



把握投资节奏，注重企业品质

防御性特征下半年更加明显，给予行业“增持”评级

在中国调经济结构促居民消费的大背景下，各类零售终端受益于各类消费品的交易繁荣及政策支持，持续享受行业的高景气度。2010 年上半年零售行业指数跑赢上证综指 15.7%。2010 年下半年基于对投资的避险需求，行业的防御特性更加明显，具备稳健成长性的零售行业将继续成为投资的优选，我们给予行业“增持”评级。

消费趋势良好，全年社销总额增速预计在 17-18%

2010 年上半年社会零售总额保持了较好的增长势头：5 月实现名义零售总额增速 18.7%，创 2010 年以来新高。1-5 月，实现社会消费品零售总额同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，考虑到物价和 09 年基数因素，三、四季度社销总额增速会略微放缓，我们预计全年增速在 17-18%。

投资策略：把握投资节奏、注重公司品质

百货行业：我们预计百货中报总体业绩增速低于一季度，预计半年报百货行业的收入增速应在 20-25%，利润增速在 10-15%。由于我国供应商区域分割的特点，加之于行业扩张特点，百货行业的业绩与当期扩张速度成反比关系。我们建议把握投资节奏，回避当期外延扩张迅速的百货企业，建议关注深耕当地市场，注重内生性成长的区域龙头以及处于扩张间歇期的百货企业。同时区域发展阶段的差异使各地的百货行业面临不同的发展机遇，建议关注中部地区的百货龙头，回避一线城市以及西部落后省市的百货企业。推荐欧亚集团，鄂武商。

超市：2008-2009 年，超市公司整体经营情况欠佳，2010 年随着 CPI 上行趋势，预计 10 年超市业绩将有所恢复。相比百货行业对商圈和地段的依赖，超市的核心竞争力是专业管理能力，我们推荐供应链管理能力强，稳健增长的龙头企业武汉中百，并建议关注人人乐和新华都。

专业连锁：专业连锁特点是与上游所处行业景气周期高度关联。2010 年，在各类专业连锁中，最大的看点是 3G 通讯技术应用以及随之带来的 3G 手机的更新换代，3G 手机的分销商和零售商都是较大的受益者，我们推荐估值较低的手机分销商天音控股，3G 手机量价齐升的预期及毛利率的持续提高使公司的利润弹性很大。10 年来表现突出的另一类专业连锁是珠宝连锁企业，5 月份限额以上金银珠宝零售总额同比增速达到 58.3% 消费升级及避险投资的需求使珠宝行业景气度高涨，我们建议关注珠宝连锁企业潮宏基、老凤祥、豫园商城，此类公司业绩有超预期的可能。

商业物业经营类：我们重点推荐农产品。农批行业发展趋势、公司的扩张速度、电子化结算带来的内生增长，归核化带来的盈利效率的提高，都是我们看好该公司的理由。建议关注具有良好成长性的海印股份。

商业零售

维持

增持

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

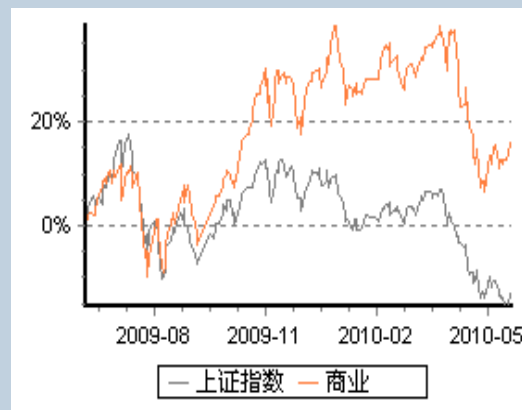
张新红

zhangxinhong@csc.com.cn

010-85130996

发布日期：2010 年 07 月 23 日

股价表现





目录

中国消费数据解析	1
09 年社销总额预计增速在 17-18%	1
消费快速增长趋势维持刚性	1
居民收入增长仍较为缓慢，农村居民收入加速	2
物价指数 7、8 月份可能达到高点，通胀压力下半年趋缓	3
中国零售消费现状分析	4
多业态同时并存	4
外资超市企业扩张迅猛，而百货谨慎	5
区域发展不平衡带来投资机遇	6
城乡消费绝对差值增大	7
投资策略	9
维持零售行业“增持”评级	9
各个子行业分析	10
推荐公司	17
欧亚集团	17
武汉中百	18
天音控股	19
农产品	20
A 股零售板块上市公司的盈利预测与评级	21

图表目录

图 1：社会消费品零售额增速	1
图 2：名义和实际社会消费品零售额增速	1
图 3：三大需求对 GDP 贡献率	2
图 4：零售总额与 GDP 增速对比	2
图 5：GDP 增速和城镇人均可支配收入	2
图 6：城镇和农村人均可支配收入增速（季度）	2
图 7：CPI 指数	3
图 8：CPI 环比增速	3
图 9：大宗商品价格	4
图 10：分行业 CPI 走势	4
图 11：各业态占社销总额比例	4
图 12：各业态门店数量和增速	4
图 13：外资超市的门店扩张速度	6
图 14：主要外资企业的门店扩张数量	6
图 15：各省市社会零售总额复合增速	7
图 16：各省市 GDP 复合增速	7
图 17：东、中、西部地区限额以上零售企业门店数量占比	7



图 18: 东、中、西部地区限额零售企业社销总额占比.....	7
图 19: 城镇和乡村社会零售总额增速	8
图 20: 城镇和乡村社会零售总额绝对值 (亿元)	8
图 21: 城镇居民消费支出结构	8
图 22: 农村居民消费支出结构	8
图 23: 零售行业和上证综指走势	9
图 24: 零售各子行业走势与上证综指对比	9
图 25: 零售行业历史上 PE 估值及相对大盘溢价率	9
图 26: 零售行业历史上 PB 估值及相对大盘溢价率.....	9
图 27: 大商股份门店增速和业绩增速对比	11
图 28: 王府井门店增速和业绩增速对比	11
图 29: 广百股份门店增速和业绩增速对比	11
图 30: 重庆百货门店增速和业绩增速对比	11
图 31: 合肥百货门店增速和业绩增速对比	12
图 32: 银座股份门店增速和业绩增速对比	12
图 33: 限额以上百货店门店数量和销售额增速滞后关系.....	13
图 34: 上市公司百货行业的收入和利润波动.....	13
图 35: 5 支超市股股价表现	13
图 36: 超市企业利润增速与 CPI 关系	13
图 37: 超市公司收入和利润增长情况	14
图 38: 5 支超市股营业利润增速	14
图 39: 食品和纺织行业零售额增速	15
图 40: 化妆品和珠宝行业零售额增速	15
图 41: 家电、家具、建材行业零售额增速	15
图 42: 通讯和汽车行业零售额增速	15
图 43: 商业零售行业相对大盘走势对比	16
图 44: 专业市场类公司的股价表现	16
图 45: 中百与超市板块收入增速对比	18
图 46: 中百与超市板块营业利润增速对比	18
表 1: 2009 年以来国家各类促销费、扩内需政策.....	3
表 2: 外资百货在中国布局	5
表 3: 外资超市在中国布局	6
表 4: 百货上市公司分季度业绩增长情况	10
表 5: 上市外延扩张型百货企业门店数量(家)及增速.....	12
表 6: 上市超市公司经营指标对比	14
表 7: 农产品与其他专业连锁的经营质特征对比.....	16
表 8: 欧亚集团盈利预测数据	18
表 9: 武汉中百盈利预测	19
表 10: 天音控股盈利预测	20
表 11: 农产品盈利预测	21

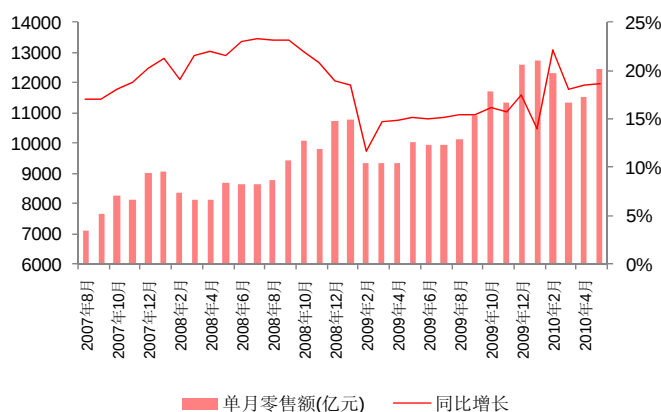


中国消费数据解析

10 年社销总额预计增速在 17-18%

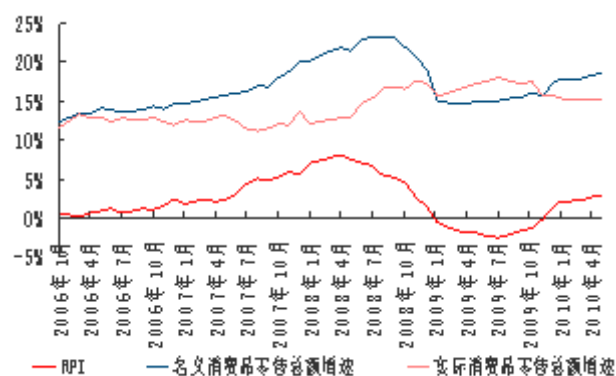
2010 年上半年社会零售总额依然保持了较好的增长势头，1-5 月，实现社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，比 1-4 月加快 0.1 个百分点。5 月份单月同比增幅创今年以来新高，实现名义零售总额增速 18.7%，比 4 月份增速 18.5%略有上升。从历史数据来看，名义社会消费品零售总额与 CPI 和 RPI 有很强的正相关关系。而实际社会消费品零售总额在除去物价指数影响之后，增幅相对平稳，并且与物价指数呈一定的负相关关系。我们预计 10 年三季度物价指数位于上行通道，CPI 最高点可能在 7-8 月份，名义社会消费品零售总额三季度将维持较高的增长幅度，预计在将保持在 19-20%之间。四季度增速将略有下降，预计全年增速在 17-18%。实际社会消费品零售总额则可能维持在较低位，预计增长幅度在 14-15%。

图 1：社会消费品零售额增速



资料来源：国家统计局

图 2：名义和实际社会消费品零售额增速



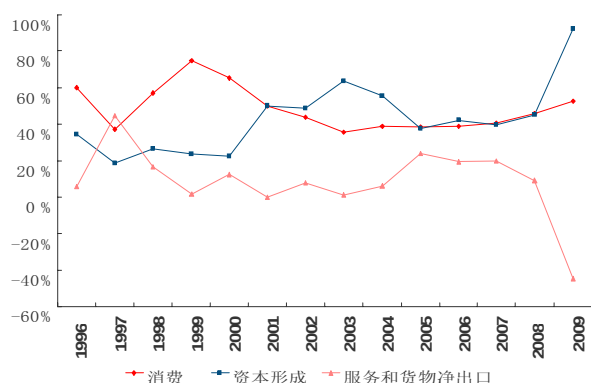
资料来源：国家统计局

消费快速增长趋势维持刚性

2009 年资本形成对 GDP 的贡献率达 92.3%，最终消费对 GDP 的贡献率达 53.1%，净出口对 GDP 的贡献率为 -44.8%，投资仍是助力经济增长的主要动力。我国居民消费水平较低原因主要有以下因素：（1）居民收入增速乏力，居民收入基础匮乏；（2）社会保障体系不到位使得居民的潜在经济负担较大，产生储蓄对消费的基础效应；（3）二元经济结构使收入差距较大，农村居民消费能力长时间受到抑制。为了进一步改善经济增长质量，扩大消费将成为今年政策着力点。近年来国家出台了多项政策促进居民消费，消费在三大需求对 GDP 贡献率中呈稳步上升态势，2007-2009 年贡献率分别达到 39.2%，43.3%，53.1%，并且社销总额增速与 GDP 增速差值越加明显。我们认为伴随稳定的国家政治经济环境、社会分配体系完善、财产性收入的上升，我国社销总额有望保持每年超过 15% 的高速增长态势。

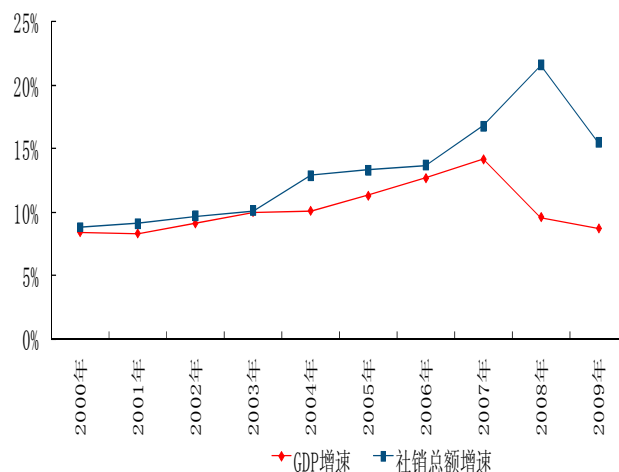


图 3：三大需求对 GDP 贡献率



资料来源：中经网

图 4：零售总额与 GDP 增速对比

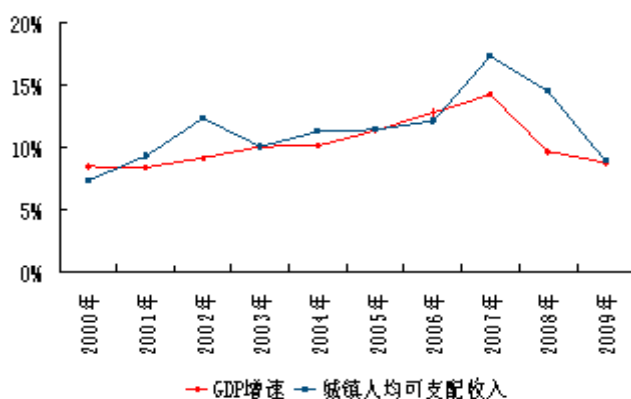


资料来源：国家统计局

居民收入增长仍较为缓慢，农村居民收入加速

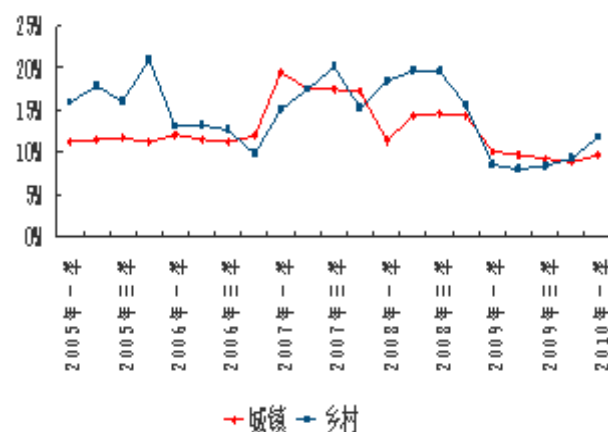
居民收入水平增长过慢影响了我国居民的消费能力。我国居民人均可支配收入增速连续三年下降，已基本降至 GDP 增速水平，居民收入增长乏力。1-5 月份，城镇和乡村居民人均可支配收入增速逐步加速，从 09 年四季度开始，乡村居民现金收入的增速超过城镇居民收入增速，5 月份达到 11.96%。在国家积极推行各项惠农政策的大背景下，农村居民的收入水平和正进入快速上升通道。

图 5：GDP 增速和城镇人均可支配收入



资料来源：国家统计局

图 6：城镇和农村人均可支配收入增速（季度）



资料来源：国家统计局

为扩大内需、促进消费，2009 年以来国家努力采取各项措施稳步提高城镇和农村居民收入水平。



表 1：2009 年以来国家各类促销费、扩内需政策

政策对象	政策种类	政策内容
	提高养老金	2010 年 1 月 1 日起，养老金将提高 10%，实施全国统一的城镇企业职工基本养老保险关系转移接续制
	新医改	全民医保，解决“看病贵”；建基本药物制度，治药价虚高；基本公共卫生服务均等化，保障社会公平；推进公立医院改革，破解“以药养医”；基本医疗卫生制度成公共产品。
城镇	上调工资最低水平	2010 年共有 27 个省市区上调或计划上调最低工资标准。江苏省是 2010 年第一个上调最低工资标准的省份。1 月 23 日，江苏省宣布 2 月起上调最低工资标准，涨幅超过 12%。此后，浙江、广东、福建、上海、天津、山西、山东等地相继跟进，调整幅度都在 10% 以上，一些省份超过 20%。今年共有 27 个省市区上调或计划上调最低工资标准。
农村	推行社会保障	新型农村养老保险制度 2009 年开始试点，试点覆盖 10% 的市、县、镇。建立基本账户和个人账户相结合的农村居民社会养老保险制度，统一制定城乡社会保险关系转移、衔接办法；公共财政要全过程支持农村社会养老保险制度建设，降低农民参保门槛，提高保障水平；坚持政府统一管理，个人缴费、集体补助、政府补贴的农村养老保险筹资模式。
	增加农民收入	通过减轻农民负担、提高农产品收购价格、扩大各类补贴等增加农民收入

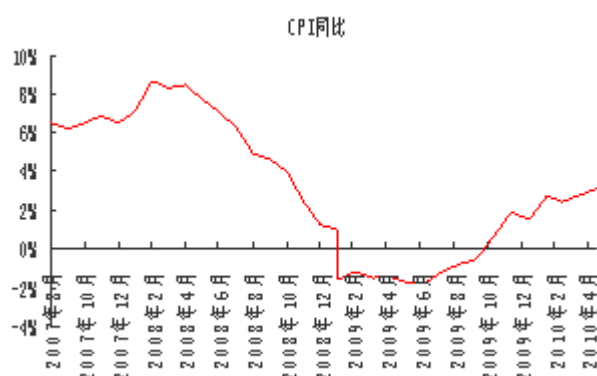
资料来源：中信建投研究所

物价指数 7、8 月份可能达到高点，通胀压力下半年趋缓

5 月份 CPI 指数同比增长 3.1%，同比增速达到 09 年来的新高。去年 CPI 走势是前低后高，5 月份同比下降 1.4%，12 月份同比上涨 1.9%，这使得今年 5 月份 CPI 同比涨幅近六成来自翘尾因素。在约四成的新涨价因素中，食品和居住类价格起到了主要作用，当前的物价上涨仍然是结构性上涨。

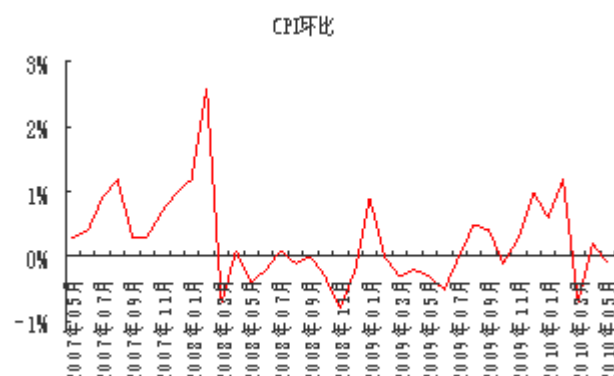
我们认为，通胀压力在下半年有可能缓解：（1）从环比情况看，5 月份我国居民消费价格环比上月下降 0.1%，说明通货膨胀预期降低。（2）从近期国际大宗商品价格出现了下降，我国面临的输入性通胀压力有所缓解；（3）去年 CPI 同比涨幅的谷底是在 6、7 月份，今年翘尾的高点可能也在 6、7 月份，接下来翘尾因素的影响会减弱。

图 7：CPI 同比增速



资料来源：WIND

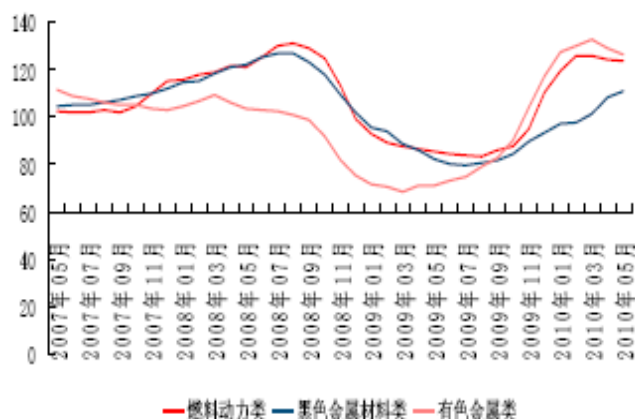
图 8：CPI 环比增速



资料来源：WIND

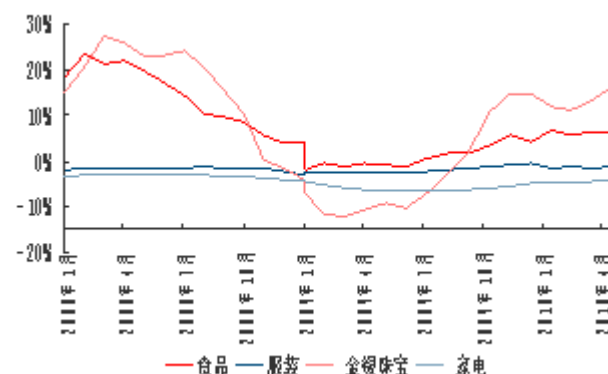


图 9：大宗商品价格



资料来源：WIND

图 10：分行业 CPI 走势



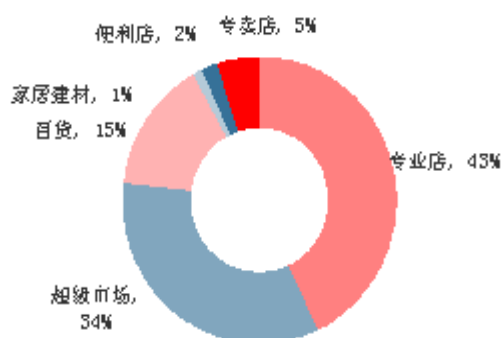
资料来源：WIND

中国零售业现状分析

多业态同时并存

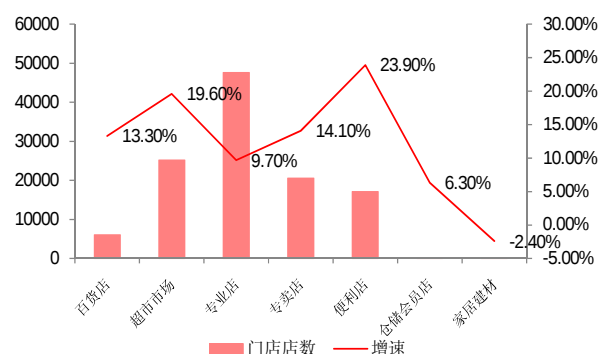
在“大消费”兴起的背景下，占据流通环节的各类业态的零售企业持续受益于社会消费的绝对量增加以及消费结构转型。借鉴发达国家的经验，零售行业业态演进的一般规律是：当人均 GDP 超过 1000 美元时大型综合超市依据其强势扩张力量开始取代百货店成为主力业态，随着人均 GDP 上升到 3000 美元，大型综合超市由于渠道替代优势逐步丧失，增速开始下降，此时各种专业店、专卖店、便利店、折扣店等开始盛行。与国外按部就班的商业业态演进不同，中国的商业流通企业大多借鉴国外经验，在很短时间内跨越了国外几十年的零售业态成长过程，使多种零售业态同时存在。同时由于我国区域经济发展的不平衡，也使各种业态在不同区域的发展出现差异。我国的零售终端对社会资源的配置功能达不到最大效率，也使我国的流通流域并不遵循国外零售业态演进规律。

图 11：各业态占社销总额比例



资料来源：《2008 年中国零售和餐饮连锁企业统计年鉴》

图 12：各业态门店数量和增速



资料来源：《2008 年中国零售和餐饮连锁企业统计年鉴》



由于我国许多业态照搬国外，对应经济发展阶段很有可能出现错位，未培养其核心竞争力而盲目扩张从而遭遇失败的可能性较大。从发展阶段和经营前景来看，我国的百货业近年来逐步完成了品类调整和品牌升级，多数百货企业完成了由传统百货向现代百货转型的过程，升级带来的持续内生性增长值得期待。由于占据较好的物业位置和长时间培养起的消费者认同，使本土百货企业较外资百货企业更具先天优势，抵挡外资冲击的能力更强。而超市企业则明显竞争力欠缺，在成熟的外资超市企业强大的攻势下，中国的超市企业显得有些被动。此外，我国目前人均 GDP 大约在 3600 美元左右，按照我国目前所处阶段，专业店和专卖店在我国的零售市场中应该更有生命力。

外资超市企业扩张迅猛，而百货谨慎

2009 年，零售百强企业中，外资企业数量为 17 家，17 家外资企业门店数合计相比上年零售百强中外资零售企业门店数增长 32.3%，比整体水平高 18.4 个百分点，扩张势头很猛。17 家外资企业中，大部分是超市和专业连锁，百货只有百盛和银泰入围。外资在中国扩张的进程中，以超市最为迅猛，外资百货则一直较为谨慎。目前在正式进入中国的百货企业多以文化和习惯较为接近的亚洲国家为主，外资百货整体上尚不构成对中资百货的威胁。09 年外资百货在华新开店面寥寥可数。由于选址方面天然落后于中资百货以及跨区供应链管理的难度，使外资百货的进入顾虑重重，因此总体而言对中资百货的冲击力度较弱。

表 2：外资百货在中国布局

国家	公司	进入中国时	分店总数	分店分布城市	投资方式
日本	伊势丹	1993 年	5	上海、天津、成都、沈阳	直接投资独资
	伊藤洋华堂	1997 年	11	北京、成都	合资
	高岛屋	2009 年	1	上海	直接投资独资
韩国	乐天百货	2008 年	2	北京、天津	与中国银泰合作
马来西亚	百盛	1994 年	44	北京、上海、天津、重庆、成都、	合资独资为主
新加坡	英武百货	2009 年	2	无锡、杭州	收购
泰国	中央百货	2009 年	1	杭州	直接投资租赁
英国	玛莎百货	2008 年	2	上海	直接投资独资
法国	巴黎春天	1996	17	北京、长春、贵阳、上海、长春、	直接投资独资

资料来源：中信建投研究所

与百货行业谨慎相比，外资超市的扩张势头非常迅猛。09 年沃尔玛门店数增速超过了 40%，TESCO 的门店数同比增速也将近 30%。从扩张方向上看，一些外资零售企业尤其是以大卖场为主要业态的外资零售企业加快向二三线城市扩张，例如，沃尔玛在 2009 年新开门店数 51 家，其中有 34 家落户在非省会城市，家乐福 2009 年新开门店数 20 家，其中有 7 家门店位于非省会城市，比上年的 5 家增加了 2 家。从全国布局来看，外资超市主要分布在华东、华北、华南三大区域，特别是华东地区，呈现巨头林立之势，乐天玛特收购时代零售之后，竞争更趋白日化，市场争夺已从一线城市蔓延到二、三线城市。除了对中国发达地区市场的巩固，发展中的区域市场成了外资超市下一步发掘的目标，据联商网消息，乐天玛特正在进行东北地区市场的布局，而大润发正在着手进驻西南地区市场，以填补其在这一区域的空白。



图 13：外资超市的门店扩张速度

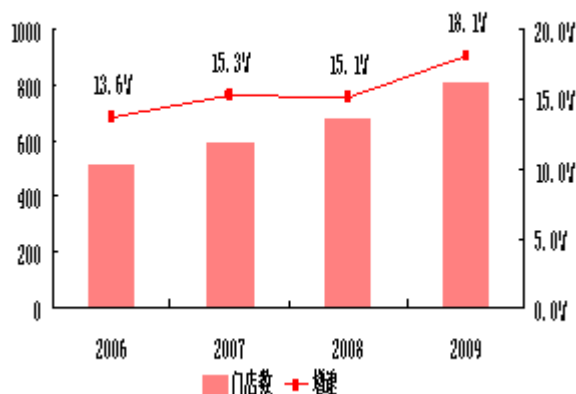


图 14：主要外资企业的门店扩张数量

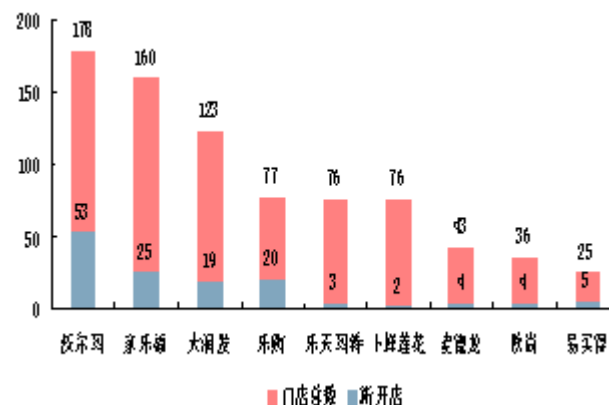


表 3：外资超市在中国布局

国家	公司	进入时间	店总数	门店布局	投资方式
美国	沃尔玛	1996 年	178	北京、天津、上海、广东、福建、浙江、江苏、山东、黑龙江、云南、四川等	直接投资独资
法国	家乐福	1995 年	160	北京、天津、上海、广东、福建、浙江、江苏、辽宁、重庆、四川等	直接投资独资
韩国	易买得	1997 年	25	上海 15 家、天津 3 家、北京 1 家、江苏 2 家、浙江 1 家	合作经营
日本	吉之岛	1996 年	18	广东 8 家、深圳 5 家、山东 4 家、北京 1 家	独资合资
泰国	卜蜂莲花	1997 年	76	北京、广东、天津、上海、江苏、浙江等	合资独资
台湾	好又多	1997 年	99	广东、福建、江苏、浙江、北京、大连、哈尔滨、成都等	合资
法国	欧尚	1999 年	36	上海 5 家、北京、南京、常州各 3 家、无锡、常熟、成都、宁波各 2 家、苏州、张家港、昆明、杭州、舟山、嘉兴、台州、芜湖、扬州各 1 家	合资向独资转变
英国	乐购	1997 年	77	上海、北京、天津、苏州、广州、沈阳、丹东、深圳等 22 个城市，主要覆盖华北、华东及华南三大区域	收购
德国	麦德龙	1996 年	43	上海 4 家、北京 2 家、武汉 2 家、无锡 3 家、深圳 2 家、杭州、嘉兴、宁波、青岛、南京、南通、苏州、长沙、成都、重庆、天津、福州、厦门、西安、南	与锦江集团合作

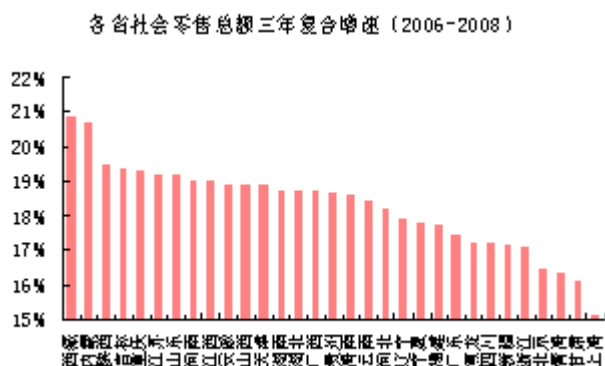
资料来源：中信建投研究所

区域发展不平衡带来投资机遇

东部、中部、西部区域经济发展的不平衡决定了零售业在各个区域所处的发展阶段的差异。从各省社会零售总额及 GDP 近三年的复合增速来看，一线城市以及东部沿海省市出现经济增长乏力的趋势，同时居于社会零售总额及 GDP 增速前十位的省市有安徽、吉林、内蒙古、陕西、重庆，这些省市多位于中部地区。同时位于后十位的省市则为北京、上海、甘肃、黑龙江、新疆、浙江、广东，主要是东部沿海省市和西部经济落后地区。这两类省市增速较慢的原因不同，一线城市主要是消费基数较大，增长相对乏力。西部经济落后省市则主要是因为居民收入和支出仍处于较低水平，消费能力不足。继东部沿海的高速发展之后，我们认为下一步对于零售企业发展机遇更多存在于中部省市以及部分经济较为发达的西部省市。（注：东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 11 个省（市）；中部地区包括山西、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南、广西等 10 个省；西部地区包括四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 9 个省。）

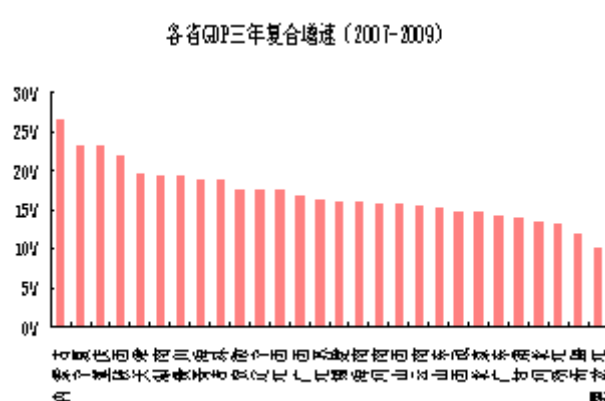


图 15: 各省市社会零售总额复合增速



资料来源: WIND

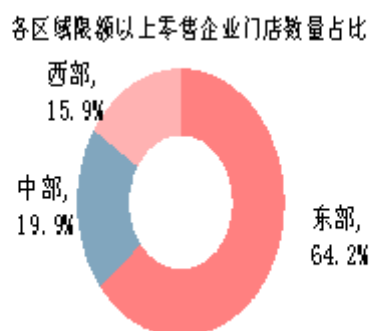
图 16: 各省市 GDP 复合增速



资料来源: WIND

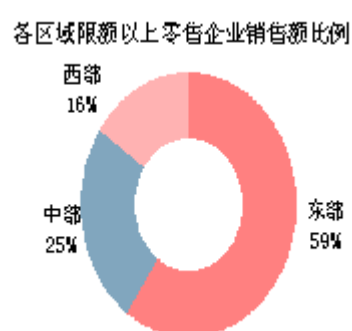
从零售业未来发展的空间来看, 根据国家统计局数据, 2008 年我国限额以上零售企业门店数量东部地区占 64.2%, 中部地区 19.9%, 西部地区 15.9%, 社会消费品批发和消费零售总额地区占比情况与各个区域的企业数量占比情况基本一致: 2008 年批发和零售业社会消费品零售总额东部地区为 59.4%, 中部为 24.9%, 西部为 15.4%。从门店分布情况来看, 中、西部门店分布的数量和密度大大低于东部地区, 而这与区域经济发展水平是一致的。但值得注意的是, 中部地区占 20% 的门店数量对应着近 25% 的社会消费品零售总额比例。说明中部地区竞争程度相比较其他地区出现零售额和门店数量不匹配的特点, 中部地区的社会消费需要更多的终端渠道来承载。因此我们认为从区域角度来看, 中部地区零售企业会有较大的发展机会。

图 17: 东、中、西部地区限额以上零售企业门店数量占比



资料来源: 国家统计局

图 18: 东、中、西部地区限额零售企业社销总额占比



资料来源: 国际统计局

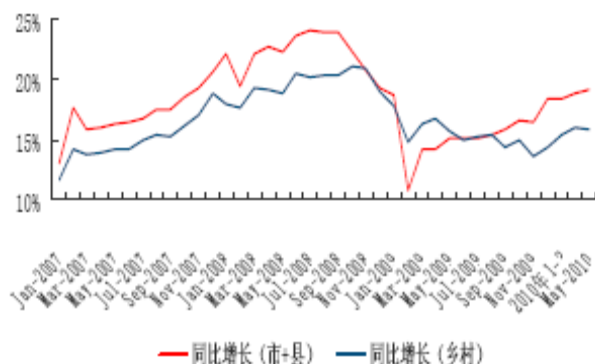
城乡消费绝对差值增大

5 月份, 城镇社会消费零售额 10818 亿元, 同比增长 19.1%, 比社会零售总额增速快 0.3 个百分点, 1-5 月份, 城镇消费占据社会零售总额的 85.1%。; 5 月份乡村消费品零售额 1637 亿元, 增长 15.8%。近年来, 随着汽车、住房等消费结构升级在城市掀起, 城市消费支撑着我国消费的快速增长。从 09 年 4 季度开始, 城镇消费增速持续高于乡村消费增速, 进入 10 年增速差距进一步增大。从城市和乡村消费的绝对差值来看, 绝对差值逐步扩大, 这中间城镇化带来的消费转移是主要的原因, 同时也说明, 农村市场蕴含着较大的消费潜力, 在农民



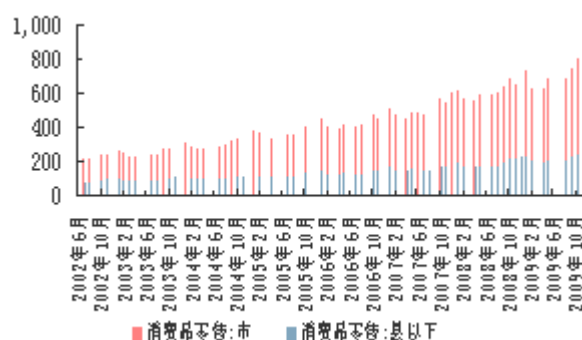
收入持续增长，负担减少、社会保障体系逐步健全的情况下农民的边际消费倾向将提高，促进农村居民消费增长。家电下乡、农机补贴、提高粮食收购价等多项措施将使农村市场消费快速启动。

图 19：城镇和乡村社会零售总额增速



资料来源：WIND

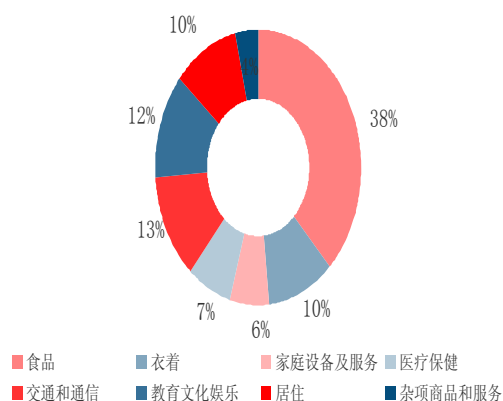
图 20：城镇和乡村社会零售总额绝对值（亿元）



资料来源：国家统计局

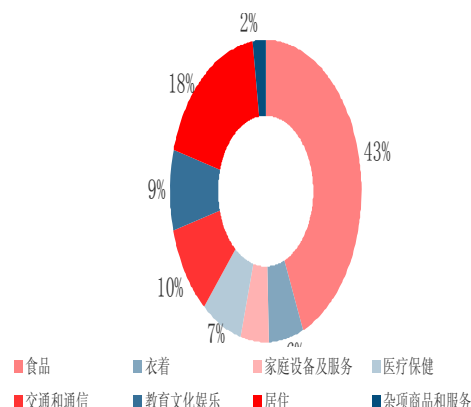
从消费支出结构看，城镇居民的在交通、通信、教育娱乐、衣着方面的支出明显高于农村居民，说明城镇居民更加注重发展型和享受型消费，农村居民更加注重生存型支出，在食品和居住方面的支出比重远高于城镇居民。

图 21：城镇居民消费支出结构



资料来源：国家统计局

图 22：农村居民消费支出结构



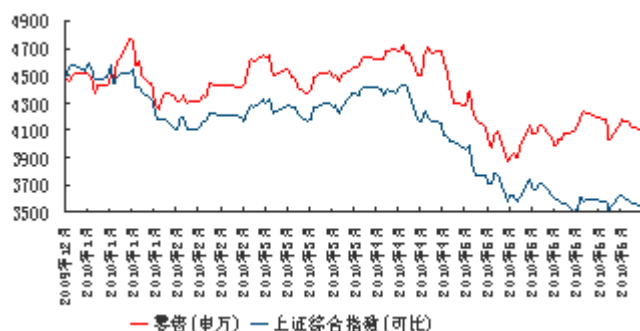
资料来源：国家统计局

投资策略

维持零售行业“增持”评级

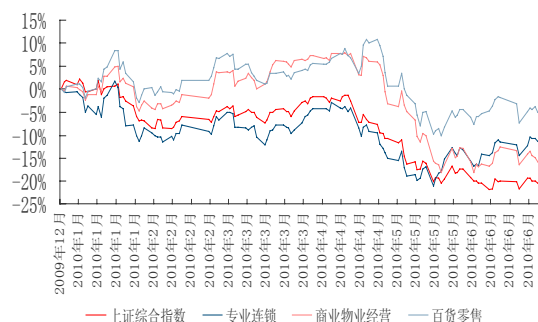
从零售行业上市公司表现来看，2010 年上半年行业表现明显强于大盘，6 个月零售行业指数相对上证综指溢价 16%。零售股的三个子行业表现均强于大盘，其中百货行业领先优势最为突出，领先上证综合指数 19.2%。

图 23：零售行业和上证综指走势



资料来源 WIND

图 24：零售各子行业走势与上证综指对比



资料来源 WIND

目前零售类公司的平均 PE 为 26.6 倍，处于历史较低水平（历史平均水平 35 倍），相对沪深 300 指数的溢价率为 99%，溢价率处于历史较高水平。最新 PB 估值 4.47 倍，略低于历史平均水平 4.93 倍，相对沪深 300 指数溢价 92%。

零售行业的相对大盘的估值溢价与市场走势呈反向趋势，充分说明了零售行业防御性特征显著。基于下半年经济二次探底的担忧，股票市场有可能下半年持续低迷，由于零售行业的 PE 已处于历史低位，我们认为估值继续向下的空间较小，而在熊市的防御性将使零售行业获得持续的相对大盘高溢价水平。2010 年下半年基于对投资的避险需求，行业的防御特性更加明显，具备稳健成长性的零售行业将继续成为投资的优选，因此我们维持对零售行业“增持”评级。

图 25：零售行业历史上 PE 估值及相对大盘溢价率

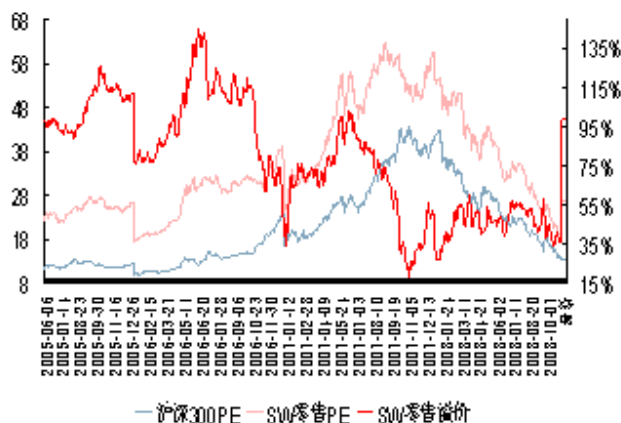
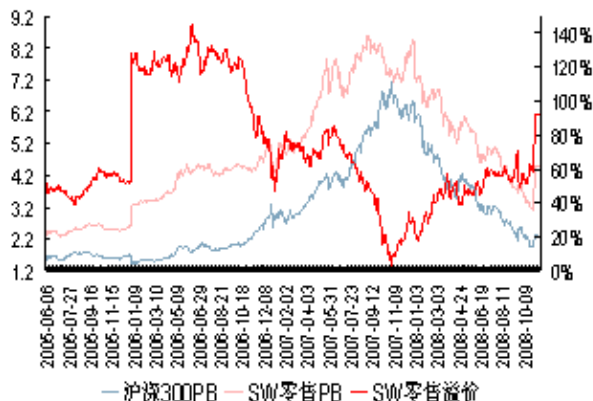


图 26：零售行业历史上 PB 估值及相对大盘溢价率





各个子行业分析

百货行业——把握投资节奏

百货行业上市公司 2010 年 1 季度实现营业收入同比增长 32%，营业利润同比增长 25%。收入和利润增速均获得不错表现。我们认为主要原因是 09 年 1 季度情况较差，尤其是盈利能力处于低点，因此 10 年一季度收入和利润在较低基础上有较好的表现。而 09 年二季度单季收入和利润都有明显的恢复，因此我们认为 2010 年 2 季度行业收入和利润增速将放缓，我们预计半年报百货行业的收入增速应在 20-25%，利润增速在 10-15%。

从单个企业来看，我们认为 09 年二季度业绩表现较差，而 10 年一季度业绩增速表现较快的企业，中报应有较好的表现。建议关注重庆百货、杭州解百、大商股份、王府井有可能存在的中报行情。

表 4：百货上市公司分季度业绩增长情况

	营业利润					营业收入				
	2009-1q	2009-2q	2009-3q	2009-4q	2010-1q	2009-1q	2009-2q	2009-3q	2009-4q	2010-1q
重庆百货	1%	-58%	67%	73%	25%	7%	13%	11%	26%	17%
广百股份	6%	-37%	45%	78%	11%	-2%	33%	15%	135%	62%
南京新百	3%	-36%	-14%	77%	24%	-12%	-16%	-19%	-12%	13%
大商股份	-76%	-24%	-87%	-2528%	49%	-1%	11%	11%	32%	20%
杭州解百	-8%	-3%	-81%	7%	5%	-11%	11%	-14%	12%	12%
王府井	-2%	6%	1%	-22%	38%	-1%	8%	7%	23%	30%
百联股份	-2%	6%	81%	16%	29%	8%	12%	14%	15%	25%
欧亚集团	11%	10%	10%	-3%	11%	11%	9%	27%	15%	28%
广州友谊	3%	12%	7%	20%	18%	0%	15%	11%	27%	23%
成商集团	-17%	18%	2%	76%	69%	10%	35%	21%	23%	6%
新世界	-7%	27%	-4%	17%	0%	1%	7%	7%	-1%	4%
银座股份	-2%	30%	-23%	-32%	56%	22%	27%	14%	38%	72%
武汉中商	18%	48%	159%	2431%	24%	0%	13%	3%	10%	14%
鄂武商 A	-1%	55%	4%	-9%	35%	13%	20%	26%	22%	35%
合肥百货	51%	58%	68%	81%	43%	14%	13%	19%	22%	22%
大厦股份	1%	78%	142%	161%	66%	26%	38%	18%	41%	19%
新华百货	28%	80%	64%	152%	60%	6%	17%	21%	17%	26%
东百集团	-11%	81%	-32%	19%	41%	2%	17%	16%	22%	29%
百大集团	3%	86%	29%	67%	-11%	-30%	-18%	-15%	3%	4%
开元控股	5%	114%	-7%	14%	-1%	16%	13%	6%	18%	6%
豫园商城	4%	171%	109%	54%	34%	-3%	14%	8%	6%	14%
总和	9%	29%	103%	38%	32%	11%	16%	10%	22%	25%

资料来源 中信建投研究所

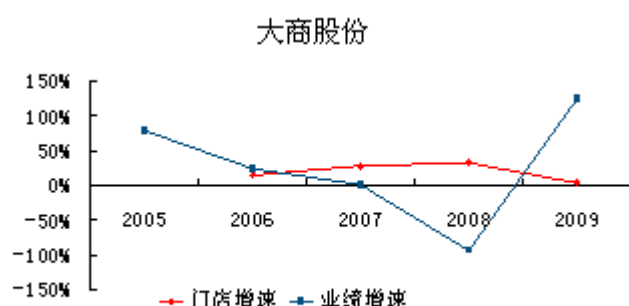
百货行业目前仍是我国居民消费中重要的业态，目前占到社会销售总额的 15%左右。从百货企业的经营策略来看，国内百货企业近几年开始了从“坐商”到“行商”的转变，逐步摆脱一城一店的传统模式，走多业态多城市连锁发展的道路，虽然这个过程刚刚开始，大部分企业的扩张范围也仅限于周围省市，但是大的商业集团有雄厚的资金支持，已经逐步形成一定的规模，王府井、大商集团、山东银座等已经渐渐成为全国行业的龙头。但是百货行业的扩张受大额资本支出、培育期过长、分销商分区割据等因素的制约，决定了百货企业销售



收入在跟随门店扩张略微滞后增长的同时，利润增长则并不尽人意。

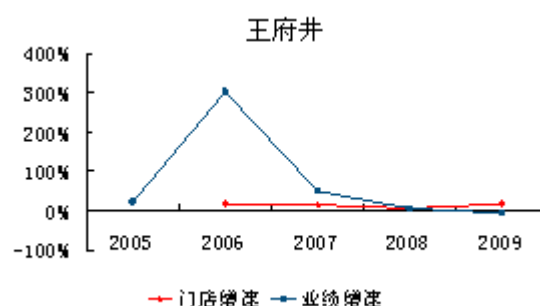
通过分析重点百货企业，我们发现业绩增速和当年的扩张速度基本呈反向关系。我们认为快速扩张的百货企业短期存在较大的业绩波动风险，建议投资者回避。我们倾向于推荐扩张步伐稳健的区域性百货龙头以及具有较大的内生性增长潜力的公司，建议投资者重点关注欧亚集团、东百集团。2009年，销售规模在100亿元以上38家百强企业中，有20家是区域企业，所占比重为52.6%，相比上年的46.7%提升了5.9个百分点。同时，市场竞争的激烈，也使一些大型零售企业利用地方政府的政策优势、区域市场的竞争优势，把做大做强区域市场作为重要的发展战略，通过开店、并购等方式，促进区域规模、地位的提高。2009年，零售百强企业并购呈现区域化、向二三线城市延伸的明显趋势。如联华收购华联、重庆百货收购新世纪百货，银座收购东购、新华都收购闽南小超市、合肥百货收购省内四家企业等。

图 27：大商股份门店增速和业绩增速对比



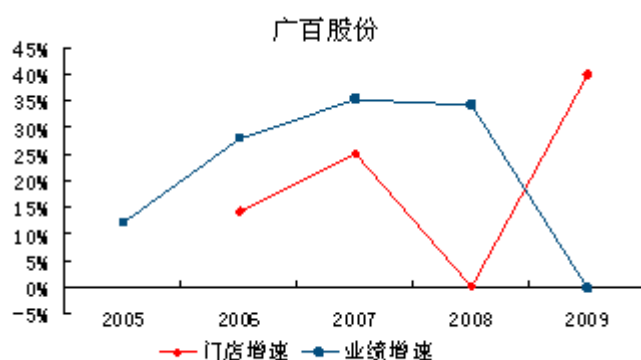
资料来源 中信建投研究所

图 28：王府井门店增速和业绩增速对比



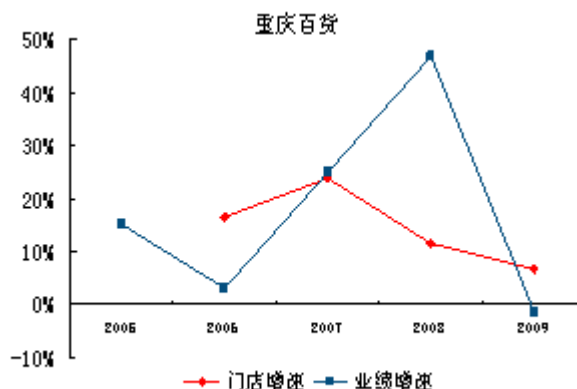
资料来源 中信建投研究所

图 29：广百股份门店增速和业绩增速对比



资料来源 中信建投研究所

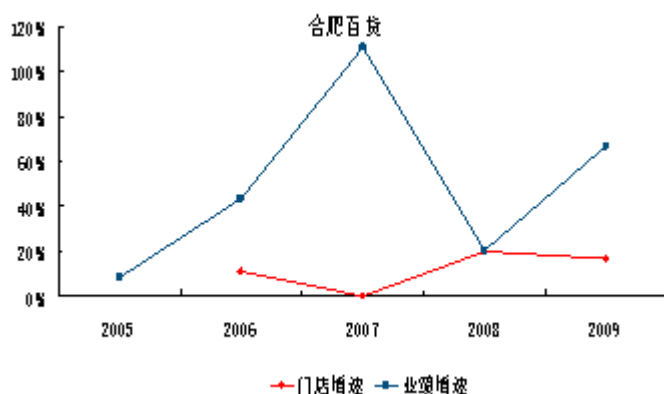
图 30：重庆百货门店增速和业绩增速对比



资料来源 中信建投研究所

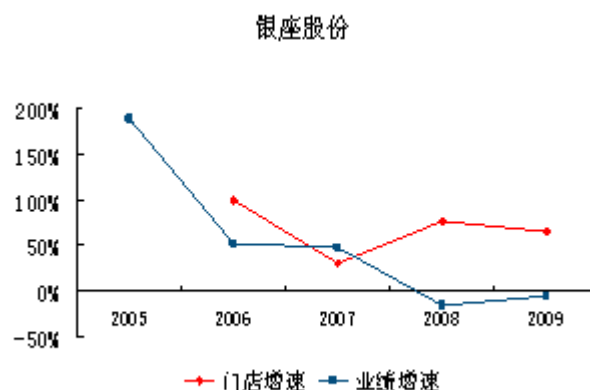


图 31： 合肥百货门店增速和业绩增速对比



资料来源 中信建投研究所

图 32： 银座股份门店增速和业绩增速对比



资料来源 中信建投研究所

表 5： 上市外延扩张型百货企业门店数量(家)及增速

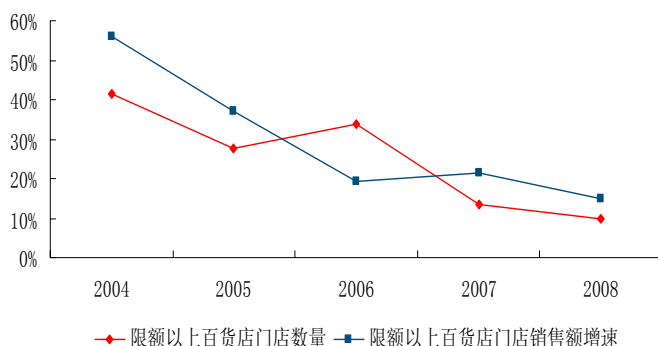
公司	2005	2006	2007	2008	2009
大商集团	34	39	50	66	68
增速	-	15%	28%	32%	3%
合肥百货	9	10	10	12	14
增速	-	11%	0%	20%	17%
重庆百货	18	21	26	29	31
增速	-	17%	24%	12%	7%
银座股份	5	10	13	23	38
增速	-	100%	30%	77%	65%
王府井	12	14	16	17	20
增速	-	17%	14%	6%	18%
天虹商场	16	21	27	30	35
增速	-	31%	29%	11%	17%
广百股份	7	8	10	10	14
增速	-	14%	25%	0%	40%
门店总数	101	123	152	187	220
总门店数增速	-	22%	24%	23%	18%

资料来源 中信建投研究所

从限额以上百货企业扩张情况来看,2003-2007 年是百货店的集中高速扩张期,门店的复合增速在 30%以上,从主要上市公司门店扩张来看,快速扩张对销售收入的影响较为平稳,销售收入保持在 15-20%的增速。而营业利润增长却呈波浪型起伏,说明百货行业的利润增长并不与销售收入增长同步,我们认为这个特点体现了百货行业高额资本支出、培育期长等特点。也由此说明百货企业的投资时点把握尤其重要。从单个百货企业来看,上市公司的百货企业近三年大多呈现较快的外延扩张趋势,09 年步伐则有所放缓。因此我们认为总体上来看,百货企业未来 2-3 年整体业绩表现将好于前几年,我们维持对百货行业的“买入”评级。

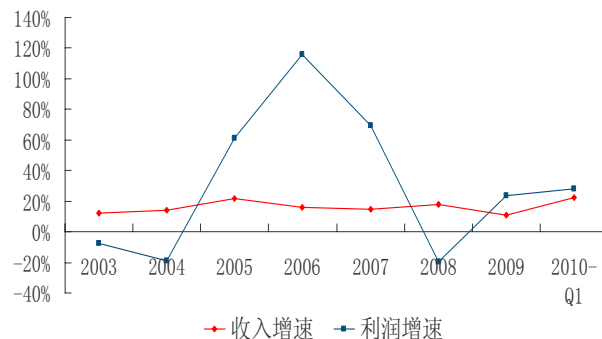


图 33：限额以上百货店门店数量和销售额增速滞后关系



资料来源 中信建投研究所

图 34：上市公司百货行业的收入和利润波动



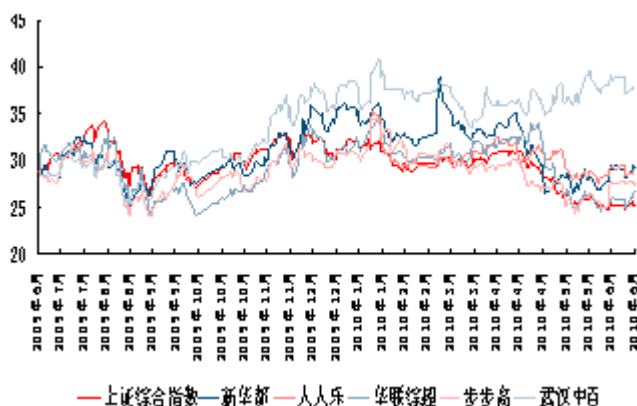
资料来源 WIND

超市——寻找卓越的管理者

从成长角度而言，由于超市的受众广泛、可复制性更强，超市应该比百货具有更好成长性。但是上市公司的超市企业一年内的表现似乎不尽人意，5 支超市股中，只有武汉中百明显跑赢大盘。其他股票相比上证综指仅有微弱优势。

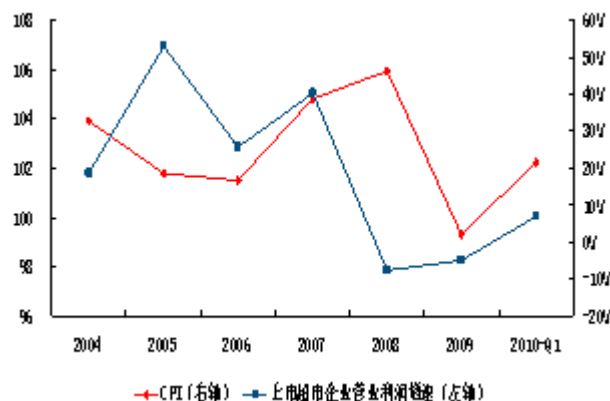
08-09 年，超市公司整体经营情况欠佳，5 只超市股总体的利润呈下滑趋势，与 04-07 年利润增速快于收入增速形成明显反差。08、09 年超市企业的较差表现归结于近几个原因：（1）从超市企业与 CPI 走势的对比关系中，可以看出 CPI 和超市企业的盈利能力确实有较强的正相关性。10 年下半年基于对 CPI 走势，我们预计超市企业的盈利能力将有所恢复。（2）部分超市企业扩张过快，对当期业绩产生较大的压力。（2）走全国连锁经营的企业，其扩张进程并不顺利。以华联综超和人人乐为例，在新进入地区能否适应当地的消费习惯和消费水平、与当地供应商能否快速建立起良好的合作关系、面对本地超市企业的排挤竞争能否成功突围都是尚未成功解决的问题。

图 35：5 支超市股股价表现



资料来源 WIND

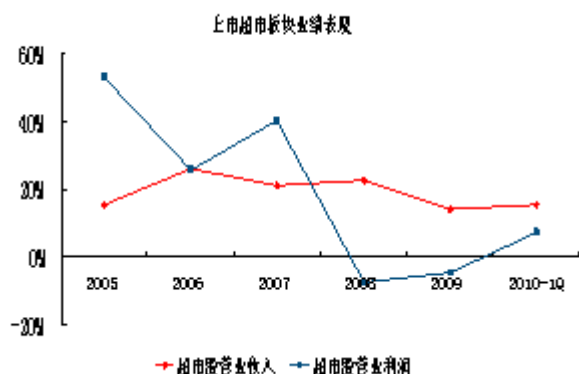
图 36：超市企业利润增速与 CPI 关系



资料来源 WIND

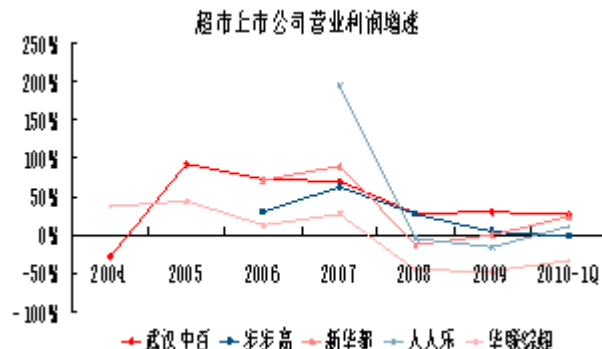


图 37：超市公司收入和利润增长情况



资料来源 WIND

图 38：5 支超市股营业利润增速



资料来源 WIND

对于中国本土超市企业在外延扩张中遇到的种种问题，与外资超市大规模顺利扩张形成鲜明对比。我们认为根源在于内资超市与外资连锁超市在经营管理各个方面存在的巨大差距。超市企业是更加注重“零售精神”的业态，与百货企业不同，超市企业的经营关系更加辛苦、繁琐、精细。我们在推荐超市股票的时候，更加看重自身的品质。

超市企业要拥有持续的竞争力，要在供应链的采购、配送、销售、配送方面均达到较高的效率。供应链上的各个环节均有一定的量化指标可以衡量。综合各方面经营指标，人人乐和武汉中百的管理能力胜出一筹。武汉中百多年的经营已经证实了其在超市经营方面卓越的管理能力，公司多年来稳健的经营风格和这种能力有很强的复制性和连续性，是对公司的成长业绩最稳妥的保证。人人乐经营能力虽处于领先水平，但是其异地扩张策略能否获得成功尚有待于观察。

表 6：上市超市公司经营指标对比

上市公司	统采比例	自配送例	自营比例	直采比例	毛利率	净利率	门店数
武汉中百	60%	30%	3%	6%	18.2%	2.12%	145
人人乐	40%	50%	2%	35%	20.8%	2.62%	90
步步高	20%	70%	0	0	18.8%	2.90%	102
新华都	45%	15%	0	3-5%	18.8%	2.11%	70
华联综超	40%	3%	区域百货 3-4%	5%	19.3%	0.66%	84
家乐福	60%	第三方	5%	30%	-	-	157
沃尔玛	50%	85%	25%	70%	22%	3.0%	178

资料来源：中信建投研究所

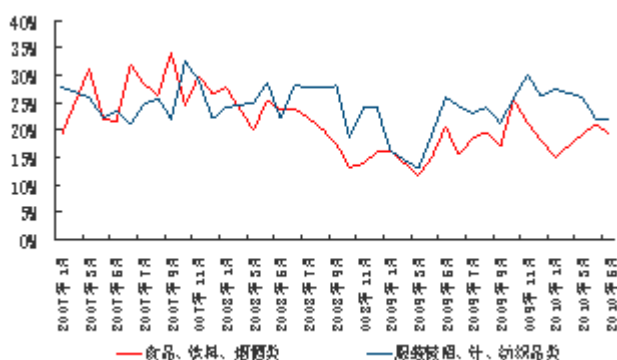
专业连锁

专业店因为能向消费者提供商品定位准确的特色经营及专业化服务为主的专业店近年来发展步伐加快。2008 年限额以上连锁零售企业门店中，专业店 93656 个，增长 10.3%。销售额占连锁企业销售总额的 43%，位居所有业态之首，专业店连锁门店占到门店总数的 55%，是我国流通企业的主导业态，对居民消费具有明显的拉动作用。专业店增长迅速，一方面体现了市场细分化和专业化的趋势；另一方面，仅就店铺场所而言，专业店在店铺位置选择和面积确定上需要考虑的因素比百货店相对简单，制约的条件相对较少，因此，专业店享有

客观的成长便利。

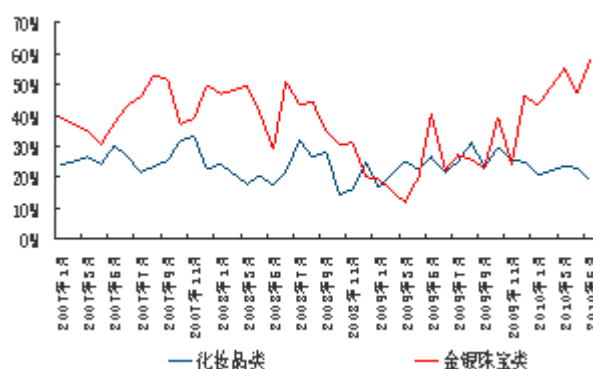
在我国常见的专业连锁是家电类、通讯器材类、珠宝类、药品类。近年来，专业连锁出现了许多新的业态，包括医疗类、农机类、鞋类、家具建材类等等。分析行业零售数据，我们看到按照 2010 年销售额增速为标准的行业表现排名依次为：珠宝、汽车、通讯器材、家电、纺织服装、食品饮料、化妆品。专业连锁类上市公司处于产业链的某个环节，因此受宏观经济和行业变化影响很大。例如苏宁电器和国美受到房地产较大影响，房地产调控使家电配套购买被推迟，导致需求减少。吉锋农机容易受到天气、国家农机补贴政策等影响；珠宝类连锁受益于避险情绪的考虑，10 年以来维持高速增长；天音控股和爱施德则受益于国家 3G 手机更新换代和三家运营商对用户端的争夺，10-12 年将维持高景气度。由此我们建议重点关注通讯设备行业和珠宝行业，推荐天音控股，关注爱施德和潮宏基、豫园商城，此外我们建议关注具有快速成长能力的农机类连锁公司吉锋农机。

图 39：食品和纺织行业零售额增速



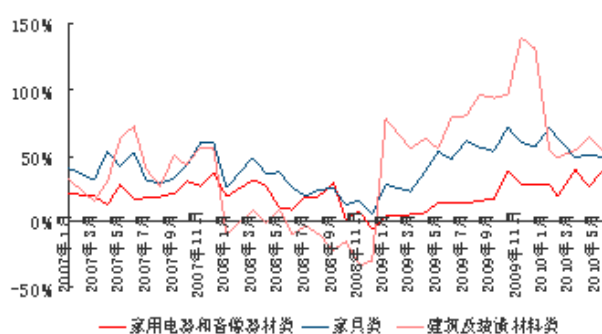
资料来源：WIND

图 40：化妆品和珠宝行业零售额增速



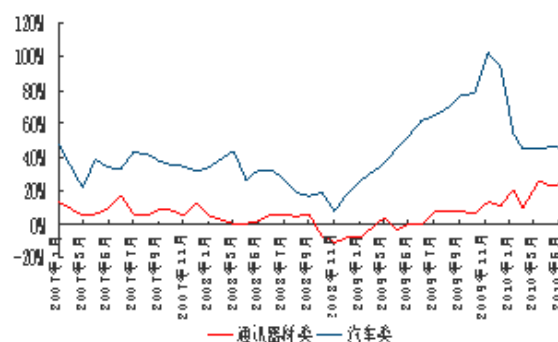
资料来源：WIND

图 41：家电、家具、建材行业零售额增速



资料来源：WIND

图 42：通讯和汽车行业零售额增速



资料来源：WIND

商业物业连锁

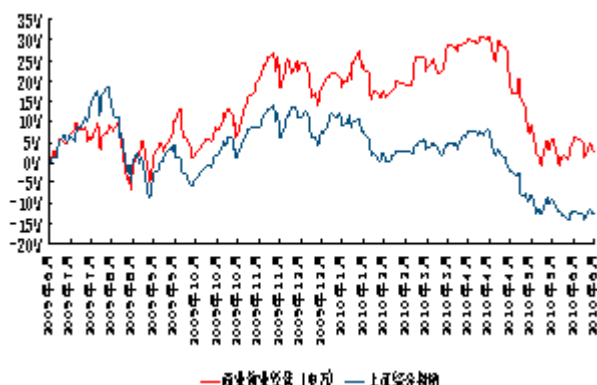
商业物业经营企业在中国多以某类专业市场的形态出现。中国的专业市场经过近 20 多年的稳步发展，现在已逐渐进入相对成熟的发展阶段。成功的专业市场需要有以下要素：（1）市场基础。需要有较大的消费者需求、聚客能力和已经形成的市场氛围。（2）产业支持。目前运作成功的专业市场大多在当地成熟的产业基础上发展起来，例如海宁皮城、小商品城等。离开了产业基地，信息成本、物流成本、时间成本的增加，都会给市场带



来经营成本的增加。产业条件不足的市场或者商圈必然会在竞争中落伍或者被淘汰出局。(3) 政府政策支持。由于商业物业能带来活跃市场、增强就业、扩大税收的作用，因此地方政府对专业市场多数持支持态度。(4) 物流。专业批发市场商品的流动性强、量大，对物流环节有着非常高的要求。现在新兴的市场都越来越重视物流在市场经营管理中起到的重要作用。(5) 专业化管理能力。专业的管理必须突出“专”字，要对所经营商品的产业链的各个环节有较强的积淀，并且能够将交易平台的功能扩张，成为集物流、品牌、信息、采购、销售等全方位的服务提供者。

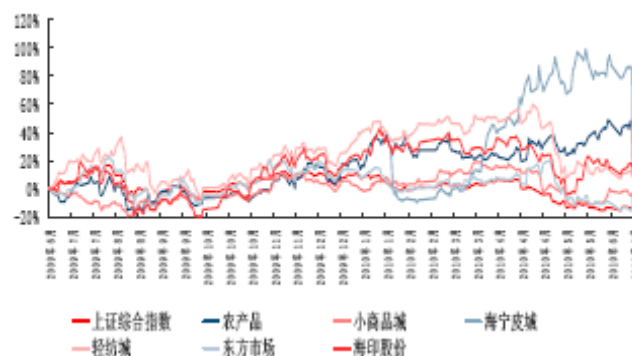
A 股零售股票中的经营商业物业公司有 6 家，其所经营的商业物业多为某类专业市场。盈利模式多是以出租或出售某一类商铺为主。上半年，商业物业经营公司的股价表现均强于大盘，股价表现最为突出的是海宁皮城、农产品、海印股份。分析目前 A 股上市的专业市场公司的盈利模式及可复制性，我们看好专业农批市场经营者农产品。

图 43：商业零售行业相对大盘走势对比



资料来源 WIND

图 44：专业市场类公司的股价表现



资料来源 WIND

表 7：农产品与其他专业连锁的经营质特征对比

特征\企业	农产品	海印股份	小商品城	海宁匹成
市场专业性	强	较强	强	强
产业基础	强	一般	强	强
扩张方式	自建/收购，速度慢，成本有	租赁与自建结合	单一市场分期发展	自建，收购
盈利方式	以出租为主，未来逐步实行佣金制	享受商圈做旺的租差收益	出租	出租和出售相结合
资产	重资产，土地和商铺资产较多	租赁为主，轻资产	物业自主开发租赁	自有物业为主
行业空间	上游分散决定农批市场长时间成为城镇居民生活必须消费的主要渠道	较大	向国外延伸	一般
行业竞争度	弱，公司是行业领导者	较强	弱	弱
与商户的相对地位	商户分散、公司较强势	相对平等	商户分散、公司较强势	商户分散、公司较强势
单个市场的内生成长性	提租的能力较弱：结算方式改变和农产品价格持续走高趋势维持内生性增长	每年 3-5%的提租空间	享受品牌效应带来的租金持续成长	享受品牌效应带来的租金持续成长
可复制性	强	较强	弱	弱

资料来源 中信建投研究所



推荐公司

按照我们此前的投资思路我们重点推荐一下股票：（1）百货行业重点推荐扩张稳健、以内生性增长为主的区域性百货，重点推荐欧亚集团。（2）超市类公司已形成较强经营能力和核心竞争力的超市企业，推荐武汉中百。（3）商业物业经营类重点推荐具有较好复制性，并且享受国家三农政策方向的农批市场专业运营商农产品（4）专业连锁重点推荐受益于 3G 网络升级的天音控股。

此外，我们还建议关注逐步走上良性扩张轨道的 3C 零售企业宏图高科、享受行业高景气度的珠宝企业潮宏基、成功地商业物业经营者海印股份以及有望保持连年高增长的快速扩张的农机连锁龙头吉峰农机。

欧亚集团

吉林市场空间巨大，而当地基本无竞争对手，未来增长潜力十分可观。公司过去十几年一直按照既定的战略规划来稳健经营和发展。其竞争优势在于：

1、低成本自建或收购物业带来的成本优势。

公司目前拥有自有物业约 120 万平米，相应物业的资产重估价值约为 69 亿元，其中归属于上市公司权益的商业物业重估价值约为 54 亿元。根据 NAV 估值法，公司的合理价值为 33.7 元/股，在人民币升值，商业地产承接住宅地产泡沫的浪潮下公司自有物业凸显了公司较高的安全边际。

2、欧亚集团主要业务单元未来增长前景良好。

A、欧亚卖场逐步进入成熟期，提租成为欧亚卖场业绩增长的催化剂。一旦 4 期工程完成，欧亚卖场将是世界最大的购物中心。经过 5 年的建设培育，卖场已经集聚了足够高的人气，欧亚卖场逐渐成为公司营业收入的重要来源，2004 年到 2008 年净利润复合增长率达 124.5%。经过公司不断对欧亚卖场的续建和销售结构品牌的提升优化，2008 年净利润为 5.12 千万元，占公司总利润的 37.63%。欧亚卖场有效地在当地培育出商圈，积累了人气，从而为未来提租和整体提档升级带来了巨大的空间。

B、欧亚商都成功转型为现代百货，品牌调整支撑未来收入和业绩的增长；“商都做精”是欧亚商都的主要发展战略。目前是欧亚的主要收入和利润来源，且每年保持着 20% 左右的销售增速。未来两年仍将进行品牌的调整和引进，我们认为，欧亚商都未来的增长主要依靠品牌调整带来的收入增长和业绩提升。

C、欧亚联营目前调整基本结束；沈阳联营是沈阳四大商场之一，位于太原街商圈，2007 年净利润为 318 万元，2008 年净利润为 177 万元。欧亚集团接手后对品牌、人员、装修等方面都进行了较大的改进，同时也进行了扩建，考虑到沈阳联营处于核心商圈、位置较好这一因素，以及欧亚较强的经营管理能力我们认为，随着欧亚联营扩建（从 5 万平增加到 9 万平）和调整的结束，特别是随着沈阳地铁 1 号线的开通（沈阳联营店门口正对着地铁出口），预计 2010 年沈阳联营基本可以实现盈利，2011 年将有较大的利润贡献。

D、超市业务整合加扩展，处于快速扩张期，未来 2 年值得看好。超市业务目前仍处于快速成长阶段，回报期尚未到来，伴随着门店不断扩张带来销售规模的扩大从而使公司获得更强的议价能力，超市业务的收入和利润都拥有很大的提升空间，未来 2 年值得看好。



我们预计欧亚集团 2010/2011 每股收益为 0.86 元和 1.19 元。对应 PE 分别为 27.5 倍和 19.87 倍，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

表 8：欧亚集团盈利预测数据

预测项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	3914	4675	5614	7210
毛利率	16.21%	15.80%	15.60%	15.70%
营业利润(百万)	607	720	876	1178
归属母公司的净利润(百万)	111	135	187	246
增长率	5%	21.6%	38.5%	31.6%
每股收益	0.69	0.86	1.19	1.57
PE	34.30	27.52	19.87	15.10

资料来源 中信建投研究所

武汉中百

公司是湖北省网点最多、规模最大的连锁超市零售商，截止 2010 年 1 季度末公司共拥有门店 659 家，其中仓储超市 145 家（6000 平方米以上的大卖场 76 家）、便民超市 439 家（基本集中在武汉市，400 平方米左右，加盟约 71 家）、百货店 4 家和 3 个物流中心。公司连锁经营面积约 75 万平方米，其中自有物业面积约 15 万平方米。目前，公司超市销售额约占湖北省限额以上超市销售总额的 31%，占湖北城市食品消费额的 8%。

公司看点主要为：

1、A 股超市股中最为稳健优秀的经营者。

公司深耕湖北市场，在练好内功之前并不急于向省外盲目扩张。多年来公司在湖北区域内的精耕细作使公司避免了外延扩张风险，获得长时间相比行业更好的成长性。在这过程中公司练就的扎实的超市企业的管理能力和资源使公司具备了核心竞争力。

图 45：中百与超市板块收入增速对比

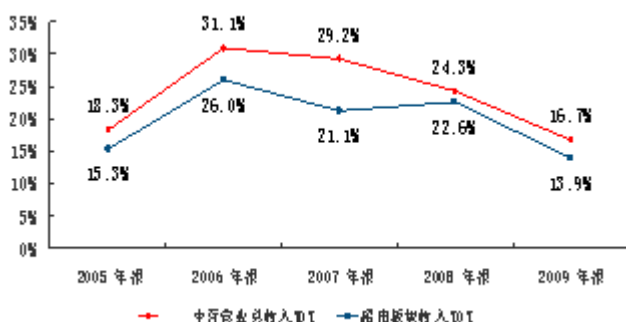
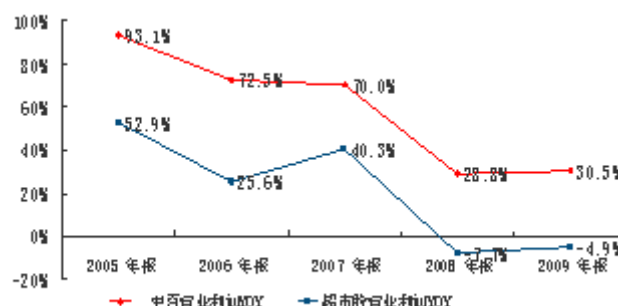


图 46：中百与超市板块营业利润增速对比



2、外延扩张空间仍广

中长期来看，我们认为公司在湖北的门店数量还有翻倍空间：湖北省内仍有很多公司尚未进入或布店较少



的区域：湖北省内共有 12 个地级市，24 个县级市，38 个县，2 个自治县，可容纳大卖场 270 家左右。按照 35% 市场容量算可容纳 108 家（目前仅有 43 家）。武汉市城市扩容、城区规划、老店更替等因素会不断产生新增需求，3 年 16 家店问题不大。公司计划每年新开 15-20 家仓储超市，我们认为这种速度在 3-5 年内可以持续。

3、内生性增长成业绩增长重要原因

公司的直接采购比例处于行业内较低水平，10 年公司致力于提高直接采购比例，拟从去年 3-4% 提升至今年的 6%、并不断进行商品结构优化；为配合这一战略，公司筹建涪水、恩施、咸宁、襄樊、江夏生鲜物流配送中心。几家建配送中心将陆续于 2010 年和 2011 年投入使用，我们认为自配能力的提高和直采比例的扩大将带来公司毛利率的提高及内部效率的提升，使公司从粗放型逐渐向集约型转变，我们预计公司毛利率每年有 0.5 个百分点左右的提升空间。

4、在通胀背景下，超市类公司将充分受益。

5 月份公司的同店增长显著，达到 10% 以上，快于行业平均水平。同店增长和毛利率提升、重庆经营转好、电子商务平台投入运营是其股价新的推动因素。

我们预计公司 2010/2011 年每股收益 0.43 元/0.56 元，市盈率 25.7/19.2 倍，在超市类上市公司中估值较低，给予“买入”评级。

表 9：武汉中百盈利预测

预测项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1009	1213	1426	1673
毛利率	17.00%	20.22%	17.56%	17.32%
营业利润(百万)	287	389	507	643
归属母公司的净利润(百万)	213	294	373	462
增长率	24%	38.0%	26.9%	23.9%
每股收益	0.31	0.43	0.56	0.67
PE	33.84	24.40	18.73	15.66

资料来源 中信建投研究所

天音控股

1、3G 时代来临手机销售量价齐升

3G 时代来临，手机更新换代加快，公司的手机销量和 3G 手机的价格都相比 2G 时代增加。在量价齐升的情况下，公司的业绩快速增长值得期待。我们预计 2011-2012 年是 3G 时代所引发的换机需求将支持中国手机市场的快速发展，天音控股作为占据 3G 手机 20% 的市场份额的分销商，将大大受益于行业的景气周期来临。

2、手机的普及率远低于国外水平，手机的绝对需求量仍有很大的空间。

中国的手机普及率仍远低于国外水平，中国手机的普及率目前约为 59%，远低于国外 100% 的普及率。即使不算更新换代的相对增量，从手机的绝对增量上来说，中国的手机市场仍有相当大的增长空间。



3、公司的毛利率水平有望持续获得提升。

3G 手机的销售毛利率远高于 2G 手机，目前 3G 手机的市场渗透率仅为 13%，随着 3G 手机的普及推广和销售占比的逐步提高，公司的毛利率呈持续增长的态势。

4、下半年 3G 运营商加大对终端客户资源的争夺将使天音等优质分销商最为受益。

上半年运营商内部调整均逐步完成，随着联通 iPhone 降价、诺基亚 WCDMA5235 较大力度补贴的推出，各家运营商之间的竞争将会加大，对 3G 手机的大规模促销将加快 3G 手机渗透的进程，而天音是 3G 手机销量暴增的最大受益者。

5、天音有望获得更多制式和机型的代理权

在现实手机销售格局下，运营上不得不倚重于分销商，以便拥有更多的终端销售渠道，加快各自制式手机的销售。近日天音取得诺基亚 WCDMA5235 独家代理权，意味着联通向社会分销渠道逐渐开放，今后有可能获得联通更多的机型代理权。

我们预计公司主业 2010-2012 年实现 EPS 分别为 0.67/0.75/0.91 元，对应 2010 年 PE 为 22 倍，低于行业同类上市公司估值，因此给予公司“买入”评级。

表 10：天音控股盈利预测

预测项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1742	3120	4356	
毛利率	11.25%	12.3%	13.2%	13.5%
归属母公司的净利润(百万)	2.84	7.32	920	1132
增长率	109%	156%	26%	23%
每股收益	0.30	0.78	0.97	1.18
PE	47	18	14	12

资料来源 中信建投研究所

农产品

1、农批市场业务面临良好的发展机遇。

当前的行业发展环境（促进三农、食品安全、城镇化）为公司提供了加速发展的新机遇，而新的竞争态势也促使公司加速布局 and 巩固自身优势，从而最终发展成为“中国农业产业链核心环节的主导者”。有必要更快布局稀缺的区域资源和优质的存量（增量）市场资源。

从世界范围看，农产品批发市场一直是农产品流通的主要渠道，中国家庭承包责任制的土地制度以及人口众多的农民，决定上游供应的分散，必须通过农产品批发市场进行产品的集中再分配。农批行业地方龙头较多，地方政府已经开始引领地方市场的整合，行业正呈集中趋势。经过 20 多年的发展，公司初步形成了一个全国性农产品交易及综合服务平台，并在此过程中积聚了强大的综合竞争力。

2、战略性扩张保证持续成长能力。

公司目前在 19 个城市控股或参股经营 25 家农产品综合批发市场和大宗农产品电子商务市场，约占全国规



模以上批发市场交易总额的近 10%。批发市场是公司的战略核心，其占收入比重，由 05 年的 15% 增长至 09 年的 54%。公司近年的扩张提速，公司自 2009 年下半年已经连续签约银川、长春、蚌埠、昆明、天津（2）、广州、济南等 9 个市场，并增资扩建合肥市场、增资沈阳市场，新项目土地面积 1000 万平方米，是现有面积的 1.36 倍，公司进入新一轮扩张周期。

公司各主要批发市场增长结构良好，成熟市场总体能够保持 20% 以上的利润增速；成长期市场在 2009 年的快速增长前提下，2010 年将迎来更高增速，如成都、长沙、南昌等市场；亏损市场如西安市场正处于扭亏为盈进程中。其次，平湖和南宁作为公司新阶段下的优质项目，将于 2010 年内开业，将为公司带来增量利润。尤其是平湖市场地处公司竞争优势最强的深圳地区，并且规划、建设水平高，具备较高的盈利保障。其他新项目如银川、长春等也将增厚公司 2010 年利润规模。内生外延的同时成长使我们对公司未来 2-3 年的业绩充满期待。

3、佣金制是公司内生增长的重要看点

持续提高的佣金率结算比例是公司内生性增长的重要支撑。模式的推广使得公司的克服了非电子交易模式下的收费漏洞，无论人为因素或非人为因素都必然减少，市场收入将随交易量增加而增长，分享公司的品牌优势及市场做旺后的好处。公司所有交易额中，电子化结算的覆盖率约为 20%，综合佣金率不到 1.5%。从长期的角度看，基于公司的战略取向和现实的背景条件，整体市场实现 70% 的覆盖率和 2.5%~3% 合理佣金率水平，是逐步靠拢的目标。

4、归核化使得公司的盈利能力更为集中。

公司将致力于中国农批市场的专业经营者，逐步剥离各类股权投资，包括民润超市 47.76% 的股权（09 年计提 1.54 亿元减值准备），转让 51% 的渔人码头（获得 3.3 亿元的税前收益），减持深深宝剩余 5093 万股股权等，将使公司的业绩不再受减值及亏损的干扰，盈利能力回归正常化，且能有效保护公司资产、维护公司权益，有利于集中资源发展公司核心业务，提升资产配置效率。

我们预计对公司 2010-2011 年 0.45 元 和 0.65 元的经常性 EPS 预测，2010 /2011 年合并 EPS 为 0.85 /0.73 元，给予 6 个月 20 元的目标价，“买入”评级。

表 11：农产品盈利预测

预测项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	1245	1490	1889	2345
毛利率	50%	76%	75%	76%
营业利润(百万)	196	823	756	897
归属母公司的净利润(百万)	85	653	560	634
增长率	61%	668%	-14%	13%
每股收益	0.11	0.85	0.73	0.76
PE	130	17	20	17

资料来源 中信建投研究所

A 股零售板块上市公司的盈利预测与评级



表 12：上市公司盈利预测与估值表

分类	代码	名称	EPS			现价	PE			09-11 年		PB	市值	评级
			09	10E	11E		09	10E	11E	CAGR	(亿元)			
百货	000987	广州友谊	0.79	0.9	1.25	22.7	29	25	18	25.80%	6.2	81	中性	
	600631	百联股份	0.37	0.45	0.56	13	35	29	23	23.00%	2.2	143	中性	
	600828	成商集团	0.63	0.71	0.85	14.3	23	20	17	16.20%	5.8	52	中性	
	417	合肥百货	0.42	0.51	0.63	14.3	34	28	23	22.70%	6.7	68	中性	
	1833. HK	银泰百货	0.21	0.28	0.36	7.8	37	28	22	30.90%	4	-	中性	
	3308. HK	金鹰商贸	0.38	0.48	0.65	16	42	33	25	30.80%	4.1	-	中性	
	600858	银座股份	0.51	0.82	1.1	23.3	46	28	21	47.30%	4.5	67	中性	
	600697	欧亚集团	0.7	0.85	1.09	23.7	34	28	22	25.00%	4.7	38	买入	
	600693	东百集团	0.24	0.4	0.5	10.2	42	25	20	44.10%	5.9	35	增持	
	600785	新华百货	1.11	1.11	1.32	28.8	26	26	22	9.00%	5.8	60	中性	
	600729	重庆百货	0.77	0.94	1.17	39	51	42	33	23.20%	8.5	80	增持	
	002187	广百股份	0.98	1.22	1.53	25	25	20	16	24.90%	3.6	42	中性	
	000501	鄂武商 A	0.47	0.58	0.73	14	30	24	19	24.50%	5	71	中性	
	600828	成商集团	0.63	0.46	0.8	14.3	23	31	18	12.80%	5.8	52	中性	
	002277	友阿股份	0.45	0.6	0.8	18.9	42	31	24	32.50%	2.4	66	增持	
	3368. HK	百盛集团	0.37	0.45	0.58	13.3	36	30	23	25.20%	8.4	-	中性	
	825. HK	新世界	0.3	0.32	0.45	10.7	36	33	24	22.50%	3.1	-	中性	
	600631	百联股份	0.37	0.46	0.54	13	35	28	24	20.30%	2.2	143	中性	
	600694	大商股份	-0.4	0.98	1.54	40	-	41	26	-	3.9	118	中性	
	600859	王府井	0.98	1.22	1.52	33.3	34	27	22	24.60%	4.6	131	增持	
商业地产	000882	华联股份	0.2	0.15	0.28	5.7	28	38	20	18.80%	1.6	28	中性	
	000861	海印股份	0.29	0.53	0.78	11.9	41	22	15	64.40%	7.1	59	增持	
	600790	轻纺城	0.11	0.14	0.17	6.7	61	49	38	25.90%	3.2	41	中性	
	000301	东方市场	0.08	0.26	0.33	4.6	58	18	14	104.40%	2.3	56	中性	
	000061	农产品	0.11	0.59	0.65	14.6	132	25	22	143.40%	3.9	112	买入	
	600415	小商品城	0.68	0.85	1.17	20.1	30	24	17	31.70%	2.1	273	增持	
	002344	海宁皮城	0.46	0.6	1.06	32.7	71	54	31	51.80%	12.6	92	中性	
超市	600361	华联综超	0.13	0.27	0.36	7.6	58	28	21	65.90%	2.1	37	中性	
	000759	武汉中百	0.32	0.4	0.51	10.5	33	26	21	25.90%	3.4	71	买入	
	002251	步步高	0.61	0.76	0.99	22.3	36	29	23	27.00%	3.9	60	中性	
	002264	新华都	0.51	0.55	0.78	17.2	33	31	22	23.10%	3.6	27	中性	
	814. HK	北京京客隆	0.41	0.52	0.64	8.7	21	17	14	24.90%	2.3	-	增持	
	002336	人人乐	0.58	0.75	0.94	24.5	42	32	26	27.50%	7.5	98	增持	
	980. HK	联华超市	0.93	1.16	1.48	28.5	31	25	19	26.20%	6.3	-	中性	
	8277. HK	物美商业	0.41	0.52	0.88	13.7	33	26	16	46.50%	6.7	-	中性	
专业连锁	002024	苏宁电器	0.64	0.57	0.72	10.9	17	19	15	5.70%	3.5	761	增持	
	493. HK	国美电器	0.09	0.12	0.15	2.4	27	20	16	29.10%	2.7	-	中性	
	600122	宏图高科	0.45	0.42	0.56	11.1	25	27	20	11.00%	2	63	中性	
	002345	潮宏基	0.47	0.63	0.75	32.8	70	52	44	26.40%	8.8	59	增持	
	002416	爱施德	1.08	1.33	1.69	38.3	36	29	23	25.20%	15.3	189	中性	
	000829	天音控股	0.3	0.66	0.91	14	47	21	15	73.80%	7.3	133	买入	
	600612	老凤祥	0.51	0.97	1.23	23.5	46	24	19	55.20%	6.6	65	中性	
	600655	豫园商城	0.62	0.91	1.06	21.2	34	23	20	30.50%	4.2	169	增持	
	300022	吉峰农机	0.71	0.45	0.76	31.5	44	70	41	3.20%	5.3	56	中性	



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

张新红：中央财经大学金融学硕士，商业零售行业分析师，从事证券行业研究 2 年。对行业及公司运行趋势把握准确。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。