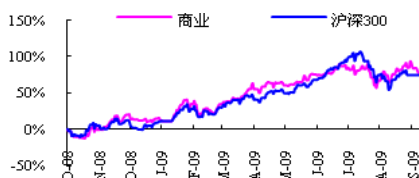


商业
维持评级：强于大市
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
商业行业	1.5%	7%	95.2%
沪深 300	0%	-12.8%	74.4%

重点公司	6m%	YTD %	评级
武汉中百	11.1%	28.4%	增持
百联股份	26.9%	69.1%	买入
大厦股份	54.3%	82.7%	买入
豫园商城	35.8%	155.8%	增持
广州友谊	39.4%	128.2%	增持
锦江股份	25.7%	127.8%	增持

相关报告

《批发零售业 2009 年四季度投资策略 * 避险需求前提下, 寻求业绩弹性最大的投资品种》2009. 9. 20

《批发零售业 2009 年 9 月份投资策略 * 关注基本面良好的公司, 为第四季度提前布局》2009. 8. 24

《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

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。

■ 前三季度我国社会消费品零售总额同比增长 15.1%, 9 月份社销总额同比增长 15.5%: 国家统计局数据显示, 1-9 月份我国社会消费品零售总额 89676 亿元, 同比增长 15.1%, 扣除价格因素, 实际增长 17%, 比上年同期加快 2.8 个百分点。其中城市消费品零售额 61013 亿元, 同比增长 14.8%; 县及县以下地区零售额 61013 亿元, 同比增长 16%。分行业看, 批发和零售业增长 15.0%, 住宿和餐饮业增长 17.4%。限额以上批发和零售业中, 除通讯器材类外, 其他 20 类商品零售额均实现正增长。其中家具类增长 32.3%, 汽车类增长 24.5%;

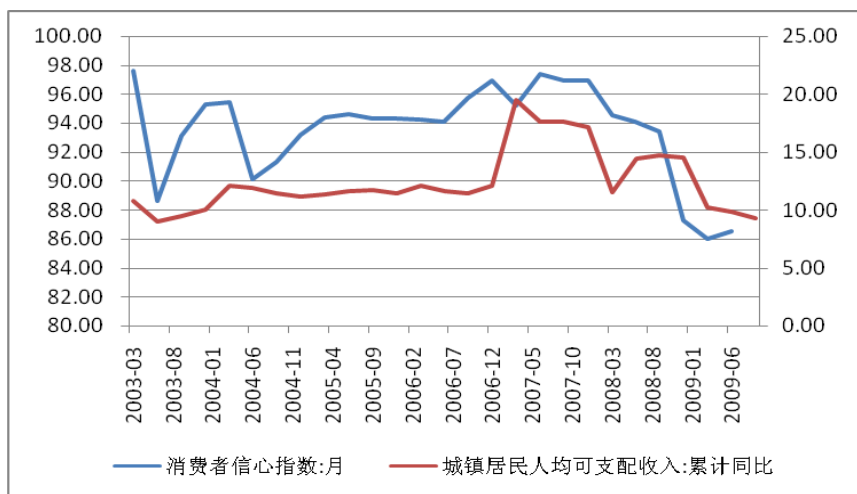
■ 从历史经验看, 由于国庆消费占四季度总体消费数据比例较高, 国庆消费数据进一步支持了我们之前的判断, 商业行业从 1 季度开始反转, 步入业绩增长上升通道, 考虑到 2008 年四季度的低基数效应以及 CPI 将在 11 月转正的因素, 四季度商业行业盈利增速创新高是大概率事件。从已公布三季报上市公司的业绩情况来看, 可以看出, 零售行业销售继续回暖, 业绩增长超过上半年增长水平, 甚至有超市预期的表现。这还是在 9 月份缺失了中秋节和两天国庆的情况下达到的, 由此判断, 四季度销售增长速度加快将会更加明显。;

■ 截至 2009 年 10 月 23 日, 零售行业对应 2008 年的静态市盈率 42.05 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 36.57 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。

前三季度社会消费品零售总额同比增长 15.1%

未来消费行业将维持企稳格局，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，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 消费者信心指数继续回升、城镇居民人均可支配收入增速平缓



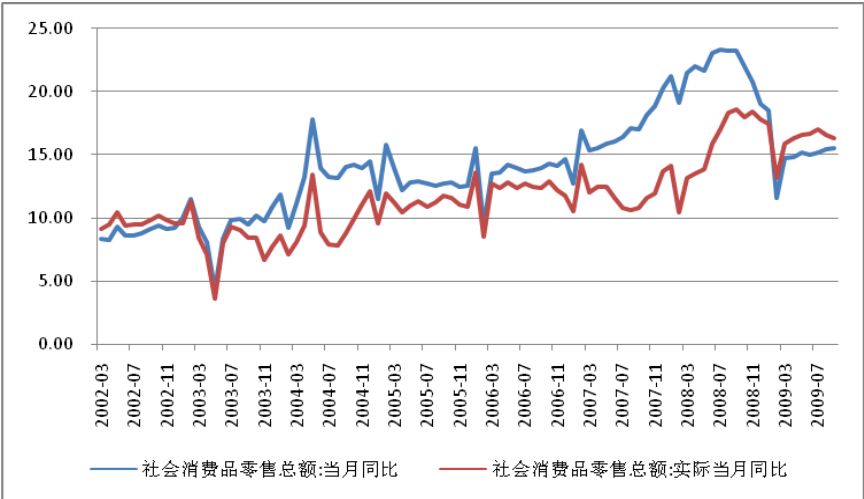
资料来源 Wind

前三季度我国社会消费品零售总额同比增长 15.1%，9 月份社销总额同比增长 15.5%：国家统计局数据显示，1-9 月份我国社会消费品零售总额 89676 亿元，同比增长 15.1%，扣除价格因素，实际增长 17%，比上年同期加快 2.8 个百分点。其中城市消费品零售额 61013 亿元，同比增长 14.8%；县及县以下地区零售额 61013 亿元，同比增长 16%。分行业看，批发和零售业增长 15.0%，住宿和餐饮业增长 17.4%。限额以上批发和零售业中，除通讯器材类外，其他 20 类商品零售额均实现正增长。其中家具类增长 32.3%，汽车类增长 24.5%。

2009 年 9 月份社零总额 10913 亿元，同比增长 15.5%，增速比 8 月份提升了 0.1 个百分点，呈继续回升态势。分区域看，9 月份城市实现社零总额 7451 亿元，同比增长 15.9%，增速比 8 月份上升 0.7 个百分点，且明显超过县及县以下地区 9 月份社零总额 14.6% 的增速；分业态看，

9 月份批发零售业实现社零总额 9090 亿元，同比增长 15.9%，增速比 8 月份上升 0.5 个百分点，住宿餐饮业实现社零总额 1648 亿元，同比增长 14.8%。

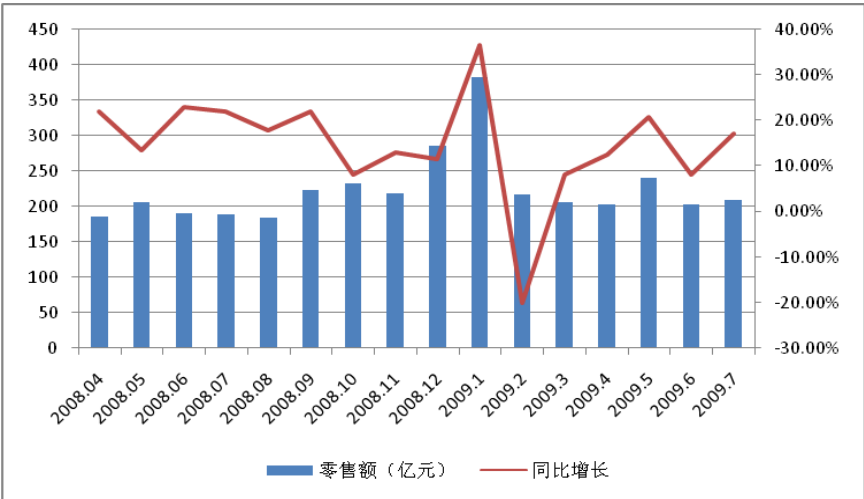
图 2 社会消费品零售总额名义增长和实际增长



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增长呈普涨态势。

图 3 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

9 月份中秋节缺失和十一两天节日的缺失对三季度销售影响确实存在，但是却会对四季度销售业绩产生更加明显的促进效应。

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%。今年 10.1-10.8 “国庆+中秋”假期，全国实现消费品零售额 5700 亿元，日均零售额比 2008 年增长 18%，增速较 2009 年春节、2009 年五一黄金周明显回升。

从地区来看，上海 423 家商业企业、4000 多家网点实现零售额 51.8 亿元，同比增长 26.1%，广州八大百货销售额同比增长 20-30%，北京百余家重点企业零售额同比增长 17.8%。部分省份如贵州、重庆、河南重点监测零售企业销售额同比分别增长 37.6%、32.6%和 31%，黑龙江、云南、山西、辽宁、江苏分别增长 25.3%、23.2%、21.9%、20.7%和 19.5%。

从历年商品消费品类看，家电、金银珠宝、秋冬服装、主副食品、汽车等呈现旺销态势。在“家电下乡”、“以旧换新”等优惠政策及各大卖场促销活动刺激下，家电市场销售呈井喷态势，高清平板电视、双开门冰箱、高像素数码相机、3G 手机等中高档产品销售火爆。受益金价攀升、婚庆消费，金银珠宝销售大幅增长，国庆纪念金条倍受青睐。车市持续火爆，重庆重点监测企业汽车销售额同比增长 71.7%，其中南京地区增长 55.5%，陕西西部车城增长 51.2%，无锡地区 6 家经销商同比增

长 45%，一些紧俏车型出现断货。

凭借“十一”黄金周旺销，预计 4 季度传统消费旺季内，在家电、汽车、金银珠宝等消费升级产品带动下，有望延续 3 季度回暖势头。

表 2 部分节假日全国百家重点大型零售企业销售情况

年度	国庆	天数	社零总额(亿元)	同比增长%	日均零售额(亿元)	日均同比增长%
2004	10.1-10.7	7	2364	-	338	-
2005	10.1-10.7	7	2700	14.2	386	14.2
2006	10.1-10.7	7	3000	14.5	429	11.1
2007	10.1-10.7	7	3500	16	500	16.7
2008	9.29-10.5	7	4200	21	600	20
2009	10.1-10.8	8	5700	35.7	713	18.8

资料来源 商务部、中华商业信息网

消费增长需进一步政策支持。消费处于“投资-生产-就业-收入-消费”经济循环圈末端，出口、固定资产投资、就业、房价与信贷及利率变动、收入与税收和转移支付等，都将对消费能否持续拉动经济增长产生重要影响。目前来看，居民住房、医疗、教育等开支增长会挤压家庭一般性消费支出，三项支出 07 年复合增长率为 11%，超过家庭人均年消费型支出 9% 的增速水平；仅以国内固定资产投资为主带动就业尚不充分，税收未见明显向居民倾斜的迹象，国内消费成为拉动经济的主要引擎尚需时日。

国庆和部分已公布三季报数据为第四季度业绩创新高增胜算

从历史经验看，由于国庆消费占四季度总体消费数据比例较高，国庆消费数据进一步支持了我们之前的判断，商业行业从 1 季度开始反转，步入业绩增长上升通道，考虑到 2008 年四季度的低基数效应以及 CPI 将在 11 月转正的因素，四季度商业行业盈利增速创新高是大概率事件。

从已公布三季报上市公司的业绩情况来看，可以看出，零售行业销售继续回暖，业绩增长超过上半年增长水平，甚至有超市预期的表现。这还是在 9 月份缺失了中秋节和两天国庆的情况下达到的，由此判断，四季度销售增长速度加快将会更加明显。

表 3 近期跟踪上市公司三季报及大事件

上市公司	事件	点评
商业		
友谊股份 600827	2009.9.29-2009.10.22 股价连续上涨 21.11%	百联集团重组是大势所趋，并有望于近期启动，从业务结构和股权结构的角度来看，友谊股份是集团旗下最有可能优先重组并从中获益的公司； 友谊股份未来很可能成为联华超市回归 A 股的平台，由于 H 股相对于 A 股大幅折价，一旦联华超市回归，估值将会大幅提升。从长远看，买入友谊股份，相当于以较低折价买入联华超市。
锦江股份 600754	2009.9.29 公布与大股东锦江酒店集团资产置换草案	公司以星级酒店资产与锦江酒店集团的经济型酒店资产“锦江之星”进行置换。置入及购买资产的评估值合计为 27.28 亿元，置出资产评估值为 30.7 亿元，未来公司将专注于发展经济型酒店业务。
王府井 600859	2009.10.15 发行王府井转债 8.21 亿元	可转债用于置换公司先行投入的收购王府井大厦公司剩余 55% 的股权收购款； 可转债发行有利于缓解公司财务压力，降低财务费用； 初始转股价 33.56 元，正股上涨空间较大，预计未来几年公司会有较强的业绩释放动力。
重庆百货 600729	2009.10.10 收购新世纪百货	向大股东商社集团和新天域湖景定向增发，购买商社集团持有的 61% 的新世纪百货股权，新天域湖景持有的新世纪百货 39% 的股权，交易完成后公司股本扩大至 3.833 亿股； 收购资产新世纪百货预估值为 39.5 亿元，对应 08 年净利润 2.4 亿元，静态 PE 为 16.46 倍，对应 09 年动态 PE 为 14 倍，将增厚重庆百货 EPS 超过 30%； 收购完成后，重庆百货有望成为首家市值过百亿的区域性零售商。
大商股份 600694	2009.10.16 三季报巨额亏损	2009 年前三季度营收 154 亿元，增长 6.33%，亏损 1170 万元（去年同期盈利 2.5 亿元）；三季度营收 52 亿元，增长 10.57%，亏损 7298 万元（去年同期盈利 2005 万元），发布全年预亏公告。公司第三季度毛利率下降到 16.88%，是业绩下滑的主要原因；公司加大促销导致费用高企以及单季度处置非流动资产产生 2500 万元损失，共同导致单季度大幅亏损。 公司激励机制不足、考核体系薄弱压制短期业绩，公司改制已进入关键时期，持续跟踪。
合肥百货 000417	2009.10.15 三季报业绩超预期	第三季度净利润 5300 万元，增长 50%，剔除交易性金融资产的公允价值变动净收益 74 万元，第三季度经营性净利润 5053 万元，同比增长 90%。
广百股份 002187	2009.10.22 三季报业绩符合预期	2009 年前三季度实现营业收入 26.79 亿元，同比增长 12.98%，实现营业利润 1.52 亿元，同比减少 3.23%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.13 亿元，同比增长 1.29%。毛利率同比下降 1.5 个百分点，期间费用率同比持平，公司扩张路线导致财务费用同比增长 136%，资产负债率从 51% 大幅升至 59%。 第三季度单季营业收入同比增长 14.74%。 新大新收购尚未完成，尚未并表。
传媒		
东方明珠 600832	2009.10.23 三季报业绩超预期	前三季度实现收入 13.8 亿元，同比减少 4.1%；净利润 3.6 亿元，同比增长 6.8%。 正面因素：财务费用同比下降 27%，公司采用短融资，财务费用支出 0.56 亿元；出售法人股权（广电网络和浦发银行）投资收益与去年持平，好与市场大幅下滑预期；四季度是公司业务旺季，加上川沙商品房收入确认，预期收入利润正增长； 负面因素：主营收入总体略有下滑。
奥飞动漫 002292	2009.10.22 三季报符合预期	公司前三季度营业收入 4.77 亿元，同比增长 40.13%，实现净利润 0.74 亿元，同比增长 72.23%；三费支出 0.86 亿元，同比下降 3%。毛利率 37.43%，同比下降 3 个百分点左右，系原材料价格上升和动漫新作衍生品推广期的营销策略所致

资料来源 国海证券研究所

表 4 未公布三季报公司三季度业绩预计

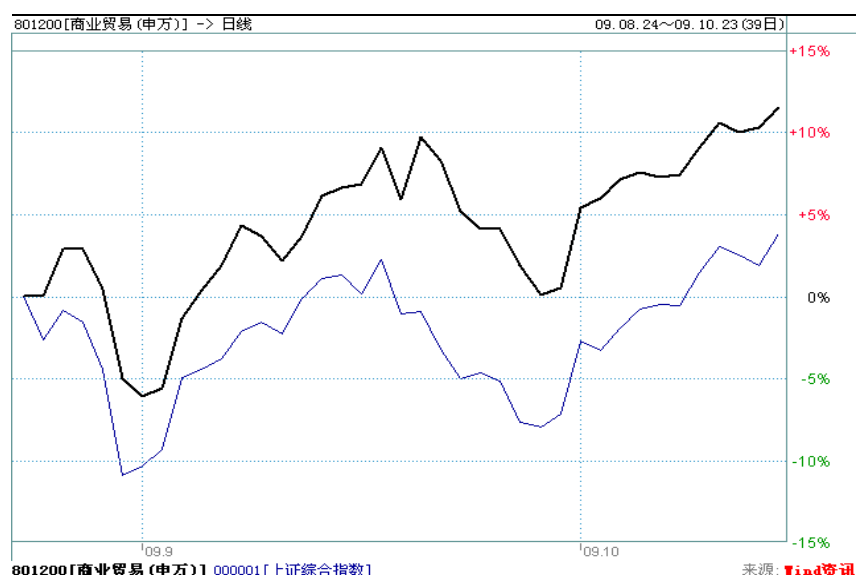
业绩范围	上市公司	原因
100%以上	百联股份 豫园商城	股权出售收益 4800 万元 招金矿业、德邦证券受益
50-100%	大厦股份	汽车销售有望继续超预期
10-50%	苏宁电器	业绩预增公告
10%以下	广州友谊 新世界 王府井 银座股份 武汉中百 步步高	中秋节和两天国庆缺失对三季度业绩影响大 中秋节和两天国庆缺失对三季度业绩影响大 上半年新开 2 家门店和下半年新开 2 家门店导致 资本支出和开店费用较大，拖累短期业绩 新开门店尚未度过培育期 内生增长速度慢 内生增长速度慢

资料来源 国海证券研究所

维持行业整体“强于大市”评级

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，商业行业的稳健防御性投资价值重新回到投资者的视野，并理应因为行业盈利能力的提速，继续接力第四季度的投资标的。业绩弹性最大、估值处于低端的百货类股票最有投资机会。

图 4 近两个月商业类股票相对于 A 股市场走势



资料来源 Wind

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：大厦股份、新华百货、欧亚百货、鄂

武商、广州友谊、广州百货、苏宁电器、银座股份。

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——重申“世博、激励、重组”等主题性因素为上海本地商业股、激励机制良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、鄂武商带来的投资机会。

截至 2009 年 10 月 23 日，零售行业对应 2008 年的静态市盈率 42.05 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 36.57 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 5 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	14.52	9,177	10,896	12,777	354.8	356.5	513.2	0.32	0.47	0.59	45.38	30.89	24.61	4.19	4.67	5.05	买入
大厦	12.06	4,215	5,555	6,314	154	212	253	0.433	0.599	0.718	27.8	20.13	16.80	2.3	2.899	3.617	买入
豫园	20.43	7,856	9,819	12,176	367	517	733	0.45	0.64	0.91	45.40	31.92	22.45	4.36	4.86	5.53	增持

资料来源 Wind

表 6 全球商业行业重点公司估值

	NAME	PX_LAST	CUR_MKT_CAP	best eps			BEST_PE_RATIO		
				2008	2009	2010	2008	2009	2010
				-0FY	1fy	2fy	-0FY	1fy	2fy
600631 CH EQUITY	百联股份	14.52	15986910000	0.35	0.38	0.46	41.02	38.41	31.77

600859 CH EQUITY	王府井	31.83	12508330000	0.92	1.03	1.22	34.52	30.99	26.09
600694 CH EQUITY	大商股份	37.43	10993890000	0.78	0.68	0.94	47.99	55.37	39.90
	A 股算数平均			0.69	0.69	0.87	41.18	41.59	32.59
SHLD US EQUITY	SEARS HOLDINGS CORP	72.78	8647066000	1.31	1.37	1.41	55.43	53.28	51.51
M US EQUITY	Macy's INC	18.87	7935274000	1.23	1.03	1.39	15.38	18.34	13.60
JCP US EQUITY	JC PENNEY Co Inc	36.03	8498319000	2.52	1.03	1.52	14.30	35.15	23.74
KSS US EQUITY	Kohl's CORP	59.19	18087410000	2.81	2.96	3.37	21.05	20.02	17.57
SKS US EQUITY	Saks	6.41	982500900	-0.52	-0.60	-0.38	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A
TJX US EQUITY	The TJX Compaies	39.78	16860910000	1.96	2.57	2.87	20.29	15.48	13.87
DDS US EQUITY	Dillard's	14.92	1101625000	-0.93	-0.31	0.22	#N/A N/A	#N/A N/A	69.40
	海外算数平均			1.20	1.15	1.48	25.29	28.45	31.61
3368 HK EQUITY	PARKSON	12.58	35300910000	0.31	0.35	0.43	35.76	31.85	25.90
600628 CH EQUITY	新世界	13.19	7014433000	0.35	0.37	0.48	38.12	35.75	27.59
600327 CH EQUITY	大厦股份	12.06	3932403000	0.37	0.48	0.59	32.86	25.28	20.34
000987 CH EQUITY	广州友谊	21.31	7649397000	0.67	0.77	0.89	31.62	27.60	23.92
002187 CH EQUITY	广百股份	28.67	4587200000	0.86	1.02	1.24	33.49	28.25	23.07
000417 CH EQUITY	合肥百货	11.32	5430462000	0.34	0.37	0.47	33.59	30.59	24.24
600785 CH EQUITY	新华百货	26.01	4496073000	0.58	0.91	1.07	44.92	28.52	24.42
600858 CH EQUITY	银座股份	20.32	4776899000	0.65	0.70	0.88	31.36	29.07	23.04
600697 CH EQUITY	欧亚集团	20.57	3272442000	0.67	0.76	0.98	30.61	26.92	20.97
000501 CH EQUITY	鄂武商 A	13.11	6650029000	0.34	0.45	0.55	39.02	29.00	24.01
600828 CH EQUITY	成商集团	25.16	5111204000	0.43	0.60	0.74	58.51	42.29	34.18
600729 CH EQUITY	重庆百货	30.85	6293400000	0.78	0.97	1.13	39.40	31.94	27.37
002277 CH EQUITY	家润多	32.09	6225460000	N/A	0.81	0.97	#N/A N/A	39.86	33.12
600280 CH EQUITY	南京中商	20.64	2962705000	0.23	0.39	0.65	89.74	53.20	31.95
	A 股算数平均			0.52	0.66	0.82	41.94	32.94	26.02
3308 HK EQUITY	金鹰商贸	14.4	27628930000	0.30	0.34	0.45	42.01	37.76	28.07
848 HK EQUITY	茂业国际	2.28	11718870000	0.11	0.11	0.14	18.77	18.77	14.77
1833 HK EQUITY	银泰百货	5.41	9468582000	0.24	0.19	0.23	19.78	25.09	21.09
825 HK EQUITY	新世界百货	7.09	11954770000	0.30	0.34	0.42	23.40	20.67	17.08
1212 HK EQUITY	利福国际	13.1	21921020000	0.59	0.56	0.63	22.24	23.52	20.76
	H 股算数平均			0.31	0.31	0.37	25.24	25.16	20.36
000759 CH EQUITY	武汉中百	10.27	5756390000	0.31	0.37	0.46	33.13	27.46	22.47
002251 CH EQUITY	步步高	26.12	7061803000	1.30	0.72	0.89	20.17	36.13	29.28
002264 CH EQUITY	新华都	28.9	3088832000	0.60	0.73	0.96	48.57	39.70	30.17
600361 CH EQUITY	华联综超	8.41	4077234000	0.32	0.28	0.35	26.53	29.82	23.76
	A 股算数平均			0.63	0.53	0.67	32.10	33.28	26.42
WMT US EQUITY	WAL-MART STORS INC	50.44	194538300000	3.38	3.57	3.90	14.91	14.12	12.94
CA FP EQUITY	CARREFOUR SA	30.155	21256340000	2.61	1.89	2.27	11.57	15.96	13.27
MEO GR EQUITY	Metro Group	39.26	12815590000	2.84	2.38	2.74	13.82	16.52	14.31
TSCO LN EQUITY	TESCO PLC	389.7	30936080000	0.27	0.30	0.33	14.33	13.12	11.95

TGT US EQUITY	TARGET CORP	49.03	36863660000	2.88	3.07	3.46	17.01	15.98	14.19
	海外算数平均			2.40	2.24	2.54	14.33	15.14	13.33
980 HK EQUITY	联华超市	16.5	10263000000	0.57	0.71	0.84	25.46	20.56	17.25
8277 HK EQUITY	物美商业	13.54	16523510000	0.34	0.38	0.45	35.09	31.07	26.34
814 HK EQUITY	京客隆	5.93	2444465000	0.36	0.39	0.45	14.39	13.40	11.66
1832 HK EQUITY	时代零售	5.29	4623407000	0.18	0.16	0.21	26.63	28.60	22.52
	H 股算数平均			0.36	0.41	0.49	25.39	23.41	19.44
600655 CH EQUITY	豫园商城	20.43	16313600000	0.56	0.63	0.81	36.35	32.43	25.16
600612 CH EQUITY	老凤祥	25.38	4921092000	0.39	0.44	0.67	65.08	58.34	38.17
116 HK EQUITY	周生生	7.85	4725072000	0.87	#N/A N/A	#N/A N/A	9.02	#N/A N/A	#N/A
417 HK EQUITY	谢瑞麟	2.16	454326300	#N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A
2331 HK EQUITY	李宁	22.6	23623460000	0.67	0.86	1.06	29.94	23.05	18.87
1880 HK EQUITY	百丽国际	8.45	71269270000	0.24	0.29	0.34	30.89	26.12	21.71
	H 股算数平均			0.59	0.57	0.70	23.29	24.59	20.29
002024 CH EQUITY	苏宁电器	16.46	73847950000	0.79	0.60	0.72	20.94	27.66	22.77
600122 CH EQUITY	宏图高科	14.8	6574160000	0.50	0.49	0.68	29.60	30.52	21.83
000829 CH EQUITY	天音控股	6.74	6382114000	0.15	0.19	0.25	44.93	34.92	26.64
	A 股算数平均			0.48	0.42	0.55	31.82	31.03	23.75
BBY US EQUITY	BEST BUY	39.17	16315830000	2.65	2.93	3.18	14.77	13.38	12.33
493 HK EQUITY	国美电器	2.44	36735010000	0.17	0.10	0.12	12.57	21.94	18.38

资料来源 Bloomberg (2009-10-23)

重点跟踪上市公司推荐

表 7 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 30.9/24.6 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 32/22.5 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，2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.718、0.859 元，对应 PE 分别为 20/17 倍。行业 08 年 PS 均值 1.36 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 倍，公司估值优势明显，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。