

零售

兰飞燕 S0960200010019

0755-82026706

lanfeiyan@cjis.cn

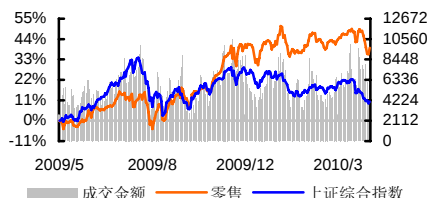
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	62
总市值(亿元)	4061
占A股比例(%)	1.12%
平均市盈率(倍)	85.82

行业表现

(%)	1M	3M	6M
零售	-2.19	-9.44	-7.29
上证综合指数	-6.57	-17.13	-24.62



相关报告

《行业研究-零售贸易-2010年投资策略》

2009-12-25

《零售-2010年二季度策略报告-行业稳步增长、关注规模及品牌优势企业》2010-4-1

零售行业 2010 年下半年投资策略

看好

行业增长确定，关注低估值、品牌优势公司

投资要点:

- **宏观消费数据稳步增长。**2010 年社会消费品零售总额 47884 亿元，同比增长 18.1%，比上年同期加快 3.1 个百分点；分产品类别看，1-4 月份，金银珠宝作为消费升级类产品，增速较快（37%），耐用消费品增速较快，其中家具（37%）、建筑装潢（27.4%）、家电（30.7%）、汽车（39%）；2010 年 1-3 月份消费者信心指数分别为 104.7、104.2、107.9，正逐步回升，特别是 3 月份、提升势头明显；4 月份 CPI 为 2.8%，未来通胀预期强烈。
- **重点零售上市公司经营回顾。**在低基数效应及消费环境好转影响下，22 家重点零售公司销售同比增速由 2009Q3 的 9.47% 提升到 2009Q4 的 36.42% 及 2010Q1 的 25%、净利润同比增速由 2009Q3 的 15.84% 提升到 2009Q4 的 52.94% 及 2010Q1 的 45.65%（净利润的影响因素更多、波动也更大）；百货零售商 2009Q3、2009Q4、2010Q1 的综合毛利率率分别下滑 1.09、0.42、0.04 个百分点，而超市零售商 2009Q3、2010Q1 综合毛利率分别上升 0.30、0.27 个百分点，总体看，超市连锁企业促销行为少、规模效应明显，综合毛利率更为稳定。
- **2010 年零售上市公司业绩同比增速有望提升 5-10 个百分点。**随着经济的持续复苏、及消费信心的增强，预计 2010 年重点零售上市公司收入同比增速在 15%-20%，达到 2006、2007 年水平，较 2009 年提升约 5 个百分点（2006、2007 年重点零售上市公司收入同比增速 20.55%、18.53%）；2010 年零售公司的促销打折力度将减少、收入的增速也将会快于 2009 年，因此、费用率将有略微的下降；预计 2010 年净利润增速约为 20-25%，较 2009 年提升 5-10 个百分点；随着低基数效应的逐步消失，2010 年公司业绩会呈现“前高后低”态势。
- **行业评级。**在转变增长方式、促内需的大政策背景下，消费信心将逐步增强、零售业维持较高的景气度。2010 年零售上市公司的收入、净利润增速有望较 2009 年提高 5-10 个百分点。维持行业“看好”的投资评级。
- **投资策略。**（1）百货子行业受益消费升级、其内生增长将高于超市及专业连锁，关注扩张稳健、管理优秀的全国性连锁百货代表王府井（600859）；定向增发收购少数股东权益增厚盈利的合肥百货（000417）；区域连锁百货代表银座股份（600858）；2010 年进行重组、规模效应和协同效应明显的重庆百货（600729）。（2）家电连锁：苏宁电器 2010 年的业绩同比增速可达约 50%、目前估值位于连锁零售上市公司的最低端（2010 年 PE 约为 17 倍），建议关注。（3）连锁超市子行业预计 2010 年在通胀刺激下、同店销售能实现较高位数的增长，板块存在一定机会。关注新华都（002264），其销售基数低、未来扩张空间更大；股权激励措施的实施，使公司增长动力更强。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
002024	苏宁电器	0.41	0.63	0.78	0.98	27.56	17.94	14.49	11.53	强烈推荐
00417	合肥百货	0.35	0.47	0.62	0.83	44.86	33.40	25.32	18.92	推荐
600859	王府井	0.98	1.23	1.58	2.03	36.02	28.70	22.34	17.39	推荐
600858	银座股份	0.51	0.75	0.95	1.19	52.94	36.00	28.42	22.69	推荐
600729	重庆百货	0.77	1.29	1.61	2.06	53.25	31.78	25.47	19.90	推荐
002264	新华都	0.43	0.65	1.10	1.55	43.02	28.46	16.82	11.94	推荐

目 录

一、宏观数据	4
1.1 社会消费品零售总额稳步增长	4
1.2 分产品类别销售情况	4
1.3 城乡居民收入继续增长，转移性收入增长仍比较快	6
1.4 消费者信心逐步恢复	7
1.5 居民消费价格同比涨幅扩大	7
二、零售上市公司经营回顾及趋势分析	8
2.1 零售上市公司经营回顾	8
2.1.1 低基数效应：2009 年 Q4、2010 年 Q1 收入同比增速明显上升	8
2.1.2 综合毛利率：百货略降、连锁超市继续提高	9
2.1.3 净利润	9
2.2 2010 年零售上市公司经营趋势分析	10
三、投资策略	10
3.3 重点公司推荐	12

图 表

图表 1：消费品零售总额呈现稳步增长态势（亿元）	4
图表 2：百货商场相关产品销售同比增长（%）	5
图表 3：超市相关产品销售同比增长（%）	5
图表 4：耐用消费品（汽车及住房相关商品）销售增速较为明显（%）	5
图表 5：居民收入继续增长（累计值）（单位：元）	6
图表 6：城镇居民消费支出情况（累计值）（单位：元）	6
图表 7：消费者信心指数、预期指数、满意指数	7
图表 8：CPI、PPI 走势	8
图表 9：16 家重点百货上市公司销售收入同比、环比增速对比（单位：万元）	8
图表 10：6 家连锁超市上市公司销售收入同比、环比增速对比（单位：万元）	8
图表 11：重点百货零售商分季度综合毛利率情况（单位：%）	9
图表 12：连锁超市零售商分季度综合毛利率情况（单位：%）	9
图表 13：重点零售商“归属于母公司净利润”分季度情况（万元）	9
图表 14：零售板块相对大盘的 PE 估值溢价	11
图表 15：CPI 权重	11
图表 16：人人乐商业连锁 2009 年 1-12 月销售构成	11
图表 17：苏宁电器主要指标预测	12
图表 18：合肥百货主要指标预测	13
图表 19：合肥百货各门店概况、净利润及预测（万元）	13
图表 20：王府井主要指标预测	14
图表 21：公司各门店销售收入及预测（万元）	14
图表 22：公司各门店净利润及预测（万元）	15

图表 23: 银座股份主要指标预测	16
图表 24: 重庆百货主要指标预测	16

一、宏观数据

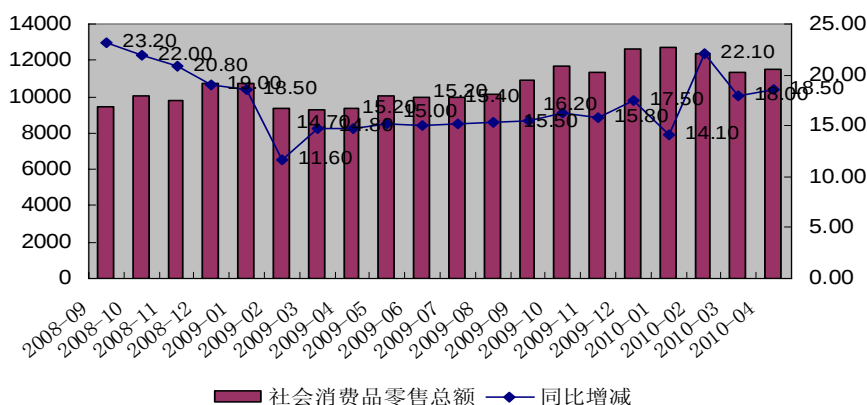
1.1 社会消费品零售总额稳步增长

2010年4月份，社会消费品零售总额11510亿元，同比增长18.5%，比上年同月加快3.7个百分点，比3月份加快0.5个百分点。1-4月份，社会消费品零售总额47884亿元，同比增长18.1%，比上年同期加快3.1个百分点，比一季度加快0.2个百分点。

按经营单位所在地分，4月份，城镇消费品零售额9980亿元，同比增长18.9%；乡村消费品零售额1530亿元，增长16.0%。

按消费形态分，4月份，餐饮收入1265亿元，同比增长17.0%；商品零售10245亿元，增长18.7%。在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额4293亿元，增长31.3%。

图表 1: 消费品零售总额呈现稳步增长态势（亿元）



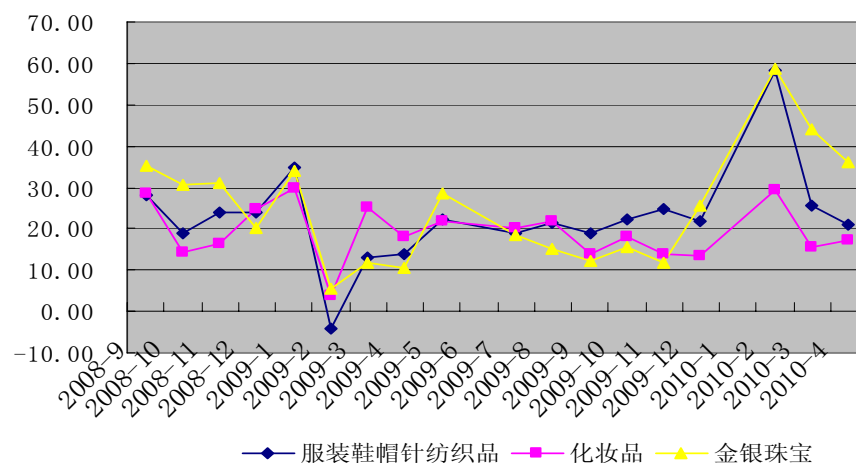
资料来源：国家统计局、中投研究所

1.2 分产品类别销售情况

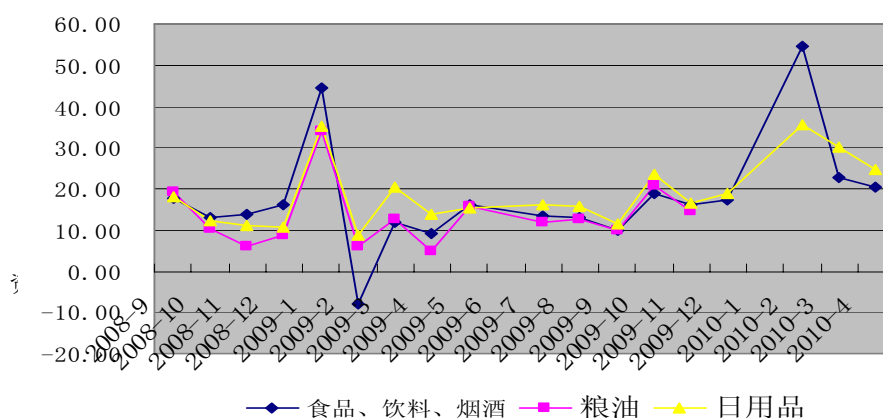
从国家统计局公布的限额以上零售企业的分产品销售数据看，2010年4月的同比增速分别为，食品饮料烟酒：20.3%；服装：21.0%；日用品：24.60%；家电：34.30%；家具：35.10%；建筑装潢：29.20%；化妆品：17.20%；金银珠宝：35.90%；通讯器材：24.40%；汽车：36.90%；石油：43.10%。

可以看到，4月份同比增速较快的主要包括消费升级产品（金银珠宝）及耐用消费品（家具、建筑装潢、家电等），这与2010年1-4月份情况基本类似。

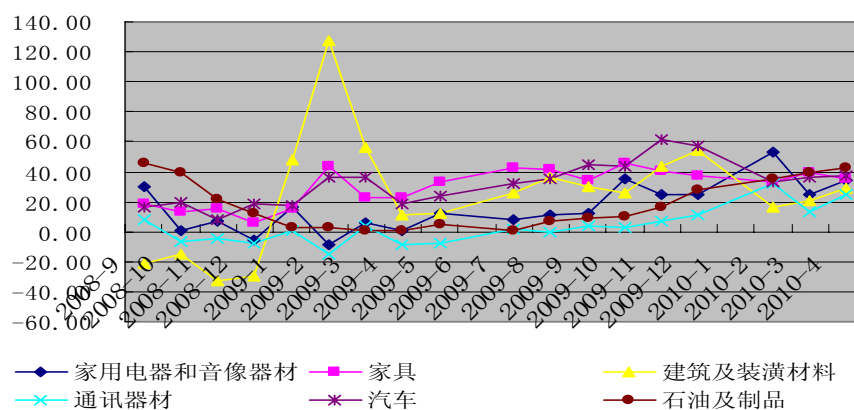
图表 2: 百货商场相关产品销售同比增长 (%)



图表 3: 超市相关产品销售同比增长 (%)



图表 4: 耐用消费品 (汽车及住房相关商品) 销售增速较为明显 (%)



资料来源: 国家统计局、中投研究所

1.3. 城乡居民收入继续增长，转移性收入增长仍比较快

2010 年一季度，城镇居民家庭人均总收入 5787 元。其中，城镇居民人均可支配收入 5308 元，同比增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 7.5%。在城镇居民家庭人均总收入中，工资性收入同比增长 9.7%，转移性收入增长 13.3%，经营净收入增长 7.5%，财产性收入增长 17.0%。农村居民人均现金收入 1814 元，增长 11.8%，扣除价格因素，实际增长 9.2%。其中，工资性收入增长 16.3%，家庭经营收入增长 7.6%，财产性收入增长 15.6%，转移性收入增长 13.8%。

图表 5：居民收入继续增长（累计值）（单位：元）

	城镇居民人 均支配收入	名义增长 (%)	实际增长 (%)	农村居民人均现 金收入	实际同比 增长 (%)
2006-03	3,293.00	12.10	10.80	1,094.00	11.50
2006-06	5,996.70	11.60	10.20	1,797.00	11.90
2006-09	8,798.80	11.40	10.00	2,761.90	11.40
2006-12	11,759.50		10.40	4,301.90	
2007-03	3,934.90	19.50	16.60	1,260.50	12.10
2007-06	7,052.00	17.60	14.20	2,111.00	13.30
2007-09	10,346.20	17.60	13.20	3,320.60	14.80
2007-12	13,785.80		12.20	4,958.40	
2008-03	4,385.60	11.50	3.40	1,493.80	9.10
2008-06	8,064.86	14.40	6.30	2,528.00	10.30
2008-09	11,865.00	14.70	7.50	3,971.00	11.00
2008-12	15,781.00	14.50	8.40	5,736.99	
2009-03	4,834.00	10.20	11.20	1,622.00	8.60
2009-06	8,856.00	9.80	11.20	2,733.00	8.10
2009-09	12,973.00	9.30	10.50	4,306.50	9.20
2009-12	17,174.70	8.80	9.80	6,270.20	
2010-03	5,787.00	9.89	9.2	1,814.00	9.2

资料来源：国家统计局

图表 6：城镇居民消费支出情况（累计值）（单位：元）

	城镇居民人均消费性支出：累计值	同比增长（名义）	同比增长（实际）
2006-03	2,243.80	11.10	9.80
2006-06	4,227.60	9.40	8.00
2006-09	6,480.40	8.90	7.50
2006-12	8,696.60		
2007-03	2,619.60	16.70	13.90
2007-06	4,830.00	14.20	11.00
2007-09	7,395.10	14.10	9.80
2007-12	9,997.50		
2008-03	2,882.30	10.00	2.00
2008-06	5,490.29	13.70	5.70
2008-09	8,346.00	12.90	5.80
Dec-08	11,242.80	12.50	

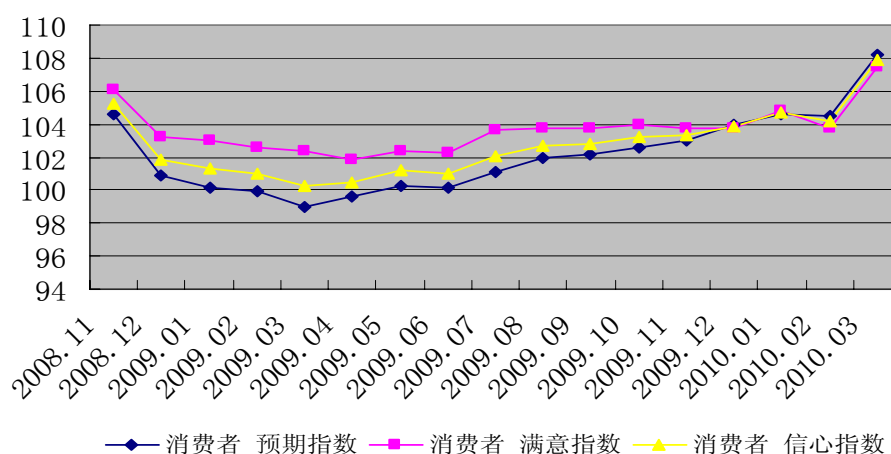
Mar-09	3,130.00	8.60	9.60
2009-06	5979.30	8.90	10.30
2009-09	9094.00		10.10
2009-12	12265.00		10.10
2010-03	3475.00		8.7

资料来源：国家统计局

1.4. 消费者信心逐步恢复

2010 年 1-3 月份消费者信心指数分别为 104.7、104.2、107.9，正逐步恢复。特别是 3 月份，恢复势头明显。

图表 7：消费者信心指数、预期指数、满意指数



资料来源：北京华通人信息

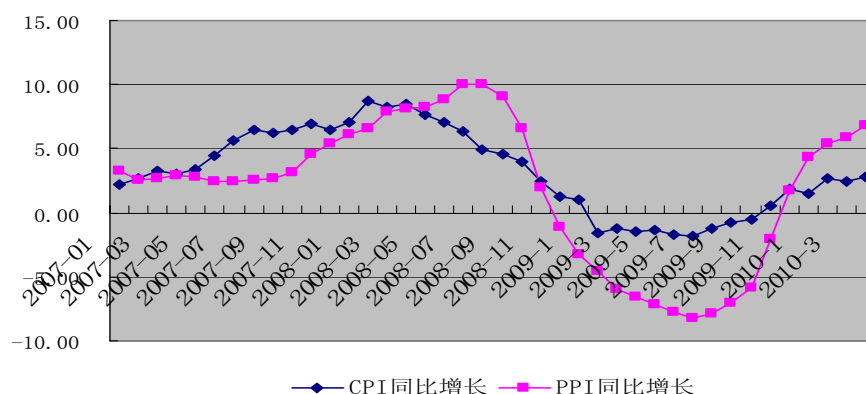
1.5. 居民消费价格同比涨幅扩大

2010 年 4 月份，居民消费价格同比上涨 2.8%（上年同月为下降 1.5%），涨幅比上月扩大 0.4 个百分点。其中，城市上涨 2.7%，农村上涨 3.0%；食品价格上涨 5.9%，非食品价格上涨 1.3%；消费品价格上涨 3.2%，服务项目价格上涨 1.6%。1-4 月份，居民消费价格同比上涨 2.4%（上年同期为下降 0.8%），涨幅比一季度扩大 0.2 个百分点。分类别看，4 月份，八大类商品价格五涨二降一平，其中食品价格同比上涨 5.9%，烟酒及用品类价格同比上涨 1.7%，衣着类价格同比下降 1.3%，家庭设备用品及维修服务价格同比下降 0.5%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨 2.8%，交通和通信类价格同比持平，娱乐教育文化用品及服务类价格同比上涨 0.4%，居住价格同比上涨 4.5%。

4 月份，居民消费价格环比上涨 0.2%。其中，城市上涨 0.2%，农村上涨 0.2%；食品价格下降 0.1%，非食品价格上涨 0.3%；消费品价格上涨 0.1%，服务项目价格上涨 0.5%。分类别看，4 月份，食品价格环比下降 0.1%，烟酒及用品类价格环比持平，衣着类价格环比上涨 0.1%，家庭设备用品及维修服务价格环比持平，医疗保健及个人用品类价格环比上涨 0.3%，交通和通信类价格环比下降 0.1%，娱乐教育文化用品及服务类价格环比上涨 0.5%，居住价格环比上

涨 0.9%。

图表 8: CPI、PPI 走势



资料来源：国家统计局

二、零售上市公司经营回顾及趋势分析

2.1 零售上市公司经营回顾

我们统计的重点零售公司截止 2010 年第 1 季度的已公布定期报告的归纳情况如下：

2.1.1 低基数效应：2009 年 Q4、2010 年 Q1 收入同比增速明显上升

如下图表 9、10，16 家重点百货零售商的同比销售增长速度由 2009 年的第 3 季度的 2.83%明显提升到第 4 季度的 26.76%及 2010 年第 1 季度的 26.25%；6 家连锁超市的同比销售增速由 2009 年的第 3 季度的 7.00%明显提升到第 4 季度的 45.70%及 2010 年第 1 季度的 24.24%。合计起来，22 家重点零售公司的销售增速由 2009 年第 3 季度的 9.47%提升到 2009 年第 4 季度的 36.42%及 2010 年第一季度的 25%，符合我们的一贯预期。

从具体公司看，2010 年第 1 季度销售增速较快的公司包括银座股份（38.70%）、欧亚集团（28.04%）、鄂武商（35.09）、王府井（29.90%），均为扩张能力强、品牌及区域优势明显的零售商。

图表 9: 16 家重点百货上市公司销售收入同比、环比增速对比（单位：万元）

	2009. Q1	2009. Q2	2009. Q3	2009. Q4	2010. Q1
合计	2624738.12	2116127.69	2175992.69	2810708.90	3313850.55
环比增长	18.20%	-19.38%	2.83%	29.17%	17.90%
同比增长	4.44%	13.39%	12.00%	26.76%	26.25%

资料来源：中投研究所

图表 10: 6 家连锁超市上市公司销售收入同比、环比增速对比（单位：万元）

	2009. Q1	2009. Q2	2009. Q3	2009. Q4	2010. Q1
合计	2769097.84	2718158.67	2708658.76	3371591.443	3440396.268
环比增长	19.66%	-1.84%	-0.35%	24.47%	2.04%
同比增长	3.39%	8.67%	7.00%	45.70%	24.24%

资料来源：中投研究所

2.1.2 综合毛利率：百货略降、连锁超市继续提高

对于百货零售商：促销行为造成实际扣点率的降低、并影响毛利率。如下图表 11，统计的 16 家重点百货零售商的 2009 年第 1、2、3、4 季度综合毛利率为 19.42%、20.26%、19.72%、19.77%，同比分别下降了 0.03、0.82、1.09、0.42 个百分点。

图表 11：重点百货零售商分季度综合毛利率情况（单位：%）

	08. Q3	08. Q4	09. Q1	09. Q2	09. Q3	09. Q4	2010. Q1
算术平均	20.81	20.19	19.42	20.26	19.72	19.77	19.38

资料来源：中投研究所

而优秀连锁超市的综合毛利率仍将是小幅提高的趋势：（1）超市商品的销售持续稳定性好、促销行为少；（2）连锁超市随着规模的扩大，其议价能力不断提高、规模效应体现充分。

如下图表 12，2009 年第 3 季度、2010 年第 1 季度的综合毛利率同比分别增长 0.30、0.27 个百分点。优秀超市零售公司的综合毛利率总体上呈现一个上升趋势。

图表 12：连锁超市零售商分季度综合毛利率情况（单位：%）

	08. Q3	08. Q4	09. Q1	09. Q2	09. Q3	09. Q4	2010. Q1
算术平均	19.15	20.11	18.43	19.27	19.45	19.15	18.70

资料来源：中投研究所

这也体现出连锁超市不同于百货的一种盈利方式：超市通过不断扩张、规模效应明显、综合毛利率可以不断提高，而百货企业毛利率（合同扣点率）相对稳定，主要靠营业面积的增加、商品结构的调整来实现收入增长，规模效应并不明显。

2.1.3 净利润

如下图表 13，在经过 2008 年第 4 季度同比 16.98% 的净利润急剧下滑后，22 家重点零售上市公司 2009 年第 1、2、3 季度的归属于母公司净利润同比增长分别为 -4.4%、15.35%、15.84%，而受低基数效应的影响，2009 年第 4 季度、2010 年第 1 季度的同比增速更是分别达到 52.94%、45.65%。2010 年第 1 季度利润同比增速较高的公司包括苏宁电器（86.08%）、银座股份（57.83%）、新华百货（60.35%）、成商集团（64.78%）、合肥百货（55.71%）等。

图表 13：重点零售商“归属于母公司净利润”分季度情况（万元）

	08. Q3	08. Q4	09. Q1	09. Q2	09. Q3	09. Q4	2010. Q1
合计	112978.00	120921.09	150987.50	168352	130874	184933	219921

同比增减	23.31%	-16.98%	-4.40%	15.35%	15.84%	52.94%	45.65%
------	--------	---------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：中投研究所

2.2 2010 年零售上市公司经营趋势分析

从公布的 2009 年年度报告及 2010 年一季度报告的重点零售上市公司中，我们的总结是：

从收入情况看，随着消费环境的好转及同期低基数的影响，零售上市公司 2009 年第三季度及 2010 年第 1 季度的收入同比增速均较 2009 年前三季度明显提升。

净利润的调控手段较多、因此表现的波动性也较大（相对而言，收入更能反映零售企业的实际经营情况，其会计调控的空间较为有限）。

总体看，我们维持原先的对 2010 年行业经营趋势的观点：

随着经济的持续复苏、及消费信心的增强，预计 2010 年重点零售上市公司收入同比增速在 15%-20%，达到 2006、2007 年水平，较 2009 年提升约 5 个百分点。（2006、2007 年重点零售上市公司收入同比增速 20.55%、18.53%）。

2010 年零售公司的促销打折力度不会延续 2009 年的情况，同时，收入的增速也将会快于 2009 年，因此，预计 2010 整体零售公司费用率将有略微的下降。

预计 2010 年净利润增速约为 20-25%，较 2009 年提升 5-10 个百分点。

随着低基数效应的逐步消失，2010 年公司业绩会呈现“前高后低”态势。

三、投资策略

零售板块的防御性特征、良好的现金流、高重估自有物业，历史上相对于大盘的 PE 估值均有一定溢价。近一个月来银行板块及强周期行业带动大盘下跌近 20%，而零售行业作为防御性、弱周期特性行业，整体调整幅度不到 10%。因此，从估值溢价角度看，零售行业优势在减弱。

虽然目前零售板块的相对估值处于较高水平（如下图表 14），但从基本面看：在转变增长方式、促内需的大政策背景下，消费信心将逐步增强、并将有助于零售业维持较高的景气度。我们预计 2010 年零售上市公司的收入、净利润增速有望较 2009 年提高 5-10 个百分点，因此、仍维持行业“看好”的投资评级。

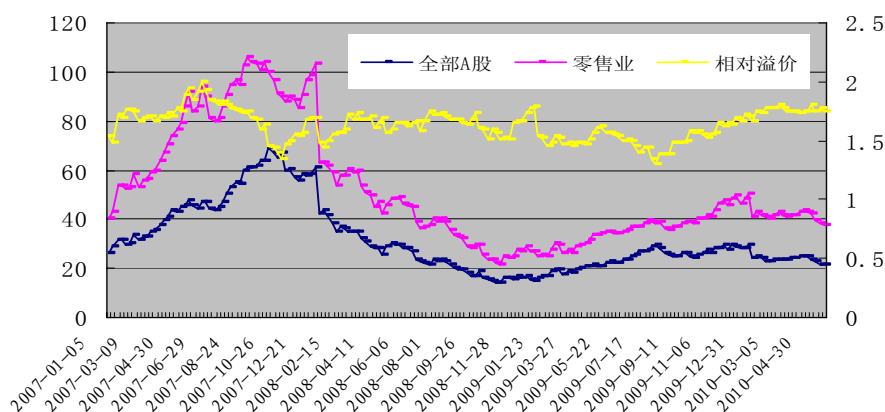
百货子行业受益消费升级、其内生增长将高于超市及专业连锁，关注扩张稳健、管理优秀的全国性连锁百货代表王府井（600859）；定向增发收购少数股东权益增厚盈利的合肥百货（000417）；区域连锁百货代表银座股份（600858）；2010 年进行重组、规模效应和协同效应明显的重庆百货（600729）。

家电连锁：苏宁电器 2010 年的业绩同比增速可达约 50%、目前估值位于连

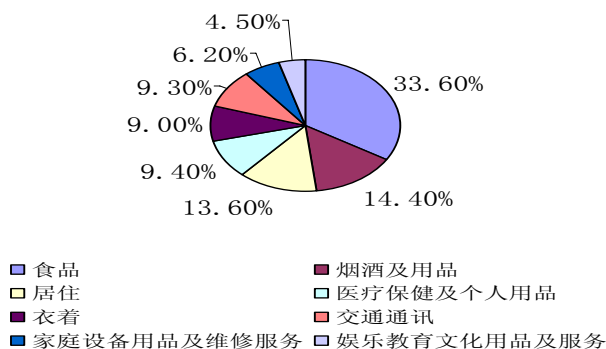
锁零售上市公司的最低端（2010 年 PE 约为 17 倍）。三四级市场在宏观政策推动下未来增长潜力巨大、为公司在高基数上的持续增长提供保证，公司在行业中的规模优势、品牌优势、管理优势明显，建议关注。

连锁超市的可比门店销售增长与食品价格紧密相关（如下图表 15、16）。目前 CPI 持续回升、通货膨胀预期强烈，预计 2010 年在通胀刺激下，超市同店销售能实现较高位数的增长，板块存在一定机会。关注新华都（002264），其销售基数低、未来扩张空间更大；另外，股权激励措施的实施，使公司增长动力更强。

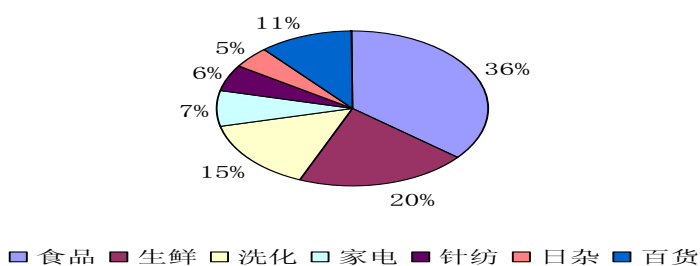
图表 14: 零售板块相对大盘的 PE 估值溢价



图表 15: CPI 权重



图表 16: 人人乐商业连锁 2009 年 1-12 月销售构成



3.3 重点公司推荐

◆ 苏宁电器(002024):

- ✧ **2010 年新开店面将超过 500 家，三、四级市场拓展力度将加大。**公司计划在 2010 年新开店面超过 500 家，将明显高于 2009 年 182 家的新开店面数（包括精品店 30 家、社区乡镇店 300 家、常规的旗舰店中心店 200 家、海外店 12-13 家）。一季度由于春节假期影响，公司连锁发展工作主要集中在店址储备方面，二季度公司连锁店开设速度已加快，有理由相信公司能完成计划的年度开店数。
- ✧ **内生增长显著。**由于低基数效应，公司 2010 年一季度可比门店销售收入同比增长达 26.98%，（2009 年第 1、2、3 季度及 2009 年全年的可比门店内生增长分别为 -11.98%、3.35%、4.82%、6.98%）。我们预计 2010 年全年的内生增速可在 12% 以上。
- ✧ **综合毛利率将稳步提升。**2010 年一季度公司综合毛利率 16.81%，同比略为下降 0.14 个百分点、基本保持稳定。随着公司配送能力的增强、供应链平台的加强、以及定制、包销、OEM 等采购模式的扩大，公司综合毛利率将呈稳步提升态势（近几年来公司综合毛利率持续上升、规模效应明显）。
- ✧ **投资评级。**提高公司盈利预测，预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.63、0.78、0.98 元，三四级市场在宏观政策推动下未来增长潜力巨大、为公司在高基数上的持续增长提供保证，公司在行业中的规模优势、品牌优势、管理优势明显，给予推荐评级，目标价格为 15 元、相当于 2010 年 25 倍 PE。

图表 17: 苏宁电器主要指标预测

单位: 百万元	2009		2011E	2012E
营业收入(百万元)	58300	74916	90273	108148
同比(%)	17%	29%	21%	20%
归属母公司净利润(百万元)	2890	4375	5460	6850
同比(%)	33%	51%	25%	25%
毛利率(%)	17.3%	17.7%	17.9%	18.1%
ROE(%)	19.9%	23.4%	22.6%	22.1%
每股收益(元)	0.62	0.63	0.78	0.98
EV/EBITDA	13	9	7	6

◆ 合肥百货(000417)

- ✧ **收购少数股东权益增厚公司利润、也体现公司管理的逐步规范。**2009 年 8 月公司分别收购了蚌埠百大 41%、铜陵合百 30%、黄山百大 30%、百大 CBD32.5% 的少数股东权益，实现了对这些公司的全资控股或高度控股，这将增厚公司 2010 年业绩。而前几年公司效益一直发挥不出来的主要原因是下属公司股权分散、管理效率低，此举体现了公司内部管理的加强及规范。
- ✧ **非公开发行股票方案增厚公司 2010 年 EPS 约 11%、有利于公司可持续发展。**公司拟以不低于 9.54 元/股的价格非公开发行不超过 9000 万股，募资主要用于收购合家福超市 51.375% 股权、乐普生 40% 股权、新建蚌埠及巢湖百大购物中心项目、周谷堆农批项目。预计该发行方案短期可增厚公司 2010 年 EPS 约 11%，长期看，公司新增经营面积 5 万平方米，网点辐射范围更广，并获得新的利润增长点。
- ✧ **投资评级。**不考虑投资收益及公允价值变动影响，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.47、0.62、0.83 元，净利润复合增长率 33%。

公司销售规模、市场控制力在区域性百货公司中突出，管理逐步规范、未来业绩释放空间大，给予推荐的投资评级，未来 6-12 月的目标价格 18.6 元、相当于 2011 年 30 倍 PE。

图表 18: 合肥百货主要指标预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5885	7889	9023	10512
同比(%)	17%	34%	14%	17%
归属母公司净利润(百万元)	201	269	356	476
同比(%)	67%	34%	32%	34%
毛利率(%)	16.5%	15.4%	15.5%	15.7%
ROE(%)	19.6%	19.3%	21.2%	22.9%
每股收益(元)	0.42	0.47	0.62	0.83
EV/EBITDA	12	11	9	8

资料来源: 中投证券研究所

图表 19: 合肥百货各门店概况、净利润及预测 (万元)

股权		成立日期	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	09-11 年复合增长率
合肥百货大楼	分公司	1,959.05	2240.00	2270.00	2,360.80	2,596.88	2,856.57	7.96%
	72.99%; 2009 年							
鼓楼商厦	底增至 79.58	1,996.12	3601.00	5101.00	6832.00	5947.77	6542.54	8.65%
合百商业大厦	92.00%	1,998.00	439.00	789.00	1146.90	961.79	1106.06	11.92%
百大 CBD	68%; 2009 年底增至 100%	2,006.01	(560.00)	(697.00)	500.00	800.00	1000.00	
百大运动广场	45.00%	2,005.08		已关闭				
蚌埠合百	86.00%	2,003.11	960.00	1198.00	1589.60	2695.50	3288.51	40.02%
铜陵合百	70%; 2009 年底增至 100%	2,003.05	632.00	1312.00	1555.50	2204.16	2644.99	26.33%
黄山百货大楼	70%; 2009 年底增至 100%	2,005.09	180.00	464.00	300.00	700.00	900.00	24.71%
亳州百货大楼	100.00%	2,005.08	(110.00)	0.00	0.00	50.00	100.00	
	60%; 2010 年定增后增至							
乐普生	100%	2,008.05		(265.00)	800.00	1200.00	1500.00	
淮南购物中心	100.00%	2,008.09		(500.00)	(100.00)	200.00	400.00	
百大六安店	51.00%	2,008.10		(300.00)	100.00	300.00	600.00	
合肥高新店	100.00%	2,008.12		(300.00)	50.00	200.00	400.00	
蚌埠百大购物中心	100.00%	2009.11				300.00	600.00	
巢湖百大购物中心	100.00%	2010.00				(200.00)	250.00	
2011 年新开 2 家							(200.00)	
	48.27%; 2010 年定增后							
合家福超市	100%	2,000.05	3242.00	7056.00	7663.60	9360.00	11044.80	16.11%
百大电器	45%; 2009 年增资后 72.5%	2,005.05	500.00	431.00	661.00	1000.00	1200.00	40.68%
周谷堆农批市场	54.82%	2,002.09	1940.00	2497.00	4170.70	3495.80	4264.88	19.54%
少数股东损益预测			4100.00	6860.00	8789.31	6403.45	4472.00	

注: 2010 年少数股东权益估算: 假设定增及股权收购 2010 年 6 月底完成

◆ 王府井(600859):

- ◇ **强大的品牌认知度、丰富的管理经验:** 奠定其未来继续全国连锁扩张基础。
- ◇ **大部分连锁门店占据各所在城市一级商圈:** 将充分分享消费升级下百货行业景气度提升带来的增长。
- ◇ **合理的门店梯队保证业绩的稳健增长:** (1) 成熟型门店 (北京百货大楼、双安商场、成都店): 是目前主要利润来源, 预计 2010 年内内生增长维持在恢复至 12% 左右、较 2009 年有明显提升, 将提供稳定现金流; (2) 百货大楼新楼 (整体经营调整预计 2010 年 9 月完成, 预计 2-3 年内达到目前百货大楼的平销比, 为公司新增约 12 亿元收入); (3) 成长型门店 (长安商场、广州店、武汉店、包头店、长沙店、洛阳店、西宁店): 占公司门店的大部分, 未来 3 年将进入业绩的释放期; (4) 培育型门店 (重庆 1、2 店、呼和浩特店, 太原、兰州、昆明〈2009 年开业〉等): 有望在 1-2 年后进入成长门店行列;
- ◇ 2010 公司可转换债券进入转换期, 在一定程度上增强公司业绩释放动力。
- ◇ **盈利预测及投资建议:** 预计 2010-2012 年 EPS 为 1.23、1.58、2.03 元。公司是全国连锁的国内百货业代表公司、未来扩张空间大, 其管理优秀、扩张稳健、品牌影响力及招商能力强, 推荐评级。

图表 20: 王府井主要指标预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11099	12264	14901	18298
同比(%)	9%	11%	22%	23%
归属母公司净利润(百万元)	384	485	620	799
同比(%)	12%	26%	28%	29%
毛利率(%)	18.7%	18.9%	19.1%	19.4%
ROE(%)	13.6%	14.6%	16.0%	17.3%
每股收益(元)	0.98	1.23	1.58	2.03
EV/EBITDA	14	11	9	7

图表 21: 公司各门店销售收入及预测 (万元)

		成立日期	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2009-2011 复合增长率
成熟 门店	百货大楼	1955、00	84648	91654	120120	120200	168280	244006	26.65%
	东安市场	1998、02	23335	27275	34372	34500	39675	45626	9.90%
	双安商场	1993、05	108052	119502	126923	127000	146050	167958	9.79%
	成都店	1992、11	115798	158840	176540	195959	227313	263683	14.31%
成长 门店	长安商场	1989、10	10429	67537	69391	72861	87433	104919	14.78%
	广州店	1995、12	50351	57116	61920	62000	77500	96875	16.09%
	包头 1 店	2002、08	34251	52335	70156	75000	91500	109800	16.10%
	包头 2 店	2008、			16139	28243	45189	67784	61.34%
	长沙店	2004、08	44448	57285	72350	86820	108525	135656	23.31%
	洛阳店	2004、10	29594	39887	48262	56949	69478	86847	21.63%
	西宁店	2006、06	4928	24952	42713	55527	74961	101198	33.31%
	武汉店	1997、10	25976	30550	32554	33000	40260	49117	14.69%
	重庆解放碑店	2003、09	24733	29818	30050	30000	35400	41772	11.60%
培育 门店	重庆 2 店	2006、10	17552	23253	26328	28961	34753	41704	16.57%
	呼和浩特店	2004、08	20826	21781	28205	29615	35538	42646	14.78%

乌鲁木齐店	2007、03	13223	18928	22714	26802	31626	18.66%
太原店	2009、						
兰州店	2009、			25000	65000	100000	
昆明店	2009、						
2010 年及其后 新开门店					20000	40000	
合计		594921	815008	974951	1084349	1393657	22.02%

图表 22: 公司各门店净利润及预测 (万元)

		成立日	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2009-2011 复合增长率
成熟门店	百货大楼	1955、00							
	东安市场	1998、02	19261	8636	8721	9000	11119	13899	16.81%
	双安商场	1993、05	7206	9177	9164	8527	11547	13856	14.78%
	成都店（70%）	1992、11	5840	9090	8675	11119	12277	14978	19.97%
成长门店	长安商场	1989、10	550	2888	2503	2417	3022	3476	11.57%
	广州店	1995、12	2188	3441	2281	2405	3011	3613	16.57%
	包头 1 店	2002、08	529	2321					
	包头 2 店	2008、			4677	5756	7904	10275	30.00%
	长沙店	2004、08	943	1453	2180	2704	3406	4258	25.00%
	洛阳店	2004、10	505	1224	1910	2226	2984	3730	24.99%
	西宁店	2006、06	-690	5	1641	4108	4800	5200	46.88%
	武汉店	1997、10	-438	121	297	300	500	600	26.41%
	培育门店	重庆解放碑店	2003、09						
重庆 2 店		2006、10	-886	-950	-282	-100	500	2000	
呼和浩特店		2004、08	-50	-28	233	300	800	1200	
乌鲁木齐店		2006、03	-719	-1731	-1786	-1200	-500	1000	
太原店		2009、							
兰州店		2009、				-1500	0	2500	
昆明店		2009、							
2010 年及其后新开门店							-1500	0	
合计			34239	35647	40214	46062	59870	80585	26.07%

◆ 银座股份 (600858)

- ◇ 短期利润压力不改公司长期竞争力。2009 年公司收入增长了 24.99%，高于百货类上市公司平均增速，缘于公司近年来扩张迅猛、许多门店处于培育发展期、收入增速快，同时成熟门店的内生增长也能保持稳健。而由于公司多个自建店项目的投入较大（包括济南振兴街项目支付 5.4 亿元出让金、总计约 5 亿元的石家庄东方购物广场收购项目等），2009 年净利润同比下滑了 16.37%。而随着 2010 年募投资金到位、财务压力将明显缓解、业绩将回归正常增速。

- ◇ **扩张能力强。**2009 年公司收购石家庄东方购物广场成熟店、是跨区域发展的又一举措。同时在山东省内又先后开设 9 家门店，使公司零售门店总数达 40 家，公司外延扩张能力百货上市公司中表现突出。
- ◇ **非公开发行实施将提升 2010 年业绩表现。**非公开发行已于今年 3 月实施完毕，将缓解公司资金压力及减少财务支出，另一方面，募资投向中的淄博收购项目将增厚公司盈利（淄博银座净利率高于股份公司、是集团公司成立较早、培育较成熟的项目，09 年净利润约 5000 万元、预计未来 3 年复合增长率在 25%以上）。
- ◇ **盈利预测、投资评级。**预计 2010-2012 年 EPS 为 0.75、0.95、1.19 元，看好公司在山东强大的品牌认知度和优秀的门店运作能力，短期的费用及业绩压力并不改变公司长期投资价值，给予推荐评级。

图表 23: 银座股份主要指标预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5243	8047	9898	11878
同比(%)	25%	54%	23%	20%
归属母公司净利润(百万元)	119	215	275	344
同比(%)	-16%	81%	28%	25%
毛利率(%)	18.7%	18.7%	18.8%	18.9%
ROE(%)	9.8%	14.6%	16.0%	16.8%
每股收益(元)	0.51	0.75	0.95	1.19
EV/EBITDA	25	19	15	12

◆ 重庆百货 (600729)

- ◇ **2010 年公司暂无门店拓展计划。**目前百货网点 20 多家、经营面积 46 万 m²。目前主要亏损门店是 2008 年开业的三家门店：尚溪门店（经营面积 3.4 万 m²），2009 年亏损约 1600 万元，预计 2012 年扭亏，是公司高端百货的试点门店；泸州门店（经营面积 3 万多 m²），2009 年亏损约 900 万，是公司跨出重庆的最大门店、因此在供应链、招商等方面有一个磨合、预计培育期 2-3 年；乐山店 2009 年亏损约 300 万。公司今年暂无百货门店拓展计划，但彭州项目、攀枝花项目（建筑面积均在 3 万 m² 以上）2011 年有望动工，属政府规划用地项目、成本较低。
- ◇ **重组后的规模效应、协同效应值得期待。**公司重组新世纪百货的正式材料已上报证监会，待审批通过后实施。新世纪百货截止 2009 年 8 月，拥有百货网点 13 家、家电商场 9 家、超市 80 家，营业面积 45.41 万 m²（与重百接近），相对于重百，其主力门店的优势明显、定为更高端，因此 ROE 要明显高于重百。重组后的规模效应、协同效应值得期待：发行 PE 仅约 19.6 倍、明显增厚 EPS；新世纪百货由于家电、超市占比大，因此综合毛利率低于重百，重组当年的毛利水平有所摊薄；重组后股份公司 2010 年销售额近 200 亿，同时拥有重庆单店销售前 5 位的全部门店，在市场份额和规模远超其他零售企业，重组后双方在网点布局、招商采购、物流配送等方面的规模效应、协同效应增强。
- ◇ **盈利预测及投资评级。**假设股权过户于 2010 年中期完成、仅并入新天域湖景所享有新世纪百货的 2010 年下半年盈利，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 1.29、1.61、2.06 元。公司规模优势明显、未来整合协同效应将初步显现（毛利率有望稳步提升），应享有一定的规模溢价，给予推荐评级，未来半年目标价格为 48 元、相当于 2011 年 30 倍 PE。

图表 24: 重庆百货主要指标预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
---------	------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	7312	18891	21824	25098
同比(%)	14%	158%	16%	15%
归属母公司净利润(百万元)	157	493	615	788
同比(%)	-4%	214%	25%	28%
毛利率(%)	15.9%	16.0%	16.1%	16.2%
ROE(%)	16.7%	31.4%	30.1%	29.5%
每股收益(元)	0.77	1.29	1.61	2.06
EV/EBITDA	25	11	9	7

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434