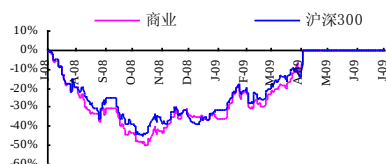


批发零售行业
维持评级：强于大市
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
商业行业	4.4%	17.2%	4.0%
沪深 300	18.9%	42.5%	23.2%

重点公司	6m%	YTD%	评级
武汉中百	22.6%	-15.8%	中性
百联股份	58.8%	6.4%	买入
豫园商城	83.0%	-26.0%	增持
广州友谊	90.4%	17.3%	增持
锦江股份	92.4%	66.8%	增持

相关报告

《批发零售业 2009 年 8 月份投资策略：关注中报业绩好于市场预期的投资机会》2009.7.27

《批发零售业 2009 年下半年投资策略：政策力度前所未有，下半年仍有超预期空间》2009.6.22

《批发零售业 2009 年 6 月份投资策略：行业逐步进入整体复苏阶段》2009.5.25

《批发零售业 2009 年 5 月份投资策略报告：季报业绩好于预期》2009.4.30

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。

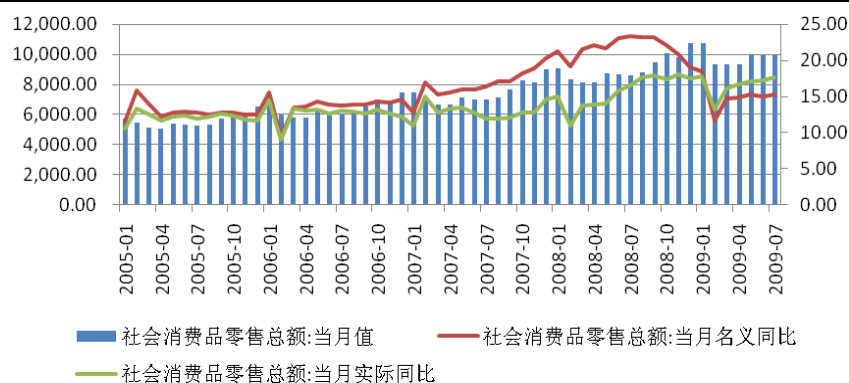
- 社销额实际增速连续第五个月增长企稳，表明消费防御性特征，7 月份我国社会消费品零售总额同比增长 15.2%，增速比 6 月份上升了 0.12 个百分点，环比增长 0.2 个百分点。7 月零售额的增长主要是由于汽车及住房相关耐用品消费的持续回升，在汽车及住房相关耐用消费品销售强劲的背景下，短期内社会消费品零售总额有望保持稳定增长。
- 商业股相对于 A 股市场涨幅仍然落后、时点上 CPI 有望由负转正、“投资-生产-消费”传导机制因素、“通胀+复苏”的基本面好转因素、“世博、激励、重组”等主题性因素，共同决定了目前正是布局商业类股票的大好时机。
- 预计商业行业第三季度收入和利润同比增速仍不明显，环比增速将略有上升，显著双增将体现在第四季度。经济放缓带来的开店费用减少、CPI 逐渐由负转正等因素将共同导致今年 3 季度营业利润同比增长好于 2008 年；环比增长预期为正（不同于往年环比负值）是基于我们对销售逐季回暖的预期。从已经公布中报的 33 家上市公司收入利润统计情况来看，2009 年上半年，营业收入同比增长 5.68%，营业利润同比增长 5.06%，归属母公司股东的净利润增长 6.15%。2009 年第二季度收入同比增长约为 9.43%，环比增长-15%；营业利润同比增长约为 12.29%，环比增长约为-16.17%；净利润同比增长约为 16.07%，环比增长约为-14.62%。
- 截至 2009 年 8 月 24 日，零售行业对应 2009 年动态市盈率 33.1 倍，仍处于行业合理的估值区间内，但目前百货和超市企业的盈利能力和抗风险能力远远超出行业过去平均水平，行业应该享有更高的估值水平。经济复苏背景下，居民消费意愿回升，百货弹性大，维持百货子行业“强于大市”评级；超市行业在 CPI 为负的情况下，仍然维持其“中性”评级；家电连锁行业受益于房地产行业回暖以及家电“以旧换新”等政策的推动，维持其“强于大市”评级。根据三者的市值比例，我们维持零售行业整体“强于大市”的评级。零售类板块由于其防御性特征、充足的现金流、自有物业重估升值等因素，相对于 A 股市场理应享有一定的整体估值溢价。维持百联股份（600631）“买入”评级，维持豫园商城（600655）、苏宁电器（002024）、广州友谊（000987）“增持”评级。

7 月份我国社会消费品零售总额同比增长 15.2%

社销额实际增速连续第五个月增长企稳，表明消费防御性特征：国家统计局数据显示，7 月份我国社会消费品零售总额同比增长 15.2%，增速比 6 月份上升了 0.12 个百分点，环比增长 0.2 个百分点。其中城市消费品零售额同比增长 15.1%；县及县以下地区零售额同比增长 15.4%，分别环比持平 and 增长 0.4 个百分点。扣除物价因素，7 月份社会消费品零售总额实际同比增长 17.7%，增速比 6 月份上升了 0.3 个百分点。

我们认为，7 月零售额的增长主要是由于汽车及住房相关耐用消费品的持续回升，在汽车及住房相关耐用消费品销售强劲的背景下，**短期内社会消费品零售总额有望保持稳定增长：**限额以上批发和零售业中，粮油类增长 11.9%，肉禽蛋类增长 6.6%，服装类增长 19.6%，日用品类增长 16.3%，分别环比增加-0.6 个百分点、-6.4 个百分点、9 个百分点和-6.3 个百分点。另外，汽车类增长 32.0%，石油及制品类增长 1.1%，分别环比增加-1.1 个百分点和-0.4 个百分点。得益于住房销售强劲，家具类增长 42.5%、家用电器和音像器材类增长 8.0%，建筑及装潢材料类增长 25.8%，分别环比增长 0.1 个百分点、1 个百分点和 1.9 个百分点。

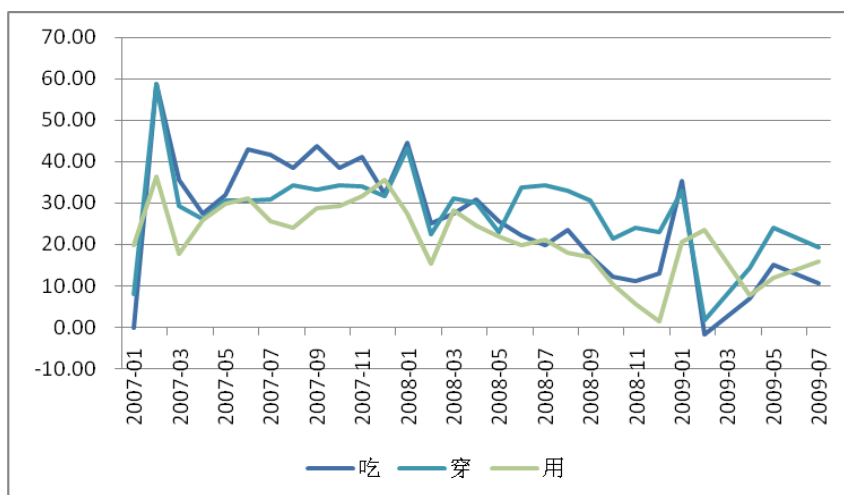
图 1 社会消费品零售总额及增长



资料来源 Wind

从限额以上批发和零售企业零售额水平看，“吃”与“穿”环比小幅回落，“用”在汽车、家具、建筑及装潢材料类的带动下，反弹明显。

图 2 限额以上批发和零售企业零售额



资料来源 Wind

据国家工信部消息,7月份全国50家重点大型零售企业零售额同比增长17.49%,增速相比去年同期下滑4.33个百分点,明显低于6月份下滑幅度。2009年前7个月零售额累计同比增长12.36%,比去年同期降低9.59个百分点,但同上半年相比提升了0.95个百分点。其中7月份服装类、日用品类、金银珠宝类和家用电器类同比增速均不及去年同期水平,同比分别下滑了3.52、4.13、16.19和12.76个百分点,但增速比上半年分别加快1.94、8.6、2.3和6.18个百分点。

另据商务部新闻发言人姚坚讲话,今年一至七月,中国消费增长势头旺盛,商品市场保持了平稳较快发展的良好态势,期间内千家重点零售企业销售额同比增速比上半年加快0.5个百分点。

投资商业类股票正当时

我们认为,目前正是布局商业类股票的大好时机——

二级市场因素——年初至今,商业股涨幅55.23%,相对于上证综指62.61%的涨幅,差距7.38个百分点。无论在大盘上涨还是下降通道中,商业股体现了其一贯稳健的防御性市场特性,使得商业股相对于2008年以来跌幅更深的周期类股票反弹力度不突出;

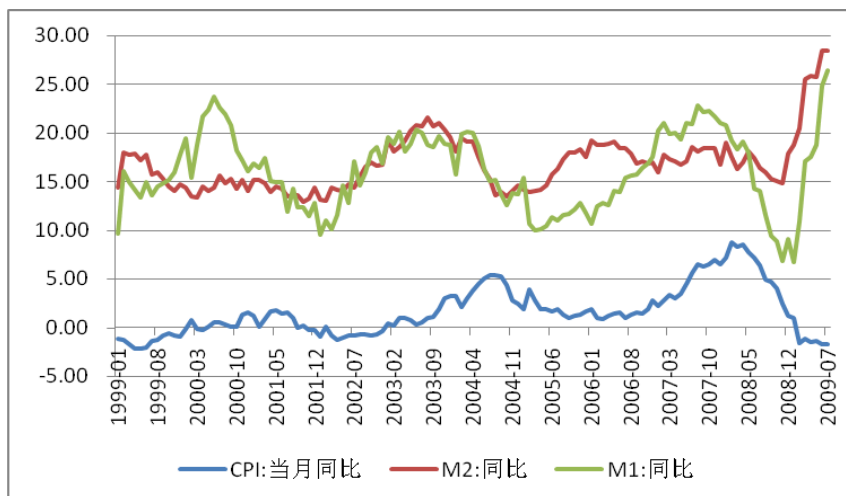
图 3 商业类股票相对于 A 股市场走势



资料来源 Wind

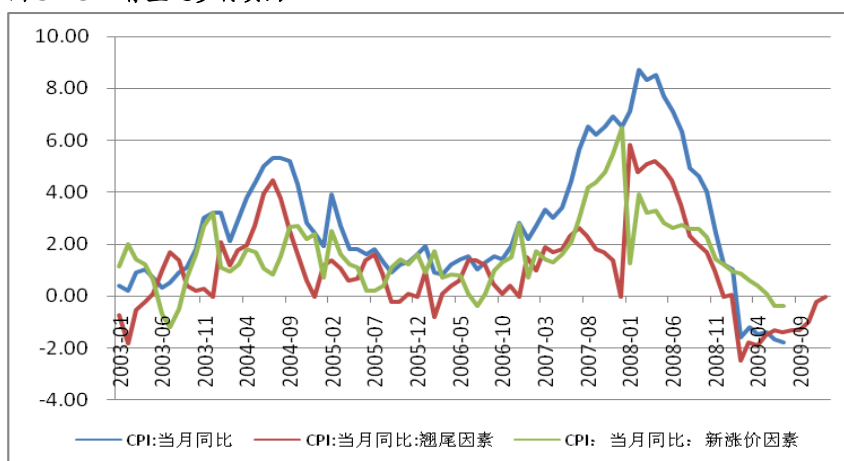
时点把握因素——2009 年 4 月下旬到 6 月底的一段时间里，零售类股票曾经有过一次较大的行情，原因在于商业行业的底部拐点率先确立，而且比较明确所致；同样的，如果 2009 年 9-10 月份 CPI 可以由负转正，能够充分分享温和通胀的商业股也应该会再有一轮较大的行情。受通货膨胀影响最大的超市类企业，同店增长有望转正，基本面越来越好，将面临较好的投资机会，建议密切关注武汉中百（000759）、步步高（002251）。

图 4 M1、M2 与 CPI 有明显的一致性



资料来源 Wind

图 5 CPI 有望逐步转负为正



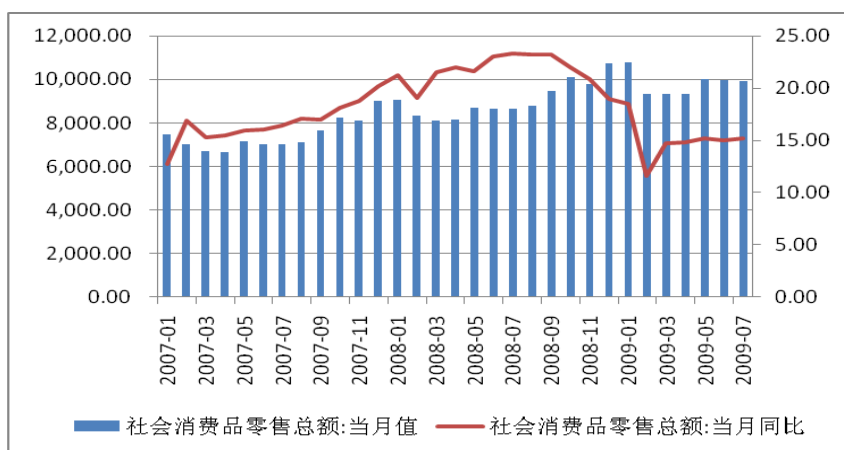
资料来源 Wind

“投资-生产-消费”传导机制因素——国家 4 万亿投资刺激经济政策，伴随着政策显效带来的收入预期回升，其影响力度和范围正由产业链上游行业，逐步转向由下游终端零售消费来承接和体现；

“通胀+复苏”的基本面因素——通胀预期之下，资金的下一个去处之一。业绩弹性最大、估值处于低端的百货类股票最有投资机会。由于百货类公司同质化较强，基本面差异并不显著，可作一揽子配置。

商业股 2008 年 10 月份之前一直维持高位增长，造成了较高的基数，因此体现在 2009 年前 10 个月的同比增速不显著，这一现象将在第四季度得到明显扭转，再加上四季度将迎来商业行业传统旺季，不出大的意外，第四季度商业类上市公司的业绩同比增速将有显著提升。

图 6 社销额 2008 年四季度下降明显



资料来源 Wind

“世博、激励、重组”等主题性因素——

世博——回顾奥运概念股行情，由于当年市场仍处于牛市，而奥运相关的商业上市公司王府井、西单商场、北京城乡最高估值达到 70~80 倍。目前上海本地股估值在 33~35 倍左右，随着 2010 年世博会召开日期的临近及迪斯尼落户问题的明朗及上海国资整合预期的加强，上海本地优秀商业企业未来股价将会走出较好的走势，建议关注百联股份、新世界、豫园商城、上海九百及益民商业等；

激励——激励机制好的公司，公司业绩成长动能强，成长空间有保障。王府井（600859）高管实行年薪（30 万元）+效益收入（净利润 5%）制度，激励充分，是公司业绩增长的重要驱动力；大商股份（600694）的管理层激励也在稳步落实；

重组——上海（百联股份）、山东（银座股份）、武汉（鄂武商 A、武汉中百）、重庆（重庆百货）。

三季度同比增速仍不明显，环比增速略有上升，显著双增在四季度

从已经公布中报的 33 家上市公司收入利润统计情况来看，2009 年上半年，营业收入同比增长 5.68%，营业利润同比增长 5.06%，归属母公司股东的净利润增长 6.15%。

表 1 已公布 2009 年半年报的 33 家商业类上市公司的财务状况

证券代码	证券简称	营业收入 09H1,亿元	营业收入 08H1,亿元	营业收入 同比增长	营业利润 09H1,亿元	营业利润 08H1,亿元	营业利 润同比 增长	归属母公司股 东的净利润 09H1,亿元	归属母公司 股东净利润 08H1,亿元	归属母公司 股东的净利 润同比增长
600694.SH	大商股份	102.21	98.00	4.30	1.72	3.45	-50.15	0.61	2.30	-73.31
000829.SZ	天音控股	70.39	83.83	-16.03	0.79	1.07	-26.21	0.38	0.62	-39.23
000759.SZ	武汉中百	50.32	45.55	10.47	1.32	1.16	14.00	0.98	0.82	18.95
600361.SH	华联综超	46.85	43.20	8.44	0.73	1.40	-47.75	0.53	1.01	-46.88
600655.SH	豫园商城	44.97	43.44	3.51	3.56	2.41	47.81	3.01	2.33	29.41
000501.SZ	鄂武商 A	38.09	32.87	15.89	2.30	1.95	26.53	1.36	0.74	48.76
600729.SH	重庆百货	37.46	34.28	9.26	0.99	1.31	-24.70	0.84	1.09	-23.07
000417.SZ	合肥百货	30.17	26.60	13.41	1.58	1.02	54.13	0.77	0.45	70.79
600327.SH	大厦股份	26.90	20.38	32.01	1.48	1.13	30.55	0.91	0.72	26.03
600858.SH	银座股份	25.16	20.31	23.89	1.11	1.01	9.93	0.86	0.81	1.34
600280.SH	南京中商	21.10	21.91	-3.67	0.27	0.40	-33.45	0.06	0.15	-61.93

600697.SH	欧亚集团	19.57	17.79	10.01	0.89	0.81	10.56	0.53	0.50	6.57
002187.SZ	广百股份	18.12	16.16	12.15	1.08	1.26	-14.78	0.79	0.91	-12.50
000785.SZ	武汉中商	17.02	16.08	5.87	0.43	0.36	21.39	0.41	0.28	47.87
002264.SZ	新华都	14.96	11.43	30.92	0.46	0.55	-15.49	0.40	0.44	-7.37
000987.SZ	广州友谊	13.89	13.06	6.35	1.89	1.77	6.72	1.42	1.31	8.86
002277.SZ	家润多	13.29	10.92	21.67	1.35	1.06	27.74	1.01	0.79	28.14
600628.SH	新世界	13.27	12.84	3.34	1.42	1.30	9.28	1.04	0.94	10.99
000715.SZ	中兴商业	13.17	12.69	3.83	0.58	0.45	27.52	0.43	0.34	26.82
000679.SZ	大连友谊	12.41	10.30	20.48	0.75	0.71	5.37	0.47	0.46	2.02
600415.SH	小商品城	12.23	13.26	-7.72	5.05	4.05	24.72	3.82	2.93	30.65
600723.SH	西单商场	11.51	11.09	3.86	0.31	0.12	155.47	0.23	0.03	676.08
600778.SH	友好集团	9.66	7.02	37.50	0.17	0.13	26.69	0.20	0.16	29.02
600814.SH	杭州解百	8.25	8.40	-1.82	0.65	0.69	-5.77	0.48	0.49	-3.60
600828.SH	成商集团	8.19	6.85	19.66	0.62	0.65	-4.93	0.68	0.49	39.04
600306.SH	商业城	7.68	8.91	-13.72	0.03	0.00	646.59	0.01	0.01	45.59
600824.SH	益民商业	7.19	5.72	25.66	0.91	0.85	7.20	0.72	0.63	13.91
600712.SH	南宁百货	7.02	7.01	0.19	0.10	0.12	-20.82	0.11	0.12	-8.68
600682.SH	南京新百	6.95	8.09	-14.03	0.63	0.75	-16.58	0.48	0.65	-25.75
000564.SZ	西安民生	6.23	5.54	12.46	0.33	0.18	83.96	0.24	0.13	90.97
600865.SH	百大集团	5.32	7.07	-24.70	0.80	0.60	32.63	0.63	0.45	40.52
600774.SH	汉商集团	2.94	3.02	-2.40	-0.01	-0.05	90.20	0.01	0.01	-35.86
600856.SH	长百集团	1.35	1.36	-0.84	0.02	-0.03	167.14	0.02	-0.04	153.07
合计		723.88	684.98	5.68%	34.29	32.64	5.06%	24.46	23.05	6.15%

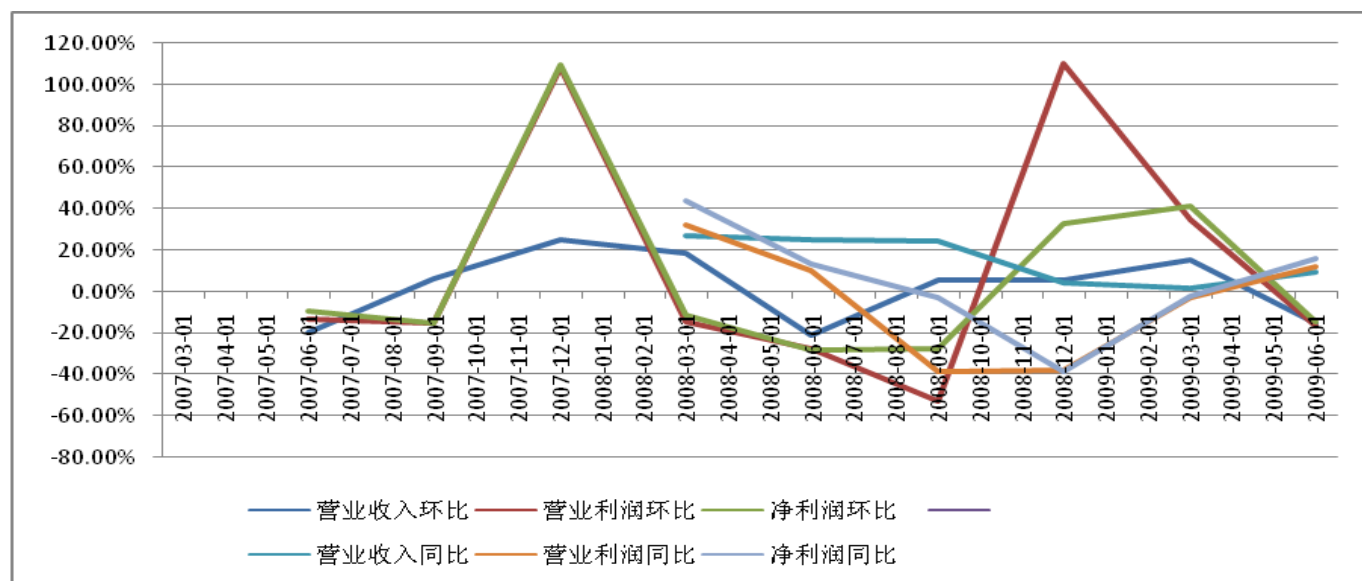
资料来源 Wind

按照单个季度来看，2009 年第二季度收入同比增长约为 9.43%，环比增长-15%；营业利润同比增长约为 12.29%，环比增长约为-16.17%；净利润同比增长约为 16.07%，环比增长约为-14.62%。

我们预计，随着销售的逐步回暖，第三季度营业收入同比增长 10-15%左右，环比增长 0-5%；营业利润同比增长约为 10%，环比增长约为 0-5%；净利润同比增长约为 10%，环比增长约为 0-5%。同比增长预期为 10%左右，原因在于，事实上，2009 年第三季度行业的销售收入虽然获得了 24%的平稳高速增长，但是大力度的打折促销和开店速率明显加快带来的成本和费用明显增加，使得在剔除大商股份（600694）和豫园商城（600655）之后，营业利润仍然为 0.52%的同比增长水平，基于此我们认为，经济放缓带来的开店费用减少、CPI 逐渐由负转正等因素，将共同导致今年 3 季度的营业利润同比增长好于 2008 年；环比增长之所以预期为正（不同于往年的环比负值），是基于我们对销售逐

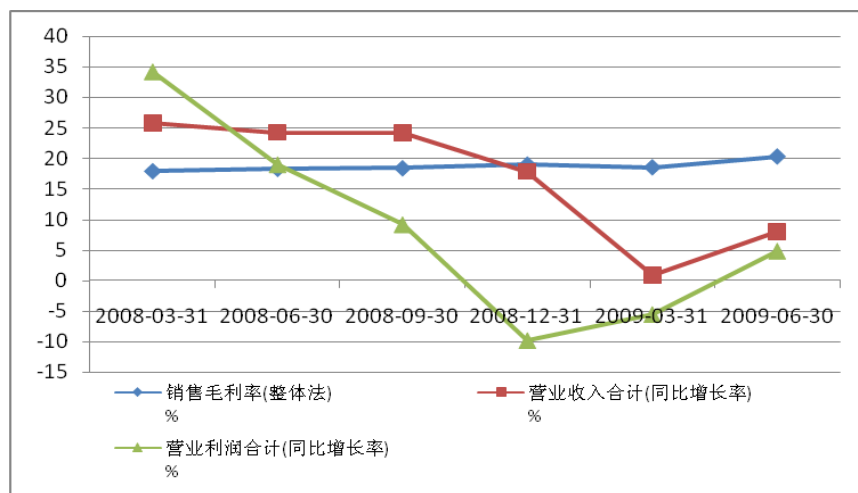
季回暖的预期。

图 7 单季度收入利润增长变化情况



资料来源 Wind

图 8 2009 年第一季度开始，行业 V 型反转明显



资料来源 Wind

另外，从 7 月份的限额以上企业数据推断第三季度情况，预计第三季度超市类企业随食品饮料烟酒的涨价，销售环比将略有增长，销售同比增速在 18%-22% 的水平；百货类企业销售收入在化妆品和金银珠宝的销售带动下，环比增长明显；家电连锁类企业家电部分 14.2% 的销售增速比 6 月份略有回落，但是显著高于第一季度 4.9% 的增速，也高于第二季度 12.7% 的增速。

表 2 限额以上企业零售额增速 (%)

时间	总体	超市		百货				家电	
		食品饮料 烟酒	日常用品	服装鞋帽	化妆品	金银珠宝	体育娱乐 用品	家用电器	通讯产品
2008Q1	28.6	25.5	19.5	24.3	22.3	47.7	21	22.5	3.7
2008Q2	27.4	24.4	18.9	26.2	19.9	39.7	20.6	14.5	3.2
2008Q3	26.5	19.9	19.3	27.7	28.9	40.8	13.2	22.3	6.1
2008Q4	15.3	14.4	11.4	22.4	18.5	27	0.8	0.5	-8.5
2009Q1	15.2	14.9	21	15.2	19.2	17.3	16.7	4.9	-4.1
2009Q2	23.5	17	26.7	23.2	23.6	27.9	14.6	12.7	-1.3
2009.4	19.4	14.8	22	19	22.7	20.6	9.9	7.2	-4
2009.5	24.9	20.7	26.9	26	26.5	40.4	19	14.9	0.2
2009.6	26	15.4	31	24.4	21.6	22.3	14.8	14.8	-0.6
2009Q3									
2009.7	-	18.5	26.4	22.9	25.1	27.4	19.5	14.2	7.5
说明	-	7 月份相 对于 6 月 份提升 3.1 个点	7 月份相 对于 6 月 份回落 4.6 个点	7 月份环 比略有下 降	7 月份环 比上升 3.5 个点	7 月份上 升 5.1 个点	7 月份上 升 4.7 个点	较 6 月份 略有回落, 增速仍明 显高于第 一季度	较 6 月份 增长 8.1 个 点,销售增 速提升明 显
投资机会	-	超市业有所回升		百货业弹性相对最大				连锁家电业销售回升	

资料来源 CEIC

表 3 已公布中报的部分商业零售公司情况

公司	中报业绩	重要说明
银座股份 (600858)	营业收入 25.164 亿元, 同比增长 23.89%; 营业利润 1.106 亿元, 同比增长 9.93%; 归属于母公司的净利润 8570 万元, 同比增长 1.34%; 每股收益 0.365 元, ROE7.13%。	公司上半年新开 5 家门店, 一季度和二季度营业收入分别同比增长 21.8%、26.6%, 区域龙头地位进一步巩固。 公司未来有望跻身一线零售商行列, 估值和市值将有效提升——公司首次在中报中披露了大股东解决同业竞争的承诺: “山东省商业集团总公司未来商品零售业务的发展规划将以本公司为主导, 并将本公司作为未来整合山东省商业集团公司所控制的零售业务资源的唯一主体, 在各方面条件成熟的情况下, 将山东省商业集团总公司控制的本公司之外的零售业务全部纳入上市公司, 以从根本上消除潜在同业竞争的可能性。”可见, 公司已将整体零售资产纳入上市公司作了书面承诺, 预期资产注入将在未来两年内提速, 整体上市后的银座股份估计收入规模能达 200 亿元, 考虑外延发展, 三年销售规模 300 亿元可期。
广州友谊 (000987)	营业收入 13.89 亿元, 同比增长 6.35%, 其中二季度营业收入同比增幅 15.03%, 大大超过一季度 0.34% 的增幅; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.42 亿元, 同比增长 8.86%, 其中二季度同比增长 17.32%, 也大大超过一季度 2.94% 的增幅, 呈现较明显的环比提升。	2009 上半年公司营业收入同比增长了 6.35%, 其中广州区域的三家门店实现 12.35 亿的收入, 同比增长 5.25%; 正在度过培育期的南宁店实现了 7786 万的收入, 同比增幅 42%。 公司 2009 年 8 月 4 日还与广州国际金融中心签订合作意向书, 计划租赁其裙楼商场负一层至五层合计建筑面积近 4 万平米以开设新门店, 租期为 15 年。据了解, 广州国际金融中心 (投资额 75 亿元的世界第六高楼, 可能 2010 年亚运会前正式开业) 位于珠江新城, 即俗称的广州西塔。项目地处广州新城市中轴线, 地铁 3、5 号线交汇点及与公共交通集运系统中心相连。目前珠江新城 CBD 以写字楼为主力, 商业零售项目只是配套, 广友进驻后可能需一定培育期。

广百股份 (002187)	营业收入 18.12 亿元, 同比增长 12.15%; 营业利润 1.07 亿元, 同比下降 14.78%; 净利润 7936 万元, 同比下降 12.50%; 每股收益 0.50 元, 同比下降 12.28%。	随着三季度公司营业收入同比增幅加大, 利润相应增长, 预计前三季度归属于母公司的净利润同比增幅在 30% 之内。
豫园商城 (600655)	实现营业收入 44.97 亿元, 同比增长 3.51%; 实现营业利润 3.56 亿元, 同比增长 47.81%; 实现利润总额 3.69 亿元, 同比增长 17.44%; 实现归属于母公司的净利润 3.01 亿元, 同比增长 29.41%; 实现扣除非经常性损益后的净利润 2.57 亿元, 同比增长 55.9%; 实现每股收益 0.38 元。	1) 公司主业中, 黄金饰品和饮食连锁仍是主要利润来源。黄金饰品零售主营业务收入 34.02 亿元, 比去年同期增长 8.89%; 主营业务利润 5.67 亿元, 同比增长 2.48%; 饮食连锁主营业务收入同比下降 3.84%, 营业利润同比上升 6.52%; 2) 营业利润增长主要得益于三费下降和投资收益大幅增加。公司期间费用水平 3.74 亿元, 同比下降 6.7%, 期间费用率从 2008 年的 9.24% 下降到 8.33%; 3) 公司上半年实现投资收益 1.64 亿元, 同比增长 99.09%, 其中对德邦证券和招金矿业 (新增招金矿业 10.91% 的股权) 的投资收益比去年同期大幅增加了 83.2% 和 158.6%, 分别贡献投资收益 0.48 亿元和 0.87 亿元, 占公司净利润比重分别为 15.53% 和 28.78% (共计占比 44.31%), 且公司处置可供出售金融资产-海通证券获得 5029 万元的收益, 使得投资收益大幅增加。
鄂武商 (000501)	1) 实现营业收入 38.09 亿元, 同比增长 15.89%; 2) 实现归属于上市公司股东的净利润 1.36 亿元, 同比增长 48.76%, 每股收益 0.268 元; 3) 实现经营性净利润 9906 万元, 同比增长 13.67%, 扣除非经常性损益的后 EPS 为 0.195 元 (上年同期 0.172 元)。	从单季度数据看, 公司一季度收入增长率 12.57%, 在所有零售板块中增速较快, 二季度收入增速 20.4%, 高于大多零售上市公司的增长速度。 分业态来看, 百货业务增长 9.87%, 其中 5% 位老门店的内生增长所致, 超市销售增长 21.92%, 内生增长为 0。
汉商集团 (600774)	实现营业收入 2.94 亿元, 同比下降 2.40%; 实现归属于母公司的净利润 56 万元, 同比下降 35.86%, 每股收益 0.003 元。	汉商集团将地产作为业务突破口, 利用自身土地资源和汉阳区政府扶植政策, 大力发展商业地产。公司正积极在汉阳商场和 21 购物中心的基础上扩建两个新的购物中心, 总建筑面积 40 万平方米, 已强化公司在钟家村鹤王家湾两个汉阳主要商圈的商业地位。 公司期间费用率 30.19%, 远高于行业平均水平, 是公司一直亏损的重要原因。

资料来源 国海证券研究所、公司公告

维持行业整体“强于大市”评级

截至 2009 年 8 月 24 日, 零售行业对应 2009 年动态市盈率 33.1 倍, 仍处于行业合理的估值区间内, 但目前百货和超市企业的盈利能力和抗风险能力远远超出行业过去平均水平, 行业应该享有更高的估值水平。经济复苏背景下, 居民消费意愿回升, 百货弹性大, 维持百货子行业“强于大市”评级; 超市行业在 CPI 为负的情况下, 仍然维持其“中性”评级; 家电连锁行业受益于房地产行业回暖以及家电“以旧换新”等政策的推动, 维持其“强于大市”评级。根据三者的市值比例, 我们维持零

售行业整体“强于大市”的评级。零售类板块由于其防御性特征、充足的现金流、自有物业重估升值等因素，相对于 A 股市场理应享有一定的整体估值溢价。

维持百联股份（600631）“买入”评级，维持豫园商城（600655）、苏宁电器（002024）、广州友谊（000987）“增持”评级。

表 4 重点跟踪公司市场估值比较

	股价	总市值	流通市值	EPS2008	EPS2009	EPS2010	EPS2011	CAGR	PE2008	PE2009	PE2010	PE2011	PEG	PS2008	PB 最新	ROE2008
广州友谊	20.58	7,387,357,842	7,376,377,795	0.72	0.79	0.91	1.09	14.70%	28.73	26.06	22.61	18.96	1.77	2.82	6.30	22.37
苏宁电器	14.80	66,400,377,600	46,510,031,856	0.48	0.60	0.74	0.90	23.00%	30.60	24.86	20.11	16.36	1.08	1.33	7.25	24.73
百联股份	13.00	14,313,354,835	14,313,354,835	0.35	0.38	0.48	0.49	12.00%	40.15	34.61	27.35	26.38	2.88	1.56	2.68	7.72
豫园商城	16.31	13,023,734,129	13,023,734,129	0.50	0.63	0.84	0.89	21.00%	39.64	25.87	19.49	18.35	1.23	1.66	3.68	10.39

资料来源 Wind

表 5 全球商业行业重点公司估值

NAME	PX_LAST	CUR_MKT_CAP	best eps			BEST_PE_RATIO			BEST_PX_SALES_RATIO			PX_T O_BO OK_R ATIO	EV_TO_ T12M_E BITDA	PX_TO_ CASH_F LOW
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010			
			-0fy	1fy	2fy	-0fy	1fy	2fy	-0fy	1fy	2fy			
百联股份	12.7	13983040000	0.35	0.38	0.47	35.88	33.16	26.96	1.46	1.36	1.20	2.62	#N/A N/A	22.12
王府井	27.15	10669220000	0.92	1.00	1.21	29.45	27.18	22.40	1.00	0.96	0.82	4.54	#N/A N/A	15.91
大商股份	32.1	9428369000	0.78	0.69	0.91	41.15	46.79	35.12	#N/A N/A	0.47	0.42	2.96	#N/A N/A	8.38
A 股算数平均			0.69	0.69	0.87	35.49	35.71	28.16	1.23	0.93	0.81	3.38	#####	15.47
SEARS HOLDINGS CORP	65	7735000000	1.31	1.94	1.72	49.50	33.51	37.77	0.16	0.18	0.18	0.80	8.62	5.63
Macy's INC	14.89	6262233000	1.23	0.91	1.20	12.14	16.40	12.37	0.25	0.27	0.27	1.38	5.61	3.64
JC PENNEY Co Inc	30.69	7237192000	2.52	0.93	1.43	12.18	33.04	21.51	0.39	0.41	0.41	1.60	6.29	4.77
Kohl's CORP	51.52	15733550000	2.81	2.80	3.17	18.32	18.43	16.28	0.96	0.94	0.90	2.20	7.49	8.54
Saks	5.63	812832200	-0.5 2	-0.6 1	-0.4 2	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0.26	0.31	0.31	0.81	#N/A N/A	#N/A N/A

The TJX Compaies	35.63	14734200000	1.96	2.40	2.64	18.17	14.83	13.51	0.78	0.75	0.72	5.42	7.57	10.84
Dillard' s	10.47	772544100	-0.9 3	-0.3 1	0.22	#N/A N/A	#N/A N/A	48.70	0.12	0.13	0.13	0.35	10.67	1.83
海外算数 平均			1.20	1.15	1.42	22.06	23.24	25.02	0.42	0.43	0.42	1.79	7.71	5.88
PARKSON	12.7	35627550000	0.31	0.35	0.43	36.11	32.26	26.15	8.87	8.04	6.64	9.09	19.85	25.36
新世界	11.03	5865747000	0.35	0.36	0.46	31.88	30.90	24.19	2.43	2.01	1.68	3.36	#N/A N/A	21.09
广州友谊	18.9	6784308000	0.67	0.77	0.88	28.04	24.71	21.43	#N/A N/A	2.35	2.07	5.78	#N/A N/A	21.82
广百股份	25	4000000000	0.86	1.02	1.25	29.21	24.49	19.94	1.18	1.00	0.89	4.27	#N/A N/A	10.81
合肥百货	9.25	4437436000	0.34	0.35	0.43	27.45	26.73	21.41	0.87	0.75	0.63	4.82	#N/A N/A	10.18
新华百货	17.82	3080354000	0.58	0.74	0.86	30.78	23.95	20.70	1.11	0.99	0.89	4.23	#N/A N/A	14.70
银座股份	18.91	4445431000	0.65	0.71	0.90	29.18	26.78	21.13	1.06	0.78	0.65	3.70	#N/A N/A	#N/A N/A
欧亚集团	17.45	2776088000	0.67	0.76	0.97	25.97	22.90	18.05	0.80	0.72	0.61	3.54	#N/A N/A	5.36
鄂武商 A	11.09	5625387000	0.34	0.45	0.54	33.01	24.70	20.50	0.84	0.71	0.61	3.99	#N/A N/A	8.11
成商集团	18.46	3750112000	0.43	0.59	0.93	42.93	31.39	19.96	2.67	2.37	1.79	8.44	#N/A N/A	14.86
重庆百货	20.49	4179960000	0.78	0.89	1.04	26.17	22.95	19.80	0.65	0.58	0.51	4.82	#N/A N/A	10.48
家润多	30.39	5895660000	#N/A N/A	0.80	0.99	#N/A N/A	37.80	30.79	#N/A N/A	2.31	2.02	9.15	#N/A N/A	11.96
南京中商	15.88	2279445000	0.23	0.39	0.65	69.04	40.30	24.51	0.52	0.46	0.39	3.59	#N/A N/A	#N/A N/A
A 股算数 平均			0.54	0.65	0.82	33.97	28.13	21.87	1.21	1.25	1.06	4.97	#####	12.94
金鹰商贸	10.32	18978240000	0.30	0.34	0.43	30.12	26.75	20.96	11.8 1	9.04	7.30	13.1 4	14.14	14.64
茂业国际	1.91	9817125000	0.11	0.11	0.15	15.73	14.90	11.37	5.26	4.55	3.57	3.04	4.86	10.76
银泰百货	4.86	8505973000	0.24	0.17	0.22	17.77	24.62	19.92	5.94	4.48	3.59	2.28	8.22	#N/A N/A
新世界百 货	5.82	9813364000	0.25	0.30	0.34	23.47	19.66	16.92	7.00	4.70	4.57	2.32	5.76	#N/A N/A
利福国际	11.9	19790430000	0.59	0.56	0.62	20.20	21.40	19.10	5.60	5.29	4.78	3.58	14.48	15.84
H 股算数 平均			0.30	0.30	0.35	21.46	21.47	17.65	7.12	5.61	4.76	4.87	9.49	13.75

武汉中百	9.02	5055758000	0.31	0.37	0.46	29.10	24.38	19.82	0.58	0.51	0.44	3.15	#N/A N/A	5.51
步步高	23.17	6264241000	1.30	0.76	0.95	17.89	30.33	24.39	1.18	0.98	0.82	4.46	15.45	15.71
新华都	25.83	2760710000	0.60	0.72	0.95	43.41	35.83	27.30	1.24	0.93	0.72	5.40	12.85	15.06
华联综超	8.41	4077234000	0.32	0.29	0.37	26.53	28.90	22.55	0.49	0.44	0.39	2.31	#N/A N/A	14.56
A 股算数平均			0.63	0.54	0.68	29.23	29.86	23.52	0.87	0.71	0.59	3.83	14.15	12.71
WAL-MART STORS INC	51.71	2.01494E+11	3.38	3.57	3.88	15.29	14.48	13.33	0.50	0.49	0.47	3.00	7.88	8.78
CARREFOU R SA	30.96	21820260000	2.61	2.04	2.33	11.87	15.16	13.28	0.25	0.25	0.24	2.09	5.24	4.21
Metro Group	38.37	12505840000	2.84	2.35	2.72	13.51	16.36	14.11	0.18	0.19	0.18	2.35	5.94	4.71
TESCO PLC	365.5	28998110000	0.27	0.30	0.33	13.44	12.35	11.11	0.54	0.50	0.46	2.23	9.15	6.97
TARGET CORP	45.27	34055700000	2.88	3.01	3.37	15.71	15.03	13.45	0.52	0.52	0.51	2.33	8.17	7.20
海外算数平均			2.40	2.25	2.53	13.96	14.68	13.05	0.40	0.39	0.37	2.40	7.28	6.37
联华超市	15.42	9591240000	0.57	0.66	0.79	23.80	20.47	17.29	0.40	0.35	0.31	3.39	#N/A N/A	#N/A N/A
物美商业	12.18	14863840000	0.34	0.38	0.45	31.57	27.95	23.85	1.44	1.22	1.04	5.26	12.60	#N/A N/A
京客隆	4.82	1986900000	0.36	0.39	0.45	11.70	10.89	9.55	0.25	0.25	0.22	1.32	5.10	#N/A N/A
时代零售	3.7	3233763000	0.18	0.16	0.21	18.63	20.01	15.75	0.68	0.62	0.52	2.24	5.32	7.37
H 股算数平均			0.36	0.40	0.47	21.43	19.83	16.61	0.69	0.61	0.52	3.05	7.68	7.37
豫园商城	16.05	12816120000	0.56	0.61	0.78	28.56	26.31	20.68	1.60	1.24	0.98	3.62	#N/A N/A	28.87
老凤祥	24.17	4680461000	0.39	0.44	0.67	61.97	55.56	36.35	0.53	0.41	0.27	7.15	#N/A N/A	65.67
A 股算数平均			0.48	0.52	0.72	45.27	40.94	28.51	1.07	0.83	0.63	5.38	#####	47.27
周生生	6.58	3960634000	0.87	0.72	0.78	7.56	9.14	8.44	0.43	0.44	0.42	1.24	4.33	#N/A N/A
谢瑞麟	2.1	441706100	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	0.86	1.15	#N/A N/A
李宁	22.4	23394570000	0.67	0.83	1.04	29.69	23.87	19.02	3.11	2.47	2.05	10.7 9	10.44	30.45
百丽国际	7.52	63425430000	0.24	0.28	0.34	27.50	23.67	19.44	3.26	2.73	2.37	4.18	7.96	23.44
H 股算数平均			0.59	0.61	0.72	21.58	18.89	15.63	2.27	1.88	1.61	4.27	5.97	26.94

平均														
苏宁电器	14.43	64740370000	0.79	0.61	0.74	18.36	23.54	19.47	1.20	1.12	0.95	7.00	#N/A N/A	11.48
宏图高科	12.76	5667992000	0.50	0.66	0.94	25.52	19.42	13.63	0.55	0.44	0.34	2.52	#N/A N/A	#N/A N/A
天音控股	5.97	5653000000	0.15	0.19	0.25	39.80	31.76	24.07	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	3.61	#N/A N/A	15.24
A 股算数 平均			0.48	0.49	0.64	27.89	24.91	19.06	0.88	0.78	0.65	4.38	#####	13.36
BEST BUY	36.71	15284540000	2.65	2.85	3.10	13.84	12.90	11.83	0.34	0.32	0.30	3.06	5.70	8.05
国美电器	2.24	33723950000	0.17	0.10	0.12	11.54	19.94	16.87	0.60	0.65	0.60	3.27	10.67	6.61

资料来源 Bloomberg

重点跟踪上市公司推荐

表 6 重点跟踪上市公司点评

上市公司	投资机会说明
百联股份 (600631)	● 公司市值低于重估价值，资产注入将进一步提升估值。公司资产注入主要有三个途径：友谊股份旗下百货公司和购物中心的注入、八佰伴剩余 36% 的股权注入、百联集团孵化储备项目注入。如果把这三种注入全部考虑在内，最乐观的估计是，公司重估溢价也至少在 33.42 元； ● 世博会效应提升估值。从以往世博会的举办经验看，世博会举办当年，客流量上升带来的消费对零售业有显著影响。初步判断，相对于奥运效应对北京板块的影响，世博会效应对商业股受益更大。行情提前 8-12 个月启动； ● 即便不考虑资产注入、并购重组等相对不确定的因素，仅考虑内生增长，存量门店通过提高自营比例毛利率提升空间大； ● 用 RNAV 法计算，综合考虑存量资产、增量资产、股权部分，每股溢价区间在 32.42 到 66.19 元之间。预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.47/0.59，市盈率 27.7/22 倍，维持公司“买入”评级。
豫园商城 (600655)	● 基本面扎实，催化剂众多，防守兼备； ● 公司拥有的资产价值近 140 亿元。其中招金矿业占比 26%，资产价值 30.53 亿元；德邦证券占比 33%，资产价值 4.96 亿元；投资性物业资产价值 60.8 亿元；开发性物业 31.8 亿元；上海银行 2.39 亿元；其他法人股 1.78 亿元；友谊复星股权 7 亿元。特别值得一提的是，在上海国资委强力推进百联集团重组的背景下，必将会有一个待价而沽的溢价结果； ● 预计 09-10 年每股收益 0.64/0.91，市盈率 25.5/17.9 倍。公司拥有众多股权投资和商业地产，折合 RNAV18.52 元。综合考虑到金价上涨的预期和公司黄金零售每年 150 家门店的开店速度，经济低谷时期餐饮海外市场和国内市场稳步推进、豫园商城持有的友谊复星股权的溢价转让，维持公司“增持”评级。 ● 上半年招金矿业和黄金零售盈利超过预期，随着股市的持续放量德邦证券净利润趋势良好，而房地产市场的升温也促使公司的武汉项目盈利情况超过之前判断。

资料来源 国海证券研究所

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。