

[2010.01.29]

行业发展态势较好，迎接一季度旺季到来

——商业零售行业 2010 年 1 月月报

刘冰

021-38676703

liubing6168@gtjas.com

本报告导读：

- 行业发展态势依旧较好，预期一季度行业旺季效应及通胀因素促行业增长情况较为乐观。
- 建议关注小商品城、武汉中百、百货行业的主题性投资机会。

投资要点：

- 社零总额名义增速创 09 年来新高，实际增速相比上月提升：2009 年 12 月份，社会消费品零售总额 12610 亿元，同比增长 17.5%，比上月提高 1.7 个百分点，名义增速再创 2009 年来新高；剔除价格因素后，10、11 月由于 CPI 提升趋势，实际增速略有回落，12 月份实际增速 16%，比上月提高 0.1 个百分点。
- 2009 年 12 月份全国百家重点大型零售企业，零售额 314.07 亿元，同比增长 16.45%。据商务部监测，12 月份千家核心商业零售指数再创 2008 年底以来新高，达到 13.56%。千家核心商业企业超市市场销售额同比增速相比 11 月份提高 1 个百分点，达到 11.2%，和我们对于超市行业同店收入增速受益于通胀而提升的判断基本吻合。预期一季度行业旺季效应及通胀因素促行业增长情况较为乐观。
- 行业投资策略：此次市场调整后，商业零售板块依然坚挺，整体估值相对市场溢价较高，我们认为经过 2009 年四季度到 2010 年 1 月份，零售板块的较好表现已经基本体现了大家对于行业看好的预期。建议现阶段行业谨慎，优选个股。经济复苏时期弹性较大的百货行业已经有较好表现，目前建议关注前期涨幅相对市场较小的超市板块和家电连锁板块。
- ✓ 超市行业：物价持续上涨带来业绩增速加快，推荐武汉中百（000759）。
- ✓ 专业批发市场：重点推荐小商品城（600415），专业批发市场竞争优势突出，业绩增长稳健，公司未来三年能够保持 35%以上的复合增速，且大股东可能的资产注入预期为业绩提供想象。
- ✓ 家电连锁行业，重点关注苏宁电器（002024），2009 年四季度业绩可能超预期，可能增幅达到 50%，2009 年全年增速 30-35%，2010 年相比 2009 年可能增速加快。
- ✓ 百货企业近期我们推荐关注世博主题、重组主题以及估值较为合理的区域性百货。（1）世博主题：推荐受益于世博业绩弹性较大的新世界（600628）；在上海门店布局较广的百联股份（600631）；（2）重组预期带来投资机会，推荐：重庆百货（600729）、鄂武商（000501）、友谊股份（600827）。（3）我们比较了重点关注的百货企业估值，推荐重点关注的重庆百货和鄂武商的估值水平属于偏低水平。另外，广百股份、新华百货估值也较低。
- ✓ 黄金珠宝行业：关注老凤祥（600612）品牌价值销售规模更具备优势。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

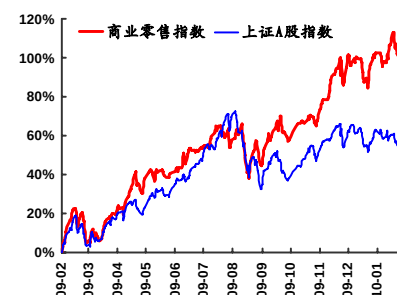
细分行业评级

百货行业	增持
超市行业	增持
家电连锁行业	增持
专业批发市场行业	增持
黄金珠宝连锁	增持

重点推荐上市公司

小商品城（600415）	增持
王府井（600859）	增持
重庆百货（600729）	增持
鄂武商（000501）	增持
武汉中百（000759）	增持
广州友谊（000987）	增持
广百股份（002187）	增持
百联股份（600631）	谨慎增持
老凤祥（600612）	谨慎增持
新世界（600628）	谨慎增持
苏宁电器（002024）	谨慎增持
银座股份（600858）	谨慎增持
合肥百货（000417）	谨慎增持
步步高（002251）	中性
大商股份（600694）	中性

行业走势图



相关报告

物价温和上涨促行业利润增速加快

(09.12.29)

行业复苏高增速将延续到2010年上半年，未来中长期稳定增长可期

(09.11.28)

行业复苏趋势未改道路曲折，继续关注题材性投资机会

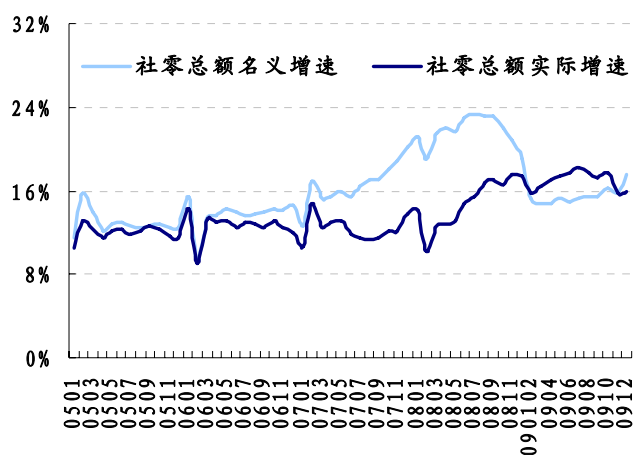
(09.10.27)

1. 行业发展态势较好，预计上半年维持增长态势

1.1. 社零总额名义增速创 09 年来新高，实际增速相比上月提升

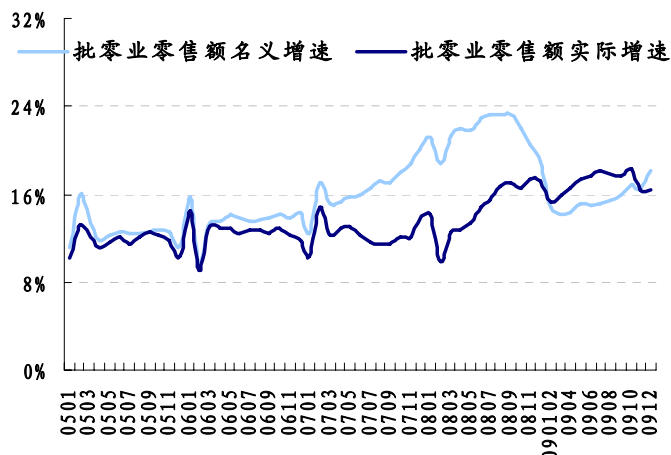
2009 年 12 月份，社会消费品零售总额 12610 亿元，同比增长 17.5%，比上月提高 1.7 个百分点，名义增速再创 2009 年来新高；剔除价格因素后，10、11 月实际增速略有回落，12 月份实际增速 16%，比 11 月提高 0.1 个百分点。分行业看，批发和零售业零售额 10618 亿元，同比增长 18.1%，实际增速 16.5%。

图 1：社会消费品零售总额—名义、实际增速（0501-0912）



数据来源：国泰君安证券销售交易总部、国家统计局

图 2：批零售业零售额—名义、实际增速（0501-0912）

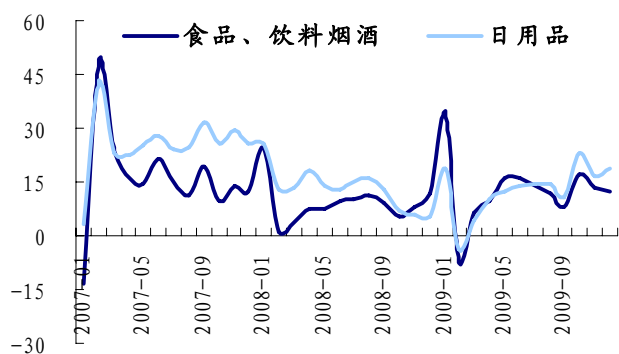


数据来源：国泰君安证券销售交易总部、国家统计局

2009 年全年社会消费品零售总额 125343 亿元，比上年增长 15.5%；扣除价格因素，实际增长 16.9%，实际增速比上年同期加快 2.1 个百分点。分行业看，批发和零售业消费品零售额 105413 亿元，增长 15.6%。

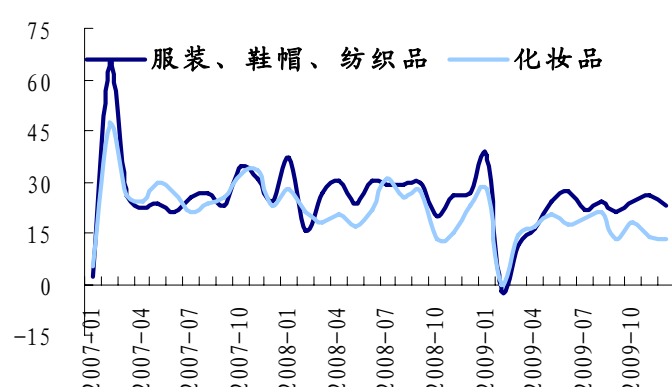
在限额以上批发和零售贸易业商品零售中，除通讯器材类外，其他 20 类商品零售均实现较大幅度增长。其中，服装、鞋帽、针纺织品类增长 18.8%，家具类增长 35.5%，汽车类增长 32.3%。

图 3：超市类商品销售实际增速（0701-0912）



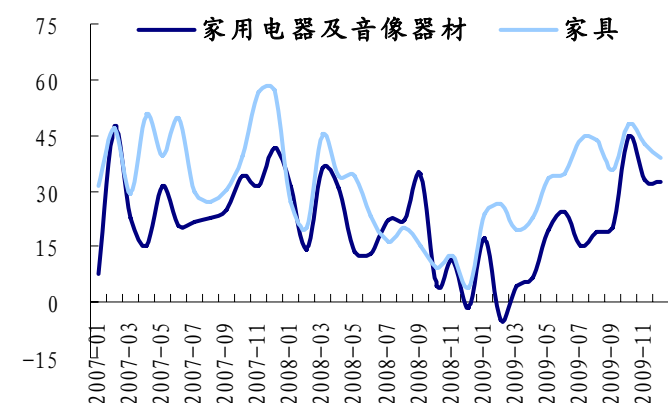
数据来源：国家统计局、国泰君安证券销售交易总部

图 4：百货类商品销售实际增速（0701-0912）



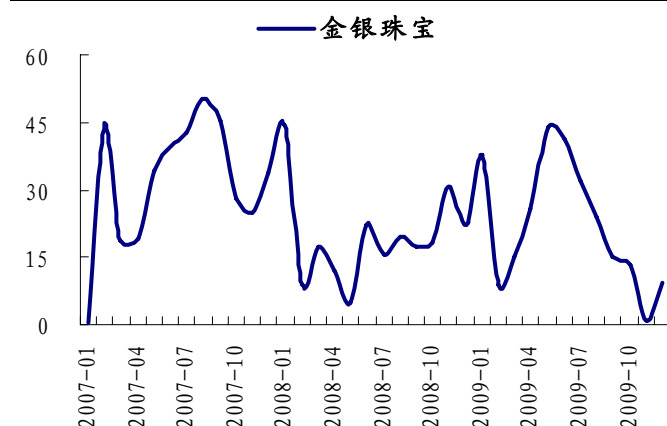
数据来源：国家统计局、国泰君安证券销售交易总部

图 5: 家电、家具类销售实际增速 (0701-0912)



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券销售交易总部

图 6: 金银珠宝类销售实际增速 (0701-0912)



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券销售交易总部

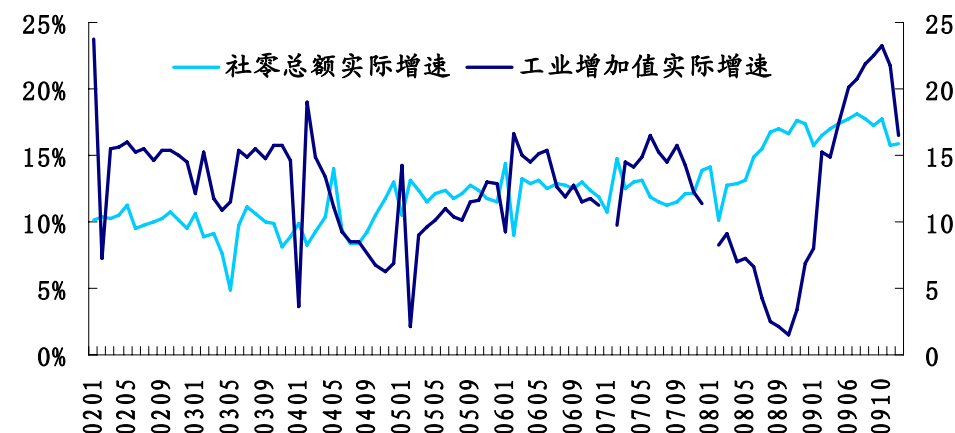
1.2. 四季度 GDP 增速较快, 工业增加值实际增速回落

统计局 1 月 21 日公布的数据显示, 2009 年 4 季度的 GDP 增速为 10.7%。我们的宏观研究团队判断经济有过热趋势, 预计 2010 年 GDP 增速为 10%, 一季度可能在 11%。

工业增加值 12 月份实际增速 16.52%, 相比 11 月下降 5 个百分点。而 11 月份工业增加值增速已经见顶, 呈现下跌趋势。

我们维持年度策略报告的预期——“预计工业增加值增速可能将见顶, 虽然增长趋势不改, 但是增速将有所回落。考虑到工业增加值与社零总额存在正相关关系, 并有 3-5 个月滞后期, 我们认为在 2009 年第四季度一直到 2010 年上半年, 社零总额应该还是能保持增速持续上升态势, 预计到 2010 年下半年增速逐步回落, 但是增长趋势延续。”

图 7: 工业增加值及社会消费品零售额增速

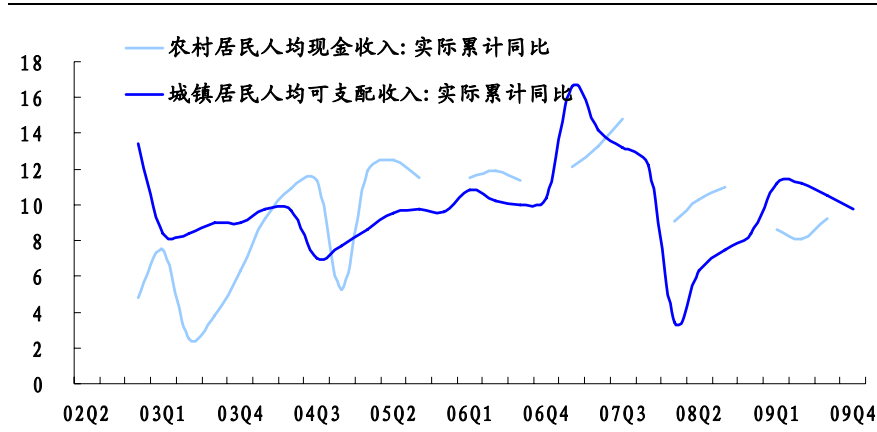


数据来源: 国家统计局、国泰君安证券销售交易总部

1.3. 城乡居民收入稳定增长，消费者信心指数回升明显

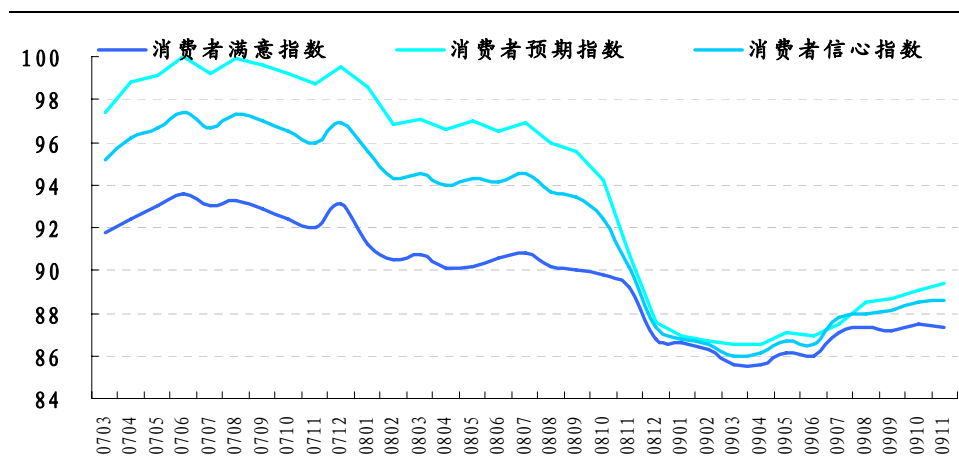
2009 年城镇居民家庭人均总收入 18858 元。其中，城镇居民人均可支配收入 17175 元，比上年增长 8.8%，扣除价格因素，实际增长 9.8%。农村居民人均纯收入 5153 元，比上年增长 8.2%，扣除价格因素，实际增长 8.5%。

图 8：城镇、农村居民人均现金收入及增速



数据来源：国家统计局、国泰君安证券销售交易总部

图 9：消费者信心指数



数据来源：WIND、国泰君安证券销售交易总部

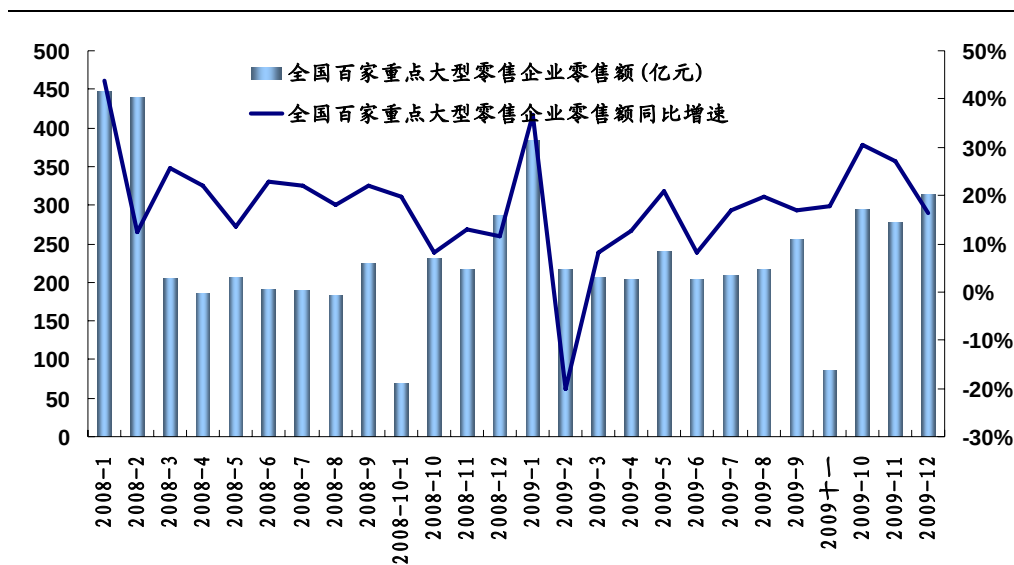
1.4. 全国百家大型零售企业销售增速有所回落，千家核心商业零售指数再创新高

根据中华全国商业信息中心对全国重点百家大型零售企业的销售统计，2009 年 12 月份全国百家重点大型零售企业实现销售总额 348.68 亿元，比去年同期增长 9.04%，其中零售额 314.07 亿元，同比增长 16.45%。分类商品中看，12 月份食品、烟酒类零售额分别为 40.09 亿元和 7.53 亿元，同比分别增长 10.7%、14.27%；化妆品类零售额为 13.47 亿元，同比增长 8.92%；金银珠宝类零售额依然看好，为 18.73 亿元，同比增长 22.24%。

12 月、1 月、2 月都是商业企业销售旺季，预计 1 月份服装、化妆品、黄金珠宝、

食品烟酒饮料、数码家电销售增长较好。

图 10: 全国百家重点大型零售企业零售额及增速



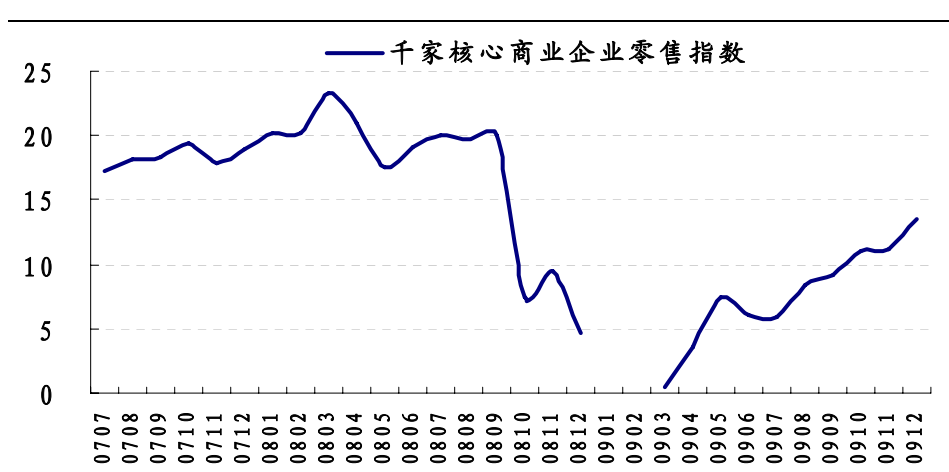
数据来源：中华全国商业信息中心，国泰君安证券销售交易总部

据商务部监测，12 月份千家核心商业零售指数再创 2008 年底以来新高，达到 13.56%。从各个业态来看：

- ✓ 千家核心商业企业超市销售额同比增速相比 11 月份提高 1 个百分点，达到 11.2%，和我们对于超市行业同店收入增速受益于通胀而提升的判断基本吻合；
- ✓ 千家核心商业企业百货店销售额同比增速增长态势持续，但是增速相比 11 月份有所回落；
- ✓ 千家核心商业企业专业店销售额增速增长较快，相比上月提高了 11.4 个百分点。

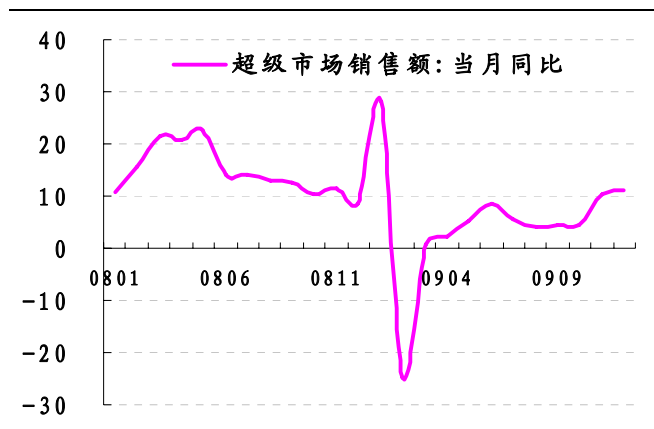
2010 年元旦假期，即 1 月 1 日至 3 日，全国千家核心商业企业实现零售额 147 亿元，较去年同期增长 17.5%。

图 11: 千家核心商业企业零售指数



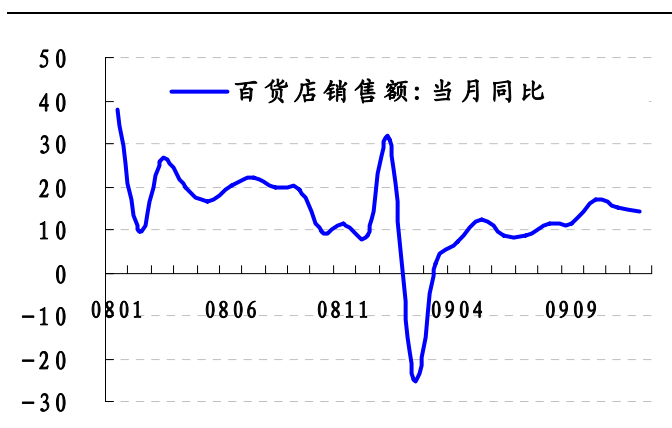
数据来源：国家统计局，国泰君安证券销售交易总部

图 12: 千家核心商业企业超级市场销售额同比增速



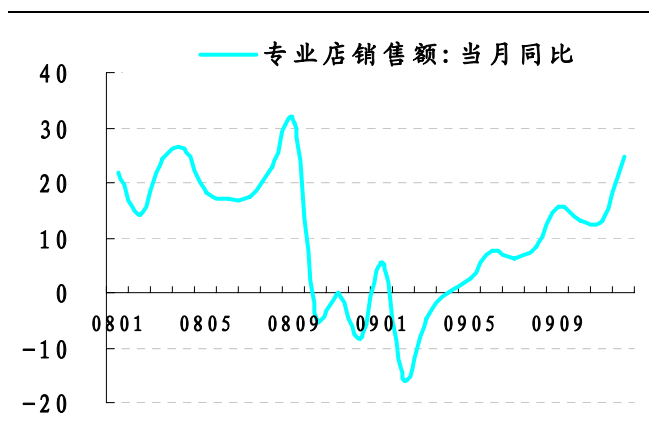
数据来源：WIND、国泰君安证券销售交易总部

图 13 千家核心商业企业百货店销售额同比增速



数据来源：国家统计局，国泰君安证券销售交易总部

图 14 千家核心商业企业专业店销售额增速



数据来源：国家统计局，国泰君安证券销售交易总部

预期 2010 年一季度行业旺季效应及通胀因素促行业增长情况较为乐观。

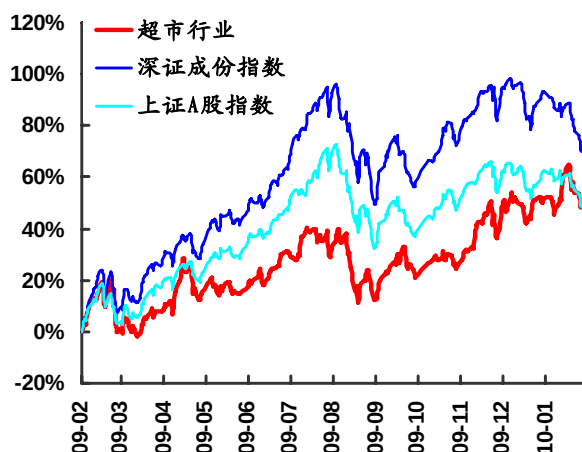
2. 行业投资策略

此次市场调整后，商业零售板块依然坚挺，整体估值相对市场溢价较高，我们认为经过 2009 年四季度到 2010 年 1 月份，零售板块的较好表现已经基本体现了大家对于行业看好的预期。建议现阶段行业谨慎，优选个股。

经济复苏时期弹性较大的百货行业已经有较好表现，目前建议关注前期涨幅相对市场较小的超市板块和家电连锁板块。

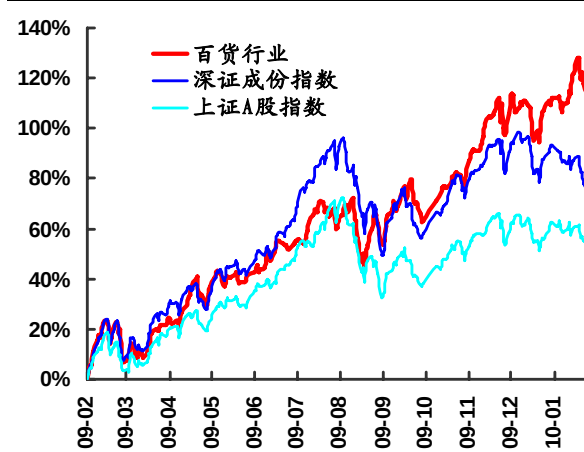
图 15: 超市行业 2009 年四季度市场表现一般

图 16: 百货行业四季度到 1 月份上涨幅度较大



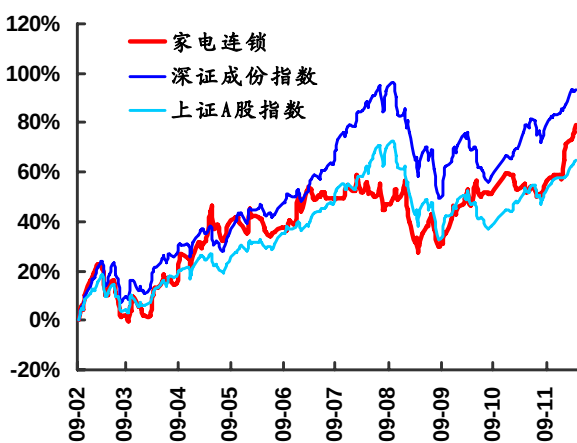
数据来源：WIND、国泰君安证券销售交易总部

图 17：家电连锁行业市场表现

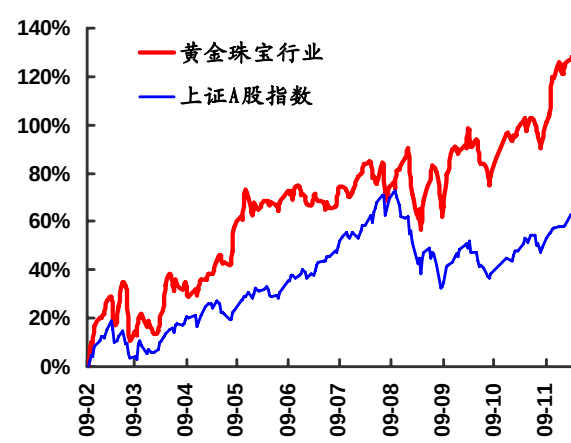


数据来源：WIND、国泰君安证券销售交易总部

图 18：金银珠宝行业市场表现较好



数据来源：WIND、国泰君安证券销售交易总部

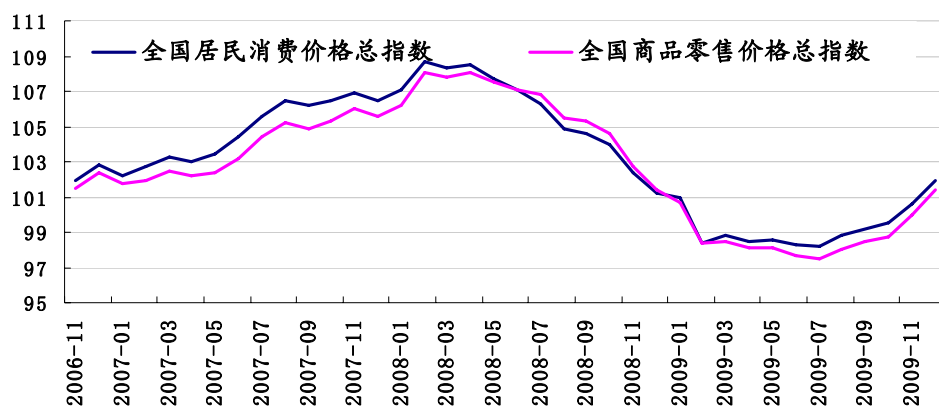


数据来源：WIND、国泰君安证券销售交易总部

2.1. 超市行业：物价持续上涨带来超市行业业绩增速加快，推荐武汉中百（000759）

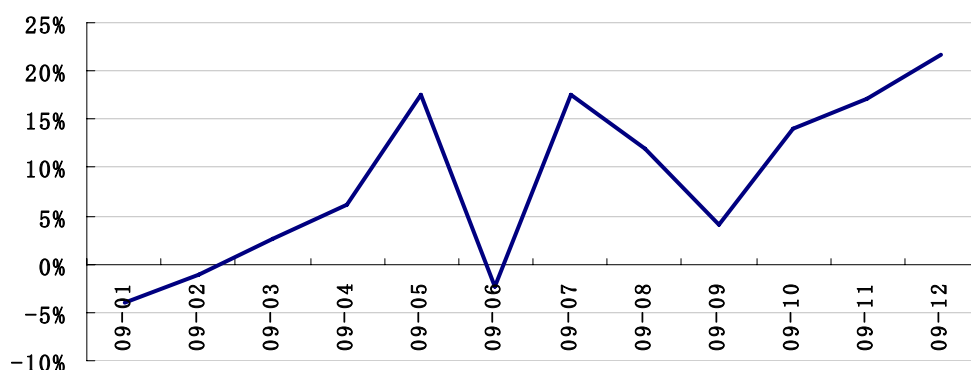
2009 年 12 月的 CPI 为 1.9%，预期 CPI 仍将呈现上升态势，可能上升幅度超预期。基于 2009 年 12 月份 CPI 继续提升，一直到 2010 年前三季度 CPI 呈上升趋势的预期，CPI 的持续上升会带来超市企业可比门店收入增速提高和毛利率的提升，我们看好超市行业发展。

图 19：CPI 和 RPI



数据来源: WIND、国泰君安证券销售交易总部

图 20: 2009 年武汉中百仓储超市同店收入增速



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部, 公司资料

超市行业内选择投资标的, 我们重点推荐武汉中百——

- ✓ 超市企业盈利能力与 CPI 相关性较强。CPI 上行, 超市的同店增速提升。2009 年三季度开始, 武汉中百同店收入增速呈加快趋势, 12 月份武汉中百仓储超市同店收入增速达到 22%。
- ✓ 2009 年四季度一直到 2010 年 1 月份, 消费板块倍受关注, 其中商业零售行业中的细分行业百货表现较好, 而超市行业一直表现一般, 我们认为受益于通胀, 超市企业业绩增速加快, 或将出现超预期, 也将使投资者关注度提高。
- ✓ 预计公司 2009-2011 年归属于母公司所有者的净利润增速分别为 25%、26%、15%, 每股收益分别为 0.38 元、0.48 元、0.55 元。如果按照配股后股本计算, 2009-2011 每股收益分别为 0.31 元、0.39 元、0.45 元。我们看好公司优质区域型超市连锁企业的长期发展前景, 且受益于 CPI 转正带动, 超市行业景气度提高, 给予“增持”评级。

表 1: 超市行业估值比较 (2010 年 1 月 27 日)

代码	简称	投资 评级	收盘价 (元)	EPS			PE			业绩增速	
				08A	09E	10E	08A	09E	10E	2009	2010
002251.SZ	步步高	中性	28.15	0.66	0.74	0.96	47	43	38	9.59%	12.12%

600361.SH	华联综超	中性	9.51	0.24	0.30	0.44	39	40	32	-2.00%	25.00%
002264.SZ	新华都	中性	31.85	0.73	0.95	1.25	45	44	34	2.82%	30.14%
000759.SZ	武汉中百	增持	12.88	0.38	0.48	0.55	42	34	27	24.89%	25.33%
002336.SZ	人人乐	中性	28.76	0.60	0.77	0.98	50	48	37	3.42%	27.91%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2.2. 百货行业：关注世博、重组的主题性投资机会

百货行业近期我们推荐关注世博主题、重组主题以及估值较为合理的区域性百货。

- ✓ 世博主题：推荐公司为受益于世博业绩弹性较大的新世界（600628）；在上海门店布局较广的百联股份（600631）；
- ✓ 重组预期带来投资机会，推荐公司有：已经完成重组方案的重庆百货（600729）、预期武汉商业整合受益较明显的鄂武商（000501）、上海国资下属商业资产整合涉及到的友谊股份（600827）。
- ✓ 我们比较了重点关注的百货企业估值，我们推荐重点关注的重庆百货和鄂武商的估值水平属于偏低水平。另外，广百股份、新华百货估值也较低。

2.3. 黄金珠宝行业发展——关注老凤祥（600612）

潮宏基上市提高黄金珠宝类公司关注度。潮宏基（002345）发行价为 33.00 元，1 月 28 日收盘价 37.81 元，按照我们 2009-2011 年 0.75 元、0.96 元、1.23 元的业绩预测，其市盈率已经达到 44、34、27 倍，发行后总体市值也达到了 45 亿元，如果考虑上市后还有一定上涨，其估值水平可能将高于老凤祥。我们认为相比较老凤祥的品牌价值、销售规模更具备优势。

表 2：黄金珠宝行业 A 股上市公司估值对比（2010 年 01 月 28 日）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE		
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E
002345	潮宏基	37.81	45.37	0.47	0.75	0.96	1.23	70	44	34
600612	老凤祥	34.30	95.00	0.21	0.60	0.78	1.10	144	49	38
600655	豫园商城	27.54	219.91	0.41	0.65	1.00	1.05	76	48	39

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

表 3：收入规模及盈利能力在行业内比较

代码	简称	总市值 (亿元)	销售收入 (亿元)		净资产收益率		净利润率	
			07 年	08 年	07 年	08 年	07 年	08 年
600612	老凤祥	95	41	62	10%	9.35%	1.60%	0.80%
600655	豫园商城	220	38	55	24%	10.40%	13.50%	4.20%
0116.HK	周生生	54	78.73	98.81	16.68%	13.76%	6.55%	4.76%
TIF US	TIFFANY	59	29.38	28.6	18.37%	13.32%	10.99%	7.69%
002345	潮宏基		3.42	4.49	21.80%	19.70%	13.69%	11.44%

来源：BLOOMBERG，国泰君安销售交易总部

注：老凤祥、豫园商城收入均为黄金珠宝业务销售收入；TIFFANY 的数据货币单位均为美元

老凤祥 1 月 27 日公布了 2009 年业绩预增公告，净利润同比增长 50% 以上，基本符合我们之前的预期。因为 2008 年业绩受到公允价值变动和黄金交易的影响，基

数较低，每股收益 0.25 元。而在 2009 年公允价值变动转正，另外黄金交易亏损减少，老凤祥有限公司的发展情况较好，因此公司整体业绩的增速较快。

预计老凤祥有限公司 2009 年能够实现销售 105 亿元，其中包括黄金珠宝首饰 85 亿元，黄金交易以及 T+ D 交易 20 亿元，实现利润总额 2.5 亿元，而且黄金珠宝首饰的毛利率相比 2008 年有所提升。

世博产品在 2009 年销售 5000 万元，力争在 2010 年总体销售规模达到 10 个亿，预计 2010 年上半年能够完成重组过会。总体预期，不含重组并表，公司 2009 年 EPS 预计为 0.45 元，如果考虑并表，2009、2010 年 EPS 为 0.60 元、0.78 元。我们依然看好未来我国金银饰品的市场前景和老凤祥作为科工贸一体的珠宝饰品企业长期发展，“谨慎增持”。

2.4. 专业批发市场——重点推荐小商品城（600415）

小商品城在不考虑国际商贸城二期提价的假设下，预计 2009-2011 年 EPS 为 1.40、1.90、2.40 元。公司未来三年能够保持 35%以上的复合增速，且可能的资产注入预期为业绩提供想象，给予“增持”评级。

公司公布业绩预增公告，预计 2009 年业绩增长 50%以上，符合我们之前的预期

- ✓ 业绩增长稳定：2010 年公司盈利主要来自：1) 国际商贸城三期一阶段 5 楼体现全年收益，贡献租金收入 1 亿元；2) 国际商贸城三期二阶段将在 2010 年 6 月竣工，体现半年收入贡献：如果参照三期一阶段租金水平，每年可贡献租金收入 5.8 亿元，2010 年半年可体现收入 2.95 亿元；3) 杭州商博·东城印象项目体现收益。
- ✓ 2010 年推动股价的刺激因素：预期 2010 年第二大股东恒大开发将持有的 100 万平米专业市场注入上市公司；国际自由贸易区的政策预期将对义乌专业批发市场租金和市场价格有力支撑。

小商品城及海宁皮革城比较，小商品城行业地位、市场规模等竞争优势较为明显，而且租赁为主的发展模式更具备持续性。

表 4：海宁皮革城与小商品城比较的相同点和不同点

相同点	1、两者都是专业市场，小商品城是以品类众多的小商品经营为主，海宁皮革城是以皮革制品为主； 2、都具备产业优势支持，义乌、海宁周边的产业集群为专业市场发展提供了支持； 3、都具备酒店、物业服务等市场配套业务。
不同点	1、经营模式不同：小商品城只租不售，海宁皮革城租售结合； 2、行业内地位不同，市场规模差距较大：小商品城是国内成交额、面积最大的专业批发市场，拥有营业面积 400 余万平方米，商位 6.2 万余个，2008 年市场成交额达 381.81 亿元，而海宁皮革城是国内成交量排行第二的皮革专业市场； 3、市场外向度不同：小商品城外向度达 65%，主要以外贸为主，二海宁皮革城 95%为零售和内销； 4、租金价格定价方式不同：小商品城以政府指导价为主，部分采取市场招标定价，海宁皮革城公司定价和市场招标并行。 5、海宁皮城完成了管理层激励，公司高管持有公司股权，能够激发了管理层的潜力，有效推动

业绩增长。

来源：国泰君安销售交易总部

表 5：行业 A 股上市公司估值对比（2010 年 01 月 28 日）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE		
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E
600415	小商品城	43.99	299	0.90	1.40	1.90	2.40	49	31	23
002344	海宁皮城	21.20	59	0.30	0.34	0.54	0.72	70	63	39

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2.5. 家电连锁——重点关注苏宁电器（002024）

预计 2009 年四季度开始，经济复苏环境下，家电销售回升，而且以旧换新的政策将推动家电需求释放。预计苏宁电器 2009 年四季度业绩可能超预期，可能增幅达到 50%，2009 年全年增速 30-35%，2010 年相比 2009 年可能增速加快。

3. 重点公司事件点评

3.1. 小商品城（600415）：2009 年业绩增长 50%以上，业绩增长线索清晰，资产注入可以预期，增持

1 月 28 日，公司公布业绩预增公告，预计 2009 年业绩增长 50%以上，符合我们之前的预期。我们预期 2009 年业绩为 1.40 元，其中包含市场主业 1.12 元，其他围绕市场主业的业务 0.1 元，房地产业绩贡献约 0.18 元。

公司专业批发市场竞争优势突出，业绩增长稳健，公司未来三年能够保持 35%以上的复合增速，且大股东可能的资产注入预期为业绩提供想象，给予“增持”评级。预计 2009-2011 年 EPS 为 1.40、1.90、2.40 元。

竞争优势突出：中国小商品城由国际商贸城、篁园市场、宾王市场三个市场组成，商位 6.2 万余个，从业人员 10 万多，日客流量 20 多万人次。2008 年市场成交额达 381.81 亿元，连续 18 年居全国各大专业市场榜首，被联合国、世界银行等权威机构誉为“全球最大的商品批发市场”。

公司主业为专业批发市场出租管理，业绩增长稳健：

- ✓ 2010 年公司盈利主要来自：1）国际商贸城三期一阶段 5 楼体现全年收益，贡献租金收入 1 亿元；2）国际商贸城三期二阶段将在 2010 年 6 月竣工，体现半年收入贡献：如果参照三期一阶段租金水平，每年可贡献租金收入 5.8 亿元，2010 年半年可体现收入 2.95 亿元；3）杭州商博·东城印象项目体现收益。
- ✓ 2010 年推动股价的刺激因素：预期 2010 年第二大股东恒大开发将持有的 100 万平米专业市场注入上市公司；国际自由贸易区的政策预期将对义乌专业批发市场租金和市场价格有力支撑。

市场重估价值显著：公司自有市场面积 390 万平米，两家四星级酒店，一家在建五星级酒店，重估价值显著。而公司现在市值仅为 298 亿元。

3.2. 武汉中百 (000759.SZ): 受益于通胀业绩可能超预期, 配股融资即将完成, 增持

武汉中百将以公司总股本 5.605 亿股为基数, 按照每 10 股配 2.2 股的比例向全体股东配售, 可配售股份总额为 12331 万股。武汉中百第一大股东武汉商联集团已经承诺以现金全额认购其可配股份。公告显示, 此次配股价格为 5.07 元/股, 较武汉中百昨天收盘价 13.27 元/股要折让 61.8%。预计武汉中百此次配股融资规模最多为 6.25 亿元。武汉中百此次配股的股权登记日为 1 月 25 日, 配股结果将于 2 月 3 日公布。

预计按配股前股本计算公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.38 元、0.48 元、0.55 元。如果按照配股后股本计算, 2009-2011 年每股收益分别为 0.31 元、0.39 元、0.45 元。而且我们现阶段给予 2010 年 25% 增长的业绩预测, 相对比较保守, 如果通胀继续, 我们预期 2009 年四季度以及 2010 年上半年公司业绩超预期的可能性非常高。我们看好公司的长期发展前景, 且受益于 CPI 转正带动, 超市行业景气度提高, 给予“增持”评级。按照 1 月 27 日股价 12.88 元计算, 配股后摊薄成本约为 11.47 元, 我们按照 2010 年 0.39 元 40 倍市盈率, 给予目标价 15.60 元。

3.3. 重庆百货 (600729): 2009 年业绩虽低于预期, 预计未来三年增长可期, 增持

重庆百货 2010 年 1 月 19 日公布 2009 年度业绩快报, 预计 2009 年公司实现营业收入 73.12 亿元, 同比增长 13.88%, 实现营业利润 1.71 亿元, 同比减少 1.25%, 实现归属于母公司的净利润 1.57 亿元, 同比减少 3.28%; 预计公司 09 年实现摊薄每股收益 0.77 元, 净资产收益率 16.71%, 较去年同期减少 3.01 个百分点。

2009 年实现每股收益 0.77 元, 业绩低于我们之前的预期 0.88 元: 2009 年公司实现收入 73 亿元, 收入增速 14%, 基本符合预期; 但是在收入增速符合预期的条件下, 营业利润却同比减少 1.25%, 我们估计毛利率应该较为稳定, 我们初步估计是费用率提高。

另外, 我们预计在未来的管理格局上, 可能将由新世纪主导。未来两三年新重百的增长一方面是外延的扩张, 但估计速度有限; 另外一方面, 就是机制改善后, 原重百旗下门店业绩的提升。

保守预计重组完成并表后, 2010 年业绩为 1.40 元, 未来三年的增速预计在 20%-30%。

3.4. 百联股份 (600631): 出售东方证券股权增厚 2010 年业绩, 谨慎增持

出售东方证券股权: 公司 2010 年 1 月 19 日公告, 为达到中国证券监督管理委员会关于证券公司股东“参一控一”的监管要求, 公司计划出让公司所持的全部“东方证券”股权, 共 1823.67 万股。东方证券股份有限公司目前注册资本 32.94 亿元。我们以市场交易价格 6.00 元/股计算, 减去成本 1945 万元, 估计税后投资收益 6750 万元, 以百联股份 11.01 亿股本计算, 预计可增厚 EPS 约 0.06 元。预计此部分受

益将在 2010 年体现。

2009 年-2011 年业绩预测为 0.40 元、0.52 元（包含了建配龙项目贡献部分收益、东方证券出让的投资收益）、0.53 元。公司盈利增长较稳健，考虑到公司商业地产和股权投资重估价值，较强的集团资产整合预期，以及世博概念，我们继续给予其“谨慎增持”投资评级。

青浦东方商厦的股权在产权交易所挂牌，预计百联股份购买的可能性较高。上海青浦百联东方商厦有限公司 90%股权以 2085.54 万元在上海联合产权公开挂牌转让，持有另 10%股份的百联股份称不放弃优先购买权。转让方为上海百联投资管理有限公司，该公司为百联集团的全资子公司，且是集团投资管理平台。

资料显示，青浦东方商厦成立于 2005 年 9 月，注册资本 2000 万元，以 2009 年 3 月 31 日为评估基准日，公司账面总资产 6626.34 万元，净资产 2827.52 万元，本次评估价为 2317.27 万元低于净资产账面。此外，该标的目前盈利能力不断增强。数据显示，青浦商厦 2007 年营业收入 12581.36 万元，净利润 405.34 万元；2008 年营业收入 16841.08 万元，净利润 1092.36 万元。

对于受让方，百联投资要求，须是从事百货零售行业的国有控股的上市公司，2008 年末注册资本金为 5 亿元以上，并不接受联合受让，且受让人不得采用隐名委托方式参与举牌。百联股份注册资本为 11 亿元。

3.5. 广百股份（002187）：2009 年业绩增长稳健，估值水平相对较低，增持

公司公告，2009 年内新开连锁门店 4 家，全年实现营业收入 46.31 亿元，同比增长 8.84%，净利润 1.66 亿元，同比增长 2.11%。

按照公司的业绩快报计算，2009 年将实现每股收益 1.04 元，我们计算的业绩增速为 16%。预计 2010 年考虑新大新全年并表，每股收益为 1.35 元。公司现在估值水平相对行业平均较低，PE 为 30、22 倍，建议“增持”。

3.6. 豫园商城（600655）：业绩预增 50%以上，投资收益占比较大

公司 1 月 28 日公告业绩预增 50%，基本符合我们预期。我们预计 2009 年每股收益约为 0.64 元：

- ✓ 2009 年投资收益贡献业绩贡献较为丰厚：公司持有招金 26%股权，德邦证券 32%的股权，每年贡献丰厚的投资收益。（1）**招金矿业**：目前公司持有招金矿业 26.18%股权。2009 年，预计招金矿业实现 10 个亿净利润，公司在招金矿业上实现投资收益 2.6 亿元。（2）**德邦证券**：2009 年，约能有 2 个亿净利润，公司在德邦证券约能获得 6000 万投资收益。
- ✓ 黄金珠宝增长稳健，预计约为 0.24 元：黄金饰品是公司主要的销售和盈利来源，其经营主体为老庙黄金和亚一金店，老庙黄金盈利能力略强。预计 2009 年能贡献 60 亿收入。截至 2009 年底公司共有门店 1000 家左右，预计 2010 年将以 20% 的速度扩张。
- ✓ 餐饮增长稳定，但在业绩贡献中占比比例较低。

✓ 商业百货：公司现阶段主要以商业物业出租为主。公司旗下百货经营面积约 2 万平米。

预计 2010 年每股收益 1.00 元，其中包含预计假设为招金矿业业绩增速约为 30%；餐饮、商业增长稳健；德邦股权出让收益约 0.17 元：公司预计近期会在产权交易所挂牌出售德邦证券 32.73% 的股权，历史成本约 3.3 亿元，转让以净资产估值为基础设定的底价约为 5.1 亿元，出售后最少获得投资收益 1.8 亿元，扣税后 1.35 亿元，在 2010 年上半年应能完成转让，增厚 2010 年每股收益 0.17 元。

世博对于公司影响主要体现在三个方面：

- ✓ 子公司老城隍庙入选世博餐饮服务供应商：公司下属全资子公司上海老城隍庙餐饮有限公司入选上海世博会园区相关标段餐饮服务供应商，豫园旗下餐饮品牌将在世博展区有 8000 平米餐饮经营面积，其中 3000 平米为自营，另外 5000 平米属于管理，将引入其他餐饮，公司收取一定的管理费。这两部分预计贡献的收入和净利润有限，摊薄到每股增厚不显著。
- ✓ 世博会带来的客流量增加，有利于提高豫园的人气，促进豫园地区商业和餐饮业发展。
- ✓ 世博会前的基础设施建设改善了豫园地区的交通条件：2010 年开通的 10 号线地铁将会直达豫园，而且现阶段豫园区域新建了几个停车场。

总体来说，世博将为公司餐饮业务和商业带来旺盛商机，改善了交通条件，但是带来 2010 年业绩贡献不明显，弹性较小。

表 6：重点公司盈利预测及估值比较（2010 年 1 月 28 日）

	代码	简称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE		
						08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E
批发	600415.SH	小商品城	增持	43.99	299	0.90	1.40	1.90	2.40	49	31	23
超市	002251.SZ	步步高	中性	28.28	76	0.60	0.66	0.74	0.96	47	43	38
	000759.SZ	武汉中百	增持	12.88	72	0.31	0.38	0.48	0.55	42	34	27
	600361.SH	华联综超	中性	9.52	46	0.24	0.24	0.30	0.44	39	40	32
	8277.HK	物美商业		12.68	155	0.40	0.35	0.43	0.52	32	36	29
	0980.HK	联华超市		21.00	131	0.60	0.71	0.84	1.10	35	30	25
	0814.HK	北京京客隆		6.66	27	0.40	0.39	0.45	0.51	17	17	15
百货	600859.SH	王府井	增持	33.08	130	0.88	1.00	1.20	1.43	38	33	28
	000987.SZ	广州友谊	增持	25.38	91	0.72	0.77	0.91	1.21	35	33	28
	002187.SZ	广百股份	增持	30.2	48	0.89	1.04	1.35	1.72	34	29	22
	600729.SH	重庆百货	增持	36.8	75	0.80	1.24	1.44	1.80	46	30	26
	600858.SH	银座股份	谨慎增持	24	56	0.58	0.71	0.94	1.25	41	34	26
	600785.SH	新华百货	增持	27.67	48	0.63	0.98	1.16	1.42	44	28	24
	600631.SH	百联股份	谨慎增持	17.91	197	0.33	0.40	0.46	0.53	54	45	39
	600628.SH	新世界	谨慎增持	15.99	85	0.30	0.35	0.47	0.55	53	46	34
	000417.SZ	合肥百货	谨慎增持	14.49	70	0.25	0.38	0.45	0.58	58	38	32
	000501.SZ	鄂武商	增持	13.72	70	0.36	0.46	0.55	0.68	39	30	25
	600828.SH	成商集团	谨慎增持	26.13	53	0.50	0.61	0.80	1.34	52	43	33

	600694.SH	大商股份	中性	42.38	124	0.79	(0.02)	0.51	0.93	54	-	83
	3368.HK	百盛集团		13.24	371	0.30	0.34	0.42	0.53	44	38	31
	3308.HK	金鹰商贸		14.42	256	0.30	0.34	0.46	0.58	48	43	31
	0848.HK	茂业国际		1.91	98	0.10	0.11	0.13	0.16	19	18	14
家电	002024.SZ	苏宁电器	谨慎增持	17.86	801	0.48	0.62	0.80	1.00	37	29	22
连锁	0493.hk	国美电器		2.73	362	0.08	0.10	0.12	0.14	34	28	24
黄金	600612	老凤祥	谨慎增持	34.3	95	0.21	0.63	0.81	1.10	167	55	42
珠宝	600655	豫园商城	中性	27.54	220	0.41	0.64	1.00	1.05	67	43	28
	0116.HK	周生生		8.89	54	0.78	-	-	-	11	-	-

数据来源：WIND，国泰君安证券销售交易总部

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com