

把握通胀下的结构性投资机会

——2010年商业零售行业投资策略报告

零售业

领先大市-B

上次评级

领先大市-B-

报告关键点:

- 明年上半年较高的通胀推升零售行业业绩
- 把握超市的阶段性投资机会, 看好人人乐、永辉超市
- 百货把握经营性和体制性收益两条主线

报告摘要:

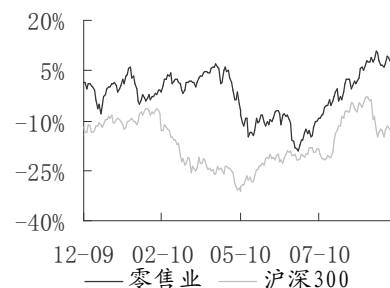
- **变革中的零售模式:** 网络购物和专业的品类杀手来势汹汹。以京东商城为代表的B2C模式和以淘宝网为代表的C2C模式正进入导入期。而新的品类杀手, 如红星美凯龙(家居零售连锁)、屈臣氏、万宁(个人护理化妆品连锁)等正处于高速成长期。
- **通胀ROE分解, 我们认为传统零售企业仍然有很大的提升空间。** 家电连锁和超市行业资本沉淀阶段, 随着三四线城市渠道下沉和物流配送体系的拓展, 为未来的增长奠定基础。我们认为苏宁电器净利润率上升的空间相对不是很大, 资产周转率的提升——公司能否进一步打开三四线城市市场, 收入能得到较大提升是ROE提升的关键因素。而百货ROE提升主要来自净利润率, 国有百货净利润率提升空间很大。
- **2011年上半年: CPI将推动社会消费品零售总额增速走高。** 物价和经济增速是影响社会消费品零售总额的重要因素。根据我们宏观部门当前的判断: 明年上半年CPI仍处于震荡攀升的通道之中, 至少在2季度不会有非常明显的下降, 甚至有可能到5月或6月才能达到年内的高点, 在相对保守的假设下, 高点接近5%。
- **分品类来看, 生活必需品受CPI推动持续上涨趋势明显, 化妆品增速持续降价值得关注。** 食品、服装、日用品类等生活必需品由于食品价格上涨和原材料价格上涨呈现持续上升的趋势。金银珠宝受到国际金价的影响, 高通胀预期使黄金珠宝价格持续创出新高。作为百货店重要经营品类化妆品, 受到网购、境外免税店购买冲击最大。
- **把握超市的阶段性投资机会。** 我们认为明年上半年超市销售收入同店增长受通胀影响有明显提升, 具备下列特征的超市公司将比较受益: 供应链管理能力强、直采比例高、近2年新增门店比例较高。
- **我们明年比较看好的超市公司为人人乐、永辉超市。** 人人乐新进福建地区和湖南地区亏损拖累了公司整体业绩, 2011年福建地区的亏损得到控制, 随着湖南地区门店的增多, 规模效应开始体现; 2011年股权激励(非股票期权)将很有可能出台, 为股价提供催化剂。永辉超市: 公司在生鲜经营上的优势使其在众多超市中独树一帜, 异地扩张更为顺利, 公司未来2-3年仍处在高速增长期, 净利润复合增长率将保持在40%以上。
- **百货: 把握经营性收益和体制性收益2条主线。** 明年推荐组合: 重庆百货——2011年上半年将完成收购, 区域经济和增长双向推动, 估值比较合理; 天虹商场——商品组合能力强, 社区百货定位具备良好的发展前进, 外地门店扭亏好于预期, 存在送转可能; 中兴商业——2011年2012年为业绩释放期; 商业城——等待业绩好转。

报告日期

2010-12-16

首选股票	目标价	评级
002419 天虹商场	55	增持-A
000715 中兴商业	19	增持-A
600729 重庆百货	57.0	增持-B
600306 商业城	17.3	增持-A
002336 人人乐	30.5	增持-A
601933 永辉超市	23.2	无-

12个月行业表现



研究员

储丽雯

行业分析师

010-66581748

chulw@essence.com.cn

证书编号

S1450210010311

前期研究成果

零售行业月度数据(2010年10月31日)

2010-11-05

零售行业月度数据(2010年8月16日)

2010-08-17

零售行业数据月报(2010年7月18日)

2010-07-19

1. 零售行业总体判断

1.1. 变革中的零售模式

国内的零售业目前呈现精彩纷呈的竞争局面，传统零售企业和新兴零售业态共生。2009 年网购市场规模大约 2500 亿元，占据社会消费品零售总额的 1.98%，比例低于美国、韩国等国的 5% 左右的水平。由于中国的中高端消费群体偏年轻化，伴随着网络成长的“80 后”“90 后”成为消费的主要群体，以及结算方式及物流体系日益完善，网络购物将给零售业以及消费习惯带来重大冲击。

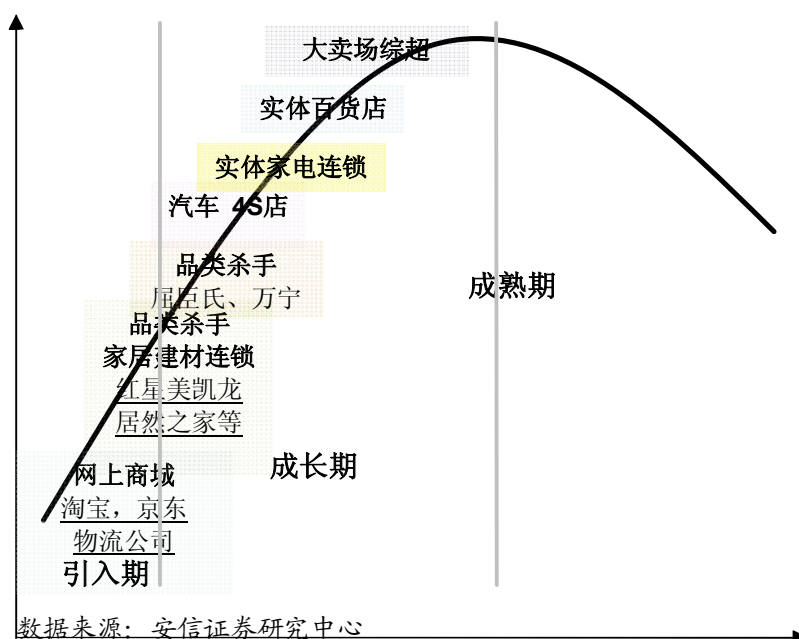
截至 2010 年 5 月，我国网民已经达到 4.17 亿人，比 2009 年增长 29%。其中网购用户 2009 年底突破 1 亿人，达到 1.08 亿人，增长 46%。根据中国互联网研究中心的报告，2009 年上半年，全国网络购物消费金额总计 1195.2 亿元，调查的 3 个直辖市和 14 个副省级城市半年人均网购支出 1360 元。

网上商城在我国仍然处于导入期。B2C 类，以家电数码销售为主的京东商城为代表，处于维持生存的阶段，盈利模式为以低价、牺牲毛利率的方式来获得大规模销量，从而获得利润，此外靠厂商返点和其他补贴获利。随着京东商城销售规模的扩大，物流成为发展瓶颈，近年在物流方面的巨大投入是其亏损的主要原因。同类的 B2C 商城还有当当网、卓越网、红孩子等。

C2C 平台以淘宝网为代表（C2C 至少占了 90%），2009 年交易额达到 2000 亿元，总收入为在线交易总额的 0.7%，具体的利润数据不明。淘宝网目前的盈利模式主要为广告、增值服务、零售商专卖店(B2C)的成交费，以及付费搜索引擎。

网络购物不管其经营企业盈利模式，对实体店销售将形成一定的分流。从长期来看，网络购物的模式更能降低流通成本。由于实体店仍然是目前零售的最主要方式，从厂商的角度目前对网上商城或者经销商实行有差异化的供货。而实体零售企业尝试网络销售主要也是防守而非进攻。

图 1 业态生命周期



家电已经基本在城市和农村普及，但家居零售是一个十分有潜力的市场，目前市场集中度很低，行业里基本上都是中小民营企业，还没有大的垄断企业，即使是红星美凯龙，全国 70 多家连锁门店，300 多亿元年销售额，也只占市场总份额的 1%-2%。红星美凯龙目前已经筹划上市，华平私募股权投资基金已经进入。除了家居连锁之外，以屈臣氏、万宁为代表的个人护理、化妆品连锁也在高速增长之中。

以实体店经营为主的百货店、大卖场综超、家电连锁在中国仍然有很大的发展空间，随着城镇化加速和城乡差距的缩小，众多品牌向二三线城市转移，传统零售商的生命周期被延长。

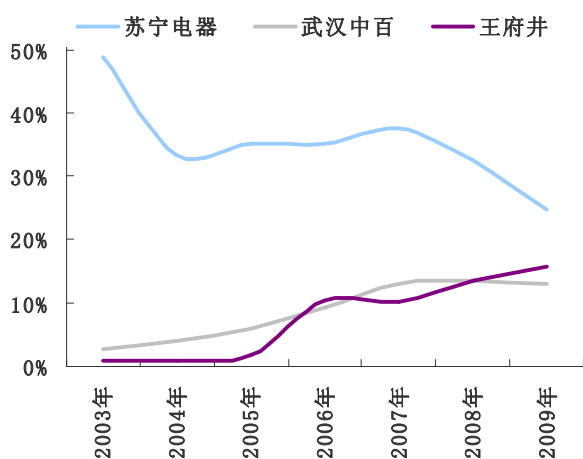
1.2. 实体零售企业仍然有很大的提升空间

家电连锁和超市行业资本沉淀阶段之后增速会加快

以家电连锁、百货公司、连锁超市的代表公司苏宁电器、王府井百货、武汉中百为例。苏宁电器 2004 年上市之后到 2007 年 ROE 一直保持在 30% 以上，随着一二线城市布点趋于饱和以及房地产的调控政策，2008 年公司收入增速放缓，这是导致资产周转率下降的重要原因。随着公司向三四线城市以及乡镇市场拓展，物流中心和配送站的铺设提上日程。苏宁资产周转率的快速下滑反映了：从原来的轻资产粗放扩张带来的收入极高成长，进入到需要依靠内在管理去提升的阶段；同时公司进入从轻资产向适度重资产的资本沉淀阶段。

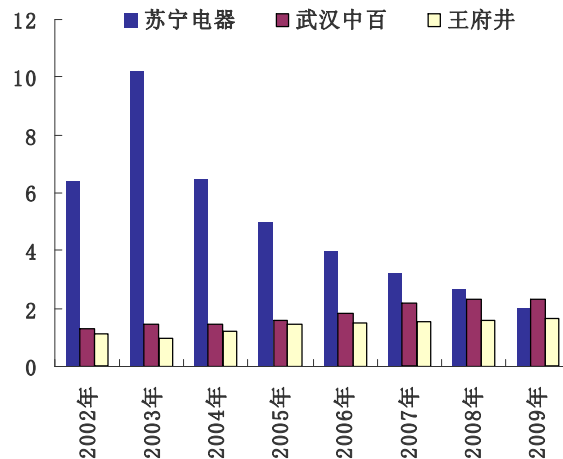
苏宁目前的网点和物流基地已经覆盖全国，在全国 300 多个城市拥有物流仓储。这也是苏宁电器相对于京东商城等最引以为傲的资本之一。我们认为苏宁电器净利润率上升的空间相对不是很大，资产周转率的提升——公司能否进一步打开三四线城市市场收入得到较大提升是 ROE 提升的关键因素。

图 2 三种业态代表公司 ROE



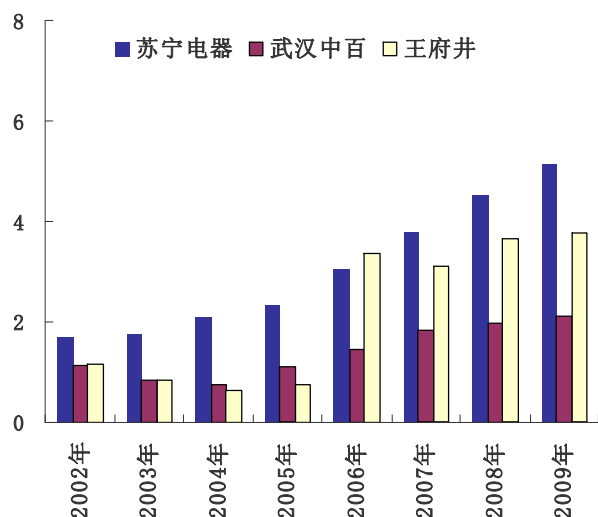
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3 ROE 分解-资产周转率



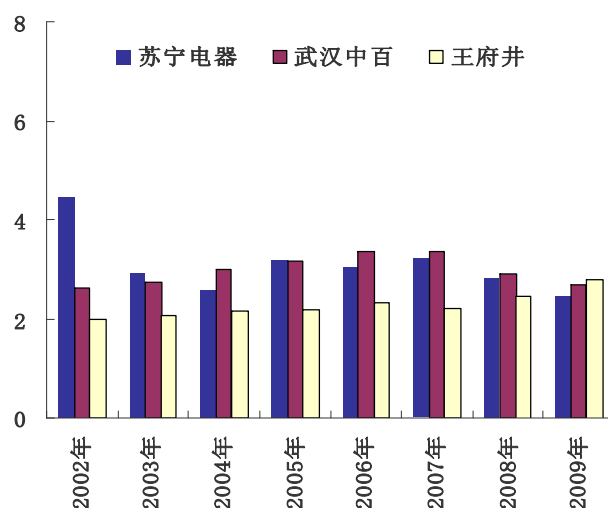
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4 ROE 分解- 净利润率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5 ROE 分解-权益乘数



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

从图 4 来看，苏宁电器的净利润率有 5% 左右，而王府井的净利润率只有不到 4%。我们对照在香港上市的百盛集团的净利润率（8% 左右），国有百货因为体制原因压缩费用释放业绩的动力不足，我们认为百货公司特别是国有百货的利润率仍然有较大的提升空间。

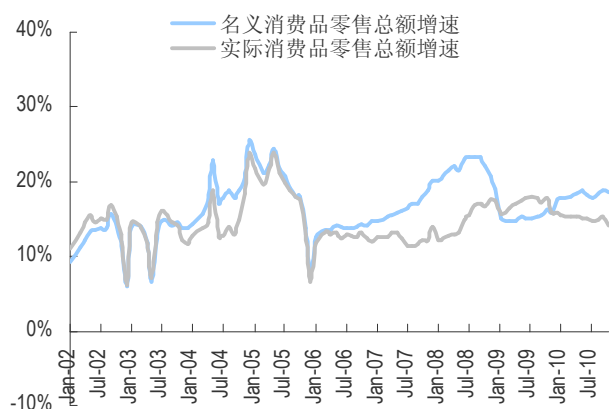
2. 宏观因素：CPI 将推动零售行业增速走高

物价和经济增速是影响社会消费品零售总额增速的重要因素。经济持续高速增长以及 2006-2008 年上半年 CPI 高企推动了社会消费品零售总额的快速上升。

根据我们宏观部门当前的判断：食品价格和 PPI 上涨将共同推动 CPI 上涨，到明年上半年 CPI 仍处于震荡攀升的通道之中。其中 11 月份可能将是 CPI 的年内高点，12 月 CPI 虽略有回落，但可能仍保持在较高的水平上。明年的 CPI 至少在 2 季度不会有非常明显的下降，甚至有可能到 5 月或 6 月才能达到年内的高点，在相对保守的假设下，高点接近 5%。

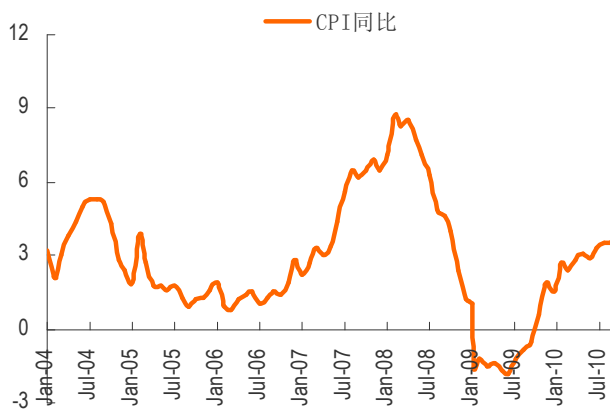
在明年 CPI 高点接近 5% 的预期之下，我们认为社会消费品零售总额名义增速将被继续推动走高。

图 6 社会消费品零售总额



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7 CPI 同比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

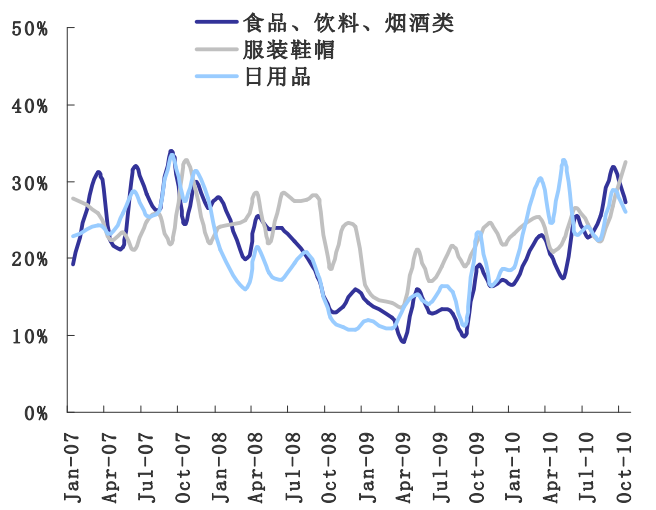
我们预计明年上半年社会消费品零售总额主要由食品饮料、烟酒、服装鞋帽、日用品、金银珠宝等普通消费品拉动。

生活必需品受 CPI 推动持续上涨趋势明显。从品类来看，食品、饮料、烟酒类，服装鞋帽、日用品类等生活必需品由于食品价格上涨和原材料价格上涨呈现持续上升的趋势。食品价格指数 10 月份达到 10.1%。弹性商品，金银珠宝受到国际金价的影响，高通胀预期使黄金珠宝价格持续创出新高。

作为百货店重要经营品类的化妆品增速持续下滑值得关注。我们认为化妆品是受到网购、境外购买冲击最大的商品种类。百货商店一直是国内购买化妆品特别是中高端化妆品的主要渠道。进口关税的存在导致了境外化妆品和国内专柜化妆品巨大的差价，随着人民币升值、港澳通行的便利、居民出国旅游的频繁，境外化妆品（香港、机场免税店）购买成为化妆品购买的重要渠道，网购的出现使得境外代购更加蔓延开来。由于化妆品是属于高价格、少批次、只需认品牌购买的商品，因此网购和境外购买或者代购对于国内专柜产生了完全的替代性。这也使得国内化妆品专柜不得不增多赠品以打开销路。

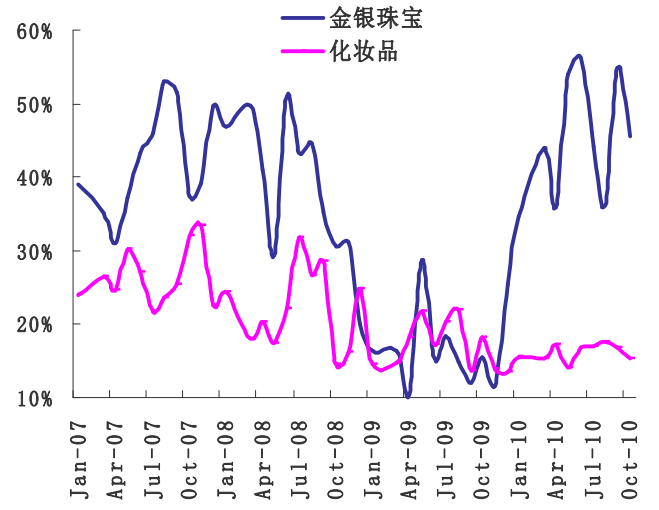
从 2007 年到 2010 年，限额以上零售企业化妆品零售总额增速出现了持续下滑的趋势，从原来的 25%-30% 下滑到 15% 左右。由于二三线城市中高端化妆品还处在导入成长期，我们预计一线城市的消费增量出现了比较明显的萎缩。作为百货商店重要经营品类的化妆品，消费增速趋缓形势值得关注。

图 8 生活必需品类（限额以上企业零售总额增速）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

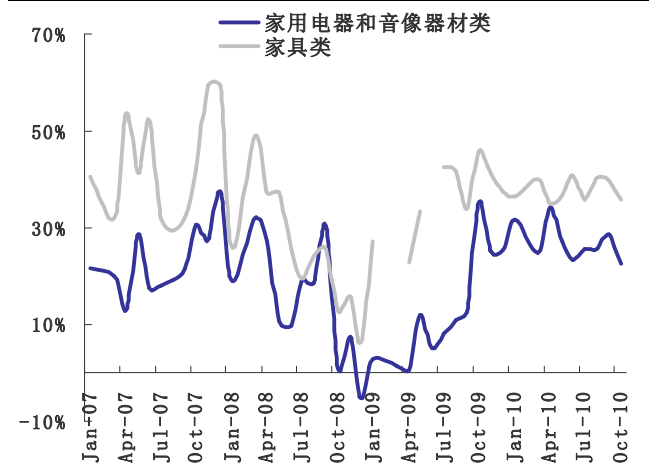
图 9 弹性商品（（限额以上企业零售总额增速）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

家用电器和家具类受到房地产成交量萎缩的影响。家用电器、家具类随着 2009 年地产成交的反弹、家电下乡政策的实施出现了增幅回升，家电下乡政策的继续实行使 2010 年整体增长保持了平稳的趋势。

图 10 家用电器和家具——房地产相关类



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11 汽车类



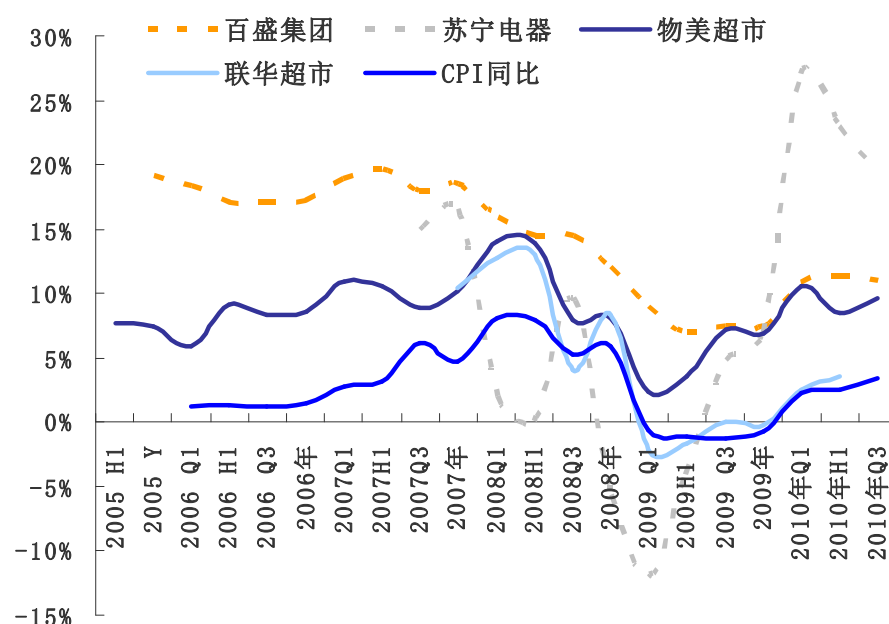
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 把握超市的阶段性投资机会

3.1. 超市销售同店增长受 CPI 影响

由于 CPI 主要受食品价格推动，超市中生鲜及食品占比较高，且多为生活必需品、需求弹性较小。从 2005 年-2010 年，百货公司百盛集团、超市公司物美超市、联华超市、家电连锁苏宁电器销售收入同店增长与 CPI 对比情况来看，超市企业销售收入同店增长和 CPI 的相关性最大，百货次之，家电连锁企业和 CPI 没什么相关性。如果明年上半年 CPI 持续高位，对超市公司销售收入同店增长影响将会比较大。

图 12 百货超市家电连锁同店销售增长和 CPI



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

对于超市公司来说，温和通胀是比较理想的。较高的通胀和食品价格对于超市经营者是挑战。持续上升的食品价格会降低消费者的购买频率、波动的价格使得存货管理变得更加重要、通胀的环境使得供应商或者批发商自身的经营成本也在提高。

因此我们认为这三类超市企业最受益于通胀：

一类是供应链管理能力强，在价格促销、存货管理、供应商管理方面比较优秀的企业。第二类是直采比例高的企业。直接采购的比例越高，意味着中间环节越少，公司的毛利空间越大，对价格的控制能力越强。而且中间环节的供应商本身也要承担通胀的成

本、如人工之类的，因此直采比例高的企业从通胀中受益的程度较大。而且高通胀时期，消费者对价格更加敏感，直采比例高能把价格降低的公司将比同行吸引到更多的客流。如永辉超市、武汉中百、人人乐。

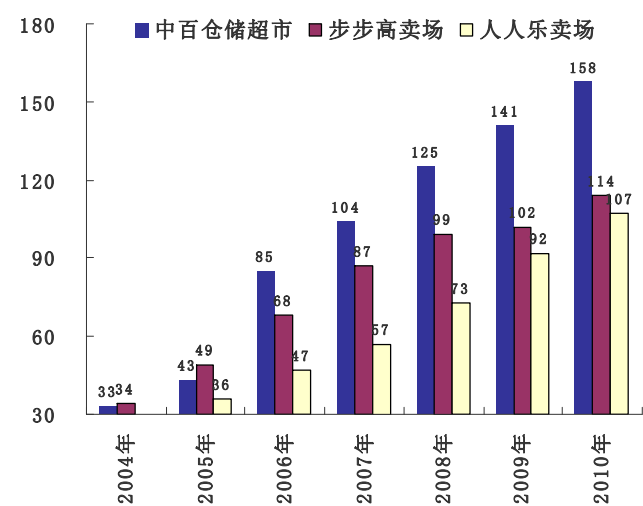
第三类企业为近 2 年新增门店比例较高的。2009 年、2010 年开店保持较高增速的公司，2011 年进入高速成长期，如人人乐、永辉超市。

表 1 受益类超市公司特征

供应链管理能力强	价格管理、促销，存货管理、供应商管理、各项成本控制
直采比例高	中间环节越少，承担的通胀的成本越低，价格控制力越强
近 2 年新增门店比例较高	2011 年进入快速成长期

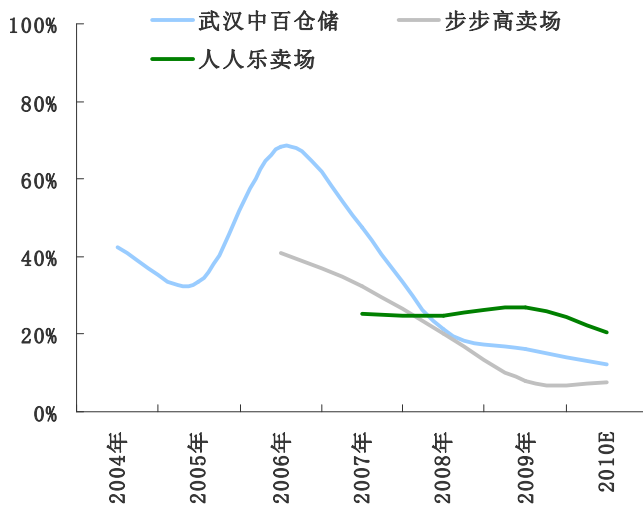
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12 超市公司开店情况



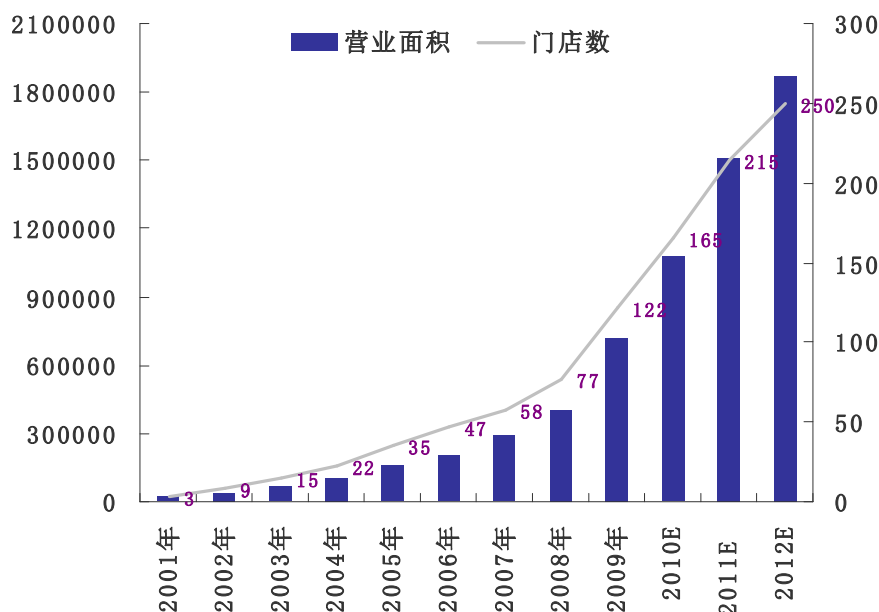
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13 武汉中百、步步高、人人乐门店增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14 永辉超市营业面积和门店数



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 明年看好的超市公司——人人乐、武汉中百、新股永辉超市

明年最看好的超市公司为人人乐、永辉超市以及武汉中百。

2009 年-2010 年单店效益和外延扩张都面临困境。2009 年 CPI 指数下滑导致超市公司收入增速下滑，由于 2009 年开店进程放缓，2010 年虽然 CPI 已经回升，但是整体收入增长并没有出现明显的增长态势。

人人乐深圳地区 2010 年仍然受到金融危机余波影响，人口尚未回流，导致深圳地区的业绩增长下滑。新进入的福建、湖南地区特别是福建地区亏损拖累了业绩。

步步高在高速扩张之后遇到了增长瓶颈，跨区扩张在江西地区并不成功，2009 年下半年开始考虑引入外籍管理团队。2010 年外籍管理团队正式接手管理，但是对本土市场的了解和与本土团队的磨合仍然需要时间，2009 年超市开店几乎停滞，2010 年新开店和门店改造的进度，同时门店的调整政策对老门店的销售产生了一定的负面影响。我们认为外籍团队对步步高管理的提升从长期看对公司发展是有利的，但是这一效果在 2010 年上半年仍然可能体现不出来。

2011 年我们比较看好的超市公司为人人乐、永辉超市、武汉中百。

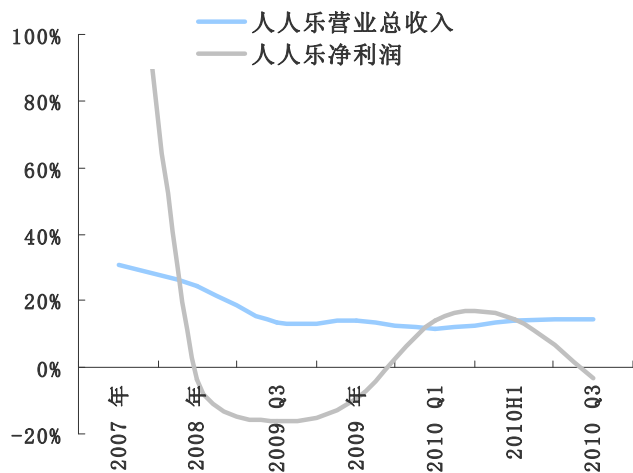
人人乐：新进福建地区和湖南地区亏损拖累了公司整体业绩，2011 年福建地区的亏损得到控制，随着湖南地区门店的增多，规模效应开始体现；深圳地区随着人口回流增长恢复。2011 年上半年股权激励方案（非股票期权）将很有可能出台，为股价提供催化劑。

武汉中百：稳健的白马型公司，我们认为公司在湖北省扩张仍然有空间，物流中心的建设为公司在湖北三四线城市扩张打下基础，精细化管理下净利润率仍然有提升空间。仓储超市和便利店网点的密集，规模优势将进一步体现。

永辉超市：公司在生鲜经营上的优势使其在众多超市中独树一帜，异地扩张更为顺利，公司未来 2-3 年仍处在高速增长期，净利润复合增长率将保持在 40% 以上。

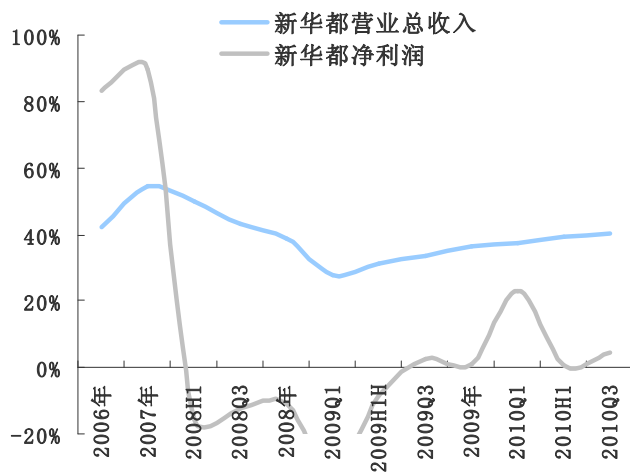
近 2 年永辉和人人乐保持着较高的开店增速。

图 15 人人乐收入和净利润



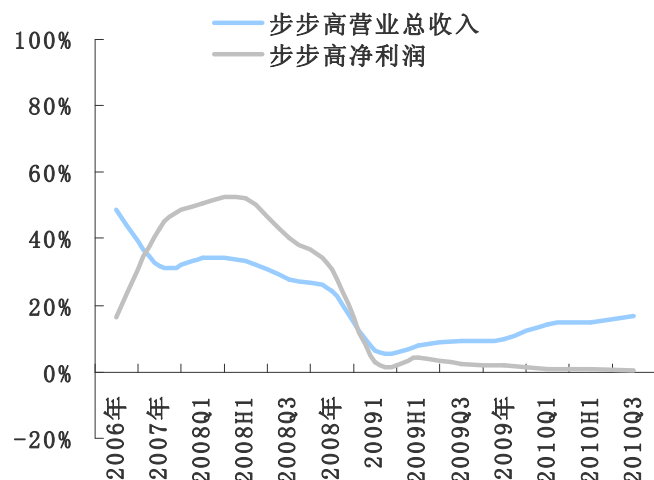
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16 新华都收入和净利润



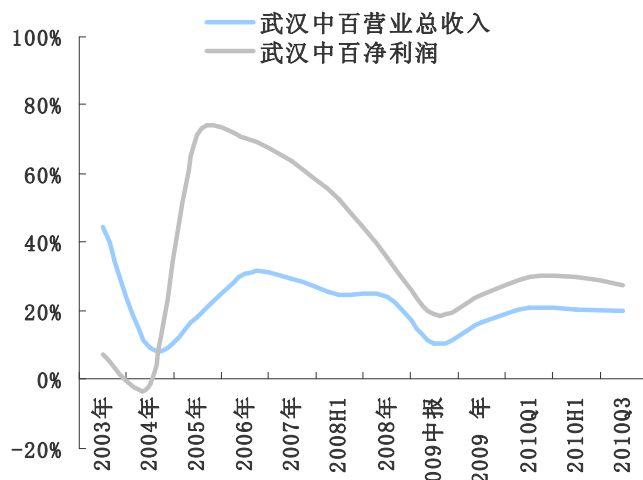
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 17 步步高收入和净利润



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 18 武汉中百收入和净利润



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 长期看好低端消费行业

从长期来看，十二五规划强调经济结构转型，收入分配向中低收入者倾斜，有利于低端消费增速加快；而且随着城镇化过程加速，城乡结合部和新的社区增加城市人口并催生新的商业网点，大卖场和社区超市有很大的发展空间。发达地区乡镇的发展，使得超市渠道下沉有很大的空间。国家大力发展农超对接，降低流通成本，并给予商业企业补贴。商超企业将有意识地培养农产品大型供应商。

短期来看，劳动力成本和租金上涨是超市企业面临的主要问题。商业地产发展相对落后导致合适的商业物业稀缺，一方面抬高了租金，快速上涨的租金水平导致零售商和房地产商合作寻求自建物业，开店速度放缓。超市是典型的劳动密集型行业，低端劳动力成本快速上升增加了超市的经营成本。

4. 百货——把握经营性收益和体制性收益两条线

我们把百货公司的收益分为两类：

经营性收益：零售企业超出行业平均水平增长的来源主要有盈利模式的创新和连锁扩张的规模效应和资源整合效应。我们认为盈利模式和定位较为特别的公司天虹商场、

成商集团，天虹商场的主要定位为发达地区社区型百货+城市中心区百货，成商集团借助于茂业集团成熟的商业+地产开发能力，结合自身拥有的大量廉价土地，一定程度上避免了扩张中的高租赁成本。通过连锁扩张达到规模效应和资源整合效应的百货公司，如全国性连锁百货王府井、天虹商场、区域性扩张百货公司重庆百货、鄂武商、合肥百货、银座股份。

其他的百货店，基数相对较小，往往依赖单店，业绩波动比较大。如中兴商业、友阿股份、广州友谊、东百集团、大厦股份、友好集团、通程控股、南京新百等。

由于 A 股百货公司很多都是历史遗留的国有体制，因此体制性收益成为另一重要方面，主要体现在(1)国有企业改制，国退民进从国有企业变成民营企业后业绩改善的预期，如南京中商、商业城等；(2)国资委主导的区域性资产重组，如重庆地区的重庆百货（收购新世纪百货）、北京地区的西单商场（收购燕莎控股）、上海地区的友谊股份（吸收合并百联股份）；(3)国有企业存在股权激励预期；(4)集团注入资产，如西安民生、兰州民百等。

表 2 经营性受益和体制性受益代表公司

	特点	代表公司	
经营性收益	盈利模式（定位）较为特别	天虹商场、成商集团	中长期投资品种
	连锁扩张资源整合效应	王府井、重庆百货、鄂武商、合肥百货、天虹商场、银座股份	
	基数相对较小，往往依赖单店、业绩波动比较大	中兴商业、友阿股份、广州友谊、东百集团、大厦股份、友好集团、通程控股、南京新百	介入时点比较重要
体制性收益	国有企业改制（完成）	南京中商、商业城	
	国资委主导的区域重组（公布方案）	重庆百货、西单商场、友谊股份、百联股份	
	国有企业实施股权激励（尚不明确）	王府井	
	集团注入资产	西安民生	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 推荐公司

5.1. 重庆百货——区域经济和整合双向推动

重庆百货主要的看点是整合和区域经济的发展。

整合将在收购正式通过后才开始，从进度上看 2011 年上半年将完成。未来整合将在收购正式完成后展开。由于重庆百货和新世纪百货经营体制上有较大的区别，我们认为整合将在重庆商社的主导下进行，并主要集中在后台运营方面，将实现部门商品统一采购和统一配送、招商品牌资源上一定程度上能够共享，并能够避免百货的价格战和其他恶性竞争。

重庆市两江新区规划、住房和户籍制度改革将加速重庆城镇化，拉动居民收入增长、城镇人口增加和消费繁荣。重庆市改革和区域经济的发展导致城镇化加速，为消费零售业发展提供了很大的空间。重庆商社销售额约占社会消费品零售额 12% 左右，商业零售和汽车销售为商社集团主要利润来源。重庆百货作为本土最大的商业零售，相对于外来零售企业占有一定先机。

估值相对较低。股价经过调整，目前已经回归到一个适合中长期投资的价位。我们预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 1.39 元、1.80 元、2.26 元，维持公司增持-A

的投资评级。

5.2. 天虹商场——商品组合能力较强的连锁百货

天虹商场定位于发达地区中心区域或者社区型（百货+超市+X），有很好的增长前景；公司管理层激励机制到位。超市收入约占公司收入的 40% 左右，公司的超市定位相对高端，提价和成本转嫁能力比较高。

从今年中报和三季报来看，外地门店的扭亏情况要略好于之前的预期。公司的流通盘较小，在目前高股价的情况下不排除送转股的可能。预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 1.19 元、1.55 元、1.97 元，给予公司增持-A 的投资评级。

表 3 公司外埠门店开店情况

外埠门店	开店时间	营业面积 (平方米)	门店类型	营业利润 (万元)		
				2009 年	2008 年	2007 年
南昌江大天虹商场	2002.6.14	13000	社区购物中心	587	845	436
厦门汇腾天虹商场	2003.4.22	19778	社区购物中心	5106	4868	3493
东莞东纵天虹商场	2004.9.9	26411	城市中心店	2804	1832	783
东莞常平天虹商场	2005.8.1	15350	社区购物中心	746	584	293
嘉兴天虹百货	2006.3.1	19972	城市中心店	-412	-1508	-1543
福州天虹百货	2006.7.12	46486	城市中心店	-975	-1482	-510
厦门大西洋天虹百货	2007.1.18	19488	城市中心店	2717	2217	451
南昌中山路天虹百货	2007.4.19	54379	城市中心店	-1058	-1381	-2472
东莞长安天虹商场	2007.12.28	24000	社区购物中心	-837	-181	-295
长沙芙蓉天虹	2008.12.6	30000	社区购物中心	-1824	-999	
苏州金鸡湖天虹	2009.4.24	50912	城市中心店	-3045		
北京宣武天虹	2009.4.25	22000	城市中心店	-3365		
南昌红谷天虹	2009.9.4	20000	社区购物中心	-228	-	-
杭州萧山天虹	2009.12.17	17800	社区购物中心	-376		
东莞黄江天虹	2010.4.24		社区购物中心			
北京国展天虹	2010.4.29		城市中心店			
东莞厚街天虹	2010.8.6		社区购物中心			
湖州天虹	2010.9.30		城市中心店			

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

5.3. 中兴商业——2011 年-2012 年业绩释放期

公司三期于 2010 年 10 月份开业，销售情况良好；中兴商业大楼自有地产建筑面积 24 万；一二期营业面积 6 万平米，三期营业面积 5.9 万平米；于今年 10 月份开业，销售情况较为良好。三期开业之后，公司成为沈阳太原街商圈面积最大、商品最全、地位最稳固的百货店，为长期增长打下了基础。

二股东华平投资一直在减持并且将退出公司，第一大股东增持公司股份，股权之争基本解决。公司激励比较充分，普通员工的待遇也很好，管理团队稳定。

预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益 0.26 元、0.65 元、0.83 元。给予公司增持-A 的投资评级。

5.4. 商业城——等待业绩好转

改制将给公司带来新貌，完成了职工精简，减轻了负担。2009 年 8 月 31 日全面完成了企业改制工作。商业城由国有控转变为民营控股。目前的大股东为深圳琪创能贸易，直接持有公司 12.51%，并通过沈阳商业城集团间接持有 14.07%，共持有公司 26.58% 的股权。深圳琪创能目前还没有在公司派驻董事，2011 年 12 月份董事会换届，将会选举新的董事。公司已经完成了员工安置工作，减轻了公司负担。职工从 2800 人左右减少至 500 多人，每年将节省人工等费用 5645 万元。

公司持有资产优良，但盈利能力弱，提升主要取决于资产回报率提升。公司目前旗下的主要资产是百货店商业城大厦、铁西百货，安立置业大厦、日神大厦，且都取得了土地使用权和房屋产权。此外持有盛京银行 2.52% 的股权。商业城大厦、安立置业大厦、日神广场均位于沈阳第二大商圈中街商圈核心地带，铁西百货位于铁西商圈。另外持有少量盛京银行股权。

业绩释放主要在 2012 年。商业城大楼重装扩建是短期利润增加的主要来源，商业城大楼主楼部分建筑面积 79000 平米，2010 年 5 月闭店装修，2011 年 3 月开业；新建部分建筑面积 30000 平米，2011 年 12 月开业。

投资看点。资产价值虽然为公司提供安全边际，但是不足以构成股价持续上涨的动力。

(1) 琪创能为获得公司控制权，投入在 4 亿左右，折合每股 9 元左右，后续陆续投入有 4 个多亿，前后投入 8 个多亿。但目前商业城不能进行再融资，也没法带来稳定的现金流。(2) 费用有较大压缩空间。冗员和体制因素导致员工成本和其他弹性较大的管理费用畸高。员工安置基本上解决了冗员问题。(3) 业绩转折型公司，弹性较大。2011 年商业城主楼的重新开业，销售收入将有比较明显的提升；而随着琪创能对于公司管理的介入，公司高企的后台运营成本将逐渐得到改善。(4) 盛京银行上市进程加快，增加公司价值 2.3 元左右。

盈利预测与投资评级。保守预计 2011 年、2012 年每股收益 0.16 元和 0.4 元，从 PS 和 PB 估值看，公司估值基本合理。给予公司增持-B 的投资评级，另外考虑到盛京银行给公司带来的价值增加，给予公司 6 个月目标价 17.3 元。

6. 行业估值和指数表现

表 4 覆盖公司盈利预测与估值（股价日期为 2010 年 11 月 30 日）

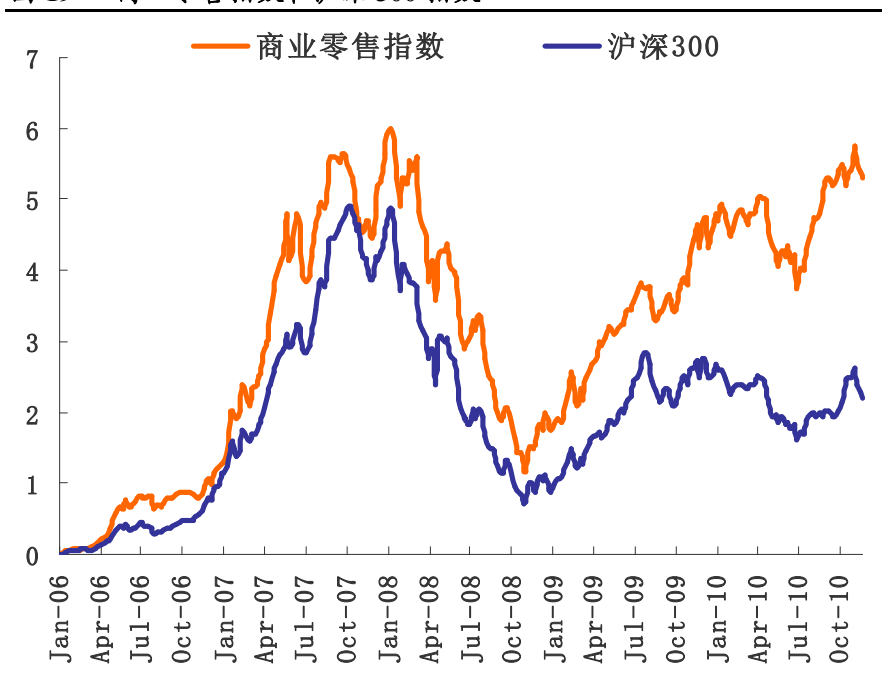
证券	公司	最新	每股收益			PE			现价
代码	名称	评级	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
百货商店									
600693	东百集团	增持-B	0.4	0.5	0.63	34.4	27.5	21.8	13.75
600859	王府井	增持-B	1.24	1.51	1.93	37.4	30.7	24.1	46.37
600729	重庆百货	增持-A	1.42	1.8	2.26	35.2	27.8	22.1	49.98
000501	鄂武商 A	增持-A	0.6	0.74	0.9	31.7	25.7	0.6	18.99
000987	广州友谊	增持-A	0.94	1.15	1.4	30.5	25.0	20.5	28.70
000417	合肥百货	增持-A	0.53	0.7	0.84	37.8	28.6	23.9	20.05

行业深度分析

002277	友阿股份	增持-B	0.64	0.81	1.01	39.4	31.2	25.0	25.24
600327	大厦股份	增持-B	0.44	0.53	0.63	27.7	22.8	19.2	12.10
600828	成商集团	中性-A	0.42	0.71	0.84	49.3	29.2	24.7	20.71
002419	天虹商场	增持-A	1.19	1.55	1.97	40.6	31.2	24.5	48.29
600723	西单商场	增持-B	0.37	0.46	0.59	39.8	32.0	24.9	14.71
600306	商业城	增持-B	0.00	0.16	0.40	/	83.1	33.3	13.30
大卖场与超市									
000759	武汉中百	增持-A	0.39	0.48	0.62	35.2	28.6	22.2	13.74
002251	步步高	中性-A	0.7	0.91	1.2	39.1	30.1	22.8	27.35
002336	人人乐	/	0.65	0.9	1.07	39.4	28.5	24.0	25.64
专营零售									
002024	苏宁电器	买入-A	0.58	0.74	0.93	23.7	18.6	0.6	13.75

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 19 商业零售指数和沪深 300 指数



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2010-12-04

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
000417	合肥百货	增持-A	增持-A	0.40	0.88	1.06	49	22	18	16.0%	18.0%	20.0%	19.53	19.50	2008-12-22	250%
000501	鄂武商 A	增持-B	增持-A	0.35	0.74	0.90	53	25	21	13.0%	20.0%	19.0%	18.50	22.00	2009-08-16	71%
000987	广州友谊	增持-A	增持-A	0.64	1.14	1.36	44	25	21	16.0%	0.0%	0.0%	28.32	27.00	2009-03-31	158%
600327	大厦股份	增持-A	增持-B	0.08	0.67	0.73	155	18	17	16.0%	20.0%	19.0%	12.39	15.40	2008-08-29	99%
600693	东百集团	增持-A	增持-A	0.07	0.50	0.63	188	26	21	11.0%	22.0%	24.0%	13.15	13.20	2008-08-04	17%
600729	重庆百货	增持-B	增持-B	0.14	1.15	1.37	346	42	35	13.0%	19.0%	19.0%	48.46	57.00	2009-06-12	134%
002251	步步高	增持-B	中性-A	0.47	0.88	1.15	55	30	23	8.0%	12.0%	14.0%	26.02	27.40	2008-11-12	52%

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034