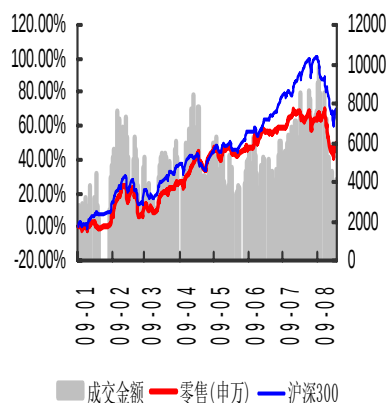


零售行业

2009 年 08 月 24 日

行业评级：增持



执笔人

樊慧远

Email: fanhuiyuan@sxzq.com

Tel: 010-82190365

MSN: fanhuiyuan@hotmail.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

逐渐走出阴霾，估值优势显现

深度研究

投资要点：

- **零售市场整体情况企稳。**上半年市场整体趋于平稳，行业的景气度有所回升。7 月份，社会消费品零售总额 9937 亿元，同比增长 15.2%，比上年同月回落 8.1 个百分点，比上月加快 0.2 个百分点。
- **消费信心尚待提高。**国家统计局公布的 6 月消费者信心指数、消费者满意指数和消费者预期指数都出现了小幅下滑，分别下降 0.2、0.1 和 0.2。抑制消费增长的因素犹存，消费预期还没达到理想的高点。
- **静候政策效应的显现。**近期，政府又制订和出台了一系列刺激消费、扩大民生的政策，具体包括商业用电和工业用电同价、下调信用卡消费费率、扩大零售企业自营比例、推动 1.4 亿农民工城市化、扩大医保支付范围和提高报销水平等。
- **超市子行业——农超对接带来一抹亮色。**农超对接的推进则可以体现出国内超市的本土优势和区域优势，给本土超市提供了一个加速发展的契机，我们认为超市行业 09 年全年的销售增速有望超过 10%。
- **百货子行业——关注奢侈品消费崛起带来的高端百货发展机会。**百货是弹性较高的子行业，全年销售增速有望超过 20%。我们特别看好百货里面的高端百货，建议中长期投资者关注广州友谊、王府井、欧亚集团、大厦股份。
- **消费电子零售子行业——增长空间广阔。**2009~2010 年的中国消费电子产品市场会继续保持增长趋势，我们预计 2009 年，中国消费电子产品市场占全球市场的比例将达到 14.5%，消费增速有望超过 20%，我们建议中长期投资者关注苏宁电器、宏图高科、天音控股。
- **投资建议。**考虑到随着宏观经济向好、零售业销售回暖的预期，加之零售行业前期滞涨的行情和较强的估值修复动力，我们给予零售行业“增持”评级，重点推荐新华百货、欧亚集团和大厦股份。

1 零售市场整体情况企稳

图 1：批发和零售业社会消费品零售总额

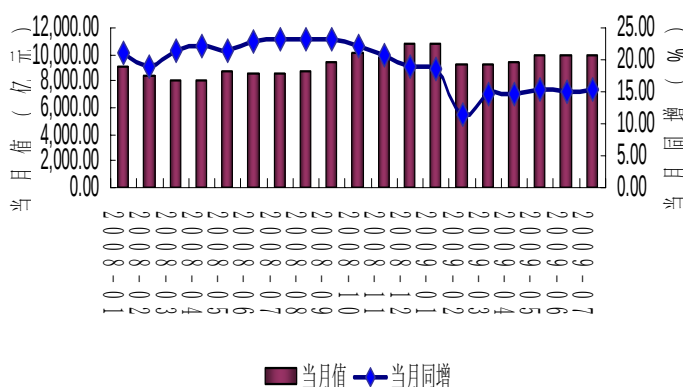
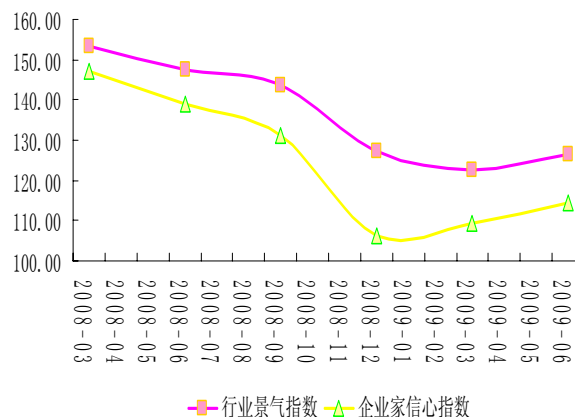


图 2：批发和零售业景气指数



资料来源：wind、山西证券研究所

图 3：全国百家大型零售企业零售额同增（%）

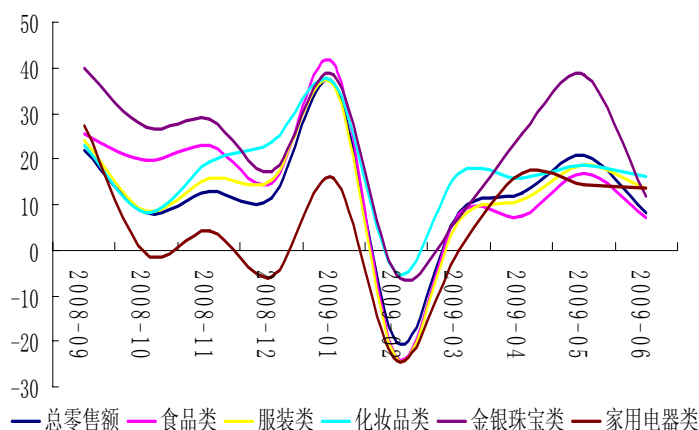
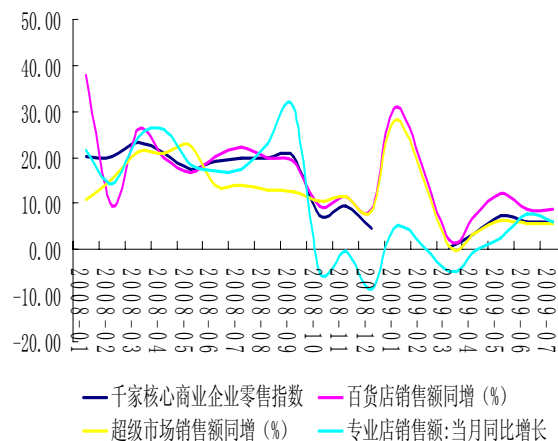


图 4：千家重点零售企业销售增长状况（%）



资料来源：wind、山西证券研究所

7 月份，社会消费品零售总额 9937 亿元，同比增长 15.2%，比上年同月回落 8.1 个百分点，比上月加快 0.2 个百分点。1-7 月份，社会消费品零售总额 68648 亿元，同比增长 15.0%，比上年同期回落 6.7 个百分点，与上半年持平。上半年市场整体趋于平稳，行业的景气度有所回升。

2009 年 6 月份全国百家重点大型零售企业实现销售总额 235.70 亿元，比去年同期上涨 9.33%，其中零售额 202.55 亿元，同比上涨 8.21%。零售额增速比去年同期

期下降 11.84 个百分点，比 5 月增速低了 9.96 个百分点，涨势明显回落。

分品类看，6 月份食品、服装、化妆品、金银珠宝和家用电器类分别实现零售额 29.63、54.89、9.87、13.47 和 14.34 亿元，同比上涨 7.0%、13.54%、16.23%、11.77%和 13.50%。我们可以看到家用电器和化妆品类等弹性较大的品类增速较快。

从商务部监测的千家重点零售企业销售情况来看，7 月千家核心商业企业零售指数为 5.9，比上个月回落 0.1。百货行业销售额同比增速较快，达到 8.8%，超市类销售额同比增速只有 5.6%。我们可以看到抑制消费增长的因素犹存，金融危机的阴影仍在盘旋，消费预期还没达到理想的高点。商家为了促销而进行的“降价”行为，已经影响到零售业所有领域，大部分零售企业都出现了不同程度的毛利率和净利率下滑现象。消费者更愿意购买促销产品或者低端品牌的产品，从而在很大程度上拉低了销售额。

2 消费信心尚待提高

图 5：消费者信心指数

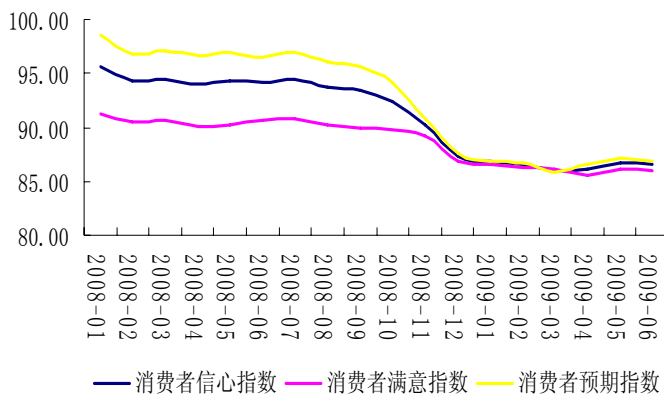
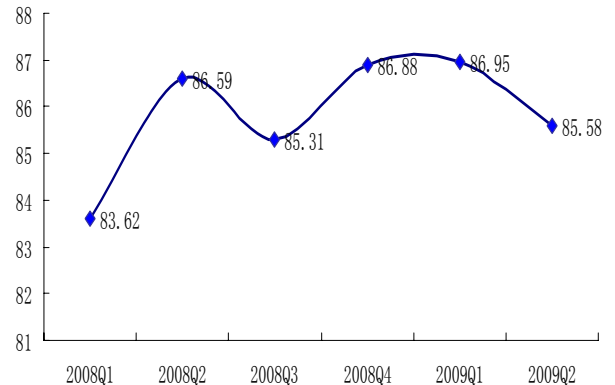


图 6：中国银行卡消费信心指数



资料来源：国家统计局、中国银联、山西证券研究所

国家统计局 7 月 27 日公布数据显示，上半年全国城镇居民人均可支配收入为 8 8 5 6 元，同比增长 9.8%，增速比上年同期回落了 4.6 个百分点。上半年城镇居民收入增幅是近六年来最低的，这反映了国际金融危机对城镇居民收入的冲击。城镇居民人均消费性支出 5979 元，同比增长 8.9%；扣除价格因素，实际增长 10.3%，比一季度增加 0.7 个百分点。居民消费性支出增速的加快，将对消费起到重要支撑作用。

国家统计局公布的 6 月消费者信心指数、消费者满意指数和消费者预期指数都

出现了小幅下滑，分别下降 0.2、0.1 和 0.2。

图 7：中国人民银行全国城镇储户调查（%）

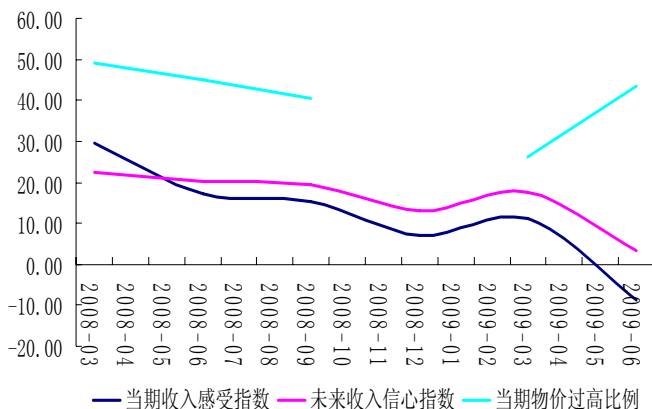
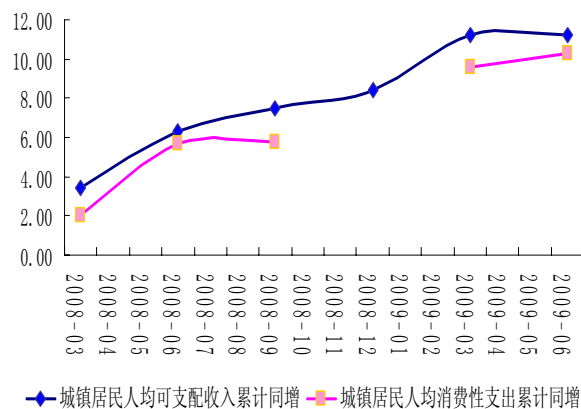


图 8：城镇居民人均收支状况（%）



资料来源：国家统计局、中国人民银行、山西证券研究所

图 9：CPI 变化趋势（%）

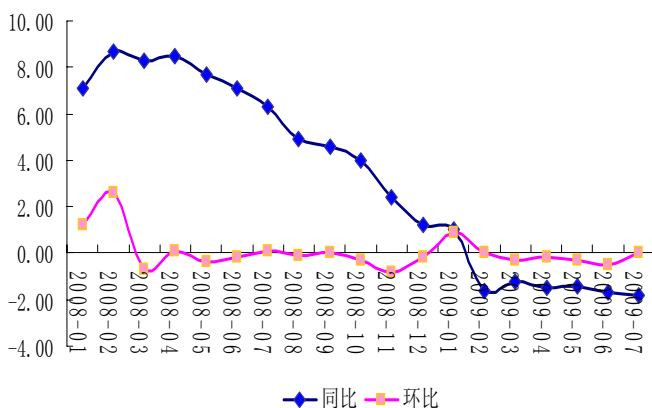
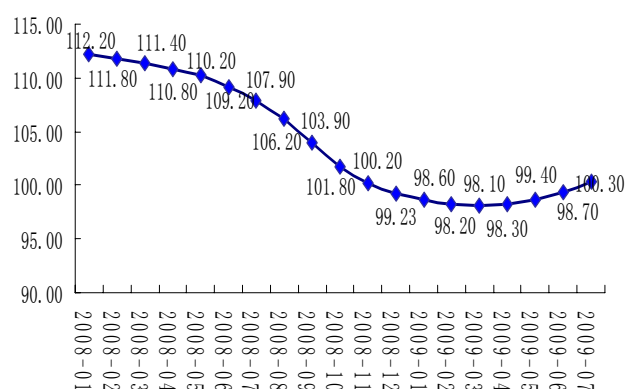


图 10：住宅销售价格指数



资料来源：国家统计局、中国人民银行、山西证券研究所

中国银联联合新华社发布的今年二季度“新华·银联”中国银行卡消费信心指数(BCCI)显示，二季度的 BCCI 为 85.58，虽然较今年一季度的 86.95 呈现小幅振荡。

社科院世界经济与政治研究所发布的第二季度宏观经济报告显示居民收入的边际消费倾向在递减。2008 年底，我国城市居民收入的平均消费倾向达到 0.74，但这一水平目前已降至 0.65。

央行公布的调查数据显示，今年二季度城镇居民当期收入感受指数为-8.6%，比1季度大幅下降20个百分点，是1999年开展调查以来的最低水平。居民对未来收入预期也不乐观，并认为物价较高的消费者有所增多。对通货膨胀和房价高位的预期成为消费者目前的一大“后顾之忧”，从而在一定程度上抑制了消费意愿。虽然今年7月份的CPI仍出现负值，社科院的调查显示，有43%的被调查者预计在未来12个月内，物价会整体上浮。另有36%的被调查者相信房价还会在一年内继续攀高。

3 静候政策效应的显现

近期，政府又制订和出台了一系列刺激消费、扩大民生的政策，具体涉及如下各个方面：

3.1 商业用电工业用电同价

国家发展改革委7月2日发布了关于做好商业与工业用电、用水同价工作有关问题的通知。通知要求“尚未实现商业与工业用电同价的省（区、市），应认真做好商业与工业用电同价的实施方案，结合销售电价调整，尽快实现工商企业用电同价”。

商业用电长期以来与工业用电不平等。实行波峰谷用电后，由于商业营业多在波峰，反而有时用电费比以前还高，更加制约了企业发展。商业用电的电价远高于每度0.7元的工业电价。平均来看，商业用电价格在1元左右，比普通工业用电价格高出43%，部分省份电价水平较低，但商业电价仍明显高于工业电价。

目前，我国已有15个省份取消了商业电价分类，实现了商业与工业用电执行相同的电价标准。另外，还有8个省份不同程度缩小了商业与工业两类用电价格的价差。工商业用电用水同价的指导政策，从中央落实到地方需要一段时间，预计2009年底前不一定能够落实到地方，2010年全面实施的可能性较大。

此次工商业企业用电同价如果正式全面实施，对于位于尚未实施同价省市的零售企业业绩将有正面贡献。用电成本约占销售收入的0.8%，如果能够下降至工业用电水平则会有效提升其利润率水平。

3.2 下调信用卡消费费率

由于消费者消费时刷卡消费的比例在逐年增加，因此，商家承担的费用也越来越高。高额的刷卡手续费成了连锁企业不得不承受的重负。据统计，全国连锁业

2008 年销售额为 1.2 万亿元，其中银行卡刷卡金额为 2400 亿元。如果按 1% 收取手续费，那么银联就从连锁企业拿走 24 亿元。从全国范围来看，我国商贸服务企业净利润普遍只有 1%~3%，而现行的银行卡刷卡费率在 0.5%~2.5% 之间，刷卡费率几乎是商贸服务企业净利润的 30%~60%。

商务部酝酿的合理设置信用卡消费的卡费费率自然是下调信用卡费率，但下调的幅度目前尚未明确，由于该项调整直接与银行利益挂钩，因此推进可能会相对缓慢。目前平均信用卡费率约占刷卡消费的 0.5% 至 1%，而不少零售商的信用卡消费占比超过了 80%。因此，下调信用卡费率将有利于提高零售商的利润率水平。

3.3 扩大零售企业自营比例

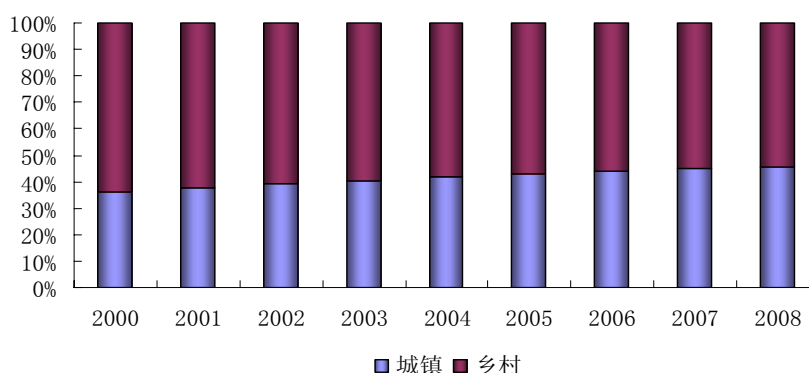
联营扣点模式是现阶段零售企业特别是百货店的主流模式。商务部副部长姜增伟 6 月 25 日在广州召开的“全国零售业经营管理现场会”上表示，联营扣点的经营模式不利于零售企业可持续发展，需要调整和变革。商务部目前正积极开展这方面调研，积极推动零售业转变现有经营模式，鼓励有条件的企业开展总经销总代理的试点，逐步提高自营比例。实际上，多家百货公司在某些品类如家用电器、食品、家居用品等都已逐步提高自营比例。自营比例的提高有助于零售企业提高毛利率水平，走上品牌差异化经营的道路。

3.4 推动 1.4 亿农民工城市化

全国有 1.4 亿介于农村和城市的人口，扩大内需面临的困难，在一定程度上与限制农民工进城定居的政策有关，所以首先要解决这部分农民工人口的城市化问题。7 月 2 日，国家发改委人士表示，城乡二元体制有望在本轮宏观调控的背景下加速松动，而首先获益的，将是流动在农村与城市之间的农民工。国家发改委正会同有关部门研究推进城市化政策，寄望通过积极的财政政策和改革措施，解决农民工在城市的定居问题。

从国际经验看，处于人均收入 3000 美元发展阶段的时候，各国的平均城市化率在 55% 左右，在人口稠密的东亚地区在 75% 左右，服务产业比重在 50% 左右。而根据中国社科院最近发布《城市蓝皮书》显示，截至 2008 年底，中国城镇人口突破 6 亿，城镇化率为 45.7%。如果把中国城市人口的比重提升到 2/3，使服务产业比重提升到 50%，就可以为经济增长创造出一个长期的内需释放过程。以人口城市化为取向的经济振兴方案，将刺激实物产品消费需求与服务需求的增长，在一定程度上解决产出结构与人口结构不对称所造成的过度储蓄和消费不足。

图 11：城镇、乡村人口比重



资料来源：wind、山西证券研究所

3.5 扩大医保支付范围，提高费用报销水平

8月3日，人力资源和社会保障部、财政部和卫生部联合下发了《关于开展城镇居民基本医疗保险门诊统筹的指导意见》。意见指出各地应逐步将门诊小病医疗费用纳入基金支付范围，并将符合条件的基层医疗卫生机构纳入基本医疗保险定点范围，应适当提高政策内住院医疗费用报销水平，逐步提高统筹基金最高支付限额。该意见提升了城镇居民的医保福利水平，逐步完善的医保体系，有利于解除居民的后顾之忧，扩大居民消费意愿。

我们相信随着经济回暖、居民收入的提高、各项住房保障措施以及扩大刺激内需计划的推行，消费者信心也随之回升，并推动零售业消费市场增幅不断上升。二季度内，中高档次商业项目开始放量，表现了商业市场所持有的积极信心。

4 超市子行业——农超对接带来一抹亮色

凡是经营较好的超市，共同的特点都是生鲜经营突出。生鲜农产品被看作超市的灵魂，但由于中间流通环节太多，超市的生鲜农产品运营成本一直较高，因而售价也比农贸市场高出不少，卖的东西不太新鲜，消费者也不太满意。

2008年底，商务部、农业部联合下发了《关于开展农超对接试点工作的通知》，提出到2012年，试点企业生鲜农产品产地直采比例将超过50%。这一指标将会提前实现。2009年7月19日，商务部、财政部、农业部在全国选择了15个条件相对成熟的省份开展“农超对接”试点，国家安排了4亿元资金，将在全国建设200个“农超对接”项目，重点支持大型连锁超市和农产品流通企业的鲜活农产品冷链

系统、配送中心项目，农产品专业合作社的快速检测系统和基地农产品品牌建设项目。

农业部经管司专家测算，农产品通过合作社直接供应超市，至少节约 30% 的成本，其中 10%-20% 可以直接让利给消费者。虽然“农超对接”在我国还处于试点起步阶段，但它代表了农产品生产营销模式的发展趋势。从国外发展经验看，“农超对接”具有广阔的发展前景。国外农产品销售主要实行产地直采，零售企业 70% 以上的农产品都是从合作社直采。

外资超市在国外已经形成了一套成熟的服务体系，通过多年的培养，国内顾客的购物习惯已经大大改变，其在品种选择、设施便利、购物环境等方面的需求有了很大提升。虽然内资超市努力在店面规模上赶超沃尔玛、家乐福等零售巨头，但其购物设施及其购物品种仍难与外资超市媲美，我们认为短期国内的超市行业很难在激烈的竞争中脱颖而出，加之 CPI 在未来一段时间内仍将在低位运行，我们对超市子行业持谨慎态度。而农超对接的推进则可以体现出国内超市的本土优势和区域优势，给本土超市提供了一个加速发展的契机，我们认为超市行业 09 年全年的销售增速有望超过 10%。

5 百货子行业——关注奢侈品消费崛起带来的 的高端百货发展机会

随着经济的回暖，百货低折扣、低毛利、高促销费用的状况有望得到扭转。我们草根调研发现，商场服装类秋装新品已经结束了打折销售的局面，我们认为高弹性的高端百货机会最大。

据世界奢侈品协会发布报告显示，截至今年 1 月，中国奢侈品消费总额达 86 亿美元，占全球市场的 25%，首次超过美国，成为世界第二大奢侈品国。超过半数受访者认为价格不会影响他们的消费行为，更有近九成受访者反馈不会因为经济疲软而改变其奢侈品消费偏好。其中，内地一线城市普遍对未来预期乐观，内地一、二线奢侈品市场的差距明显拉近。

2009 年第一季度，在全球奢侈品消费低迷的背景下，中国境内的奢侈品消费依然保持着 15% 的增长。6 月初，在路透社的“全球奢侈品头脑精英汇”上，中国是各位专家一致认为的未来重要市场。

奢侈品在中国不断增长的原因——第一是消费者的乐观预期，特别是那些 25 岁到 35 岁的年轻消费者。第二个因素在于中国新兴的中产阶级开始提高自己的生

活质量，这一群体每年的年收入保持着 10% 的增长。第三个因素是，中国那些超级富翁的生活没有受到经济衰退的影响。

图 12：奢侈品消费群体学历构成（%）

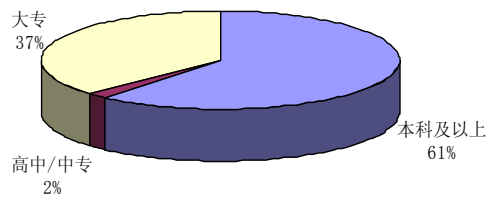
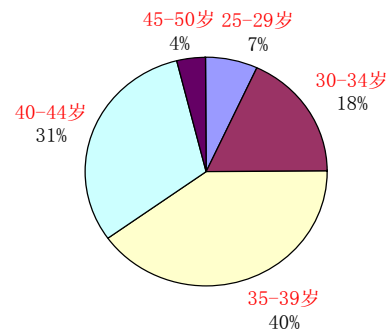


图 13：奢侈品消费群体年龄构成（%）



资料来源：第一零售网、山西证券研究所

图 14：消费者主要购买的奢侈品种类（%）

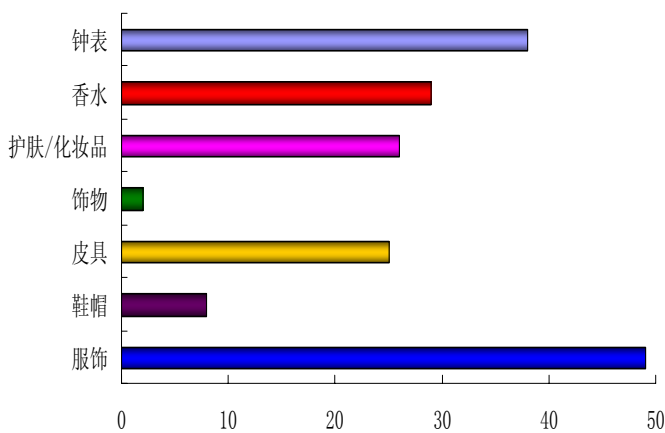
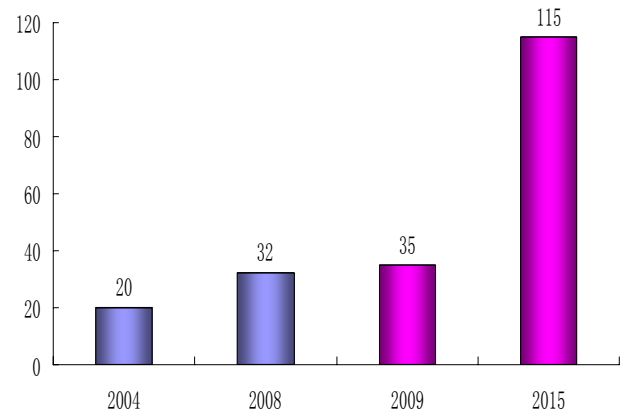


图 15：中国奢侈品消费预测走势（亿元）



资料来源：第一零售网、山西证券研究所

中国奢侈品行业在过去几年一直以 20% 以上的速度在增长。英国咨询公司 OC&C 预计，中国奢侈品市场的规模将在明年增至 120 亿美元，将超过日本。全球战略咨询公司贝恩预测全球奢侈品消费今年将下降 10%，而贝恩又说，奢侈品在中国内地市场将上升 7%。世界奢侈品协会预言：5 年后，中国奢侈品市场将达到全球奢侈品消费额的顶峰。未来 5 年内愿意消费奢侈品的中国人口将从 4000 万上升到 1.6 亿，

二、三线城市的人口是奢侈品业的主要支撑，这将对高端百货形成利好。

我们相信随着经济形势的逐渐好转和消费信心的恢复，百货仍然是弹性较高的子行业，全年销售增速有望超过 20%。我们特别看好百货里面的高端百货，即便是考虑潜在通胀的因素，我们认为高端消费人群是对价格变化最不敏感的人群，由于价格上升带来的消费挤出效应最小，所以我们建议中长期投资者关注广州友谊、王府井、欧亚集团、大厦股份。

6 消费电子零售子行业——增长空间广阔

6.1 “以旧换新”推高家电消费需求

2009 年 6 月 28 日，财政部、商务部、国家发展改革委、工业和信息化部、环境保护部、工商总局和质检总局等七部委共同颁布了《家电以旧换新实施办法》。相对于农村，城镇拥有更大家电保有量，待淘汰家电存量也更大。在城镇家电拥有率（或渗透率）不断攀升甚至有的接近饱和状态下，采取“以旧换新”政策来促进消费，效果将会比较显著。目前，2008 年我国城镇家庭的电脑、彩电、冰箱、空调和洗衣机的渗透率分别为 59.30 台/百户、132.90 台/百户、93.60 台/百户、100.30 台/百户和 94.70 台/百户，以大约 2.08 亿户城镇家庭计算，城镇家庭拥有以上 5 种家电的保有量约为 10.02 亿台。如果以 10% 的待淘汰率计算，待淘汰的家电存量约为 1 亿台。我们相信“以旧换新”给家电零售企业带来的受益程度将大大超过“家电下乡”。

与发达国家相比，无论是平板电视还是手机产品，中国的普及率还较低，再加上政府积极应对危机，出台刺激经济、提升需求的政策，“家电下乡”、“以旧换新”向全国推广，我们相信 2009~2010 年的中国消费电子产品市场一定会继续保持增长趋势，我们预计 2009 年，中国消费电子产品市场占全球市场的比例将达到 14.5%，消费增速有望超过 20%，我们建议中长期投资者关注苏宁电器、宏图高科、天音控股。

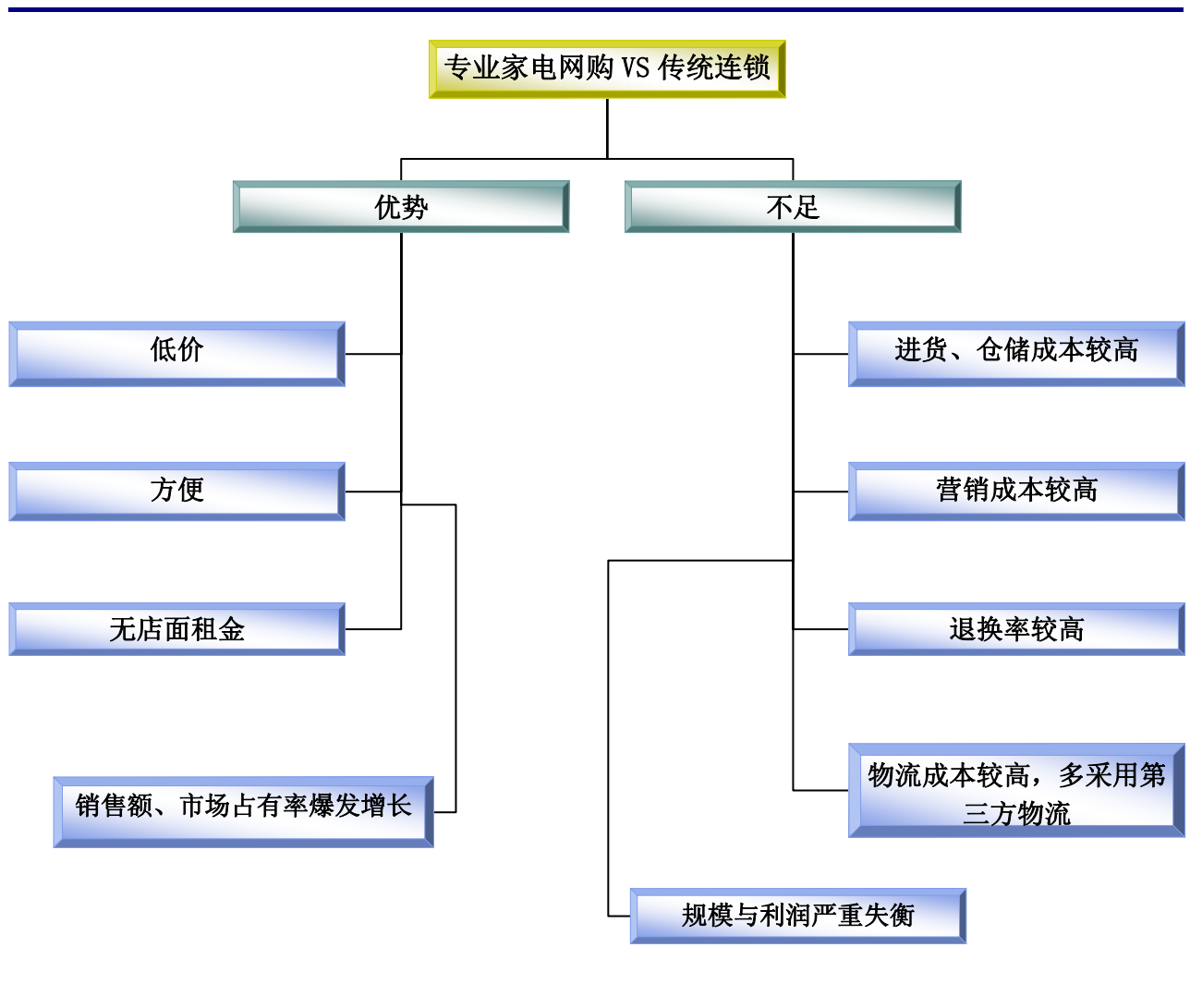
6.2 专业家电网购 VS 传统连锁

目前，全国家电类网上商城数量已突破 1000 家。据艾瑞咨询统计，2008 年我国家电市场销售总额突破 8000 亿元人民币，其中家电网购市场份额约为 2%，达 200 亿元。而我们对于网店这种经营模式盈利的可持续性持怀疑态度。

能够让消费者抛弃旧有的消费习惯，去网站购买大件电器，最终凭的就是低价和便利。即便销售量达到一定规模，厂家所给出的返点和奖励很难弥补这种价格上

的损失。网上销售模式虽然免去了店面租金，可是还要负担进货、仓储成本。网店在进入品牌强势期之前，往往需要支付高昂的营销成本。相应的，由于购买时看不到实品，用户购买的退换率也比传统零售更高。因为支付不便，很多销售必须由物流公司代收货款，这就大大提升了 B2C 网站与物流公司合作时的风险。

图 16：专业家电网购与传统连锁对比分析图



资料来源：山西证券研究所

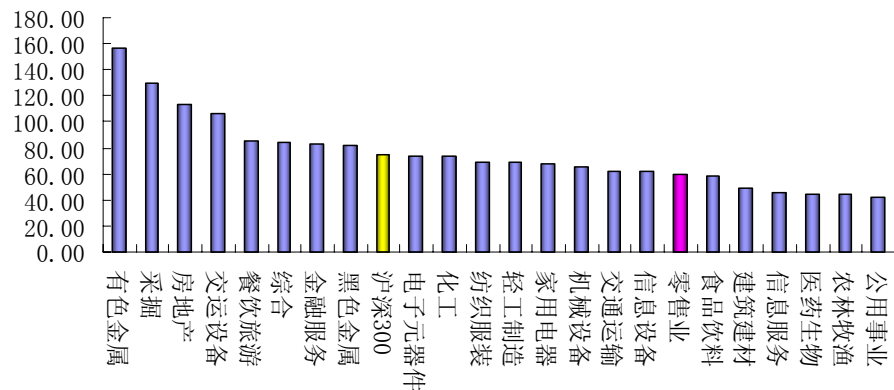
在后台供应链管理中，技术改造、增建仓储物流中心、扩大自建物流队伍、支持货到付款等，使得 B2C 经营模式的特点变成：网站规模做大，其管理、物流、人员成本也随即增加，激烈竞争进一步提升了成本，看不到实现规模与利润平衡的临界点。

国美早已开通了自己的网上商城，而苏宁 09 下半年也将网上商城作为重点工

作之一，随着传统家电连锁企业对网上销售的日益重视，究竟在网上销售这块市场空间上谁能占得上风，我们还要拭目以待。

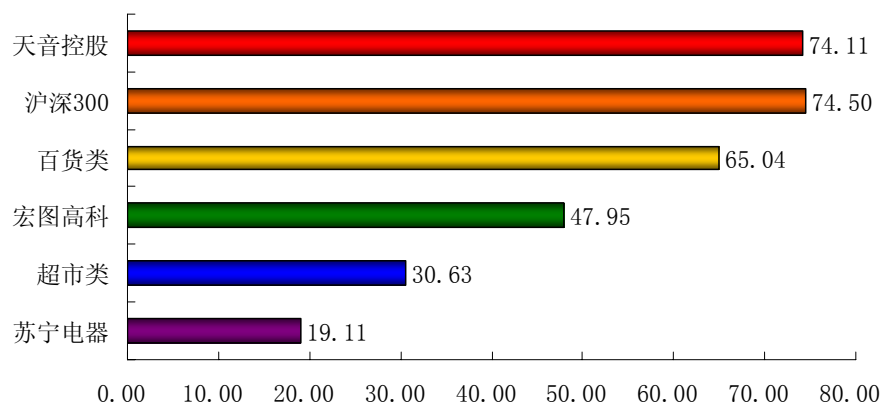
7 投资策略

图 17：各行业年初至今涨幅（%）



资料来源：wind、山西证券研究所

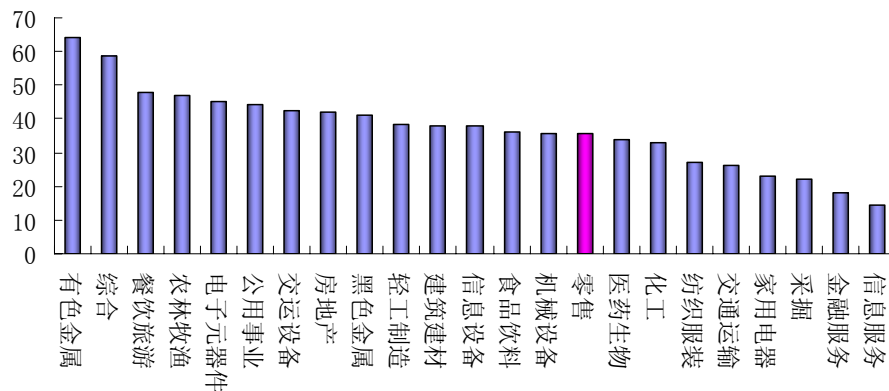
图 18：零售各子行业年初至今涨幅（%）



资料来源：wind、山西证券研究所

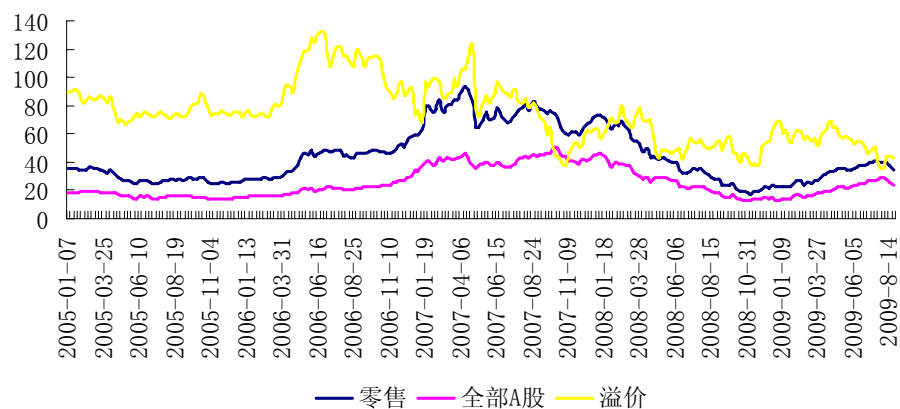
从年初至今，沪深 300 的累计涨幅达到 75%，而零售板块只有 48%。从年初至 4 月中旬，零售板块的累计涨幅都落后于沪深 300，只在 4 月中旬到 5 月中旬这段时间与沪深 300 同步，而从 5 月至今又显著落后，并且差距不断扩大。

图 19：各行业 TTM 法 PE 估值对比（倍）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 20：零售板块与全部 A 股 PE 估值对比（倍）



资料来源：wind、山西证券研究所

从各子行业情况来看，手机零售（天音控股）基本与大盘同步，达到 74%。百货零售、IT 零售（宏图高科）略弱于大盘，而超市子行业和家电零售则陷入滞胀阶段，涨幅分别只有 30%和 19%。这种状况也符合我们的预期，我们认为弹性较大的消费电子类和百货类企业在经济复苏时的弹性较大，会率先上扬。随着房地产和家电行业的回暖，苏宁电器存在较强的补涨动机，建议投资者高度关注。

我们用 TTM 法测算了各行业目前的市盈率，零售行业是 36 倍左右，居于各行

业中游略微偏下的水平，全部 A 股的目前的 TTM 市盈率达到 24 倍左右。而零售行业由于充裕的现金流、较高的重估物业价值，和稳定增长等特点相对于 A 股估值一般享有较高的溢价。根据我们的测算，05 年至今零售板块相对于全部 A 股平均享有 75% 的溢价，而现在的溢价只有 43%，处在历史的底部水平。

考虑到随着宏观经济向好、零售业销售回暖的预期，加之零售行业前期滞涨的行情和较强的估值修复动力，我们给予零售行业“增持”评级，我们用 TTM 法测算了零售类公司的 PE、PB、PS 指标，认为以下公司各项估值指标相对合理，建议重点关注。

表 1 重点关注公司 TTM 估值表

证券代码	证券简称	8 月 19 日收盘价	PE (TTM)	PB(最新)	PS (TTM)
000501.SZ	鄂武商 A	10.77	27.27	3.99	0.80
000516.SZ	开元控股	6.47	33.01	3.43	0.90
000785.SZ	武汉中商	7.75	43.75	3.45	0.62
002187.SZ	广百股份	23.40	28.65	4.27	1.09
600327.SH	大厦股份	8.17	25.33	3.99	0.59
600628.SH	新世界	10.33	31.72	3.46	2.04
600631.SH	百联股份	11.97	36.45	2.62	1.40
600655.SH	豫园商城	15.27	34.90	3.62	1.57
600697.SH	欧亚集团	16.90	24.52	3.77	0.75
600785.SH	新华百货	15.47	22.38	4.33	0.93
600814.SH	杭州解百	6.50	26.49	4.10	1.19
600858.SH	银座股份	18.21	31.75	3.75	0.96
000759.SZ	武汉中百	8.65	25.87	3.15	0.53
000829.SZ	天音控股	5.43	44.79	3.58	0.33
600122.SH	宏图高科	11.98	33.70	2.52	0.60
600361.SH	华联综超	7.86	41.56	2.31	0.43
600827.SH	友谊股份	11.39	38.16	2.27	0.21
002251.SZ	步步高	21.78	35.65	4.26	1.11
000987.SH	广州友谊	17.76	23.72	5.90	2.36
600859.SH	王府井	25.45	29.85	5.03	0.99
002024.SH	苏宁电器	13.64	27.64	6.97	1.23

资料来源：wind、山西证券研究所

表 2 重点关注公司盈利预测与评级

证券代码	证券简称	8 月 19 日收盘价	EPS			PE			评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	
000501.SZ	鄂武商 A	10.77	0.36	0.46	0.50	29.92	23.41	21.54	买入
000516.SZ	开元控股	6.47	0.20	0.31	0.35	32.35	20.87	18.49	增持
000785.SZ	武汉中商	7.75	0.15	0.23	0.28	51.67	33.70	27.68	中性
002187.SZ	广百股份	23.40	0.89	1.01	1.27	26.29	23.17	18.43	买入
600327.SH	大厦股份	8.17	0.33	0.45	0.58	24.76	18.16	14.09	买入
600628.SH	新世界	10.33	0.31	0.38	0.48	33.32	27.18	21.52	增持
600631.SH	百联股份	11.97	0.32	0.35	0.44	37.41	34.20	27.20	增持
600655.SH	豫园商城	15.27	0.41	0.80	1.06	37.24	19.09	14.41	增持
600697.SH	欧亚集团	16.90	0.67	0.80	1.03	25.22	21.13	16.41	买入
600785.SH	新华百货	15.47	0.63	0.73	0.86	24.56	21.19	17.99	买入
600814.SH	杭州解百	6.50	0.25	0.29	0.32	26.00	22.41	20.31	买入
600858.SH	银座股份	18.21	0.58	0.74	0.94	31.40	24.61	19.37	增持
000759.SZ	武汉中百	8.65	0.31	0.39	0.46	27.90	22.18	18.80	买入
000829.SZ	天音控股	5.43	0.15	0.24	0.36	36.20	22.63	15.08	中性
600122.SH	宏图高科	11.98	0.45	0.80	1.14	26.62	14.98	10.51	增持
600361.SH	华联综超	7.86	0.24	0.29	0.37	32.75	27.10	21.24	中性
600827.SH	友谊股份	11.39	0.30	0.42	0.53	37.97	27.12	21.49	增持
002251.SZ	步步高	21.78	0.60	0.75	0.96	36.30	29.04	22.69	增持
000987.SH	广州友谊	17.76	0.72	0.83	1.00	24.67	21.40	17.76	增持
600859.SH	王府井	25.45	0.88	0.99	1.29	28.92	25.71	19.73	增持
002024.SH	苏宁电器	13.64	0.48	0.62	0.77	28.42	22	17.71	增持

资料来源：公司公告、山西证券研究

表 8：重点推荐公司投资要点

上市公司	投资要点
新华百货	● 公司在银川地区垄断优势明显，公司多年来发展稳健。09 年 1 月 22 日，公司高管和子公司高管等用自有资金购买了 57.4 万股流通股，当时的股价在 11 元左右，表明了管理层对公司未来发展充满信心。 ● 物美商业借壳新华百货在 A 股上市可能性较大。08 年 7 月 25 日，公司曾公布重大重组事项，将向母公司物美控股集团定向增发 2 亿股，购买物美商业 40.8%的股权。交易完成后，物美集团将持有新华百货 73%股权，并透过新华百货继续控制物美商业。此重组由于市场波动过大迟迟未能成行。若合并能够成功将对新华百货构成实质性利好。 ● 预计公司 09 年下半年收入增速将逐步提升，主要受益于公司 08 年总店停业装修和超市业务的快速增长。 ● 公司将进一步加大在陕甘宁市场的扩张步伐，为公司长期发展奠定基础。
欧亚集团	● 鉴于公司的区域垄断地位和优良的管理能力，我们认为公司具有较强的内生增长潜力。 ● 公司利润的主要来源欧亚商都定位于高端百货，已进入快速发展时期，有望达到 25%以上的销售增长；公司的超市业务从 2007 年才开始发展，规模效应的显现+生鲜卖场的扩大会进一步提升业绩。 ● 欧亚卖场可开发面积达 107 万平米，目前已开发 46 万平米，将成为未来重要的业绩增长点。09 年 4 月 30 日开业的春城购物中心目前只有 1、2 两层营业，3 层以上预计 8 月后开业。通化购物中心项目目前接近尾声，预计下半年会带来亏损。白城欧亚购物中心正在建设中，预计 2010 年 10 月完成 4.5 万平方米的一期工程。到 2009 年 10 月，沈阳联营建筑面积将达到 9.8 万平方米，其中商业经营面积为 5 万多平方米。
大厦股份	● 公司百货业务每年 2 万平米的循环置换和业态升级完成，未来三年将进入恢复性成长。由于公司比商圈内其他百货公司更早完成变革，在未来几年商圈竞争中优势明显。 ● 无锡经济发达，人均拥有汽车数量仍有较大提升空间。在汽车消费逐渐普及的大背景下，公司未来几年汽车业务的销售将呈现快速增长。 ● 公司在内资百货企业中较早完成体制转换，公司目前管理层拥有丰富的行业经验、积极进取精神、当地广泛的人脉资源和对内部成本严格控制的高度执行力，未来成长空间广阔。

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。