

# 城市转型开启零售增长新纪元

## ——2011年零售行业投资策略



金泽斐 A0230206040421 周佳敏  
陶成知 A0230209110484  
2010. 11. 24



**转型中期 · 2011申银万国周**  
In Transition · 2011 SWS WEEK

## 主要内容

1. 经济转型驱动城市转型加速消费升级
2. 城市转型为零售业创造新的发展契机
3. 看好城市转型中零售业变革的领跑者

# 1.1 经济转型促进消费持续大幅提升

■ 国家战略重点：增长(总量)→转型(结构)

■ 两个转型：

- 重投资 → 重消费
- 第二产业 → 第三产业

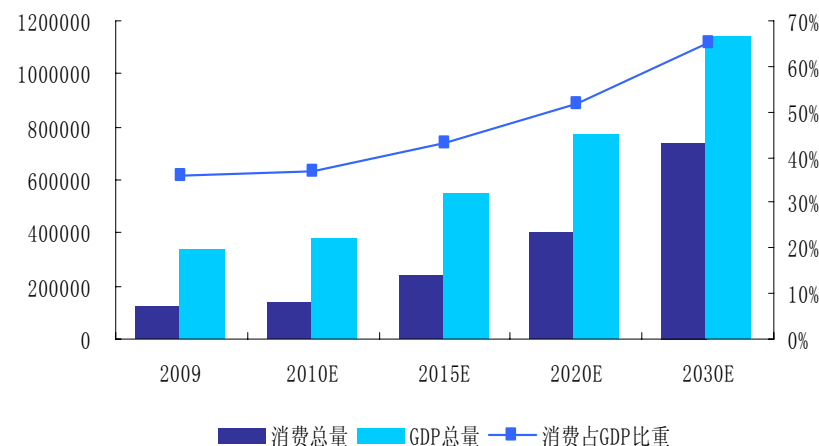
■ 促进经济转型的两条主要路径

- 收入分配制度改革
- 城镇化进程的深入

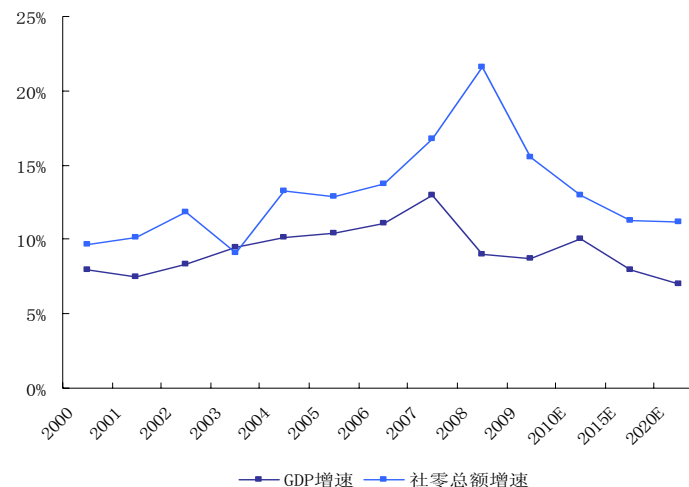
■ 经济转型驱动城市转型

- 区域经济规划和产业转移
- 交通运输和基础设施大幅改善
- 社保体系完善和公共服务均等化

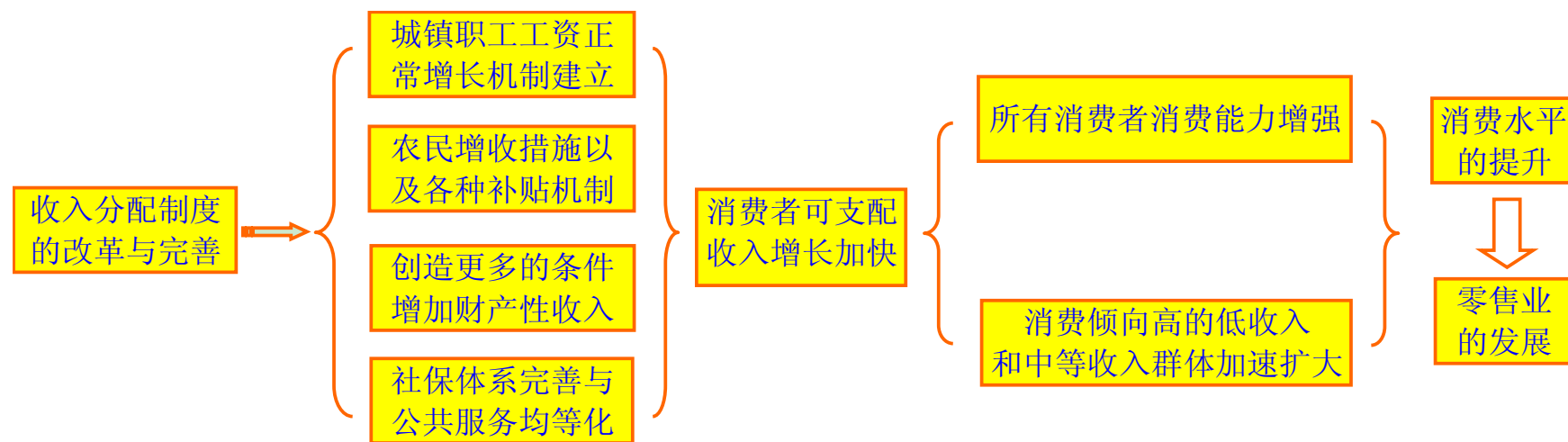
预计消费占GDP比重将持续上升



零售业长期受益于消费需求高增



## 1.2 收入分配制度改革增强居民消费能力

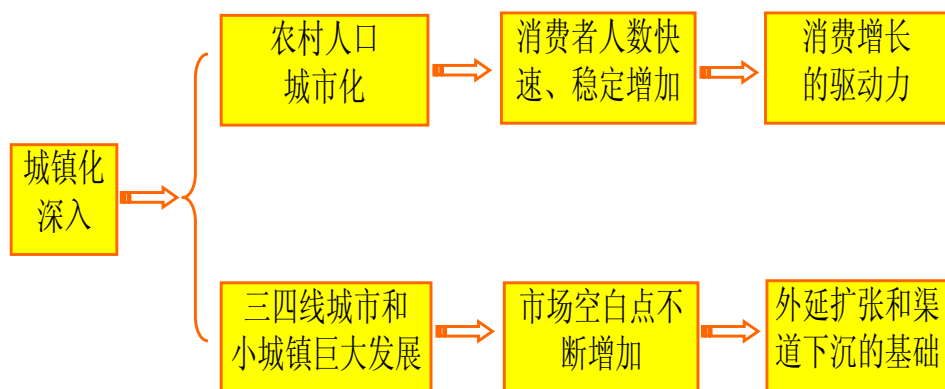


全体居民可支配收入提升10%、50%、100%，各受益业态的市场增量

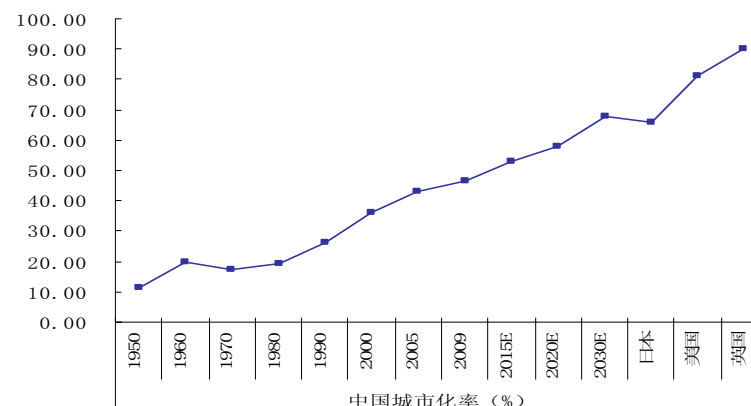
| 单位：元        | 最低收入户（10%） | 低收入户（10%） | 中等偏下户（20%） | 中等收入户（20%） | 中等偏上户（20%） | 高收入户（10%） | 最高收入户（10%）  | 合计     |
|-------------|------------|-----------|------------|------------|------------|-----------|-------------|--------|
| 平均每人全部年收入   | 5951       | 8957      | 12345      | 16858      | 23051      | 31172     | 51350       | 149683 |
| 平均每人可支配收入   | 5253       | 8162      | 11244      | 15400      | 21018      | 28386     | 46826       | 136289 |
| 平均每人消费性支出   | 4901       | 6743      | 8739       | 11310      | 14964      | 19264     | 29004       | 94925  |
| 边际消费倾向      | 0.93       | 0.83      | 0.78       | 0.73       | 0.71       | 0.68      | 0.62        |        |
| 收入提高带动的消费增长 |            |           |            |            |            |           |             |        |
| 收入提高10%     | 654        | 900       | 2333       | 3020       | 3995       | 2572      | 3872        | 17347  |
| 收入提高50%     | 3271       | 4501      | 11666      | 15098      | 19977      | 12859     | 19360       | 86733  |
| 收入提高100%    | 6542       | 9002      | 23333      | 30197      | 39955      | 51435     | 77442       | 237905 |
| 受益的零售业态     | 县镇超市、夫妻店   | 平民超市、连锁家电 | 仓储超市、大众百货  | 网络购物、时尚百货  | 购物中心、奥特莱斯  | 购物中心、精品百货 | 品牌体验店、高档专卖店 |        |

注：中国总人口按照2009年末13.35亿人计算

# 1.3 城镇化深入将扩大消费市场容量，增添市场空白点



中国城市化尚有20年的进程



资料来源：中国统计年鉴、社科院蓝皮书、申万研究

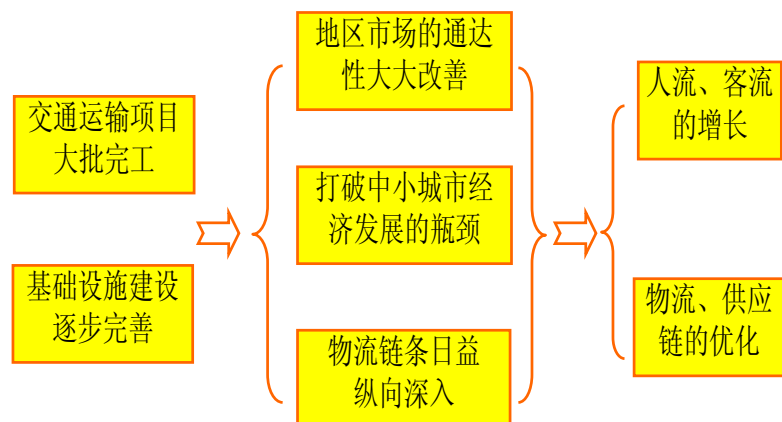
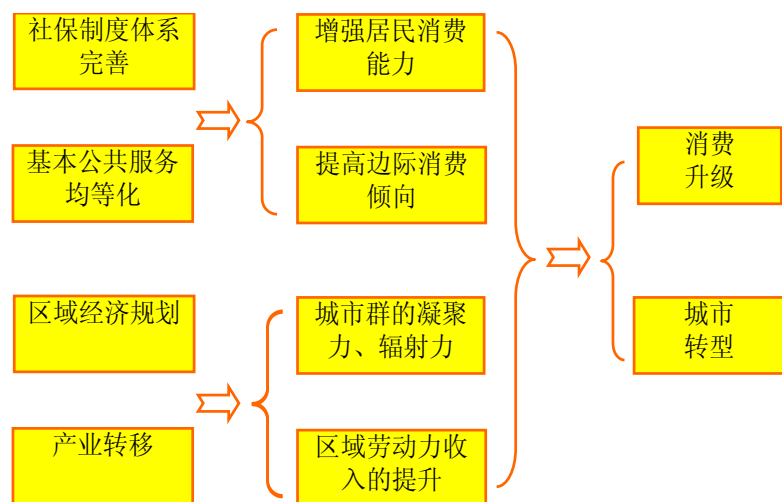
## 城市化进程将直接带动各类消费千亿元

| 单位：元      | 城镇    | 农村   | 城市化率每增加1%带动的消费（亿元） |
|-----------|-------|------|--------------------|
| 平均每人消费性支出 | 12265 | 3505 | 1139               |
| 食品        | 4479  | 1181 | 429                |
| 衣着        | 1284  | 232  | 137                |
| 居住        | 1229  | 773  | 59                 |
| 家庭设备用品及服务 | 787   | 204  | 76                 |
| 医疗保健      | 856   | 288  | 74                 |
| 交通通信      | 1683  | 403  | 166                |
| 教育文化娱乐服务  | 1473  | 341  | 147                |
| 杂项商品与服务   | 474   | 84   | 51                 |

城市化率每增加1个点，新增城镇人口约1300万人

资料来源：中国统计年鉴，申万研究

## 1.4 多因素驱动城市转型，加速消费升级



### 区域规划激发城市群的凝聚力和带动力

| 通过日期      | 规划名                       | 涉及省市区域        |
|-----------|---------------------------|---------------|
| 2009-2-27 | 《推进珠江口东岸地区紧密合作框架协议》       | 深圳、东莞、惠州      |
| 2009-4-17 | 《推进珠中江紧密合作框架协议》           | 珠海、中山、江门      |
| 2009-5-18 | 《关于建立京津冀两市一省城乡规划协调机制框架协议》 | 北京、天津、河北      |
| 2009-5-6  | 《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》 | 福州、厦门、泉州等     |
| 2009-6-17 | 《广佛肇经济圈合作框架协议》            | 广州、佛山、肇庆      |
| 2009-6-25 | 《关中-天水经济区发展规划》            | 西安、宝鸡、咸阳、天水等  |
| 2009-7-1  | 《辽宁沿海经济带发展规划》             | 大连、丹东、锦州、葫芦岛等 |
| 2009-8-30 | 《吉林省图们江区域开发开放规划》          | 长春、吉林         |
| 年内有望获批    | 《成渝经济区区域规划》               | 成都、重庆         |

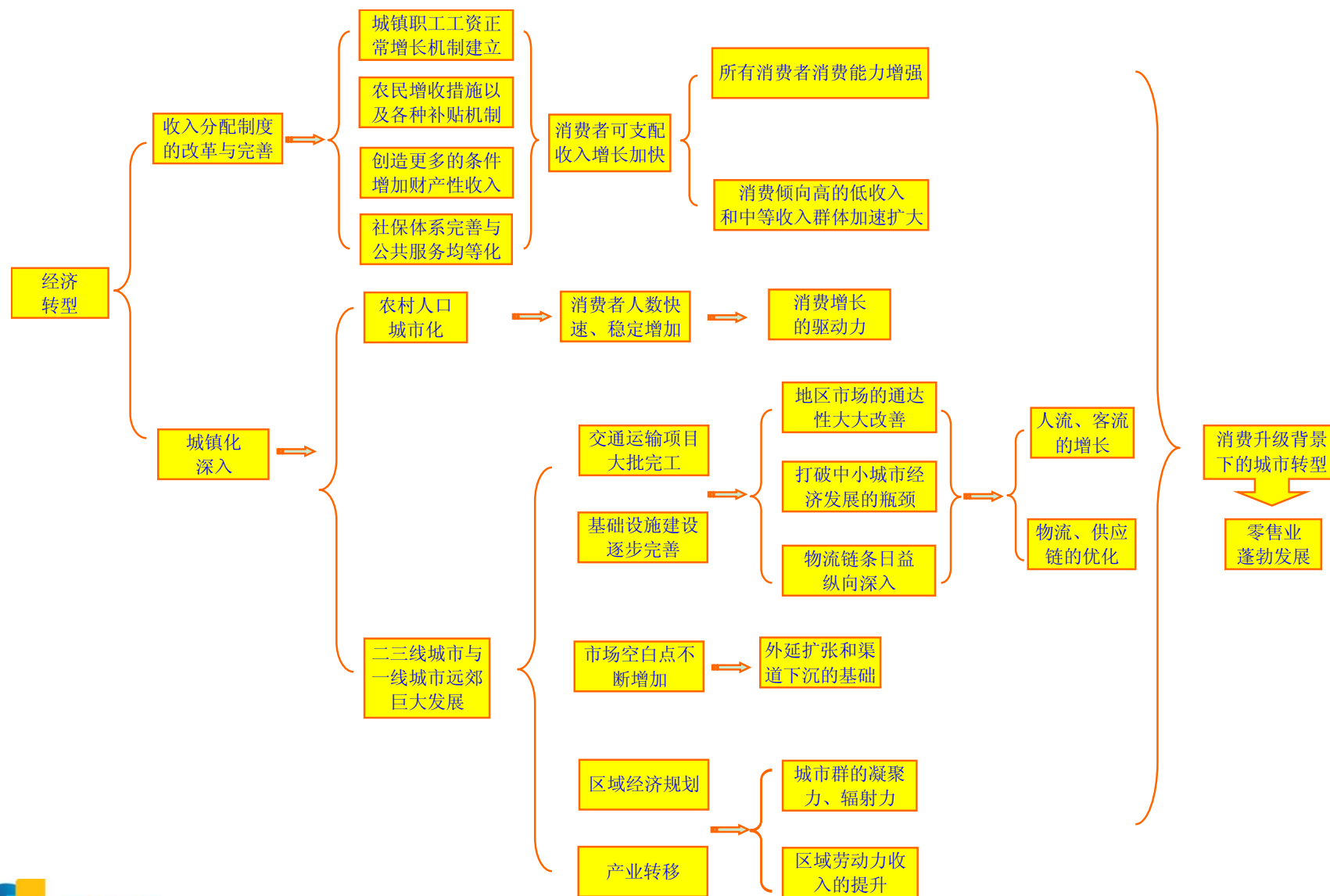
资料来源：申万研究

### 交通运输和基础设施加速完善

| 单位：公里        | 2008年新增 | 2009年新增 |
|--------------|---------|---------|
| 铁路运营里程       | 1700    | 5800    |
| 电气化铁路里程      | 1000    | 5200    |
| 公路里程         | 146500  | 130600  |
| 高速公路里程       | 6400    | 4800    |
| 管道输油气里程      | 3800    | 10800   |
| 邮路及农村投递线路总长度 | 180000  | 350000  |
| 民用汽车拥有量（万辆）  | 741     | 1181    |

资料来源：中国统计年鉴，申万研究

## 1.5 城市转型上承经济转型、下启零售发展



## 主要内容

1. 经济转型驱动城市转型加速消费升级
2. 城市转型为零售业创造新的发展契机
3. 看好城市转型中零售业变革的领跑者

## 2.1 城市转型为零售业创造新的发展契机

### ■ 一线城市商业转型趋势：

- 核心商圈：品牌专卖店与高端百货
- 副商圈：购物中心与城市综合体
- 虚拟平台：网络购物市场发达

### ■ 二线省会城市商业转型趋势：

- 二线省会城市与周边三线城市合力形成具有多层次消费需求的城市群
- 区域性零售商全业态发展满足多层次消费需求

### ■ 三四线城市商业转型趋势：

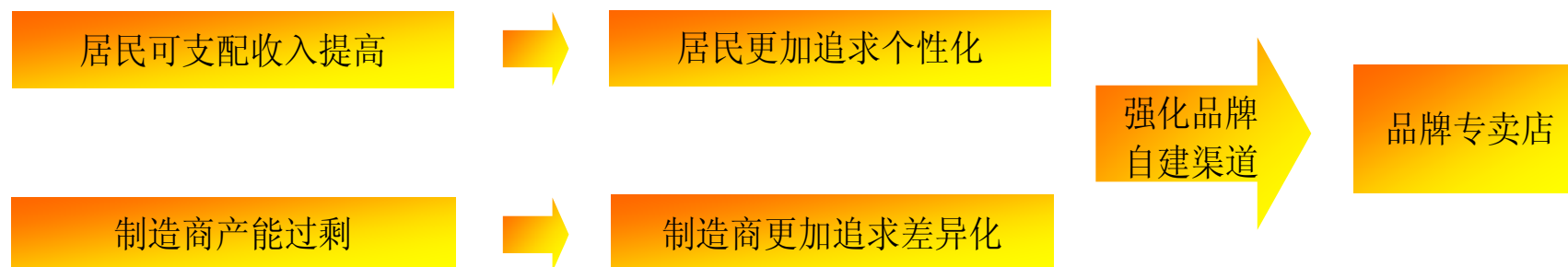
- 产业转移推动的城镇化进程将使三四线城市的消费市场容量急剧扩大
- 消费习惯的变化与消费能力的提升将催生连锁业态的进驻

## 2.2.1 一线城市核心商圈：高端百货与品牌专卖店

- 一线城市核心商圈作为辐射整个城市消费的商业制高点具有稀缺性和不可复制性



- 消费者与品牌商共同推动一线城市品牌专卖店的发展

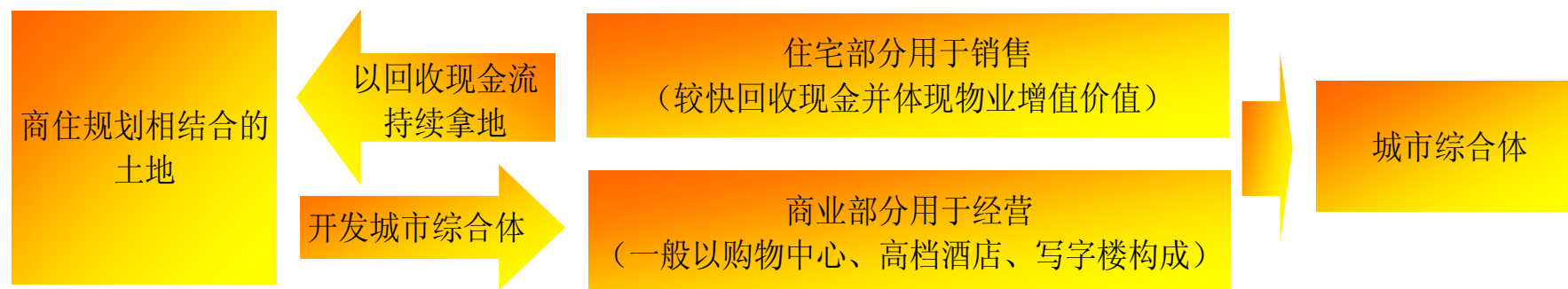


## 2.2.2 一线城市副商圈：购物中心与城市综合体

- 城市副中心的新居民区造就以购物中心为主体的城市副商圈



- 预先规划下的城市综合体模式



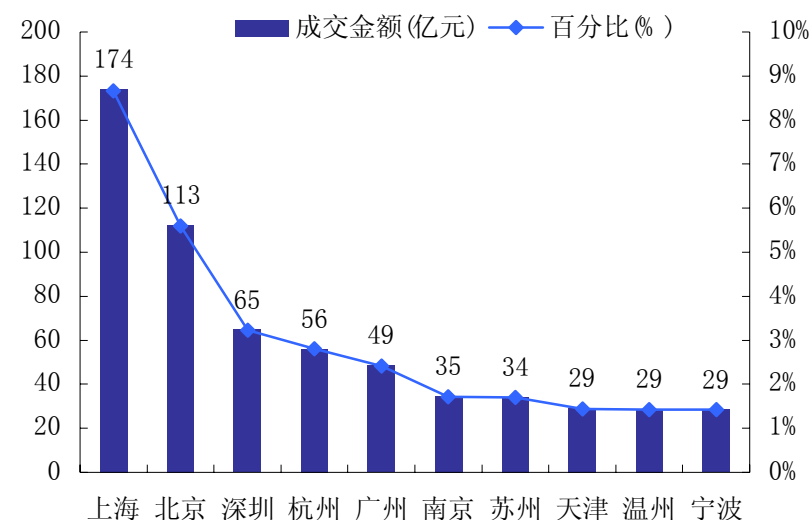
## 2.2.3 一线城市虚拟平台购物蓬勃发展



一线城市网购用户渗透率高（2008年）

| 排名 | 地区 | 网购用户<br>(万人) | 网购用户渗透率 | 地区网购用户占比<br>(%) |
|----|----|--------------|---------|-----------------|
| 1  | 广东 | 918          | 20.1%   | 11.5%           |
| 2  | 上海 | 746          | 67.2%   | 9.3%            |
| 3  | 浙江 | 729          | 34.6%   | 9.1%            |
| 4  | 江苏 | 705          | 33.9%   | 8.8%            |
| 5  | 北京 | 640          | 65.3%   | 8.0%            |
| 6  | 山东 | 409          | 20.7%   | 5.1%            |
| 7  | 湖北 | 315          | 30.0%   | 3.9%            |
| 8  | 四川 | 315          | 28.5%   | 3.9%            |
| 9  | 福建 | 308          | 22.4%   | 3.9%            |
| 10 | 湖南 | 252          | 25.2%   | 3.1%            |

一线城市网络购物市场发达（2009年-2010年）



SWS  
RESEARCH

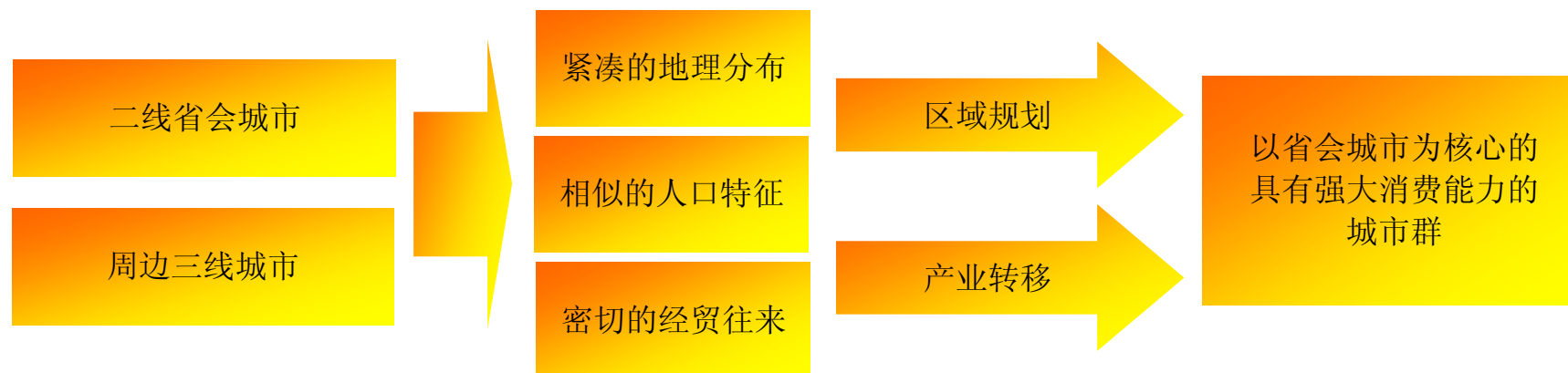
资料来源：艾瑞咨询、申万研究

www.swsresearch.com

申万研究

12

## 2.3.1 二线城市构筑以省会城市为核心的强大城市群



### ■ 以长株潭城市群为例

- 长株潭城市群位于湖南省东北部，包括长沙、株洲、湘潭三市。面积2.8万平方公里，2008年人口1322万，GDP4565亿元，社零总额1334亿元，分别占湖南全省的13.3%、20.7%、39.5%、31.6%，是湖南省经济发展的核心增长极。长沙、株洲、湘潭三市沿湘江呈“品”字形分布，两两相距不足40公里，结构紧凑。

长株潭城市群



- 国内发展速度较快的城市群还有：皖江城市带、武汉城市圈等

## 2.3.2 区域性零售商全业态发展满足多层次消费需求

### ■ 城市群中的消费者具有多层次、消费升级快的特点

- 城市群中涵盖了二线省会城市与周边三线城市，因此其消费者的层次较单一城市更为丰富
- 城市群中的低层级城市将为城市群的发展提供增长的后劲，当地消费升级将超过市场平均水平

长株潭三地的人均可支配收入有一定差异

| 地区    | GDP(亿元) | 人口(万人) | 社零总额(亿元) | 人均可支配收入(元) | 人均消费支出(元) | 面积(万平方公里) |
|-------|---------|--------|----------|------------|-----------|-----------|
| 长沙市   | 3,001   | 645    | 1,046    | 17,891     | 12,646    | 1.2       |
| 株洲市   | 910     | 383    | 178      | 15,911     | 11,079    | 1.1       |
| 湘潭市   | 655     | 294    | 110      | 14,377     | 10,112    | 0.5       |
| 长株潭3市 | 4,565   | 1,322  | 1,334    | 16,536     | 11,629    | 2.8       |
| 湖南省   | 11,555  | 6,380  | 4,223    | 13,821     | 9,946     | 21        |
| 长株潭占比 | 39.5%   | 20.7%  | 31.6%    |            |           | 13.3%     |

### ■ 区域性商业零售类企业的竞争优势

- 全业态覆盖使区域零售商能够充分满足各个层面消费群体的不同消费需求，充分占据当地的市场空间
- 强大的垄断性优势使其对当地消费市场的掌控能力发挥到了极致，形成了较难逾越的市场进入壁垒
- 与当地政府的密切关系使得区域型零售企业在土地资源、政策支持方面较外来竞争对手获得更多的支持

区域型零售商全业态覆盖表

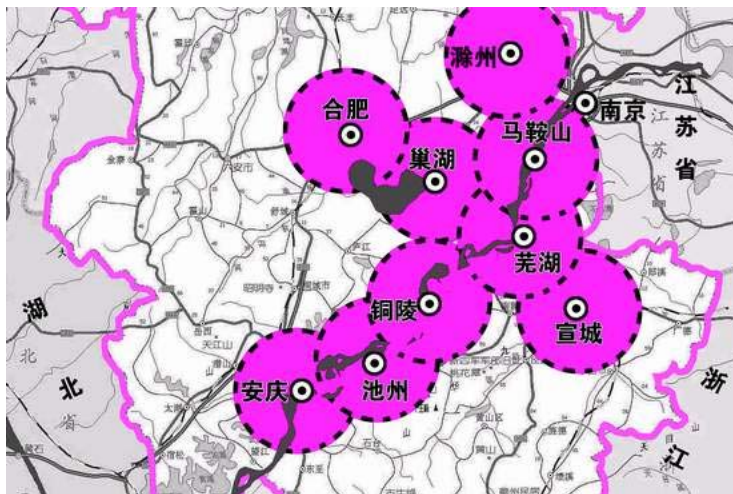
|      | 百货 | 超市 | 家电 | 购物中心 | 其他    |
|------|----|----|----|------|-------|
| 友阿股份 | √  | √  | √  | √    |       |
| 欧亚集团 | √  | √  | √  | √    |       |
| 通程控股 | √  |    | √  | √    | 酒店    |
| 合肥百货 | √  | √  | √  |      | 农批市场  |
| 银座股份 | √  | √  |    | √    |       |
| 大厦股份 | √  | √  |    |      | 汽车4S店 |
| 重庆百货 | √  | √  | √  |      |       |
| 武汉中商 | √  | √  |    | √    |       |
| 武汉中百 | √  | √  | √  |      |       |
| 鄂武商  | √  | √  |    | √    |       |

## 2.4.1 产业转移带来三四线城市消费市场扩容

### ■ 产业转移带来三四线城市消费市场扩容



皖江城市带承接产业转移



皖江城市带占安徽社零总额的73.5%

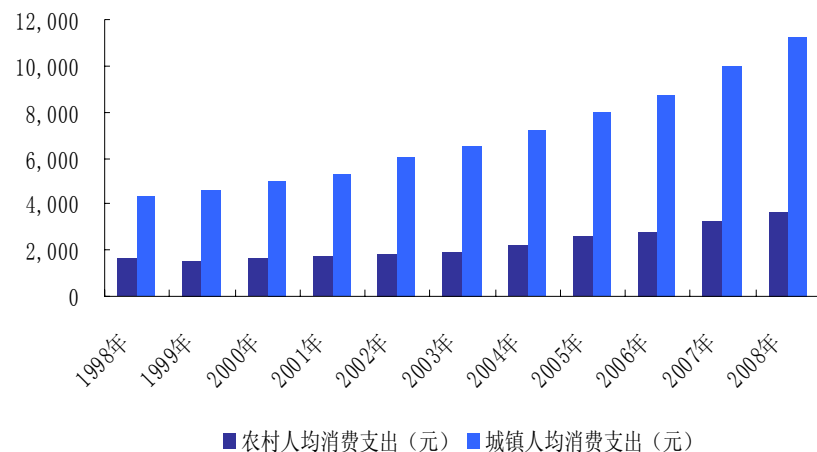
| 地区         | GDP(亿元) | 人口(万人) | 社零总额(亿元) | 人均可支配收入(元) | 人均消费支出(元) | 面积(万平方公里) |
|------------|---------|--------|----------|------------|-----------|-----------|
| 合肥市        | 1,665   | 487    | 1,363    | 15,591     | 11,752    | 0.7       |
| 芜湖市        | 750     | 231    | 183      | 14,939     | 10,182    | 0.3       |
| 马鞍山市       | 636     | 128    | 289      | 18,330     | 11,396    | 0.2       |
| 铜陵市        | 325     | 74     | 39       | 15,173     | 9,605     | 0.1       |
| 安庆市        | 705     | 614    | 102      | 12,419     | 9,256     | 1.5       |
| 滁州市        | 520     | 447    | 84       | 12,255     | 8,882     | 1.4       |
| 巢湖市        | 479     | 457    | 70       | 13,044     | 7,723     | 0.9       |
| 池州市        | 192     | 159    | 43       | 12,848     | 8,630     | 0.8       |
| 宣城市        | 412     | 277    | 66       | 11,810     | 8,555     | 1.2       |
| 皖江9市       | 5,684   | 2,873  | 2,239    | 13,532     | 9,453     | 7.2       |
| 皖江9市占安徽省比重 | 64.2%   | 46.8%  | 73.5%    |            |           | 51.6%     |
| 安徽省        | 8,852   | 6,135  | 3,045    | 12,990     | 9,524     | 13.9      |

## 2.4.2 三四线城市的消费市场容量将急剧扩大

### ■ 城市化将扩大三四线城市的零售市场容量

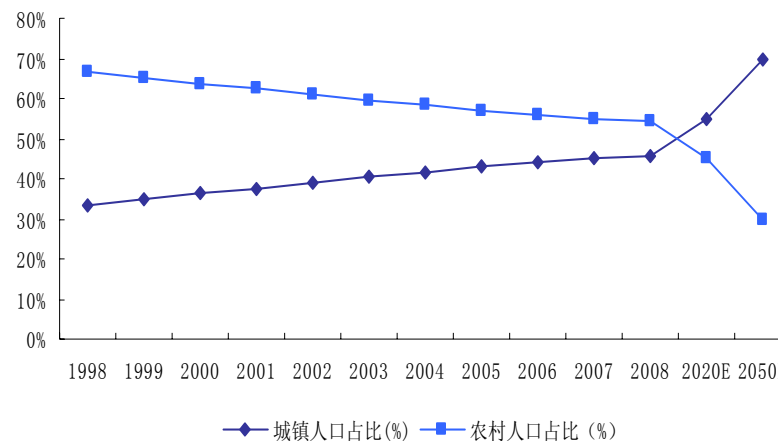
- 城镇居民消费能力和消费意愿均强于农村居民，城市人口的增加意味着总体消费能力的增加。
- 国家统计局预计：中国城市化率2020年前后为55%~60%，2050年前后将达到70%左右
- 将有效完成周边农业人口的城镇化，并吸附这些新增的城镇人口，大幅扩大当地的零售市场容量

城镇人均消费支出是农村人均值的三倍



资料来源：中国国家统计局、申万研究

中国2050年城市化率将提高到70%



资料来源：中国国家统计局、申万研究

## 2.4.3 三四线城市消费习惯的变化将催生连锁业态的进驻

### ■ 主要消费场所将由小型单体零售商转变为大型连锁零售商

- 超市行业：城镇化进程中，消费人群数量的增加与密度的提高形成了众多适宜超市大卖场门店入驻的空白点
- 家电连锁行业：城镇化进程中，新增城镇人口的家电保有量提高过程将产生旺盛的家电消费需求，渠道下沉成为众多家电连锁企业的必然选择

### 人人乐募投项目主要进驻三四线城市

| 区域         | 城市  | 新增门店家数 |
|------------|-----|--------|
| 广东地区       | 东莞  | 4      |
|            | 广州  | 2      |
|            | 惠州  | 2      |
|            | 湛江  | 1      |
|            | 廉江  | 1      |
|            | 河源  | 1      |
|            | 韶关  | 1      |
| 陕西地区       | 汉中  | 1      |
|            | 宝鸡  | 1      |
|            | 延安  | 1      |
|            | 榆林  | 1      |
| 四川地区       | 内江  | 2      |
|            | 都江堰 | 1      |
|            | 绵阳  | 1      |
|            | 乐山  | 1      |
| 广西地区       | 南宁  | 4      |
|            | 柳州  | 3      |
|            | 桂林  | 1      |
| 湖南         | 衡阳  | 1      |
|            | 浏阳  | 1      |
| 小计         |     | 31     |
| IPO募投总计划新开 |     | 68     |
| 三四线城市新店占比  |     | 45.6%  |

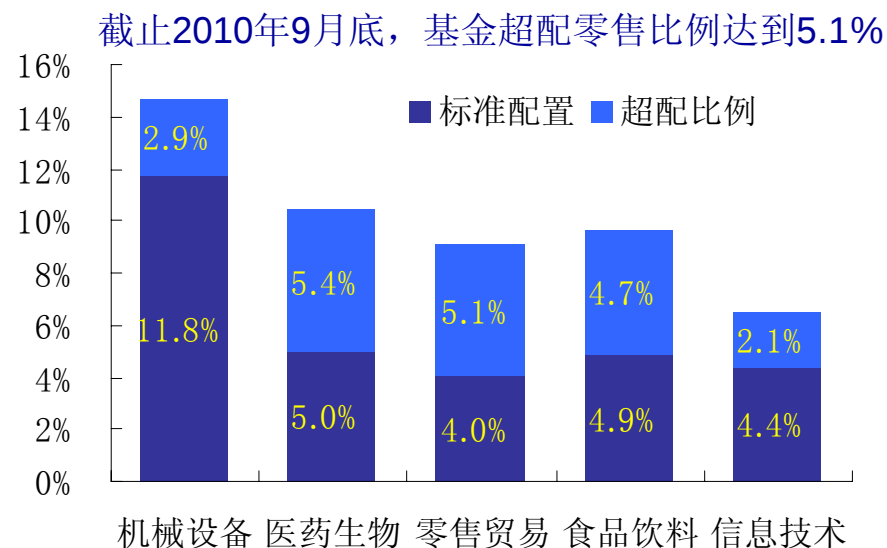
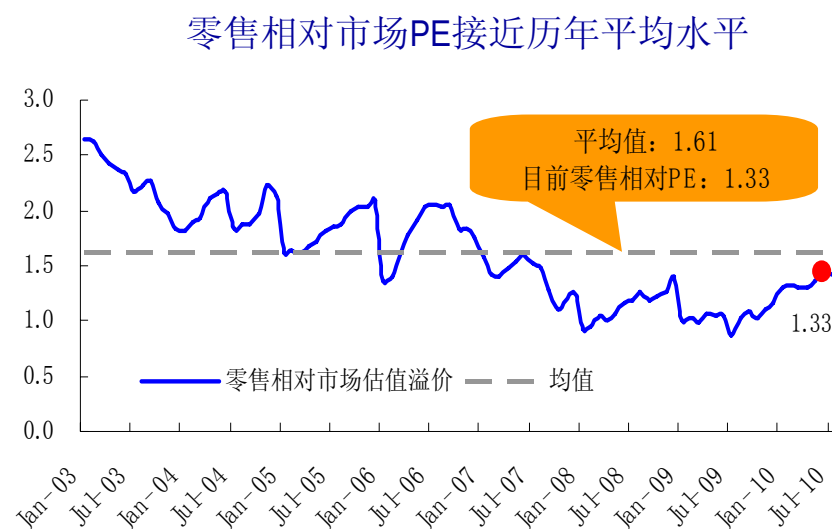
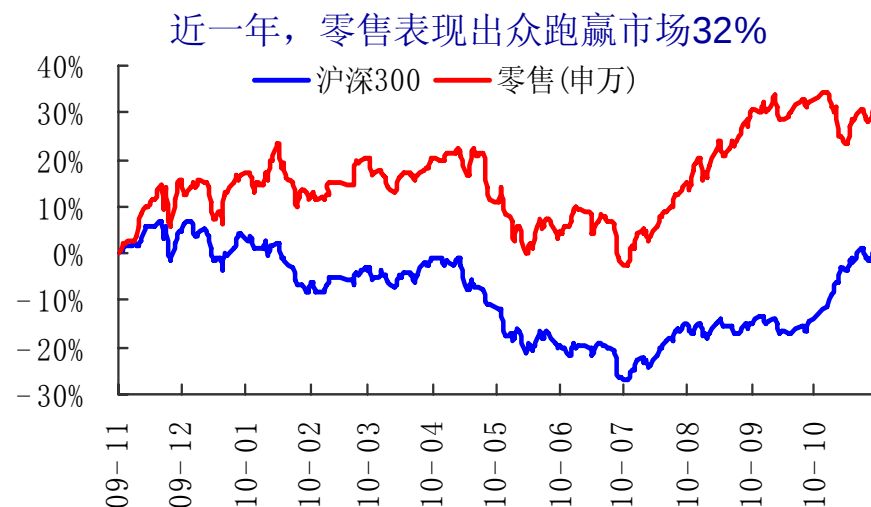
资料来源：申万研究

## 主要内容

1. 经济转型驱动城市转型加速消费升级
2. 城市转型为零售业带来新的发展契机
3. 看好城市转型中零售业变革的领跑者

### 3.1 消费需求持续旺盛，零售板块表现出众

- 社零增速走出09年低谷
  - 预计2010/2011年社零增速18.3%、18.5%
- 通胀预期正在日益强烈
  - 预计2010/2011年CPI 3.1%、3.7%
- 基金投资者亲睐零售业
  - 截止2010年9月底，基金超配零售5.1%
- 零售估值水平接近合理
  - 零售相对市场溢价1.33倍



## 3.2 买入小商品城（600415）：提租空间打开，盈利弹性增大

### ■ 预计未来商铺租金的提升空间较大

- 政府定价比重：80% → 50-60%
- 政府定价租金：2000 → 5000元/平米

### ■ 商铺续租的日程表（租期3-5年）

- 2012年：一期市场
- 2013年：三期一阶段市场

### ■ 预计明年新开市场商铺较多

- 三期二阶段：明年3月、14万平米
- 篁园市场：明年3月、10万平米
- 一期东扩：明年10月、4万平米

### ■ 给予“买入”评级，目标价格45元

### ■ 股价表现催化剂

- 新市场招租情况披露
- 外贸转型试验区获批

### 商铺提租打开190%的盈利增长空间

|                      |       |              |         |
|----------------------|-------|--------------|---------|
| 商铺总面积（万平方米）          |       | 95           |         |
| 市场化租金（元/平米）          |       | 7,000        |         |
| 原有                   |       | 未来           |         |
| 政府定价比重               | 80%   | 政府定价比重       | 60%     |
| 政府定价租金（元/平米）         | 2,000 | 政府定价租金（元/平米） | 5,000   |
| 政府定价面积（万平方米）         | 76    | 政府定价面积（万平方米） | 57      |
| 政府定价比重下降所增加的租金（万元）   |       |              | 95,000  |
| 政府定价商铺租金上涨所增加的租金（万元） |       |              | 171,000 |
| 两因素相加新增租金（万元）        |       |              | 266,000 |
| 扣税后增加的净利润（万元，粗略估计）   |       |              | 199,500 |
| 总股本（万股）              |       |              | 136,080 |
| 未来提租新增EPS            |       |              | 1.47    |
| 2010年EPS预测           |       |              | 0.77    |
| 盈利提升空间               |       |              | 190%    |

### 2010-2012年小商品城盈利预测

| EPS  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 市场经营 | 0.57   | 0.58   | 1.10   | 1.54   |
| 房地产  | 0.14   | 0.21   | 0.30   | 0.26   |
| 酒店   | 0.01   | 0.01   | 0.02   | 0.03   |
| 其他   | (0.04) | (0.04) | (0.03) | (0.03) |
| 合计   | 0.67   | 0.77   | 1.40   | 1.81   |
| 增速   |        | 13.9%  | 82.5%  | 29.1%  |

资料来源：小商品城年报、申万研究

### 3.3 关注紧跟城市转型步伐的零售领军者

|              | 城市转型特质                     | 零售发展趋势                | 零售领军者特质                   |
|--------------|----------------------------|-----------------------|---------------------------|
| 一线城市<br>核心商圈 | 中产阶级群体形成<br>优质商业物业稀缺       | 百货精品化<br>商业物业增值       | 精品百货、高档专卖店<br>自有物业地理位置优质  |
| 一线城市<br>副商圈  | 房地产开发培育新的社区<br>郊区农民财富性收入增加 | 零售市场新空白点<br>待开发物业面积大  | 购物中心、OUTLETS<br>百货和超市外延扩张 |
| 二线城市         | 高铁开通、产业转型<br>多层次的收入结构      | 消费集聚、混合特质<br>多层次的消费格局 | 百货+超市+X<br>多业态立体发展战略      |
| 三四线城市        | 产业转移、农转非<br>吸附大量农村人口       | 整体消费能力提升<br>生活类消费品快增  | 大众百货、平民超市<br>连锁家电渠道下沉     |

### 3.3.1 看好一线城市核心商圈精品店和资源占优者

#### ■ 中产阶级群体不断扩大

#### ■ 品牌消费需求呈高端化

- 高档专卖店不断涌现
- 百货尝试专题精品化
- 超市始专营进口食品



#### ■ 爱施德 (002416)

- APPLE核心授权零售商
- 未来2年苹果业务销售翻番

#### ■ 广州友谊 (000987)

- 2.5万平米绅士馆8月已开业
- 主题经营为销售增长助力

#### ■ 优质商业物业增值空间大

- 拥有优质物业资源者受益
- “鼠标+砖头”模式大行其道



#### ■ 新世界 (600628)

- 坐拥人民广场20万平米物业
- 占地1.37万平米163地块开发

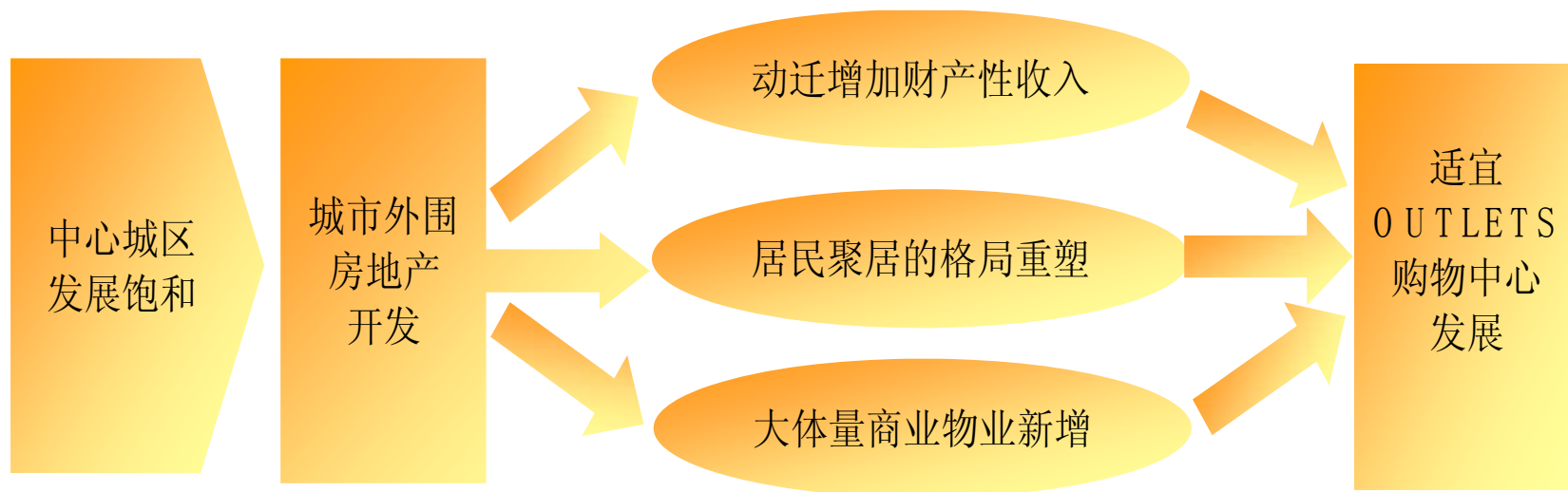
#### ■ 豫园商城 (600655)

- 豫园商圈集“文、商、旅”一体
- 约6.5万平米豫泰基地待开发

#### ■ “鼠标+砖头”电子商务试水

- 苏宁电器：苏宁易购
- 百联股份：百联E城
- 友谊股份：联华OK网
- 新世界：新趣网

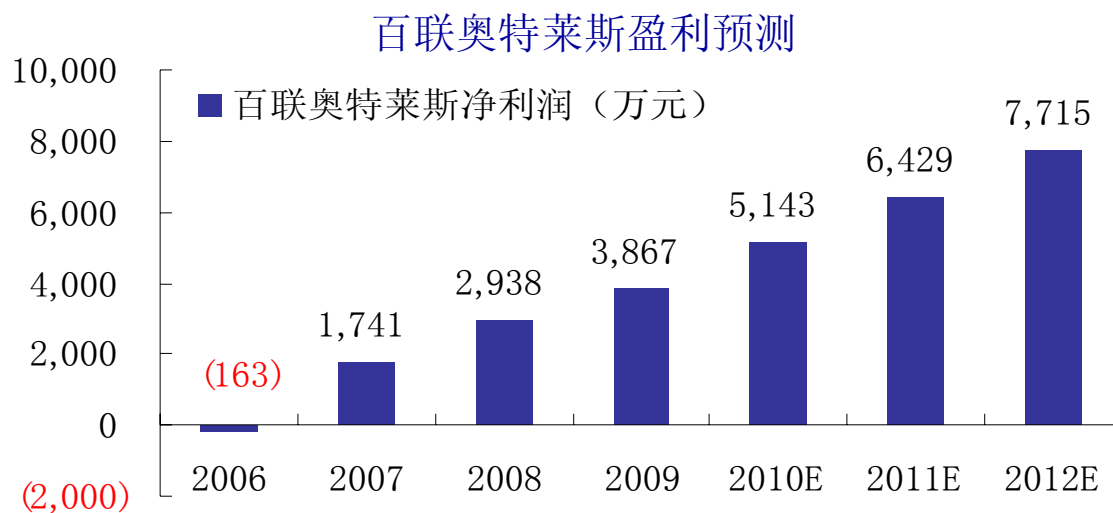
### 3.3.2 一线城市副商圈孕育购物中心和OUTLETS的成长



- 中产阶级队伍扩大，其旺盛的消费意愿足以支撑新业态发展
- 新的居民社区形成，相应的市场空白孕育新的商业聚集格局
- 大量房地产的开发，为新业态提供低成本的大体量商业物业

### 3.3.3 看好OUTLETS新业态开拓者

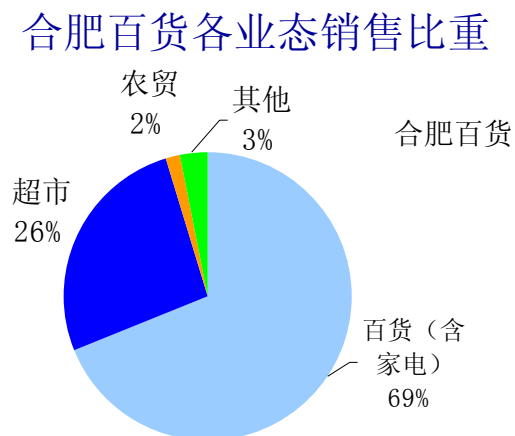
- 百联股份（600631）OUTLETS力争全国扩张、全国领先
  - 品牌招商能力强：云集国际知名品牌，ARMANI、BURBERRY等
  - 自购物业成本低：远离市中心、土地购建成本仅购物中心的一半
  - 现有成功经验多：青浦（自有）、杭州（委托管理+期权收购）
  - 未来新拓展计划：每年新增1-2家，未来5年内全国布点8-10家
- 友阿股份（002277）与地产商合作，投资回报期短，安全边际高
- 广州友谊（000987）“旅游+购物”借品牌优势向OUTLETS进军



资料来源：百联年报、申万研究

### 3.3.4 看好二线城市多业态立体化发展的零售商

- 收入多层次决定多元化消费特征
- 区域零售呈现混合业态发展趋势
  - 融合：超市百货化、百货购物中心化
  - 业态组合：“超市+百货+X”经营模式
- 混合业态满足消费者多样需求
- 混合业态兼具防御性和进攻性
  - 抵御外资超市巨头扩张脚步
  - 以超市扩张为百货进入铺路



- 合肥百货（000417）
  - 百货+超市+家电+农批市场
  - 借助超市人气拉动百货客流
- 银座股份（600858）
  - 零售全业态覆盖
  - 异地扩张势头猛
- 欧亚集团（600697）
  - 全业态覆盖优势区域
  - 商住结合形式推进异地扩张
- 大厦股份（600327）
  - 百货+汽车4S店+餐饮
  - 汽车后市场兴起为4S店助力

### 3.3.5 看好三线城市渠道下沉的快速扩张者

#### ■ 政策引导，促进三线城市零售发展

- 农民社保、分配制度、家电下乡等

#### ■ 三线城市成为零售商扩张主阵地

- 居民收入增加提供购买力支撑
- 当地门店升级难点：品牌招商

#### ■ 未来三线城市零售发展的三大主线

- 平价扩张铺开：大众百货和超市
- 二线区域龙头向下异地渗透
- 借政策东风，门店快速扩张
  - 苏宁电器、通程控股：家电下乡

#### ■ 通程控股（600858）

- 配股资金将用于三线城市家电门店拓展
- 每年新增约20家门店

#### ■ 人人乐（002336）

- 商品性价比契合当地消费需求
- 超市业态异地复制可行性较高

#### ■ 苏宁电器（002024）

- 家电下乡政策催化渠道下沉
- 物流基地新建为下沉打基础
- 品牌形象优质提升新店成功率
- 今年三四级门店：计划250家

### 3.4 看好城市转型中零售变革的领跑者

#### ■ 一线城市核心商圈精品店和资源占优者

- 爱施德（002416）、广州友谊（000987）
- 新世界（600628）、豫园商城（600655）

#### ■ 一线城市副商圈OUTLETS新业态开拓者

- 百联股份（600631）、友阿股份（002277）、广州友谊（000987）

#### ■ 二线城市多业态立体化发展的区域零售商

- 合肥百货（000417）、银座股份（600858）
- 欧亚集团（600697）、大厦股份（600327）

#### ■ 三线城市渠道下沉和门店快速扩张者

- 苏宁电器（002024）、通程控股（000419）、人人乐（002336）

### 3.5 2011年商业股中具备黑马潜力的投资标的

- 欧亚集团（600697）：商住结合的开发模式将成为公司主流开发模式
  - 吉林省商业龙头企业，全业态覆盖当地市场，跨区域扩张稳步推进
  - 新采用的商住结合开发模式使公司完全享受商圈成功培育带来的整体物业升值
  - 通过住宅销售的项目现金流的回收较快，可有充足的资金支持下一轮的开发
  - 股价表现的催化剂：激励计划的推出
  
- 武汉中商（000785）：销品茂将是未来业绩增长的最大看点
  - 占据武汉三镇中武昌区的中南路商圈与徐东商圈，在武昌具龙头地位
  - 销品茂的租赁协议中短期租约占比较大，充分受益于市场租金收入上升带来的高业绩弹性
  - 在武昌地区拥有百货、超市、购物中心等多种业态，龙头地位稳固
  - 股价表现的催化剂：完成对团结集团的增发、完成对销品茂增资
  
- 汉商集团（600774）：以商业地产促进商业主业，物业重估增值显著
  - 在武汉市拥有“三圈一中心”的优质自有商业物业资源。物业的每股重估价值高达12.36元
  - 21购物中心项目和银座项目将成为公司新的业绩增长点
  - 武汉市在2年后启用新的博览中心后，汉商可能将武展中心转为商业经营
  - 大股东汉阳区国资委有五宗国有土地预计将在规划变更完成后注入上市公司
  - 股价表现的催化剂：汉商银座完工开业、五宗国有土地注入上市公司

# 附表：重点公司盈利预测及估值表

|               | 代码     | 简称   | 收盘价<br>2010-11-16 | 总市值<br>亿元 | EPS   |       |       | P/E   |       |       | PEG  | 评级  |
|---------------|--------|------|-------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|
|               |        |      |                   |           | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |      |     |
| 长期看好          | 002024 | 苏宁电器 | 14.28             | 999       | 0.57  | 0.69  | 0.82  | 25    | 21    | 17    | 0.98 | 买入  |
|               | 600415 | 小商品城 | 35.87             | 488       | 0.77  | 1.40  | 1.81  | 47    | 26    | 20    | 1.20 | 买入  |
| 区域零售<br>(多业态) | 600729 | 重庆百货 | 53.53             | 205       | 1.34  | 1.56  | 1.80  | 40    | 34    | 30    | 0.62 | 买入  |
|               | 000419 | 通程控股 | 10.37             | 30        | 0.22  | 0.37  | 0.46  | 46    | 28    | 23    | 0.85 | 买入  |
|               | 600858 | 银座股份 | 28.29             | 82        | 0.56  | 0.85  | 1.20  | 51    | 33    | 24    | 1.19 | 增持  |
|               | 600785 | 新华百货 | 34.00             | 71        | 1.17  | 1.45  | 1.69  | 29    | 24    | 20    | 1.31 | 增持  |
|               | 000417 | 合肥百货 | 20.35             | 107       | 0.55  | 0.86  | 0.83  | 37    | 24    | 25    | 1.27 | 增持  |
|               | 000501 | 鄂武商A | 20.38             | 134       | 0.47  | 0.57  | 0.71  | 43    | 35    | 29    | 1.73 | 增持  |
|               | 600327 | 大厦股份 | 13.45             | 70        | 0.43  | 0.50  | 0.59  | 32    | 27    | 23    | 1.75 | 增持  |
|               | 600778 | 友好集团 | 16.59             | 52        | 0.37  | 0.42  | 0.51  | 45    | 39    | 33    | 1.19 | 增持  |
|               | 002419 | 天虹商场 | 46.00             | 184       | 1.19  | 1.61  | 2.08  | 39    | 29    | 22    | 1.18 | 无评级 |
|               | 600694 | 大商股份 | 57.87             | 170       | 0.61  | 0.95  | 1.16  | 94    | 61    | 50    | -    | 无评级 |
|               | 600280 | 南京中商 | 29.73             | 43        | 0.20  | 0.51  | 0.71  | 147   | 58    | 42    | 4.39 | 无评级 |
| 百货            | 002277 | 友阿股份 | 27.18             | 95        | 0.69  | 0.91  | 1.36  | 40    | 30    | 20    | 0.84 | 买入  |
|               | 600859 | 王府井  | 46.96             | 185       | 1.15  | 1.35  | 1.51  | 41    | 35    | 31    | 1.63 | 增持  |
|               | 600814 | 杭州解百 | 8.36              | 26        | 0.24  | 0.34  | 0.40  | 35    | 25    | 21    | 1.58 | 增持  |
|               | 000987 | 广州友谊 | 28.65             | 103       | 0.95  | 1.17  | 1.48  | 30    | 24    | 19    | 1.31 | 增持  |
|               | 002187 | 广百股份 | 30.10             | 58        | 0.90  | 1.06  | 1.25  | 33    | 28    | 24    | 2.47 | 增持  |
|               | 600828 | 成商集团 | 21.24             | 78        | 0.42  | 0.73  | 0.86  | 51    | 29    | 25    | 1.46 | 增持  |
|               | 000516 | 开元控股 | 6.43              | 46        | 0.23  | 0.22  | 0.24  | 28    | 30    | 27    | 0.90 | 增持  |
|               | 000715 | 中兴商业 | 14.89             | 42        | 0.15  | 0.45  | 0.63  | 99    | 33    | 24    | 4.08 | 中性  |
|               | 600693 | 东百集团 | 13.28             | 46        | 0.38  | 0.50  | 0.61  | 35    | 27    | 22    | 0.97 | 无评级 |
| 超市            | 002336 | 人人乐  | 26.35             | 105       | 0.60  | 0.84  | 1.05  | 44    | 31    | 25    | 1.97 | 增持  |
|               | 000759 | 武汉中百 | 14.05             | 96        | 0.39  | 0.46  | 0.54  | 36    | 30    | 26    | 1.77 | 增持  |
|               | 002251 | 步步高  | 26.71             | 72        | 0.67  | 0.78  | 0.94  | 40    | 34    | 28    | 2.58 | 中性  |
|               | 002264 | 新华都  | 21.75             | 35        | 0.56  | 0.69  | 0.87  | 39    | 32    | 25    | 1.45 | 中性  |
|               | 600361 | 华联综超 | 11.88             | 58        | 0.19  | 0.23  | 0.27  | 64    | 52    | 44    | 2.22 | 中性  |

## 附表：重点公司盈利预测及估值表

|       | 代码     | 简称   | 收盘价        | 总市值 | EPS   |       |       | P/E   |       |       | PEG  | 评级  |
|-------|--------|------|------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|
|       |        |      | 2010-11-16 | 亿元  | 2010E | 2011E | 2012E | 2010E | 2011E | 2012E |      |     |
| 上海本地股 | 600655 | 豫园商城 | 14.73      | 212 | 0.50  | 0.63  | 0.69  | 30    | 23    | 21    | 1.08 | 买入  |
|       | 600631 | 百联股份 | 16.48      | 181 | 0.43  | 0.49  | 0.53  | 38    | 34    | 31    | 2.84 | 增持  |
|       | 600612 | 老凤祥  | 32.29      | 109 | 0.81  | 0.99  | 1.13  | 40    | 32    | 28    | 0.92 | 增持  |
|       | 600827 | 友谊股份 | 20.55      | 97  | 0.47  | 0.53  | 0.58  | 44    | 39    | 35    | 2.27 | 增持  |
|       | 600628 | 新世界  | 13.13      | 70  | 0.47  | 0.52  | 0.58  | 28    | 25    | 23    | 1.61 | 增持  |
|       | 600824 | 益民商业 | 7.52       | 55  | 0.18  | 0.21  | 0.24  | 42    | 36    | 31    | 2.45 | 增持  |
| 其他    | 002416 | 爱施德  | 45.50      | 224 | 1.32  | 1.76  | 2.20  | 34    | 26    | 21    | 1.09 | 买入  |
|       | 600738 | 兰州民百 | 9.25       | 43  | 0.15  | 0.28  | 0.37  | 62    | 33    | 25    | 0.40 | 增持  |
|       | 300022 | 吉峰农机 | 32.41      | 58  | 0.41  | 0.57  | 0.69  | 79    | 57    | 47    | 2.33 | 无评级 |
|       | 002344 | 海宁皮城 | 61.55      | 172 | 0.71  | 1.06  | 1.36  | 86    | 58    | 45    | 1.50 | 无评级 |
|       | 600306 | 商业城  | 13.63      | 24  | 0.03  | 0.17  | 0.28  | 405   | 81    | 49    | 2.22 | 增持  |
|       | 000026 | 飞亚达A | 17.75      | 44  | 0.44  | 0.58  | 0.67  | 40    | 31    | 27    | 1.21 | 增持  |
|       | 600122 | 宏图高科 | 13.76      | 78  | 0.39  | 0.44  | 0.49  | 35    | 31    | 28    | 2.97 | 增持  |
|       | 000829 | 天音控股 | 13.50      | 128 | 0.45  | 0.63  | 0.69  | 30    | 21    | 20    | 0.95 | 无评级 |

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 分析师承诺

金泽斐：商业贸易。

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com)。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 申万研究·拓展您的价值

**SWS Research • CHINA Value Revealed**

上海申银万国证券研究所有限公司

金泽斐

[jinzf@swsresearch.com](mailto:jinzf@swsresearch.com)