



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩预览

研究报告

2010年3月12日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010028
qianbing@cicc.com.cn

2009 年报预览: 业绩增长差距加大

2009 年报预览和 2010 年 1 季度展望

我们对主要零售公司 2009 年业绩做出预览, 总体来看大多数公司去年 4 季度盈利逐步走出低谷, 回升趋势比较明确, 但全年业绩增长分化仍较为明显。我们重点跟踪的公司中, 2009 全年净利润:

- 1) **增长有望超过 50% 的有:** 天音控股 (109.9%)、合肥百货 (66.9%)、新华百货 (58.3%)、豫园商城 (52.5%)。
- 2) **增长有望超过 20% 的有:** 华联股份 (47.3%, 低基数效应+出售资产收益)、苏宁电器 (32.8%)、鄂武商 (32.4%, 经营性增长 3.6%)、物美 (23.2%)。
- 3) **增长处于 10%-20% 的有:** 武汉中百 (17.5%)、银泰 (经营性 14.0%)、利福国际 (12.9%)、广州友谊 (11.2%)、联华超市 (10.5%)、上海新世界 (10.5%)、百联股份 (10.2%)。
- 4) **略有增长的有:** 百盛 (8.3%)、欧亚集团 (8.1%)、王府井 (6.7%)、新华都 (6.5%)、步步高 (2.2%)、广百股份 (2.0%)。
- 5) **同比下降或略有亏损的有:** 重庆百货 (-3.6%)、京客隆 (-5.7%)、国美 (-22.4%)、华联综超 (-41.9%, 低于预期, 新店扩张快, 老店翻修)、大商股份 (亏损 1200 万元左右, 改制完成前业绩存在压制)。

分季度来看, 4 季度业绩增长明显好于 1-3 季度的公司有: 天音控股 (233.6% vs. 77.1%)、合肥百货 (77.4% vs. 39.7%)、联华超市 (44.0% vs. 3.3%, 收购并表)、国美 (878.4% vs. -51.1%, 低基数)、苏宁 (98.8% vs. 15.1%, 低基数)。

展望 2010 年 1 季度, 我们预计在销售增速加快和去年低基数效应拉动下, 公司业绩有望实现较快增长。例如, 我们预计天音销售有望增长 50% 左右, 毛利率显著提升, 净利润增速将超过 300%; 合肥百货收入有望增长 20% 以上, 净利润 30% 左右; 广州友谊和百联股份也在春节及 1-2 月份实现了良好的销售, 盈利增长有望达到 20% 以上。

近期投资策略及建议:

- ▶ 行业销售持续向好, 具备基本面支撑, 是市场波动加剧中良好的防御性配置品种。建议关注 3G 手机热销带来的投资机会以及业绩增长快的百货类公司, 有望享受超额收益, 其中部分公司经过前期调整已体现出较好的投资价值, 可逢低吸纳。
- ▶ **A 股推荐: 天音控股、合肥百货、大商股份、广州友谊、百联股份。**天音控股受益于 3G 手机消费加速, 今明两年有望实现爆发式业绩增长, 目前 2010 年市盈率只有 25 倍, 板块最低, 投资机会显著; 合肥百货享受区域经济腾飞, 盈利增速处于板块最快水平, 增发获批有望成为短期股价催化剂; 大商股份资产价值突出, 目前对应每平米自有物业的价格只有 5600 元, 可为股价提供支撑, 但业绩释放仍需观察; 广州友谊估值处于行业低端 (2010 年 26 倍)、旗舰店扩容带来明年快速增长可期, 今年上半年可能会因调整带来一定费用增长; 百联股份受益于世博会以及上海国有资产的重组, 资产价值突出。
- ▶ **港股推荐: 银泰、联华、京客隆。**港股相对可选标的较少, 银泰 2010 年业绩增长处于港股零售板块最快水平, 目前估值相对偏低; 联华和京客隆均受益于通胀, 目前估值不高, 其中联华盈利存在上调可能性, 京客隆若 A 股成功发行将进一步提升其估值。此外, 估值相对较低的新世界也值得关注, 国美若经营提升表现好于预期, 有望带来一定投资机会。

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 (1) 中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及 (2) 中国国际金融 (新加坡) 有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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 1：重点零售商 2009 年业绩预览

代码	公司	年报公布日	净利润(百万元)												股价	EPS		P/E	
			1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08A	2008A	1Q09A	2Q09A	3Q09A	1-3Q09A	4Q09A	2009E	2010E		2009E	2010E	2009E	2010E
A股																			
百货/购物中心经营管理类公司																			
000417	合肥百货	3/9/2010	26	19	27	48	120	41	36	54	131	69	201	245	14.74	0.42	0.51	35.2	28.9
	同比增长		14.1%	46.7%	75.3%	-1.9%	20.1%	58.2%	87.6%	98.3%	81.2%	45.4%	66.9%	22.0%					
000417	合肥百货(经营性)	3/9/2010	33	24	27	33	117	40	25	53	117	58	175	235	14.74	0.37	0.49	40.3	30.1
	同比增长		46.2%	83.0%	68.7%	-6.7%	34.5%	20.8%	2.0%	97.7%	39.7%	77.4%	50.3%	34.0%					
000987	广州友谊	3/26/2010	77	54	44	82	257	79	63	48	191	95	286	358	25.80	0.80	1.00	32.4	25.9
	同比增长		40.4%	50.2%	19.4%	29.7%	34.6%	2.9%	17.3%	9.2%	8.9%	16.0%	11.2%	25.1%					
600631	百联股份	3/30/2010	132	73	43	108	357	137	72	114	323	70	393	506	17.66	0.36	0.46	49.5	38.4
	同比增长		16.6%	13.8%	-18.0%	-13.3%	0.5%	3.8%	-1.9%	163.4%	29.9%	-35.0%	10.2%	28.7%					
600694	大商股份	4/7/2010	125	105	20	(18)	232	1	60	(73)	(12)	0	(12)	302	37.85	(0.04)	1.03	-	36.8
	同比增长		53.0%	-42.7%	30.9%	-175.5%	-23.7%	-99.2%	-42.4%	-463.9%	-104.7%	-	-	-					
600859	王府井	4/1/2010	107	92	58	88	344	101	107	65	273	94	367	448	33.82	0.93	1.14	36.2	29.7
	同比增长		47.8%	121.7%	10.8%	-12.9%	29.2%	-5.3%	15.7%	13.7%	6.5%	7.1%	6.7%	22.0%					
600785	新华百货	3/17/2010	36	27	25	20	108	47	47	45	139	32	171	197	29.00	0.99	1.14	29.3	25.4
	同比增长		9.3%	13.8%	47.6%	620.9%	41.1%	32.1%	69.9%	77.8%	56.9%	64.5%	58.3%	15.2%					
600697	欧亚集团	4/9/2010	17	32	24	33	106	18	35	27	80	35	115	134	27.83	0.72	0.84	38.5	33.2
	同比增长		49.0%	48.7%	30.5%	25.2%	36.6%	5.1%	7.3%	13.4%	8.8%	6.5%	8.1%	16.1%					
000501	鄂武商	2/5/2010	55	19	38	83	194	75	23	30	166	73	201	241	14.25	0.47	0.48	30.3	29.9
	同比增长		43.7%	33.7%	1687.3%	-18.7%	24.3%	36.1%	21.7%	-20.4%	48.7%	-11.3%	3.6%	20.1%					
600729	重庆百货	2/27/2010	62	47	14	39	163	63	21	26	110	47	157	488	39.39	0.77	1.28	51.3	30.8
	同比增长		95.7%	68.9%	-38.7%	117.1%	61.4%	1.4%	-55.5%	82.5%	-10.9%	19.4%	-3.6%	-					
002187	广百股份	3/6/2010	48	42	21	50	162	50	29	34	113	52	166	196	30.63	0.98	1.16	31.3	26.4
	同比增长		5.5%	65.2%	-4.6%	213.1%	47.8%	3.6%	-31.0%	60.4%	1.3%	3.7%	2.0%	18.2%					
600628	上海新世界	4/12/2010	50	44	25	44	163	46	58	24	128	52	180	228	16.80	0.34	0.43	49.6	39.2
	同比增长		41.6%	13.4%	0.1%	-18.6%	6.4%	-7.4%	31.8%	-5.8%	7.4%	18.9%	10.5%	26.7%					
600655	豫园商城	4/8/2010	139	94	46	50	329	160	141	103	404	97	501	630	27.39	0.63	0.79	43.7	34.7
	同比增长		37.9%	-10.4%	-55.3%	-88.9%	-56.8%	15.0%	50.7%	124.6%	45.1%	93.9%	52.5%	25.7%					
000882	华联股份	4/28/2010	20	3	2	26	50	10	78	(6)	82	(8)	74	100	9.48	0.15	0.20	63.3	46.8
	同比增长		39.5%	44.3%	94.0%	202.2%	96.3%	-49.3%	2745.7%	-502.0%	238.2%	-130.7%	47.3%	35.2%					
超市类公司																			
000759	武汉中百	3/24/2010	56	26	37	53	172	65	33	44	142	60	202	253	10.88	0.30	0.37	36.7	29.3
	同比增长		52.6%	58.1%	13.6%	31.8%	36.6%	15.6%	26.0%	20.7%	19.5%	13.1%	17.5%	25.2%					
600361	华联综超	4/23/2010	63	38	3	13	117	38	16	7	60	8	68	120	9.22	0.14	0.25	65.7	37.3
	同比增长		16.0%	24.9%	-90.1%	-84.4%	-42.1%	-40.3%	-57.9%	106.9%	-41.9%	-41.9%	-41.9%	76.0%					
002251	步步高	3/29/2010	77	23	22	41	163	80	25	20	125	42	166	201	27.12	0.62	0.74	44.0	36.5
	同比增长		51.1%	58.8%	2.7%	10.7%	31.7%	3.0%	8.3%	-8.8%	1.9%	3.2%	2.2%	20.7%					
002264	新华都	2/25/2010	26	18	9	12	64	18	22	16	56	12	69	84	33.23	0.64	0.78	51.7	42.4
	同比增长		-66.1%	10.8%	-4.3%	-11.7%	-30.2%	25.8%	72.2%	6.5%	6.8%	6.5%	6.5%	22.0%					
家电零售类公司																			
002024	苏宁电器	3/15/2010	431	670	611	459	2170	475	790	705	1970	911	2881	3585	18.67	0.62	0.77	30.2	24.3
	同比增长		241.3%	48.2%	68.6%	-12.6%	48.1%	10.2%	17.9%	15.4%	15.1%	98.8%	32.8%	24.4%					
手机分销公司																			
000829	天音控股	4/5/2010	52	10	47	29	139	29	9	156	194	97	291	628	13.49	0.31	0.66	43.9	20.3
	同比增长		1.1%	-71.7%	-30.6%	-67.9%	-43.5%	-44.8%	-9.6%	230.5%	77.1%	233.6%	109.9%	115.7%					
	天音控股(经营性)	4/5/2010	52	10	47	27	136	29	7	51	87	100	187	508	13.49	0.20	0.54	68.2	25.1
	同比增长		1.5%	-63.6%	-29.5%	-67.9%	-40.5%	-45.1%	-31.4%	9.0%	-20.6%	277.7%	37.7%	171.3%					
港股																			
百货类公司																			
3368.HK	百盛	2/22/2010	225	187	190	239	841	259	203	201	663	248	911	1076	13.44	0.37	0.45	36.5	30.2
	同比增长		40.3%	34.7%	27.2%	8.9%	25.9%	14.9%	9.0%	5.7%	10.2%	3.6%	8.3%	18.2%					
825.HK	香港新世界	3/15/2010					463						498	573	7.04	0.30	0.34	23.8	20.7
	同比增长						93.5%						7.7%	15.0%					
1212.HK	利福国际	3/9/2010					958						1081	1256	14.62	0.65	0.75	22.7	19.5
	同比增长						1.4%						12.9%	16.2%					
1833.HK	银泰(经营性)	4/7/2010					272						310	415	6.88	0.20	0.28	34.2	25.0
	同比增长						4.2%						14.0%	33.9%					
超市类公司																			
980.HK	联华超市	3/30/2010			92	69	388	92	157	80	330	100	429	507	24.20	0.78	0.95	30.9	25.6
	同比增长						44.7%			-13.2%	3.3%	44.0%	10.5%	18.0%					
814.HK	京客隆	3/22/2010	55	22	45	36	157	50	20	43	113	35	148	174	7.94	0.41	0.49	19.5	16.1
	同比增长		26.2%	60.5%	41.1%	52.7%	40.1%	-8.6%	-6.1%	-3.8%	-6.4%	-3.5%	-5.7%	17.8%					
8277.HK	物美商业	3/23/2010	103	88	83	87	361	130	103	100	333	112	445	556	14.60	0.41	0.53	35.2	27.6
	同比增长		32.7%	41.8%	10.6%	33.8%	29.0%	25.4%	17.2%	21.0%	21.5%	28.5%	23.2%	24.9%					
家电零售类公司																			
493.HK	国美电器	4/7/2010	568	666	551	57	1842	322	258	292	872	558	1430	1720	2.73	0.09	0.11	30.1	24.5
	同比增长		68.0%	32.7%	20.8%	-90.3%	-2.2%	-43.3%	-61.2%	-47.0%	-51.1%	878.4%	-22.4%	20.3%					

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：香港新世界 2009 年财年截至时间为 2009 年 6 月，公司将于 3 月 15 日公布 2010 财年上半年业绩(09.7-09.12)

重点追踪数据

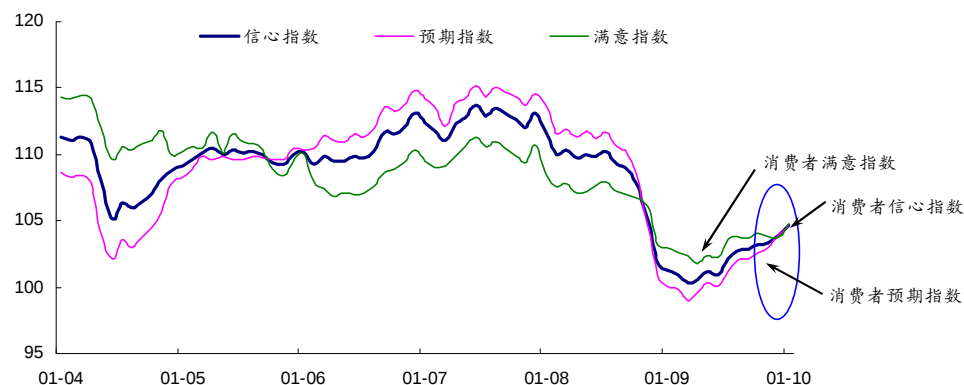
图 2: 零售业重点追踪数据概况

数据指标	已公布	最近一期公布日	与公司业绩的拟合程度	趋势分析
社会消费品零售总额	2月份	2月份数据已公布	强	【2010年1-2月社会消费品零售总额保持增长态势，同比增长达到17.9%】
CPI及食品、服装价格指数	2月份	2月份数据已公布	强	【CPI加速上涨，2月份同比上涨2.7】食品价格指数上涨6.2
全国百家重点大型零售企业零售额增速	1月份	1月份	强	【春节增速创造新高，同比增长24.5%】1月份百家重点大型零售企业零售总额同比下降7.1%，主要由于09年春节在1月份所造成的高基数，但比2009年12月增长了10.03%，整体增长趋势依然良好。
消费者信心指数	1月份	1月份	强	【信心指数继续回升】1月消费者信心指数104.7（09年12月103.9）

资料来源：中华商业信息中心，中金公司研究部

图 3: 消费者信心指数（月度数据，2月份数据3月下旬公布）

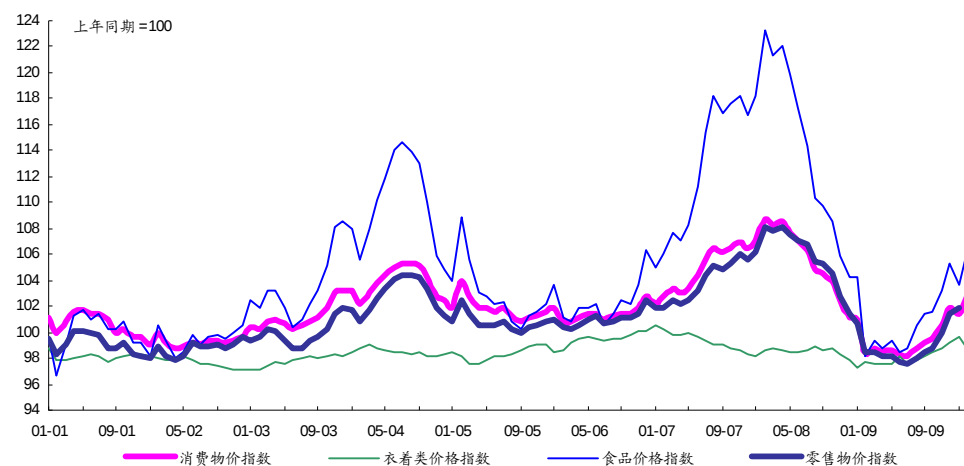
1月份消费者信心指数自09年7月以来持续回升，其中信心指数104.7（09年12月103.9），预期指数104.6（09年12月104.0），满意指数104.8（09年12月103.8）



资料来源：国家统计局

2月份居民消费价格同比上升2.7%。其中，城市上升2.6%，农村上升2.9%。分类别看，食品上升6.2%，居住上升3.0%，医疗保健和个人用品上升2.4%，烟酒及用品上升1.6%，娱乐教育文化用品及服务上升0.8%，交通和通信上升0.1%；衣着下降1.3%，家庭设备用品及维修服务下降0.8%。

图 4: CPI及食品价格指数，服装价格指数（月度数据，已公布2月份数据）

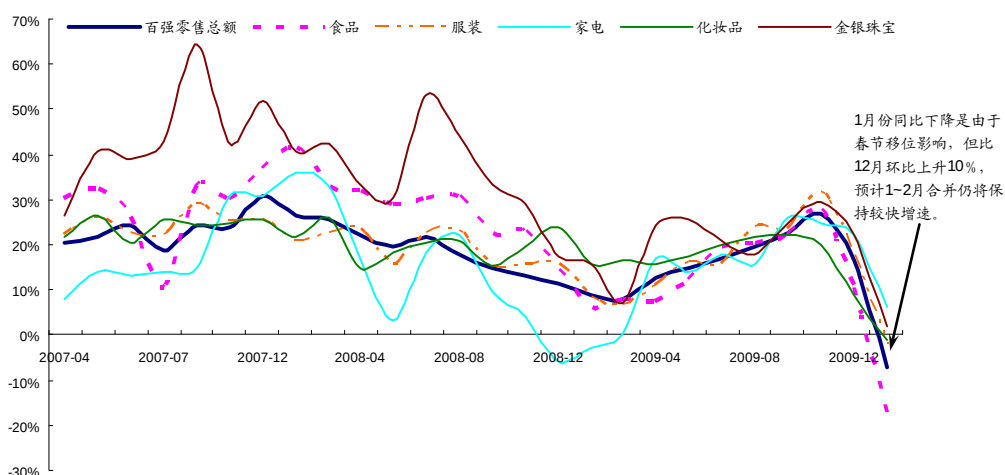


资料来源：国家统计局

2010 年 1 月百家大型零售企业零售额同比下降 7.11%，但比 2009 年 12 月增长了 10.03%。由于 2009 年的春节在 1 月，而 2010 年的春节在 2 月，使得 2010 年 1 月零售市场销售同比基础较大，导致增速呈现负增长，但整体增长趋势良好。

虎年春节期间（腊月三十至正月初六），百家大型零售企业实现零售额 43.3 亿元，同比增长 24.45%，增速比上年高于 17.85 个百分点。

图 5：百家重点零售企业销售增速（月度数据，已公布 1 月份）



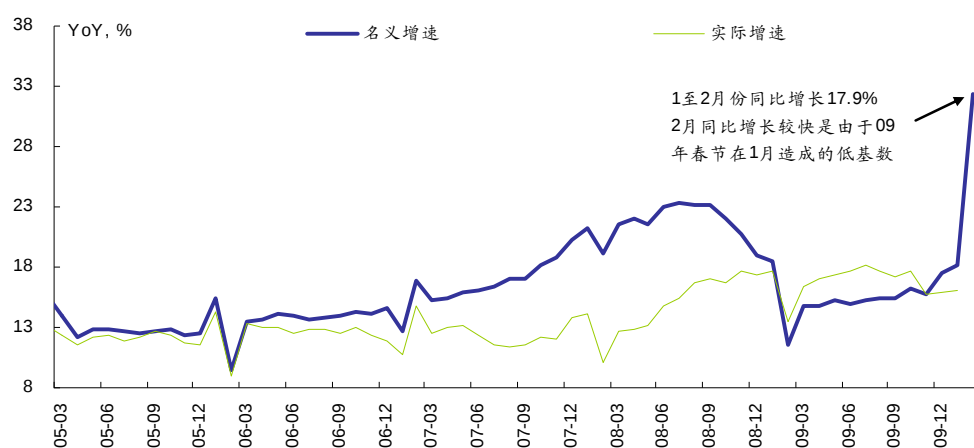
年份	元旦	春节	五一	端午	十一
2007	n.a.	23.5%	17.5%	n.a.	16.0%
2008	25.0%	24.4%	23.4%	n.a.	19.8%
2009	13.0%	6.6%	16.0%	15.0%	n.a.
2010	n.a.	24.5%			

资料来源：中华商业信息中心

1-2 月份，社会消费品零售总额累计 25052 亿元，同比增长 17.9%，比上年同期加快 2.7 个百分点，比 2009 年加快 2.4 个百分点。

按经营单位所在地分，1-2 月份，城镇消费品零售额累计 20748 亿元，同比增长 18.4%；乡村消费品零售额累计 4304 亿元，增长 15.5%。按消费形态分，1-2 月份，餐饮收入累计 2806 亿元，同比增长 17.3%；商品零售累计 22246 亿元，增长 17.9%。其中，限额以上企业（单位）商品零售额 8711 亿元，增长 29.2%。

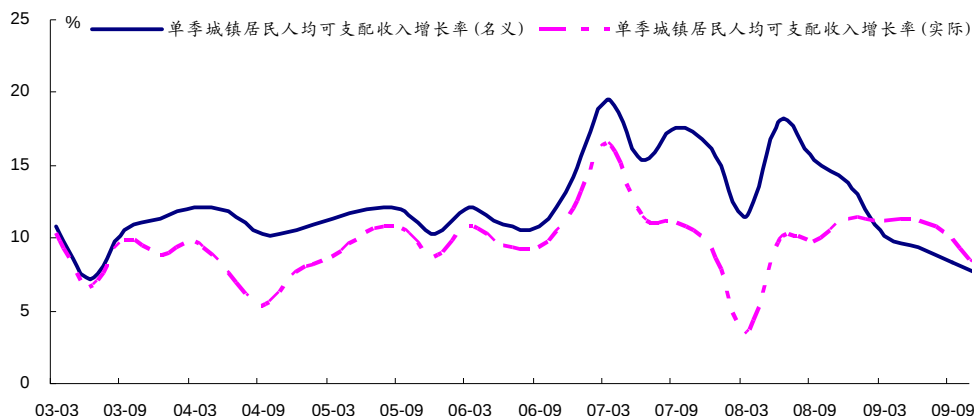
图 6：社会消费品零售总额实际名义增长（月度数据，已公布 2 月份数据）



资料来源：国家统计局

图 7: 城镇居民人均可支配收入增长率 (季度数据, 09 年 4 季度数据已公布)

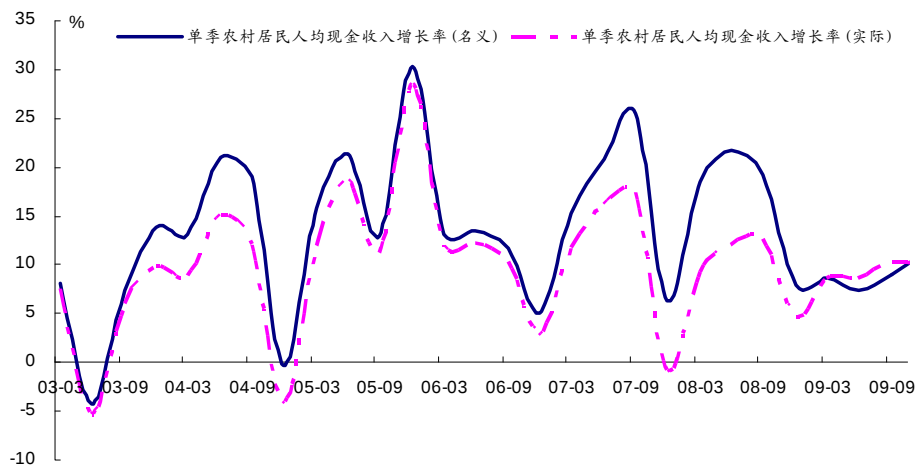
2009 年城镇居民人均可支配收入 17175.0 元, 同比增长 8.8%, 扣除价格因素, 实际增长 9.8%。



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

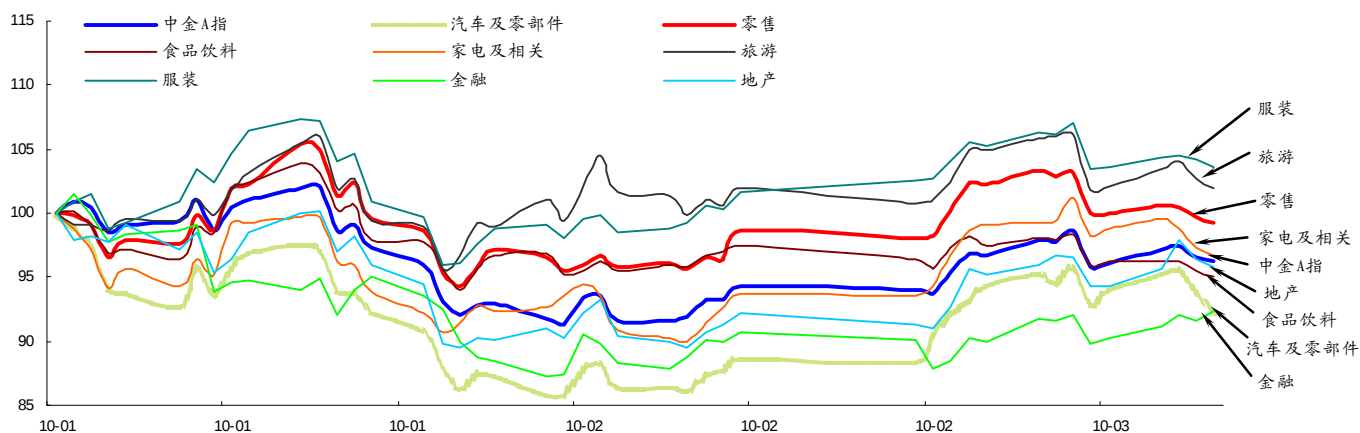
图 8: 农村居民人均现金收入增长率 (季度数据, 09 年 4 季度数据已公布)

2009 年农村居民人均现金收入 6270.2 元, 增长 9.3%, 扣除价格因素, 实际增长 9.6%



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图 9: A 股零售指数相对走势



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。