



批零贸易业

2011.03.31

等待春天

——商业零售行业 2011 年 3 月月报



刘冰



021-38676703



liubing6168@gtjas.com



S0880511010042

本报告导读：

1-2 月份合计的商业零售行业分业态增长较为乐观，现阶段的超跌带来中长期投资机会，等待板块性上涨的时机。

摘要：

- 2011 年 1-2 月，社零总额 2.9 万亿元，同比增长 15.8%，扣除价格因素，实际增长 11.4%。虽然增速上与 2010 年初尚有差距，但是基本与往年年初水平相似。
- 据商务部监测数据，综合 1-2 月整体来看，重点零售企业增长 17.45%，相比 2010 年底相比下滑，但是和 2010 年同期增速相当；百货业态增 23.15%，呈现增速加快态势；综超业态增 18.05%，相比 2010 年同期以及 2010 年底增速都有明显加快；专业店增长 8.75%，与 2010 年底以及 2010 年 1-2 月相比增速下滑明显。
- 近期行业观点：等待春天。2011 年一季度，商业零售行业持续表现较弱，除了 2 月份跑赢大盘外，1 月、3 月都略微跑输大盘；截至 3 月 30 日，商贸零售板块整体 2 月反弹后 3 月底有所下跌，板块指数下跌 3.01%，同期上证综指上涨 1.26%，跑输市场 4.28%。
- 我们分析主要原因是：3 月份公布的 2 月社零总额增速放慢，再加上部分重点公司业绩低于预期，担心行业增长下滑；近期周期性板块存在机会。
- 我们认为行业发展仍然较为稳定，正如报告的第一部分分析——2011 年 1-2 月合计的行业增速仍然较为乐观，而部分重点公司虽然 2010 年报低于预期，但是并不是行业性的问题。
- 现阶段来看，我们预期商业零售板块的较大投资机会将出现在 4 月份以后：一方面，4 月份将公布 3 月份社零总额增速，预计 3 月增速将属于正常水平；另外一方面，4 月份一季报公布，预期大部分公司稳定增长。
- 考虑到商业零售行业的上市公司普遍流动性不强，因此现阶段股价已经具有吸引力，可以买入等待；如果考虑到资金成本，可以在周期性行业阶段性投资后转为稳定的消费板块。
- 重点推荐公司：合肥百货、王府井、鄂武商、重庆百货；小商品城；苏宁电器。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

百货行业	增持
超市行业	增持
家电连锁行业	增持
专业批发市场行业	增持
黄金珠宝连锁	增持

重点覆盖上市公司评级

小商品城 600415.SH	增持
苏宁电器 002024.SZ	增持
王府井 600859.SH	增持
合肥百货 000417.SZ	增持
重庆百货 600729.SH	增持
鄂武商 000501.SZ	增持
武汉中百 000759.SZ	增持
东百集团 600693.SH	增持
新世界 600628.SH	增持
广州友谊 000987.SZ	增持
南京中商 600280.SH	增持
老凤祥 600612.SH	增持
新华都 002264.SZ	增持
百联股份 600631.SH	增持
友谊股份 600827.SH	增持
中兴商业 000715.SZ	增持
友好集团 600778.SH	谨慎增持
广百股份 002187.SZ	谨慎增持
银座股份 600858.SH	谨慎增持
成商集团 600828.SH	谨慎增持
潮宏基 002345.SZ	中性
大商股份 600694.SH	中性
友阿股份 002277.SZ	中性
步步高 002251.SZ	中性
人人乐 002336.SZ	中性
华联综超 600361.SH	中性

相关报告

批零贸易业：《春节带销售，年报降估值》	2011.02.28
批零贸易业：《行业增长稳健，估值接近低点》	2011.01.31
批零贸易业：《行业稳健增长趋势未改，调整带来中长期投资机会》	2010.12.29
批零贸易业：《商贸诚可贵，百货价更高》	2010.12.02
批零贸易业：《业绩稳定增长将带来绝对收益》	2010.11.08

目 录

1. 2011 年 2 月商业零售行业整体情况	3
1.1. 2 月社零总额较 10 年有较大回落，商业零售行业相关类别收入增长稳健	3
1.2. CPI 持续高企，影响消费者信心	4
1.3. 全国重点零售企业销售 1 月份增速放缓，但 1-2 月合计收入增速仍然较快	4
2. 行业动态——2010 年中国连锁百强公布	5
3. 近一月板块行情回顾	6
3.1. 3 月份商业板块震荡	6
3.2. 个股表现	7
3.3. 近期行业观点：等待春天	7
4. 重点上市公司动态	8
4.1. 永辉超市（601933）：大踏步向前进	9
4.2. 广州友谊（000987）：新开门店支撑公司成长	10
4.3. 广百股份（002187）：费用增长侵蚀业绩增速	10
4.4. 武汉中百（000759）：劳动力成本上升导致业绩低于预期	11
4.5. 鄂武商（000501）：国际广场二期项目助推未来两年增长	11
4.6. 王府井（600859）：实际业绩符合预期，2011 年增速乐观	12
4.7. 合肥百货（000417）：区域经济日新月异，公司经营蒸蒸日上	12
4.8. 中兴商业（000715）：三期全面贡献收入促 2011 年业绩增速加快	13
4.9. 新华都（002264）：股权激励方案推动 2011 年进入业绩加速期	14
4.10. 苏宁电器（002024）：三箭齐发，稳健、有序的继续扩张	14
4.11. 友谊股份（600827）：静待航母起航	15
4.12. 成商集团（600828）：2010 年增长稳健，期待 2011 年高增长	15
4.13. 重庆百货（600729）：重组已完成实现并表，收入规模迈上新台阶	16
4.14. 天虹商场（002419）：兼具内生与外延的高成长百货类公司	17

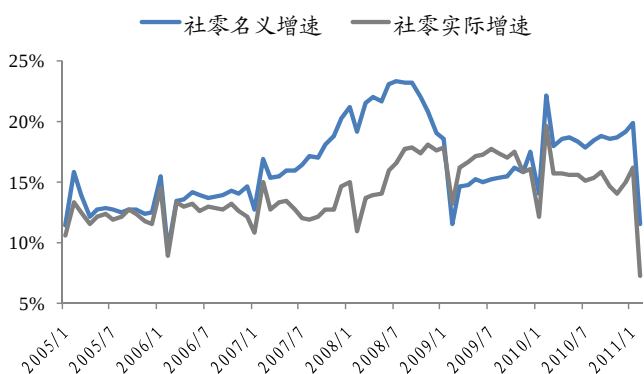
1. 2011 年 2 月商业零售行业整体情况

1.1. 2 月社零总额较 10 年有较大回落，商业零售行业相关类别收入增长稳健

2011 年 2 月我国社会消费品零售总额实现 1.38 万亿元，同比增长 11.6%，增速是 2009 年 2 月以来的新低，扣除物价因素后，社零销售 2 月同比增长 7.3%，8 年以来未见。同期我国工业增加值同比增长 7.7%，与去年年末水平相当。

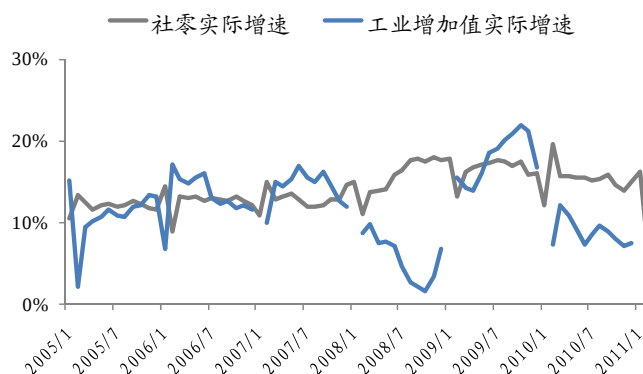
今年 2 月社零总额增速下降的非常快，这重要是由于春节因素所造成的。如果我们将 1-2 月数据合并，可以发现 2011 年 1-2 月，社零总额 2.9 万亿元，同比增长 15.8%，扣除价格因素，实际增长 11.4%。虽然增速上与 2010 年初尚有差距，但是基本与往年年初水平相似，我们基本判断社零增速已经渡过了 2009-2010 年波动较大的阶段，恢复到一个正常增长的水平。

图 1：2 月社零总额增速下降较快



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 2：社零总额增速与工业增加值增速相关性



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

另外，社零总额涵盖的商品品类较多，以限额以上商品零售企业销售收入为例，按照 2010 年的收入，其中汽车销售占比 28%，石油制品占比 18%。而从 2011 年 1-2 月的合计分类收入增速来看，食品、服装、化妆品、家电、黄金珠宝增速相比 2010 年 12 月份略有下降，但是增速都超过 2010 年同期，而占比最大的汽车销售从 2010 年 12 月份 47% 的增速下降到了 23% 的增速，而 2010 年 1-2 月同期汽车销售增速 54%。

表 1：限额以上企业商品零售分类别销售收入占比及增速

	商品零售 限额以上企业 销售总计	食 饮 烟 酒	服 鞋 帽 针 纺 织	化 妆 品	金 银 珠 宝	日 用 品	体 育 用 品	书 报 杂 志	家 电 音 像 器 材	中 西 药 品	文 化 办 公 用 品	家 具	通 讯 器 材	石 油 制 品	建 筑 装 潢 材 料	汽 车
分类收入占比	100%	13%	11%	2%	2%	4%	1%	1%	7%	5%	2%	1%	1%	18%	1%	28%
2011 年 1-2 月 合计增速	33%	38%	31%	23%	58%	37%	33%	23%	28%	33%	27%	61%	28%	38%	85%	23%

2010 年

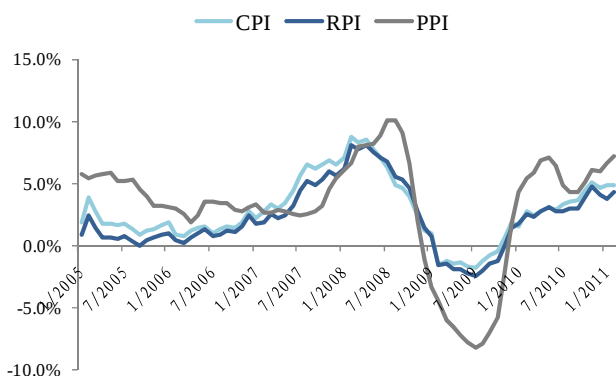
12 月份增速	41%	45%	32%	26%	55%	29%	50%	12%	41%	31%	27%	73%	53%	31%	94%	47%
11 月份增速	38%	40%	25%	17%	82%	28%	26%	25%	25%	41%	32%	60%	30%	34%	85%	43%
10 月份增速	35%	31%	36%	16%	64%	33%	31%	6%	25%	36%	35%	67%	26%	31%	79%	40%
9 月份增速	36%	39%	30%	19%	64%	32%	32%	18%	30%	30%	34%	66%	17%	28%	88%	42%
8 月份增速	33%	27%	23%	15%	51%	25%	20%	29%	30%	32%	29%	71%	25%	21%	61%	44%
7 月份增速	32%	23%	24%	19%	55%	32%	19%	24%	27%	35%	32%	61%	12%	27%	54%	40%
6 月份增速	32%	29%	26%	22%	57%	21%	33%	35%	25%	31%	36%	59%	19%	31%	56%	34%
5 月份增速	35%	19%	22%	19%	59%	34%	26%	20%	27%	38%	28%	52%	22%	37%	64%	46%
4 月份增速	37%	21%	22%	23%	47%	29%	28%	22%	39%	35%	47%	49%	26%	42%	55%	46%
3 月份增速	35%	19%	26%	24%	55%	33%	29%	22%	19%	39%	40%	63%	10%	43%	48%	46%
1-2 月份增速	33%	15%	27%	21%	43%	20%	10%	-4%	28%	23%	28%	71%	21%	41%	54%	54%

数据来源：统计局、国泰君安证券研究

1.2. CPI 持续高企，影响消费者信心

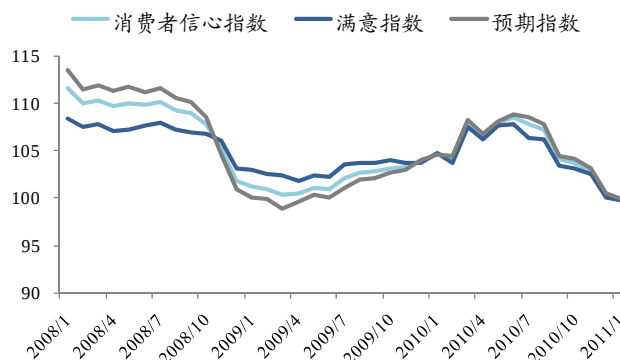
国家统计局发布我国 2 月 CPI 为 4.9%，连续 5 个月超过 4.4%，由于财政和货币政策具有一定的滞后性，我们乐观预期下半年 CPI 会有所回落。但是目前一直高企的物价已经显著影响到了我国消费者的信心，信心指数连续 7 个月下滑，2 月信心指数更是滑落到 99.9，创下 2009 年以来的最低点，并离开了乐观区间。

图 3：2 月 CPI 保持 4.9% 的高位



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 4：消费者信心指数连续 7 个月下滑

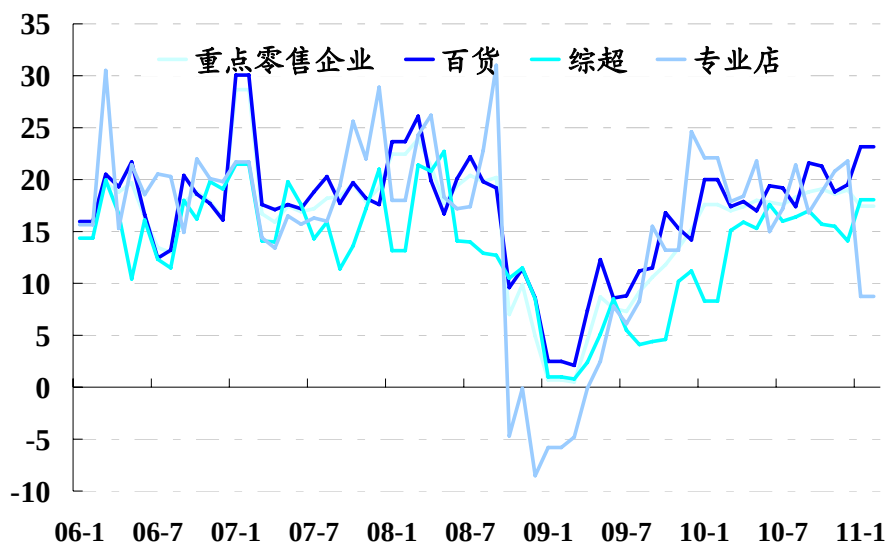


数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

1.3. 全国重点零售企业销售 1 月份增速放缓，但 1-2 月合计收入增速仍然较快

据商务部监测数据，2011 年 2 月份重点零售企业零售额同比增长 8.3%。分业态来看，百货店、专业店和超市零售额同比分别增长 9.2%、9.0% 和 5.6%，各业态增速明显回落。但由于 2011 年春节相比 2010 年提前半个月，综合 1-2 月整体来看，重点零售企业增长 17.45%，相比 2010 年底相比下滑，但是和 2010 年同期增速相当；百货业态增 23.15%，呈现增速加快态势；综超业态增 18.05%，相比 2010 年同期以及 2010 年底增速都有明显加快；专业店增长 8.75%，与 2010 年底以及 2010 年 1-2 月相比增速下滑明显。

图 3：2011 年 1-2 月份全国重点零售企业销售增长持续



数据来源：商务部、国泰君安证券研究

分商品类别来看，金银珠宝、建筑及装潢材料、文化办公用品和五金电料增幅居前，零售额同比分别增长 37.2%、17.2%、16.1%和 13.3%，书报杂志、家具、日用品和中西药品零售额同比分别增长 11.6%、11.5%、10.9%和 9.6%。综合 1-2 月数据，商务部重点监测的 3000 家零售企业销售中，金银珠宝销售额同比增长 41.4%，比上年同期加快 18.2 个百分点。1-2 月，家用电器和汽车销售额同比分别增长 7.5%和 9.7%，增幅较上年同期均出现回落。除了金银珠宝的销售依然保持高增速外，其他销售增幅居前的商品类别出现了与前几个月明显的区别，建筑建材和五金用品增速较快。

2. 行业动态——2010 年中国连锁百强公布

根据中国连锁经营协会调查：2010 年，连锁百强销售规模达到 1.66 万亿元，同比增长 21.2%，增幅高出社零总额 2.8 个百分点；百强企业门店总数达到 15 万个，同比增长 9.8%；百强企业销售额占到社会消费品零售总额的 11%，与上年基本持平。

百强数据体现出以下特点：

- **百强企业销售增长加速。**2010 年百强销售同比增长达到 21.2%，分别比 2009 年的 13.5%和 2008 年的 18.4%高出 7.7 和 2.8 个百分点。
- **百货店发展速度高于超市。**2010 年，以经营百货为主的连锁企业占据了三分之一的百强席位。35 家主营百货的连锁企业的销售额增幅 23.2%，明显高于超市连锁企业 13.8%的增幅。
- **网上零售初具规模。**2010 年，百强企业中有 34 家开展了网络零售业务，实现销售规模约 30 亿元。
- **经营成本大幅上涨。**2010 年，百强企业经营成本大幅提高，续约房租成本平均上涨约 30%，人工成本平均上涨 15%。

表 2：百强中 A 股上市公司一览

序号	企业名称	2009 年销售	2010 年销售	增幅 %	门店总数 (个)
----	------	----------	----------	------	----------

1	苏宁电器集团	11700267	15622292	33.5	1342
3	百联集团有限公司	9791537	10369291	5.9	5809
4	大连大商集团有限公司	7053590	8615769	22.1	170
10	重庆商社（集团）有限公司	3004698	3821585	27.2	319
12	山东银座商城股份有限公司	2564116	3700000	44.3	264
17	合肥百货大楼集团股份有限公司	2090000	2490000	19.1	171
18	宏图三胞高科技术有限公司	1593775	2008965	26.1	191
19	武汉中百集团股份有限公司	1685519	1923413	14.1	713
20	新世界百货中国有限公司	1500000	1790000	19.3	37
25	北京王府井百货（集团）股份有限公司	1327000	1660000	25.1	22
29	长春欧亚集团股份有限公司	1347068	1617585	20.1	35
30	永辉超市股份有限公司	1021800	1598000	56.4	286
32	天虹商场股份有限公司	1161990	1470557	26.6	44
39	人人乐连锁商业集团股份有限公司	1003779	1174832	14.5	108
44	武汉中商集团股份有限公司	880687	1001272	13.7	44
47	海航商业控股有限公司	470841	892207	89.5	319
49	福建新华都购物广场股份有限公司	694678	865951	24.7	96
50	北京新燕莎控股（集团）有限责任公司	690988	800416	24.8	10
54	广州市广百股份有限公司	643690	677596	5.3	23
60	三江购物俱乐部股份有限公司	496362	535571	7.9	145
68	广州友谊集团股份有限公司	320000	415000	21	5
69	湖南友谊阿波罗股份有限公司	519861	414000	38	9
78	北京西单友谊集团	294137	353137	20.1	220
百强合计		135787144	166252247	21.2	150211

数据来源：中国连锁经营协会、国泰君安证券研究

3. 近一月板块行情回顾

3.1.3 月份商业板块震荡

截至 3 月 30 日：本期商贸零售板块整体 2 月反弹后 3 月底有所下跌，板块指数下跌 3.01%，同期上证综指上涨 1.26%，跑输市场 4.28%。

板块溢价率继续下滑，我们采用市盈率(TTM,整体法)对板块溢价率进行计算，截止 3 月 30 日收盘，商贸零售板块 PE 对大盘溢价率为 182%，溢价率略有下滑。

图 4：商贸板块月末下跌明显

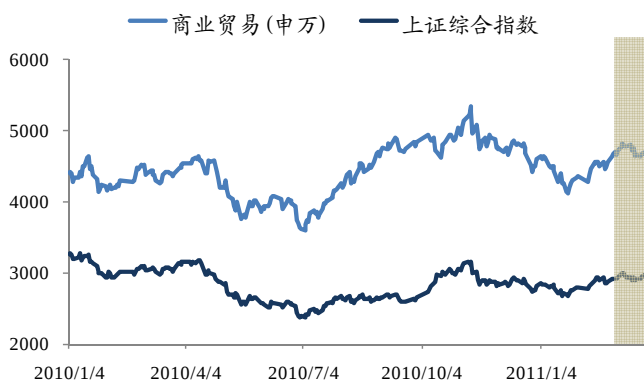
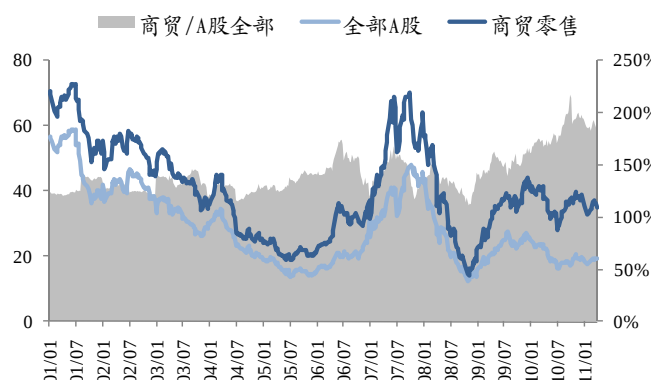


图 5：板块估值合理，溢价率略有下滑



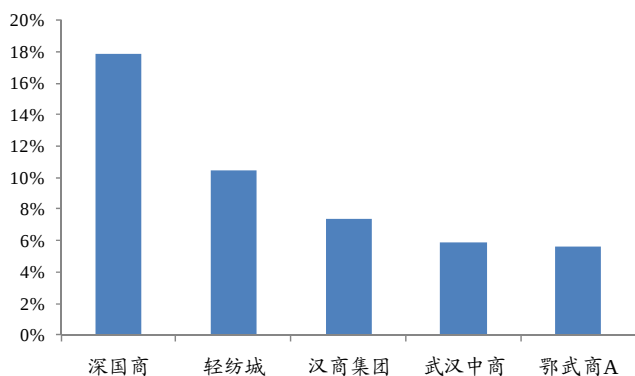
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

3.2. 个股表现

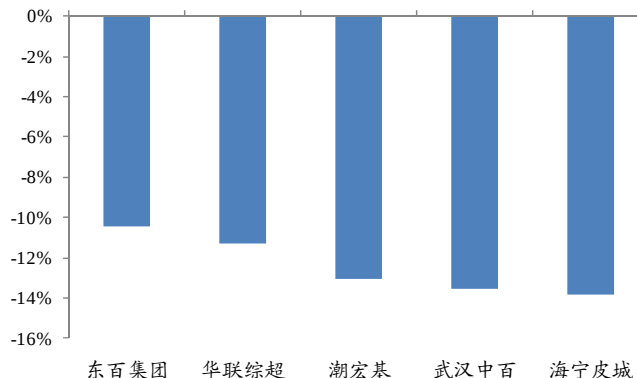
3 月份板块中个股中下跌幅度较大，56 家重点公司中，19 家上涨，37 家下跌。涨幅较大的深国商是由于事件推动，而跌幅居前的以超市居多，体现了市场对于成本上升对超市行业影响的担忧，也符合部分超市企业年报中所体现的问题。

图 6：截至 3/30，月涨幅前 5 家个股



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 7：截至 3/30，月跌幅前 5 家个股



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

3.3. 近期行业观点：等待春天

2011 年一季度，延续了 2010 年四季度，商业零售行业持续表现较弱，除了 2 月份跑赢大盘外，1 月、3 月都略微跑输大盘；3 月最后两周下跌较多。

我们分析主要原因是：3 月份公布的 2 月社零总额增速放慢，再加上部分重点公司业绩低于预期，担心行业增长下滑；近期周期性板块存在机会。

我们认为行业发展仍然较为稳定，正如报告的第一部分分析——2011 年 1-2 月合计的行业增速仍然较为乐观，而部分重点公司虽然 2010 年报低于预期，但是并不是行业性的问题。

现阶段来看，我们预期商业零售板块的较大投资机会将出现在 4 月份以后：一方面，4 月份将公布 3 月份社零总额增速，预计 3 月增速将属于正常水平；另外一方面，4 月份一季报公布，预期大部分公司稳定增长。

考虑到商业零售行业的上市公司普遍流动性不强，因此现阶段股价已经具有吸引力，可以买入等待；如果考虑到资金成本，可以在周期性行业阶段性投资后转为稳定的消费板块。

冬天来了，春天还会远吗？

4. 重点上市公司动态

表 1: 重点公司业绩预期差

代码	简称	之前预测 EPS-10E	已公告 EPS-10A	超预期 幅度	业绩与预期相差原因
000417.SZ	合肥百货	0.53	0.60	12.4%	内生外延增长较好, 费用控制有效
000501.SZ	鄂武商 A	0.57	0.58	1.5%	基本符合预期
000564.SZ	西安民生	0.21	0.20	-7.1%	基本符合预期
000715.SZ	中兴商业	0.27	0.24	-11.8%	略低于预期, 中兴商业大厦四季度平销未达到前期预测
000987.SZ	广州友谊	0.86	0.91	5.8%	费用控制有效
002187.SZ	广百股份	1.03	0.91	-11.3%	新开门店费用增多, 劳动力成本上升
002419.SZ	天虹商场	1.23	1.21	-1.4%	基本符合预期
600631.SH	百联股份	0.52	0.56	7.4%	下属多家处于快速成长期门店业绩超预期, 部分非经常性损益
600729.SH	重庆百货	1.4	1.41	0.9%	基本符合预期
600785.SH	新华百货	1.16	1.04	-10.6%	略低于预期
600827.SH	友谊股份	0.67	0.63	-5.8%	超市行业收入增长略微低于预期
600828.SH	成商集团	0.39	0.38	-3.0%	基本符合预期
600858.SH	银座股份	0.94	0.38	-59.2%	新开店亏损侵蚀利润增长
600859.SH	王府井	1.23	0.90	-26.8%	成都店营业外支出 5000 万, 以及部分新门店开办费用没有预期
000759.SZ	武汉中百	0.43	0.37	-14.3%	劳动力成本上升
002251.SZ	步步高	0.74	0.63	-14.6%	
002264.SZ	新华都	0.53	0.48	-9.1%	增速符合预期, 业绩略低于预期
601933.SH	永辉超市	0.58	0.60	3.4	基本符合预期
002024.SZ	苏宁电器	0.57	0.57	0.6%	基本符合预期
600122.SH	宏图高科	0.47	0.44	-7.3%	

数据来源: 国泰君安证券研究

表 2: 重点覆盖公司估值一览 (截至 3/30, 阴影部分为已出年报公司)

	代码	简称	投资评级	收盘价	总市值	EPS (按最新股本)			PE		
						09A	10E	11E	09A	10E	11E
百货	000417.SZ	合肥百货	增持	16.90	81	0.42	0.60	0.99	40	28	17
	000501.SZ	鄂武商 A	增持	18.49	94	0.47	0.58	0.80	39	32	23
	000516.SZ	开元控股	谨慎增持	6.03	43	0.11	0.22	0.20	56	27	30
	000564.SZ	西安民生	增持	8.88	27	0.16	0.20	0.26	55	44	34
	000715.SZ	中兴商业	增持	12.75	36	0.33	0.24	0.62	39	53	21
	000987.SZ	广州友谊	增持	23.30	84	0.79	0.91	1.09	29	26	21
	002187.SZ	广百股份	谨慎增持	26.94	51	0.87	0.91	1.23	31	30	22
	002277.SZ	友阿股份	中性	22.44	78	0.43	0.62	-	52	36	-
	002419.SZ	天虹商场	增持	43.90	176	0.89	1.21	1.67	49	36	26
	600280.SH	南京中商	增持	22.77	33	0.30	0.50	1.35	76	46	17
	600628.SH	新世界	增持	11.61	62	0.34	0.46	0.55	34	25	21
	600631.SH	百联股份	增持	14.52	160	0.37	0.56	0.78	40	26	19

	600693.SH	东百集团	增持	9.99	34	0.24	0.38	0.64	41	26	16
	600694.SH	大商股份	中性	39.96	117	-0.40	0.41	-	-101	97	-
	600729.SH	重庆百货	增持	40.43	151	0.42	1.41	1.80	96	29	22
	600778.SH	友好集团	谨慎增持	12.21	38	0.19	0.40	0.55	63	30	22
	600785.SH	新华百货	增持	25.88	54	0.92	1.04	1.43	28	25	18
	600824.SH	益民集团	中性	7.19	53	0.15	0.17	0.19	47	42	38
	600827.SH	友谊股份	增持	16.96	80	0.40	0.63	0.75	43	27	23
	600828.SH	成商集团	谨慎增持	15.52	57	0.35	0.38	0.64	44	41	24
	600858.SH	银座股份	谨慎增持	20.82	60	0.41	0.38	0.45	51	54	46
	600859.SH	王府井	增持	40.00	167	0.92	0.90	1.69	43	44	24
超市	000759.SZ	武汉中百	增持	12.04	82	0.31	0.37	0.54	38	33	22
	002251.SZ	步步高	中性	24.48	66	0.61	0.63	-	40	39	-
	002264.SZ	新华都	增持	23.58	38	0.43	0.48	0.90	55	49	26
	002336.SZ	人人乐	中性	21.49	86	0.57	0.61	0.77	37	35	28
	600361.SH	华联综超	中性	9.98	48	0.13	0.20	-	80	50	-
	601933.SH	永辉超市	-	26.25	202	0.33	0.40	0.56	80	66	47
家电连锁	002024.SZ	苏宁电器	增持	13.05	913	0.41	0.57	0.80	32	23	16
	600122.SH	宏图高科	增持	15.64	89	0.35	0.44	0.61	45	36	26
黄金珠宝	600612.SH	老凤祥	增持	28.49	96	0.39	0.83	1.18	74	34	24
	002345.SZ	潮宏基	中性	27.75	50	0.47	0.58	0.86	59	48	32
	600655.SH	豫园商城	中性	12.21	175	0.33	1.00	1.05	36	12	12
批发	600415.SH	小商品城	增持	31.29	426	0.67	0.85	1.47	47	37	21
	002344.SZ	海宁皮城	中性	43.51	122	0.35	0.54	0.72	125	81	60

数据来源：国泰君安证券研究

4.1. 永辉超市 (601933): 大踏步向前进

- 2010 年, 公司实现营业总收入 123.17 亿元, 同比增长 45.3%, 实现利润总额 4.08 亿元, 同比增长 23.1%, 实现净利润 3.1 亿元, 同比增长 20.2%, 对应最新股本 EPS0.40 元, 基本符合预期。
- 公司在福建稳步发展, 收入增长 19.8%, 增加门店 9 家, 重庆地区成长迅速, 单店收入增长 20.9%, 新增门店 12 家, 北京地区加速扩张, 并新进入了安徽、贵州地区。
- 公司收入按类别来看, 公司的优势生鲜品类由于异地快速扩张, 收入占比有所下降, 毛利率水平保持不变; 但食品用品类 2010 年销售取得了不错的成绩, 推动了公司整体毛利率的提升; 公司的服装收入和其他 (后台) 收入也取得了较快的增长。
- 公司由于销售产品结构的变动, 整体毛利率较去年同期有所上升, 上升了 1.2 个百分点, 达到了 19.1%。但期间费用率上升速度更快, 较去年水平上升了 1.9 个百分点, 达到了 15.5%。公司费用率上升主要是由于: 新开门店增多, 租金及开办费增加; 劳动力成本上升明显; 异地扩张导致门店分散, 运输成本上升;
- 公司 2010 年异地扩张成绩斐然, 未来几年扩张步伐不减。我们预计 2011-2013 年公司主营业务收入为 163/211/257 亿元, 同比增长 32%/29%/22%, 实现净利润 4.30/5.86/7.56 亿元, 同比增长 41%/36%/29%, 对应 EPS0.56/0.76/0.98 元。给予“中性”评级, 目

标价 28 元。

4.2. 广州友谊 (000987): 新开门店支撑公司成长

- 公司 2010 年营业收入 35.86 亿元, 同比增长 21.17 %, 实现净利润 3.27 亿元, 同比增长 14.74 %, 对应 EPS0.91 元, 符合我们预期。同时, 公司利润分配预案为拟每 10 股派现金 4.00 元 (含税)。
- 公司业绩增长的主要原因: 1) 世贸中心商场 (环市东店南馆) 与国金店分别于 8 月及 11 月中旬开业, 提升了公司整体收入水平; 2) 期间费用率水平下降了 0.4 个百分点, 从去年的 8.8% 回落到 8.4%, 其中新开门店产生一些费用但人力成本上升影响不明显; 3) 毛利率水平的降低是公司业绩增速低于收入增速的重要原因, 我们认为这主要是由于公司新开门店以及广州百货竞争导致公司促销活动增多所造成的。
- 公司 2011 年的成长将主要来自于 1) 原有门店的内生增长; 2) 世贸中心商场与国金店贡献全年收入所带来的增长。而 2012 年以后公司将主要依靠门店的内生增长, 未来成长能力有限; 3) 公司与 2009 年公告的佛山店项目有望在 2011 年下半年开业。
- 公司 2012 年的成长将主要来自于 1) 原有门店的内生增长; 2) 佛山店全年收入贡献; 3) 番禺野生动物园 OUTLETS 项目开业, 该项目首期建筑面积为 6 万平 (5 万商业+1 万配套), 体量较大, 渡过培育期后将成为公司最重要的利润贡献点之一。
- 公司走出广州并在业态上有所创新, 积极寻求发展, 未来 2 年成长无忧。我们预计 2011-2013 年公司主营业务收入为 46.7/55.3/64.2 亿元, 同比增长 30%/19%/16%, 实现净利润 3.97/4.77/5.90 亿元, 同比增长 19%/22%/24%, 对应 EPS1.09/1.33/1.64 元。给予目标价 27.3 元, “增持” 评级。

4.3. 广百股份 (002187): 费用增长侵蚀业绩增速

- 公司 2010 年全年收入 58.25 亿元, 同比增长 25.8%, 实现净利润 1.74 亿元, 同比增长 5.04%, 对应最新股本 EPS0.91 元, 其中第四季度实现净利润 4452 万元, 同比下降 14.8%。如果不考虑主要由政府补贴所带来的 650 万非经常性利润, 公司 EPS 为 0.89 元, 同比只增长了 0.85%。
- 公司业绩增速缓慢的主要原因: 公司毛利率水平连续四年下滑: 公司毛利率下降我们认为这可能是由于: 1) 公司低毛利产品 (如家电) 的销量上升, 导致公司收入构成发生变化; 2) 广东地区百货行业竞争愈发激烈, 各商场促销活动增加所致; 销售费用率提升; 2009 年四季度基数较高。
- 公司 2010 年公司成功开拓武汉、成都市场, 首次扩出广东进行省外扩张, 全年共新开门店 4 家, 另签约五个项目, 其中河源及春商场店已开业, 新增商场面积 10 余万平米。公司 2011 年计划向广东二、三线城市继续渗透, 计划新开 4 家门店。
- 公司于 2011 年 3 月对外定向增发 2135 万股, 募集资金 5.03 亿元, 计划用于购买新一城部分物业、建设大朗配送中心以及湛江扩店计划。
- 公司百货业务的毛利率和费用率对业绩敏感性高, 2010 年公司开店费用以及人力成本的增速较快, 未来几年虽然费用会保持增长, 但

增速预期会放缓，费用率的下降也会提升公司的盈利能力。

- 公司未来如果保持稳定的开店速度，我们预计 2011-2013 年公司主营业务收入为 71.3/85.2/99.9 亿元，同比增长 22%，实现净利润 2.36/2.83/3.39 亿元，同比增长 36%/20%/20%，对应 EPS1.24/1.49/1.78 元。给予目标价 36 元，谨慎增持评级。

4.4. 武汉中百（000759）：劳动力成本上升导致业绩低于预期

- 2010 年全年收入 118.72 亿元，同比增长 17.6%，实现净利润 2.51 亿元，同比增长 17.6%，对应 EPS0.37 元，低于预期，其中第四季度实现净利润 6899 万元，同比下降 3.1%。如果不考虑出售荆州中百所带来的 1537 万非经常性利润，公司 EPS 为 0.35，同比只增长了 10.4%。
- 业绩低于预期的原因：公司第四季度销售费用及管理费用大幅上升，使得全年期间费用率较去年同期提高了 0.8 个百分点。第四季度，普通员工的工资普遍上涨了 200 元/人/月，而员工的数量 3.5 万元，这样销售费用增加约 2000 万元；管理人员费用在第四季度也有上涨，从主管以上，包括主管、店长助理、店长以及中高层管理人员普遍上涨，因此第四季度管理费用增加较多。
- 2010 年全年，仓储超市可比门店收入增速 8.5%，第四季度，公司可比门店收入增速 5%，2011 年 1-2 月份可比门店收入增速 9%-10%，按照此趋势预计 2011 年的可比门店收入增速相比 2010 年同期略有放缓。
- 公司在重庆的门店 2010 年约亏损 2000 万元左右，预计 2011 年持续亏损的可能性较大，随着恩施物流基地的建成以及管理改善，可能略有减亏。
- 我们预计新进股东浙江华睿海越买入武汉中百的主要目的还是股权投资，未来可能推动未来公司股权激励的实施。
- 2011 年同店收入增速相比 2010 年略有放缓，仓储同店增长 6%；假设仓储超市、便民超市分别净增 18 家、70 家；预计 2011 年管理费用、销售费用稳定。预计 2011、2012 年收入为 142、164 亿元，同比增长 19%/16%；净利润 3.08、3.77 亿元，同比增长 23%/23%，对应 EPS0.45、0.55 元。作为湖北超市行业的区域龙头，我们认为公司未来会继续平稳增长，给予“增持”评级，按照 2011 年 35 倍市盈率，给予目标价 14.7 元。

4.5. 鄂武商（000501）：国际广场二期项目助推未来两年增长

- 2010 年，公司实现营业收入 105.37 亿元，同比增长 32.75%；归属于母公司的净利润 2.94 亿元，同比增长 22.95%，但是由于 2009 年有非经常性投资收益 4461 万元，因此，2010 年扣除非经常性损益的净利润同比增速 45%；实现每股收益 0.58 元。
- 公司实现百货收入 58.22 亿元，增速 42%，增速较快，除了原有主力门店收入增长外，还由于 2009 年 11 月收购的十堰人商 2010 年全面合并收入，百货业务毛利率下降主要由于国际广场收入增长较快，而其主要经营的奢侈品扣点率较低，世贸现阶段特色为经营黄金首饰，这部分 2010 年收入增长也较快，但是黄金饰品的扣点率也较低。
- 量贩业务实现收入 46.80 亿元，增速 23%。一方面，可比门店收入

增长约 10%；另外一方面，新开门店 8 家，升级改造门店 6 家。量贩子公司净利润 6909 万元，同比增长 0.26%，净利润增速慢主要由于新开店主要集中在四季度，收入贡献有限，但是确认开办费用。

- 配股融资方案仍在审核中。目前国际广场二期即摩尔城，已经完成大部分的招商，2011 年 9 月 29 日开业，将有 LV、DIOR 等国际一线品牌入驻。
- 预计 2011 年收入 121 亿元，同比增长 15%，其中百货业务收入 63.35 亿元，增长 24%；超市业务收入 57.56 亿元，增长 23%；百货、超市业务毛利率稳定；当期由于摩尔城开业，折旧费用增加 8000 万元；预期 2011 年净利润 40632 万元，增速 38%，每股收益 0.80 元。
- 公司是湖北地区优势百货龙头企业，武汉广场、世贸广场、武汉国际广场三家主力百货门店占据武汉最核心商圈绝对优势地位，进入收获期；摩尔城 2011 年开业 2012 年就可以贡献盈利，其他异地门店发展趋势较好，湖北三线城市发展空间较大。我们看好公司未来三到五年的发展，维持“增持”评级。按照 2011 年 0.80 元业绩预测参考 30 倍市盈率，目标价 24 元。

4.6. 王府井 (600859)：实际业绩符合预期，2011 年增速乐观

- 公司实现营业收入 139.46 亿元，同比增长 25.66%；归属于上市公司股东的净利润 37603.07 万元，同比下降 2.16%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 40778.70 万元，同比增长 15.04%；实现每股收益 0.95 元，其中前三季度按照 39298 万股股本，第四季度由于可转债转股，股本增加 2467 万股，总股本为 41764 万股。
- 2010 年公司的净利润增速远低于我们前期预测的 40%以上，我们通过分析公司年报和财务数据，可以看出，虽然名义的每股收益低于预期，但是按照一定假设前提下的实际业绩符合我们前期预测：假设不考虑成都购物中心的营业外支出 5000 万，以及鄂尔多斯、株洲的筹备期费用；成都子公司按照 15%税率；成都子公司的少数股东权益全部收回，这样加总后的净利润约 52561 万元，增速 37%，扣除非经常性损益后的净利润增速达到 50%左右，全年按照最新的股本 41764 万股，我们粗略计算每股收益将在 1.26 元，基本符合我们前期预测。
- 王府井在百货连锁发展具备经验和优势，为长期业绩增长奠定了基础，估值应该享受溢价；近两年王府井主力拓展消费增速较快的中西部地区，符合行业趋势；增发大股东以现金认购，增加了控股比例，表明了长期看好态度；现阶段自有物业比重 19%，未来目标加大自有物业比重到 50%，未来可能仍会有融资需求；增发后成都王府井子公司成为 100%全资，成都子公司增长前景较好，将明显增厚公司近两年业绩；战略投资者增资集团，可能将推动股权激励实施，业绩释放将更为充分。调整 2011 年、2012 年每股收益预测 1.69 元、2.30 元。持续重点推荐，“增持”，目标价 60 元。对应 2011 年每股收益 35 倍市盈率。

4.7. 合肥百货 (000417)：区域经济日新月异，公司经营蒸蒸日上

- 安徽省特别是省会合肥市近年经济迅猛发展, 2010 年合肥市生产总值达 2702.5 亿元, 同比增长 17.5%, 分别高于全国、全省 7.2 和 3 个百分点, 连续七年保持在 17% 以上。
- 2010 年公司营业收入 70.62 亿元, 同比增长 19.99%; 实现净利润 2.86 亿元, 同比增长 42.31%, 公司作为区域商业龙头, 尽享当地经济发展硕果, 收入和净利润保持多年高速增长。
- 公司业务主要由百货与超市构成, 兼营周谷堆农贸市场。2010 年公司百货业务收入 49.9 亿元, 同比增长 23.7%, 占总收入 70%; 超市业务收入 19.6 亿元, 同比增长 11.5%, 占总收入 28%。
- 公司百货业务在安徽省内优势明显, 超市业务稳步发展, 周谷堆农贸市场将逐步过渡到新市场, 成长空间巨大。
- 公司之前的房地产业务因素, 2009 年就计划的定向增发方案一直迟迟未批。但公司已与 2010 年底挂牌并捆绑转让了旗下所有房地产业务, 并为公司 2011 年带来 1.34 亿投资收益。完成转让后, 修改后的增发方案已无障碍, 预计 2011 年上半年有望获批。
- 公司作为中西部地区安徽省内的商业龙头, 将受益于中西部由于经济及居民收入快速提高所带来的快于全国平均水平的商业发展速度。不考虑投资收益, 我们预计公司 2011-2013 年收入为 87.9/104.9/124.5 亿元, 实现净利润为 4.20/5.37/6.37 亿元, 对应摊薄后 EPS0.78/1.02/1.21 元。给予增持评级, 目标价 23.4 元, 对应 11 年 30 倍市盈率。

4.8. 中兴商业 (000715): 三期全面贡献收入促 2011 年业绩增速加快

- 2010 年, 公司实现营业收入 24.4 亿元, 实现利润 8717.5 万元, 实现净利润 6640.6 万元, 每股收益 0.24 元。营业收入相比 2009 年下降 7.49%, 主要由于 2010 年 6 月下旬开始到 9 月份, 中兴主楼一期和二期 3-7 层以上商场配合三期方城进行歇业装修改造。从四季度单季度销售情况来看, 收入增长 13%, 呈现恢复性增长。主要由于 2010 年 9 月 28 日, 一期二期重装后开业, 三期新开业。公司 2010 年全年收入低于我们前期预测, 主要由于 2010 年第四季度中兴商业大厦一到三期仍然呈现恢复性的增长, 我们认为 2011 年仍较大增长潜力。
- 从毛利率情况来看, 公司四季度毛利率 19.38%, 稳步提升, 因此全年毛利率 18.5%, 高于前三季度的 18.08% 的水平。
- 利润分配预案: 董事会提议向全体股东每 10 股派发现金红利 1.0 元。
- 报告期内, 销售费用为 6560 万元, 较上期增加 661 万元, 主要由于商业大厦重装开业, 业务宣传费、广告费增加; 管理费用为 28495 万元, 较上期增加 1839 万元, 主要由于三期项目暂估转固增加的累计折旧所致。
- 公司在沈阳具有显著的龙头地位, 辽宁地区高端消费的快速增长对于公司收入及利润将有拉动作用。且中兴商业大厦三期投入运营后, 整体面积扩大, 且基本没有培育期, 公司收入将在 2011 年、2012 年快速增长: 主力门店中兴商业大厦原 6.4 万百货经营面积, 三期建成后增加 6 万平米经营面积, 假设 2011 年中兴百货店的收入平效达到 2.2 万/平米, 超市和抚顺店稳健增长, 预期 2011 年整体营业收入 35.97 亿元, 增长 47%; 假设 2012 年中兴百货店平效达到 2.8

万/平米，预期中兴主体店收入 34.72 亿元，公司不考虑其他新开门店，预期 2012 年公司营业收入 44.27 亿元，增长 23%。

- 预期 2011 年-2012 年每股收益 0.62 元、0.92 元，增速 160%、48%，按照 2011 年 0.62 元 30 倍市盈率，目标价 18.60 元，“增持”。

4.9. 新华都 (002264) : 股权激励方案推动 2011 年进入业绩加速期

- 2010 年公司实现营业收入 43.64 亿元，比去年同期增长 40.95%；实现净利润 7719.86 万元，较调整前的上年同期增长 12.39%，较调整后的上年同期增长 26.02%；每股收益 0.48 元。
- 可比门店收入增速 6%，新开门店 25 家，温和通胀、门店增长双因素推动收入增长较快。
- 2011 年 2 月 28 日公司公告，将对包括、控股股东新华都实业集团、公司实际控制人陈发树先生在内的不超过 10 名的特定投资者以不低于 20.73 元/股的价格增发 2200 万股股份，募集资金主要用于发展 38 家连锁超市和 3 家百货，此次增发有助于公司加快近两三年超市开店速度。
- 公司年报中公布了 2011 年发展计划：拟新增 26 家连锁门店。主营业务收入保持平稳增长态势，力争实现营业收入比上年同期增长 30%以上，归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长 80%以上。
- 假设 2011 年同店收入增速持续 2011 年态势，新开店 26 家：预计 2011 年、2012 年收入 60.48 亿元、80.06 亿元，增速 39%、32%；净利润 14396 万元、20053 万元，增速 86%、39%；每股收益 0.90 元、1.25 元。
- 公司是区域内龙头企业，公司加强在福建省内泉州、漳州、龙岩等地区具有绝对优势的区域的扩张，并且加快了在省内具有消费增长潜力的厦门、福州的布局，未来一年还有将走出福建拓展广东汕头、贵州省贵阳、遵义地区，实现异地扩张。作为民营企业控股，并且职业经理人实现了股权激励，业绩释放有动力，将会将为充分。我们看好公司近三年的增长，按照 2011 年 35 倍市盈率计算，给予目标价 31.50 元，维持“增持”评级。

4.10. 苏宁电器 (002024) : 三箭齐发，稳健、有序的继续扩张

- 公司 2010 年全年收入 755.0 亿元，同比增长 29.5%；实现净利润 40.1 亿元，同比增长 38.8%，对应 EPS0.57 元。
- 公司 2010 年业绩符合市场普遍预期，业绩增长主要来自于：同店收入同比上升 15.97%；2010 年公司门店数量较去年同期净增 374 家，总连锁面积达到 516 万平米。
- 毛利率持续提升：公司毛利率连续 3 年稳步提高。各个产品类别中，白电和通讯类产品毛利率提高最为明显，分别同比上升了 3 个和 2.5 个百分点。
- 公司费用控制得当：公司全年净增 374 家门店，开店速度加快，但是费用率并没有大幅提高，反而同比下降了 0.04 个百分点，这主要得益于公司现金流充沛，财务利息带来的收入抵销了销售、管理费用率的略微提高。
- 门店渠道下沉加速，新业态深入挖掘潜在需求：公司 2010 年在大

陆地区新开的 396 家门店中，一半左右开在了三四线城市。此外在业态上，公司新推出了精品店和县镇店，对不同地区、不同目标客户的需求进行深度挖掘，取得了良好的效果。

- 长期重视物流建设：公司在 2010 年度内在物流体系建设方面加快投入，全年新增物流基地 4 家，新开工 10 家，另储备签约了 17 家。
- 我们认为公司在成熟区域精耕细作外，销售渠道又不断在向二、三线城市下沉，此外还确立了重点发展网上商城的战略规划，三箭齐发，稳健、有序的继续扩张。预测公司 2011/2012 年收入 970/118 亿元，增速 26%/22%；净利润 55.9/72.3 亿元，增速 38%/40%；对应 EPS0.80/1.03 元，继续给予“增持”评级，目标价 20 元，

4.11. 友谊股份（600827）：静待航母起航

- 友谊股份 2010 年实现营业收入 310.5 亿元，同比增长 6.39%，实现净利润 2.98 亿元，同比增长 58.38%，对应 EPS 为 0.63 元。
- 利润大幅增长有二：1）占公司收入绝大比重的超市业务毛利率提高。超市业务毛利率同比提高了 0.8 个百分点，直接拉动了公司综合毛利率 0.8 个百分点，是公司净利润率从 2009 年的 0.64% 提高到 0.96% 的主要原因；2）公司旗下的好美家建材大幅减亏，亏损额由 2009 年的 1.5 亿元减少到 2010 年的 1341 万，贡献了 1.24 亿净利润增量。
- 百联股份 2010 年实现营业收入 128.4 亿元，同比增长 22.8%，实现净利润 6.15 亿元，同比增长 47.9%，对应 EPS 为 0.56 元。
- 公司利润快速增长主要来源于：1）随着销售规模的增长，管理费用率以及财务费用率分别降低了 1.1 和 0.6 个百分点；2）下属多家处于快速增长期的门店业绩大幅改善。
- 公司 2010 年通过了吸收合并百联股份的方案，预计 2011 年将会并表，我们对公司未来的业绩预测是基于合并后公司业务进行的。
- 不考虑未来出售金融资产等的非经常性损益，我们预计新百联 2011-2013 年营业收入分别为 475/522/570 亿元，实现净利润 13.6/16.1/18.5 亿元，对应 EPS0.79/0.93/1.07 元，同比增长 18%/15%/11%。
- 新百联重组后作为上海地区的商业龙头地位和规模效应将会为公司带来的更强的议价能力，按照 2011 年主业每股收益给予目标价 22.5 元，对应重组后新百联 2011 年 30 倍市盈率，“增持”评级。按照 0.861 的换股比例，百联股份目前合理价值为 19.37 元，给予“增持”评级。

4.12. 成商集团（600828）：2010 年增长稳健，期待 2011 年高增长

- 2010 年，公司实现营业收入 17.11 亿元，剔除 2009 年的汽车销售业务的营业收入 32237 万元的影响，同比增长 22.24%，归属于上市公司股东的净利润 13830 万元，增长 8.19%，剔除非经常性损益增速 29.67%；实现每股收益 0.3782 元。
- 利润分配及资本公积金转增股本预案：向全体股东每 10 股送 2 股红股，派发现金股利 0.3 元（含税）。
- 公司的主业百货业务 2010 年实现收入 15.49 亿元，同比增长 22.39%；毛利率 15.45%，同比减少 1.5 个百分点。原因：主力门店品牌调整

升级；扣点较低的黄金珠宝类商品销售增长较快；龙泉店和清江店以营业利润率相对较低的综超业态为主。

- 预期春熙路店 2011 年收回的可能性较高,但是时间晚于我们之前预期的 2010 年底,因此会影响 2011 年上半年业绩可能将低于前期预测;茂业中心项目计划 2011 年 10 月开业;盐市口二期调整规划,将于 2012 年 5 月开业;九眼桥项目确保 2011 年开工建设。2011 年,除茂业中心外,计划新开门店 2 家,新增商业面积约 12 万平方米(含茂业中心)。
- 2011 年公司计划实现营业收入 22.3 亿元,主要是老门店增长,营业成本控制在 17.16 亿元,期间费用控制在 2.64 亿元。
- 公司坚持“商业+地产”发展模式,实现以成都为腹地、辐射四川的战略目标,同时将探索跨区域发展的模式;大股东具有雄厚的资金实力和成熟管理经验,我们看好成商未来的发展前景。假设春熙路店将在 2011 年下半年开始贡献收入和利润;主力门店 30%收入增长;百货业务毛利率提高约 2 个点;费用控制符合公司目标。预计公司 2010、2011 年收入 27.96 亿元、41.00 亿元,净利润 23566 万元、34011 万元,每股收益分别为 0.64 元、0.93 元,按照 2011 年 30 倍 PE,目标价 19.20 元,维持“谨慎增持”。

4.13. 重庆百货 (600729):重组已完成实现并表,收入规模迈上新台阶

- 2010 年,公司实现营业收入 212.13 亿元,同比增长 19.09%实现净利润 5.27 亿元,同比增长 30.50%,每股收益 1.41 元。
- 利润分配预案:按每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)。
- 盈利指标相比重组前显著提高:2010 年公司实现净资产收益率 26.91%,相比合并前的 2009 年 16.7%的水平有明显提高。
- 2010 年,公司完成了重组与新世纪全面并表,销售收入跨入新的规模数量——整体收入规模 206 亿元,同比增 18.68%,毛利率 12.75%,同比提高 0.03 个百分点。
- 销售费用率高于合并前:按照 2009 年合并前后的销售费用率比较,我们可以看出,新世纪与重百并表后,销售费用率由 8.49%提高到 8.84%,2010 年更是提高到了 9.15%,我们认为主要原因是在新世纪中自有物业比重低于原来的重庆百货,而近两年的新开门店主要都为租赁,租金也呈现上升趋势;管理费用率相比合并后有明显下降:新世纪的管理费用明显低于重庆百货。
- 重庆商社新世纪百货有限公司 2010 年实现收入 128.48 亿元,净利润 33244.62 万元,略高于之前承诺的业绩 32907 万元。
- 我们估计 2011 年增长主要来自于:超市统一采购具备谈判优势获得的利润;新世纪、重百双品牌发展百货业务,外延扩张带来的增长;重组后管理提升带来的增长。
- 推动业绩增长的推动力主要来源于:商社集团对于新上市公司的平台非常重视;预期公司将进行股权激励;新天域湖景 36 个月的限售期,在这三年内公司业绩增长稳健增长具有保证。
- 预计公司 2011 年、2012 年每股收益分别为 1.80 元、2.24 元。继续给予“增持”评级,按照 2011 年业绩参考 30 倍市盈率,给予 54 元目标价。

4.14. 天虹商场（002419）：兼具内生与外延的高成长百货类公司

- 2010 年公司营业收入 101.74 亿元，同比增长 26.28%，实现净利润 4.85 亿元，同比增长 36.25%，对应发行后股本 EPS 为 1.21 元。
- 利润分配预案：公司拟向全体股东每 10 股派发现金 6 元并送 5 股（含税），转增后，公司资本公积金由 19.2 亿元减少为 17.2 亿元，公司总股本将由 40010 万股增加至 80020 万股。
- 截至 2010 年底，公司已进入深圳、厦门、南昌、福州、长沙、杭州、苏州、北京等 12 个城市，拥有“天虹”直营连锁百货商场 39 家，营业面积达 98 万多平方米；“君尚”直营门店 1 家，营业面积 3.78 万平方米；此外，公司管理 3 家特许加盟店。2011 年 2 月 22 日公司公告公司以 100 万元收购深圳公明店，该店由加盟店转为直营店。
- 天虹每年 8-10 家门店的扩张为公司提供了持续的收入增长点，而公司在重视收益管理的同时，新店边际收益的不断提升将会是公司利润高速增长的有利保证。改造后的君尚百货（原购物广场）定位高端，位置优越，重新开业后在品牌档次上了一个台阶，预计将对公司 2011 年及以后收入带来巨大贡献。
- 我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 129/159/195 亿元，增速分别为 27%/23%/22%；归属母公司股东的净利润为 6.67/8.67 亿元，增速分别为 37%/30%/26%；对应每股收益 1.67/2.17/2.72 元。公司作为定位社区型百货的全国连锁商业零售企业，拥有大股东的有利支持和到位的管理层激励，又处在高速成长期，理应享受一些溢价，给予 2011 年 35 倍市盈率，维持目标价 58.5 元和增持评级。

作者简介:

刘冰:

S0880511010042

021-38676703

liubing6168@gtjas.com

汪睿 (贡献作者):

S0880110024644

021-38674657

wangrui008182@gtjas.com

汪睿:会计硕士,毕业于美国纽约州立大学 Binghamton 分校。09 年 10 月加入国泰君安销售交易总部,先后从事餐饮旅游,商贸零售行业研究。

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		