



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

观点聚焦
研究报告

2010 年 5 月 19 日

零售行业

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

通胀和人民币升值

引发商业物业市场价值重估

投资提示:

在昨天的反弹中,地产股中从事商业地产经营的中国国贸、金融街等表现优异,体现出了:在通胀和人民币升值预期、国家对住宅地产的调控环境下,投资者对商业资产的青睐。事实上,各城市最核心、最稀缺商圈的物业往往掌握在当地的老牌百货零售商手中。通胀和人民币升值的大环境将拉动我国商业物业市场价格的提升,资产价值重估有望带来新的投资机会。建议投资者关注资产价值明显高于市值的商业物业富裕型公司,享受价值回归带来的收益。

主要依据:

- 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。
- 国际对比显示,本币升值会引发的热钱涌入和本土资金投资商业地产的热情,作为稀缺资源的优质物业地产是本币升值的最大受益者之一。在上世纪 80 年代中后期的日元大幅升值周期中,日本商业物业大幅升值,东京地区商业物业地价最高年涨幅达到 60%。
- 资产隐藏价值值得挖掘。在上一轮 CPI 和本币汇率上升过程中,商业物业重估定价是零售板块的主要研究和投资方向之一,商业物业持有型公司显著跑赢板块。
- 拥有商业物业对零售商业绩和基本面也有实质性的拉动,体现在:1) 具备优质商业物业资产的公司往往在其所在城市消费者评价的排名中也非常领先——占据优势商圈本身就是零售商的核心竞争力之一;2) 租金与 CPI 有着明显的正向联动关系,拥有较多自有商业物业的公司能够较好规避这一成本压力,物业多的公司在通胀阶段经营利润率还会有所提升;3) 很多百货公司在各个门店划出部分面积出租给餐饮、电影院等经营者,以丰富商圈内的服务组合,通胀和人民币升值会带动物业价格和租金的提高,体现为零售商其它业务利润率的提高。

估值和投资建议:

- 关注商业物业存量丰富、具备网络综合优势的百货类公司,或商品城、购物中心的运营者。
- A 股的大商股份、百联股份、小商品城、欧亚集团物业资产存量遥遥领先,值得作为这一主题的配置重点。重庆百货、王府井、银座股份、友谊股份、鄂武商、新世界等拥有超过 20 万平米的物业,也值得关注。
- 1) 大商股份持有 150 万平米的自有商业物业,目前市值仅对应了 5835 元/平米的自有物业定价(低于全国行业物业平均价格,而其门店均在各城市的核心商圈),公司是我国第一大百货零售商、零售网络的综合价值也更为突出。管理层持股比例相对提升,潜在 MBO 一触即发,未来发展前途不可限量。
- 2) 上海本地股经过前期调整后也进入了可逐步建仓的阶段。其中,百联股份是上海第一大百货零售商,拥有 81 万平米的自有商业物业,目前市值仅对应了约 16200 元/平米的自有物业定价。
- 3) 小商品城 2010 年底有效出租面积将超 90 万平米,不断增加的面积以及巨大租金价差为其提供了长期的增长动力。
- 4) 欧亚集团部分大型门店位于市郊的非核心商圈或为新开店,因此市场给予的估价会较低,但具备提升潜力。
- 港股公司普遍物业持有较少,银泰百货、金鹰商贸持有面积领先,均值得关注。其中,银泰百货 2010 年将实现新门店的业绩反转、净利润增长有望达到 45% 的领先水平。2010 年市盈率只有 21x,是港股百货板块的首选。

目录

通胀引发更明显的商业物业升值	3
CPI 与租金	3
CPI 与商业物业价格	3
人民币升值有利商业物业价值重估，稀缺资源在百货公司手中	5
人民币升值与商业物业价格	5
各地老牌百货公司是核心商圈的拥有者	6
投资建议：关注商业物业富裕型公司	7
大商股份 (600694.CH)：业绩逐步释放，中长期投资价值突显	10
银泰百货 (1833.HK)：港股百货首选，盈利增速板块领先	12
百联股份 (600631.CH)：上海百货业龙头，世博效应将逐步体现	14
小商品城 (600415.CH)：稳定成长的全球小商品市场龙头	16

图表目录

图表 1：租金与CPI的关系	3
图表 2：商业物业价格与CPI的关系	4
图表 3：日元汇率与日本商业物业地价走势对比	5
图表 4：日元汇率与东京商业物业地价走势对比	5
图表 5：消费者问卷调查排名：百货类公司	6
图表 6：具备物业价值的公司在通胀上升阶段显著跑赢大盘	7
图表 7：主要百货及相关公司持有物业情况	8
图表 8：零售公司估值表	9
图表 9：大商股份主要财务，股票信息	10
图表 10：大商商业物业存量和网络构成	11
图表 11：大商NAV测算	11
图表 12：银泰百货主要财务，股票信息	12
图表 13：银泰商业物业存量和网络构成	13
图表 14：资产质量改善与收购情况	13
图表 15：门店盈利分拆	13
图表 16：百联股份主要财务，股票信息	14
图表 17：百联商业物业存量和网络构成	15
图表 18：百联NAV测算	15
图表 19：小商品城主要财务，股票信息	16

通胀引发更明显的商业物业升值

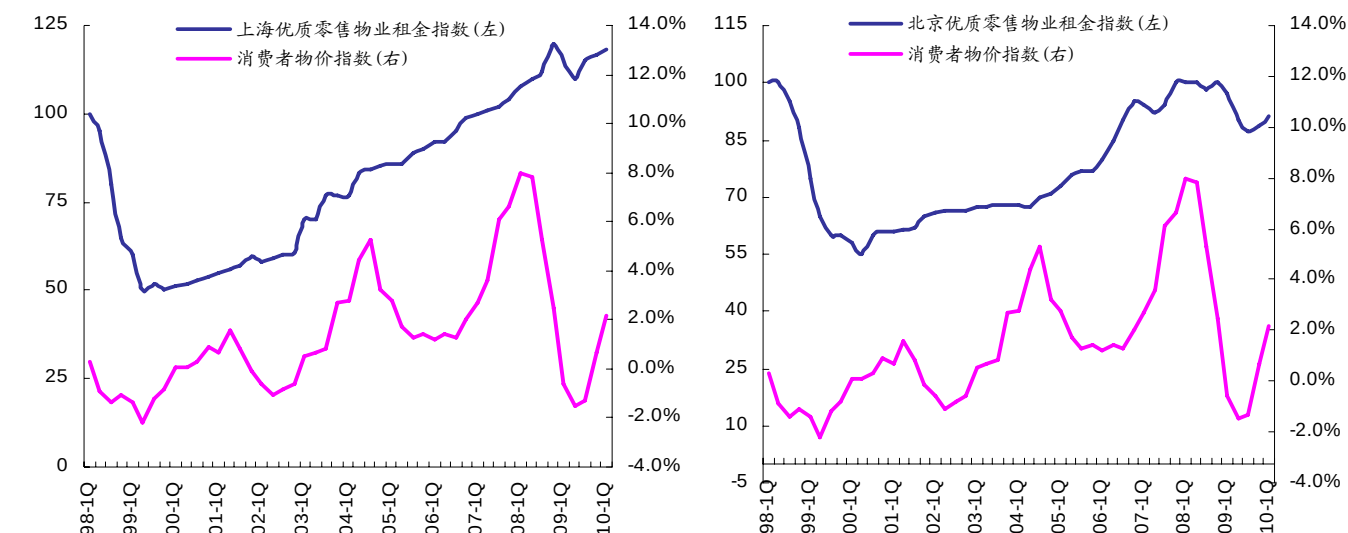
拥有商业物业的公司，在通胀情况下可保持折旧费用的平稳，而不受到市场租金上调的影响。更重要的是随着各类商品和资产价格的上涨，其拥有的商业物业也在明显升值。

CPI 与租金

零售物业的租金水平与 CPI 有着明显的联动关系。图表 1 中，我们用北京和上海的零售物业租金指数与 CPI 进行了对比，发现租金价格在 CPI 下降时会略有调整，但总体保持向上趋势；而在 CPI 显著上行过程中，会体现出较平常更加显著的升势。

决定物业内在价值的是其租金水平，因此租金水平的上扬能够直接推动零售物业市场价格的提升，这在通胀阶段是更为明显的趋势。

图表 1: 租金与 CPI 的关系



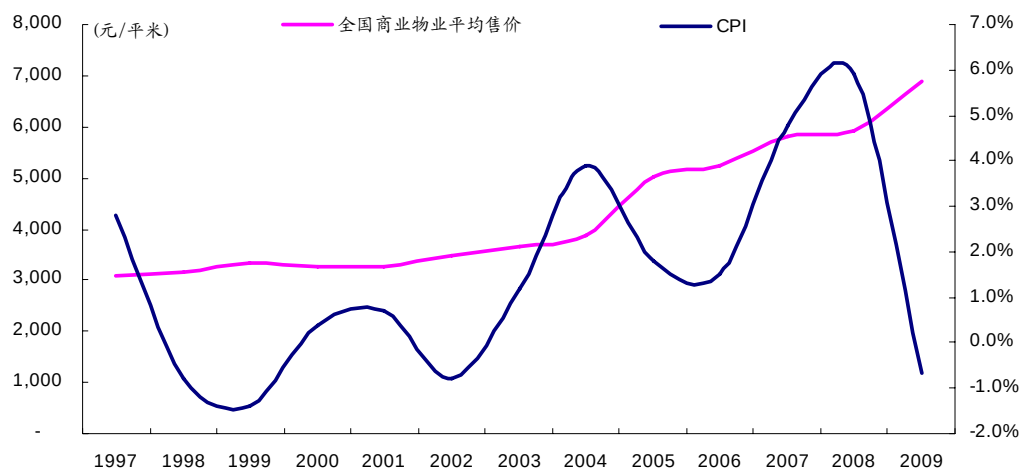
资料来源：世邦魏理仕，搜房网，中金公司研究部

CPI 与商业物业价格

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 经过一轮较大幅度提升后，商业物业价格也会登上一个新的台阶（图表 2）。

与住宅物业相比，我国商业物业上升趋势稳定，且受到的宏观政策调控压力远远小于住宅物业，因此是非常好的保值、升值型投资标的。

图表 2：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

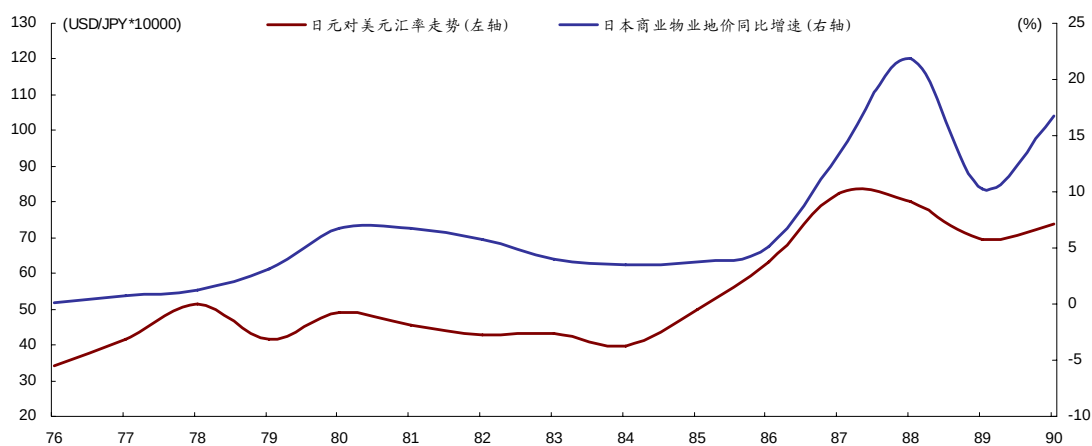
人民币升值有利商业物业价值重估，稀缺资源在百货公司手中

人民币升值与商业物业价格

人民币升值是个长期而渐进的过程。在此背景下，海外资本将大量流入，不断推高各类房地产和资源价格的提升。从历史上看，人民币升值的背景下，作为稀缺资源的优质物业地产业是本币升值的最大受益者之一。

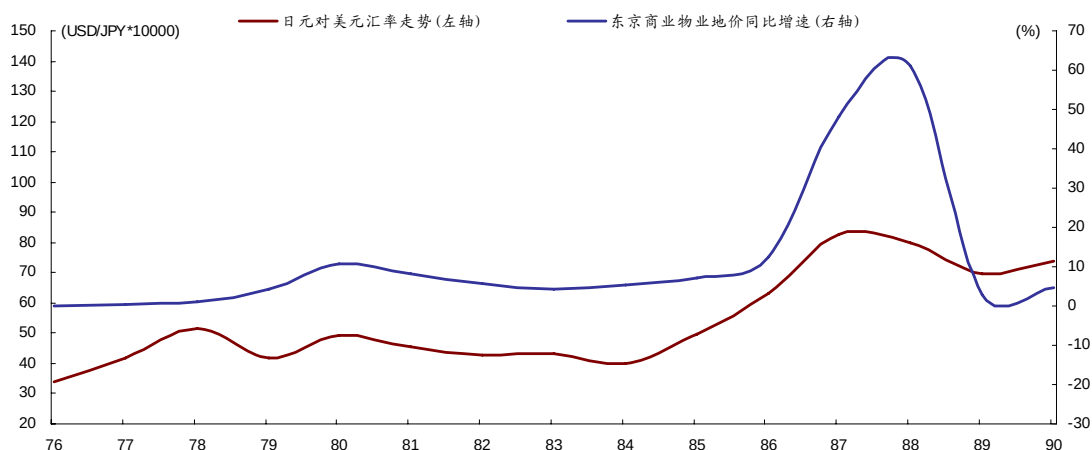
一个典型的例子是，上世纪 80 年代中后期日元大幅升值的周期中，日本商业物业大幅升值，其中东京地区商业物业地价最高年涨幅达到 60%。

图表 3：日元汇率与日本商业物业地价走势对比



资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

图表 4：日元汇率与东京商业物业地价走势对比



资料来源：彭博资讯，CEIC，中金公司研究部

各地老牌百货公司是核心商圈的拥有者

城市的发展和核心商圈的形成往往是先到先得，因此各个城市最核心商圈的物业往往掌握在当地的老品牌百货零售商手中。下表的排名来自我们的消费者问卷调查，消费者依据自身的认知选出了当地百货业的前三名。这些公司的门店往往经营历史长、占据该城市最为核心的商圈资源，这本身就是零售商的核心竞争力之一。

一些业内人士用“绝版”来形容好位置商业物业的稀缺性，在人民币持续保持升值及地产价格不断走高的情况下，其资产价值存在被严重低估的可能。

图表 5：消费者问卷调查排名：百货类公司

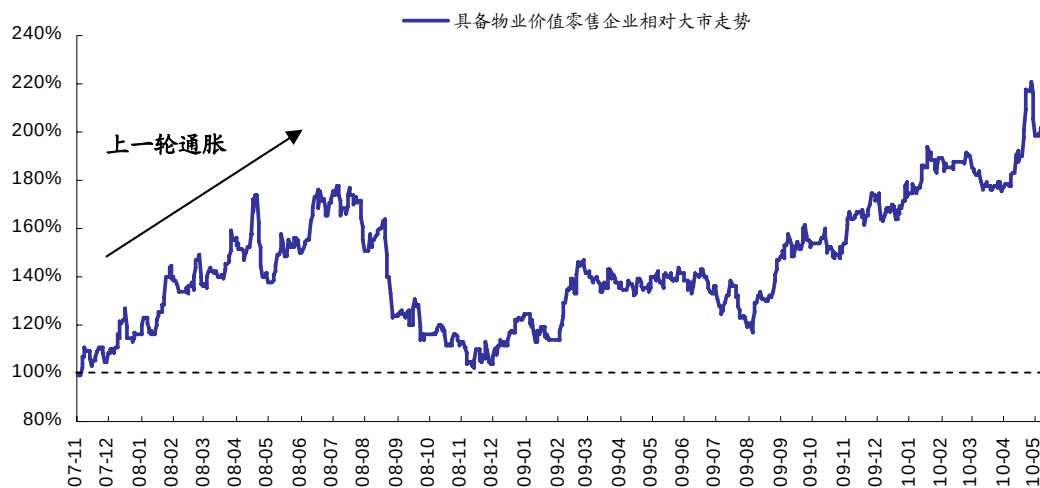
省份	第一名	第二名	第三名
一线城市			
北京	中友	君太	新世界
上海	百盛	百联	太平洋
深圳	天虹	茂业	-
广州	广州友谊	广百	-
东部沿海			
江苏	金鹰	大洋	南京新百
山东	银座	新星	-
福建	东百	大洋百货	-
浙江	银泰	解百	-
天津	津汇	百盛	劝业场
河北	保百	时代商厦	-
东北地区			
黑龙江	大商	百盛	-
吉林	欧亚	远大	松雷
辽宁	大商	百盛	-
中部地区			
河南	大商	丹尼斯	正道
湖北	新世界	武汉广场	大洋
江西	天虹	南昌百货大楼	-
内蒙古	维多利	王府井	-
湖南	王府井	家润多	平和堂
安徽	合百百货	商之都	百盛
山西	贵都	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：中金公司研究部消费者问卷调查

投资建议：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。在通胀阶段，物业富裕型公司的股价表现明显跑赢大盘。

图表 6：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

图表 7 显示：

- 1) 商业物业持有前 4 名的公司是：大商股份 (150 万平米)、百联股份 (81 万平米)、欧亚集团 (72 万平米)、小商品城 (70 万平米)；重庆百货、王府井、银座股份、友谊股份、鄂武商、上海新世界、银泰、金鹰等公司也持有 20 万平米以上的商业物业。
- 2) 其中，大商股份 (辽宁、黑龙江、河南三省第一)、欧亚集团、重庆百货即将收购的新世纪、银座、银泰、金鹰等公司在我们的问卷调查中获得了第一名的排名，体现出了良好的品牌优势和经营能力。

图表 7：主要百货及相关公司持有物业情况

公司	百货门店数量	进入省份	自有物业面积(万平米)	租赁面积	总面积	市值(亿元)
A股						
大商股份	73	5	150	141	290	123
百联股份	23	3	81	24	104	146
欧亚集团	9	2	72(部分门店处于非核心商圈或为新开店)	0	72	37
小商品城	3	1	70(经营面积)	0	70(经营面积)	254
重庆百货(含新世纪)	32(54)	3	20(41)	29(63)	49(104)	80
王府井	19	13	26	56	82	132
银座股份	40	2	25	64	89	75
友谊股份	6(南方商城等)	1	25	7	32	60
鄂武商	9(含收购十堰人商3家综合商场)	1	22	14	36	73
上海新世界	1(新世界城, 含丽笙大酒店)	1	21	0	21	61
合肥百货	14	1	19	12	31	65
豫园商城	豫园	1	13(房地产3)	0	16	188
益民商业	陕西南路、淮海路等出租物业	1	9	0	9	54
华联股份	9	6	7	24	32	34
天虹商场	35	7	4	81	85	160
港股						
金鹰商贸	16(另有管理门店1家)	4	36	15	51	272
银泰百货	20(另有管理门店1家)	3	21	60	81	116
百盛集团	35(另有管理门店12家)	22	8	72	80	314
香港新世界	22(另有管理门店11家)	14	9	51	60	109
春天百货	9(另有管理门店8家)	6	5	14	19	93

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

A 股重点推荐：

1) **大商股份**持有 150 万平米的自有商业物业，目前市值仅对应了 5835 元/平米的自有物业定价（低于全国行业物业平均价格，而其门店均在各城市的核心商圈），且其零售网络的综合价值也很更为突出。管理层持股比例相对提升，潜在 MBO 一触即发，未来发展前途不可限量。

2) 以**百联股份**为代表的**上海本地股**经过前期调整后也进入了可逐步建仓的阶段。其中，百联股份是上海第一大百货零售商，持有 81 万平米的自有商业物业，目前市值仅对应了约 16200 元/平米的自有物业定价。

3) **商品城或购物中心运营商**：小商品城经营模式独特，自有物业充裕，不断增加的营业面积以及巨大的租金价差为小商品城提供长期的增长动力和成长空间。

4) **欧亚集团**：部分大型门店位于市郊的非核心商圈或为新开店（如持股 40% 的 52 万平米欧亚卖场处于郊区），因此市场给予的估价会较低，但具备提升潜力。

港股公司普遍物业持有较少，**银泰百货**、**金鹰集团**商业物业持有面积领先，均值得关注。其中，银泰百货 2010 年将实现新门店的业绩反转、净利润增长有望达到 45% 的行业领先水平。2010 年市盈率只有 21x 值得作为港股百货板块的首选。

图表 8：零售公司估值表

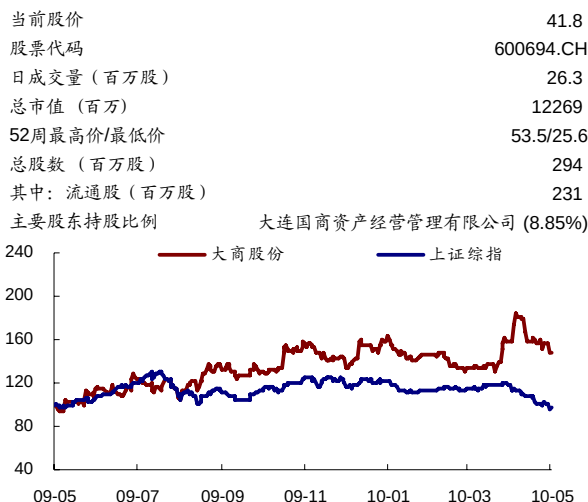
子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	市净率	股价/经营现金流	PEG		
					2009A	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E				
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	11.20	31,448	911	8.3%	1076	18.2%	1337	24.2%	0.37	0.45	0.58	30.4	25.1	19.3	21.1%	7.1	16.0	1.2
	825.HK	新世界	6.49	10,943	498	7.7%	570	14.3%	685	20.3%	0.30	0.34	0.41	22.0	19.2	16.0	17.3%	2.5	12.1	1.1
	600694.CH	大商股份	41.77	12,269	-116	-	302	-	508	68.2%	-0.40	1.03	1.73	-	40.6	24.2	-	4.1	10.0	-
	600859.CH	王府井	33.54	13,180	384	11.7%	469	22.0%	586	25.0%	0.98	1.19	1.49	34.3	28.1	22.5	23.5%	5.6	11.3	1.2
高档定位	000987.CH	广州友谊	22.57	8,102	285	10.9%	343	20.3%	459	33.6%	0.79	0.96	1.28	28.4	23.6	17.7	26.8%	6.2	18.4	0.9
区域型	600631.CH	百联股份	13.29	14,633	404	13.4%	514	27.2%	637	23.8%	0.37	0.47	0.58	36.2	28.4	23.0	25.5%	2.0	11.5	1.1
	600631.CH	百联股份(考虑出售资产收益)	13.29	14,633	404	13.4%	567	40.3%	720	26.9%	0.37	0.52	0.65	36.2	25.8	20.3	33.5%	2.0	11.5	0.8
	600628.CH	上海新世界	11.55	6,142	180	10.7%	228	26.4%	276	21.0%	0.34	0.43	0.52	34.1	26.9	22.3	23.7%	3.5	19.9	1.1
	000417.CH	合肥百货	13.48	6,467	201	66.9%	260	29.6%	339	30.2%	0.42	0.54	0.71	32.2	24.8	19.1	29.9%	6.3	9.5	0.8
	000417.CH	合肥百货(经营性)	13.48	6,467	175	50.3%	250	42.7%	329	31.5%	0.37	0.52	0.69	36.9	25.8	19.6	37.0%	6.3	9.5	0.7
	1833.HK	银泰百货	6.62	11,605	331	25.7%	481	45.2%	651	35.3%	0.21	0.32	0.45	30.8	20.7	14.6	40.2%	3.0	12.7	0.5
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	14.02	27,217	745	30.2%	954	28.0%	1216	27.5%	0.44	0.57	0.76	32.1	24.5	18.4	27.7%	8.2	15.4	0.9
	600858.CH	银座股份	25.88	7,477	119	-16.4%	235	97.7%	310	31.9%	0.41	0.81	1.07	62.9	31.8	24.1	61.5%	5.0	53.3	0.5
	600697.CH	欧亚集团	23.53	3,743	111	4.6%	134	20.1%	166	24.2%	0.70	0.84	1.04	33.6	28.0	22.6	22.1%	4.7	5.7	1.3
	600729.CH	重庆百货	39.27	8,011	157	-3.6%	488	-	589	20.7%	0.77	1.28	1.54	51.1	30.7	25.5	22.1%	8.5	14.7	1.4
000501.CH	鄂武商(经营性)	14.44	7,325	201	3.6%	251	25.1%	312	24.0%	0.40	0.50	0.61	36.4	29.1	23.5	24.5%	5.2	7.8	1.2	
金铺	600612.CH	老凤祥	30.98	10,437	130	85.1%	273	110.0%	330	21.1%	0.39	0.81	0.98	80.4	38.3	31.6	59.4%	8.8	-	0.6
	600655.CH	豫园商城	23.59	18,837	481	46.5%	605	25.7%	743	22.7%	0.60	0.76	0.93	39.1	31.1	25.4	24.2%	4.7	32.3	1.3
商业地产开发	000882.CH	华联股份	6.95	3,432	74	47.3%	100	35.2%	140	40.0%	0.15	0.20	0.28	46.4	34.3	24.5	37.6%	2.2	20.5	0.9
	600415.CH	小商品城	18.69	25,433	916	50.4%	1169	27.7%	1666	42.5%	0.67	0.86	1.22	27.8	21.8	15.3	34.9%	4.6	-	0.6
	600415.CH	小商品城(不考虑房地产业务)	18.69								0.67	0.73	0.97	27.8	25.6	19.2				
超市类公司																				
大型综合超市	600361.CH	华联综超	7.81	3,786	61	-48.1%	115	89.4%	146	27.2%	0.13	0.24	0.30	62.3	32.9	25.9	55.2%	2.1	17.3	0.6
	000759.CH	武汉中百	11.20	7,627	213	24.1%	289	35.3%	386	33.8%	0.31	0.42	0.57	35.8	26.4	19.8	34.5%	4.4	11.2	0.8
	002251.CH	步步高	21.50	5,813	165	1.5%	201	21.7%	252	25.4%	0.61	0.74	0.93	35.2	28.9	23.1	23.5%	3.7	14.1	1.2
	002264.CH	新华都	17.62	2,825	69	6.5%	84	22.0%	107	27.2%	0.43	0.52	0.66	41.1	33.7	26.5	24.6%	3.7	8.6	1.4
	814.HK	京客隆	8.16	3,364	148	-5.7%	178	20.1%	210	18.3%	0.41	0.50	0.62	20.0	16.3	13.1	19.2%	2.1	71.7	0.8
	980.HK	联华超市	26.05	16,203	507	22.9%	619	22.2%	755	21.8%	0.93	1.16	1.48	28.1	22.5	17.6	22.0%	5.8	10.9	1.0
	8277.HK	物美集团	14.58	17,793	438	21.2%	547	24.9%	684	25.0%	0.41	0.52	0.68	35.8	28.0	21.3	25.0%	7.9	16.8	1.1
家电及电子消费品																				
手机分销	493.HK	国美电器	2.31	34,778	1,394	-24.3%	1,806	29.5%	2,143	18.7%	0.09	0.12	0.15	26.3	19.8	15.9	24.0%	3.1	-	0.8
	002024.CH	苏宁电器	10.17	71,151	2890	33.2%	3596	24.4%	4412	22.7%	0.41	0.51	0.63	24.6	19.8	16.1	23.6%	3.3	8.5	0.8
天音控股	000829.CH	天音控股	14.20	13,446	190	36.7%	621	227.3%	912	46.9%	0.20	0.66	0.96	70.9	21.7	14.7	119.3%	7.4	13.8	0.2
	000829.CH	天音控股(考虑出售资产收益)	14.20	13,446	285	105.2%	741	160.2%	912	23.1%	0.30	0.78	0.96	47.2	18.2	14.7	79.0%	7.4	13.8	0.2

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

大商股份 (600694.CH)：业绩逐步释放，中长期投资价值突显

图表 9：大商股份主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	14,969	18,850	21,163	24,652	29,125
(+/-%)	31.1%	25.9%	12.3%	16.5%	18.1%
毛利	3,048	3,668	3,919	4,700	5,658
(+/-%)	28.7%	20.4%	6.8%	19.9%	20.4%
净利润	303	232	-116	302	508
(+/-%)	0.7%	-23.7%	-	-	68.2%
每股收益 (元)	1.03	0.79	-0.40	1.03	1.73
市盈率	40.4	53.0	-	40.6	24.2
经营现金流	889	1,211	1,226	1,584	1,786
股价/经营现金	13.8	10.1	10.0	7.7	6.9
市净率	4.3	3.9	4.1	3.7	3.2
净资产收益率 (%)	10.9	7.7	-3.8	9.6	14.3



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资建议

最大的百货零售网络和最大的核心商圈物业存量。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 73 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 290 万平米（其中 150 万平米为自有商业物业）。

虽然经历了 2009 年的改制和压制业绩，公司的**经营管理水平仍处于行业优秀水平**，体现在：1）公司在各城市的门店几乎都是当地消费者最认可，客流量最旺盛的；2）经营现金流是净利润的 5 倍以上；3）存货周转效率日益提升。

估值

如果商业物业假设为 10000 元/平米，则每股合理估值 63 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 5835 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。

我们估计大商的正常净利润应当在 8 亿元左右，给予 25 倍的市盈率，能够对应 200 亿的市值。**今年一季度公司业绩已由负转正，随着业绩的上台阶，实质性盈利水平有望在股价中得以反映。**

关注

目前大商集团持有股份累计达到了 9.85%（其中，通过大商国际持有 8.8%，通过其它子公司持有 1.05%），大商管理层正在实现潜在的 MBO，未来发展前途不可限量。更重要的是，其领先的资产存量和升值潜力为该股股价提供了有力的基本面支持，在大市调整中吸纳，有望享受价值回归的收益。

图表 10: 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	儒商百货莱苑店	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	佳木斯华联商厦	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
					70	延吉千盛购物广场	2009.1	50,000	租赁
					71	漯河新玛特购物广场	2009.6	53,000	租赁
					72	新乡新玛特购物广场	2009.6	70,000	租赁
					73	本溪新玛特	2009.12	70,000	租赁
合计			1,497,091					1,405,335	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算

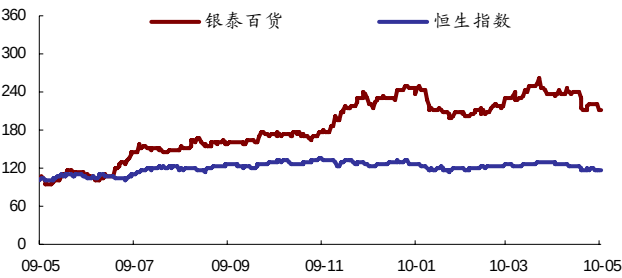
图表 11: 大商 NAV 测算

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	7
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	28
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	185
股价	元	42
股本	亿股	3
目前市值	亿元	123
NAV高出市值	-	51%
NAV对应每股	元	63
目前股价对应每平米价值	元	5,835

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算

银泰百货 (1833.HK)：港股百货首选，盈利增速板块领先

图表 12：银泰百货主要财务，股票信息

(人民币 百万)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	股票代码	1833.HK
营业收入	884	1,225	1,572	2,170	2,860	股价	HK\$6.6
(+/-)	30.7%	38.5%	28.4%	38.1%	31.8%	日成交量 (百万股)	5.40
净利润	378	378	463	561	711	52周最高价/最低价	HK\$9.40/3.00
(+/-)	83.3%	-0.2%	22.5%	21.3%	26.7%	总股数 (百万股)	1,753
经营性净利润	298	264	331	481	651	市值 (百万)	11,605
(+/-)	44.6%	-11.5%	25.7%	45.2%	35.3%	主要股东	银泰国际控股 (44.24%)
每股收益 (港币)	0.23	0.24	0.26	0.37	0.49		
经营性每股收益 (港币)	0.18	0.17	0.21	0.32	0.45		
市盈率	28.8	27.0	25.1	17.8	13.4		
经营性市盈率	36.6	38.7	30.8	20.7	14.6		
总资产收益率	9.0%	5.6%	6.3%	7.2%	8.4%		
净资产收益率	15.8%	10.6%	13.8%	15.6%	18.2%		
市净率	2.9	3.2	3.0	2.7	2.4		
股息收益率	1.0%	1.1%	2.2%	2.7%	3.6%		

资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资建议

银泰百货是浙江地区最大百货店零售商，公司拥有 21 万平米的自有商业物业，在香港零售板块处于领先水平。公司 2007-2009 年新开 17 家自营门店和 1 家管理门店（每年平均新增门店超过 5 家），快速拓展导致的新店亏损与 2008 年爆发的金融危机导致公司 2008 和 2009 年上半年业绩处于低谷，经营性净利润分别下降了 11.5% 和 19%。

2009 年下半年得益于利润率改善和成本控制，公司经营性净利润同比增长 110%，半年度环比增长 35%；2010 年 1 季度公司同店增速已超过 18%，销售总额增长 40% 以上，呈现出进一步向好趋势。我们预计，随着消费市场的进一步复苏，公司有望实现业绩反转，盈利增速将居于板块领先水平。

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。

估值

银泰百货是我们港股百货零售公司中的首选，随着业绩增长的加快，有望实现价值重估。目前 2010 和 2011 年市盈率分别为 21 倍和 15 倍，明显低于可比公司（百盛：25 倍和 19 倍；金鹰：25 倍和 18 倍）。第一目标价 9.6 港元（对应 2010 年预测经营性每股收益 30 倍）。12 个月目标价格 11.3 港元（对应 2011 年预测经营性每股收益 25 倍，对应 2010 年经营性每股收益 35 倍，与目前 2009 年市盈率持平）。

财务

随着更多新门店的成熟和同店增速的提升，银泰百货业绩弹性将更高。预计 2010 和 2011 年经营性净利润增速将达到 +45% 和 +35%，在港股零售公司中处于最高水平。

图表 13: 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
2009年前开业						
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	浙江舟山	2009-01	23,931	19,438	租赁	100%
浙江	杭州庆春	2009-04	94,000	51,292	租赁	100%
浙江	义乌伊美	2009-04	25,700	22,791	租赁	52%
浙江	金华银泰天地	2009-09	73,598	46,700	自有	100%
浙江	宁波江东	2009-12	38,000	26,600	租赁	100%
湖北	仙桃	2009-12	54,000	26,900	租赁	66%
门店储备						
浙江	富阳	2010-04	26,000	n.a.	租赁	100%
安徽	华侨广场	2011下半年	100,000	n.a.	自有	100%
北京	大红门	2011末	49,500	n.a.	租赁	100%
浙江	慈溪	2011-12	70,000	n.a.	自有	100%
浙江	新湖滨	2011	100,000	n.a.	自有	50%
浙江	台州	2012	58,000	n.a.	租赁	100%
河南	郑州紫荆山	2012	100,000	n.a.	自有	70%
湖北	汉口广场	2012	60,000	n.a.	自有	90%
浙江	杭州西店	2013	160,000	n.a.	待定	

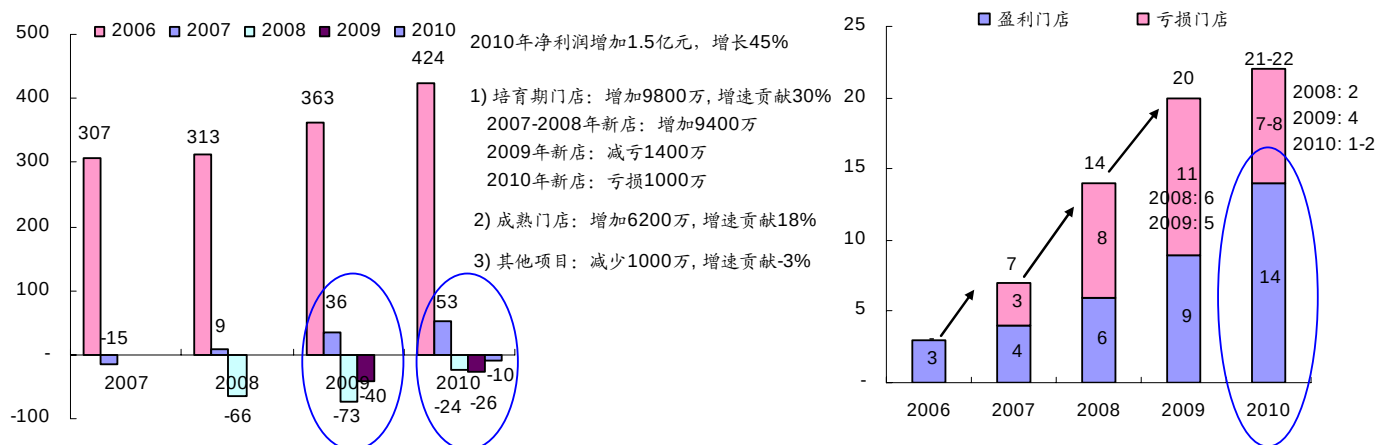
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算

图表 14: 资产质量改善与收购情况

项目	回收现金	效果	备注	交易	对价	交易时间	主要条款	进展
北京乐天银泰店 50% 股权	1.45 亿	大幅减亏	分四笔支付, 至 2012 年付清	临平银泰 30% 股权收购	700 万	2009-3-31	相当于 6.7 倍 09 年市盈率	已完成
湖滨项目 50% 股权	5.14 亿	减亏	分四笔支付, 至 2010 年付清	金华银泰天地 40% 股权收购	4700 万	2009-10-27	商场总面积 8.6 万平方米, 折合收购价不到 9000 元/平方米	已完成
武林东楼土地	2.12 亿	增强企业流动性	已收到全部款项	慈溪地块	2.4 亿	2009-11-20	获得 3 万平方米商业用地, 建筑面积可达 10 万平方米	建设中
金融资产	5.78 亿	增强企业流动性	百大减至 14.57%, 中兴、动向全部减持	仙桃供销社商城大厦 65.8% 股权收购	1.77 亿	2009-12-9	商场总面积 5.4 万平方米, 约 8 至 9 倍 09 年市盈率	已完成
合计	14.49 亿			合计	4.71 亿			

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 15: 门店盈利分析

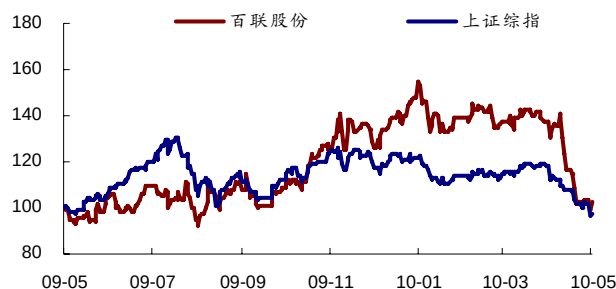


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

百联股份 (600631.CH)：上海百货业龙头，世博效应将逐步体现

图表 16：百联股份主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E		
营业收入	8,429	9,177	10,274	12,102	13,858	当前股价	13.29
(+/-%)	-3.7%	8.9%	11.9%	17.8%	14.5%	股票代码	600631.CH
利润总额	614	562	641	820	1,002	日成交量 (百万股)	9
(+/-%)	32.1%	-8.6%	14.1%	27.9%	22.2%	52周最高价/最低价	20.24/11.69
净利润	355	357	404	514	637	总市值(百万)	14633
(+/-%)	28.9%	0.5%	13.4%	27.2%	23.8%	目前总股数 (百万股)	1101
-考虑(酒店公寓商铺出售)	355	357	404	567	720	其中：流通股 (百万股)	1101
(+/-%)	28.9%	0.5%	13.4%	40.3%	26.9%	主要股东 (持股比例)	百联集团 (44.01%)
每股收益 (元)	0.32	0.32	0.37	0.47	0.58		
-考虑(酒店公寓商铺出售)	0.32	0.32	0.37	0.52	0.65		
每股经营现金流 (元)	0.93	1.02	1.15	1.29	1.40		
市盈率	41.2	41.0	36.2	28.4	23.0		
-考虑(酒店公寓商铺出售)	36.2	25.8	20.3				
市净率	2.7	2.7	2.0	1.8	1.7		
股价/经营现金	14.3	13.1	11.5	10.3	9.5		
净资产收益率 (%)	7.7%	7.7%	6.1%	7.4%	8.7%		
投入资本回报率 (%)	4.4%	3.9%	4.2%	5.3%	6.4%		
股息收益率 (%)	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%		



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资建议

百联股份是上海最大的百货零售商，在上海和沈阳拥有 71 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。公司资产价值突出，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 49%。同时，公司在世博会、上海国有资产重组中也有望实质性获益。

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。公司是上海本地零售商中唯一一家在作持续扩张的公司，因此世博会对公司业绩的拉动将不会是一次性的，新店招租率的提升和逐渐成熟有望为公司带来持续的业绩拉动。

估值

公司前期股价调整幅度已接近 25%，目前 2010 年市盈率仅 28x，市净率仅 2.0x，处于板块中端，但业绩增速在板块高端，具备性价比，可逢低吸纳。

财务

我们认为，随着经济复苏和世博会对消费的拉动，公司 2010 年有望享受老店销售提升和新店培育期缩短的双重拉动，业绩快速增长确定性强，二季度起有望提速。目前公司 1 季度盈利占我们全年预测的 33% 左右，盈利预测仍具备保守性。

图表 17: 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	1993-1-1
2	八佰伴	13.0	64%	自有	都市型	1995-12-1
3	新华联	2.6	70%	自有	都市型	1996-12-1
4	东方商厦杨浦店(华联杨浦)	3.2	100%	自有	都市型	2001-12-1
5	东方商厦南京东路店	5.5	100%	自有	都市型	2005-1-1
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	2008-1-1
8	市百一店	2.5	100%	自有	老字号	1949-10-1
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	1993-11-1
13	上海一百松江店	0.3	100%	自有	社区百货	1994-12-1
14	华联普陀	1.2	90%	租赁	社区百货	2000-12-1
15	华联张杨	0.9	100%	自有	社区百货	2003-9-1
16	青浦奥特莱斯名品折扣店	12.0	95%	自有	名品折扣店	2006-4-1
17	浦东华联购物中心	2.0	100%	自有	购物中心	2002-1-1
18	百联中环购物中心	24.0	51%	自有	购物中心	2006-12-1
19	上海又一城	12.0	100%	自有	购物中心	2007-4-1
20	一百商城	4.2	100%	自有	购物中心	2007-12-1
21	南上海购物中心	4.5	100%	租赁	购物中心	2008-1-1
22	沈阳购物中心	10.3	100%	自有	购物中心	2008-1-1
23	重庆南岸上海城购物中心	13.6	100%	租赁	购物中心	2009-12-18
权益面积合计		104.3				
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 18: 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	2.0	12.8	26
持有股票市值(海通证券等)			19
非上市公司投资			0
银行负债(含短期融资券)			-36
银行存款			8
NAV合计			217
每股NAV			20
目前市值	股价	13.3	146
NAV高出市值			49%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算

小商品城 (600415.CH)：稳定成长的全球小商品市场龙头

李永喜

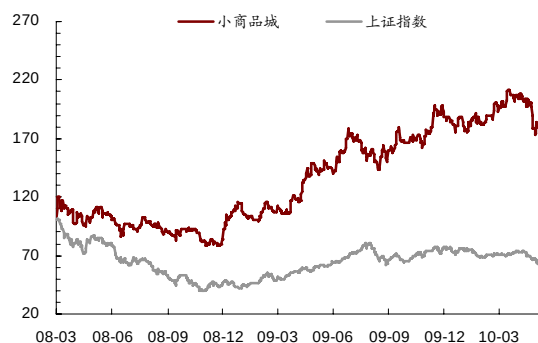
分析师，SAC 执业证书编号：S0080207120070

liyx@cicc.com.cn

图表 19：小商品城主要财务，股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	2,906	2,640	3,763	4,032	5,541
(+/-)	54%	-9%	43%	7%	37%
主营业务利润	943	1,163	1,572	1,893	2,699
(+/-)	24%	23%	35%	20%	43%
净利润	362	609	916	1,169	1,666
每股盈利 (元)	0.27	0.45	0.67	0.86	1.22
(+/-)	20%	68%	50%	28%	43%
市盈率	70.2	41.8	27.8	21.8	15.3
市净率	21.97	16.73	4.60	3.99	3.37
EV/EBITDA	1.74	5.26	7.63	12.44	8.17
净资产收益率	19.2%	17.3%	15.4%	16.8%	19.9%
ROCE	26.5%	16.6%	15.0%	16.6%	19.7%
现金分红收益率	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.2	3.9	(0.2)	1.0	2.1
股价/经营现金	109.9	4.8	(93.7)	18.2	8.7

	A股
当前股价	人民币18.69
股票代码	600415.CH
日成交量(百万股)	11.8
52周最高价/最低价	人民币25.63/16.21
总市值	25,433
发行股数(百万股)	1361
其中：流通股(百万股)	601
主要股东(持股比例)	义乌市国有资产投资控股有限公司(26.53%)



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资建议

受超出预期的房地产政策影响，近期公司股价大幅下挫。目前股价对应 2010 年和 2011 年市盈率分别为 21.8x 和 15.3x，反映了对市场对其房地产业务的悲观预期。我们认为随着国际商贸城三期二阶段于今年四季度（预计 10 月份）开业，市场关注点仍将回归公司稳健增长的市场经营业务，估值有望逐步回升。维持审慎推荐，建议长期投资者积极介入。

理由及关注

小商品城是我国最大的商品集散市场经营者，公司拥有营业面积 400 余万平方米，由国际商贸城、篁园市场和宾王市场三个市场集群组成，商位达 6.2 万个、日客流量 20 多万人次，是中国最大的小商品出口基地之一。2009 年，中国小商品城实现成交额 411.6 亿元，同比增长 7.8%，连续 19 年位居全国同类批发市场榜首。

我们认为由于房地产业务在公司整体盈利中占比不大（15%），市场经营业务仍然是公司的主要利润来源，同时随着国际商贸城三期二阶段今年 10 月份开业，届时公司有效出租面积将超过 90 万平米，2010 年市场经营收入预计超过 20 亿元，由于新开业面积在 2011 年全年贡献盈利，2011 年公司市场经营业务将同比增长 29%，达到 25 亿元。

后续成长空间：装修改造后的篁园市场投入使用；预计之后宾王市场也将进行重建改造，扩大经营面积。政府完成国企改革，明确以上市公司为平台，做大市场经营业务。后续恒大公司的市场经营相关资产注入上市公司可以预期。

房地产业务加大业绩弹性。公司年初公告竞得江西南昌 10.8 万平米土地使用权，使得公司未来几年将有杭州东城印象、义乌荷叶塘、杭州新城和南昌凤凰洲四个地产项目，建筑面积接近 70 万平米。房地产业务持续性增强，加大了公司业绩弹性，也是目前市场担心所在。我们预计今年房地产业务贡献每股收益 0.13 元，占 15.4%。

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

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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。