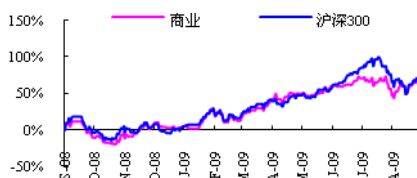


商业

维持评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
商业行业	12.7%	5.3%	69.7%
沪深 300	0.9%	3.9%	68.8%

重点公司	6m%	YTD%	评级
武汉中百	21.5%	7.8%	增持
百联股份	33.2%	42%	买入
大厦股份	53.9%	31%	买入
豫园商城	26.0%	110.7%	增持
广州友谊	78.3%	44.7%	增持
锦江股份	58.2%	102.5%	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

梁雪飞

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。

■ **未来消费行业可维持企稳格局。**支持我们判断的依据是：经济增速回升带来居民收入增速的提高和居民消费意愿的加强，从而持续提升消费者信心；后续刺激消费措施可望出台；CPI 拐点出现带来的行业内生增长；去年同期的低基数效应——以上几个因素将共同带来微观企业盈利的明显持续增长；

■ **我们对 44 家零售(百货、超市和家电电子零售)A 股公司 2009 上半年盈利情况的概括性结论：**2009 年上半年商业行业收入增速 3%，剔除投资性净收益的净利润增幅为 6.01%，预计下半年增速将继续提升，2009 年第四季度行业收入增速预计达到 23%，剔除投资收益的净利润增速预计达到 30%，部分优秀企业增长潜力可能更大；2009 年全年收入增速 10.3%，剔除投资收益的净利润增速为 15%左右；

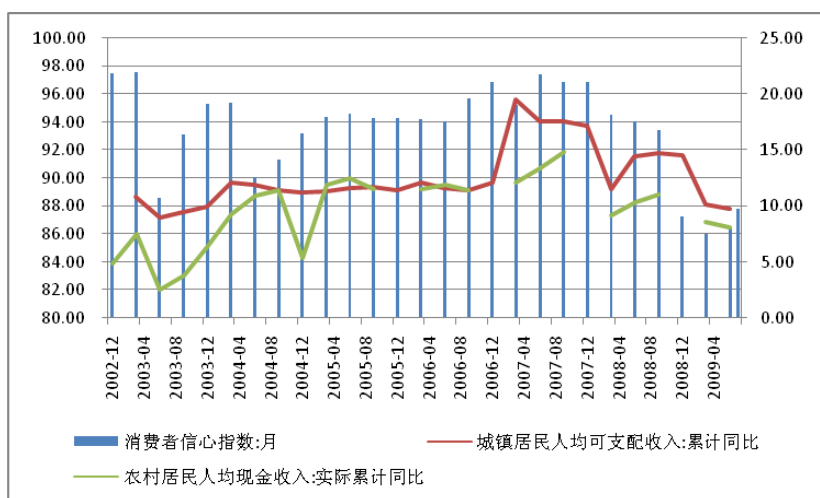
■ **第四季度基本选股逻辑——“估值优势+高业绩弹性”：**假定 2009 年 30 倍以下的动态市盈率是较为安全的投资区间，目前估值水平低于行业均值的公司有：王府井、大厦股份、广州友谊、广州百货、新华百货、欧亚百货、重庆百货、苏宁电器、武汉中百；具有高业绩弹性的公司有：百货类的百联股份、广州友谊、银座股份、新华百货、大厦股份；超市类公司和家电连锁类公司在第四季度很可能最具有超出市场预期的业绩弹性，密切关注四季度苏宁电器、武汉中百、步步高的销售超预期机会。另外，主题性因素因其同样可以带来高业绩弹性的原因，投资逻辑并行不悖；

■ 截至 2009 年 9 月 18 日，零售行业对应 2008 年的静态市盈率 39.75 倍，按照我们预测的 2009 年 15%的净利润增长率计算，2009 年的行业动态市盈率为 34.5 倍，尚处于行业合理的估值区间，但如果考虑到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的平均水平，商业行业应该享有更高的估值。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 由负转正的预期下，上调评级至“强于大市”；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“强于大市”评级，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)、大厦股份(600327)“买入”评级，维持豫园商城(600655)“增持”评级。

商业行业企稳格局不变

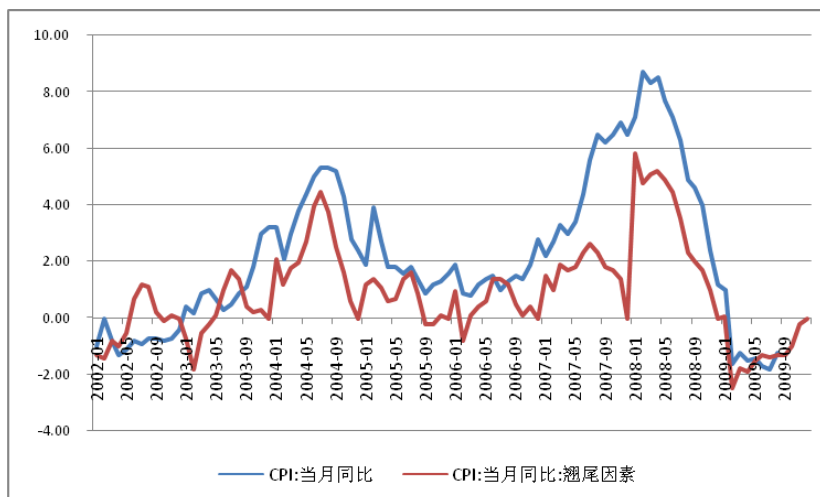
我们判断,未来消费行业可维持企稳格局,支持我们判断的依据是:经济增速回升带来居民收入增速的提高和居民消费意愿的加强,从而持续提升消费者信心;后续刺激消费措施可望出台;CPI 拐点出现带来的行业内生增长;去年同期的低基数效应——以上几个因素将共同带来微观企业盈利的明显持续增长。

图 1 消费者信心、居民收入等数据向好



资料来源 Wind

图 2 CPI 拐点已现

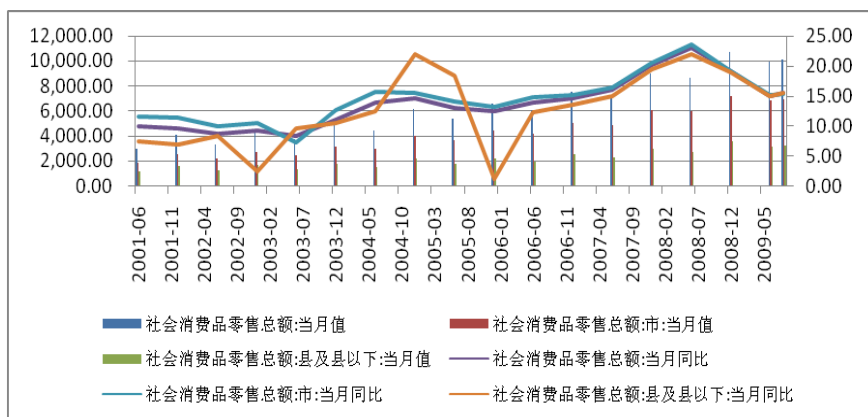


资料来源 Wind

8 月份我国社会消费品零售总额同比增长 15.4%，社销额增速连续第六个月增长企稳：国家统计局数据显示，8 月份我国社会消费品零售

总额 10116 亿元，同比增长 15.4%，名义同比下降 7.8 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 15.3%；县及县以下地区零售额同比增长 15.5%，分别环比增长 0.2 个点和 0.1 个点。扣除物价因素，8 月份社会消费品零售总额实际同比增长 16.6%，增速比 7 月份下降了 0.5 个百分点。1-8 月份社销总额 78763 亿元，同比增长 15.1%，同比降低 6.8 个点。

图 3 社会消费品零售总额及增长



资料来源 Wind

我们认为，8 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、石油及住房相关耐用消费品（建筑及装潢材料类、家具）销售强劲的背景下，社会消费品零售总额有望保持稳定增长；而受换季因素影响，服装类增长明显；家用电器类显著增长则受益于低基数效应：限额以上批发和零售业中，粮油类增长 12.7%，肉禽蛋类增长 5.9%，服装类增长 23.3%，日用品类增长 13.6%，分别环比增加 0.8 个百分点、-0.7 个百分点、5.7 个百分点和 -2.7 个百分点。另外，汽车类增长 34.8%，石油及制品类增长 6.8%，分别环比增加 2.8 个百分点和 5.7 个百分点。得益于住房销售强劲，家具类增长 41.6%、家用电器和音像器材类增长 10.9%，建筑及装潢材料类增长 36.6%，分别环比增长 -0.9 个百分点、2.9 个百分点和 10.8 个百分点。

吃：食品类产品增速开始呈回升趋势，预计随着 CPI 翘尾因素影响的逐步减小，CPI 拐点已经或者即将出现，食品类产品增长将提速；

穿：受“换季因素”影响，8 月份服装鞋帽针织品消费明显上涨。预计未来一段时间内，受益于国庆因素和四季度行业传统旺季的到来，

服装类商品的销售增长将提速;

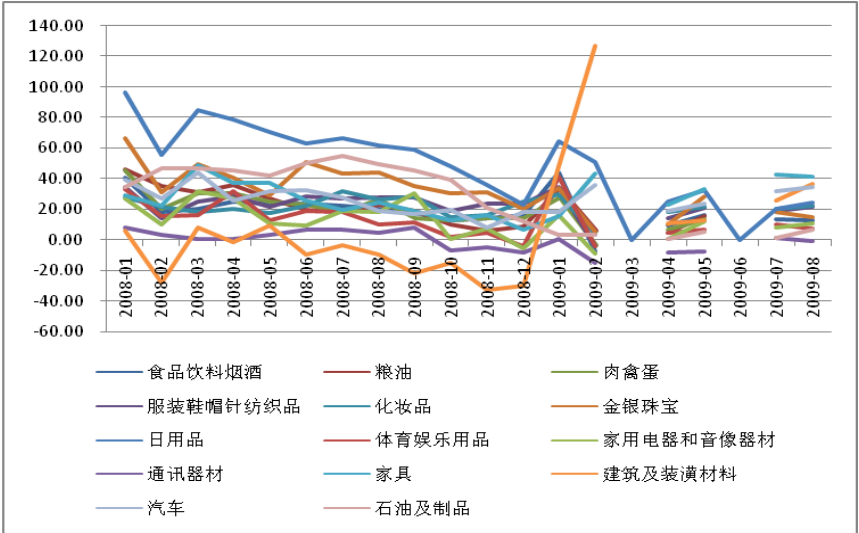
用: 日用品延续环比增长下滑态势, 超市类企业短期内生增长压力仍然没有完全消除;

占社会消费品零售总额比例最大 (28%) 的汽车消费连续第三个月上涨, 并且受此拉动, 石油及制品类 (社会消费品零售总额占比为 21%) 消费本月涨幅最大;

受益于房地产市场, 建筑和装潢类产品消费持续上涨;

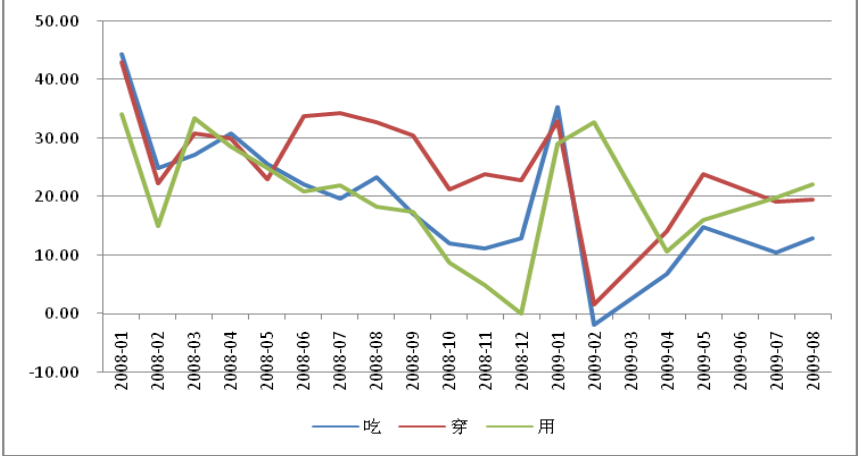
家用电器月度波动较大, 但 7-8 月份增速是 1-6 月份的两倍, 预计未来几个月将进一步加快, 以苏宁电器为代表的家电销售企业将会有超预期的可能。

图 4 限额以上零售企业当月同比



资料来源 Wind

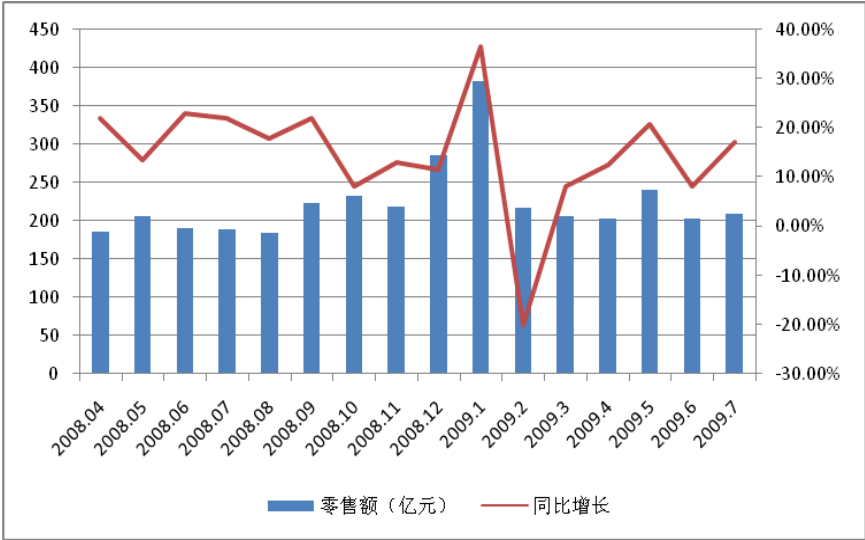
图 5 吃、穿、用持续恢复增长



资料来源 Wind

百家重点大型零售企业零售额同比增速回升明显。食品、服装、化妆品、金银珠宝、家用电器五大类消费品环比均有较大幅增长，呈全面普涨态势。

图 6 百家重点大型零售企业零售额实际增速



资料来源 中华商业信息中心网

表 1 百家重点大型零售企业零售额（单位：亿元）

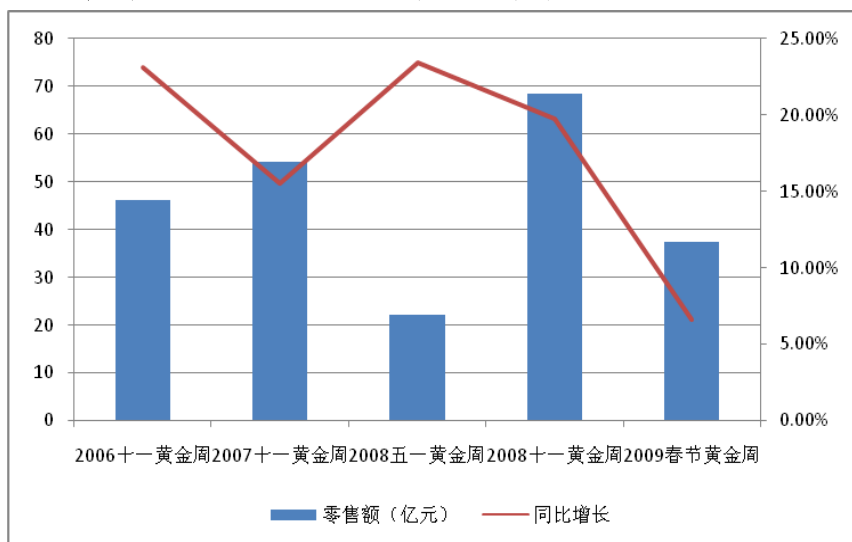
	零售额	同比增长	累计额	累计同比	与基本生活密切相关的商品						大宗消费品		奢侈品	
					食品		服装		化妆品		家用电器		金银珠宝	
					零售额	同比增长	零售额	同比增长	零售额	同比增长	零售额	同比增长	零售额	同比增长
2008.04	186.2	22.12%	-	-	29.05	31.93%	52.97	23.29%	8.86	14.69%	12.2	17.13%	12	33.35%
2008.05	206.8	13.51%	-	-	30.13	31.81%	56.05	12.39%	-	-	18.23	1.16%	13.79	22.36%
2008.06	190.4	22.98%	-	-	28.36	26.26%	49.09	19.77%	8.63	19.90%	13.62	6.21%	12.39	40.37%
2008.07	188.97	21.93%	-	-	29.88	30.37%	47.17	22.42%	8.58	20.46%	14.71	18.32%	-	-
2008.08	184.23	18%	-	-	-	10.30%	-	-	-	-	-	-	14.97	44.29%
2008.09	223.63	21.99%	-	-	36.95	25.46%	60.4	24.15%	11.46	23.08%	11.59	27.37%	15.38	39.95%
2008.10	232.32	8.24%	-	-	32.98	19.64%	71.87	8.39%	11.19	8.14%	15.57	-0.87%	14.63	26.83%
2008.11	218.03	12.92%	-	-	31.62	23.01%	79.15	15.74%	10.47	19.45%	10.48	4.06%	13.25	28.86%
2008.12	285.81	11.59%	-	-	37.28	14.57%	101.74	15.48%	13.12	23.84%	15.09	-6.03%	16.51	17.29%
2009.1	382.74	36.63%	-	-	56.43	41.15%	127.21	36.39%	14.3	36.6	17.51	15.79%	24.08	38.60%
2009.2	217.51	-20.11%	-	8.76%	36.06	-23.69%	60.65	-24.03%	10.15	-4.96%	9.89	-24.34%	17.75	-5.43%
2009.3	206.54	8.12%	-	8.40%	30.4	7.96%	59.06	6.55%	11.55	16.74%	12.39	0.07%	14.09	7.08%
2009.4	203.06	12.56%	-	-	30.61	7.56%	57.11	11.10%	9.94	15.89%	11.71	16.82%	14.43	25.45%
2009.5	239.89	20.88%	1249.8	11.38%	33.05	17.01%	64.39	18.80%	10.91	18.51%	18.6	14.22%	18.51	38.33%
2009.6	202.55	8.21%	1453.6	10.92%	29.63	7.00%	54.89	13.54%	9.87	16.23%	14.34	13.50%	13.47	11.77%
2009.7	208.86	17.05%	1666.8	11.87%	-	19.47%	-	15.63%	-	20.39%	-	17.90%	-	20.77%

资料来源 中华商业信息网

国庆消费数据有望超过往年。2006-2008 年十一黄金周期间，全国百家重点大型零售企业销售额从 46.24 亿元上升到 68.44 亿元，复合增长率为 19.4%，考虑到去年四季度的低基数效应，预计今年“国庆+中秋”的超长黄金假期有望达到近几年来的最高销售增幅，可望达到 25% 左右。

从历年商品消费品类来看，国庆期间热销商品主要集中在珠宝、家电、服装及汽车等产品上，其中珠宝及家电产品的销售尤为突出，其销售增速均超出当年黄金周社会消费增速水平，相应上市公司将明显受益。

图 7 部分节假日全国百家重点大型零售企业销售情况

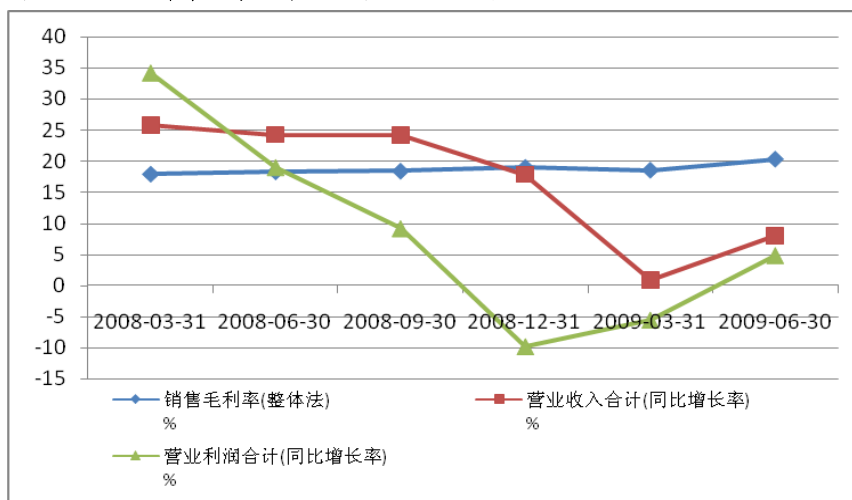


资料来源 中华商业信息网

第三季度销售和盈利同比增速仍不明显，显著双增在第四季度

我们对 44 家零售（百货、超市和家电电子零售）A 股公司 2009 上半年盈利情况的概括性结论：2009 年上半年商业行业收入增速 3%，剔除投资性净收益的净利润增幅为 6.01%，预计下半年增速将继续提升，2009 年第四季度行业收入增速预计达到 23%，剔除投资收益的净利润增速预计达到 30%，部分优秀企业增长潜力可能更大；2009 年全年收入增速 10.3%，剔除投资收益的净利润增速为 15% 左右。

图 8 从 2009 年第一季度开始，行业 V 型反转明显



资料来源 Wind

收入：2009 年上半年商业行业营业收入增长 3%，其中，第一季度增长 1.88%，第二季度增长 4.19%。其中百货类子行业的二季度收入增长弹性最大，家电电子连锁的收入弹性最小。

受益于房地产市场持续升温和季节性因素，预计 2009 年三、四季度收入增长很有可能超预期的子行业将是家电电子连锁行业。以苏宁电器为代表，预计公司第三季度收入增长在 15-20%的水平，第四季度收入增长因 08 年第四季度的低基数，将有望达到 30%以上的增长水平；

受益于换季因素、低基数效应、假日效应、消费升级等综合性因素，预计 2009 年第四季度百货子行业收入增长有望获得最大弹性，百货类上市公司在金银珠宝和化妆品销售的带动下，回暖明显，预计第三季度收入增长在 15%的水平，第四季度收入增长在 20%左右的水平；

超市行业随食品饮料烟酒的涨价，第三季度销售环比将略有增长，第四季度销售同比增速预计在 20%左右的水平。

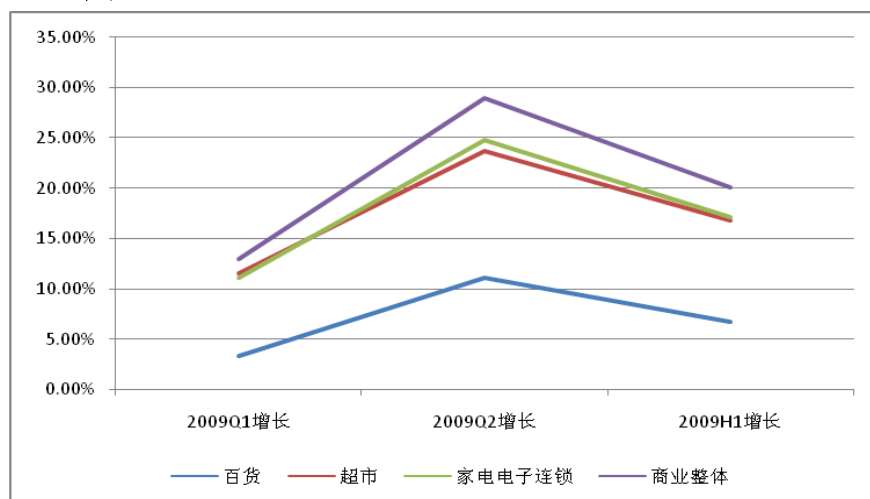
按照市值比例，商业行业整体第四季度销售收入同比增速预计在 23%左右；

按照上半年与下半年 6: 4 收入的比例，行业整体全年销售收入同比增速预计在 10.3%。

落实到公司层面——2009 年第二季度收入增速在 20%以上的公司 10 家，分别是：银座股份、成商集团、友好集团、兰州民百、大厦股份、

广百股份、鄂武商 A、西安民生、深国商、新华都。银座股份、新华都、广百股份主要得益于门店快速增长，而大厦股份和成商集团则主要得益于汽车销售的大幅增长，鄂武商则主要得益于内生增长。

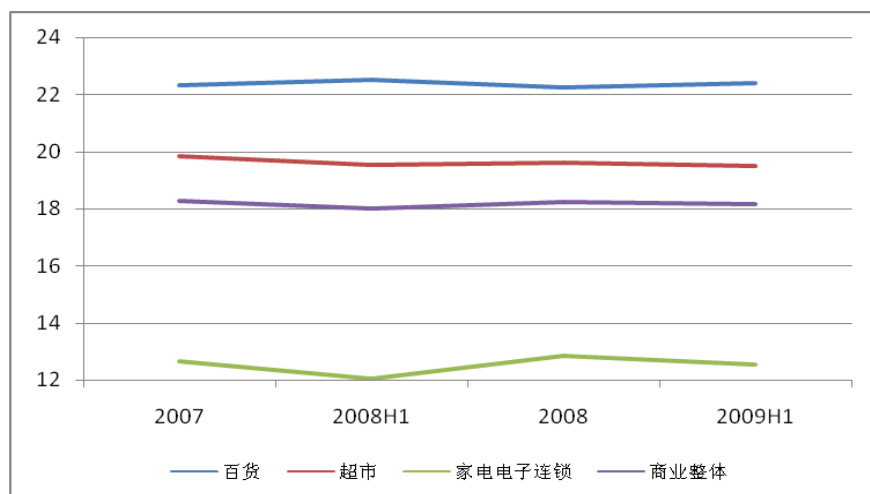
图 9 单季度营业收入



资料来源 Wind

毛利率：2009 年上半年商业行业毛利率均值 18.16%，同比上升了 0.14 个百分点。三大子行业毛利率水平均开始出现回升。预计第四季度毛利率水平将大体维持在 18% 的水平，不会有显著变化。

图 10 毛利率变动情况 (%)



资料来源 Wind

落实到公司层面——百联股份、新世界、广州友谊、成商集团、东百集团、南京新百体现出了高毛利的特征，这与公司自营比例高和议价

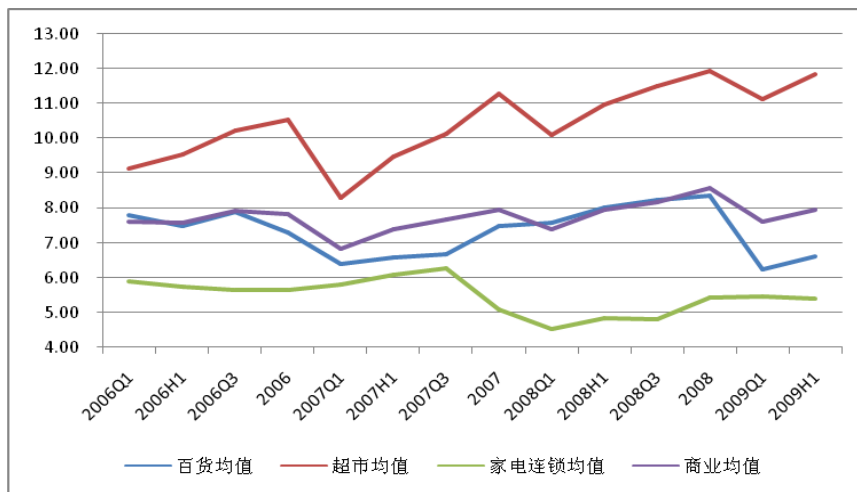
能力强直接相关。而合肥百货和苏宁电器的毛利率则有明显提升。

期间费用率：

营业费用率——三大子行业营业费用率均从 2009 年一季度开始触底回升，第二季度斜率最大的是超市，原因很可能是由于促销费用增长幅度大于收入增长速度所致。2009 年上半年，百货行业营业费用率同比下降了 1.41 个百分点，我们认为原因主要是开店速度放缓带来的费用下降同时收入增长下降速度并不显著所致；超市行业上升了 0.88 个百分点，家电连锁业上升了 0.56 个百分点，超市和家电连锁营业费用率上升我们分析主要是收入下降过快所致。

预计第四季度超市的营业费用率将随着收入增速的提升有所下降，向着 10.43% 的 2006-2009 年历史均值回归；百货行业的营业费用率将随着新开门店逐渐增加而有所上升，向着 7.33% 的历史均值回归；家电连锁行业的营业费用率将大体保持在 2009 年中期 5.4% 的这一历史均值水平附近或者偏下方。

图 11 营业费用率

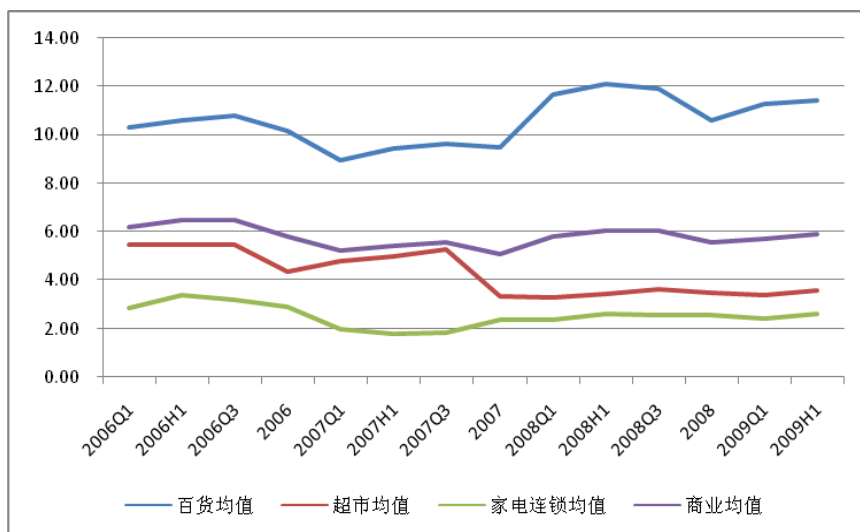


资料来源 Wind

管理费用率——三大子行业中，2009 年上半年，管理费用率占比最高的百货业管理费用率上升了 0.14 个百分点，超市和家电电子连锁业的管理费用率均有微幅上升，主要原因来自于收入同比增速大幅下降所致。预计 2009 年第四季度百货行业、超市行业和家电电子连锁行业的

管理费用率水平将随着收入增速的提升略有降低。

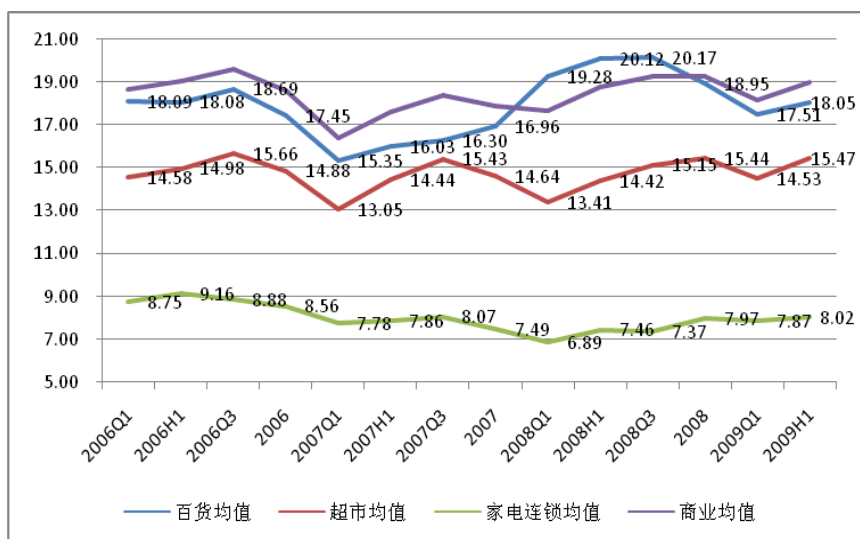
图 12 管理费用率



资料来源 Wind

“管理费用+销售费用”率——期间费用水平也随收入企稳回升而发生小幅回升。

图 13 “管理费用+销售费用”率



资料来源 Wind

落实到公司层面——“管理费用+营业费用”率较低的有：银座股份、新华百货、杭州解百、重庆百货、欧亚集团、东百集团、豫园商城、大厦股份、广州友谊。其中新华百货、大厦股份、东百集团为民营背景的企业，在费用节约方面显示出一定的优势。

“管理费用+营业费用”率同比降低的有：银座股份、成商集团、益民商业、新华百货、南京新百、豫园商城、百联股份、新世界、大厦股份、广州百货、广州友谊、武汉中百。国资背景的百联股份、广州友谊、银座股份近年来一直在加强费用节约的工作，显示出管理层提高管理效率的决心和能力。

营业利润和扣除投资收益（税前）的营业利润：

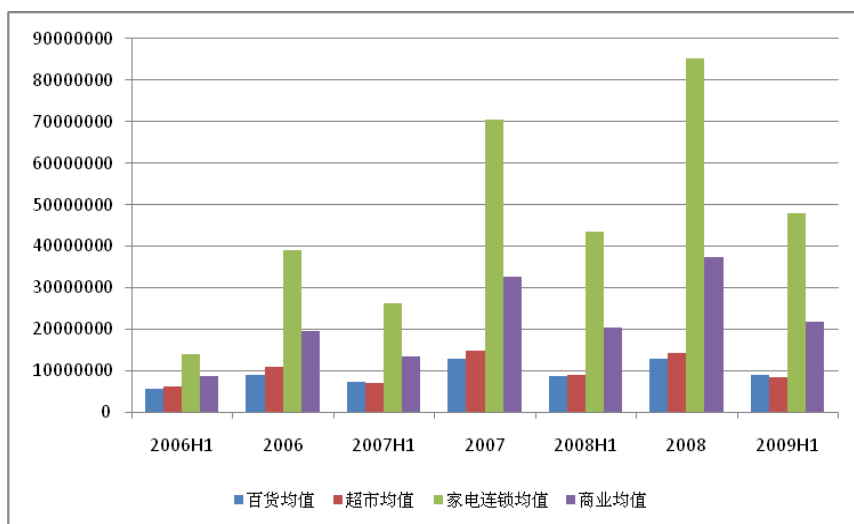
2009 年上半年，商业行业整体的营业利润同比增长了 6.25%，其中百货、超市、家电连锁分别同比增长 7.61%、-7.27%、8.89%；

商业行业整体扣除投资净收益的营业利润同比增长 6.66%，其中百货、超市、家电连锁分别同比增长 3.34%、-6.95%、10.16%。

我们认为，百货行业在经济增长减慢的背景下，通过获取投资收益有效减缓了利润增速减缓的态势。

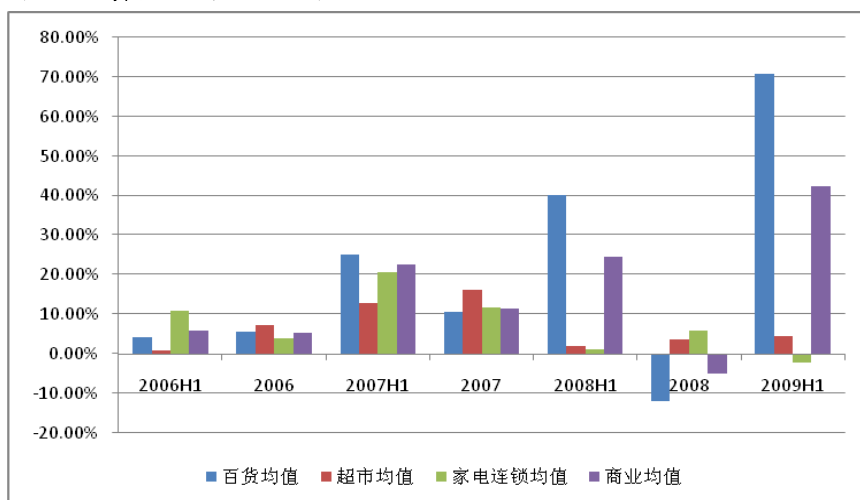
我们预计，2009 年第四季度扣除投资收益（税前）的营业利润将随着收入增长速度快于费用增长速度带来的弹性，恢复销售放缓之前的利润杠杆。因此第四季度营业利润增速预计达到 30%以上（收入增速 23%），全年扣除投资收益（税前）的营业利润同比增速有望达到 15%。

图 14 扣除投资收益（税前）的营业利润



资料来源 Wind

图 15 投资收益占营业利润的比例



资料来源 Wind

净利润和扣除投资收益（税前）的净利润：

2009 年上半年，商业行业整体的净利润同比增长了 6.17%，其中百货、超市、家电连锁分别同比增长 7.32%、-8.35%、9.13%；

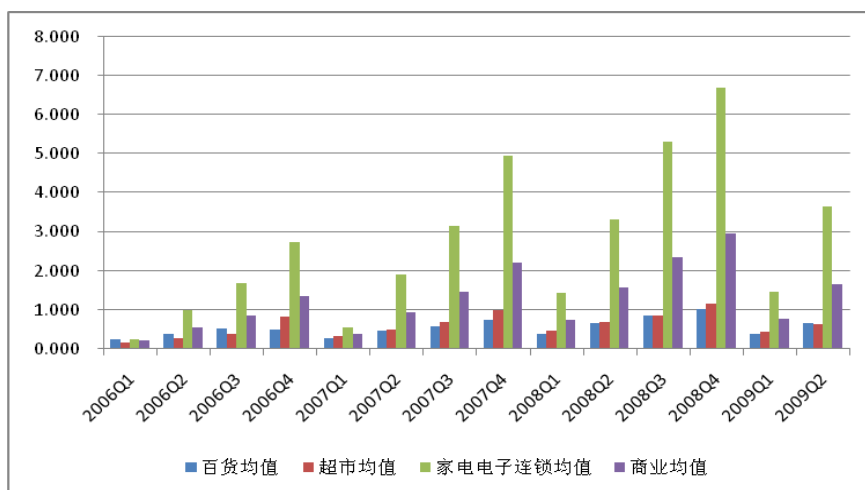
商业行业整体扣除投资净收益的净利润同比增长 6.01%，其中百货、超市、家电连锁分别同比增长 1.21%、-8.08%、9.96%。

我们预计，2009 年第四季度扣除投资收益（税前）的净利润将随着收入增长速度快于费用增长速度带来的弹性，恢复销售放缓之前的利润杠杆。第四季度净利润增速预计达到 30%以上（收入增速 23%），全年扣除投资收益（税前）的净利润同比增速有望达到 15%左右。

落实到公司层面——扣除投资收益（税前）的净利润增长幅度居前的有：合肥百货、中兴商业、友好集团、新华百货、成商集团、友谊股份、开元控股。

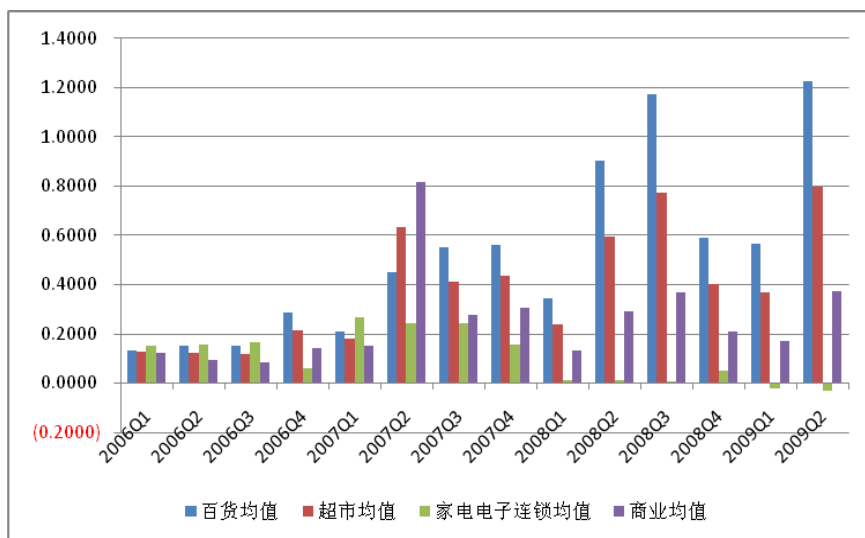
净利润率水平较高的公司有：广州友谊、家润多、新世界、豫园商城、成商集团。体现出公司定位于高端奢侈品销售的业态特征。另外对于处于扩张期的成长性公司，开办费和市场培育期将拉低公司净利润率水平，但是长期而言有较大的增长潜力，是我们重点关注和挖掘的目标，这样的现象在连锁布局、财务政策保守稳健的公司中较为容易发生，如百联股份、豫园商城、武汉中百、步步高、苏宁电器等。

图 16 扣除投资收益（税前）的净利润



资料来源 Wind

图 17 投资收益占净利润的比例



资料来源 Wind

第四季度基本选股逻辑——“估值优势 + 高业绩弹性”

我们曾在 8 月份月报里提到：“目前正是布局商业类股票的大好时机。”原因在于强周期行业类公司的业绩弹性超过了商业类上市公司的业绩弹性，并暂时掩盖了商业行业上市公司的稳健防御性投资价值。随着二级市场系统性不确定风险逐步增加，投资者的投资偏好将有所转向，商业行业重新回到投资者的视野，并理应因为行业盈利能力的逐季提速，继续接力第四季度的投资标的。

图 18 近两个月商业类股票相对于 A 股市场走势



资料来源 Wind

我们还判断，“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。“通胀+复苏”将使得业绩弹性最大、估值处于低端的百货类股票最有投资机会。”

第四季度基本选股逻辑——“估值优势+高业绩弹性”：

假定 2009 年 30 倍以下的动态市盈率是较为安全的投资区间，目前估值水平低于行业均值的公司有：王府井、大厦股份、广州友谊、广州百货、新华百货、欧亚百货、重庆百货、苏宁电器、武汉中百；

具有高业绩弹性的公司有：百货类的百联股份、广州友谊、银座股份、新华百货、大厦股份；超市类公司和家电连锁类公司在第四季度很可能最具有超出市场预期的业绩弹性，密切关注四季度苏宁电器、武汉中百、步步高的销售超预期机会。

另外，主题性因素因其同样可以带来高业绩弹性的一脉相承的逻辑，投资逻辑并行不悖——我们重申“世博、激励、重组”等主题性因素将为上海本地商业股、激励机制好的王府井和大商股份、具有重组概念的百联股份、银座股份、鄂武商、重庆百货带来的投资机会。

维持行业整体“强于大市”评级

截至 2009 年 9 月 18 日，零售行业对应 2008 年的静态市盈率 39.75 倍，按照我们预测的 2009 年 15% 的净利润增长率计算，2009 年的行业动态市盈率为 34.5 倍，尚处于行业合理的估值区间，但如果考虑到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的平均水平，商业行业应该享有更高的估值。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 由负转正的预期下，上调评级至“强于大市”；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“强于大市”评级，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）、大厦股份（600327）“买入”评级，维持豫园商城（600655）“增持”评级。

表 2 重点跟踪公司市场估值

公司	现价	主营收入（百万）			净利润（百万）			每股收益（元）			市盈率			每股净资产（元）			评级
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
百联股份	13.97	9,177	10,896	12,777	354.8	356.5	513.2	0.32	0.47	0.59	43.66	29.72	23.68	4.19	4.67	5.05	买入
大厦股份	10.75	4,215	5,555	6,314	154	212	253	0.433	0.599	0.718	24.83	17.95	14.97	2.3	2.899	3.617	买入
豫园商城	18.53	7,856	9,819	12,176	367	517	733	0.45	0.64	0.91	41.18	28.95	20.36	4.36	4.86	5.53	增持

资料来源 Wind

表 3 全球商业行业重点公司估值

	NAME	PX_LAST	CUR_MKT_CAP	best eps			BEST_PE_RATIO		
				BEST_FPERIOD_OVERRIDE					
				2008	2009	2010	2008	2009	2010
				0FY	1fy	2fy	0FY	1fy	2fy
600631 CH EQUITY	百联股份	14.28	15722670000	0.35	0.39	0.48	40.34	36.43	29.57
600859 CH EQUITY	王府井	29.89	11745960000	0.92	0.99	1.20	32.42	30.16	24.89
600694 CH EQUITY	大商股份	38.06	11178930000	0.78	0.69	0.93	48.79	55.32	41.06
	A 股算数平均			0.69	0.69	0.87	40.52	40.64	31.84
SHLD US EQUITY	SEARS HOLDINGS CORP	64.99	7721528000	1.31	1.37	1.42	49.50	47.58	45.77

M US EQUITY	Macy's INC	17.61	7405415000	1.23	0.91	1.21	14.35	19.37	14.59
JCP US EQUITY	JC PENNEY Co Inc	32.64	7698727000	2.52	0.93	1.43	12.96	35.13	22.79
KSS US EQUITY	Kohl's CORP	54.75	16730630000	2.81	2.82	3.20	19.47	19.39	17.12
SKS US EQUITY	Saks	6.92	1000058000	-0.52	-0.61	-0.42	N/A	N/A	N/A
TJX US EQUITY	The TJX Companies	37.27	15797040000	1.96	2.41	2.64	19.01	15.48	14.10
DDS US EQUITY	Dillard's	13.58	1002685000	-0.93	-0.31	0.22	N/A	N/A	63.16
	海外算数平均			1.20	1.07	1.38	23.06	27.39	29.59
3368 HK EQUITY	PARKSON	11.74	32936760000	0.31	0.35	0.43	33.37	29.64	24.17
600628 CH EQUITY	新世界	13.35	7099521000	0.35	0.38	0.49	38.58	35.41	27.36
600327 CH EQUITY	大厦股份	11.15	3635679000	0.37	0.46	0.57	30.38	24.45	19.70
000987 CH EQUITY	广州友谊	21.15	7591964000	0.67	0.77	0.88	31.38	27.43	23.95
002187 CH EQUITY	广百股份	26.69	4270400000	0.86	1.02	1.25	31.18	26.09	21.28
000417 CH EQUITY	合肥百货	9.87	4734864000	0.34	0.35	0.44	29.29	28.12	22.23
600785 CH EQUITY	新华百货	23.6	4079482000	0.58	0.86	0.99	40.76	27.60	23.79
600858 CH EQUITY	银座股份	21	4936756000	0.65	0.70	0.88	32.41	30.13	23.78
600697 CH EQUITY	欧亚集团	19.66	3127672000	0.67	0.76	0.97	29.26	25.80	20.33
000501 CH EQUITY	鄂武商 A	12.48	6330462000	0.34	0.45	0.54	37.14	27.67	23.03
600828 CH EQUITY	成商集团	23.55	4784135000	0.43	0.59	0.87	54.77	40.26	27.07
600729 CH EQUITY	重庆百货	21.66	4418640000	0.78	0.89	1.03	27.66	24.28	20.95
002277 CH EQUITY	家润多	31.95	6198300000	N/A	0.80	0.99	N/A	39.74	32.31
600280 CH EQUITY	南京中商	17.71	2542127000	0.23	0.39	0.65	77.00	44.95	27.33
	A 股算数平均			0.52	0.65	0.81	38.32	30.92	24.08
3308 HK EQUITY	金鹰商贸	11.58	21700660000	0.30	0.33	0.45	33.79	30.92	22.73
848 HK EQUITY	茂业国际	1.96	10074120000	0.11	0.11	0.14	16.14	16.14	12.70
1833 HK EQUITY	银泰百货	5.12	8961023000	0.24	0.19	0.22	18.72	24.00	20.14
825 HK EQUITY	新世界百货	5.91	9965116000	0.25	0.30	0.35	23.83	19.44	16.93
1212 HK EQUITY	利福国际	11.52	19277050000	0.59	0.56	0.63	19.56	20.46	18.31
	H 股算数平均			0.30	0.30	0.36	22.41	22.19	18.16
000759 CH EQUITY	武汉中百	9.85	5520978000	0.31	0.37	0.46	31.77	26.55	21.51
002251 CH EQUITY	步步高	24.64	6661670000	1.30	0.74	0.92	19.03	33.39	26.90
002264 CH EQUITY	新华都	29.4	3142272000	0.60	0.72	0.95	49.41	40.72	31.08
600361 CH EQUITY	华联综超	8.22	3985121000	0.32	0.29	0.38	25.93	28.25	21.92
	A 股算数平均			0.63	0.53	0.67	31.54	32.23	25.35
WMT US EQUITY	WAL-MART STORS INC	49.93	1.92571E+11	3.38	3.57	3.88	14.76	13.97	12.86
CA FP EQUITY	CARREFOUR SA	30.89	21774450000	2.61	1.98	2.28	11.85	15.59	13.54
MEO GR EQUITY	Metro Group	37.14	12112680000	2.84	2.35	2.74	13.08	15.81	13.58
TSCO LN EQUITY	TESCO PLC	391.5	31070840000	0.27	0.30	0.33	14.39	13.18	11.97
TGT US EQUITY	TARGET CORP	47.51	35720830000	2.88	3.02	3.38	16.49	15.73	14.06
	海外算数平均			2.40	2.24	2.52	14.11	14.86	13.20
980 HK EQUITY	联华超市	16.7	10387400000	0.57	0.70	0.83	25.77	20.96	17.64
8277 HK EQUITY	物美商业	12	14644180000	0.34	0.38	0.45	31.10	27.54	23.34

814 HK EQUITY	京客隆	5.05	2081711000	0.36	0.39	0.45	12.26	11.41	10.00
1832 HK EQUITY	时代零售	4.04	3530920000	0.18	0.16	0.21	20.34	21.84	17.20
	H 股算数平均			0.36	0.41	0.48	22.37	20.44	17.05
600655 CH EQUITY	豫园商城	18.96	15139790000	0.56	0.61	0.77	33.74	30.93	24.59
600612 CH EQUITY	老凤祥	25.85	4960171000	0.39	0.44	0.67	66.28	59.43	38.87
116 HK EQUITY	周生生	6.45	3882384000	0.87	0.72	0.78	7.41	8.96	8.27
417 HK EQUITY	谢瑞麟	2.13	448016200	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2331 HK EQUITY	李宁	23.4	24442880000	0.67	0.86	1.06	31.01	24.12	19.41
1880 HK EQUITY	百丽国际	7.6	64100170000	0.24	0.29	0.34	27.79	23.41	19.47
	H 股算数平均			0.59	0.62	0.73	22.07	18.83	15.72
002024 CH EQUITY	苏宁电器	15.86	71156090000	0.79	0.61	0.74	20.18	25.92	21.43
600122 CH EQUITY	宏图高科	13.15	5841230000	0.50	0.60	0.83	26.30	21.84	15.81
000829 CH EQUITY	天音控股	6.4	6060167000	0.15	0.19	0.25	42.67	33.16	25.30
	A 股算数平均			0.48	0.47	0.61	29.71	26.97	20.84
BBY US EQUITY	BEST BUY	38.32	15954880000	2.65	2.89	3.15	14.45	13.26	12.18
493 HK EQUITY	国美电器	2.16	32519520000	0.17	0.10	0.12	11.13	18.84	15.99

资料来源 Bloomberg (2009-9-16)

重点跟踪上市公司推荐

表 4 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 29.8/23.7 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 29/20.36 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。
大厦股份 (600327)	● 公司作为无锡市商业龙头，百货业务未来 3-5 年进入黄金恢复期，为公司提供了稳健的现金流入；公司在收购新纪元后，成为当之无愧的无锡当地汽车销售市场龙头，在未来两年内将有 20%-30% 的利润增长，为公司提供了一定的成长动能和市场想象空间。另外，公司持有的江苏银行和江苏广电网络也不排除在 2010 年左右上市的可能性，将为公司带来较大的增值空间； ● 受益于百货业务进入恢复期和汽车销售回暖，2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.599、0.718、0.859 元，对应 PE 分别 18、15、12.6 倍。行业 08 年 PS 均值 1.363 倍，公司 2008 年 PS 值仅为 0.84 倍；公司 2009-2011 年净利润复合增长率为 25.07%，2009 年 PEG 为 0.718。商业行业 48 家上市公司的 2009 年动态市盈率为 35.03 倍，公司 18 倍的 09 年动态市盈率估值优势明显，相对于行业平均水平有较大上涨空间。综合考虑 PS 和 PEG，给予公司首次“买入”评级。

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。