



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

观点聚焦

2009 年 8 月 11 日

零售行业

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

防御性显现

——零售板块是市场调整中的可配置品种

投资提示：

近期市场短期波动明显加大，我们认为零售板块具备防御特征的行业属性、更加确定的盈利表现、雄厚的资产价值、较低的估值水平和技术面的滞涨均支持其成为市场调整中的良好配置品种。基本面支持包括：服务于民生，较投资和出口拉动的板块具备较好的稳定性；8 月份起消费和公司业绩增速有望加快、成为板块表现的催化剂；大商、百联等公司持有大量商业物业、资产价值被明显低估。估值面支持：板块内仍有具备估值优势的公司。技术面支持：由于市场追求高弹性，零售板块年初以来显著跑输大市，有补涨需求。重点推荐百货龙头公司：大商股份、广州友谊、合肥百货、百联股份、王府井。苏宁、武汉中百、华联综超作为家电、超市业的龙头也值得关注和配置。

理由：

► 基本面：具备确定性和防御性。

该板块盈利向好的确定性体现在：去年同期受奥运影响盈利基数较低，因此 8 月份的消费增速有望加快，同时市场也会预期 2008 年 10 月份—今年 3 月份消费急剧放缓将使得今年 4 季度和明年 1 季度消费增速明显加快。（图 1、2）

业绩表现的防御性体现在：如果担心宏观政策变化和消费拉动放慢所带来的经济波动性，零售板块与居民的实体消费有关，盈利表现具有相当的稳定性。事实上，零售板块在今年 1 季度仍获得了 4% 的净利润提升，防御性已体现得十分明显。我们预计，今年 2-4 季度板块整体净利润增速将有望达到 12%、15% 和 25%（图 3）。

各公司的微观运营也在发生着向好变化，例如：广州友谊将开出新的大型门店，大商管理层激励正在稳步落实，二季度业绩表现明显好转；百联等上海本地公司业绩开始复苏、有望受益于世博会的拉动。

► **估值：尚能选出高性价比的公司。** A 股零售平均市盈率 30x，港股市盈率 25x，A/H 溢价在各板块中处于最低水平。零售板块估值相对大市只有 1.13 倍，处于历史最低水平，明显低于历史可比阶段 1.6 倍的水平（图 5-6）。

► **技术面：前期滞涨，市场波动加大后体现出良好的安全边际。**由于市场追求高弹性，该板块年初以来明显跑输大盘和其它行业，具备良好的技术面安全边际，加之基本面的改善和估值吸引力，市场有望重新审视整个板块的投资价值。年初至今，上证指数上涨 78.5%，A 股零售板块上涨 59.5%。7 月以来，上证指数上涨 9.8%，A 股零售板块只上涨了 5.2%。

► **我们建议更多配置百货公司的主要原因是：**受益于消费升级的中长期趋势，百货类公司的同店销售一直增速快于家电和超市；受益于已拥有的核心商圈优势和长期形成的高消费者认可度，主力百货零售商的盈利水平在经济差时具备更好的防御性、在经济好时具备更大的弹性。

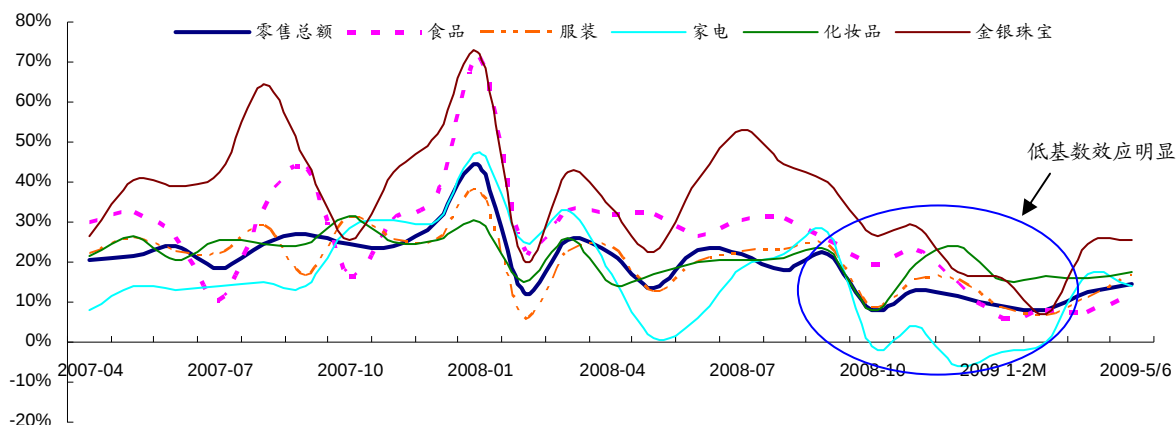
投资建议：

我们建议投资者在市场波动期可加大对大零售板块的配置，逢低吸纳优质公司，既可以确保较好的安全边际，又可以享受 4 季度行业业绩显著反弹带来的板块行情。建议重点关注具备以下特质的公司：

► **低市盈率的行业领军公司：**广州友谊 24.1x、合肥百货 27.6x、王府井 28.2x（图 7）。此外，新华百货和欧亚集团估值也较低，也可作为板块配置中的选择。

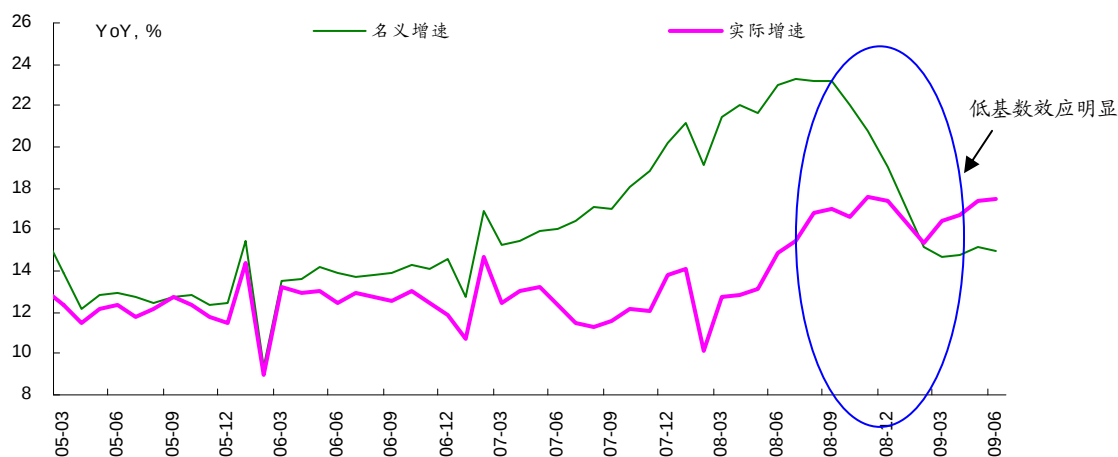
► **低市净率的行业领军公司（资产价值被低估）：**大商股份、百联股份。大商和百联分别拥有自有商业物业 140 多万平方米和 81 万平方米，各自按 1 万元和 2.2 万元每平方米测算，合理每股 NAV 可分别达到 58 元和 18.2 元，较目前股价高出 70% 和 26%（图 8-9）。大商股份管理层激励的落实是值得期待的事件性投资机会，且有利于基本面的反转。

图表 1：百家重点零售企业销售增速（月度数据，已公布6月份）



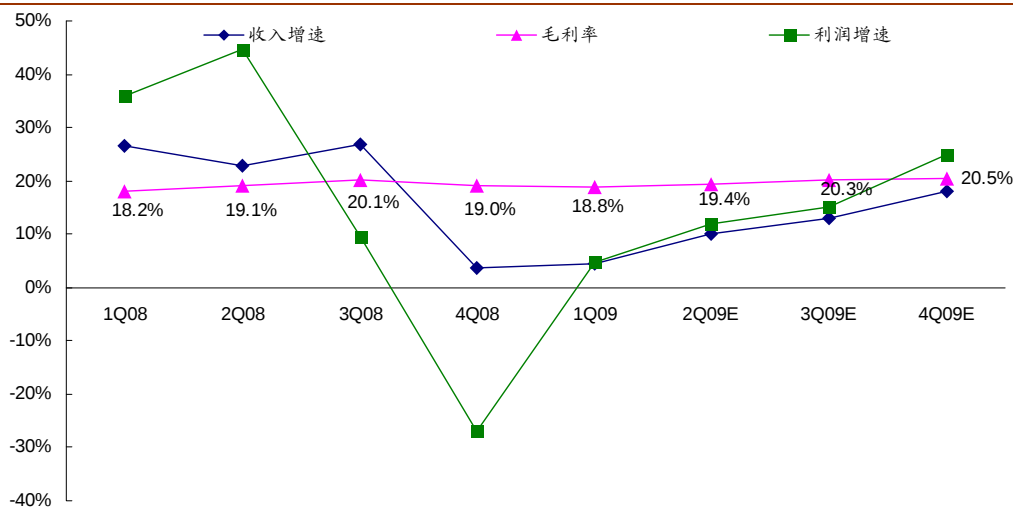
资料来源：中华商业信息中心，中金公司研究部

图表 2：社会消费品零售总额实际名义增长（月度数据，已公布上半年）



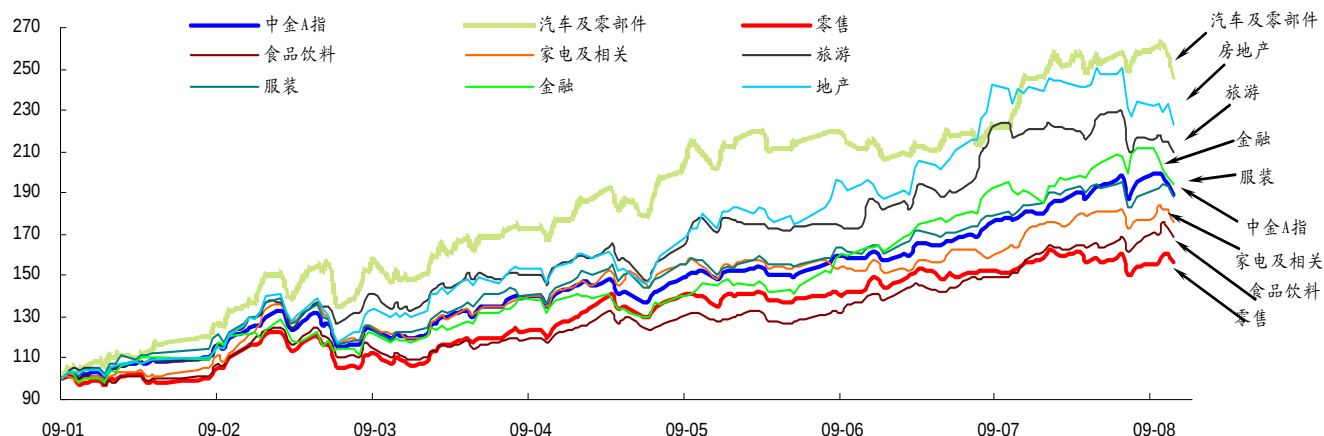
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 3：零售公司收入利润增长趋势预测



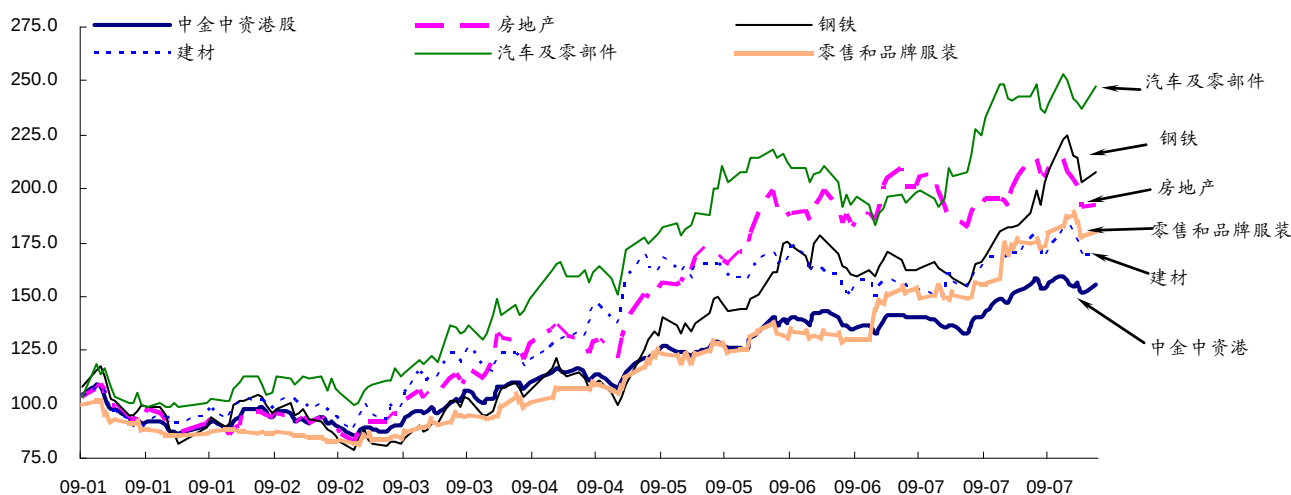
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 4: A 股零售指数相对走势



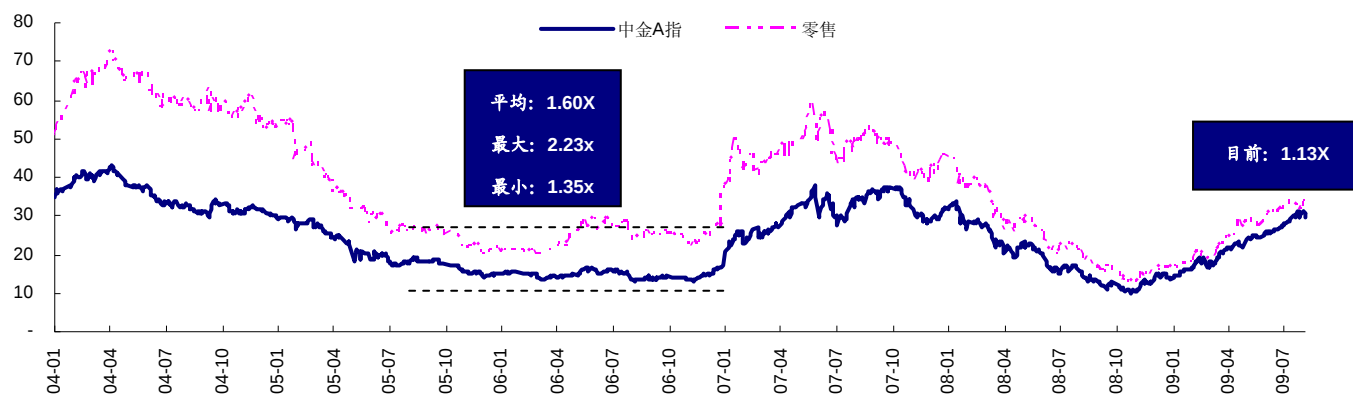
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5: H 股零售指数相对走势 (明显好于 A 股)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

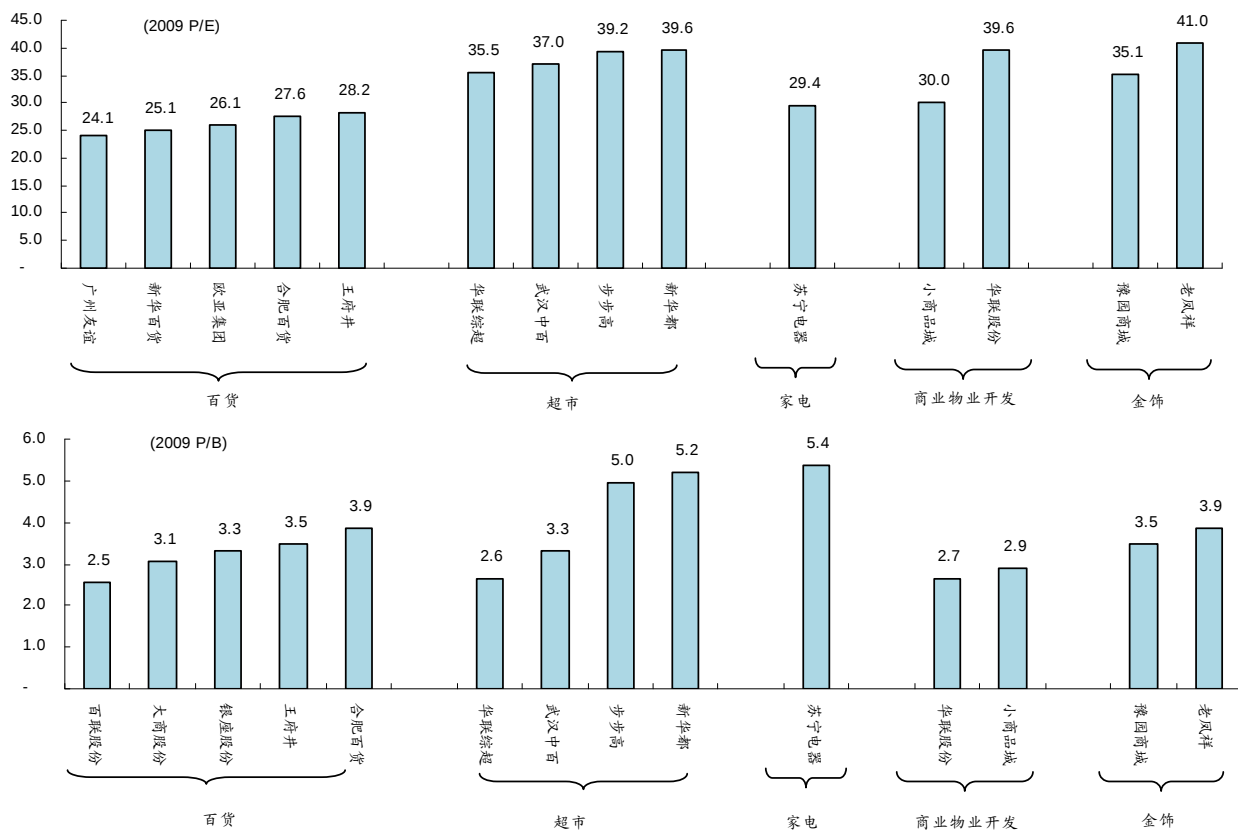
图表 6: 零售业市盈率和大盘的对比



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

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。

图表 7：市盈率与市净率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 8：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	10000
(1)自有物业商场价值：	亿元	144
(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	172
股价	元	34.5
股本	亿股	2.9
目前市值	亿元	101.2
NAV高出市值	-	70%
NAV对应每股	元	58
按5000/平米计算的每股NAV	亿元	34

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9: 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 170 亿元; 若按 2.2 万/平米测算, 市值可达到 201 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)			39
非上市公司投资			0
银行负债			-37
银行存款			5
NAV合计			170
每股NAV			15.5
目前市值	股价	14.48	159
NAV高出市值			7%
若按2.2万元/平米计算的商业物业价值	2.2		177
NAV合计			201
每股NAV			18.2
NAV高出市值			26%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 10: 估值表

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 净利润CAGR	市净率	PEG		
					2008A	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		2009E			
百货类公司																					
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	11.78	32,973	848	26.9%	985	16.2%	1163	18.1%	0.35	0.40	0.46	33.4	29.4	25.8	17.1%	7.0	1.95		
	825.HK	新世界	6.52	10,994	466	94.8%	513	10.1%	591	14.9%	0.28	0.30	0.35	23.6	21.7	18.6	12.6%	2.7	1.87		
	600694.CH	大商股份	34.47	10,124	232	-0.2%	232	0.3%	283	21.7%	0.79	0.79	0.96	43.7	43.6	35.8	10.5%	3.1	4.17		
	600859.CH	王府井	28.98	11,388	344	29.2%	400	16.3%	482	20.5%	0.88	1.02	1.23	33.1	28.2	23.6	18.4%	3.5	1.80		
高档定位	000987.CH	广州友谊	20.59	7,391	257	34.6%	307	19.3%	384	25.3%	0.70	0.85	1.07	29.4	24.1	19.2	22.3%	6.4	1.32		
区域型	600631.CH	百联股份	14.48	15,943	357	0.5%	386	8.2%	496	28.5%	0.32	0.35	0.45	44.7	41.3	32.2	17.9%	2.5	2.50		
	考虑商业地产开发收益						439	23.1%	580	32.1%		0.40	0.53			36.3	27.5	27.5%	2.5	1.62	
	600628.CH	上海新世界	12.77	6,791	163	6.4%	180	10.5%	218	21.1%	0.31	0.34	0.41	41.7	37.7	31.2	15.7%	4.0	2.66		
	000417.CH	合肥百货	9.68	4,644	120	20.1%	168	40.0%	213	26.4%	0.25	0.35	0.44	38.6	27.6	21.8	33.0%	3.9	1.17		
	000417.CH	合肥百货(经营性)	9.68	4,644	127	46.0%	158	24.6%	198	25.3%	0.26	0.33	0.41	36.7	29.4	23.5	25.0%	3.9	1.47		
	1212.HK	利福国际	11.12	18,859	958	1.4%	856	-10.6%	996	16.4%	0.57	0.51	0.60	19.4	21.7	18.6	2.0%	2.7	-		
	1833.HK	银泰百货	4.79	8,622	272	-8.7%	300	10.3%	362	20.7%	0.18	0.19	0.22	27.3	25.3	21.7	15.4%	2.0	1.77		
	3308.HK	金鹰商贸	9.76	17,743	480	35.0%	582	21.3%	708	21.6%	0.30	0.36	0.43	32.5	26.8	22.8	21.4%	6.6	1.52		
	600858.CH	银座股份	20.49	4,817	137	16.7%	212	55.3%	272	28.3%	0.58	0.67	0.86	35.3	30.5	23.7	41.2%	3.3	0.86		
	600697.CH	欧亚集团	19.98	3,179	106	36.6%	122	14.7%	148	21.3%	0.67	0.77	0.93	29.9	26.1	21.5	17.9%	3.7	1.67		
	600693.CH	东百集团	9.13	3,134	99	66.6%	111	12.1%	136	22.5%	0.29	0.32	0.40	31.7	28.2	23.0	17.2%	3.4	1.84		
	600785.CH	新华百货	18.87	3,262	108	32.8%	130	20.3%	148	13.8%	0.63	0.75	0.86	30.2	25.1	22.0	17.0%	4.0	1.77		
	600729.CH	重庆百货	22.95	4,682	163	61.4%	170	4.5%	198	16.5%	0.80	0.83	0.97	28.8	27.5	23.6	10.3%	4.9	2.78		
	002187.CH	广百股份	27.82	4,451	142	29.4%	153	7.7%	192	25.5%	0.89	0.96	1.20	31.3	29.1	23.2	16.3%	4.3	1.93		
	000501.CH	鄂武商	11.91	6,041	180	15.6%	218	20.8%	262	20.2%	0.36	0.43	0.52	33.5	27.7	23.1	20.5%	4.0	1.63		
	600828.CH	成商集团	19.99	4,061	102	40.8%	119	16.7%	146	22.7%	0.50	0.59	0.72	39.8	34.1	27.8	19.6%	7.6	2.03		
	002277.CH	家润多	33.03	6,408	120	31.0%	147	22.7%	175	18.6%	0.62	0.76	0.90	53.4	43.5	36.7	20.6%	4.2	2.58		
金饰																					
	600612.CH	老凤祥	23.12	7,789	70	-32.1%	190	170.9%	285	50.0%	0.21	0.56	0.85	111.1	41.0	27.3	101.6%	3.9	1.09		
	600655.CH	豫园商城	18.44	14,725	329	-56.8%	420	27.8%	510	21.4%	0.41	0.53	0.64	44.8	35.1	28.9	24.6%	3.5	1.82		
商业地产开发																					
	000882.CH	华联股份	8.24	4,069	50	96.3%	103	104.8%	117	14.1%	0.10	0.21	0.24	81.0	39.6	34.7	52.9%	2.7	1.53		
	600415.CH	小商品城	37.48	25,501	609	67.9%	850	39.7%	1056	24.2%	0.89	1.25	1.55	41.9	30.0	24.1	31.7%	2.9	1.32		
超市类公司																					
大型综合超市																					
大、中、小型超市	600361.CH	华联综超	10.08	4,887	117	-48.4%	138	17.7%	160	16.4%	0.24	0.28	0.33	41.8	35.5	30.5	17.1%	2.6	2.45		
	000759.CH	武汉中百	10.25	5,745	172	36.6%	202	17.5%	247	22.3%	0.24	0.28	0.34	43.4	37.0	30.2	19.9%	3.3	2.19		
	002251.CH	步步高	27.28	7,375	163	31.7%	188	15.5%	225	19.7%	0.60	0.70	0.83	45.3	39.2	32.8	17.6%	5.0	2.58		
	002264.CH	新华都	29.66	3,170	65	43.2%	80	24.1%	101	26.3%	0.61	0.75	0.94	48.6	39.6	31.4	24.5%	5.2	1.99		
	814.HK	京壹隆	5.56	2,292	157	39.9%	161	2.8%	188	16.3%	0.44	0.44	0.50	12.6	12.5	11.1	9.3%	1.3	1.35		
	980.HK	联华超市	15.34	9,541	388	44.7%	429	10.5%	507	18.0%	0.73	0.78	0.89	21.1	19.6	17.1	14.2%	3.1	1.49		
8277.HK	物美集团	11.72	14,302	361	26.8%	431	19.3%	489	13.5%	0.34	0.40	0.44	34.0	29.2	26.6	16.3%	5.0	2.08			
家电及电子消费品																					
	493.HK	国美电器	2.45	36,886	1842	-2.2%	1,524	-17.3%	1,685	10.6%	0.12	0.10	0.10	20.5	25.4	23.7	-4.4%	4.1	-		
	002024.CH	苏宁电器	16.11	72,278	2170	48.1%	2571	18.5%	3167	23.2%	0.46	0.55	0.68	34.8	29.4	23.8	20.8%	5.4	1.67		

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。