



批零贸易业

2011.12.05

## 周大福招股说明书浅析及行业比较

——商贸零售行业 12 月周报第一期

刘冰  
021-38676703  
liubing6168@gtjas.com  
编号 S0880511010042

### 本报告导读:

本期周报随笔我们依据周大福 (HK1929) 的招股说明书, 简要分析了公司的经营数据和特色, 并与 A/H 股类公司做了比较。

### 摘要:

- 周大福创建于 1929 年, 在港澳及内地主要经营黄金珠宝以及高档钟表。2011 财年实现营业收入 350.43 亿港元, 同比增长 52.8%; 净利润 35.38 亿港元, 同比增速 65.4%; 毛利率和净利率分别为 28.33% 和 10.10%。2012 财年上半年, 周大福 53.1% 的收入来源于黄金饰品销售, 23.6% 来自于镶嵌类产品, 铂金和 K 金产品占比 15.6%, 手表收入占比 7.7%。周大福的销售模式以自营为主, 也有部分加盟。自营中又分为完全自有终端和合资终端, 2012 财年上半年, 82.1% 的收入来自于零售。截至 2011 年 9 月 30 日, 公司拥有销售网点 1506 个, 其中珠宝销售 1421 个。未来四年公司计划保持年均 200 家的开店速度, 到 2016 年将达到 2000 家终端的规模。
- 按照现有的黄金珠宝行业上市公司比较来看, 周大福作为行业内龙头企业, 销售规模和盈利能力都在行业内领先。周大福在香港的上市带来的影响不仅是提高行业的平均估值, 最大的影响在于提高了资本市场对于整个黄金珠宝行业的关注度。我们重点推荐的 A 股黄金珠宝行业龙头企业——老凤祥, 虽然在销售规模、毛利率和净利润率上和周大福还有差距, 但是以周大福作为行业内的标杆, 意味着未来老凤祥在规模、自营占比、珠宝占比上仍有很大提升空间。
- 本周大盘以及商贸零售板块双双下跌, 板块指数大幅下跌 3.81%, 同期沪深 300 下跌 0.49%, 跑输市场 3.31%。板块 PE 对大盘溢价率为 166%, 较上周下降 4 个百分点, 目前的溢价率水平是自 2010 年 1 月以来的最低水平。
- 我们预期 2011 年四季度和 2012 年商业零售行业增长仍将保持稳健, 但是由于增速的整体放缓, 以及估值溢价仍处于较高水平, 因此行业平均估值的向上提升以及业绩超预期带来的行业上涨机会不显著, 我们认为, 商业零售行业 2012 年的投资空间主要在于行业稳健增长且估值切换带来。维持对于商业零售行业的“增持”评级。
- 我们推荐: 百货行业——一二线城市中业态创新能力较强的龙头企业, 推荐王府井、友谊股份、首商集团; 二三线城市的区域龙头企业中推荐重庆百货、鄂武商、友好集团、合肥百货; 黄金珠宝——推荐老凤祥, 作为中国黄金第一品牌, 品牌优势明显, 生产设计能力较强, 多渠道拓展享受行业高增长; 超市行业——按照竞争优势、业绩增速、估值逻辑选股, 推荐步步高、新华都。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

|                 |      |
|-----------------|------|
| 王府井 600859.SH   | 增持   |
| 重庆百货 600729.SH  | 增持   |
| 合肥百货 000417.SZ  | 增持   |
| 鄂武商 000501.SZ   | 增持   |
| 友好集团 600778.SH  | 增持   |
| 老凤祥 600612.SH   | 增持   |
| 苏宁电器 002024.SZ  | 增持   |
| 武汉中百 000759.SZ  | 增持   |
| 东百集团 600693.S   | 增持   |
| 新世界 600628.SH   | 增持   |
| 广州友谊 000987.SZ  | 增持   |
| 南京中商 60028 .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   |
| 小商品城 600415.SH  | 增持   |
| 步步高 002251.SZ   | 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   | 谨慎增持 |
| 大商股份 600694.SH  | 中性   |
| 友阿股份 002277.SZ  | 中性   |
| 人人乐 002336.SZ   | 中性   |
| 华联综超 600361.SH  | 中性   |

## 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1. 一周随笔——周大福上市分析 .....                   | 3  |
| 1.1. 发展历史和公司结构 .....                     | 3  |
| 1.2. 公司经营情况 .....                        | 4  |
| 1.3. 周大福经营特色 .....                       | 6  |
| 1.4. 同行业上市公司对比 .....                     | 7  |
| 2. 公司动态 .....                            | 11 |
| 2.1. 天虹商场 (002419): 签订《节能灯具采购战略合作协议》 ... | 11 |
| 3. 行业及公司走势——溢价率水平降至 2010 年以来最低 .....     | 11 |
| 4. 投资策略 .....                            | 12 |

## 1. 一周随笔——周大福招股说明书浅析

### 1.1. 发展历史和公司结构

周大福 (Chow Tai Fook) 创建于 1929 年, 由其创始人周至元先生在广州创立, 当时周大福主要经营传统黄金饰品。其后由于国内战争不断, 周大福金行陆续从广州迁往澳门。

经过 82 年发展, 无论是从规模还是影响力上, 周大福已经成为中国大陆以及香港黄金珠宝行业的第一品牌。

表 1: 周大福发展历程

| 年份   | 大事记                                                                                          |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1938 | 在 Avenida De Almeida Ribeiro 开了澳门第一家周大福金行                                                    |
| 1939 | 周大福香港第一家金行在皇后大道中开张                                                                           |
| 1956 | 在香港和澳门首创 999.9 金饰, 开行业之先河                                                                    |
| 1973 | 英国钻石贸易公司 DTC 的 78 家全球特约配售商(Sightholder)之一的 Zlotowski's 成为公司的关联方。2011 年 Zlotowski's 成为公司的子公司。 |
| 1988 | 关联方佛山裕顺福在顺德建立第一家钻石加工和珠宝制造工厂, 增强了公司的纵向一体化能力, 2011 年佛山裕顺福成为公司的子公司。                             |
| 1990 | 首次引入“一口价”销售模式                                                                                |
| 1993 | 周大福(香港)成为 DTC 的特约配售商                                                                         |
| 1998 | 在北京开了中国大陆的第一家分店                                                                              |
| 2003 | 在深圳建立周大福(中国)总部, 加强大陆地区的业务                                                                    |
| 2008 | 开始在大陆经营手表业务                                                                                  |
| 2009 | 80 周年庆, 成为 Rio Tinto 力拓钻石公司的特选钻石商(Select Diamantaire)                                        |
| 2010 | 在北京开了大陆第 1000 个销售终端 (POS)。Zlotowski's 花费 3530 万美元购买了 507 克拉的 Cullinan Heritage 钻胚。           |

资料来源: 周大福招股说明书, 国泰君安证券研究

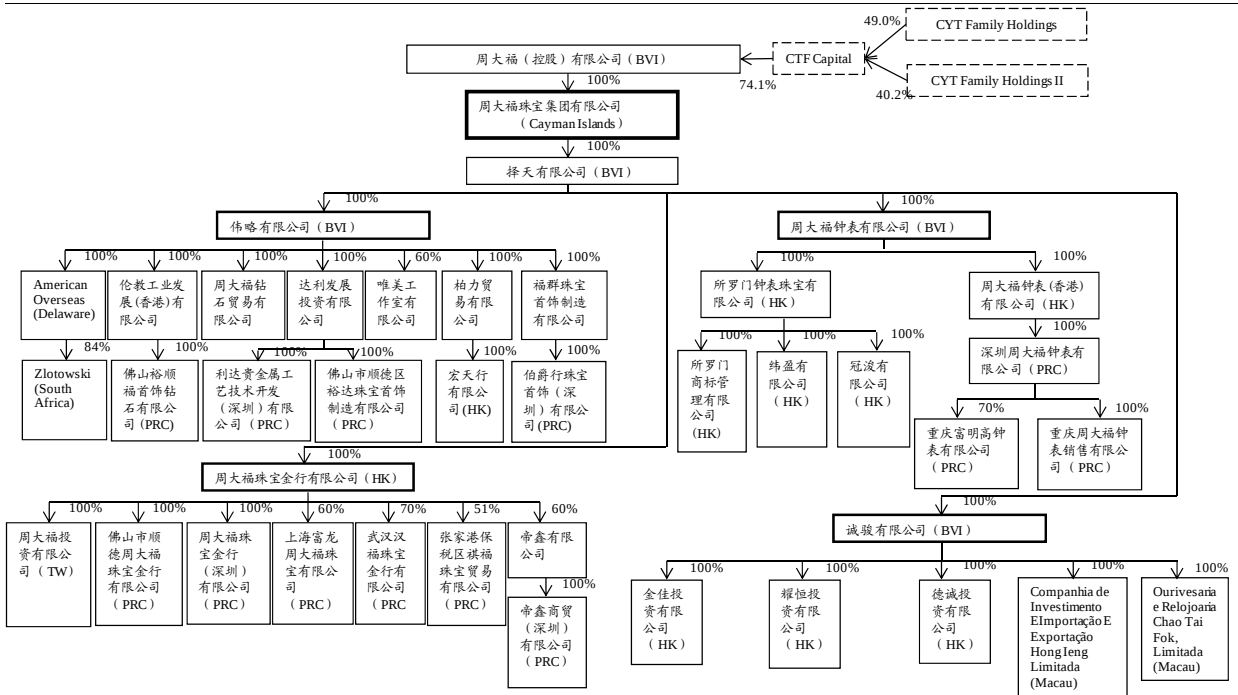
### ● 公司结构

周大福掌门人郑裕彤是公司的名誉主席和非执行董事, 公司主席和执行董事郑家纯是郑裕彤之子。周大福集团由郑氏家族控制。

周大福集团结构较为复杂, 上市的是在开曼群岛注册的周大福珠宝集团有限公司, 而在英属维尔京群岛注册的周大福(控股)有限公司 (CTF Holdings) 持有其 100% 的股权, 周大福资本 (CTF Capital) 持有周大福控股 74.1% 的股权, 郑氏家族两个控股公司 (CYT Family Holdings 和 CYT Family Holdings II) 共持有周大福资本 89.2% 的股权。

即将上市的周大福珠宝集团有限公司在大陆、香港、澳门和台湾以及海外拥有多家子公司从事相关业务, 主要的子公司和股权结构如下图所示。

图 1: 周大福集团结构图



资料来源: 周大福招股说明书, 国泰君安证券研究

## 1.2. 公司经营情况

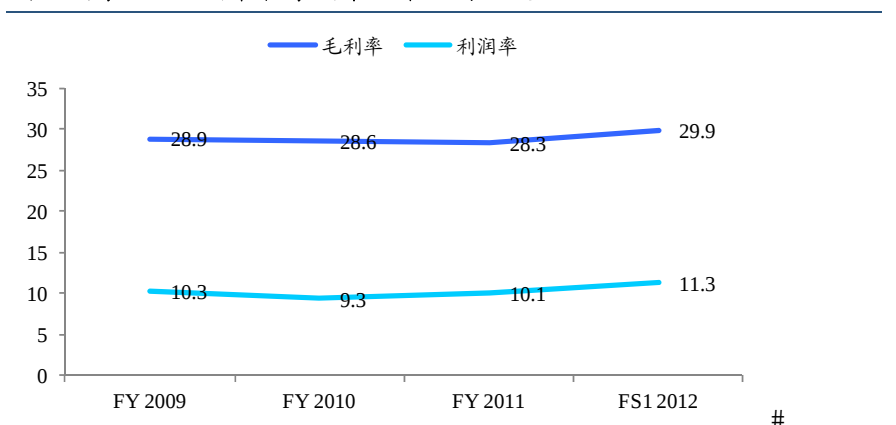
周大福 2011 财年（2010 年 4 月 1 日-2011 年 3 月 31 日）实现营业收入 350.43 亿港元，同比增长 52.8%，净利润 35.38 亿港元，同比增速 65.4%。毛利率和净利率分别为 28.33%和 10.10%。近三个财年的收入、利润以及盈利情况如下。

表 2: 近三年周大福收入和净利润

|                 | 主营业务收入<br>(亿港元) | 增速(%) | 净利润<br>(亿港元) | 增速(%) |
|-----------------|-----------------|-------|--------------|-------|
| <b>FY 2009</b>  | 184.11          |       | 18.97        |       |
| <b>FY 2010</b>  | 229.34          | 24.6  | 21.39        | 12.8  |
| <b>FY 2011</b>  | 350.43          | 52.8  | 35.38        | 65.4  |
| <b>FS1 2012</b> | 238.75          | 79.3  | 26.92        | 129.0 |

资料来源: 周大福招股说明书, 国泰君安证券研究

图 2: 周大福毛利率和净利率水平保持稳定

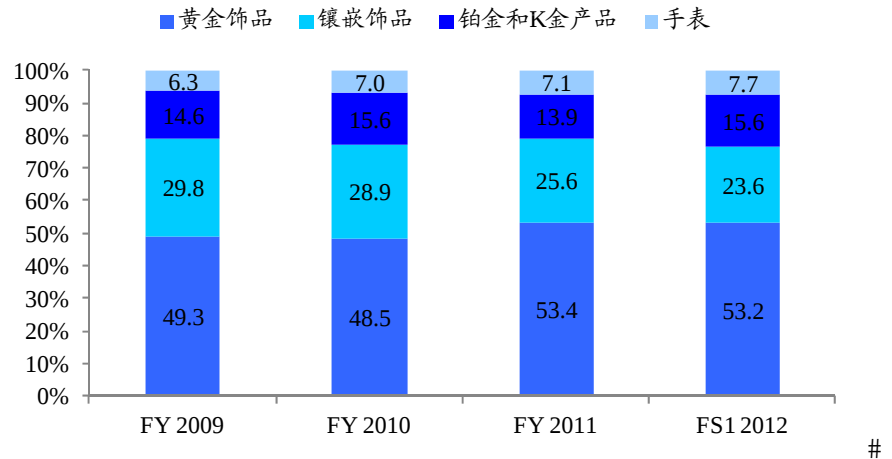


资料来源: 周大福招股说明书, 国泰君安证券研究

### ● 产品类型和结构

周大福的主要产品类型包括黄金饰品、镶嵌饰品、铂金和 K 金产品，还有部分是销售手表的收入。2012 财年上半年（2011 年 4 月 1 日—2011 年 9 月 30 日），53.1%的收入来源于黄金饰品销售，23.6%来自于镶嵌类产品，铂金和 K 金产品占比 15.6%，手表收入占比 7.7%。近年的收入产品结构如下图所示：

图 3：周大福毛利率和净利率水平保持稳定



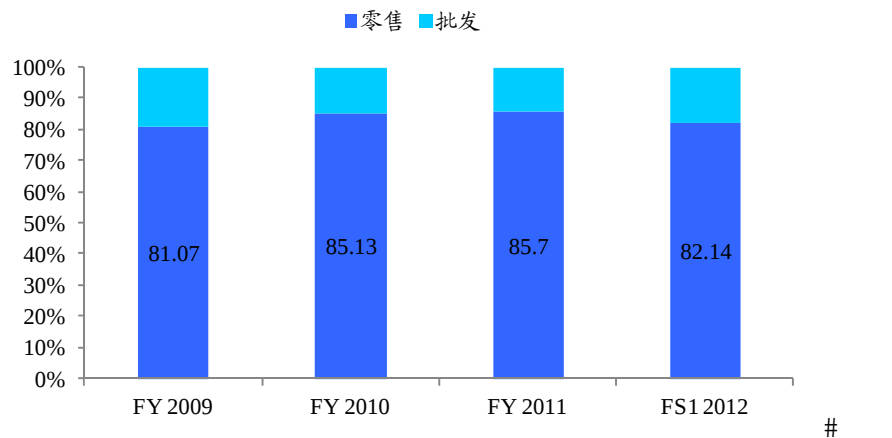
资料来源：周大福招股说明书，国泰君安证券研究

### ● 销售模式和终端

周大福的销售模式以自营为主，也有部分加盟。自营中又分为完全自有终端和合资终端，其中合资终端由周大福和合资方共同出资，但日常经营包括员工培训均由周大福进行，合资方仅负责经营地点的选择和其他开店之前的准备工作以及事后的利润分成，在周大福的业务中也跟完全自有的终端一样计入零售业务。加盟的销售计入批发业务。

从收入比重上看，2012 财年上半年，82.1%的收入来自于零售，批发业务占比仅为 17.9%。近三年，公司的零售业务占比一直保持在八成以上。

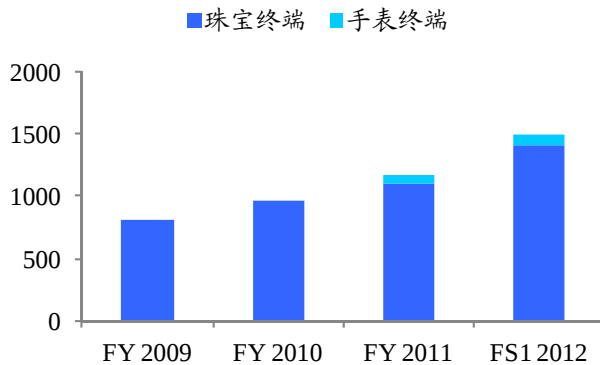
图 4：公司零售批发占比情况



资料来源：周大福招股说明书，国泰君安证券研究

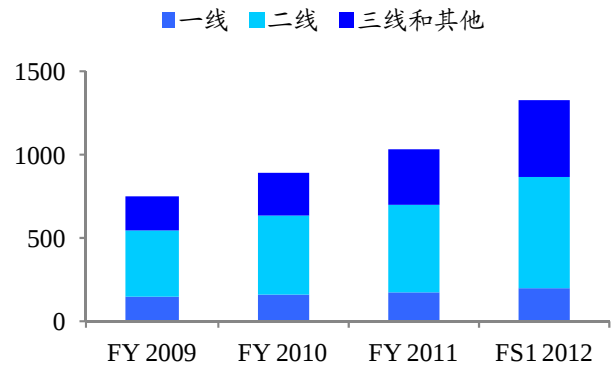
销售终端上，周大福是国内最早进入二三线城市的大型珠宝商，已经基本完成了大陆网点的布局，其数量也在迅速增加，截至 2011 年 9 月 30 日，终端数量已达到 1506 个（包括手表销售终端在内），其中珠宝销售终端 1421 个。根据招股说明书披露的计划，未来四年周大福将保持年均 200 家的开店速度，到 2016 年将达到 2000 家终端的规模。

图 5: 周大福销售终端数量快速增加



数据来源：周大福招股说明书，国泰君安证券研究

图 6: 周大福渠道分布



数据来源：周大福招股说明书，国泰君安证券研究

从销售终端的地域分布看，主要的终端都在中国大陆，珠宝和手表大陆终端数量占比分别达到 93.9% 和 96.5%，且在二三线城市的占比非常高。以 2011 年 9 月 30 日的终端数据分析，周大福在大陆的珠宝终端在一线、二线和三线城市的比重分别为 14.9%、50.7% 和 34.4%。

### 1.3. 周大福经营特色

#### ● 定位高端

与其他中港珠宝公司相比，周大福的产品定位高端。周大福主要通过较高的产品质量和更佳的购物体验进行竞争，降低价格获取市场份额并非公司的竞争策略。根据招股说明书披露的情况，公司对于加盟业务的控制非常严格。除了要求加盟终端与自营终端保持相同的定价，促销等活动也要求与自营终端一致。

相比之下，国内的老凤祥虽然在自营终端的定价基本与周大福一致，但是其批发业务的加盟终端价格不受公司控制，这影响到公司整体定位。我们认为，对于终端较强的控制能力是周大福能够保持高端定位的关键因素。

#### ● 盈利能力强

如下一部分即将看到的那样，周大福净利润率保持在 10% 左右，与六福珠宝基本相当，仅次于以 K 金饰品作为主打的潮宏基，高于其他珠宝企业。我们分析，周大福盈利能力较强的主要原因有如下两点：

- ✓ 第一，高的零售业务占比决定了毛利率较高，良好的费用控制能力造就了较高的净利润率；
- ✓ 第二，周大福的产品结构较为均衡，黄金饰品和非黄金饰品的分别

占一半左右。因为黄金饰品总体的盈利能力要低于铂金、镶嵌和 K 金类，因此，其产品结构也是造成盈利能力较强的原因。

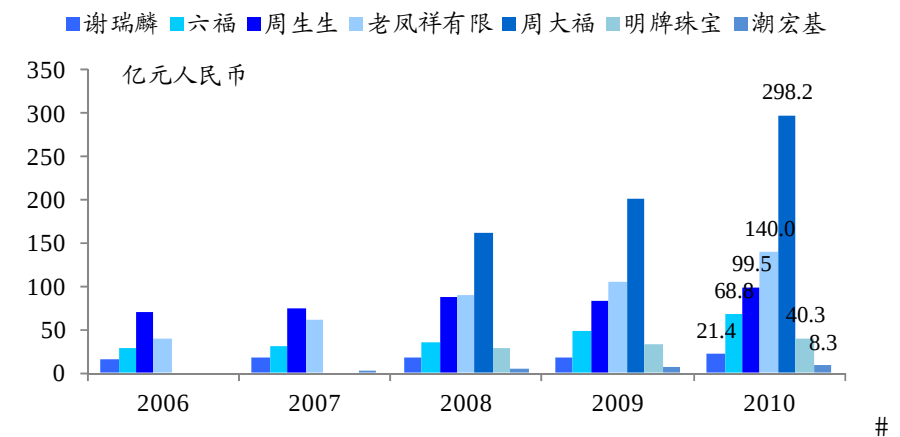
#### 1.4. 同行业上市公司对比

香港和内地主要经营黄金珠宝业务的上市公司主要有老凤祥（600612 SH）、周大福（1929 HK）、六福集团（590 HK）、周生生（116 HK）、谢瑞麟（417 HK）、潮宏基（002345 SZ）和明牌珠宝（002574 SZ）等，另外香港上市的亿钻珠宝（475 HK）、明丰珠宝（860 HK）和英皇钟表珠宝等也从事黄金首饰业务，但总体规模较小。

##### ● 规模和增速对比

从销售规模上看，周大福 2011 财年实现营业收入折合人民币 298.17 亿元，2010 年老凤祥子公司老凤祥有限实现销售收入 140 亿人民币，这两家的规模要明显大于周生生、六福和谢瑞麟以及国内的两家。

图 7：规模周大福遥遥领先，老凤祥位居次席



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

从增速上看，因为行业景气，所有的公司都保持了非常高的增速，最高的周大福上半年的增速为 79.3%。

表 3：黄金珠宝行业上市公司销售增速对比

|      | 谢瑞麟   | 六福    | 周生生   | 老凤祥   | 周大福   | 明牌珠宝  | 潮宏基   |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2008 | 2.18  | 17.58 | 25.49 | 59.80 |       |       | 43.75 |
| 2009 | 2.97  | 36.05 | -4.22 | 20.17 | 24.57 | 16.25 | 26.74 |
| 2010 | 24.78 | 50.21 | 23.69 | 34.16 | 52.80 | 22.13 | 45.98 |
| 11H1 | 44.78 | 56.37 | 57.91 | 48.68 | 79.30 | 47.67 | 59.21 |

资料来源：Bloomberg，Wind，国泰君安证券研究

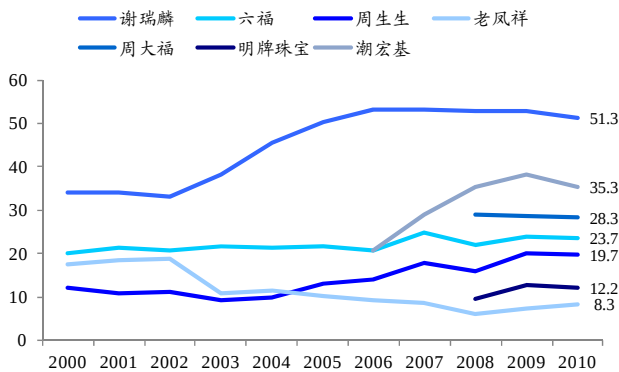
注：老凤祥、明牌珠宝、潮宏基和周生生财政年度结束日为每年 12 月 31 日，周大福和六福为每年 3 月 31 日，谢瑞麟为每年 2 月末。

##### ● 盈利能力对比

不同盈利模式和产品结构导致盈利能力有所差别。我们比较的七家公司当中，综合毛利率最高的是谢瑞麟，达到了 50%以上，六福和周生生在

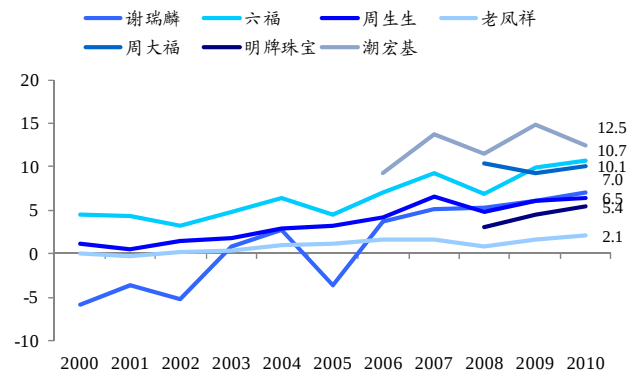
20%左右，老凤祥最低仅为 8%左右。

图 8:黄金珠宝行业上市公司综合毛利率对比



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 9: :黄金珠宝行业上市公司净利润率对比

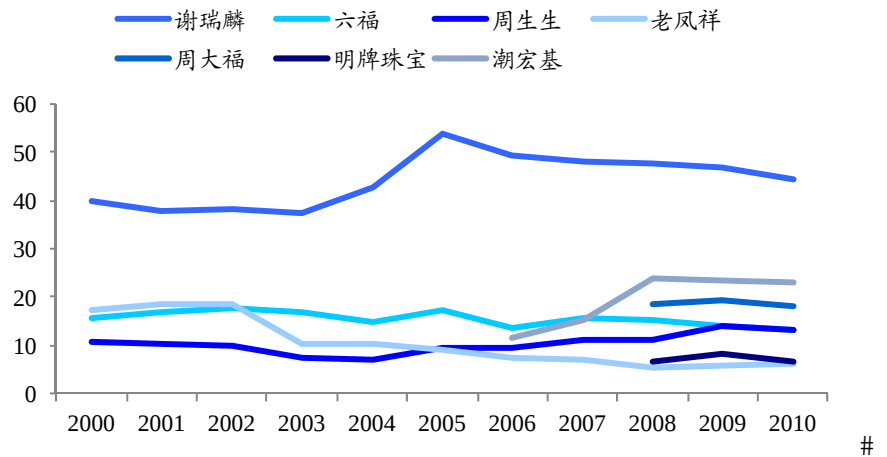


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

净利率水平也是如此，老凤祥仅有 2%左右的净利率，其余公司都在 5% 以上，而最高的潮宏基净利率近年上升到 12%以上，周大福和六福珠宝的净利率也保持在 10%左右。

从另外一个角度来看，我们用毛利率减去净利率得到近似的费用率，从这个口径上看，不同公司差别较大。老凤祥的费用率最低，除了批发业务主导的因素之外，表明老凤祥的费用控制能力较强。

图 10: :黄金珠宝行业上市公司费用对比



资料来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

### ● 盈利模式和产品结构对比

盈利模式上，目前主要的盈利模式分为以零售为主和以批发为主，分别以周大福和老凤祥作为代表。盈利能力来看，零售业务的毛利率要远高于批发业务，导致净利率也出现同样的情况。

产品结构上，不同公司差异较大。从盈利能力上看，产品品类的毛利率水平高低不一，黄金饰品毛利率最低，镶嵌类的产品最高，而铂金产品

基本介于两者之间。

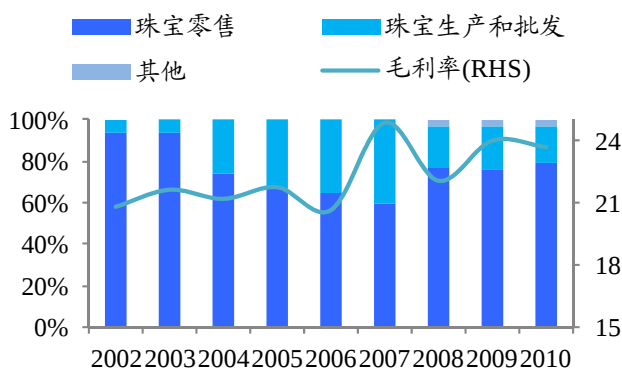
A 股和港股几家上市珠宝公司的产品类型、收入占比以及盈利模式和毛利率水平的对比如下表所示。

**表 4: 几家黄金珠宝行业上市公司的盈利模式比较**

| 公司名称 | 主要产品及收入来源                                                       | 盈利模式、毛利率水平及变化                                                                              |
|------|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 周大福  | 主要产品包括黄金饰品、宝石饰品、铂金和 K 金饰品以及手表                                   | 85%以上的收入来源于零售业务，毛利率水平维持在 28%以上，净利润率也在 10%左右                                                |
| 六福珠宝 | 主要收入来源于珠宝零售、珠宝制造和批发以及特许经营权收入                                    | 六福珠宝主要收入来源于零售，近年将近八成，其毛利率一直维持在 20%以上                                                       |
| 周生生  | 收入来源于珠宝的生产和零售，贵金属批发，还有部分证券经纪业务收入(2010 年约 8.6%)                  | 2005 年零售收入占比只有四成，其毛利率为 12.9%，到 2010 年，零售收入占比已经在七成以上，其毛利率也提高到将近 20%的水平                      |
| 谢瑞麟  | 谢瑞麟没有披露主要业务构成，其整体规模仅比潮宏基大。                                      | 因其镶嵌类占比很高，毛利率水平达到 50%                                                                      |
| 潮宏基  | 一半以上的收入来源于 K 金首饰，2010 年为 57.3%，其余的主要来自于足金和铂金首饰收入。               | 自营销售占比八成以上，2011 年上半年更达到 88.9%，其余为代理和批发业务收入；由于 K 金首饰的毛利率可达 50%以上，综合毛利率水平维持在 35%左右。          |
| 明牌珠宝 | 公司产品主要分为三类，黄金饰品、铂金饰品和镶嵌类饰品，2010 年三大类产品的占比分别为 75.5%、16.4%和 6.5%。 | 七成收入来自于经销，三成来自于专营；经销的毛利率较低，10%以下；专营的毛利率在 16%上下；黄金饰品毛利率 8%，铂金 15%，镶嵌类 35%左右；公司综合毛利率在 10%左右。 |
| 老凤祥  | 收入主要来源于黄金饰品、铂金饰品和镶嵌类，新四类产品 2010 年占比 5%                          | 八成来源于批发业务收入，两成零售毛利率水平较同行要低，2010 年综合毛利率为 8.3%，未来零售业务的加速扩张有望提高毛利水平                           |

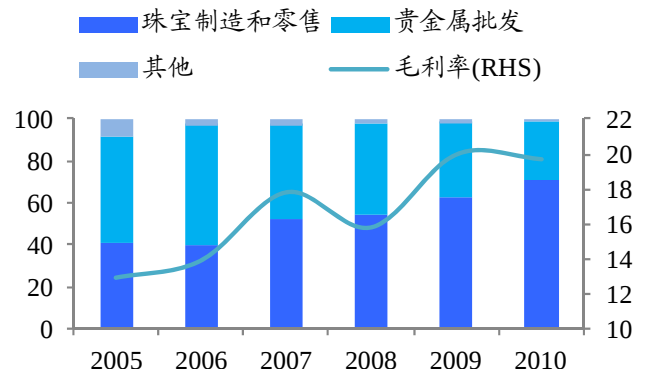
资料来源：Bloomberg，有关公司网站，周大福珠宝招股说明书，国泰君安证券研究

**图 11 六福珠宝八成收入来自零售**



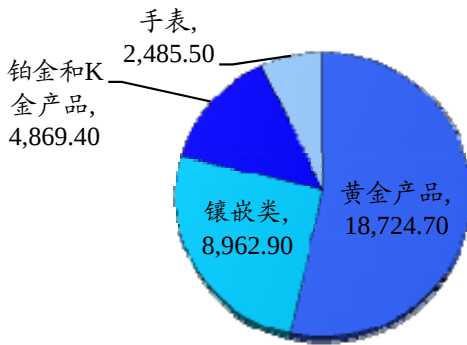
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

**图 12: 周生生零售占比提高毛利率提升**



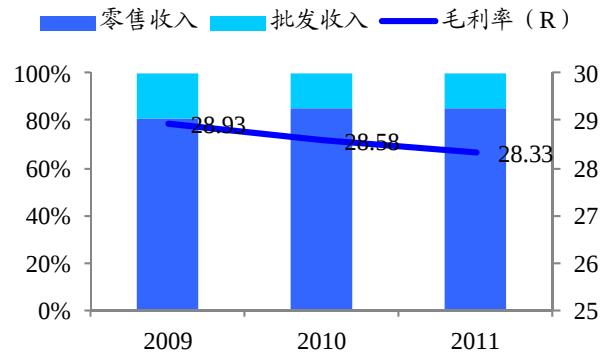
数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

图 13: 周大福的产品结构



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 14: 周大福 85%的收入来源于零售业务



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

以周大福为例，其主要收入来源于零售，占比 85%以上，其毛利率一直保持在 28%左右。再看周生生，2005 年零售收入占比只有四成，其时毛利率为 12.9%，到 2010 年，零售收入占比已经在七成以上，其毛利率也提高到将近 20%的水平。

#### ● 销售终端对比

我们接着比较上述几家公司的终端数量，这一方面老凤祥具有较为明显的优势，紧随其后的是周大福。

到 2011 年年中，老凤祥包含专卖店、专柜等在内的终端数量有 2300 余家，门店数较多的周大福终端数量为 1335 家。

从分布的省份来看，六福珠宝实现了所有省区的覆盖，老凤祥终端分布遍布全国 28 个省份，与周大福相同。

表 1: 门店数量和分布

| 公司名称 | 内地门店 | 港澳门店 | 分布省份数<br>(不含港澳台) |
|------|------|------|------------------|
| 老凤祥  | 2300 | 0    | 28               |
| 周大福  | 1335 | 86   | 28               |
| 六福   | 528  | 37   | 31               |
| 周生生  | 82   | 63   | 19               |
| 谢瑞麟  | 47   | 11   | 11               |

资料来源: 有关公司网站, 周大福珠宝招股说明书, 国泰君安证券研究

周大福数据截止 2011 年 9 月底, 不包括手表的销售终端数量。

按照现有的黄金珠宝行业上市公司比较来看，周大福作为行业内龙头企业，销售规模和盈利能力都在行业内领先。周大福在香港的上市带来的影响不仅是提高行业的平均估值，最大的影响在于提高了资本市场对于整个黄金珠宝行业的关注度。

我们重点推荐的 A 股黄金珠宝行业龙头企业——老凤祥，虽然在销售规

模、毛利率和净利润率上和周大福还有差距，但是以周大福作为行业内的标杆，意味着未来老凤祥在规模、自营占比、珠宝占比上仍有很大提升空间。

## 2. 公司动态

### 2.1. 天虹商场 (002419): 签订《节能灯具采购战略合作协议》

公司 12 月 1 日公告：公司与中和中公司进行合作，由中和中公司对公司部分商场的基础照明进行 LED 灯具替换。项目完成并投用后，交易双方共同分享节能效益，对所节电量按协商比例进行分成，公司节能收益平均分成比例不低于 25%，合同期结束后所有灯具及设备归公司享有。合作期限为八年，公司计划八年内该类关联交易总金额不超过 3727 万。

#### 点评：

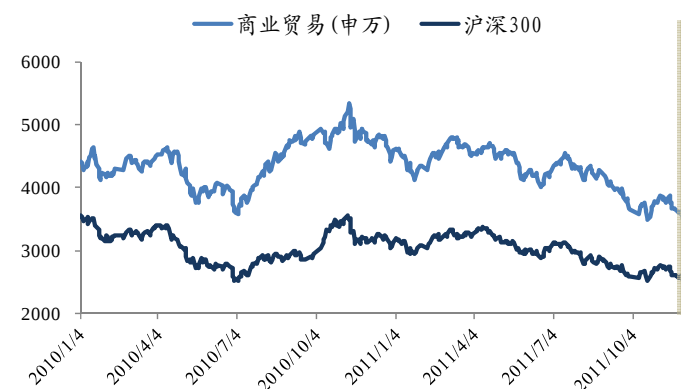
此次合作公司并不需要投入资金，依靠第三方力量，采取共赢的方式，降低了公司未来的电费支出。

## 3. 行业及公司走势——溢价率水平降至 2010 年以来最低

截至 12 月 2 日：本周大盘以及商贸零售板块双双下跌，板块指数大幅下跌 3.81%，同期沪深 300 下跌 0.49%，跑输市场 3.31%。

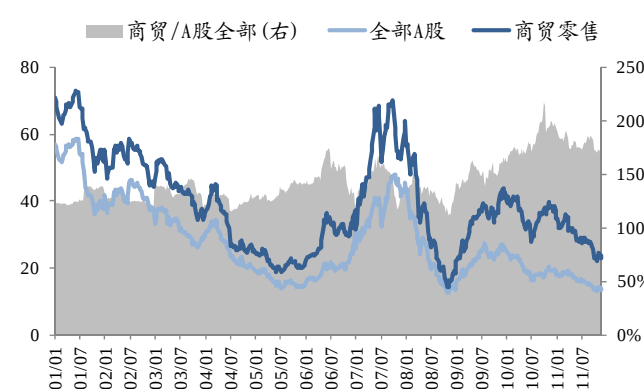
板块溢价率维持不变，我们采用市盈率(TTM,整体法)对板块溢价率进行计算，截止 12 月 2 日收盘，商贸零售板块 PE 对大盘溢价率为 166%，较上周下降 4 个百分点，目前的溢价率水平是自 2010 年 1 月以来的最低水平。

图 15: 商贸板块本周跑输大盘 3.3%



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 16: 板块溢价率下降 4 个百分点至 166%

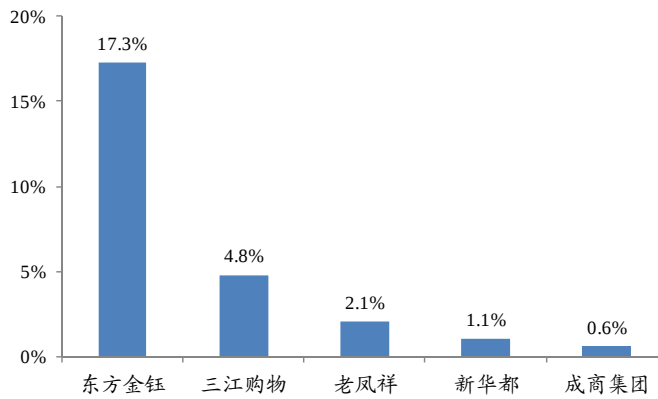


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

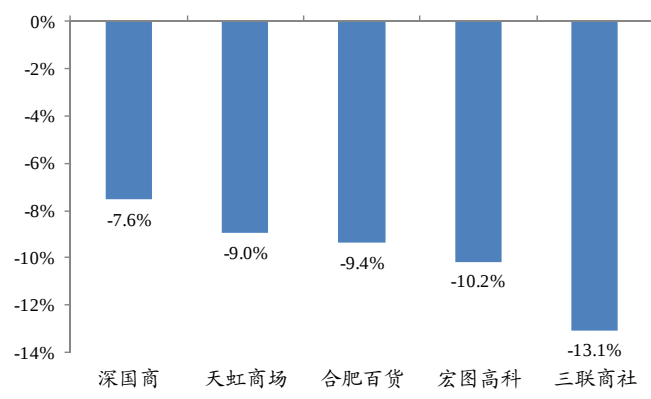
本周我们覆盖的 57 家重点上市公司中，5 家上涨，51 家下跌。

图 17: 截至 12/2, 周涨幅前 5 家个股

图 18: 截至 12/2, 周跌幅前 5 家个股



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

## 4. 投资策略

前两期周报中,我们点评了10月商业零售行业数据,商务部公布的10月份重点商业零售企业销售增速并不乐观,主要由于今年秋冬天气较暖影响秋冬装销售,物价的整体回落,以及今年大部分区域打折促销活动力度较小等多方面因素影响。但是根据我们草根调研了解,11月份各大商业企业都加大的促销力度,而且全国大部分区域逐步进入冬季;12月份气温更将寒冷,又包括了圣诞以及元旦前的消费旺季,而且农历春节在2012年1月22日,春节前的消费将在12月及1月进行。整体上,我们预期11月份、12月份的商业零售企业销售增速将会比10月份乐观。

我们预期2011年四季度和2012年商业零售行业增长仍将保持稳健,但是由于增速的整体放缓,以及估值溢价仍处于较高水平,因此行业平均估值的向上提升以及业绩超预期带来的行业上涨机会不显著,我们认为,商业零售行业2012年的投资空间主要在于行业稳健增长且估值切换带来。

虽然2011年前三季度商业零售行业的市场表现并不如往年,但是正是由于这样的调整,使得整个板块的估值较为合理,而且已经提前充分反映了市场对于行业发展的悲观预期,我们认为已经是可以放心购买商业零售行业并且坚持持有的阶段,中长期持有商业零售行业将能够获得稳定的绝对收益。维持对于商业零售行业的“增持”评级。

细分行业中,我们推荐:

- 百货行业——在扩张区域位于一二线城市的百货企业中,我们优选业态创新能力较强的龙头企业,重点推荐**王府井、友谊股份、首商集团**;而在主要扩张二三线城市的区域龙头企业中,我们综合考虑业态创新能力以及区域经济增速和公司的扩张能力,重点推荐**重庆百货、鄂武商、友好集团、合肥百货**;
- 黄金珠宝——持续重点推荐**老凤祥**,作为中国黄金第一品牌,品牌优势明显,生产设计能力较强,多渠道拓展享受行业高增长,综合实力是国内黄金珠宝行业中毋庸置疑的龙头;
- 超市行业——我们按照竞争优势突出,近两年业绩增速较快,估值较为合理的逻辑选股,重点推荐**步步高、新华都**。

表 5: 重点公司盈利预测与估值 (2011 年 12 月 2 日)

|      | 代码        | 简称    | 投资评级 | 收盘价   | 总市值 | EPS (按最新股本) |      |      | PE  |     |     |
|------|-----------|-------|------|-------|-----|-------------|------|------|-----|-----|-----|
|      |           |       |      |       |     | 10A         | 11E  | 12E  | 10A | 11E | 12E |
| 百货   | 000417.SZ | 合肥百货  | 增持   | 16.33 | 85  | 0.55        | 0.98 | 1.07 | 30  | 17  | 15  |
|      | 000501.SZ | 鄂武商 A | 增持   | 15.80 | 80  | 0.58        | 0.60 | 0.84 | 27  | 26  | 19  |
|      | 000516.SZ | 开元控股  | 谨慎增持 | 6.01  | 43  | 0.21        | 0.20 | 0.23 | 28  | 30  | 26  |
|      | 000564.SZ | 西安民生  | 增持   | 6.14  | 19  | 0.20        | 0.26 | 0.40 | 31  | 24  | 15  |
|      | 000715.SZ | 中兴商业  | 增持   | 8.74  | 24  | 0.24        | 0.45 | 0.71 | 37  | 19  | 12  |
|      | 000987.SZ | 广州友谊  | 增持   | 18.47 | 66  | 0.91        | 1.09 | 1.34 | 20  | 17  | 14  |
|      | 002187.SZ | 广百股份  | 谨慎增持 | 13.53 | 39  | 0.61        | 0.72 | 0.90 | 22  | 19  | 15  |
|      | 002277.SZ | 友阿股份  | 中性   | 19.82 | 69  | 0.62        | -    | -    | 32  | -   | -   |
|      | 002419.SZ | 天虹商场  | 增持   | 19.50 | 156 | 0.61        | 0.80 | 1.06 | 32  | 24  | 18  |
|      | 600280.SH | 南京中商  | 增持   | 28.18 | 40  | 0.32        | 0.68 | 1.27 | 87  | 41  | 22  |
|      | 600628.SH | 新世界   | 增持   | 8.32  | 44  | 0.37        | 0.43 | 0.53 | 22  | 19  | 16  |
|      | 600693.SH | 东百集团  | 增持   | 8.19  | 28  | 0.29        | 1.11 | 0.51 | 28  | 7   | 16  |
|      | 600694.SH | 大商股份  | 中性   | 37.66 | 111 | 0.41        | -    | -    | 91  | -   | -   |
|      | 600723.SH | 首商股份  | 增持   | 11.76 | 77  | 0.06        | 0.58 | 0.72 | 195 | 20  | 16  |
|      | 600729.SH | 重庆百货  | 增持   | 38.36 | 143 | 1.41        | 1.80 | 2.24 | 27  | 21  | 17  |
|      | 600778.SH | 友好集团  | 增持   | 11.30 | 35  | 0.34        | 0.40 | 1.01 | 33  | 28  | 11  |
|      | 600785.SH | 新华百货  | 增持   | 23.58 | 49  | 1.04        | 1.43 | -    | 23  | 16  | -   |
|      | 600824.SH | 益民集团  | 中性   | 5.38  | 39  | 0.17        | 0.19 | 0.22 | 32  | 28  | 24  |
|      | 600827.SH | 友谊股份  | 增持   | 14.45 | 249 | 0.17        | 0.88 | 0.91 | 84  | 16  | 16  |
|      | 600828.SH | 成商集团  | 谨慎增持 | 10.09 | 44  | 0.32        | 0.52 | 0.67 | 32  | 19  | 15  |
| 超市   | 600858.SH | 银座股份  | 谨慎增持 | 18.39 | 53  | 0.38        | 0.60 | 0.90 | 48  | 31  | 20  |
|      | 600859.SH | 王府井   | 增持   | 37.50 | 174 | 0.81        | 1.50 | 2.06 | 46  | 25  | 18  |
|      | 601010.SH | 文峰股份  | 增持   | 18.05 | 89  | 0.72        | 0.91 | 1.13 | 25  | 20  | 16  |
|      | 000759.SZ | 中百集团  | 增持   | 8.42  | 57  | 0.37        | 0.42 | 0.53 | 23  | 20  | 16  |
|      | 002251.SZ | 步步高   | 增持   | 23.68 | 64  | 0.63        | 0.92 | 1.24 | 37  | 26  | 19  |
|      | 002264.SZ | 新华都   | 增持   | 13.14 | 42  | 0.24        | 0.45 | 0.61 | 55  | 29  | 22  |
| 家电连锁 | 002336.SZ | 人人乐   | 中性   | 15.71 | 63  | 0.59        | 0.70 | 0.84 | 27  | 22  | 19  |
|      | 600361.SH | 华联综超  | 中性   | 6.59  | 44  | 0.08        | -    | -    | 80  | -   | -   |
|      | 601933.SH | 永辉超市  | 中性   | 32.07 | 246 | 0.40        | 0.65 | 0.88 | 81  | 49  | 36  |
| 黄金珠宝 | 002024.SZ | 苏宁电器  | 增持   | 8.92  | 624 | 0.57        | 0.66 | 0.82 | 16  | 14  | 11  |
|      | 600122.SH | 宏图高科  | 增持   | 5.04  | 57  | 0.22        | -    | -    | 23  | -   | -   |
|      | 600612.SH | 老凤祥   | 增持   | 34.29 | 149 | 0.67        | 1.30 | 1.80 | 51  | 26  | 19  |
|      | 002345.SZ | 潮宏基   | 谨慎增持 | 29.56 | 53  | 0.57        | 0.87 | 1.25 | 52  | 34  | 24  |
| 批发   | 002574.SZ | 明牌珠宝  | 谨慎增持 | 28.53 | 68  | 0.90        | 1.15 | 1.57 | 32  | 25  | 18  |
|      | 600655.SH | 豫园商城  | 增持   | 9.49  | 136 | 0.47        | 0.63 | 0.77 | 20  | 15  | 12  |
|      | 600415.SH | 小商品城  | 增持   | 8.09  | 220 | 0.30        | 0.36 | 0.61 | 27  | 22  | 13  |
|      | 002344.SZ | 海宁皮城  | 谨慎增持 | 24.06 | 135 | 0.45        | 0.88 | 1.22 | 54  | 27  | 20  |

数据来源: 国泰君安证券研究

**作者简介:****刘冰:**

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

**汪睿 (贡献作者):**

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: 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。

**陈均峰 (贡献作者):**

执业资格证书编号: S0880111090056

电话: 02138674930

邮箱: chenjunfeng010839@gtjas.com

## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 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

#### 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。

#### 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。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 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       |
| 行业投资评级 | 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       |                              |                               |