



2009 年 12 月 4 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

通胀预期：零售板块新的投资契机

投资提示：

消费升级和通胀预期将是主导明年零售乃至消费板块的投资主题，此前我们的投资建议更多是基于消费升级，而 11 月 CPI 将首次转正，同时我们预期明年 2 季度可能会出现食品价格指数超过 5% 的情况，因此通胀预期能够为零售板块带来新的投资契机。通胀对零售板块基本面和投资信心的拉动体现在：

- 消费意愿增强、零售均价提升、同店销售增长提速（普遍受益、超市更为敏感），利润率稳中有升。
- 资产价格普遍上升、租金上涨预期增强，商业物业价值显著提升（百货类公司自有物业比例更大）。

主要依据：

- **通胀与零售板块收入的关系：**CPI 高涨时消费者购物热情也会随之提升，各类零售商普遍受益；超市公司业绩表现与食品价格指数有明显的正相关性，超市同店增速在食品价格指数上升至 5% 时有望达到双位数水平，物价下降时超市同店销售增速下滑较多。
- **通胀与零售板块利润率的关系：**
 - 1) 历史数据显示，当中游产品价格上涨时，零售企业毛利率并未出现被压缩的现象，加之商品结构的调整，毛利率反而稳中有升，这得益于其流通企业的特性和良好的定价能力。
 - 2) 租金与 CPI 有着明显的正向联动关系，租金上升或商业物业升值会增大零售企业新开店成本。拥有较多自有商业物业、大店经营且历史租约较长的公司能够较好规避这一成本压力，加之毛利率的提升，零售板块基本未在通胀期出现经营利润率下降的情况，**物业存量较多的百货类公司经营利润率还有较明显的提升。**
- **通胀与商业物业升值的关系：**上一轮 CPI 上升过程中，商业物业重估定价是零售板块的主要投资方向之一。历史数据显示，我国商业物业长期以来保持升值趋势，能够在 CPI 下降时稳中有升，在 CPI 上升时加速提升，是非常好的保值、升值型投资标的。
- **通胀与零售板块股价表现的关系：**高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市和商业物业持有型公司显著跑赢板块。通胀率提升对零售板块基本面和股价表现会有强有力的支持，很好的一个例证是：在 4Q07-3Q08 经济已经下滑的情况下，零售板块得以普遍走强。
- **投资要趁早：**历史数据显示，各类商品消费高峰的到来往往早于 CPI 的见顶，这体现出：在 CPI 上行初期和中期，消费者的支出意愿增强；但到了后期，过高的物价会对消费量形成抑制。

估值和投资建议：

- **超市板块或有集体行情：**A 股武汉中百、华联综超、步步高、新华都；港股联华、京客隆、物美。A 股市场上，超市股的 2010 年市盈率已在 30—40x，但受到宏观数据自上而下的拉动，仍有望出现板块行情，我们认为基本面最好的超市公司是武汉中百，华联综超在经历了前期业绩低迷期后，明年也有望获得一定的盈利能力提升。港股的联华和京客隆的市盈率仍然较低，有较大提升空间；联华是我国最大的超市公司、网络优势明显、可重点配置。
- **商业物业存量丰富、具备网络综合优势的百货类公司：**A 股的大商股份、百联股份、王府井、豫园商城、新世界，物业持有量丰富，均值得关注；港股公司普遍物业持有较少，银泰百货物业持有量相对较多。其中，大商和百联分别持有 150 万和 81 万平米的自有商业物业，几乎是所有其它主要百货业上市公司物业持有量的总合，目前市值仅对应了 6100 元/平米和 22000 元/平米的自有物业定价，且其零售网络的综合价值也很更为突出。港股中，银泰的商业物业持有面积领先，且明年有望实现新门店的业绩反转，2010 年市盈率只有 24x 值得作为港股百货板块的首选。

目录

通胀与零售板块	3
通胀与零售板块收入表现：物价高涨时普遍受益，超市最敏感.....	3
通胀与零售板块利润率表现：稳中有升.....	4
通胀与零售板块股价表现：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市和物业富裕型公司跑赢板块.....	5
通胀周期与超市公司	7
超市公司与CPI、FPI.....	7
超市公司核心竞争力对比.....	8
物业升值与CPI，关注商业物业富裕型公司	10
通胀引发商业物业升值.....	10
关注商业物业富裕型公司.....	11

图表目录

图表 1：物价水平变化与百强零售企业销售收入的关系（百强零售数据 2007 年开始公布）.....	3
图表 2：物价水平变化与零售企业盈利的关系.....	4
图表 3：经济增速、物价水平变化与社会消费品零售总额的关系.....	5
图表 4：第四阶段：零售板块在物价高涨时显著跑赢指数、超市类公司在物价高涨时跑赢板块（各图均为相对于大市的走势）.....	6
图表 5：具备物业价值的公司在通胀上升阶段显著跑赢大盘.....	6
图表 6：社会消费品零售总额中食品销售同比增速变化与CPI的关系.....	7
图表 7：食品价格及主要超市零售商内生增长变化趋势.....	8
图表 8：主要超市公司比较.....	9
图表 9：消费者问卷调查排名：超市类公司.....	9
图表 10：租金与CPI的关系.....	10
图表 11：商业物业价格与CPI的关系.....	10
图表 12：主要百货及相关公司持有物业情况.....	11
图表 13：大商商业物业存量和网络构成.....	12
图表 14：大商NAV测算.....	12
图表 15：百联商业物业存量和网络构成.....	13
图表 16：百联NAV测算.....	13
图表 17：银泰商业物业存量和网络构成.....	14
图表 18：消费者问卷调查排名：百货类公司.....	14
图表 19：零售公司 2010 年PE和股价/每股经营现金流情况.....	15
图表 20：零售公司估值表.....	16

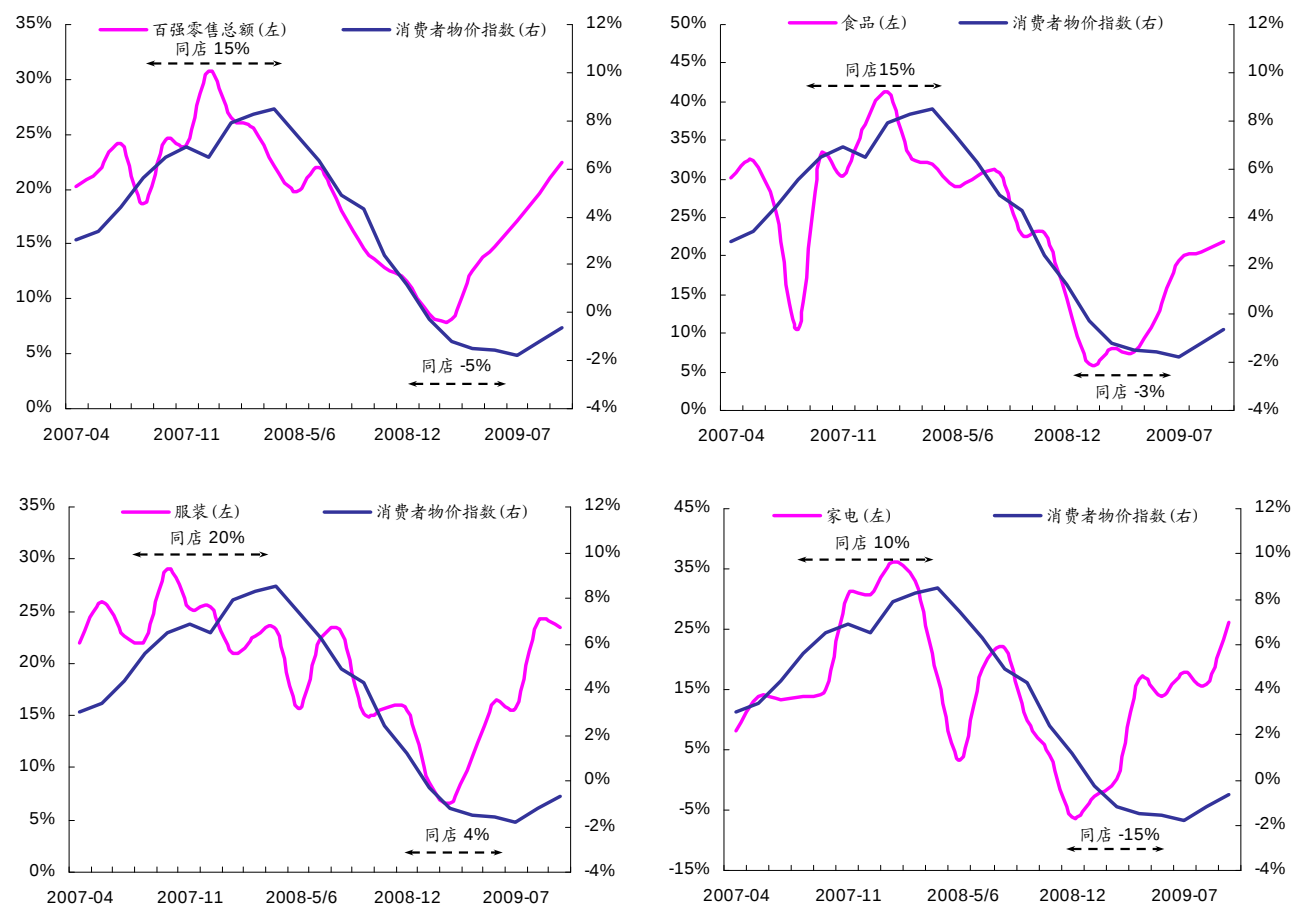
通胀与零售板块

通胀与零售板块收入表现：物价高涨时普遍受益，超市最敏感

总体来看，当物价上升时各零售业态的销售增速均会随之提高，百货和家电业的同店销售增速还分别受到消费升级因素和经济起落的影响，超市经营生活必需品，同店增速主要受到物价的变动影响。图1显示：

- 在上一轮物价高峰的2007年中至2008年中，100强零售商中超市、百货、家电零售商的最高单月销售额增速分别为40%、30%和35%、最高单季度同店增长分别为：15%、20%和10%。超市和家电最高销售增速快于百货的主要原因是开店速度较快。
- 在此轮物价低谷的2009上半年，100强零售商中超市、百货、家电零售商的最低单月销售额增速分别为6%、7%和-5%，最低单季度同店增长分别为-3%、4%、-15%。
- 还可以看到：各类商品消费高峰的到来往往早于CPI的见顶，这体现出：在CPI上行初期和中期，消费者的支出意愿增长；但到了后期，过高的物价对消费量形成了抑制。

图表 1：物价水平变化与百强零售企业销售收入的关系（百强零售数据2007年开始公布）



资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部

通胀与零售板块利润率表现：稳中有升

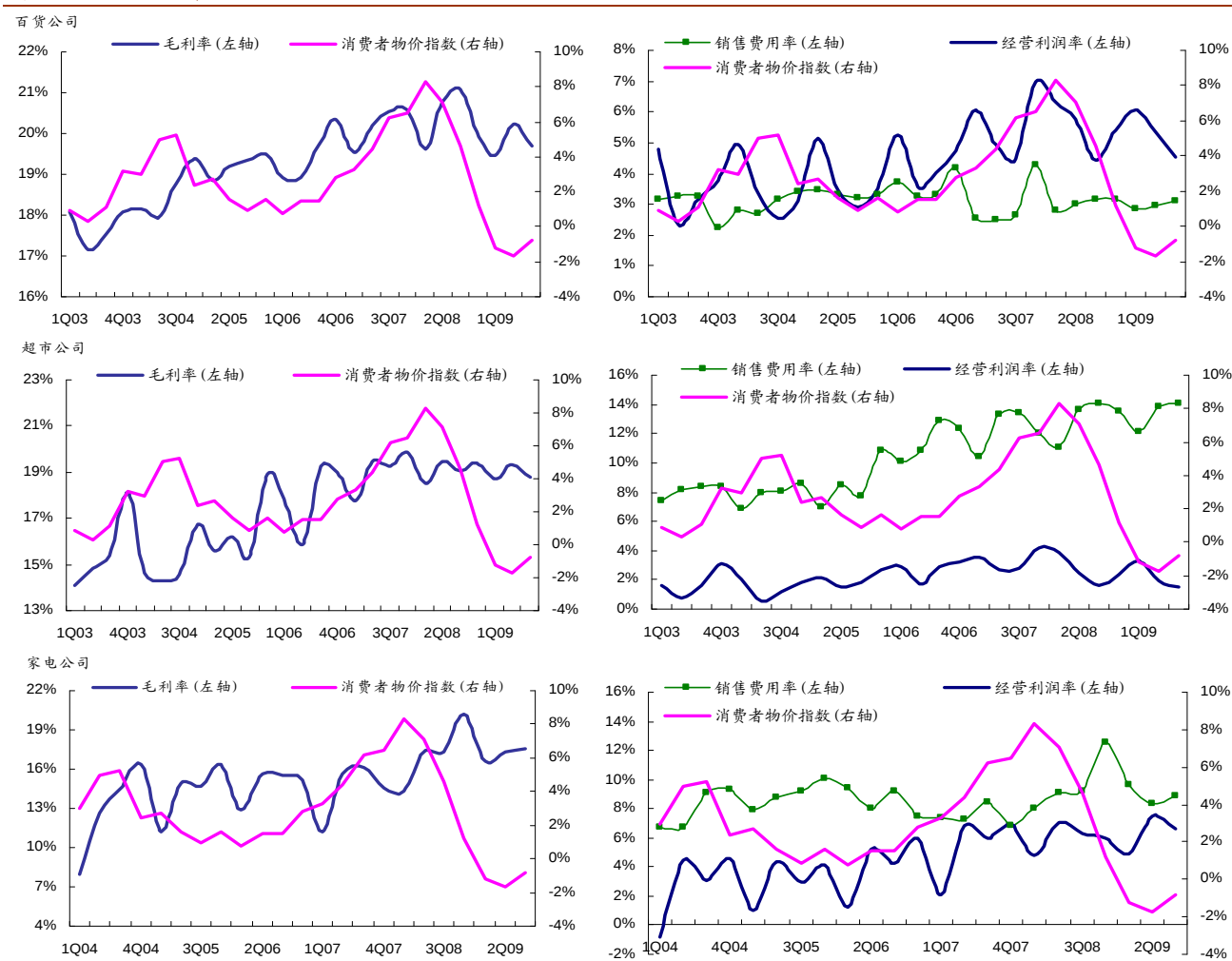
在图表 2 中我们统计了主要百货（10）、超市（4）和家电零售商（1），毛利率、销售费用率、营业利润率变化和 CPI 的关系（部分公司由于上市时间较短未纳入统计）。其中：

- 百货包括：王府井、合肥百货、重庆百货、广州友谊、欧亚集团、鄂武商 A、新华百货、东百集团、新世界、大厦股份；
- 超市包括：武汉中百、华联综超、步步高和新华都；
- 家电：苏宁

分析结论是：

- 百货、超市和家电业态的毛利率在 CPI 明显上升阶段有不同幅度的改善。这表明，得益于其流通企业的定位和良好的定价能力，零售企业不仅能够将采购成本提升转嫁于消费者，而且可以通过商品结构调整和规模效益提升促使毛利率稳中有升。
- 通胀带动租金费用的上升，百货业态营业费用率上升不明显，超市、家电业态的毛利率提升可弥补营业费用率的提升：租金是零售企业最主要的运营成本之一，与 CPI 有着明显的正向联动关系，租金或商业物业升值会增大零售企业新开店成本，拥有较多自有商业物业、老店经营且历史租约较长的企业能够较好规避这一成本压力，加之毛利率的提升，在通胀时期零售公司基本没有发生过经营利润率下降的情况，物业存量较多的百货类公司经营利润率还有所提升。
- 这里还需要说明一下，在通胀时期零售企业毛利率稳中有升的另一个原因是：同期的经济也较为繁荣，但总体来看明年的通胀也会伴随着经济的恢复，至少这可以说明通胀时期，零售商没有利润率压缩之忧。

图表 2：物价水平变化与零售企业盈利的关系



资料来源：万得，公司数据，中金公司研究部

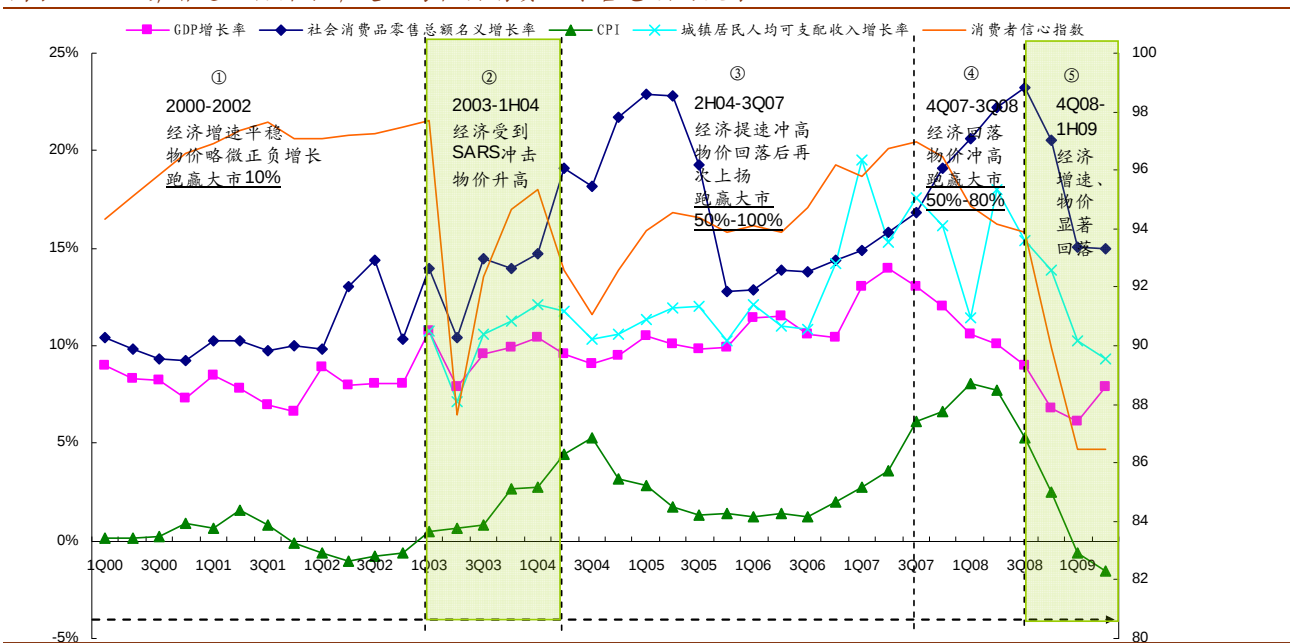
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

通胀与零售板块股价表现：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市和物业富裕型公司跑赢板块

经济整体变动趋势和物价价格因素是零售板块最为主要的驱动因素。

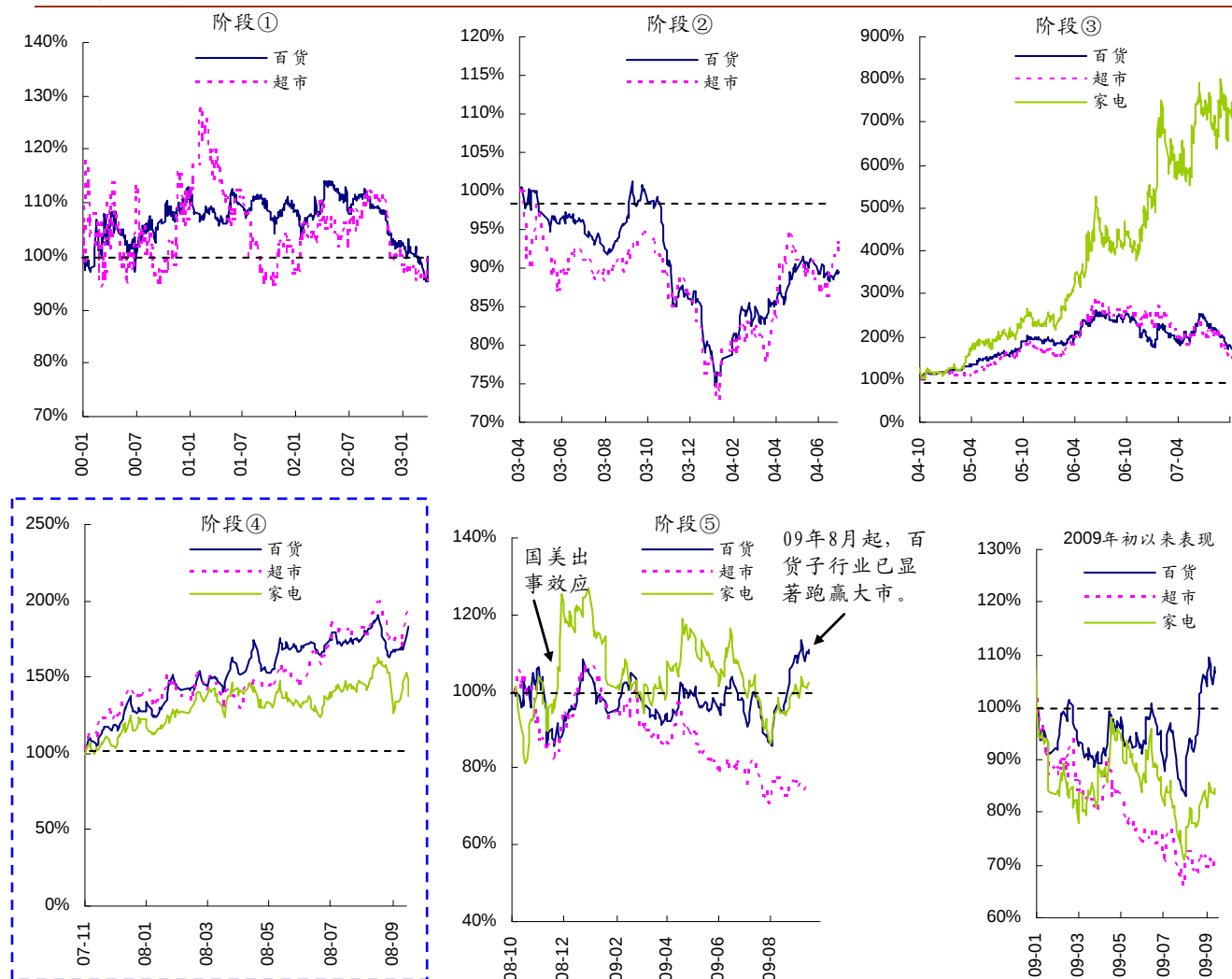
- 消费和零售的增长是经济变化的结果，经济启稳和上行时均可超配。历史数据显示，在经济平稳（经济上行初期）时，零售板块可跑赢大市 10%；在经济上行的中期和后期，可跑赢大市 50%-100%（领军公司可跑赢更多）；在经济增速急速下滑时，会跑输大市，应低配。
- 物价提升也可增进消费者的购物欲望、帮助零售企业提升销售收入和同店增长。
- 超市类公司在物价急剧上涨（例如图标 3-4 分析的第 4 阶段）时跑赢大盘和板块，尤其是在 2008 年 6 月后表现的更为突出。而事实上，物价上涨对其它板块也有推动作用，在 4Q07-3Q08 经济已经下滑的情况下，零售板块普遍走强。
- 图 5 显示，在通胀阶段，物业富裕型公司的股价表现明显跑赢大市。

图表 3：经济增速、物价水平变化与社会消费品零售总额的关系



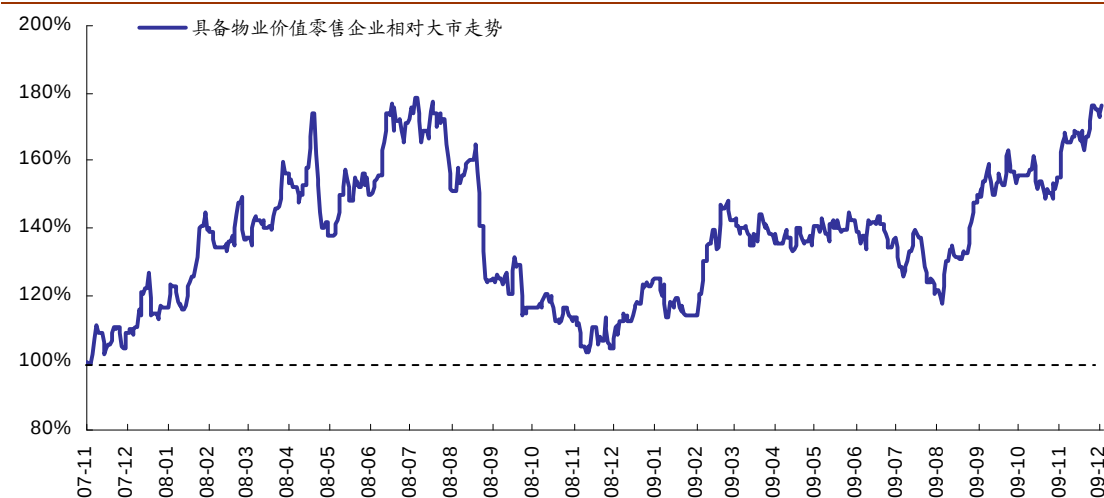
资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部（绿色为跑输大市场的时期）

图表 4：第四阶段：零售板块在物价高涨时显著跑赢指数、超市类公司在物价高涨时跑赢板块（各图均为相对于大市的走势）



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：具备物业价值的公司在通胀上升阶段显著跑赢大盘



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部 主要参考公司：大商股份、百联股份、豫园商城、上海新世界

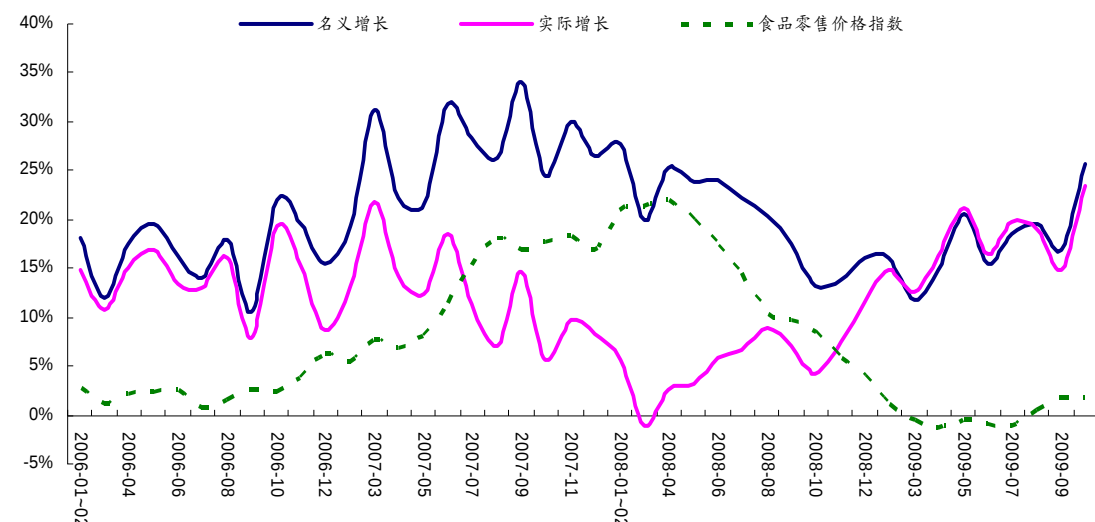
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

通胀周期与超市公司

超市公司与 CPI、FPI

历史数据显示，我国居民在食品价格上涨幅度超过 10% 时，会缩减食品消费量；但在食品价格持平或下跌时，不太会明显增加食品消费量，而今年 2 季度以来的食品销量增长主要来源于去年高物价指数下形成的低基数。

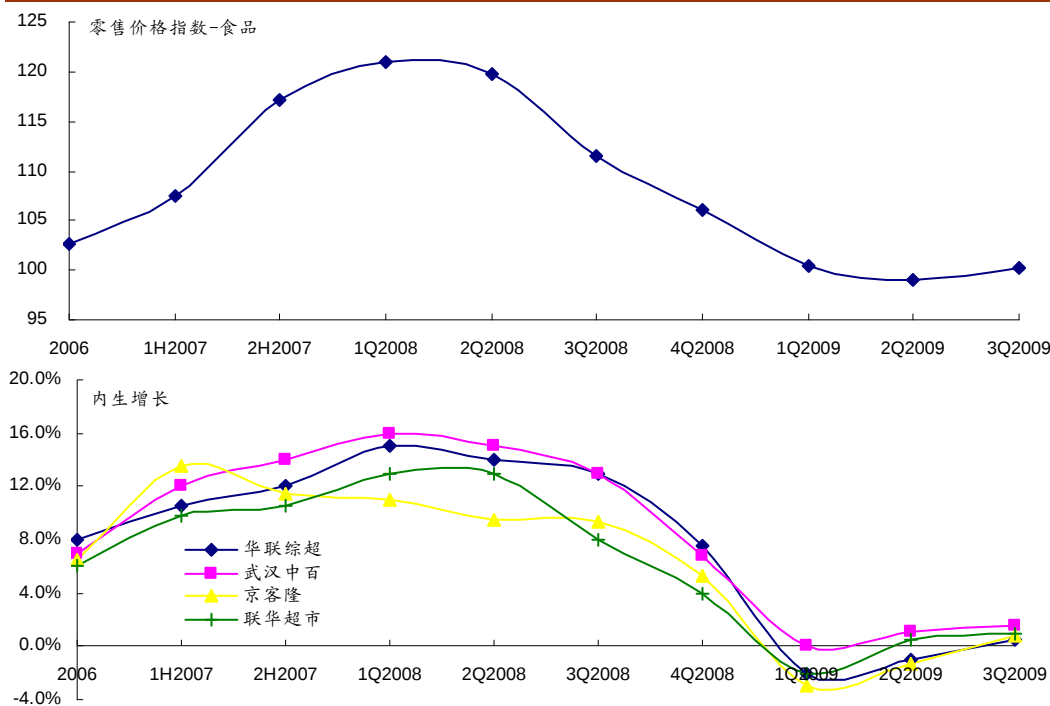
图表 6：社会消费品零售总额中食品销售同比增速变化与 CPI 的关系



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

超市类公司的内生增长和食品价格变化有着高度的敏感性。下图显示：当食品价格上涨幅度高于 5% 时（预计在明年 2 季度会再次发生），超市类公司有望获得 10% 左右的同店增长，这便能够与目前百货和超市已达到的双位数水平相当，有效提升其在零售板块的优选位次；当食品价格 0 变动或下降时，部分超市公司也会出现负的或低单位数的同店增长。建议投资者可重点关注经营管理水平和扩张效率较高的公司，这是保证其在今后一段时间内获得较好业绩增长的决定性因素。

图表 7：食品价格及主要超市零售商内生增长变化趋势



资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

超市公司核心竞争力对比

跨区域发展公司中，联华的核心竞争力最强，区域型公司中武汉中百的优势更为突出：

- 联华超市和华联综超分别是港股和 A 股市场中唯一跨区域发展的超市零售商，进入城市也是最多的两个，这意味着其已拥有较好的跨区域发展经验和网络布局的领先优势。相比之下，联华规模更大、且在长三角优势突出，华联综超过去两年处于门店扩张期，网络布局仍待完善。
- 武汉中百是区域型公司中销售收入最大、店铺（特别是大卖场）最多的公司，毛利率和净利润率（2%）均有一定提升空间。
- 在我们的消费者问卷调查中，联华在上海和浙江、武汉中百在湖北、华联综超在中西部地区均获得了好的排名。
- 其它区域型公司中，除了香港上市的京客隆净利润率（2.2%）较低外，其它均在 3% 左右的水平，体现出了小区域经营带来的效率提升，但随着经营区域的扩大，很可能会有所下降。

图表 8：主要超市公司比较

代码	公司	经营区域	进入城市	大卖场	超市	便利店	百货店	合计
000759.SZ	武汉中百	湖北, 重庆	10	42	83	479	4	608
600361.SH	华联综超	跨区域	33	65	0	0	1	66
002251.SZ	步步高	湖南, 江西	12	10	87	0	2	99
002264.SZ	新华都	福建	8	16	28	0	4	48
980.HK	联华	跨区域, 东部为主	65	127	546	934	0	1607
	华联 (已被联华收购)	上海						213
814.HK	京客隆	北京, 廊坊	2	7	47	54	1	109
8277.HK	物美	北京, 天津, 杭州	3	28	68	194	0	290
291.HK	华润超市业务 (含苏果)	东部地区为主	-	115	910	442		1467
	家乐福	跨区域	-	134				134
	沃尔玛	跨区域	-	123				123
代码	公司	2008 收入 (百万元)	2008 净利润 (百万元)	毛利率	营业费用率	管理费用率	营业利润率	净利润率
000759.SZ	武汉中百	8,649	172	18.2%	10.6%	3.9%	2.4%	2.0%
600361.SH	华联综超	8,618	117	19.5%	14.9%	1.9%	1.8%	1.2%
002251.SZ	步步高	5,201	163	19.7%	13.9%	1.6%	4.0%	3.1%
002264.SZ	新华都	2,279	64	19.0%	12.1%	2.6%	3.5%	2.8%
980.HK	联华	20,702	388	20.8%	19.7%	2.0%	1.7%	1.9%
814.HK	京客隆	6,694	157	18.2%	10.2%	2.9%	5.5%	2.2%
8277.HK	物美	9,750	356	18.1%	10.3%	2.8%	7.6%	3.3%
291.HK	华润超市业务 (含苏果)	25,271	174					0.7%
	家乐福	33,819						
	沃尔玛	27,822						

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 9：消费者问卷调查排名：超市类公司

省份	第一名	第二名	第三名
一级城市			
北京	家乐福	沃尔玛	京客隆
上海	家乐福	联华	易初莲花
广州	沃尔玛	家乐福	华润
东部沿海			
江苏	大润发	家乐福	北京华联
山东	大润发	沃尔玛	-
福建	永辉	沃尔玛	家乐福
浙江	联华	好又多	欧尚
天津	家乐福	华润	沃尔玛
河北	大润发	保百	-
东北地区			
黑龙江	家乐福	沃尔玛	-
吉林	欧亚超市	北京华联	大润发
辽宁	沃尔玛	家乐福	乐购
中部地区			
江西	沃尔玛	洪客隆	家乐福
河南	家乐福	北京华联	沃尔玛
湖南	沃尔玛	麦德龙	-
湖北	沃尔玛	武汉中百	家乐福
内蒙古	北京华联	维多利	美特好
安徽	家乐福	北京华联	沃尔玛
山西	北京华联	美特好	沃尔玛
西部地区			
青海	北京华联	大百	-
宁夏	北京华联	新百	-
陕西	华润	好又多	人人乐
四川	家乐福	沃尔玛	-
云南	家乐福	沃尔玛	-
重庆	新世纪	永辉	家乐福
甘肃	北京华联	华润	大润发
广西	北京华联	南城	沃尔玛
贵州	沃尔玛	北京华联	-
海南	大润发	家乐福	-

资料来源：中金公司研究部 2009 年 10 月

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。

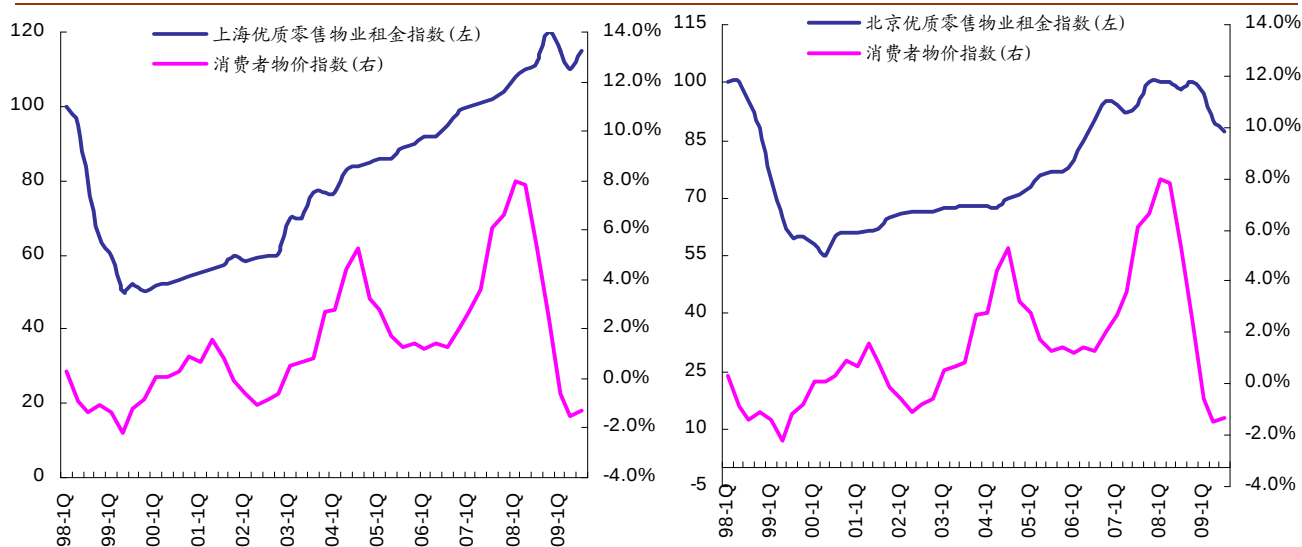
物业升值与 CPI，关注商业物业富裕型公司

通胀引发商业物业升值

拥有商业物业的公司，在通胀情况下可保持折旧费用的平稳，而不受到市场租金上调的影响，更重要的是随着各类资产价值的提升，其拥有的商业物业也在明显升值。

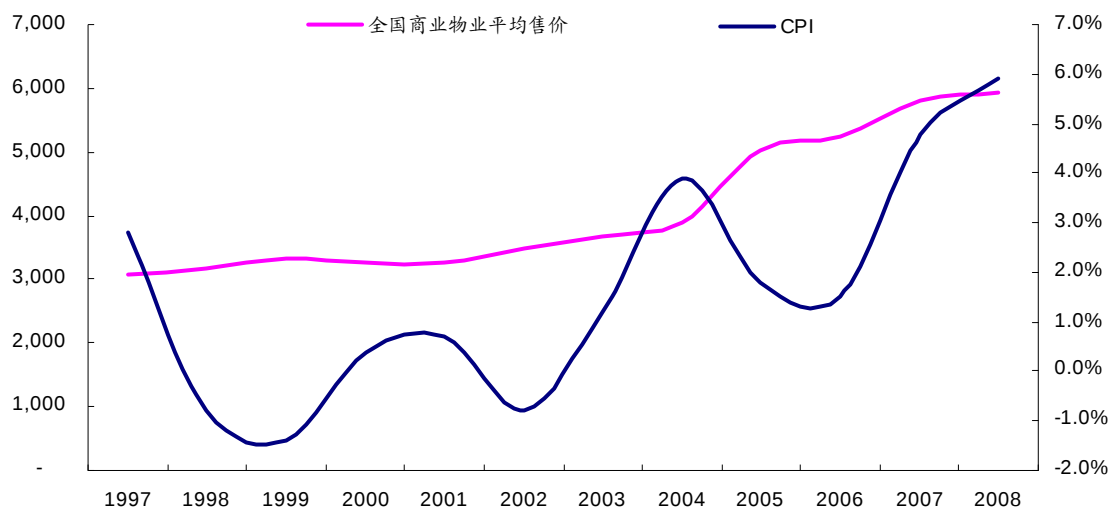
- 零售物业的租金水平与 CPI 有着明显的联动关系（图表 10），租金水平的上升能够直接推动零售物业市场价格的提升。
- 我国商业物业长期以来处于升值阶段，能够在 CPI 下降时保持平稳提升，在 CPI 上升时加速提升，是非常好的保值、升值型投资标的（图表 11）。

图表 10：租金与 CPI 的关系



资料来源：世邦魏理仕，搜房网，中金公司研究部

图表 11：商业物业价格与 CPI 的关系



资料来源：世邦魏理仕，搜房网，中金公司研究部

关注商业物业富裕型公司

我们认为，在通胀预期下，商业物业价值对零售企业的定价支持会更为显著，商业物业丰富、网络价值突出的公司值得重点关注，其典型代表是 A 股的大商股份、百联股份和港股的银泰百货。

图表 12：主要百货及相关公司持有物业情况

公司	门店数量	进入省份	自有物业面积	租赁面积	总面积
大商股份	69	5	150	116	266
百联股份	22	2	81	28	109
王府井	20	11	26	56	82
上海新世界	1 (新世界城, 含丽笙大酒店)	1	21	-	21
豫园商城	豫园	1	13 (房地产 3)	-	16
银泰百货	19 (另有管理门店 1 家)	3	21	51	72
百盛集团	32 (另有管理门店 12 家)	20	8	72	80
香港新世界	22 (另有管理门店 11 家)	14	9	51	60
金鹰商贸	15	4	12	35	47
巴黎春天	9 (另有管理门店 8 家)	6	5	14	19

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

➤ 大商股份（图表 13-14）

大商股份拥有我国最大的百货零售网络，门店已遍及东北，且已成为河南第一大百货零售商。目前拥有 69 家百货店、32 家大型综合超市和 37 家家电店，仅百货门店的营业面积就可达到 266 万平米（其中 150 万平米为自有商业物业）。

如果商业物业假设为 10000 元/平米，则每股合理估值 60 元，可见其历史股价曾经达到过的较高价位是具备基本面支持的。目前市值仅对应 6100 元/平米的商业物业价格，显著低于其实际市场价值和升值潜力。

大商管理层激励仍在等待批复，我们认为最终的落实是必然趋势。更重要的是，其领先的资产存量和升值潜力也为该股股价提供了有力的基本面支持。

➤ 百联股份（图表 15-16）及其它上海本地股

百联股份是上海最大的百货零售商，在上海和沈阳拥有 70 万和 10 万平米的自有商业物业，在上海市场的网络商圈优势最为突出。按 2.5 万元/平米测算，其每股 NAV 可达到 20 元，较目前股价高出 12%。

在世博、上海区域经济发展的大背景下，百联、豫园商城、新世界等上海本地股 2010 年业绩增长将加速，因此值得重视和给予估值溢价。

➤ 银泰百货（图表 17）

拥有 21 万平米的自有商业物业，在香港零售板块处于领先水平。2008 年，公司门店由 7 家增加到 15 家，新门店亏损导致 2008-2009 年业绩增长不快，明年在消费市场复苏的拉动下，公司有望实现新门店的业绩反转。

此外，2009 年公司出售了北京 Lotte 和杭州湖滨项目所持权益、以及回收武林二期土地退款，资产质量得到有效提升，同时也减少了 Lotte 和湖滨项目的亏损影响，因此整体而言 2010 年业绩快速增长可期。目前，公司 2010 年市盈率只有 24x 值得作为港股百货板块的首选。

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 13：大商商业物业存量和网络构成

序号	名称	开业时间	面积(平方米)	权属	序号	名称	开业时间	面积(平方米)	权属
1	抚顺百货大楼	1998	28,468	自有	33	大连商场	2001	50,000	租赁
2	锦州百货大楼	1998	13,795	自有	34	新玛特开发区店	2002.07	68,000	租赁
3	营口新玛特	1998	15,600	自有	35	大商男店	2002.1	19,313	租赁
4	麦凯乐大连总店	2001	50,000	自有	36	大连二百大楼	2003	5,916	租赁
5	新玛特青泥店	2001.09	168,000	自有	37	阜新新玛特	2003.09	30,000	租赁
6	本溪商业大厦	2001.1	37,726	自有	38	锦州锦华商场	2003.12	12,752	租赁
7	牡丹江百货大楼	2001.11	37,000	自有	39	锦州家家广场	2003.12	5,000	租赁
8	大庆新玛特	2001.12	68,500	自有	40	沈阳大连商场	2003-2005	104,000	租赁
9	大庆百货大楼	2002.11	67,832	自有	41	麦凯乐西安路店	2004.12	21,147	租赁
10	抚顺商业城	2002.12	21,287	自有	42	抚顺清原商场有限公司	2005	6,112	租赁
11	抚顺商贸大厦	2002.12	22,413	自有	43	千盛百货沈阳店	2005	50,000	租赁
12	抚顺新玛特	2002.12	23,400	自有	44	新玛特旅顺世达店	2005	45,000	租赁
13	沈阳新玛特	2002.12	95,410	自有	45	山东济南人民商场儒商百货	2005	50,000	租赁
14	牡丹江新玛特	2002.12	65,832	自有	46	儒商百货临沂店	2005	9,000	租赁
15	秋林女店	2003	4,897	自有	47	儒商百货莱芜店	2005	10,000	租赁
16	盘锦辽河商业城	2004-2005	15,000	自有	48	麦凯乐开发区店	2005.01	25,000	租赁
17	佳木斯百货大楼	2004	36,800	自有	49	盘锦新玛特	2005.1	36,330	租赁
18	吉林百货大楼	2004.07	19,000	自有	50	新玛特金州店	2006	46,500	租赁
19	佳木斯华联大厦	2004.07	32,000	自有	51	郑州新玛特金博大店	2006	65,774	租赁
20	鸡西新玛特	2004.11	47,000	自有	52	阜新千盛百货	2006	15,300	租赁
21	千盛百货和平广场店	2005	30,000	自有	53	郑州建设路	2007	24,000	租赁
22	麦凯乐青岛店	2006	110,000	自有	54	桦南购物中心	2007	8,230	租赁
23	七台河新玛特	2006	42,000	自有	55	漯河千盛	2007	29,700	租赁
24	沈阳新玛特铁西店	2007	95,088	自有	56	佳木斯新玛特购物广场	2007	78,600	租赁
25	大庆让胡路商场	2007	15,200	自有	57	成都千盛生活广场	2008	60,907	租赁
26	大庆龙岗商场	2007	3,185	自有	58	漯河千盛	2008	32,000	租赁
27	大庆龙凤商场	2007	12,000	自有	59	自贡千盛百货	2008	25,750	租赁
28	大庆乙烯商场	2007	8,800	自有	60	自贡千盛生活广场	2008	7,670	租赁
29	伊春百货大楼	2007	24,080	自有	61	新玛特郑州总店	2008	40,431	租赁
30	铁岭新玛特	2007	53,028	自有	62	丹东新玛特	2008	33,021	租赁
31	齐齐哈尔新玛特	2008	79,254	自有	63	信阳千盛百货	2008	24,550	租赁
32	麦凯乐哈尔滨总店	2008	101,020	自有	64	朝阳新玛特	2008	41,300	租赁
					65	双鸭山新玛特	2008	17,683	租赁
*	大连瑞士五星级酒店		53,476	自有	66	开封千盛百货	2008	19,349	租赁
					67	许昌泓宝百货	2008	14,000	租赁
					68	郑州正弘国际名店	2009	8,000	租赁
					69	郑州紫荆山百货	2009	22,000	租赁
合计			1,497,091					1,162,335	

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

图表 14：大商 NAV 测算

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	10,000
(1)自有物业商场价值：	亿元	150
(2)银行存款-银行负债：	亿元	2
租赁经营商场2008年净利润	亿元	1
(3)租赁商场2008年净利润*25倍市盈率	亿元	25
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	177
股价	元	40
股本	亿股	3
目前市值	亿元	119
NAV高出市值	-	49%
NAV对应每股	元	60
目前股价对应每平米价值	元	6,110

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

图表 15: 百联商业物业存量和网络构成

编号	门店	面积 (万平米)	控股比例	物业	备注	开业时间
1	东方商厦(徐汇店)	3.2	100%	租赁	都市型	1993年1月
2	八佰伴	13.0	64%	自有	都市型	1995年12月
3	新华联	2.6	70%	自有	都市型	1996年12月
4	东方商厦杨浦店(华联杨浦)	3.2	100%	自有	都市型	2001年12月
5	东方商厦南京东路店	5.5	100%	自有	都市型	2005年1月
6	东方商厦(宁波店)	2.0	90%	自有	都市型	2006年1月收购
7	东方商厦嘉定店	1.0	100%	租赁	都市型	2008年1月
8	市百一店	2.5	100%	自有	老字号	1949年10月
9	时装商店	0.6	100%	租赁	老字号	1991年改造
10	妇女用品商店	0.1	100%	自有	老字号	2005年3月翻新
11	永安百货	3.4	100%	自有	老字号	2005年4月翻新
12	中联商厦	0.6	50%	自有	社区百货	1993年11月
13	上海一百松江店	0.3	100%	自有	社区百货	1994年12月
14	华联普陀	1.2	90%	租赁	社区百货	2000年12月
15	华联张杨	0.9	100%	自有	社区百货	2003年9月
16	青浦奥特莱斯名品折扣店	12.0	95%	自有	名品折扣店	2006年4月
17	浦东华联购物中心	2.0	100%	自有	购物中心	2002年1月
18	百联中环购物中心	24.0	51%	自有	购物中心	2006年12月
19	上海又一城	12.0	100%	自有	购物中心	2007年4月
20	一百商城	4.2	100%	自有	购物中心	2007年12月
21	南上海购物中心	4.5	100%	租赁	购物中心	2008年1月
22	沈阳购物中心	10.3	100%	自有	购物中心	2008年1月
合计		109.2				
其中自有物业面积		80.6				

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算

图表 16: 百联 NAV 测算

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	2.5	41.0	103
-百货门店		39.6	99
商业物业价值合计			201
商业物业房地产开发竣工物业	1.2	12.8	15
持有股票市值(海通证券等)			38
非上市公司投资			0
银行负债			-37
银行存款			5
NAV合计			223
每股NAV			20.3
目前市值	股价	17.8	196

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算

图表 17：银泰商业物业存量和网络构成

省份	门店数量/名称	开业时间	总楼面面积	营业面积	自有/租赁	权益占比
浙江、湖北、西安	15	-	503,036	352,626	3家自有，11租赁，1家管理	-
2009年开业						
浙江	杭州庆春	2009-04	94,000	51,292	租赁	100%
浙江	浙江舟山	2009-01	23,931	19,438	租赁	100%
浙江	义乌	2009-04	25,700	22,791	租赁	52%
浙江	金华银泰	2009-09	73,598	46,700	自有	100%
浙江	宁波	2009年末	33,305	-	租赁	100%
储备（预期2010年共新增4-5家店铺）						
浙江	富阳	2010	26,000	-	租赁	100%
浙江	杭州	2011年下半年	80,000	-	自有	50%
河南	郑州紫荆山	2011年下半年	80,000	-	自有	70%
湖北	汉口广场	2012	60,000	-	自有	90%
浙江	杭州	2012	120,000	-	待定	

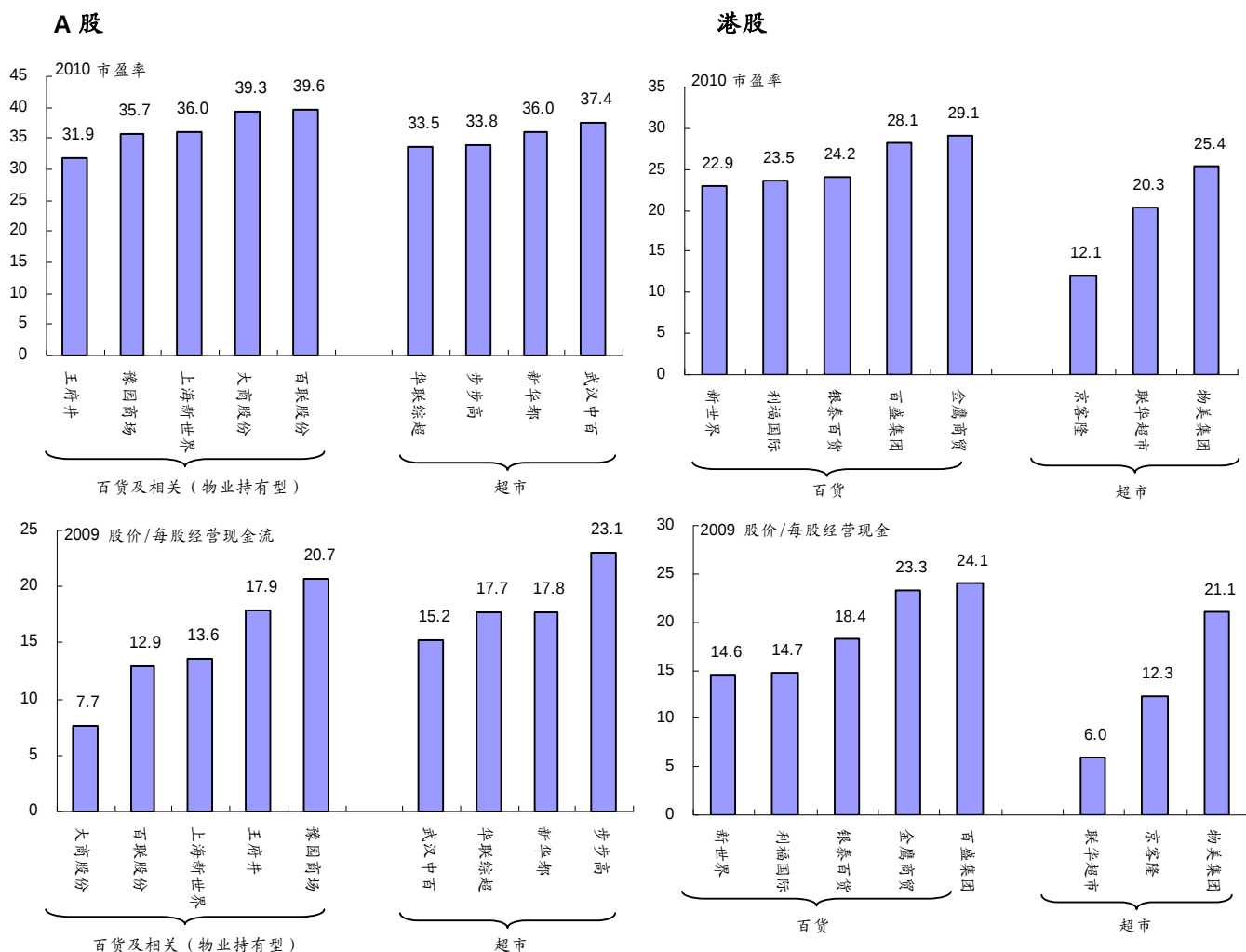
资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

图表 18：消费者问卷调查排名：百货类公司

省份	第一名	第二名	第三名
一级城市			
北京	中友	君太	新世界
上海	百盛	百联	太平洋
深圳	天虹	茂业	-
广州	广州友谊	广百	-
东部沿海			
江苏	金鹰	大洋	南京新百
山东	银座	新星	-
福建	东百	大洋百货	-
浙江	银泰	解百	-
天津	津汇	百盛	劝业场
河北	保百	时代商厦	-
东北地区			
黑龙江	大商	百盛	-
吉林	欧亚	远大	松雷
辽宁	大商	百盛	-
中部地区			
河南	大商	丹尼斯	正道
湖北	新世界	武汉广场	大洋
江西	天虹	南昌百货大楼	-
内蒙古	维多利亚	王府井	-
湖南	王府井	家润多	平和堂
安徽	合百百货	商之都	百盛
山西	贵都	铜锣湾	联洋
西部地区			
宁夏	新华百货	国芳百盛	-
青海	王府井	大百	-
陕西	百盛	民百	金花
四川	摩尔	德铭阳光	百盛
云南	昆百大	-	-
重庆	新世纪	重百	-
甘肃	国芳百盛	亚欧	-
广西	梦之岛	南城	百盛
贵州	百盛	-	-

资料来源：中金公司研究部 2009 年 10 月

图表 19: 零售公司 2010 年 PE 和股价/每股经营现金流情况



资料来源: 公司数据、Bloomberg, 中金公司研究部

图表 20：零售公司估值表

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 2009E	股价/经营现金流 2009E	PEG
					2008A	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E				
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.38	37,550	848	25.4%	950	12.1%	1148	20.7%	0.34	0.38	0.48	39.0	34.8	28.1	16.3%	8.4	24.1	2.39
	825.HK	新世界	7.78	13,118	463	93.5%	498	7.7%	573	15.0%	0.28	0.30	0.34	28.0	26.3	22.9	11.3%	3.0	14.6	2.48
	600694.CH	大商股份	40.41	11,869	232	-0.2%	0	-	302	-	0.79	0.00	1.03	51.3	-	39.3	14.2%	3.8	7.7	3.62
	600859.CH	王府井	37.77	14,843	344	29.2%	367	6.7%	465	26.7%	0.88	0.93	1.18	43.1	40.4	31.9	16.3%	6.3	17.9	2.65
高档定位	000987.CH	广州友谊	25.99	9,329	257	34.6%	293	14.1%	367	25.1%	0.70	0.82	1.02	37.1	31.8	25.4	19.4%	7.2	22.4	1.91
	600631.CH	百联股份	17.84	19,642	357	0.5%	386	8.2%	496	28.6%	0.32	0.35	0.45	55.1	51.0	39.6	18.0%	3.3	12.9	3.07
区域型	600628.CH	上海新世界	14.70	7,817	163	6.4%	175	7.4%	217	24.0%	0.31	0.33	0.41	48.0	44.7	36.0	15.4%	4.6	13.6	3.11
	000417.CH	合肥百货	14.50	6,956	120	20.1%	180	49.7%	221	22.8%	0.25	0.38	0.46	57.8	38.6	31.5	35.6%	7.2	10.1	1.63
	000417.CH	合肥百货(考虑增发)	14.50	6,956	120	46.0%	180	49.7%	263	46.1%	0.21	0.32	0.46	68.7	45.9	31.4	47.9%	7.2	10.1	1.44
	1212.HK	利福国际	14.06	23,529	958	1.4%	856	-10.6%	996	16.4%	0.57	0.51	0.60	24.5	27.4	23.5	2.0%	4.2	14.7	12.2
	1833.HK	银泰百货	6.79	11,884	272	-8.7%	314	15.4%	423	34.7%	0.18	0.20	0.28	38.4	33.3	24.2	24.7%	2.9	18.4	1.56
	3308.HK	金鹰商贸	14.00	27,025	480	35.0%	622	29.6%	800	28.6%	0.28	0.37	0.48	49.5	38.2	29.1	29.1%	9.5	23.3	1.70
	600858.CH	银座股份	26.41	6,209	137	16.7%	200	46.5%	256	28.0%	0.58	0.63	0.81	45.5	41.6	32.5	28.0%	4.3	25.4	1.62
	600697.CH	欧亚集团	25.31	4,027	106	36.6%	118	10.9%	148	25.4%	0.67	0.74	0.93	37.8	34.1	27.2	17.9%	4.7	20.2	2.11
	600693.CH	东百集团	11.32	3,885	99	66.6%	110	11.1%	136	23.6%	0.29	0.32	0.40	39.2	35.3	28.6	17.2%	4.2	17.6	2.28
	600785.CH	新华百货	29.90	5,168	108	32.8%	178	64.7%	205	15.2%	0.63	1.03	1.19	47.8	29.0	25.2	37.7%	6.3	10.0	1.27
	600729.CH	重庆百货	41.06	8,376	163	61.6%	440	-	518	17.7%	0.80	1.15	1.35	51.5	35.8	30.4	78.5%	8.7	18.5	0.66
	002187.CH	广百股份	31.90	5,104	142	29.4%	153	7.7%	192	25.5%	0.89	0.96	1.20	35.9	33.4	26.6	16.3%	4.9	-	2.21
000501.CH	鄂武商	15.70	7,964	180	15.6%	218	20.8%	262	20.2%	0.36	0.43	0.52	44.1	36.5	30.4	20.5%	5.2	10.4	2.15	
600828.CH	成商集团	25.17	5,113	102	40.8%	124	21.6%	157	26.6%	0.50	0.61	0.77	50.1	41.2	32.6	24.1%	9.6	26.9	2.08	
002277.CH	家润多	36.00	6,984	120	31.0%	147	22.7%	175	18.6%	0.62	0.76	0.90	58.2	47.4	40.0	20.6%	4.6	27.7	2.82	
金铺																				
大型综合超市	600612.CH	老凤祥	25.87	8,716	70	-32.1%	190	170.9%	285	50.0%	0.21	0.56	0.85	124.3	45.9	30.6	101.6%	4.3	21.4	1.22
	600655.CH	豫园商城	28.16	22,486	329	-56.8%	500	52.2%	630	26.0%	0.41	0.63	0.79	68.4	45.0	35.7	38.5%	5.3	20.7	1.78
商业地产开发																				
大型综合超市	000882.CH	华联股份	9.27	4,578	50	96.3%	103	104.8%	117	14.1%	0.10	0.21	0.24	91.2	44.5	39.0	52.9%	3.0	27.4	1.72
	600415.CH	小商品城	45.93	31,251	609	67.9%	850	39.7%	1056	24.2%	0.89	1.25	1.55	51.4	36.8	29.6	31.7%	3.5	7.9	1.62
超市类公司																				
大型综合超市	800361.CH	华联综超	10.19	4,940	117	-48.4%	100	-14.6%	148	47.8%	0.24	0.21	0.30	42.2	49.4	33.5	12.3%	2.7	17.7	3.42
	000759.CH	武汉中百	12.68	7,107	172	36.6%	200	16.3%	247	23.5%	0.24	0.27	0.34	53.7	46.2	37.4	19.9%	4.1	15.2	2.70
	002251.CH	步步高	28.14	7,608	163	31.7%	188	15.5%	225	19.7%	0.60	0.70	0.83	46.7	40.5	33.8	17.6%	5.1	23.1	2.66
	002264.CH	新华都	34.01	3,635	65	43.2%	80	22.7%	101	26.3%	0.61	0.75	0.94	55.7	45.4	36.0	24.5%	6.0	17.8	2.28
大、中、小型超市	814.HK	京客隆	6.29	2,593	157	39.9%	158	0.5%	185	17.2%	0.43	0.43	0.52	14.6	14.5	12.1	8.5%	1.6	12.3	1.71
	980.HK	联华超市	19.22	11,955	388	44.7%	429	10.5%	507	18.0%	0.71	0.78	0.95	27.1	24.5	20.3	14.2%	3.7	6.0	1.91
	8277.HK	物美集团	13.36	16,304	361	26.8%	438	21.2%	551	25.8%	0.34	0.41	0.53	39.7	32.8	25.4	23.5%	5.7	21.1	1.69
	家电及电子消费品																			
大型综合超市	493.HK	国美电器	2.99	45,015	1842	-2.2%	1,400	-24.0%	1,597	14.0%	0.12	0.09	0.10	25.6	33.7	28.9	-6.9%	4.4	14.2	-
	002024.CH	苏宁电器	19.18	86,051	2170	48.1%	2786	28.4%	3419	22.7%	0.46	0.59	0.73	41.4	32.3	26.3	25.5%	7.3	24.6	1.62

资料来源：公司数据、Bloomberg, 中金公司研究部 武汉中百每股收益已考虑配股影响

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路 6 号 39 层 4 号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路 18 号世贸丽晶城
欧美中心 1 层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路 1 号
绿地广场 2 层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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。