

扩张依然是选择零售股的主线

推荐(维持)

——2010 年下半年零售行业投资策略

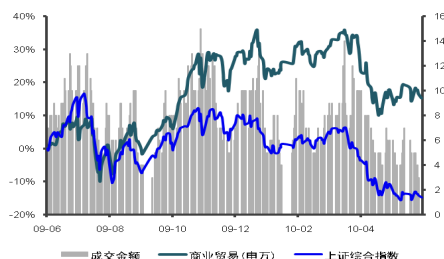
报告摘要:

市场数据

商业零售指数	3728
三个月涨跌幅	-16.2%
上证综合指数	2427
沪深 300 指数	2592

行业景气持续回升:我们判断,下半年国内零售市场将继续快速扩张,在考虑物价因素的作用下,预计全年行业整体增幅将会达到20%左右。在09年普遍低基数的基础上,10年零售商经营业绩将明显好转,并有望在行业景气的宏观环境下打开业绩释放的通道。我们看好零售业态排序大致为:百货>家电>超市>物业经营。

行业相对股价表现



零售股主要投资逻辑: 1)以区域经济崛起为主线,寻找成长型零售公司。国家区域振兴规划、收入分配制度改革以及城镇化进程加速等将导致未来几年内中国区域经济和居民消费的差距缩小,这必将为中西部及二三线城市的区域零售商提供更多的扩张机会,我们可以长期关注重庆、安徽、广东、山东、四川等区域内零售商的成长空间,主要包括:[广百股份 \(002187\)](#)、[天虹商场 \(002419\)](#)、[银座股份 \(600858\)](#)、[合肥百货 \(000417\)](#)、[重庆百货 \(600729\)](#)等。2)关注适度通胀预期下部分零售商的投资机会,相关公司有:[武汉中百 \(000759\)](#)、[步步高 \(002251\)](#)、[人人乐 \(002336\)](#)等。3)继续关注世博会、亚运会等带来的概念性投资机会,相关上市公司包括:[百联股份 \(600631\)](#)、[豫园商城 \(600655\)](#)、[新世界 \(600628\)](#)、[广百股份 \(002187\)](#)、[广州友谊 \(000987\)](#)等。

相关研究

行业估值及重点公司推荐: 目前零售行业整体 PE 为 25 倍,相对 A 股市场的溢价率为 1.8,略高于历史均值(07 年以来的均值为 1.6)。国内零售股未来 5 年内 25%-30%的年复合增长率赋予了市场给予其更高的估值水平。尽管目前行业相对估值偏高,但绝对估值已趋合理,建议下半年重点配置具有高成长性的公司,推荐公司排序为:[广百股份 \(002187\)](#)、[天虹商场 \(002419\)](#)及[王府井 \(600859\)](#)等。

分析师:

李项峰 (S0120109030554)

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

刘晓华(联系人)

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

目 录

1.行业景气打开上市公司业绩释放通道.....	1
2.下半年零售股投资之基本逻辑	2
2.1 以区域经济发展为主线寻找“成长型”零售公司.....	2
2.2 在通胀预期下关注零售企业的“催化剂”效应.....	5
2.3 关注世博会和亚运会等带来的概念性投资机会.....	5
3.行业估值及重点公司推荐	5
3.1 广百股份（002187）：专注性、持续性和耐久力	6
3.2 天虹商场（002419）：根基扎实、跨省扩张、爆发力强.....	9

图 表

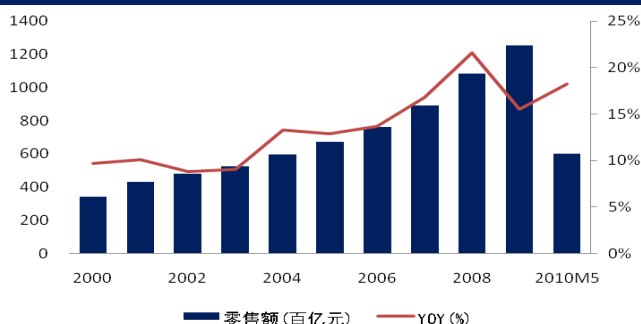
图表 1 国内零售额年度数据	1
图表 2 国内零售额月度数据	1
图表 3 限额以上分类别商品零售额同比增幅.....	1
图表 4 代表性零售商收入增幅	2
图表 5 代表性零售商净利增幅	2
图表 6 A 股零售板块单季收入同比增幅.....	2
图表 7 代表性零售商销售毛利率数据	2
图表 8 区域居民可支配收入差距	3
图表 9 城市零售市场规模差距	3
图表 10 城市人均 GDP 水平差距	3
图表 11 区域间城镇化率差距.....	3
图表 12 国家出台的区域振兴规划	4
图表 13 国内 CPI 由负转正预示通胀预期	5
图表 14 社零总额名义和实际增幅企稳	5
图表 15 零售 PE 相对市场溢价	6
图表 16 近一年零售行业指数走势	6
图表 17 广百主要百货门店情况	6
图表 18 新大新公司主要门店情况	7
图表 19 公司历年门店的扩张情况	8
图表 20 公司百货店经营坪效	8
图表 21 公司销售毛利率变化情况	8
图表 22 公司销售净利率变化情况	9
图表 23 公司门店租金和销售费用	9
图表 24 天虹商场城市中心店情况	9
图表 25 天虹商场社区购物中心情况	10
图表 26 天虹商场历年门店的扩张情况	10

1. 行业景气打开上市公司业绩释放通道

2010年国内零售行业景气稳步上升,1-5月份累计实现社会消费品零售总额超过6万亿元,同比增幅为18.2%,其中城镇零售额为51369亿元,同比增长18.6%;乡村零售额为8970亿元,同比增长15.6%,城镇与乡村零售额之比约为5.72:1。从业态结构来看,前5个月商品零售累计达53563亿元,同比增长18.4%;餐饮零售为6776亿元,同比增长16.7%,餐饮收入增幅要明显小于商品零售增幅。

与2009年相比,2010年零售行业销售增幅明显放大。分类别数据显示,1-5月份黄金珠宝、汽车和家具等耐用消费品的增幅居于前列,而食品饮料、酒类和化妆品等快速消费品的增长相对缓和。占百货店大部分销售额的服装类产品,同期累计增幅达23%,与09年相比,增速显著加快。我们判断,10年国内零售行业增幅在20%左右,主要依据可归纳为:1)09年受金融危机冲击,行业增速明显放缓,行业整体基数较低;2)上海世博会带来的巨大集客效应,使得部分零售和旅游企业直接受益;3)国内CPI在09年底点基础上快速上扬,将成为许多零售商的催化剂。

图表 1 国内零售额年度数据

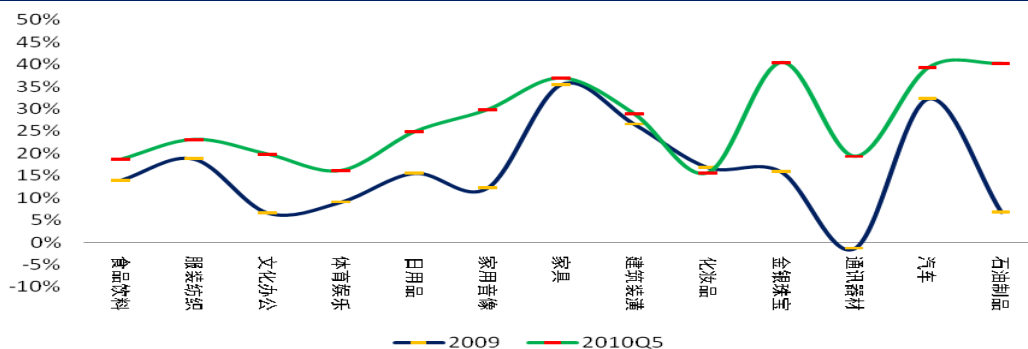


图表 2 国内零售额月度数据



资料来源:德邦研究

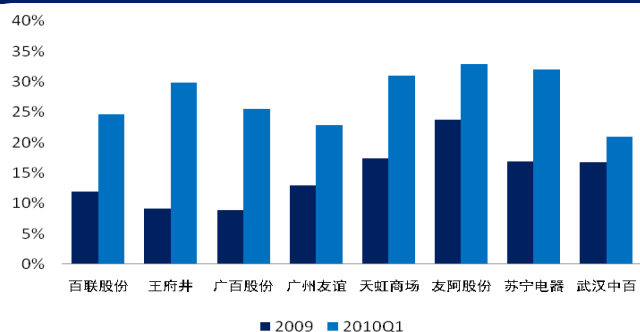
图表 3 限额以上分类别商品零售额同比增幅



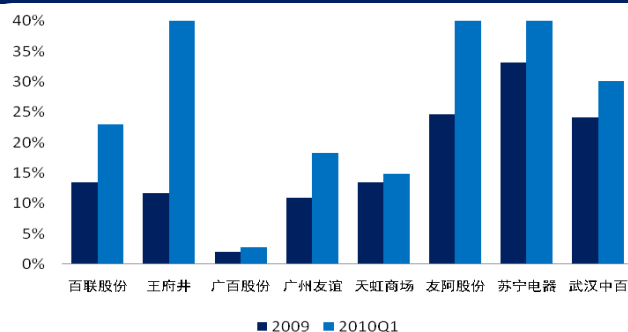
资料来源:德邦研究

在我们选取的几家代表性零售公司数据显示,与09年相比,10年以来上市公司的收入和净利增幅均有不同程度的上升,其中收入增幅明显提升的公司主要有王府井、广百、百联及苏宁,而净利润增幅最大的则是王府井和友阿股份。此外,10年零售行业整体毛利率有一定幅度提升,其中友阿股份幅度最大。

图表 4 代表性零售商收入增幅

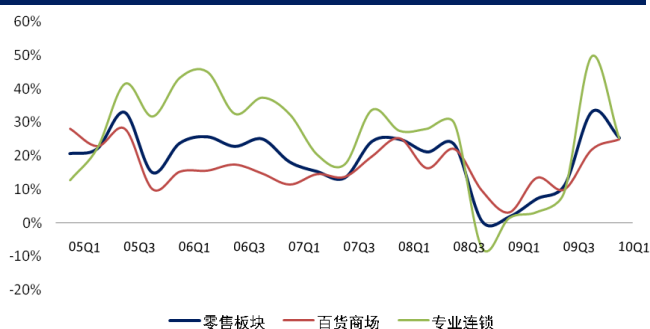


图表 5 代表性零售商净利增幅

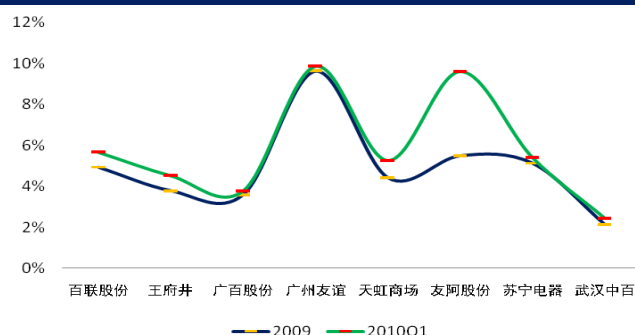


资料来源:德邦研究

图表 6 A 股零售板块单季收入同比增幅



图表 7 代表性零售商销售毛利率数据



资料来源:德邦研究

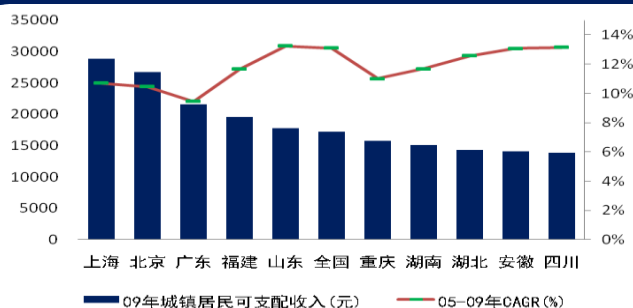
2. 下半年零售股投资之基本逻辑

2.1 以区域经济发展为主线寻找“成长型”零售公司

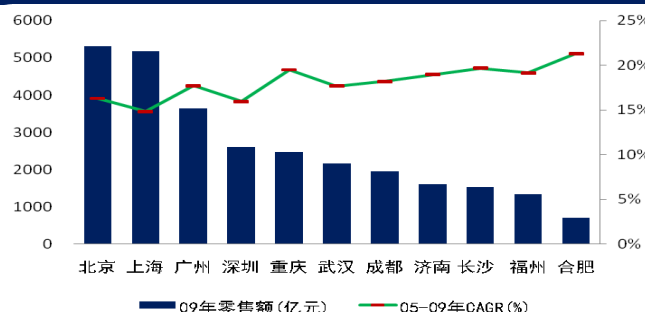
以区域为特征的市场格局决定了零售企业的扩张路径将很大程度上依赖于区域经济的发展层次。以下各组数据说明,上海、北京、深圳、广州等沿海发达城市存量优势比较明显,如城市人均GDP、地区居民可支配收入、城镇化率及零售市场规模等指标均要高于内陆二、三线城市及全国的平均水平。

而从增量指标来比较分析,国内二线城市及部分中部地区零售市场已经显现巨大的增长空间:1)城镇化率。尽管上海和北京目前的城镇化率已达80%以上,但在过去5年增幅最大的则是湖南、安徽、重庆和四川等地。2)人均GDP。目前国内所有城市中,人均GDP水平最高的城市分别是深圳、广州、上海和北京,但从几年的增长来看,05-09年CAGR居前的分别是合肥(25.3%)、长沙(25.3%)、重庆(20.8%)和武汉(19.5%)。3)居民可支配收入。尽管沿海发达城市居民可支配收入水平依然居于前列,但从增幅上来看,山东、四川、安徽和湖北5年CAGR分别达到13.2%、13.1%、13.1%和12.6%,远高于国内一线城市。4)零售市场规模。北京和上海等零售市场绝对规模很大,但其增速已明显落后于国内二三线城市。

图表 8 区域居民可支配收入差距

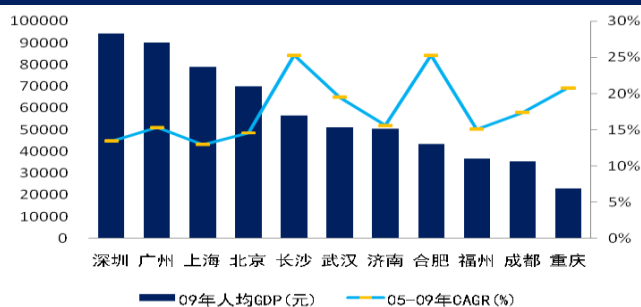


图表 9 城市零售市场规模差距

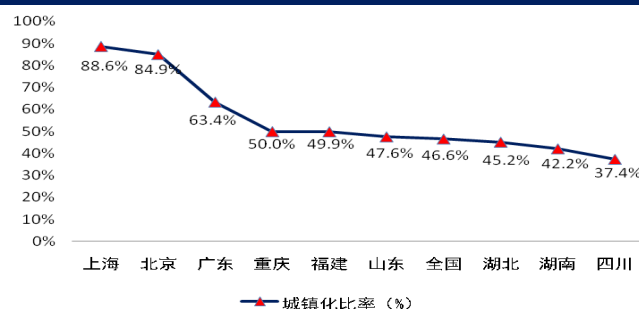


资料来源:德邦研究

图表 10 城市人均 GDP 水平差距



图表 11 区域间城镇化率差距



资料来源:德邦研究

我们认为,北京、上海和深圳等沿海发达城市的消费力目前已基本趋于稳定,这些区域内零售商未来的成长空间将更多地体现在与其它零售企业之间对已有市场份额的争夺方面,近年来尤其是外资对这些地区的加速渗透更是增加了零售商之间的竞争程度。对于既定零售商来讲,其成长空间受到了较大抑制。

相比之下,我们更加坚定地看好部分沿海省市及二三线城市未来的消费增长潜力,主要逻辑包括以下几个方面:

1) 国家区域振兴规划

从08年至今,国家先后出台了10多个区域振兴规划,包括广西北部湾经济发展规划、珠江三角洲地区改革发展规划纲要、海南国际旅游岛建设规划纲要等,近期还拟出台成渝经济区发展规划等。区域振兴规划不断出台,充分表明政府致力于缩小地区差距的政策意图,同时也为区域零售商带来了自上而下的发展机遇。

图表 12 国家出台的区域振兴规划

国务院批复时间	区域振兴规划
2008 年 1 月	广西北部湾经济发展规划
2008 年 3 月	天津滨海新区综合配套改革试验总体方案
2009 年 1 月	珠江三角洲地区改革发展规划纲要
2009 年 1 月	国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见
2009 年 5 月	支持福建加快建设海峡西岸经济区的若干意见
2009 年 6 月	江苏沿海地区发展规划
2009 年 6 月	横琴总体发展规划
2009 年 6 月	关中-天水经济区发展规划
2009 年 7 月	辽宁沿海经济带发展规划
2009 年 8 月	中国图们江区域合作开发规划纲要
2009 年 9 月	促进中部地区崛起规划
2009 年 12 月	鄱阳湖生态经济区规划
2009 年 12 月	黄河三角洲高效生态经济区发展规划
2009 年 12 月	国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见
2010 年 1 月	皖江城市带承接产业转移示范区规划
2010 年 5 月	重庆两江新区发展规划
2010 年出台	成渝经济区发展规划

2) 城镇化进程与收入分配改革

我们认为,中国新的城镇化实际上是中西部地区的城镇化,与发达省市相比,中西部地区的城镇化率目前依然偏低,但未来几年的速度将明显加快。主要推动因素包括:国家4万亿基础设施投资;近期出台的系列区域振兴规划;新的收入分配制度改革等。由于城市居民的消费力要远高于农村,因此城镇化进程将极大推动消费市场总量的扩张,据统计,国内城镇化率每提高1个百分点将有效提升消费总规模增长0.8个百分点。此外,备受关注的收入分配改革方案近期已被提上议程。收入分配改革内容之一就是逐步解决区域发展不平衡问题。国家出台政策对中西部地区的倾斜,将有力提高这些地区居民的可支配收入和消费水平,从而促进当地消费结构升级。

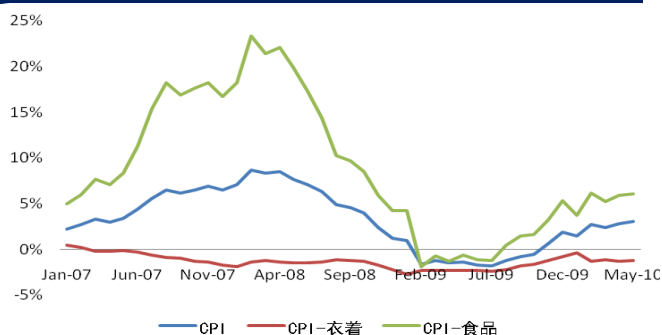
区域零售商将在区域经济发展过程中充分受益。通过依托国家区域振兴的宏观环境,许多零售商将快速在各自区域内做强、做大,从而形成先发竞争优势。我们重点看好重庆、安徽、广东、山东、四川等区域内零售商的成长空间,主要包括:[广百股份\(002187\)](#)、[天虹商场\(002419\)](#)、[银座股份\(600858\)](#)、[合肥百货\(000417\)](#)、[重庆百货\(600729\)](#)等。

2.2 在通胀预期下关注零售企业的“催化剂”效应

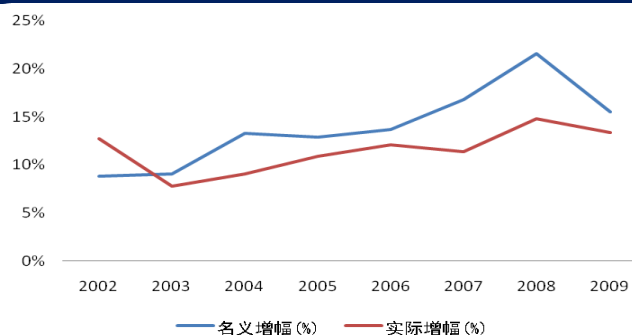
国内CPI指数已由09年的1.9%上升至目前的3.1%,市场预计3季度将达到阶段性高点,年度物价指数可能呈现倒U型走势,但全年总体水平将在3%左右。

适度的通胀预期为国内零售企业创造了良好的经营环境。我们认为,CPI对零售商的销售规模会起到一种“催化剂”效应,即正的CPI带来的是名义零售额与实际零售额之间的差距拉大。历年数据来看,07/08年CPI高企的年份,也是国内名义零售额增速加快的年份。而从零售业态上来看,基于销售模式及经营品类的差异,一般可以认为CPI对超市规模的提升作用要明显大于百货店。重点关注相关零售公司:[武汉中百\(000759\)](#)、[步步高\(002251\)](#)、[人人乐\(002336\)](#)等。

图表 13 国内 CPI 由负转正预示通胀预期



图表 14 社零总额名义和实际增幅企稳



资料来源:德邦研究

2.3 关注世博会和亚运会等带来的概念性投资机会

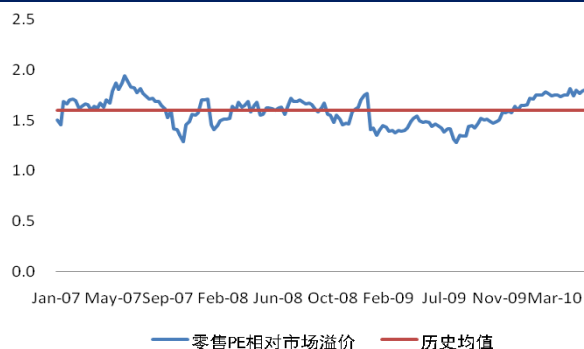
基于显著的集客效应,上海世博会和广州亚运会的召开无疑将为零售商提供巨大的发展机遇,但我们认为这种影响既具有明显的地域性,也具有一定的时效性,受益的零售商通常是当地的零售企业且对企业当年的业绩产生明显影响。相关上市公司包括:[百联股份\(600631\)](#)、[豫园商城\(600655\)](#)、[新世界\(600628\)](#)、[广百股份\(002187\)](#)、[广州友谊\(000987\)](#)等。

3. 行业估值及重点公司推荐

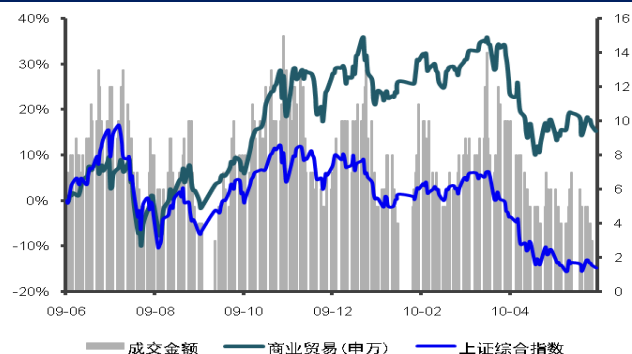
目前零售行业相对于A股市场的估值溢价约为1.87,略高于1.60的历史均值,说明行业整体估值略为偏高,另一方面也反映了市场对零售板块的乐观预期,尤其是在市场整体估值下移的情况下,零售作为防御性板块,被市场相对看好。从近一年的走势来看,零售行业指数跑赢市场近30%。对于零售行业,我们下半年主要投资主线依然是寻找那些具

有高成长性的公司,主要推荐公司:广百股份 (002187)、天虹商场 (002419) 和 王府井 (600859)。

图表 15 零售 PE 相对市场溢价



图表 16 近一年零售行业指数走势



资料来源:德邦研究

3.1 广百股份 (002187): 专注性、持续性和耐久力

■ 公司目前是广州地区最具规模的百货店运营商,门店数达 20 家

公司多年坚持“一业为本”的发展模式,百货店占公司营业收入 90%以上。08 年出售家广超市 25%股权,更是表明公司把百货店做强做大的决心和意图。

我们看好公司最大的理由在于其所具有的一种持续、快速的扩张能力,这也许就是保证公司能够在未来几年内显著超越竞争对手最大的竞争优势。09 年公司新开门店 4 家,并收购了集团下属的新大新百货,使得公司当年净增百货门店数达到 9 家;10 年 6 月,武汉店已正式开业,意味着公司异地扩张的关键一步。此外,公司另一大体量门店成都店也将在下半年对外营业。截至目前,公司拥有 20 家百货门店及 1 家钟表店,经营面积 40 万平方米,是目前广州地区规模最大的百货运营商。

图表 17 广百主要百货门店情况

广百门店	开业时间	经营面积(m²)	09 年收入(万元)	09 年净利(万元)
北京路店	1991-02	69,911	170,225	
从化店	1998-12	4,500	4,341	121
棠溪店	2002-12	2,550	4,305	
花都店	2003-01	5,335	5,588	212
新市店	2004-10	13,171	26,365	
肇庆店	2005-09	17,500	10,195	57
天河店	2006-09	49,599	92,096	
新一城店	2006-12	49,469	25,593	2,292
佳润店	2008-09	14,086	9,116	(159)
惠州店	2009-09	16,513	1,312	(552)
揭阳店	2009-12	24,815	416	(270)
茂名店	2009-12	12,000	310	(122)

深圳店	2009-12	26,000	117	(242)
武汉店	2010-06	35,000		
成都店	2010Q2	20,825		
珠江新城店	待定	26,000		
花都凤凰店	待定	40,000		
湛江店	待定	34,000		
北京路二店	待定	14,353		
河源店	待定	19,000		
合计		494,627	349,979	

图表 18 新大新公司主要门店情况

新大新门店	开业时间	经营面积(m ²)	09 年收入(万元)	09 年净利(万元)
北京路店	1967-01	13,795	30,729	2,215
东山店	2005-12	12,550	22,343	
荔湾店	2004-03	7,402	4,453	2
番禺店	2005-09	9,200	14,217	239
佛山店	2008-12	15,306	5,407	(443)
李占记	2004-05	493	1,371	46
合计		58,746	78,519	2,059

■ 老门店盈利稳定,新门店将逐步进入收获期

公司老门店多数位于广州境内,且已占据当地核心商圈。北京路总店凭借市中心丰富的客流量,销售继续保持稳步增长。收购新大新百货之后,公司把广百总店和新大新总店相互协调、错位经营,进一步增强了公司在该商圈内的影响力和品牌优势。目前,两家门店合计经营面积达到 8.37 万 m²,销售收入超过 20 亿元。天河中怡店是公司最近几年的最主要利润增长点,门店地理位置绝佳,目前已经步入成熟期,预计 10 年销售增幅可达 20%左右。新市店是广州白云商圈内唯一的中高档百货,04 年开业以来已在该区域形成较大的品牌优势,目前该门店经营相当稳健。新一城购物广场是公司的募集资金项目,被定位为海珠区首个“地标式的区域时尚购物中心”,07-09 年门店分别实现净利润 1674 万元、2025 万元及 2292 万元,预计未来还有 15%-20%的增长空间。

公司 08 年新店主要是佳润店及通过收购新大新获得的佛山店,这两家门店目前尚处亏损状态,其中佳润店 08-09 年亏损额分别 220 万元和 159 万元,我们预计 10 年基本可以实现盈亏平衡,而佛山店 09 年净亏 443 万元,经营情况略差于佳润店。公司 09 年集中新开惠州、揭阳、茂名和深圳 4 家门店,开店当年均处于亏损状态,合计亏损额达 1186 万元。由于四家门店体量较大,我们认为,开办费、折旧、租金及其它人工费用是导致门店出现亏损的直接原因,预计 10 年 4 家门店均会出现不同程度的减亏。

图表 19 公司历年门店的扩张情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
门店数量(家)	9	11	10	16	20	22	24	26	26	26
经营面积(m ²)	112,155	211,223	211,223	214,672	364,195	441,022	541,022	574,375	574,375	574,375
营业收入(万元)	167,890	203,504	280,511	320,100	463,110	553,692	649,216	738,428	818,276	886,297
净利润额(万元)	5,911	7,207	10,974	14,313	16,552	21,619	24,162	26,649	29,960	32,877

■ 受益 2010 年亚运会,目前估值明显偏低

公司作为区域零售龙头,是广州亚运会的主要受益者之一。公司当前股价为 25.15 元/股,相当于 10 年 20 倍 PE,与同类上市公司相比,公司估值明显偏低,具有较大的投资安全边际。

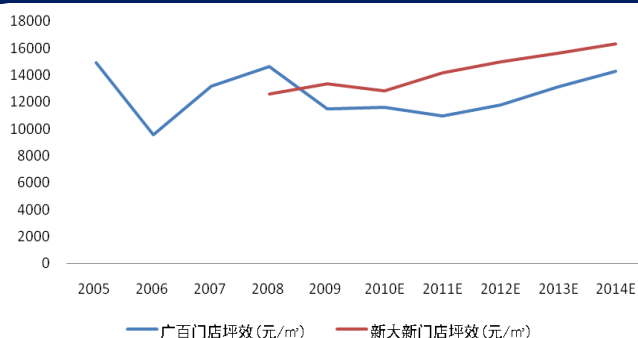
■ 主要风险:扩张导致的销售费用大幅上扬抑制了公司业绩释放的空间和能力

公司取得物业的方式主要以租赁为主,09 年底租赁物业面积接近 30 万 m²。门店租金-销售费用的上扬增加了公司近年业绩释放的压力。07-09 年公司销售费用年复合增长率达 20.7%,09 年销售费用率为 11.4%,均高于同城百货店广州友谊,也高于行业的平均水平。

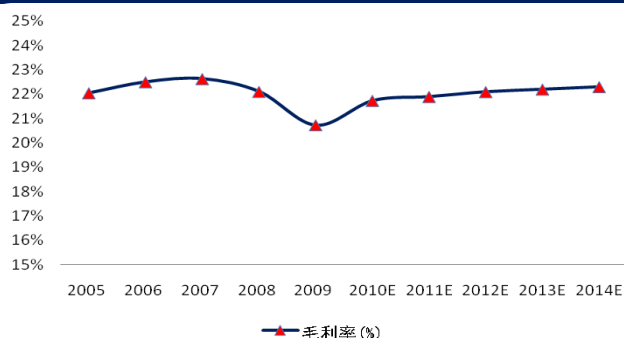
■ 盈利预测及投资评级

预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.28 元/1.43 元/1.58 元。根据 DCF 和 PE 估值法,公司目标价格为 38.0-38.4 元/股,对应 10/11/12 年 PE 分别为 30 倍/26 倍/24 倍。给予“买入”评级。

图表 20 公司百货店经营坪效

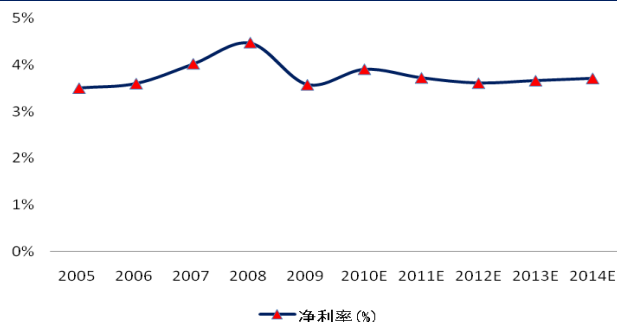


图表 21 公司销售毛利率变化情况

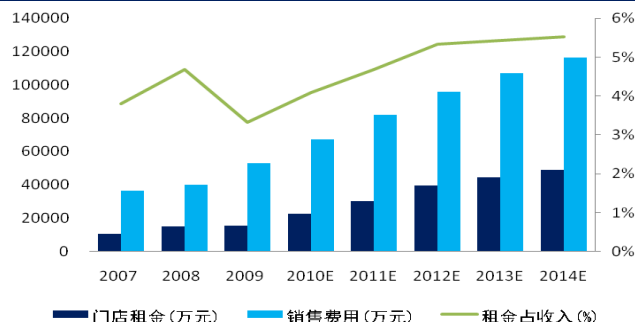


资料来源:德邦研究

图表 22 公司销售净利率变化情况



图表 23 公司门店租金和销售费用



资料来源:德邦研究

3.2 天虹商场 (002419):根基扎实、跨省扩张、爆发力强

■ 扎根深圳,渗透全国,已经形成较具规模的零售网络

公司目前已确立了“巩固珠三角、闽三角,进军长三角、环渤海,区域门店密集布点”的发展战略,截至 09 年底,公司在深圳、南昌、厦门等 11 个城市开设了 35 家直营门店,经营面积 84.9 万 m^2 。公司百货门店主要集中在深圳,深圳门店数量达到 19 家,公司在当地具有较大的规模优势和品牌优势。

■ “百货+超市+X”的业态模式更好地符合国内零售市场的需求

公司坚持“百货+超市+X”的组合业务模式,即百货占 60%,超市为 25%,剩余面积公司根据顾客需求和竞争对手情况灵活配置。这种组合模式更具弹性,可以更好地满足不同地域、不同消费层次的需求,为公司对外扩张奠定了基础。

■ “中心店+社区店”的有效组合使得门店更具异地复制的能力

在扩张过程中,公司采取了“城市中心店”和“社区购物中心”相结合的定位模式,公司以城市中心店确立其市场地位,以社区购物中心抢占市场份额,同城布局形成“众星拱月”态势。这种差异化定位模式可以更好地提高公司新开门店的适应能力。

图表 24 天虹商场城市中心店情况

城市中心店	开业时间	门店位置	经营面积(m^2)	09 营业收入(万元)
天虹购物广场	2003-12-09	深圳福田区	37,781	47,287
东莞东纵天虹商场	2004-09-09	广东东莞市	26,411	23,970
惠州天虹商场	2005-08	广东惠州市	30,892	18,665
嘉兴天虹商场	2006-03-01	浙江嘉兴市	19,972	8,423
福州天虹商场	2006-07-12	福建福州市	46,486	19,324
厦门大西洋天虹商场	2007-01-18	福建厦门市	19,488	30,524
南昌中山路天虹商场	2007-04-19	江西南昌市	54,379	23,156
后天天虹百货	2007-11-23	深圳南山区	15,374	8,583
国贸天虹	2008-12-05	深圳罗湖区	35,698	22,864

苏州金鸡湖天虹	2009-04-24	江苏苏州市	50,912	14,145
北京宣武天虹	2009-04-25	北京宣武区	22,000	11,120
合计			359,393	228,061

图表 25 天虹商场社区购物中心情况

社区购物中心	开业时间	门店位置	经营面积(m²)	09 营业收入(万元)
南昌江大天虹商场	2002-06-14	江西南昌市	13,000	11,470
福民天虹商场	2002-11-25	深圳福田区	12,553	26,114
创业天虹商场	2002-11-25	深圳宝安区	19,129	35,222
龙华天虹商场	2002-11-25	深圳宝安区	19,006	33,819
厦门汇腾天虹	2003-04-22	福建厦门市	19,778	40,951
常兴天虹商场	2003-10-31	深圳南山区	31,348	55,702
龙新天虹商场	2003-12-09	深圳龙岗区	14,810	24,738
沙进天虹商场	2004-05-09	深圳宝安区	31,888	34,375
布吉天虹商场	2004-05-12	深圳龙岗区	17,014	32,915
双龙天虹商场	2005-02-03	深圳龙岗区	20,721	25,227
东门天虹商场	2005-06-02	深圳罗湖区	25,730	36,002
东莞常平天虹商场	2005-08-01	广东东莞市	15,350	12,726
前进天虹商场	2006-01-10	深圳宝安区	21,048	29,687
西丽天虹商场	2006-01-11	深圳南山区	17,521	24,434
松岗天虹商场	2006-10-08	深圳宝安区	18,585	21,267
观澜天虹商场	2007-10-09	深圳宝安区	16,660	17,325
深南天虹新店	2007-11-21	深圳福田区	19,544	39,041
民治天虹商场	2007-11-22	深圳宝安区	20,180	24,330
东莞长安天虹	2007-12-28	广东东莞区	24,000	7,723
沙河天虹商场	2008-06-12	深圳南山区	16,456	19,532
长沙芙蓉天虹	2008-12-06	湖南长沙市	30,000	11,132
南昌红谷天虹	2009-09-04	江西南昌市	20,000	2,873
惠州惠阳天虹	2009-09-12	广东惠州市	27,500	2,638
杭州萧山天虹	2009-12-17	浙江杭州市	17,800	537
合计			489,621	569,780

■ 公司门店毛利率高且外延扩张能力强

公司门店数量持续增加,02-06 年年均净增门店数为 4 家,07-09 年年均净增 5 家,募集资金后公司将加大开店步伐,预计 10-12 年年均开店数将达到 8 家左右。

公司主业盈利能力强,综合毛利率要高出行业均值 2-3 个百分点,分业态来看,公司百货和超市的毛利率均要高于行业平均水平,尤其是百货店,更具毛利率上的优势。

图表 26 天虹商场历年门店的扩张情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
门店数量(家)	4	8	11	15	20	27	30	35	43	51	59	66	73
净增数量(家)	4	4	3	4	5	7	3	5	8	8	8	7	7
经营面积(万 m²)	6	17	24	34	46	63	71	85	104	124	145	163	180
净增面积(万 m²)	6	10	8	9	12	17	8	14	19	20	21	18	18

■ 盈利预测及投资评级

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.23 元/1.59 元/1.93 元。给予目标价格 43 元/股,对应 10/11/12 年 PE 分别为 35 倍/27 倍/22 倍。给予“买入”评级。

重点公司盈利预测及估值表

	代码	简称	收盘价 2010-6-25	总市值 亿元	2010E	EPS 2011E	2012E	2010E	P/E 2011E	2012E	PEG	评级
百货商场	002187.SZ	广百股份	26.42	45	1.28	1.43	1.58	21	18	17	0.67	买入
	000501.SZ	鄂武商 A	14.60	74	0.55	0.73	0.95	27	20	15	1.56	买入
	002419.SZ	天虹商场	36.75	147	1.23	1.59	1.93	30	23	19	0.78	买入
	600859.SH	王府井	34.11	134	1.27	1.50	1.70	27	23	20	0.91	买入
	002277.SZ	友阿股份	20.42	71	0.60	0.91	1.19	34	22	17	0.85	增持
	600631.SH	百联股份	14.05	155	0.55	0.54	0.60	26	26	23	0.51	增持
	600858.SH	银座股份	25.80	75	0.80	1.05	1.50	32	25	17	0.54	增持
	600729.SH	重庆百货	42.43	87	1.10	1.30	1.58	39	33	27	0.90	增持
	000987.SZ	广州友谊	23.83	86	0.91	1.10	1.45	26	22	16	1.79	增持
	000417.SZ	合肥百货	14.95	72	0.50	0.62	0.78	30	24	19	1.53	买入
	600655.SH	豫园商城	24.56	196	0.90	1.13	1.30	27	22	19	0.55	无评级
	600693.SH	东百集团	10.58	36	0.42	0.50	0.57	25	21	19	0.34	买入
	600694.SH	大商股份	43.60	128	1.00	1.30	1.70	44	34	26		无评级
	000715.SZ	中兴商业	13.12	37	0.44	0.66	0.70	30	20	19	0.88	增持
	600327.SH	大厦股份	9.71	51	0.66	0.81	0.93	15	12	10	0.94	买入
	600628.SH	新世界	12.48	66	0.50	0.55	0.60	25	23	21	0.53	增持
	600814.SH	杭州解百	8.15	25	0.28	0.33	0.46	29	25	18	0.83	增持
	600785.SH	新华百货	32.77	68	1.31	1.54	1.70	25	21	19	1.32	买入
	600828.SH	成商集团	14.53	53	0.70	0.97	1.50	21	15	10	1.89	增持
	600697.SH	欧亚集团	26.12	42	0.78	1.03	1.35	33	25	19	2.94	增持
连锁超市	000759.SZ	武汉中百	11.12	76	0.43	0.54	0.67	26	21	17	0.89	买入
	002336.SZ	人人乐	26.76	107	0.74	0.92	1.15	36	29	23	1.25	买入
	002251.SZ	步步高	23.30	63	0.73	0.95	1.21	32	25	19	1.33	增持
	002264.SZ	新华都	18.79	30	0.62	0.81	1.10	30	23	17	1.01	增持
	600827.SH	友谊股份	15.85	75	0.75	0.85	1.00	21	19	16	1.20	增持
专业连锁	000829.SZ	天音控股	14.79	140	0.70	0.78	0.90	21	19	16	0.50	买入
	002024.SZ	苏宁电器	11.79	825	0.60	0.80	1.00	20	15	12	0.49	买入
	002416.SZ	爱施德	44.16	218	1.33	1.75	2.15	33	25	21	0.89	增持
	300022.SZ	吉峰农机	39.82	71	0.90	1.52	2.50	44	26	16	0.74	无评级
商业物业	002344.SZ	海宁皮城	36.20	101	0.61	1.20	1.65	59	30	22	0.79	增持
	600415.SH	小商品城	20.28	276	0.85	1.21	1.50	24	17	14	0.88	增持
	600824.SH	益民商业	6.98	51	0.17	0.21	0.25	41	33	28	2.74	增持
	000301.SZ	东方市场	5.24	64	0.26	0.35	0.40	20	15	13		增持
品牌经营	600612.SH	老凤祥	29.94	83	0.81	0.98	1.20	37	31	25	0.35	增持
	002345.SZ	潮宏基	34.65	58	1.00	1.20	1.55	35	29	22	1.02	增持

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。