者当期消费的动力，另一方面温和的通胀有利于终端消费企业收入的增长。我们判断 CPI 同比低点在 09 年 2 月份，之后通缩压力逐步减轻，而 CPI 转正最快有可能在 09 年 11 月份。同时，经济复苏将增强消费者收入和消费信心，从而前期经济下行对消费（特别是高端消费）的抑制将得到缓解。我们预期全年消费企业能够表现出“前低后高”的业绩增速。

● 三条线选股：

受益通胀的超市：通缩减轻、同店转正，基本面越来越好；受益复苏的区域龙头：伴随着同比基数降低、企业有望在 5 月份之后实现同店正增长（内生增长）。而复苏迹象明显，也会缩短新店的培育时间，使得新开店的盈利时间比预期中的提前（外延扩张）；关注股权激励、资产注入、世博概念等事件推动型投资机会。

● 投资建议和股票池

从操作层面来说，业绩弹性较大的区域龙头由于同质性较强，基本面的差异并不是很大，适宜一揽子配置，优先选择估值相对低的品种；超市公司业绩受制于食品 CPI，比较好的时机可能在三季度低、四季度初；而像小商品城、苏宁电器这种有品牌、有渠道的行业领跑者适宜逢低吸纳，长期持有；一些事件推动型投资机会，时间不确定性较强，可能要忍受时间成本。

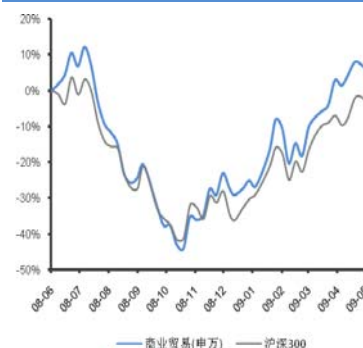
我们推荐：王府井、鄂武商、欧亚集团、苏宁电器、武汉中百、广州友谊、小商品城

行业评级：买入

子行业名称	评级
百货连锁	买入
专业连锁	买入
商业物业经营	中性

推荐公司

王府井	买入
鄂武商 A	买入
苏宁电器	买入
广州友谊	买入
欧亚集团	买入
武汉中百	买入
小商品城	买入



目 录

1. 消费是通胀预期下资金的主要去处之一	4
2. 流动性和政策导向会照顾到零售板块	5
消费，符合投资—制造—消费的传导逻辑	5
政策显效期后的另一种表现是收入预期的回升	6
下半年推荐零售板块的三大理由	6
3. 通胀和复苏使行业前景越来越明	7
宏观方面，行业指标显示各类数据持续向好。	7
从微观方面看，终端消费企业数据相对乐观，好于行业平均。	11
4. 选股：受益通胀的超市：通缩减轻、同店转正	13
5. 选股：业绩弹性大且估值低的品种	14
6. 选股：关注事件刺激下的主题投资机会：激励、世博、重组	15
7. 投资建议和股票池	16

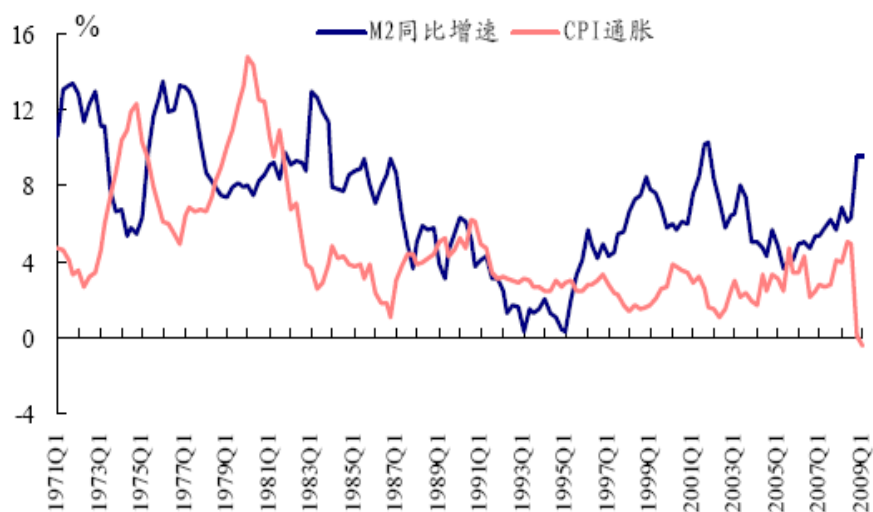
图 表

图表 1: M2 对通胀具有明显的领先作用	4
图表 2: 08 年上半年资金充裕成为行情的助推器	5
图表 3: 主要刺激政策及带动的相关板块	5
图表 4: CPI 已触底, 通缩压力逐月减轻	7
图表 5: 反映消费现状的指标概览	7
图表 6: 社会消费品零售总额和百家重点大型零售企业销售数据持续改善	8
图表 7: 消费品中周期性较强的品种率先反弹, 接下来将是家电、服装等	8
图表 8: 能够助推消费行为的推动性指标概览	9
图表 9: 收入指标没有获得足够信心	9
图表 10: 房价、股价持续反弹, 财富效应恢复	10
图表 11: 消费者意愿指标仍不乐观	10
图表 12: 出口和用电量数据反映工业活动仍在放缓	10
图表 13: 消费者信心指数似乎止跌	11
图表 14: 终端消费类企业销售数据	11
图表 15: CPI 下跌对超市公司内生增长影响明显	13
图表 16: 超市公司财报基本情况	14
图表 17: 核心股票池	16
图表 18: 主要商业上市公司估值表	17

1. 消费是通胀预期下资金的主要去处之一

资金的去处无非有三：用于投资、用于消费、存入银行。国家上半年实行宽松的货币政策，M1、M2 高速增长，市场资金充裕，推高商品价格，形成通胀预期。在通胀预期下，储户可能又将面临负利率时代，钱存在银行最不划算。因此预计将有更多的资金从储蓄帐户流入投资领域和消费领域。

图表 1: M2 对通胀具有明显的领先作用

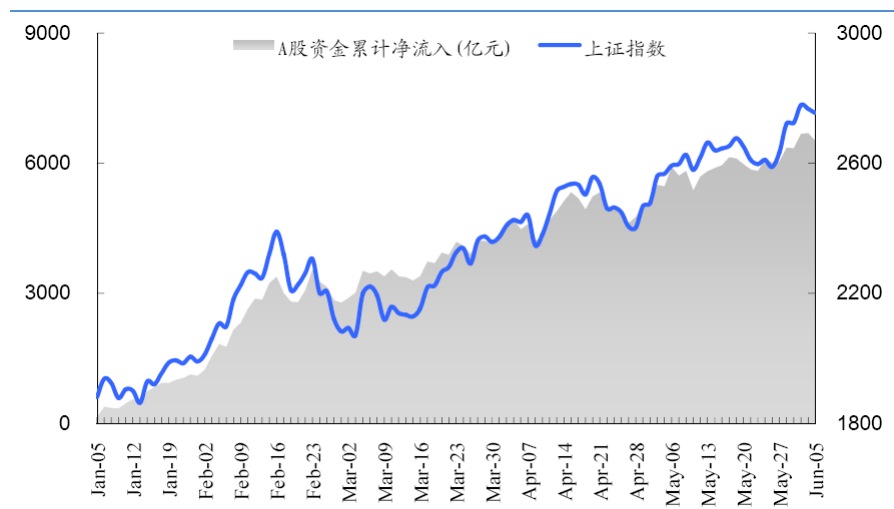


资料来源: CEIC

2. 流动性和政策导向会照顾到零售板块

上半年行情最主要的助推器是流动性充裕。下半年新增信贷引发的流动性可能不如上半年，但资本市场好转，加之通货膨胀预期的日趋强烈，从储户流入股市的资金增多，两者共同决定流动性充裕仍能持续。

图表 2：08 年上半年资金充裕成为行情的助推器



数据来源：渤海证券研究所

消费，符合投资—制造—消费的传导逻辑

在流动性充裕的股票市场中，资金追逐受政策扶持的行业板块。而凡是资金到达过的地方，都引发了一波行情。二级市场板块轮动特征明显。前有 4 万亿带动的投资品板块，中有十大产业振兴规划带动的制造业板块，最后是一系列政策刺激下，汽车、家电、房地产等耐用品消费板块的轮动，而终端非耐用消费品板块，由于没有特别立竿见影的政策出台，一直表现不温不火。

图表 3：主要刺激政策及带动的相关板块

	政策	相关板块
2008 年 11 月 9 日	四万亿投资	民生工程，主要是保障性住房，大体总的规模是 4000 亿元。农村的民生工程包括农村安全饮水、农村电网改造、农村道路建设、农村沼气建设、农村危房改造和游牧民定居，大体上是 3700 亿元；基础设施建设，包括铁路、公路、机场、水利等，大体上是 15000 亿元；教育、卫生、文化、计划生育等社会事业方面，大体上是 1500 亿；节能减排、生态工程大体上是 2100 亿；调整结构和技术改造，大体上是 3700 亿元。以上几项加在一起约为 30000 亿元，再加上汶川大地震重点灾区的灾后恢复重建 10000 亿元，总的构成是 4 万亿元。建筑机械，水泥制造，有色金属，建筑材料，普通机械
2009 年 1 月 14 日-2	十大产业振兴	包括汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶、石化、轻工、有色金属、电子信息以及物流业

月 25 日	规划	在内的十大产业振兴规划；汽车、钢铁、
2009 年 4 月份以来	拉动耐用消费品需求的政策	房地产：各地政府蓝印户口 汽车、家电：继下乡之后，出台以旧换新的政策

数据来源：渤海证券研究所

政策显效期后的另一种表现是收入预期的回升

所有刺激经济的政策的靶向最终要归于改善民生。零售市场是反映民生繁荣与否的窗口。在前期各种政策的刺激下，多数行业有复苏的迹象，表现为工业增加值的恢复，而政策显效期后的另一种表现是收入预期的回升。而收入是消费最根本的驱动力。

在政府主导投资拉动的经济复苏中，终端消费板块位于受益的末端。整个消费板块上半年涨幅小于整体市场，相对于整体的溢价率处于较低位置。

下半年推荐零售板块的三大理由

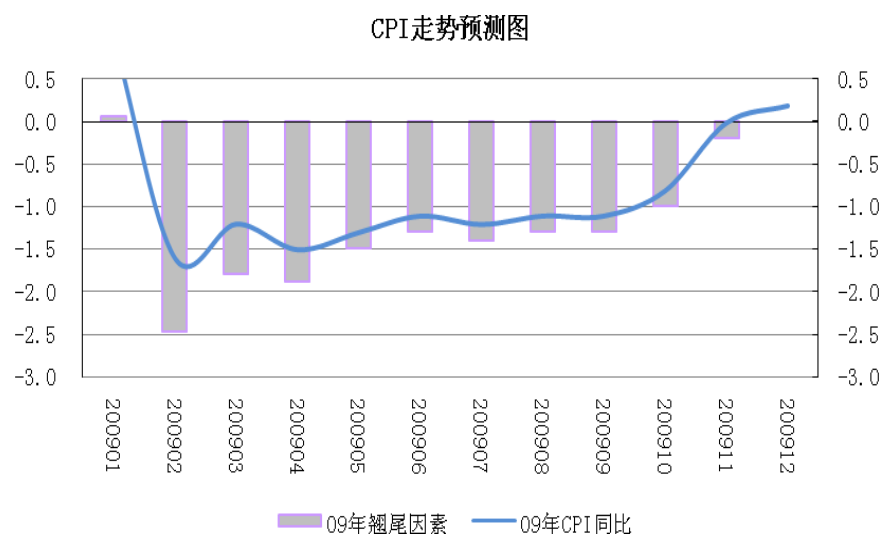
因此下半年我们重点推荐终端消费板块。理由是：其一，符合事物从投资——制造——消费这样的演变逻辑；其二，下半年有行业基本面好转（复苏、通胀）的支撑，而从近期草根调研结果来看，消费企业的数据相对乐观；其三，二级市场上整体估值水平提升后，终端消费板块的估值存在被动抬升的必然。

小资料：温家宝总理在 5 月份的记者招待会上表示：我们形成的一揽子计划包括四项内容，就是大规模的政府投入、大范围的产业调整和振兴、大力度的科技支撑和大幅度地提高社会保障水平。我们认为接下来的政策重点将会集中在大幅度提高社会保障水平上，这将从根源上解决制约居民消费能力的桎梏，逐步释放出消费者压制已久的消费热情。

3. 通胀和复苏使行业前景越来越明

一方面通胀预期会加大消费者当期消费的动力，另一方面温和的通胀有利于终端消费企业收入的增长。我们判断 CPI 同比低点在 09 年 2 月份，之后通缩压力逐步减轻，而 CPI 转正最快有可能在 09 年 11 月份。同时，经济复苏将增强消费者收入和消费信心，从而前期经济下行对消费（特别是高端消费）的抑制将得到缓解。我们预期全年消费企业能够表现出“前低后高”的业绩增速。

图表 4: CPI 已触底，通缩压力逐月减轻



资料来源：渤海证券研究所

宏观方面，行业指标显示各类数据持续向好。

与消费相关的数据分为两类：一类是描述消费市场现状的指标，一类是对消费市场构成影响的指标（消费推动）。现状指标是同步指标，消费推动指标一般是领先指标。

图表 5: 反映消费现状的指标概览

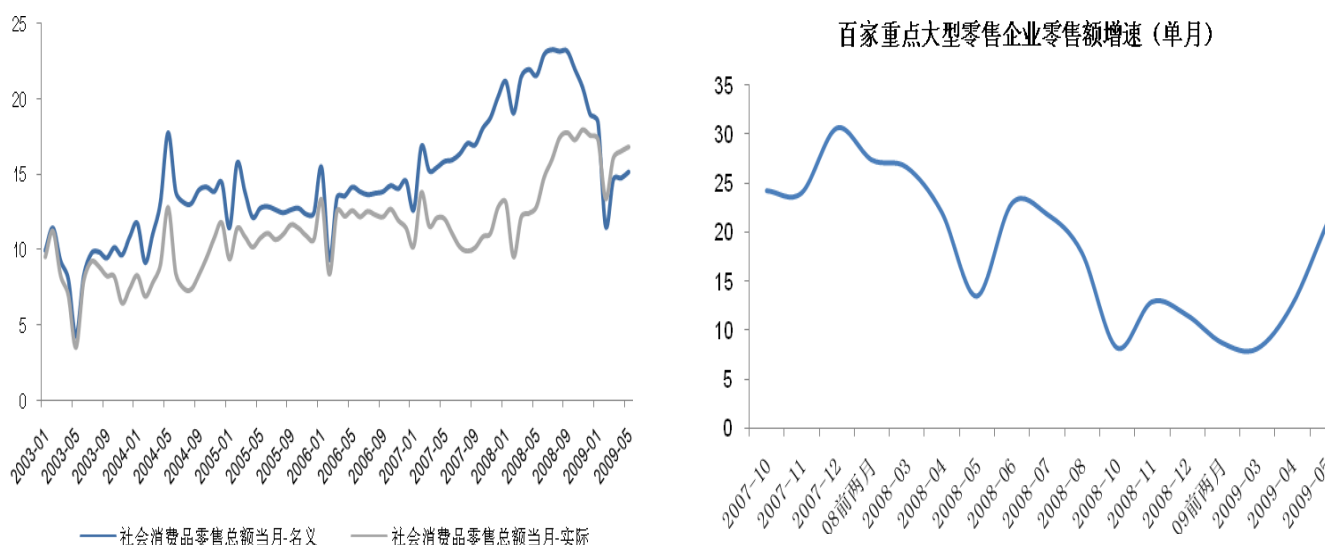
数据指标	指标说明	已公布	待公布	与公司微观情况的拟合度
社会消费品零售总额指标	当月值和累计值	09 年 5 月份	6 月份数据 7 月 17 日公布	弱
限额以上批零企业: 分商品类别零售额指标	当月值和累计值 分商品大类细项数据	09 年 5 月份	6 月份数据 7 月 17 日公布	弱
百家重点大型零售企业零售额增速指标	当月值: 总零售额增速和分商品大类增速	09 年 5 月份	6 月数据 7 月下旬	强
商务部监测重点零售企业分业	当月值: 分业态	09 年 1 月份	久未公布	强

态零售额增速指标				
千家核心商业企业零售指数	当月值:	09 年 2 月份	不定时	弱

资料来源：渤海证券研究所

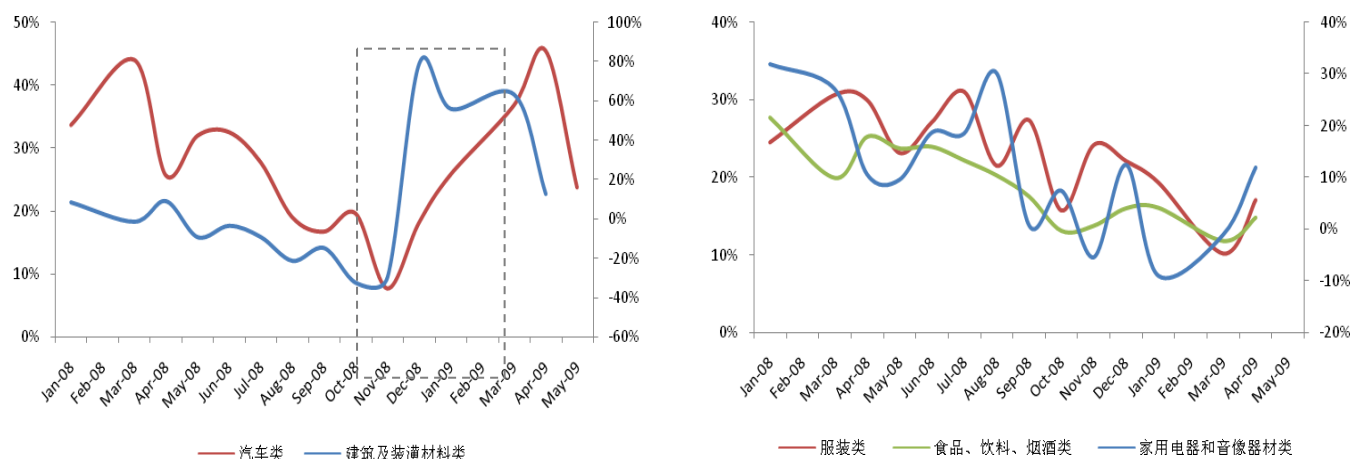
5 月份社会消费品零售总额名义增速为 15.2%，较 4 月份 14.8%有所加快，考虑到价格下行因素，实际增速反弹将更为显著（4 月份 16.5%、5 月份 16.8%）。5 月份百家重点大型零售企业零售额增速同比增两成，比 4 月份提升 8.32 个百分点；远高于 1 季度 8.4%的水平。

图表 6：社会消费品零售总额和百家重点大型零售企业销售数据持续改善



资料来源：渤海证券研究所

图表 7：消费品中周期性较强的品种率先反弹，接下来将是家电、服装等



资料来源：wind 渤海证券研究所

先是受经济危机影响最严重的品种最先反弹，其次是周期不太强的品种。汽车、建材

等从 08 年 12 月份明显反弹，我们认为接下来反弹的将是滞后地产 7 个月左右的家电、可选消费品中的服装、然后是 CPI 回升受益的食品类。

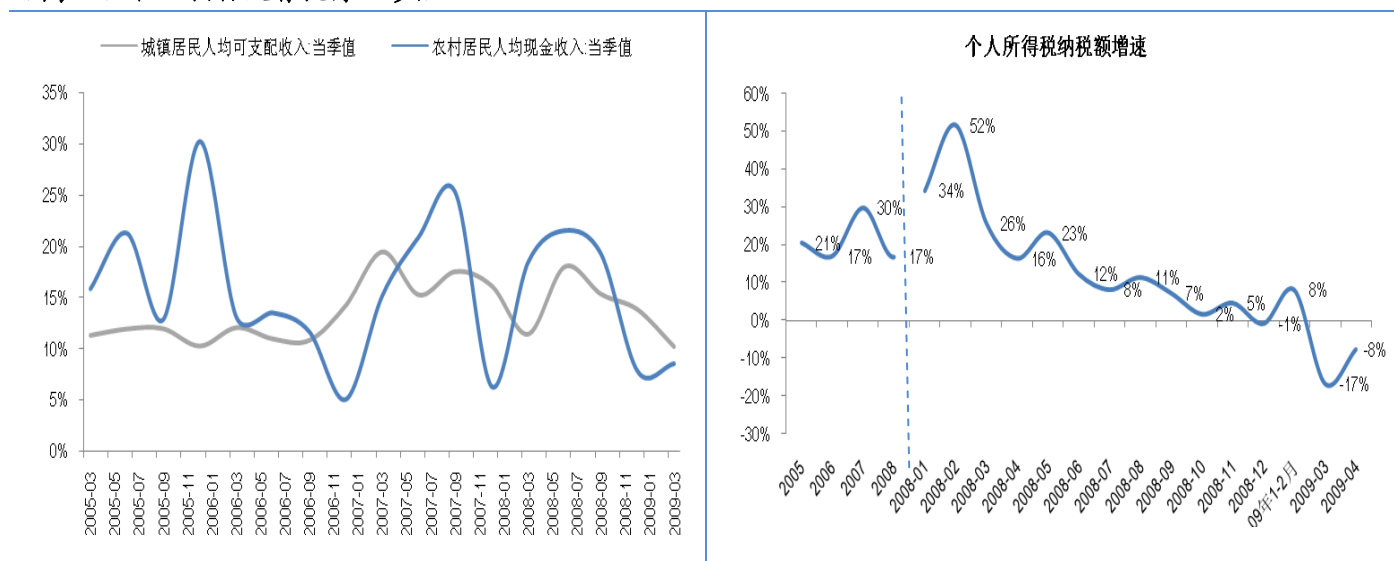
消费推动指标虽然不反映消费现状，但可以预知未来消费趋势。主要通过收入和信心影响消费行为。

图表 8：能够助推消费行为的推动性指标概览

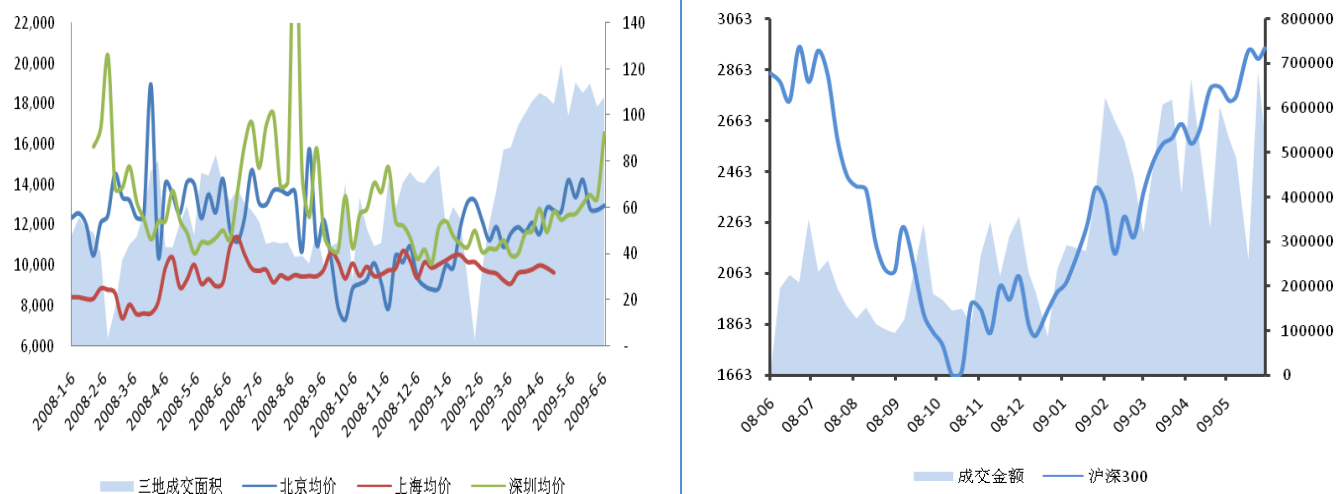
数据指标	指标说明	已公布	待公布
与收入相关性较大的指标			
城镇居民可支配收入、 农村居民现金收入	季数据：衡量消费的主要领先指标	09 年一季度	09 年 2 季度
个人所得税纳税额增速指标	月数据：反映个人收入增长状况；衡量消费的主要领先指标	09 年 4 月	09 年 5 月份
用电量	月数据：反映工业活动，影响工资增长	09 年 4 月份	09 年 5 月份
出口量	月数据：反映工业活动，影响工资增长	09 年 4 月份	09 年 5 月份
财富效应指标：房价	周数据：影响财富效应		
财富效应指标：股价	每日可更新：影响财富效应		
其他影响收入的指标： 居民消费价格指数	月数据：影响可支配现金流	09 年 5 月份	09 年 6 月份
信心指标			
消费者信心指数	月数据：衡量个人消费的同步指标	09 年 4 月份	09 年 5 月份
城镇储户未来收入信心指数		09 年 2 季度	09 年 3 季度
中国人民银行消费意愿调查	季数据：	09 年 2 季度	09 年 3 季度

资料来源：渤海证券研究所

图表 9：收入指标没有获得足够信心

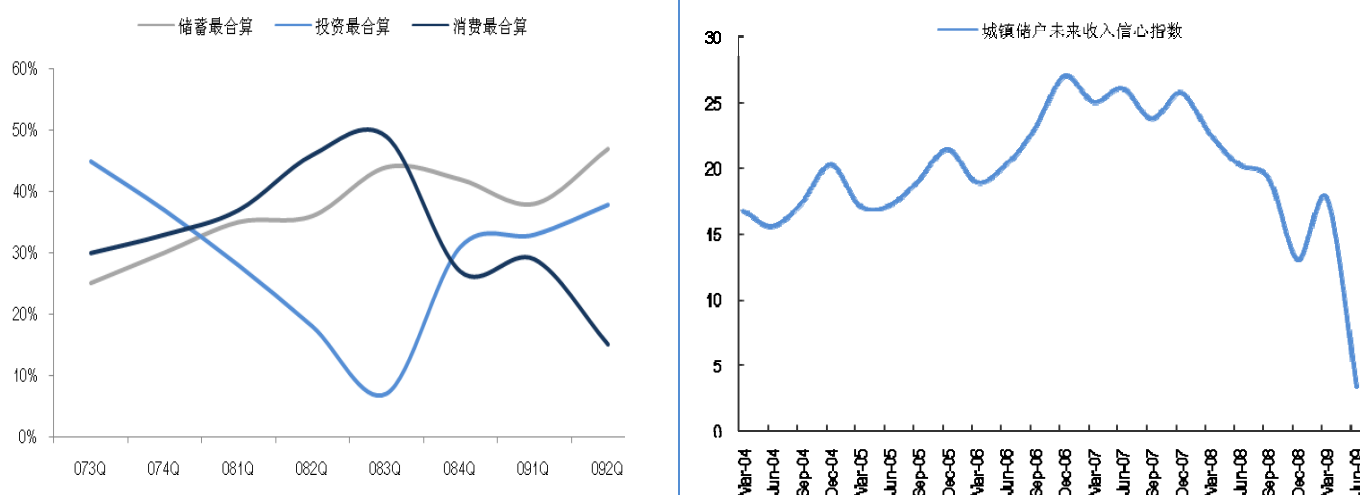


图表 10: 房价、股价持续反弹, 财富效应恢复



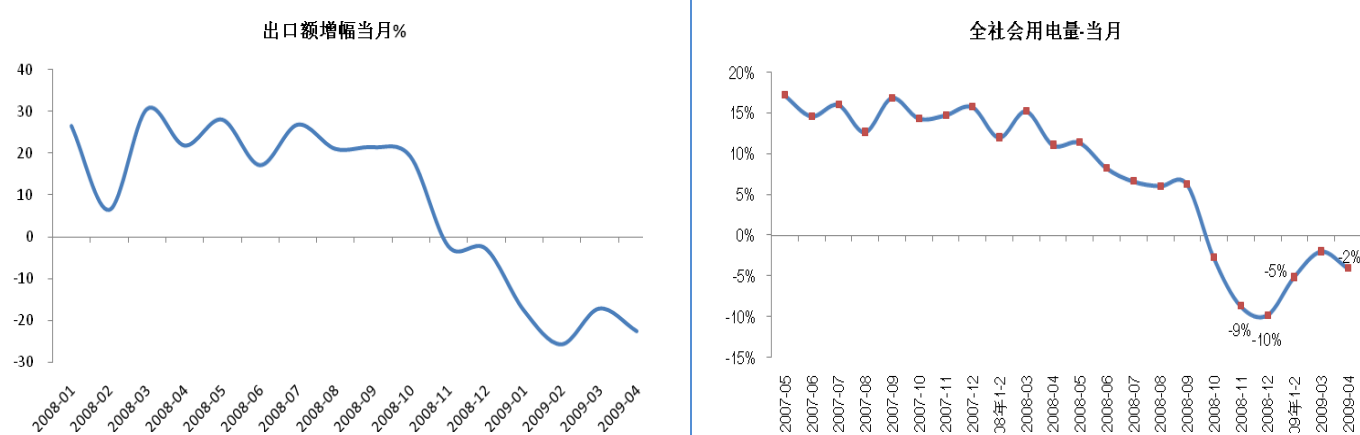
资料来源: 渤海证券研究所

图表 11: 消费者意愿指标仍不乐观



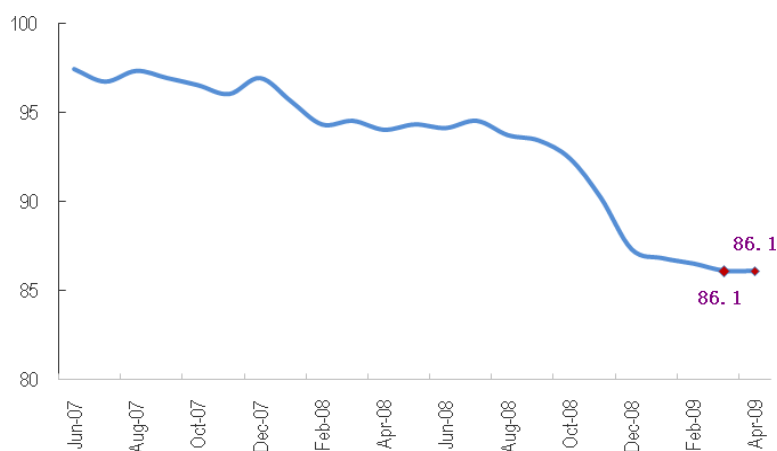
资料来源: 渤海证券研究所

图表12: 出口和用电量数据反映工业活动仍在放缓



资料来源: 渤海证券研究所

图表 13: 消费者信心指数似乎止跌



资料来源：渤海证券研究所

从已有的图表数据看，虽然消费市场现状指标呈现明显回暖态势，但似乎消费驱动指标并不配合：城镇和农村居民收入、个人所得税纳税额增速、用电量、出口量等指标尚未出现明显的好转迹象，城镇储户未来收入信心以及消费意愿仍有待观察。但房价、股价等财富指标逐月好转；消费者信心出现止跌迹象。

对于零售行业长期向好的趋势毋庸置疑，主要的因素依然是人口红利、城市化进程、消费升级、经济转型、行业集中度提高（发达国家零售10强占社会零售总额比重30%以上，我国在11%左右）等。

而政策刺激经济的效果也会逐渐进入体现期。一方面，以投资拉动经济必然要通过带动就业、增加收入、刺激消费这个途径。经过一两个季度转化后，逐步转化为工资收入的增长，刺激消费，进入效果体现期。

从微观方面看，终端消费企业数据相对乐观，好于行业平均。

我们认为，今年一季度是终端消费企业全年业绩的低点。从公司微观数据跟踪看到，4-5 月份消费情况明显好转。表现为：百货公司收入增速普遍在 20-30%之间；超市企业克服了高基数的影响，实现了同店增长由负转正；家电连锁企业也摆脱同店负增长，实现了收入 20%以上。

图表 14: 终端消费类企业销售数据

商业类公司销售情况		
百货公司		
000987	广州友谊	一季度收入持平，4 月份收入增长 10%以上，5 月份增长 18%左右，其中五一和端午分别实现增长 30%、20
002187	广百股份	一季度收入增长-2%，4 月份收入增长 5%以上，5 月份增长 15-20 左右，其中五一和端午分别实现增长 3
000501	鄂武商	一季度收入 13%，4 月份与一季度持平，5 月份增长 16%左右
000417	合肥百货	一季度收入增长 14%，4 月份收入增长 12%以上，5 月份接近 20%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

600697	欧亚集团	一季度收入 11%，4 月份 15%，5 月份增长 16%左右
600859	银座股份	一季度收入 22%，4 月份 20%左右，5 月份与 4 月份持平
600785	新华百货	一季度收入 6%，4 月份增长个位数水平，5 月份增长 10%左右
600631	百联股份	一季度收入 8%，4 月份增长个位数，5 月份较高双位数增长
600694	大商股份	一季度收入-1%，4 月份个位数增长，5 月份双位数增长，其中五一增长 23%
600859	王府井	一季度收入-1%，4 月份较低个位数增长，5 月份增长 15-20%左右
超市类公司		
000759	武汉中百	一季度收入 8%，4 月份双位数增长，5 月份增长 16%左右，其中五一、端午分别增长 24%、20%
002251	步步高	一季度收入 6%，4 月份 23%增长，5 月份增长 15%左右，其中五一增长 10%以上
家电零售类公司		
002024	苏宁电器	一季度收入-1%，4 月份低个位数增长，5 月份增长 15%左右，其中五一增长 20%以上

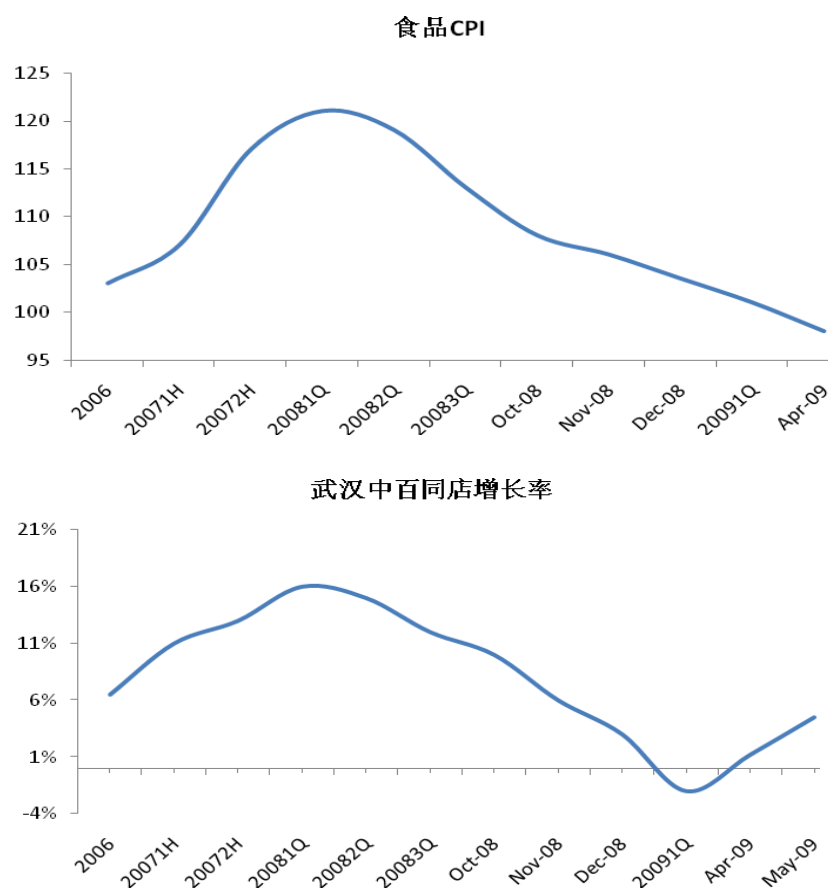
数据来源：渤海证券研究所

4. 选股：受益通胀的超市：通缩减轻、同店转正

超市——通缩减轻、同店转正，基本面越来越好

超市板块年初以来涨幅较小。压制股价上涨的主要理由是通缩影响连锁超市企业的内生增长。而我们判断 CPI 同比由负转正可能出现在 4 季度。随着通缩压力的逐月减轻，内生增长得以恢复，行业趋势越发明朗。加之超市的外延扩张能够有效抵补内生增长的不足。表现为规模增大，带来增量收入和溢价能力的提高，以及单位店面费用率的下降。

图表 15: CPI 下跌对超市公司内生增长影响明显



资料来源：渤海证券研究所

推荐品种：武汉中百

我们的选股思路首先是超市企业中受益于通胀最明显的公司，也就是选择 CPI 回升，哪个公司业绩弹性最大。比较之后我们认为武汉中百相比步步高，超市业务占比最高，而超市商品结构生鲜食品类占比最高，因此如果食品 CPI 存在强烈反弹预期，武汉中百最受益。其次，武汉中百区域优势最强、管理层经验丰富、成本费用改善空间最

大；再次，09 年存在配股可能，配股预案主要集中在连锁超市扩展和物流配送中心建设方面，更增强了公司的控制力和盈利能力的改善。公司 08 年开店速度超预期，全年新增了 21 家仓储超市；2009 年一季度继续超越预期，新增仓储超市 3 家。公司处于培育期的仓储门店在 30 余家左右（含去年新开 21 家），在整个仓储板块的门店占比约在 25%，我们预期这部分门店今年的平均同比增长会在 30%左右。次新店成为 09 年业绩增长的最主要动力。此外，武汉中百在超市板块中估值最低、还存在受益于电费下调和未来收购中商平价的预期。

图表 16：超市公司财报基本情况

（万元，%）	武汉中百		步步高		新华都		华联综超	
截至08年底门店数	608/125仓储		99		48		65	
08 年收入及增速	864913	24.3	520135	24.3	227932	38.8	861845	16.4
08 年毛利率	18.2		19.7		19.0		19.5	
08 净利润及增速	17189	36.6	16283	31.7	6447	-11.7	11701	-42.1
084Q 收入及增速	209241	25.3	130468	14.9	59375	27.4	215724	10.0
084Q 毛利率	19.3		21.1		19.2		18.6	
084Q 净利润及增速	5296	31.8	4055	10.7	1165	-4.3	1307	-84.4
091Q 收入及增速	284384	7.6	163180	6.5	82072	27.6	261246	8.7
091Q 毛利率	17.5		19.8		17.1		19.9	
091Q 净利润及增速	6452	15.6	7954	3.0	1800	-30.2	3751	-40.3

资料来源：渤海证券研究所

5. 选股：业绩弹性大且估值低的品种

回暖受益之一——百货

对于百货的思路我们认为是经济复苏，行业回暖。从年报和一季报企业的数据看，在经济危机最严重的阶段，危机对消费的影响并没有比市场预期的差，实际报出来的业绩很多都有一定程度超预期，特别是优势公司。而现在，感觉消费市场的恢复比预期中的好（这可以从房地产、汽车、家具家电等周期性更强一些的品种看），因此我们更相信：经济复苏、消费抬头。伴随着同比基数降低、企业有望在 5 月份之后实现同店正增长（内生增长）。而复苏迹象明显，也会缩短新店的培育时间，使得新开业的盈利时间比预期中的提前（外延扩张）。企业整体业绩会出现“前低后高”的情况。

由于零售公司同质性较强、我们认为着重选择经历过前期景气度下滑严峻考验，仍能够获得超预期业绩的区域龙头公司，并重点选择估值相对较低的品种。

推荐品种：广州友谊、王府井、鄂武商、合肥百货。

回暖受益之一——家电零售

09 年上半年房地产市场回暖，销量逐步回升。下半年，房地产作为抗通胀的投资品种，预计回暖的态势仍将继续。而家电相对于房地产有 6 个月左右的滞后期，因此家电受益于房地产回暖能够得到保证。第二，家电下乡、家电“以旧换新”政策能够带来新增销量，而市场份额越大的公司受益越大。第三，黄光裕事件使得家电行业格局正发生微妙的变化。从收入规模来看，苏宁已经超越国美，成为行业领头羊。09 年我们认为苏宁仍有行情启动地触发点，即计划香港开店、增强后台物流和信息系统功能提升盈利、09 年有可能实行股权激励等。

推荐品种：苏宁电器

6. 选股：关注事件刺激下的主题投资机会：激励、世博、重组

除了基本面选股，事件的刺激也能促使行情加速启动，也是获得投资超额受益的最有效途径。

大商股份：国有股权划拨被认为是管理层激励开始运作

近年来，大商股份真正出现的问题是：激励机制确实、业绩受到压制、公司治理和投资者关系恶化，被市场边缘化。6 月 9 日的公告大商股份国有股权的划拨被认为是股权激励有可能开始做的第一步。股权激励若开始做，公司业绩将得到正常释放。同时，公司是 PS 低的股票，而公司网点资源优势突出，目前公司自有物业 144 万平米，重组价值高达 34 元，提供了安全边际。

其它事件推动型投资机会还包括：

- ✓ 具备多种题材的上海本地商业股，如豫园商城、百联股份
- ✓ 有明确资产注入预期的、估值较低的，如新华百货、广百股份
- ✓ 国退民进，管理改善型公司，如南京中商；

7. 投资建议和股票池

由于市场普遍的预期是下半年行业基本面将好转，有了这个支撑，注定了消费股的行情不会嘎然而止。中国消费升级是一个长期的过程，其中优势的公司必然获得超过行业平均的增速。因此我们不建议对消费股的配置用太短的周期考量。每一次市场下跌都给我们提供了一次用合理价格买入优质公司的契机。

从操作层面来说，

- ✓ 业绩弹性较大的区域龙头由于同质性较强，基本面的差异并不是很大，适宜一揽子配置，优先选择估值相对低的品种；
- ✓ 超市公司业绩受制于食品 CPI，比较好的时机可能在三季度低、四季度初；
- ✓ 而像小商品城、苏宁电器这种有品牌、有渠道的行业领跑者适宜逢低吸纳，长期持有；
- ✓ 而一些事件推动型投资机会，时间不确定性较强，可能要忍受时间成本。

我们推荐：王府井、鄂武商、欧亚集团、苏宁电器、武汉中百、广州友谊、小商品城、以及华联综超、大商股份。核心股票池如下：

图表 17：核心股票池

股票简称	股价		EPS			PE	
	6.9	08A	09E	10E	08E	09E	10E
王府井	26.17	0.88	1.06	1.34	29.84	24.69	19.53
鄂武商 A	10.49	0.36	0.47	0.52	29.50	22.32	20.09
苏宁电器	15.49	0.48	0.58	0.71	32.04	26.71	21.82
广州友谊	18.03	0.72	0.78	0.85	25.17	23.12	21.21
欧亚集团	18.51	0.67	0.78	1.02	27.68	23.65	18.18
武汉中百	9.90	0.31	0.37	0.45	32.28	26.86	21.76
小商品城	37.69	0.89	1.35	1.71	42.19	27.96	22.03

资料来源：渤海证券研究所

图表 18: 主要商业上市公司估值表

证券代码	证券简称	股价	总股本(万)	EPS				PE		
		6.16	6.16	2008	2009E	yoy09/08	2010E	2008	2009E	2010E
002251	步步高	23.6	27,036	0.6	0.76	26%	0.93	39.33	31.05	25.38
002264	新华都	24.78	10,688	0.6	0.74	22%	0.97	41.30	33.49	25.55
600361	华联综超	8.68	48,481	0.24	0.29	22%	0.35	36.17	29.93	24.80
000759	武汉中百	9.9	56,051	0.31	0.37	20%	0.45	31.94	26.76	22.00
超市行业平均								37.18	30.31	24.43
600694	大商股份	30.6	29,372	0.79	0.64	-19%	0.92	38.73	47.81	33.26
600859	王府井	28.06	39,297	0.88	1.06	21%	1.34	31.89	26.47	20.94
002187	广百股份	25.94	16,000	0.89	1.03	16%	1.25	29.15	25.18	20.75
600729	重庆百货	23.56	20,400	0.8	0.92	15%	1.09	29.45	25.61	21.61
600785	新华百货	17.82	17,286	0.63	0.73	17%	0.83	28.29	24.41	21.47
000987	广州友谊	18.03	35,896	0.72	0.78	9%	0.85	25.04	23.12	21.21
600697	欧亚集团	18.51	15,909	0.67	0.78	17%	1.01	27.63	23.73	18.33
600858	银座股份	19.54	23,508	0.58	0.72	24%	0.91	33.69	27.14	21.47
600693	东百集团	8.67	34,322	0.29	0.35	22%	0.47	29.90	24.77	18.45
600631	百联股份	13.69	110,103	0.32	0.38	17%	0.5	42.78	36.03	27.38
600628	新世界	11.04	53,180	0.31	0.34	11%	0.44	35.61	32.47	25.09
000501	鄂武商 A	11.4	50,725	0.36	0.47	32%	0.52	31.67	24.26	21.92
000417	合肥百货	11.54	36,902	0.33	0.42	29%	0.57	34.97	27.48	20.25
百货行业平均								32.21	28.34	22.47
002024	苏宁电器	16.69	448,651	0.48	0.58	20%	0.71	34.77	28.78	23.51
600122	宏图高科	12.3	44,420	0.45	0.62	37%	0.82	27.33	19.84	15.00
600415	小商品城	37.69	68,040	0.89	1.35	51%	1.71	42.35	27.92	22.04
整体商业行业平均								33.60	28.31	22.52

数据来源: Wind, 渤海证券研究所

欧亚集团 (600697)

相对低估的稳定成长型零售商

——欧亚集团分析报告

✍ 陈慧

☎ 86-22-2845 1135

✉ chenhui@bhq.com

核心观点:

- 稳健的扩张兼顾了长期发展和短期利润的平衡
- 商业地王，94万平米自有物业重组价值提供安全边际
- 相对行业属于估值低的品种

投资要点:

- 公司所处区域吉林省受危机影响相对较小：由于吉林省地处东北区域以及非外向型经济结构，其经济所受此次经济危机影响较小，今年一季度，吉林省GDP增长 9.1%，社会消费品零售总额前4月保持在17.8%增长，分别比全国高出2.8和3个百分点。
- 公司一直实行积极稳健的扩张风格：公司经历了立足长春、走出长春和走出吉林的稳健发展路径。现旗下拥有9家百货门店、10多个单体商超、农安商贸物流中心。公司一直坚持稳步拓展、步步为赢的扩张路线，并且取得了较好销售业绩，公司近3年复合增长率达到40%，充分显示了公司稳健的扩张能力和优秀的管理能力，也兼顾了长期发展和短期利润的平衡。
- 东北重镇长春市的商业地王，存在低估。欧亚集团绝大部分物业属于自有物业，自有物业面积达94万平米。按5000元/平米保守估计，商业地产重组价值29.5元/股，考虑负债，每股重组价值18元，构成了股价的安全边际。
- 公司今年以来涨幅较小，落后板块26个百分点（公司27.54%、零售板块54.08%），基于公司稳健扩张的能力和优秀的管理能力，公司应该享有板块一定的估值溢价，但公司目前估值23.7倍，远低于行业整体接近30倍的水平，公司相对估值优势明显；其次近期板块估值整体提升，公司内生上涨动力强劲，维持买入评级。公司09年、10年分别增长17%、30%，对应EPS为0.78元、1.02元。给予09年28-30PE，公司股价预计21.8-23.4元。

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2631	3421	4036.78	4986
增长率%	60%	30%	18%	24%
净利润(百万元)	77.88	106.38	124.09	161.32
增长率%	44%	37%	17%	30%
EPS	0.49	0.67	0.78	1.01
增长率%	60%	30%	18%	24%
PE	37.77	27.63	23.73	18.33

评级:

买入

目标价格:

¥ 23

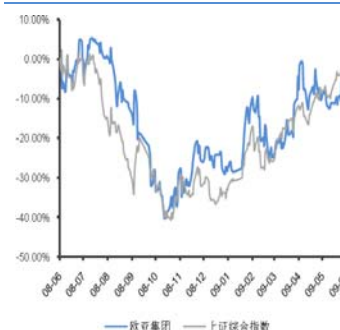
首次预测:

当前价格:

¥ 18.51

2009.06.16

52周股价走势



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张廷明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇时代大厦 602 603

邮编 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn