



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年7月14日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

2011 年中报预览

增速 30% 以上, 下半年行情启动

中报业绩预览:

整体来看, 2011 上半年零售板块有望实现 30% 以上的盈利增长, 为全年业绩达标或超出预期奠定坚实基础。

- 1) **增长在 40% 以上的公司:** 永辉超市 (90% 以上)、大商股份 (196%, 存在一定低基数影响)、友好集团 (45%)、银泰百货 (经营性 45%)、国美电器 (经营性 41%, 存在一定低基数影响)、华联股份 (225%, 主要来自出售综超股权, 短期经营业绩仍较少, 门店需培育)。
- 2) **增长在 30%-40% 的公司:** 合肥百货 (经营性 36%, 考虑出售股权收益 150%)、王府井 (35%, 2 季度双安店翻修略有影响)、重庆百货 (31%)。
- 3) **增长在 20%-30% 的公司:** 鄂武商 (29%)、百联股份 (经营性 27%)、苏宁电器 (26%)、金鹰 (经营性 26%)、广州友谊 (24%)、联华超市 (23%)、汇银家电 (经营性 21%, 不考虑上市、期权及摊销相关费用)、欧亚集团 (21%)、物美商业 (21%)、京客隆 (21%)、百盛 (20%)。
- 4) **增长慢于 20% 的公司:** 中百集团 (13%)、华联综超 (1.3%, 上半年新开门店较多, 短期业绩仍有压力)、天音控股 (亏损 5600 万至 6000 万, 主要受库存产品结构调整及财务费用影响)。

渠道调研显示, 二季度尽管受季节性因素和持续降雨等影响, 零售商销售增速略有放缓, 但仍保持了 20% 以上的水平: 4 月由于五一假期移位销售增长在 30% 左右, 5 月回落至 20% 以上, 6 月企稳; 仍有很多公司基本保持了 1 季度的增速甚至加快 (合肥百货、友好集团、百联股份、鄂武商、广州友谊、银泰百货等)。回顾历史, 二、三季度为行业淡季, 增速会略逊于一、四季度, 但只要保持 20% 以上的销售增长, 全年 30% 以上的净利润增速就有保障。

趋势展望:

6 月份社会消费品零售总额已环比上升了 1.38 个百分点, 是消费板块投资的宏观契机! 展望下半年, 在个人所得税起征点上调 (今年 9 月起起征点从 2000 元上升至 3500 元) 等有利因素促进下, 零售商有望保持较高水平的同店增长及毛利率稳中有升, 进而增加盈利弹性, 其中受益于消费升级、同店增长高的百货业和自有物业资源丰厚的零售商更值得关注。中长期来看, 工资水平提高、区域振兴及其他政策刺激将有望持续提升居民和消费市场增长潜力, 从而保证优势零售商销售和盈利表现。

投资建议: 估值低廉+增长确定性+物业价值, 下半年行情启动

A 股零售板块目前 2011-2012 年市盈率分别在 23 倍和 18 倍左右, 位于历史估值低端。后续良好业绩表现, 物业价值防御性、估值平移、事件驱动将带来提升空间, 至年底有望实现 25%-30% 收益, 相当于把今年的业绩增长兑现出来。建议关注低估值、中报高增长、基本面优秀且具备催化剂的零售商:

- **低估值公司 (2011 年 20 倍左右):** 新百联 (23x)、合肥百货 (23x)、重庆百货 (23x)、广州友谊 (20x)、苏宁电器 (19x)。新百联自有物业丰厚 (120 万平米, 大多在上海), 资产价值和市盈率双低估。合肥百货业绩增速领先, 增发提升盈利。重庆百货在西南地区规模优势显著, 整合效应可期。
- **中报高增长公司:** 友好集团 (26x, 扣除土地等资产后市盈率仅 18 倍) 和永辉超市 (38x) 上半年业绩处于最快之列, 今后几年净利润复合增速分别有望达到 40% 和 50%, 均具备明显的竞争优势和稀缺性, 值得中长期配置。
- **具备催化剂公司:** 鄂武商 (银泰诉求体现)、大商股份 (大商国际成为大股东和增发推进)、王府井 (增发和激励落实)。

海外投资者可配置: 银泰百货 (短期 30x 估值不便宜, 但业绩增速远超同业)、联华超市 (21x, 业绩改善且释放大意愿加强)、友谊 B 股 (15x, 低市盈率投资于中国最大百货零售商)、京客隆 (15x, 批发零售一体、受益食品价格上涨)。

图表 1：2011 上半年业绩预览

代码	公司	中报公布日	净利润(百万元)									股价	EPS			P/E	
			1Q10A	2Q10A	1H10A	2010A	1Q11A	2Q11E	1H11E	全年占比	2011E		1H2011E	2011E	2012E	2011E	2012E
A股																	
百货/购物中心经营管理类公司																	
000417	合肥百货(经营性)	2011-08-12	66	42	108	279	91	56	147	39.5%	373	19.4	0.28	0.72	1.03	27.0	18.9
	同比增长		65.6%	69.6%	67.1%	59.1%	37.9%	34.3%	36.5%		33.6%						
000417	合肥百货(考虑增发全年并表)	2011-08-12				322					429	19.4		0.82	1.12	23.3	17.3
	同比增长					49.1%					33.1%						
600631	百联股份(经营性)	2011-08-11	165	132	297	523	212	167	378	55.6%	680	16.1	0.34	0.62	0.80	26.1	20.3
	同比增长					41.9%	28.6%	26.0%	27.5%		30.2%						
600827	新百联	2011-08-11				1,082					1,371	18.6		0.80	1.03	23.4	18.0
	同比增长					30.9%					26.6%						
600778	友好集团	2011-08-17	26	19	45	105	38	27	65	41.9%	156	13.2	0.21	0.50	0.73	26.3	18.0
	同比增长		131.0%	111.0%	122.2%	73.9%	45.3%	45.0%	45.2%		48.7%						
600729	重庆百货	2011-08-16	182	108	290	527	243	137	380	53.7%	707	45.6	1.02	1.90	2.53	23.5	18.0
	同比增长					30.5%	33.4%	26.9%	31.0%		34.2%						
600859	王府井	2011-08-29	143	100	244	430	200	129	330	46.6%	707	43.3	0.71	1.53	2.01	28.3	21.5
	同比增长		41.9%	-6.1%	17.2%	19.4%	39.8%	29.0%	35.4%		64.5%						
000501	鄂武商	2011-08-29	102	63	165	294	132	81	213	56.9%	374	19.2	0.42	0.74	0.99	26.1	19.3
	同比增长		35.3%	4.3%	21.5%	22.9%	29.6%	28.0%	29.0%		27.5%						
000987	广州友谊	2011-08-18	94	80	173	327	117	98	214	52.3%	410	23.3	0.60	1.14	1.48	20.4	15.7
	同比增长		18.3%	25.9%	21.7%	14.7%	24.2%	23.0%	23.7%		25.1%						
600694	大商股份	2011-08-10	40	30	70	122	140	66	207	61.7%	335	41.8	0.70	1.14	1.91	36.6	21.9
	同比增长		-	-	13.9%	-	254.6%	120.0%	196.4%		175.2%						
600697	欧亚集团	2011-08-09	21	37	58	132	25	46	71	42.9%	165	29.3	0.44	1.04	1.35	28.2	21.6
	同比增长		16.1%	7.0%	10.2%	18.5%	17.5%	23.0%	21.0%		25.0%						
000882	华联股份	2011-08-23	0	19	19	49	5	57	62	52.4%	119	6.4	0.08	0.16	0.26	40.0	24.5
	同比增长		-	-	-	-	1997%	203.8%	225.0%		140.8%						
超市类公司																	
601933	永辉超市	2011-08-27	93	45	138	306	155	107	262	48.9%	535	26.7	0.34	0.70	0.99	38.3	26.9
	同比增长					20.2%	67.3%	138.0%	90.3%		75.3%						
000759	中百集团	2011-08-25	84	43	127	251	93	51	143	47.6%	301	12.3	0.21	0.44	0.57	27.8	21.7
	同比增长		30.2%	30.2%	30.2%	17.6%	10.3%	18.0%	12.9%		20.1%						
600361	华联综超	2011-08-29	26	28	54	55	26	28	55	44.5%	123	9.1	0.08	0.18	0.28	49.2	32.7
	同比增长		-31.4%	78.1%	1.2%	-9.4%	2.8%	0.0%	1.3%		123.4%						
家电零售类公司																	
002024	苏宁电器	2011-08-31	884	1090	1,973	4,012	1,123	1373	2496	47.8%	5,220	13.0	0.34	0.70	0.90	18.5	14.5
	同比增长		86.1%	38.0%	56.0%	38.8%	27.0%	26.0%	26.5%		30.1%						
手机分销公司																	
000829	天音控股(经营性)	2011-08-24	95	71	166	307	-51	-7	-58	-	189	9.6	-0.06	0.20	0.27	48.1	35.2
	同比增长		230.1%	933.2%	365.0%	63.0%	-153.7%	-109.8%	-135.0%		-38.5%						
港股																	
百货类公司																	
1833.HK	银泰(经营性)	2011-08-30			251	513			364	51.8%	702	13.3	0.23	0.45	0.60	29.8	22.3
	同比增长				78.0%	54.8%			45.0%		36.8%						
3308.HK	金鹰(经营性)	2011-08-17			462	959			582	48.2%	1208	19.5	0.36	0.76	0.99	25.7	19.8
	同比增长				21.1%	24.9%			26.0%		26.0%						
3368.HK	百盛	2011-08-19	270	235	505	992	328	277	605	52.5%	1,153	10.9	0.26	0.50	0.62	21.8	17.7
	同比增长		4.4%	15.4%	9.3%	8.9%	21.6%	18.0%	19.9%		16.2%						
超市类公司																	
980.HK	联华超市	2011-08-10			326	623			402	51.9%	773	17.5	0.44	0.84	1.07	20.7	16.4
	同比增长				30.7%	22.8%			23.0%		24.2%						
814.HK	京客隆	2011-08-05	59	25	84	181	71	30	102	45.1%	226	10.2	0.30	0.67	0.84	15.3	12.1
	同比增长		18.5%	23.8%	20.1%	22.1%	20.7%	20.0%	20.5%		25.0%						
8277.HK	物美商业	2011-8中旬	156	124	280	530	190	149	339	52.3%	648	18.9	0.32	0.62	0.79	30.7	24.1
	同比增长		20.3%	20.1%	20.2%	21.0%	21.7%	20.0%	20.9%		22.3%						
家电零售类公司																	
493.HK	国美电器(经营性)	2011-08-29	362	490	852	1,962	551	651	1202	48.4%	2,485	3.4	0.08	0.17	0.21	20.1	16.2
	同比增长		24.2%	84.6%	53.0%	40.7%	52.0%	33.0%	41.1%		26.7%						
1280.HK	汇银家电	2011-08-29			36	92			48	38.5%	125	1.5	0.06	0.14	0.21	10.5	7.3
	同比增长				4.7%	0.2%			32.3%		35.8%						
1280.HK	汇银家电(经营性)				50	117			61	40.4%	150	1.5	0.07	0.17	0.24	8.7	6.3
	同比增长				36.6%	20.4%			21.0%		27.5%						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表2：主要百货及相关公司持有物业情况

公司	百货门店数量	进入省份	自有物业面积(万平米)	租赁面积	总面积
A股					
大商股份	79	5	150	168	318
新百联	34	3	120	37	157
欧亚集团	14	2	86(部分门店处于非核心商圈或为新开店)	0	86
小商品城	3	1	77(经营面积)	0	77(经营面积)
重庆百货	46	3	46	51	97
银座股份	46	2	45	85	130
王府井	22	13	38	77	114
华联股份	15	7	24	33	57
鄂武商	9(含收购十堰人商3家综合商场)	1	22	12	34
上海新世界	1(新世界城, 含丽笙大酒店)	1	21	0	21
益民商业	陕西南路、淮海路等出租物业	1	16	0	16
合肥百货	16	1	19	12	31
豫园商城	豫园	1	13(房地产3)	0	16
天虹商场	40	7	7	91	97
港股					
金鹰商贸	19(另有管理门店1家)	5	45	22	68
银泰百货	22(另有管理门店1家)	4	35	52	87
香港新世界	28(另有管理门店8家)	17	13	80	93
百盛集团	39(另有管理门店7家)	22	8	81	90
春天百货	9(另有管理门店8家)	8	5	14	19

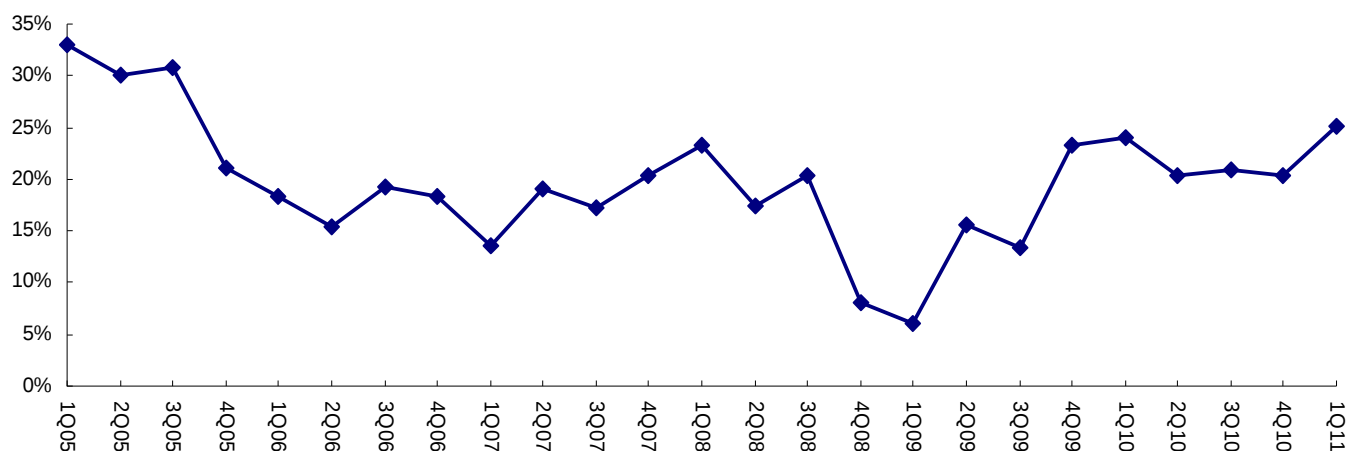
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：新百联：资产价值和市盈率被双低估

新百联资产价值测算	单价(万/平米)	面积(万平米)	资产价值	门店	面积(万平米)	物业	备注
自有商业物业价值			298.3	东方商厦(徐汇店)	3.2	租赁	都市型
				八佰伴(增发收购)	13.0	自有	都市型
				新华联	2.6	自有	都市型
原友谊股份百货店和购物中心		18.7	46.7	东方商厦杨浦店(华联杨浦)	3.2	自有	都市型
百联股份百货店和购物中心	2.5	90.0	224.9	东方商厦南京东路店	5.5	自有	都市型
				东方商厦(宁波店)	2.0	自有	都市型
新增八佰伴股权面积		4.7	11.7	上海青浦百联东方商厦	n.a.	n.a.	n.a.
物流基地	1.0	15.0	15.0	东方商厦嘉定店	1.0	租赁	都市型
持有股票市值：			116	市百一店	2.5	自有	老字号
				时装商店	0.6	租赁	老字号
				妇女用品商店	0.1	自有	老字号
联华超市(55.2%)			88	永安百货	3.4	自有	老字号
其它(海通证券等)			28	中联商厦	0.6	自有	社区百货
				上海一百松江店	0.3	自有	社区百货
非上市公司投资			0	华联普陀	1.2	租赁	社区百货
				华联张杨	0.9	自有	社区百货
银行负债			36	青浦奥特莱斯名品折扣店	12.0	自有	名品折扣店
银行存款			40	杭州奥特莱斯名品折扣店	7.5	委托管理	名品折扣店
NAV合计			418	浦东华联购物中心	2.0	自有	购物中心
				百联中环购物中心	24.0	自有	购物中心
每股NAV			24	上海又一城	12.0	自有	购物中心
				一百商城	4.2	自有	购物中心
目前价格			18.64	南上海购物中心	4.5	租赁	购物中心
				沈阳购物中心	10.3	自有	购物中心
目前市值			321	重庆南岸上海城购物中心	13.6	租赁	购物中心
NAV高出市值			30%	金山购物中心	8.6	自有	购物中心
				百联南桥购物中心二期	6.6	租赁	购物中心
				友谊股份7家百货店	31.9	自有/租赁	百货/购物中心

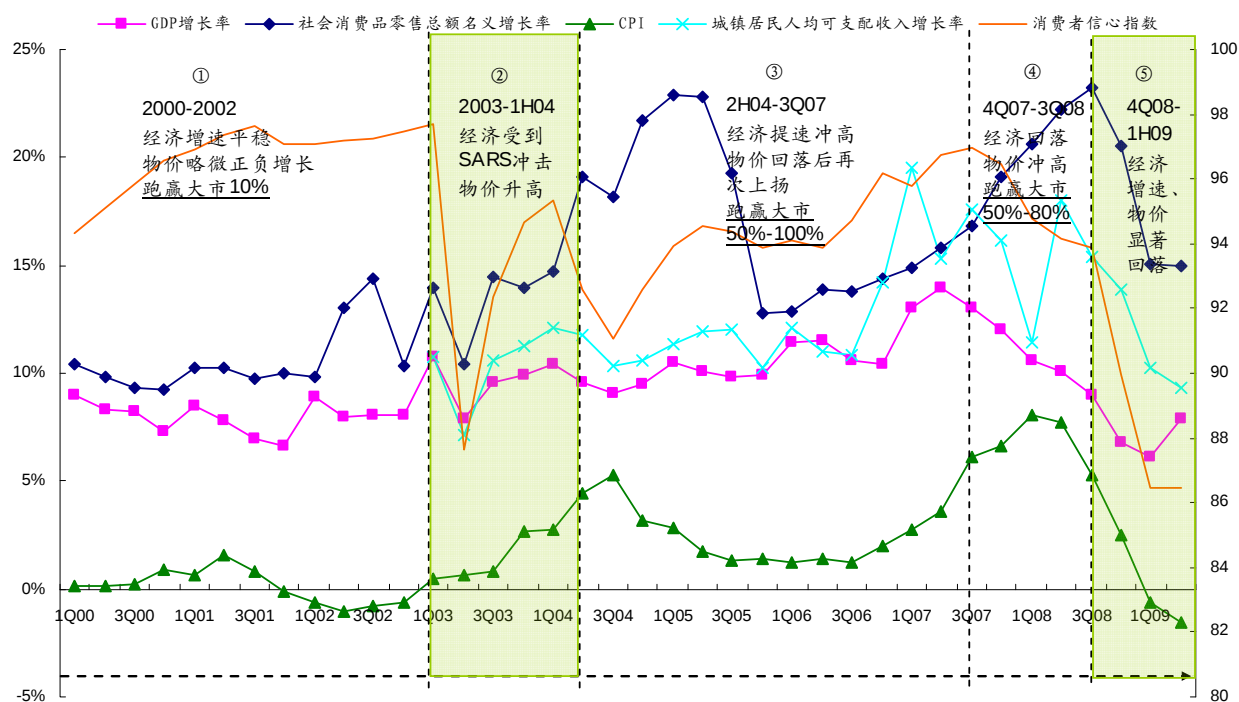
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：行业销售收入增速趋势



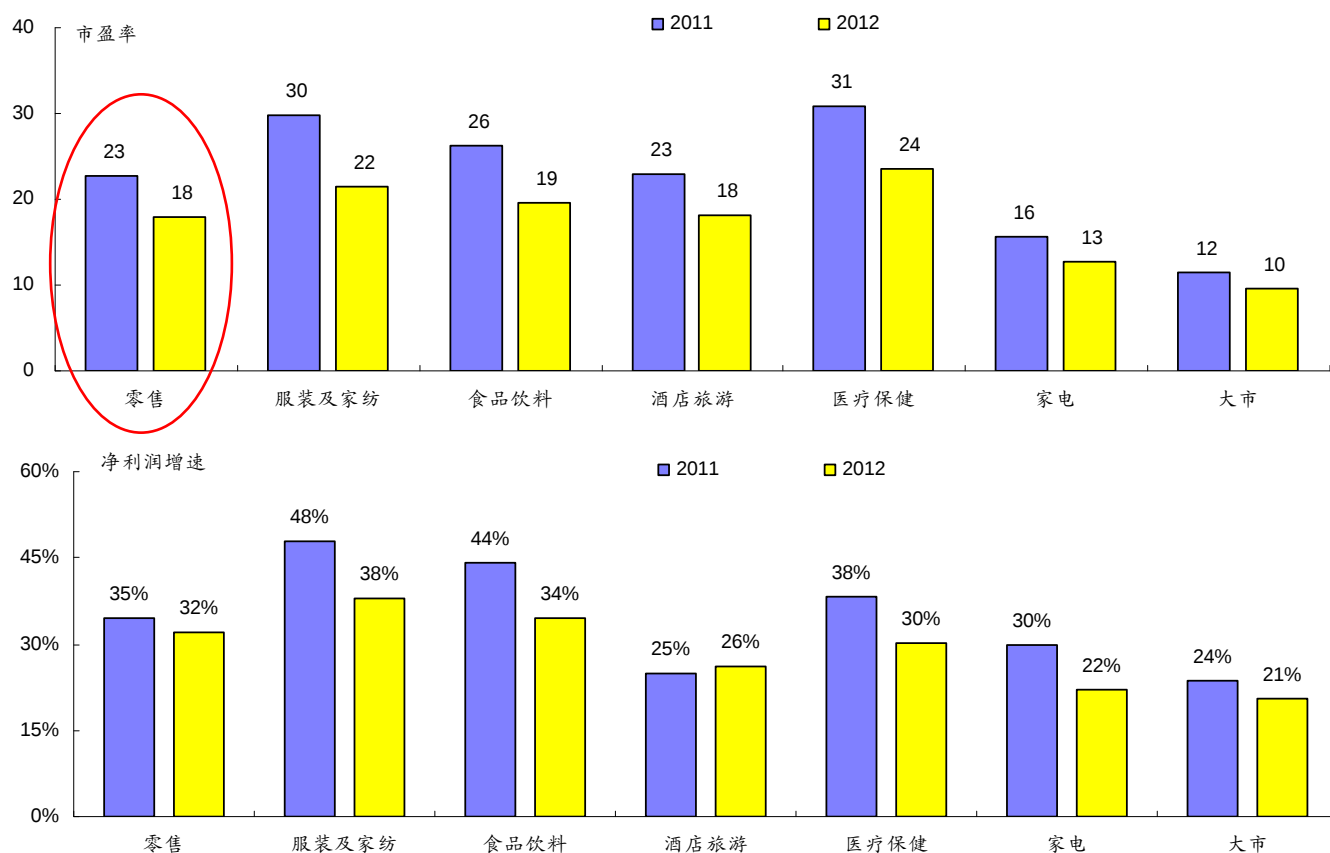
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：历史数据显示，经济平稳和 CPI 较高两因素只要具备其一，就可保障零售板块业绩增长和跑赢大市



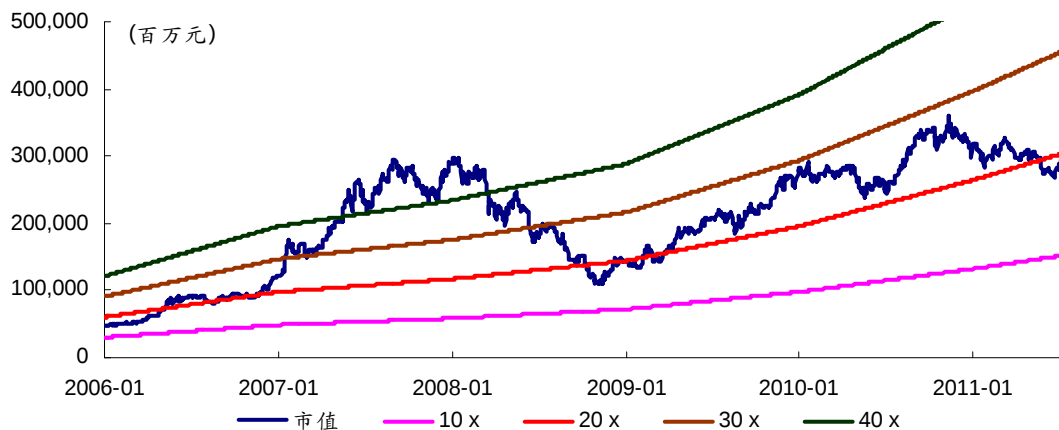
资料来源：公司数据，中金公司研究

图表6：消费子板块中的估值洼地，业绩确定性强，安全边际高



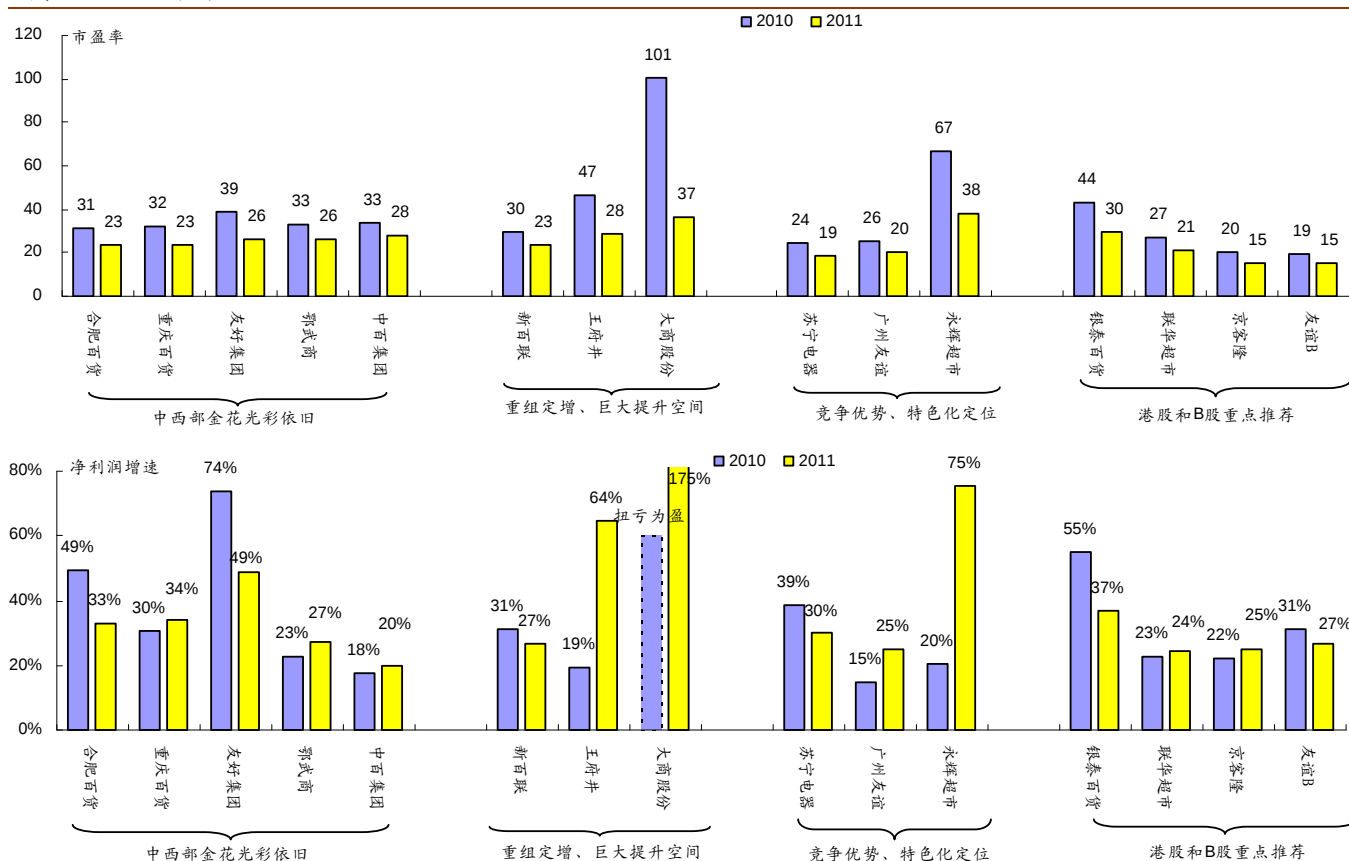
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表7：零售行业 P/E 变动趋势



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表8：重点推荐组合



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

