



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

观点聚焦
研究报告

2012 年 2 月 1 日

零售

研究部

钱炳¹

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080004
qianbing@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080006
guohy@cicc.com.cn

进入明星店、大型 Mall、B2C 三足鼎立的商业模式时代

零售行业深度分析报告

投资要点:

中国零售业正在经历着结构性的变革,今后将进入明星店、大型 Mall、B2C 三大类商业模式鼎立的时代,机遇与挑战并存。本报告的创新点:1)大型 Mall 建设高潮到来,市场似乎只看到其对传统百货店的负面分流影响,而我们同时强调了百货业中也有非常会做购物中心的公司;2)统计了 B2C、C2C 的商品销售均价,得出网购对低端品牌和家电类实体店的冲击较大,但对中高档百货、生鲜超市影响有限;3)基于对消费数据的前瞻性预测,我们提出了 2012 年有望体现出前低后高的趋势,一季度末和三季度有两个投资窗口值得关注。

主要依据:

► **关注明星店,大型 Mall,网购三大商业模式。今后,消费者购买行为的针对性会更强:中高档时尚购物去明星百货店,日常社区消费去购物中心,追求便宜去网上购物。在这三个方面基础好、发展快的公司有望实现持续增长。**

- 1) 在经济和消费增速放缓的背景下,明星店和大店占据核心商圈、消费者认同度高,因此难被新渠道分流。这对零售商尤为重要,能保证市场份额和业绩增速的稳固。明星店“黄金数据 3 个 10”:收入上 10 个亿,同店增长持续超越 10%,净利润率高于 10%,由于费用大多是固定的,往往 10%的同店增长就可带来 20%的利润增长。
- 2) 过去几年购物中心开始进入大发展阶段,这对传统百货业将有一定冲击(“狼来了”),但市场可能忽视了部分零售公司参与其中,是“披着羊皮的狼”、同样会受益。一些区域领先的零售商相对地产商更加容易拿到好的项目、招商更得心应手,已在过去 5 年成功运营多个项目,这将成为其未来盈利的重要增长点。
- 3) 网上零售总额快速增长,应重视其冲击,但也不必过分夸大。整体来看,标准化或价格较低的商品受影响较大,主要集中在家电和低端服装鞋帽类别。应关注苏宁的 B2C 业务,截止去年底,易购已在中国 B2C 公司中排名第二。

► **预计 1 季度成增速低点,2012 全年有望前低后高**

历史数据显示,百货行业在金融危机最差时(1Q2009)同店增长仍能达到 4%-5%,盈利增速 12%-14%,而那时的超市同店增长-3%,家电零售同店增长超过了-10%。我们预期,2012 年 1 季度在消费增速放缓和高基数影响下将成为全年的低点,最悲观的预计是:百货店同店增速在 10%左右(预计将出现一定分化,平均店龄较年轻的公司可达到 15%左右),超市 5%左右,家电零售或许会出现阶段性的持平或负增长情况。

投资建议:

目前 2011-2012 年市盈率 18 倍和 15 倍,和金融危机时基本持平,同时相对可选消费子行业比较来看亦处于低端。但由于增速拐点尚未出现,启动契机仍然需要等待。我们预期一季度末和三季度末两个投资时点值得关注,其中:1-2 月后市场预期有望逐步明朗,经营数据较好的公司有望带来新的介入机会;2012 年 4 季度起去年的高基数消失且 2012 年 1 季度基数不高,板块同比增速将持续向好。子行业应偏向前期超跌的泛百货零售商(大店、购物中心和奥特莱斯业态)。

建议集中持股核心品种,关注新兴渠道和业绩增长确定性。重点组合包括:1)中西部领军公司:合肥百货、友好集团、重庆百货(下半年是较好的新介入时点);2)购物中心、大店占比高,基本面改善的零售商:友谊股份、王府井、大商股份、鄂武商;3)农超对接典范:永辉超市;4)B2C 业务快速发展:苏宁电器(实体店利润率有一定压力)。

海外投资者可关注:银泰百货(2-4 年店龄的业绩反转门店占比高,增长可持续快于其它港股零售商,拿下大多数浙江省内购物中心项目)、友谊 B 股、金鹰商贸、高鑫零售、联华超市、京客隆;相对看淡百盛和国美。

风险提示:经济的下滑幅度若超出预期,则会影响零售商的销售表现和我们的盈利预测。

¹ 报告贡献人:朱宝国(zhubg@cicc.com.cn)

目录

2011 年及近期零售板块回顾，市场在担心什么？	4
零售板块业绩和股价表现回顾	4
市场在担心什么？	5
关注明星店、大型 Mall 和网购商业模式	6
明星店：占据核心商圈和品牌优势，难分流，是立身之本和综合优势体现	6
大型 Mall（购物中心）：大发展阶段，零售商相对房地产开发商更具优势	8
网购：影响了谁，该关注什么？	9
政策面：2011 重在规范市场，2012 有望相对宽松	13
2011 行业政策偏紧，重在规范市场，领军公司影响有限	13
近期政策有所松动，2012 行业政策有望相对宽松和鼓励	13
数据面：2012 年 1 季度成全年低点，目前情况好于金融危机时水平	14
2012 年 1 季度成全年低点	14
历史研判：板块最差季度仍能实现 10% 增长，走势先于大盘触底	15
百货最防御，弹性也最大	16
板块估值：处于历史和可选消费子行业低端	17
历史估值和消费相关行业比较	17
板块年底估值看 18-20 倍，个股存在分化可能性	18
投资建议：相对看好泛百货零售商，集中持有核心品种	19
板块短期中性，1 季度末和 3 季度时点值得关注	19
相对看好泛百货零售商，超市上半年同店有压力，家电受周期影响	19
集中持股核心品种，关注新兴渠道和业绩增长确定性	22
合肥百货（000417.SZ）：推荐	25
友好集团（600778.SH）：推荐	26
友谊股份/新百联（600827.SH）：推荐	27
王府井（600859.SH）：推荐	28
鄂武商（000501.SZ）：推荐	29
重庆百货（600729.SH）：推荐	30
大商股份（600694.SH）：审慎推荐	31
永辉超市（601933.SH）：审慎推荐	32
银泰百货（01833.HK）：推荐	33
金鹰商贸（03308.HK）：审慎推荐	34

图表

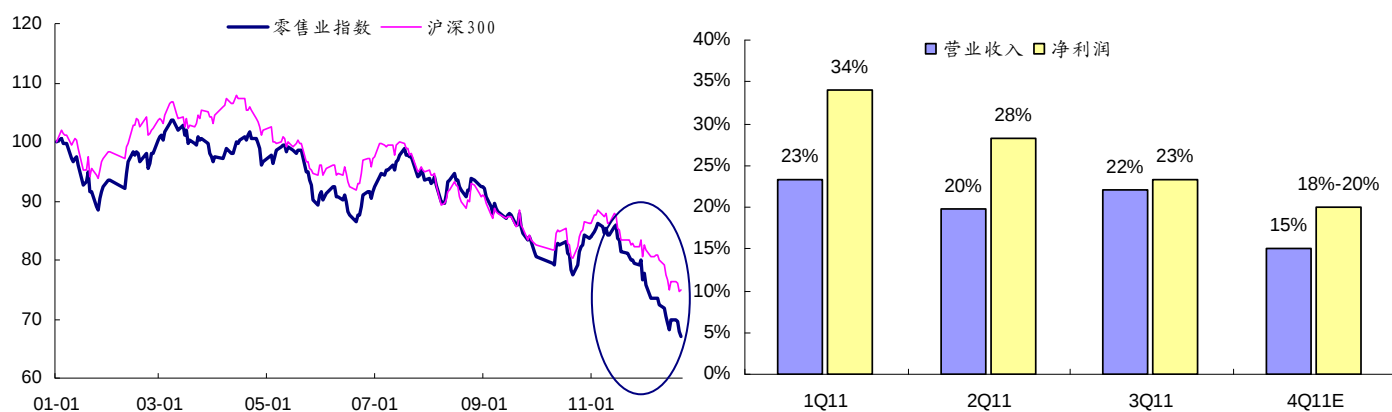
图表 1: 2011 年零售板块股价和业绩表现.....	4
图表 2: 可选消费子行业股价和业绩表现.....	4
图表 3: 2010 年全国单体百货销售额前 15 名.....	6
图表 4: 重点覆盖百货商的明星店（因中西部消费水平差异，中西部零售商中收入高于 7 个亿的门店也是非常好的明星店、净利润率也具备更大的提升空间）.....	7
图表 5: 重点覆盖百货公司 5 万平方米以上大店占营业面积比例统计以及明星店统计.....	7
图表 6: 明星店节假日的火爆场景.....	8
图表 7: 购物中心发展较为迅速.....	8
图表 8: 百联购物中心经营优势显著.....	9
图表 9: 网购快速发展.....	10
图表 10: 不同的盈利模式，美国主要在线销售零售商举例.....	10
图表 11: 中国零售市场巨大，各业态均有发展空间；网购占比低，标准化商品易受冲击（2010 年）.....	10
图表 12: 淘宝网交易服饰类商品均价（2010）.....	11
图表 13: Amazon 运营成本占收入的 18%，而仓储物流占运营成本接近 50%.....	11
图表 14: Amazon 存货周转天数历史变化情况.....	12
图表 15: Amazon 收入、毛利率、净利润和净利率情况.....	12
图表 16: 2011 年各月百强销售增速.....	14
图表 17: 2011 年各月百强销售分品类增速.....	14
图表 18: 2008 年金融危机时板块盈利和股价表现回顾.....	15
图表 19: 物价水平变化与服装、食品、家电等主要消费品销售增速的关系.....	16
图表 20: 零售行业 P/E 变动趋势.....	17
图表 21: 消费子板块估值和业绩比较.....	18
图表 22: 百货店品类构成举例.....	19
图表 23: 中国百货商仍具备较大发展潜力.....	20
图表 24: 美国第五大道 SAKS 顶级品牌众多.....	20
图表 25: 地域广阔的中国：城市的层级分布.....	21
图表 26: 食品零售价格指数以及超市企业内生增长情况.....	21
图表 27: 苏宁、国美同店增速变化趋势.....	22
图表 28: 重点公司组合概览.....	23
图表 29: 估值表.....	24
图表 30: 合肥百货主要财务，股票信息.....	25
图表 31: 友好集团主要财务，股票信息.....	26
图表 32: 友谊股份主要财务，股票信息.....	27
图表 33: 王府井主要财务，股票信息.....	28
图表 34: 鄂武商主要财务，股票信息.....	29
图表 35: 重庆百货主要财务，股票信息.....	30
图表 36: 大商股份主要财务，股票信息.....	31
图表 37: 永辉超市主要财务，股票信息.....	32
图表 38: 银泰百货主要财务，股票信息.....	33
图表 39: 金鹰商贸主要财务，股票信息.....	34
图表 40: 港股公司财务信息概览.....	35

2011年及近期零售板块回顾，市场在担心什么？

零售板块业绩和股价表现回顾

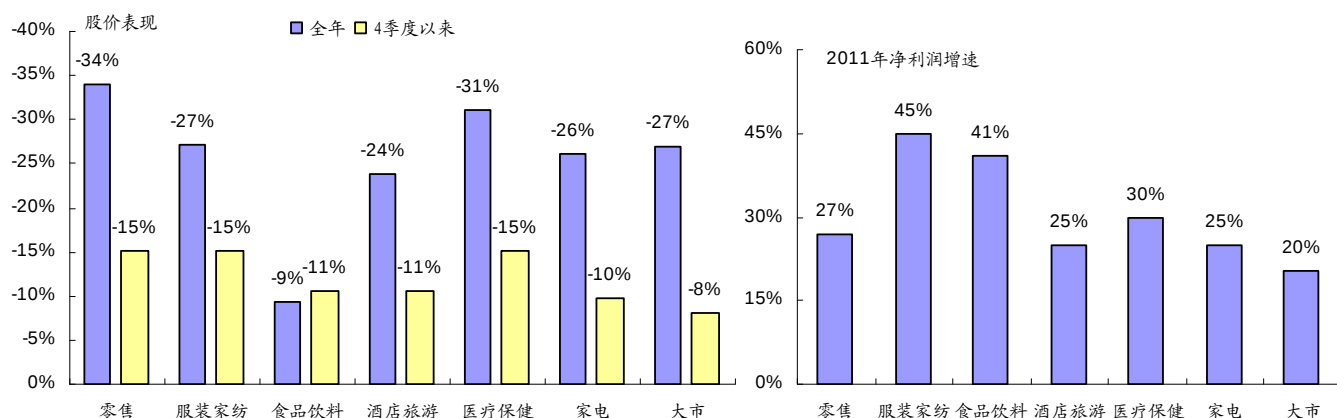
- ▶ 零售板块 2011 年 1-3 季度收入和净利润分别增长 22% 和 29%，略好于市场预期；考虑到 4 季度暖冬和消费增速放缓影响，我们预计全年有望增长 25%-30%，处于可选消费子行业中等水平。
- ▶ 从股价走势来看，去年 4 季度以来的下跌直接影响了全年和近期表现：
 - 1) 前 3 季度板块走势和大市表现基本持平，在可选消费子行业中处于居中水平；在 1 季度业绩表现好于预期以及 6 月下旬至 7 月中下旬时间窗口略有表现；
 - 2) 进入 4 季度尤其是十一黄金周之后，板块销售增速放缓直接成为下跌导火索，4 季度至今下跌达到 15%，也直接拖累近期表现。

图表 1: 2011 年零售板块股价和业绩表现



资料来源：公司数据，wind，中金公司研究部

图表 2: 可选消费子行业股价和业绩表现



资料来源：公司数据，wind，中金公司研究部

市场在担心什么？

回顾零售板块 2011 年以来的股价走势表现，我们认为存在一定的技术面因素，也存在板块自身的问题。

► 从技术面角度而言，主要体现在：

- 1) 2011 年消费子类别包括家纺、男装、金银珠宝、白酒等提价明显，业绩增速达到 40-50% 甚至以上，而零售平均 25-30%，在市场整体资金面较紧的情况下投资者更倾向于收益更高的子板块。
- 2) 零售板块个股市值普遍不大，流动性有所欠缺，在市场情绪较低迷的情况下，一旦有资金撤离对个股的股价影响偏大，同时也进而影响到对板块的信心。

► 除上述因素外，以下是困扰板块表现的自身因素，也是目前市场的担心和关注点：

- 1) 行业层面政策偏紧，包括购物卡事件、控制打折促销、清理整顿大型零售企业向供应商违规收费等事件影响，对市场信心形成一定冲击。
- 2) 十一黄金周后，零售商销售增速由于暖冬和消费子类别放缓而明显下滑，同时市场也担心 2012 年 1 季度由于高基数带来的业绩压力。在相关情况并不明朗的情况下，投资者买入信心不足，更倾向于观望，因此也加重了板块的调整。
- 3) 新业态，尤其是购物中心和网购对传统业态的冲击，这是个中长期问题我们将在下文中首先讨论。

关注明星店、大型 Mall 和网购商业模式

明星店：占据核心商圈和品牌优势，难分流，是立身之本和综合优势体现

明星店是零售商资源积累和管理能力的综合体现，能够保证公司中长期竞争优势，同时也是其店网扩张的基石。今后，核心商圈明星店有望随着居民消费能力提升和持续品牌调整实现档次的不断升级。

- ▶ **明星店与普通店之间的巨大盈利差异是百货业的核心特征。**明星店在消费者心目中有很深的烙印，拥有稳固的“追星”客户群体，其顾客并不会因为周边其它门店的增加而分流，这与超市和家电易用新开店抢占份额不同。
- ▶ **明星店“黄金数据 3 个 10”：收入上 10 个亿，同店增长超越 10%，净利润率高于 10%。**由于明星店往往已经有较长的经营时间，管理体系已经成熟，可以以较少的经营成本撬动较大的利润空间。并且，由于费用大多是固定的，往往 10% 的同店增长就可以带来 20% 的利润增长。明星店的出色业绩也保证了公司整体良好的增速。
- ▶ **地处核心地段，尽享销售快速增长和物业升值。**明星店的形成往往是地理先天优势加上自身管理经营的努力，并且能带动周边配套设施的完善和物业的升值，其物业也大多都是自有的。比如，百联从最开始在青浦建奥特莱斯至今，如今物业升值已超过 10 倍，并且这地段还只是在郊区。
- ▶ **明星店集聚各项资源：上游的招商资源、下游的客户资源，以及自身的管理资源和商圈优势。**明星店是品牌商争相进入的地方，明星店掌握的客户资源也为公司新开门店的招商打下基础。王府井成都店的成功使得成都二店的招商变得更为简单，而百联青浦奥特莱斯掌握的客户资源也使得杭州下沙奥特莱斯可以在短时间内完成招商。
- ▶ **消费者的“路径依赖”与明星店的“消费心理垄断”：**正如在上海提起百货就想到八佰伴和东方商厦、在成都就想起王府井，明星店凭借品牌形象，成为消费者购物的“条件反射”和“第一选择”，对消费者的购物心理产生“垄断”。
- ▶ **节假日消费的焦点往往都是各地的明星店。**节假日，各明星店客流拥挤，“排队结账”现象严重，增速也往往再创佳绩！

图表 3: 2010 年全国单体百货销售额前 15 名

企业	店名	销售额（亿元,含税）	面积(万平米)	商圈	开业时间
杭州大厦	杭州大厦	53	GFA=18, OFA=10	武林	1988
北京新光天地	北京新光天地	48.29	GFA=18, OFA=12	CBD	2007.04
金鹰商贸集团	南京店	39.9	GFA=3.3, OFA=2.5	新街口	1996.04
上海第一八佰伴	第一八佰伴(新世纪商厦)	39.21	GFA=14.4, OFA=10.8	八佰伴	1995.12
王府井百货	成都王府井百货	30	GFA=13.5, OFA=6.3	春熙路	1999.12
长春卓展百货	长春卓展百货	30	GFA=13.3, OFA=7	重庆路	1999.09
上海新世界	新世界城	29.72	GFA=21, OFA=7.4	南京路	1995.12
银泰百货	银泰武林店	26.26	GFA=4.2, OFA=3.3	武林	1998.11
久光百货	上海店	21.5	GFA=9.2	南京路	2004.09
山东银座商城	银座商城店	20	GFA=6	泉城广场	1996.06
重庆新世纪	新都店	20	GFA=6.3, OFA=4.2	观音桥	2001.04
金鹰商贸集团	徐州店	19.8	GFA=6.0	彭城广场	2003.12
金鹰商贸集团	扬州店	16.9	GFA=4.1	文昌	2001.10
海信广场	青岛海信广场	13.5	GFA=6.3	东部	2008.06
华地国际	无锡八佰伴	12.7	GFA=7.5	中山路	1994.03

资料来源：中国企业家网，中金公司研究部

图表 4: 重点覆盖百货商的明星店 (因中西部消费水平差异, 中西部零售商中收入高于 7 个亿的门店也是非常好的明星店、净利润率也具备更大的提升空间)

企业	店名	面积(万平米)	商圈	物业	开业时间	收入2010 (税后, 百万)	净利润2010 (百万)
百联	第一八佰伴(新世纪商厦)	13	八佰伴	自有	1995-12	3176	348
	东方商厦(徐汇店)	3.2	徐家汇	租赁	1993-01	1475	110
	第一百货店	4.2	南京东路	自有	1949-10	1184	
	东方商厦南京东路店	5.45	南京东路	自有	2005-01	649	
	永安百货	3.4	南京东路	自有	2005年4月翻新	702	41
合肥百货	青浦奥特莱斯名品折扣店	12	青浦	自有	2006-04	1529	110
	鼓楼商场	OFA=3	步行街	自有	1996-12	1164	59
	合肥百货大楼	OFA=2.2	步行街	自有	1959-08	801	50
友好集团	天山百货	3	人民路	自有	1994-12-28重开	940	80
	友好商场	3	友好	自有	1958开业,陆续扩容	769	
	友好百盛	4	友好百盛	自有	2002	719	53
大商集团	大连商场	5	青泥洼桥	租赁	2001		
	麦凯乐大连总店	5.5	青泥洼桥	自有	1998-09		
	抚顺百货大楼	2.8	南站	自有	1998		
	新玛特青泥店	16.8	花园路	自有	2001-09		
	大庆新玛特	6.9	新玛特	自有	2001-12		
	新玛特开发区店	6.8	铁西广场	租赁	2002-07		
	大庆百货大楼	6.8	会战大街	自有	2002-11		
	郑州新玛特金博大店	6.6	二七	租赁	2006		
王府井百货	麦凯乐青岛店	11	香港中路	自有	2006		
	成都王府井	13.5	春熙路	自有	1999-12	2651	313
	北京百货大楼	14	王府井	自有	1955-09	1571	47
	北京长安商场	3.2	长安街沿线	自有	1990-05	745	27
	北京双安商场	3.6	中关村	自有	1994-08	1398	75
重百	长沙王府井	7.2	五一	租赁	2004-12	985	47
	解放碑商都	OFA=1.6	解放碑	租赁	1995-02		
	世纪新都	OFA=4.2	观音桥	自有	2001-04	1709	
	凯瑞商都	OFA=2.3	沙坪坝	自有0.9	2002-11		
	江南商都	OFA=1.7	南坪	自有1.3	2002-01		
	瑞成商都	OFA=2.6	杨家坪	自有	2005-04		
鄂武商	重百大楼	OFA=2.6	解放碑	自有	2001-11		
	武汉广场	7.35	武广	自有	1996-09	2073	178
	武汉世贸广场	8		自有	1999-09	861	64
广州友谊	武汉国际广场	5.5		自有	2007-09	746	51
	环市东店	OFA=4.2	环市东	自有	1959	2182	182
银泰百货	正佳店	OFA=3.8	天河	租赁	2005-01	713	40
	杭州武林店	4.2	武林	自有	1998-11	2230	
	宁波天一店	2.3	天一	租赁	2005-04	799	
	宁波东门店	4.6		租赁	2005-11	797	
	温州世贸店	3.3	大南	租赁	2007-02	872	
	杭州西湖店	8	吴山	自有	2008-04	767	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部估测

图表 5: 重点覆盖百货公司 5 万平方米以上大店占营业面积比例统计以及明星店统计

公司	门店总数	总面积 (万平米)	面积超5万平米的门店			公司	门店总数	总面积 (万平米)	明星店		
			门店数	面积 (万平米)	面积占比				门店数	面积 (万平米)	面积占比
大商股份	83	329	25	184	56%	大商股份	83	329	9	68	21%
友谊股份	35	178	12	138	78%	友谊股份	35	178	6	41	23%
王府井	22	114	6	60	53%	王府井	22	114	5	41	36%
鄂武商	10(含收购3家十堰人商)	68	6	58	85%	鄂武商	10(含收购3家十堰人商)	68	3	21	30%
友好集团	8	29	2	13	43%	重庆百货	45	74	6	15	20%
银泰百货	23	90	4	33	36%	友好集团	8	29	3	10	34%
						合肥百货	16	36	3	9	24%
						广州友谊	5	13	2	8	60%
						银泰百货	23	90	5	22	24%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 6：明星店节假日的火爆场景

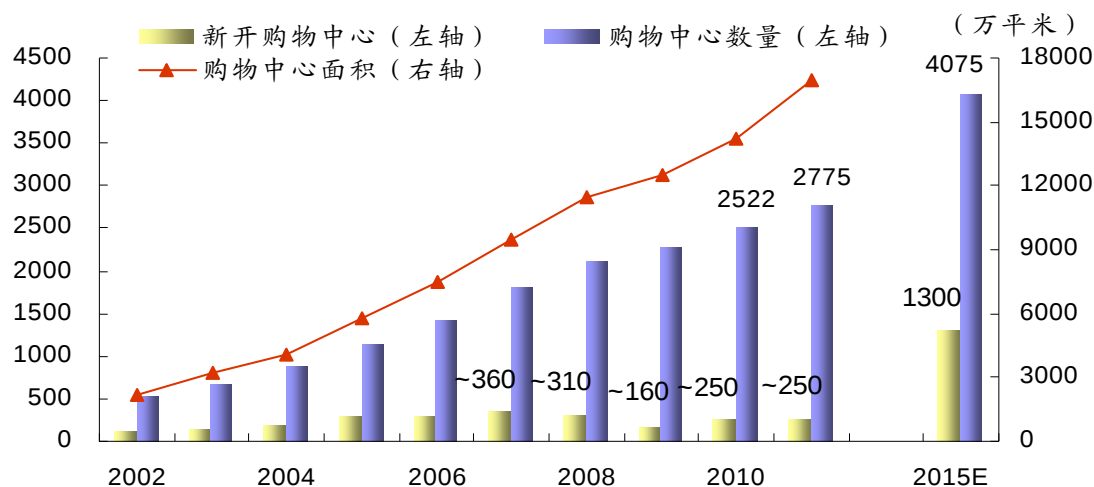


资料来源：公开数据，中金公司研究部

大型 Mall（购物中心）：大发展阶段，零售商相对房地产开发商更具优势

- ▶ 2006 年以来国内购物中心发展迅速，其大体量、业态全、环境好，满足一站式购物需求的特征吸引了众多客流，因此其选址相对而言也没有百货苛刻，社区型购物中心成为主流之一。根据中购联估计，预计到 2011 年底全国购物中心将达到 2775 家、面积 17000 万平米，到 2015 年可达 4075 家。
- ▶ 如果把购物中心看作是“狼”，那么百货商也是“披着羊皮的狼”。众多优秀百货商早在前几年就已成功试水购物中心，现已成为公司重要的利润增长点，百联的购物中心面积已达 111.1 万平米，占比达 57%，而大商、王府井、鄂武商、友好、银泰等也都拥有大量 5 万平米以上的大体量门店，这些门店通常都是核心商圈的明星店，拥有充裕的客流和稳固的顾客群体。
- ▶ 相对而言，有些房地产商在近几年也加大了商业地产投入，相对零售商专业经营而言，房地产商更多的是作为整个房地产项目的配套，出售住宅相关为主要利润来源，同时在商场的品牌招商、经营管理等方面均存在差距。

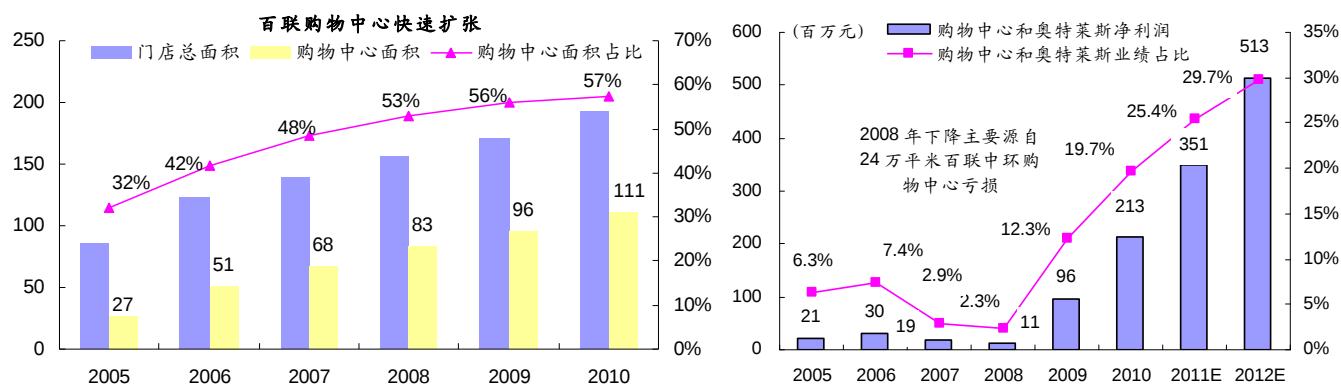
图表 7：购物中心发展较为迅速



资料来源：中购联，中金公司研究部估算

<案例分析>：百联在购物中心经营优势显著，是业内的先行者和显著受益者

- 1) 公司自浦东华联首家购物中心开业以来，目前购物中心门店数量已达到 11 家，面积达到 111.1 万平米，占公司总面积的 57%；
- 2) 相比房地产开发商，百联开购物中心更加得心应手，购物中心经营水平和盈利能力优异，其中百联中环、西部购物中心、又一城、南方商城及新开的几家郊区购物中心等均有有望实现盈利快速提升；
- 3) 此外，公司奥特莱斯业务已成为国内奥特莱斯成功的典范，其中青浦奥特莱斯 2006 年开业，2007 年即实现盈利，且初始投入只有 5 个亿，现在市价可达 50-60 亿；此外杭州下沙（委托管理，可优先收购股权）也获成功，近期又签下南京奥特莱斯项目。
- 4) 预计今后两年购物中心和奥特莱斯业务净利润复合增长率能够达到 58%，贡献率占比将从 2010 年的 20%提升至 2012 年的 30%，对公司业绩拉动也将日益明显。

图表 8：百联购物中心经营优势显著

资料来源：公司资料，中金公司研究部

网购：影响了谁，该关注什么？

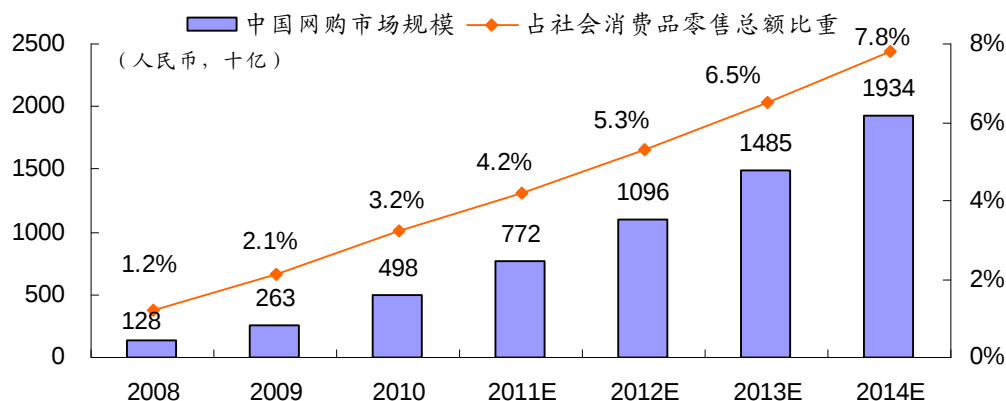
中国网购市场仍处于起步阶段，过去几年经历了快速增长，至 2010 年整体规模达到 4980 亿元，占社会消费品零售总额的 3.2%，据艾瑞咨询预计，至 2014 年将达到 19338 亿，占比 7.8%。随着网络购物越来越为消费者所熟知和崛起，市场对其关注度也不断增强。

我们认为，既要承认冲击，但也不必过分夸大：

- ▶ **消费市场足够大，各业态均有发展空间，海外发达市场显示网购占消费市场比例并不高。**即便是在达到一定结构平衡的发达国家，网购占零售消费的比率不超过 10%，其中美国仅占 4.3%，日本在 5% 左右。中国消费市场每年保持 15% 左右的增速，市场足够大，网购和其他业态均有发展空间。即使到 2014 年网购市场容量达到 19338 亿元，扣除其影响，其他业态的增速仍然达到 14%。
- ▶ **标准化商品影响大，商品均价不高，对主流时尚中高档百货的冲击较小。**美国市场显示，虽然整体网购份额只有 4.3%，但是消费类电子产品网购份额达到 14.5%，明显高于平均水平，而服装、化妆品、金银珠宝等的比例约在 6% 左右。同时，网购的商品均价并不高，从淘宝的统计数据来看，**网购最为畅销的服装服饰商品均价为 120-160 元之间，对中高档定位的百货而言并不构成太大影响。**
- ▶ **区域发展并不平衡，一线城市和发达省会城市有影响，中西部影响小。**受物流配送以及互联网普及的限制，目前中西部地区网购的发展水平显著低于京沪穗深等沿海发达城市，中西部和东北百货商受网购冲击小。

- **网购要成功，物流和较高毛利率是核心要素。**网购相对实体店最大的优势在于节省了租金，但是相应的在物流以及广告营销费用层面也相应加大，尤其是其规模扩大至一级和省会城市之外，相关成本压力也将愈加明显，事实上，亚马逊通过9年运营（95年成立，2003年起盈利）才实现了盈利，物流成本率的下降和保持20%以上毛利率是重要保证。
- **零售商亦可网购，且有采购和物流优势。**国内部分著名实体零售商已涉足网购，如苏宁、百联集团、银泰等，凭借其品牌基础、顾客信任度以及物流、采购规模，发展趋势向好。

图表 9：网购快速发展



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 10：不同的盈利模式，美国主要在线销售零售商举例

C2C		美国	中国
		eBay	淘宝商城
B2C	综合网上商城	Amazon	新浪商城
	专业网上商城	Newegg	京东商城
	零售商网上商城	Staple, Sears, Best Buy	苏宁Ego 国美库巴
	厂家/品牌网上商城	Dell, Apple	很多品牌和厂商开了网店

编号	公司名称	在线销售额 (亿美元, 2008年)	备注
1	Amazon.com Inc.	192	纯网购零售商
2	Staples Inc.	77	
3	Dell Inc.	48	
4	Office Depot Inc.	48	
5	Apple Inc.	36	
6	OfficeMax Inc.	31	
7	Sears Holding Corp.	27	
8	CDW Corp.	26	
9	Newegg.com	21	
10	Best Buy	20	

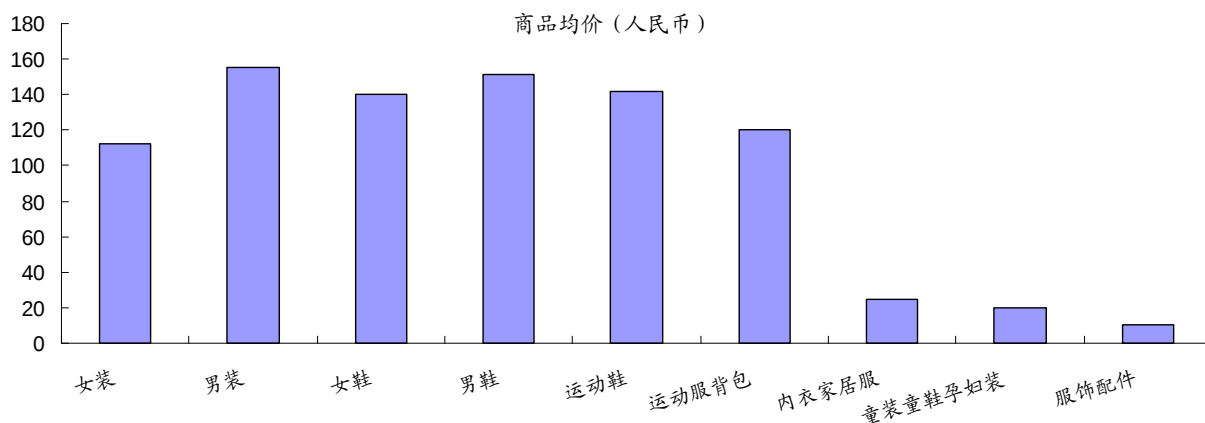
资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 11：中国零售市场巨大，各业态均有发展空间；网购占比低，标准化商品易受冲击（2010年）

网购占各品类总消费的比重				
	中国	美国	日本	韩国
网购整体	3.2%	4.3%	5.0%	12.3%
服装	0.6%	6.2%	7.1%	11.9%
珠宝	0.2%	8.0%	4.5%	-
化妆品	3.1%	5.4%	4.9%	7.6%
消费性电子产品	4.5%	14.5%	4.0%	14.7%

资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 12: 淘宝网交易服装服饰类商品均价 (2010)



资料来源：公开资料，中金公司研究部

<案例分析> Amazon: 物流是发展根基，高毛利率是保证

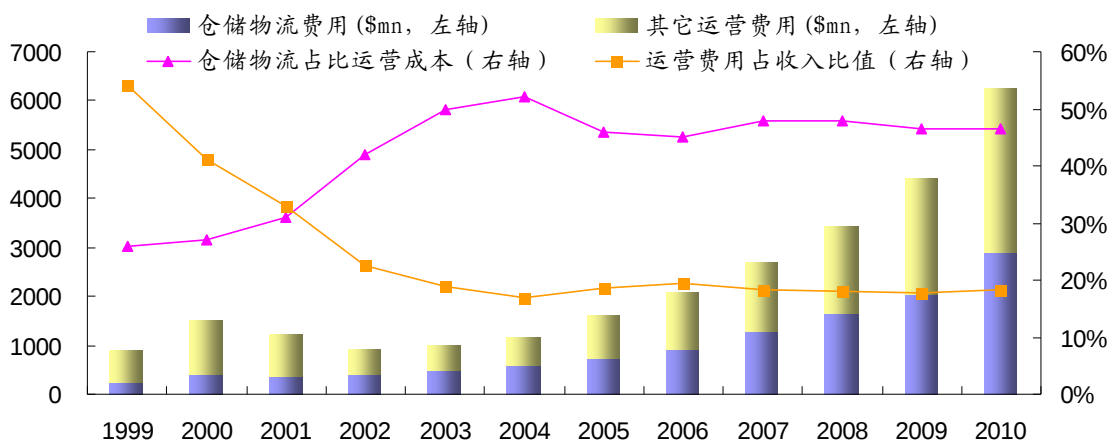
Amazon 成立于 1995 年，是全球最大的在线零售商，2010 年销售额高达 342 亿美元，净利润 11.5 亿美元。作为全球最大的网络购物零售商，亚马逊的顾客遍布世界 200 多个国家，提供了拥有 400 多万种商品的多元化一站式购物平台。

物流是电子商务中唯一没被虚拟化、需要实实在在运作的因素

- Amazon 在全世界拥有 42 个物流中心（美国 21 个，含在建）。强大的物流体系不仅保持了 Amazon 的高存货周转率，同时也使 Amazon 化身为物流服务提供商。
- Amazon 产品丰富，根据不同商品类别建立不同的配送中心、配送模式上大部分采取外包的方式、“邮政注入”（使用自己的货车运送到邮局再由邮局送货），将库存控制在最低水平（实行零库存），实行信息化、正规化。
- Amazon 从 4Q02 起盈利，但在亏损期间仍自建了 7 个物流中心，以平均每个 5000 万美元计，达 3.5 亿美元。存货周转率的快速提升归功于此。

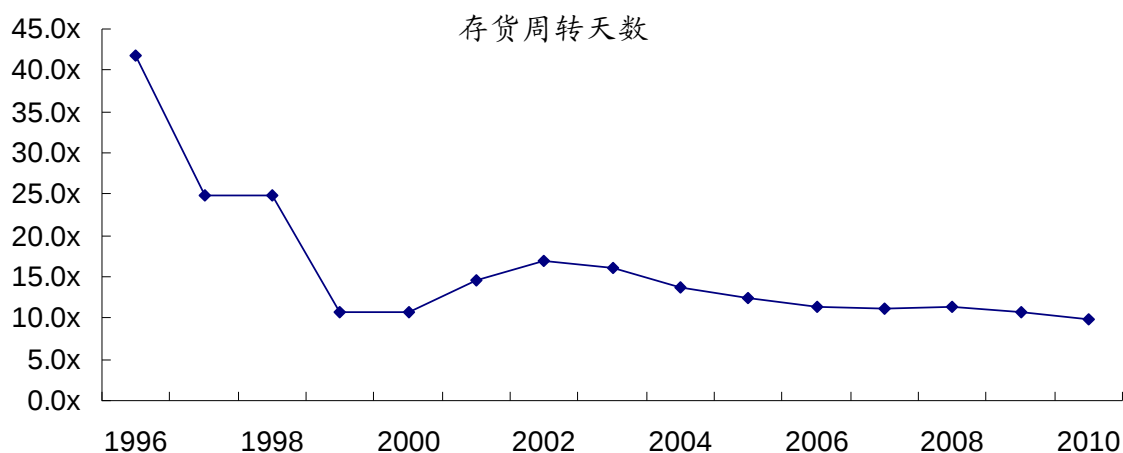
Amazon 的毛利率基本维持在 20% 以上：Amazon 从最初的图书经营，到后来的婴儿用品和珠宝首饰等产品，现在各个国家都有丰富的产品线。Amazon 通过拓展品类，平衡各类商品的利润，进而改变单一产品打价格战带来的利润摊薄问题，同时较高的毛利率也保证了覆盖期间费用率的压力。

图表 13: Amazon 运营成本占收入的 18%，而仓储物流占运营成本接近 50%



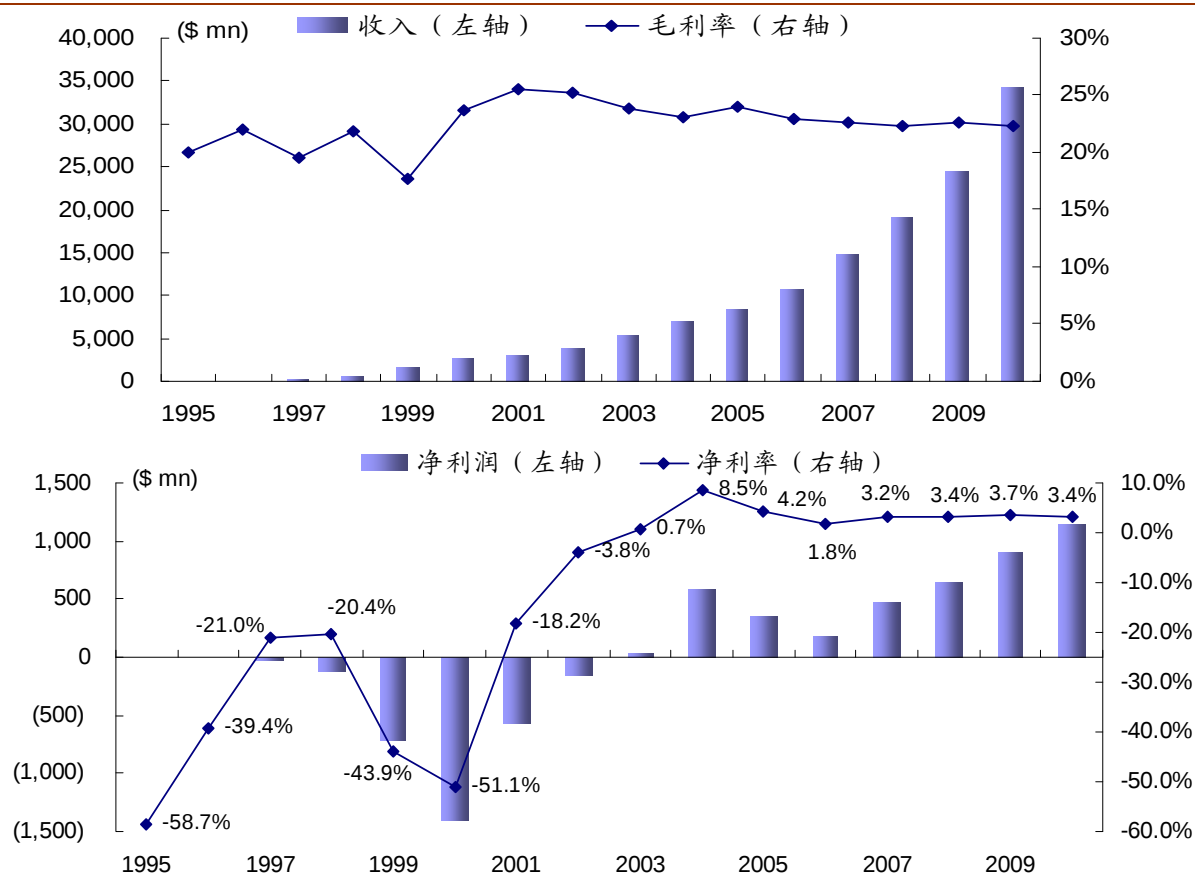
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14: Amazon 存货周转天数历史变化情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 15: Amazon 收入、毛利率、净利润和净利率情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

政策面：2011 重在规范市场，2012 有望相对宽松

2011 行业政策偏紧，重在规范市场，领军公司影响有限

2011 年，行业政策层面对零售市场的支持力度不足，主要体现在对购物卡、打折促销的治理、清理整顿大型零售企业向供应商违规收费等问题的管理。

这些政策的推出，从本质来看是为了更好地规范零售市场秩序，促使行业今后更好地健康增长。事实上，我们重点跟踪的上市公司均管理较为严格且操作规范，2011 年零售商的业绩也证明了这些治理对优势公司负面影响有限。

- ▶ **购物卡实行实名制管理。**5月23日国务院办公厅转发中国人民银行、监察部、财政部、商务部、税务总局、工商总局、预防腐败局7部委《关于规范商业预付卡管理的意见》，要求进一步规范商业预付卡管理，操作上“单张不记名商业预付卡面值不超过1000元，单张记名商业预付卡面值不超过5000元”。11月23日，商务部发布《单用途商业预付卡管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，对预付卡管理进行详细说明。简评：正面影响在于购物卡合法化，但对零售公司预付卡销售额有所影响，目前已经逐步消化；短期盈利影响主要体现在预收款项带来的财务利息收入有所减少。
- ▶ **打折促销需明码标价。**发改委要求商贸企业依照《价格法》，明码标价进行打折促销，严禁价格欺诈行为。简评：重在市场秩序的梳理和防止虚假价格出现，对于习惯促销的消费者短期有影响，是个逐步适应的过程。
- ▶ **清理整顿大型零售企业向供应商违规收费。**5月17日，在商务部召开的例行新闻发布会上，商务部新闻发言人姚坚透露，针对零售行业存在的收取进场费等问题，商务部正在起草《规范零售商、供应商交易行为意见》和《零售商、供应商商品供销合同规范》。12月19日，《清理整顿大型零售企业向供应商违规收费工作方案》经国务院批准，对零售商要求：规范促销服务费、禁止违规收费、落实明码标价。简评：零售商主要毛利由合同签订，另外附加一些促销费、新品上架费等，属于正常范围，上市公司相对规范影响较小，同时零售商也可以将其合同化。

近期政策有所松动，2012 行业政策有望相对宽松和鼓励

- ▶ **三部委联合发文要求做好十二五扩大消费工作，奠定主基调。**2011年10月25日，商务部、财政部和中国人民银行联合发文，明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策，进一步增强流通在扩大消费中的作用，创建扩大消费的良好环境和氛围。有两点值得进一步诠释：1）未来消费政策面会更加宽松；2）良好增长的消费市场是经济增长的中流砥柱。
- ▶ **以上海为试点营业税改增值税，未来有望逐步扩大。**在上海市交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点，在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上，新增11%和6%两档低税率。简评：此次营业税改增值税的出发点是降低企业税负，动态来看，未来区域范围和内容扩大等政策变化均值得期待。
- ▶ **进口关税下调，品类试点有望逐步铺开。**近期，国家对部分进出口关税进行调整，其中包括冷冻海鱼、特殊配方婴幼儿奶粉、婴儿食品、护肤品、烫发剂、餐具、厨房用具等用于促进消费和改善民生的日用品，体现了国家加强民生、促进消费的决心。同时，未来有望扩大下调品类。简评：预计后续进口关税将有望进一步下调，品类放宽，更有利于国内零售商，因为可选品牌更多，增强零售商对国外品牌讨价还价的能力和品牌组合资源。
- ▶ **免征蔬菜流通增值税，利好超市零售商。**12月19日国务院办公厅发布《关于加强鲜活农产品流通体系建设的意见》，提出“改造和新建一批公益性农产品批发市场、农贸市场；完善农产品流通税收政策，免征蔬菜流通环节增值税”，从而进一步降低流通成本，建立完善高效的鲜活农产品流通体系。简评：有望梳理流通环节价格体系，流通成本和终端价格的下降将刺激消费提升，对超市公司影响正面；客观而言，若价格下降为超市消化，能带来一定毛利提升空间（但实际上该类商品主要为吸引客流，所以超市也普遍采取低价策略）。

其他可能的消费政策：1）据新闻媒体报导，部委欲调整银行卡刷卡手续费，而发卡行的收益从交易金额的0.7%（一般商户）和1.4%（餐饮）可能下调至0.35%-0.2%（经济观察报）。由于刷卡手续费是由商家分别支付给发卡行、收单机构和银联，下调刷卡手续需静态估计净利润影响在低个位数。2）零售企业更多购进固定资产进项税额抵扣（电梯、空调等）在业内也已经讨论多年，目前暂不明朗，但在刺激消费的大背景下也可适当关注。

数据面: 2012 年 1 季度成全年低点, 目前情况好于金融危机时水平

目前, 市场比较关注板块最坏的盈利情况会怎么样? 我们用金融危机时的板块盈利和股价表现进行了比较, 我们认为当前的情况和金融危机时有相似点也有不同的地方, 但现状好于金融危机时水平。

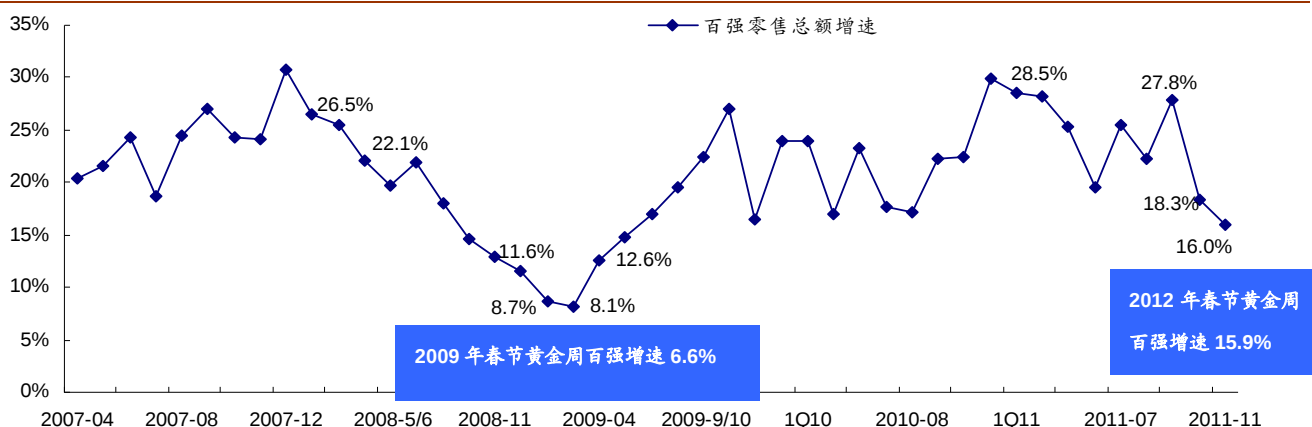
- ▶ 相同点在于: 经济和消费增速下滑, 消费者信心受到影响, 需求较为疲软。
- ▶ 不同点在于: 消费者当前预期并没有金融危机时那么差, 真实的需求依然存在, 12 月进入寒冬之后各地销售趋势均有普遍的回升趋势。金融危机时消费下行部分来自外界冲击, 时间较短; 此次影响可能会持续; 2011 年品牌涨价后一定程度上抑制了消费需求, 促销可能更为频繁, 但优势零售商的毛利率让利压力并没有 1Q2009 年大。

2012 年 1 季度成全年低点

2011 年 10 月之后零售商销售增速因为暖冬、消费子类别放缓等叠加因素影响出现了明显下滑, 渠道调研显示, 12 月天气变冷后, 百货零售商销售增速有回升至 20% 左右的趋势, 元旦销售增速基本保持。

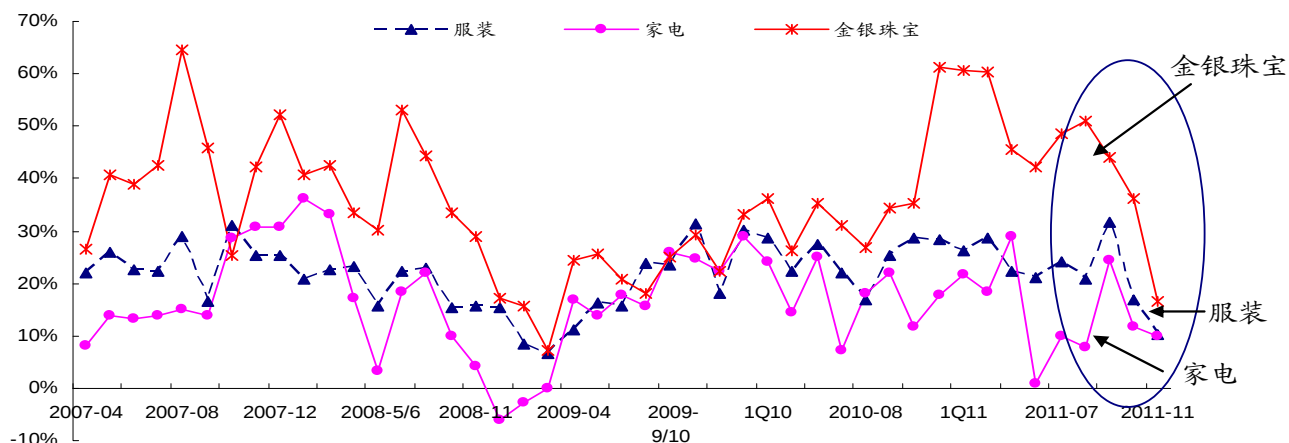
我们预计, 受高基数加之经济消费增速放缓的影响, 1 季度零售公司同店增速会出现分化 (百货公司在 10% 左右, 平均店龄较年轻的公司可达到 15% 左右; 超市 5% 左右; 家电零售或许会出现阶段性的持平或负增长情况), 成为全年低点。1-2 月的销售情况较为关键, 2012 年春节在 1 月份, 去年是在 2 月, 因此单月存在一定干扰因素影响。

图表 16: 2011 年各月百强销售增速



资料来源: 中华商业信息网, 中金公司研究部

图表 17: 2011 年各月百强销售分品类增速



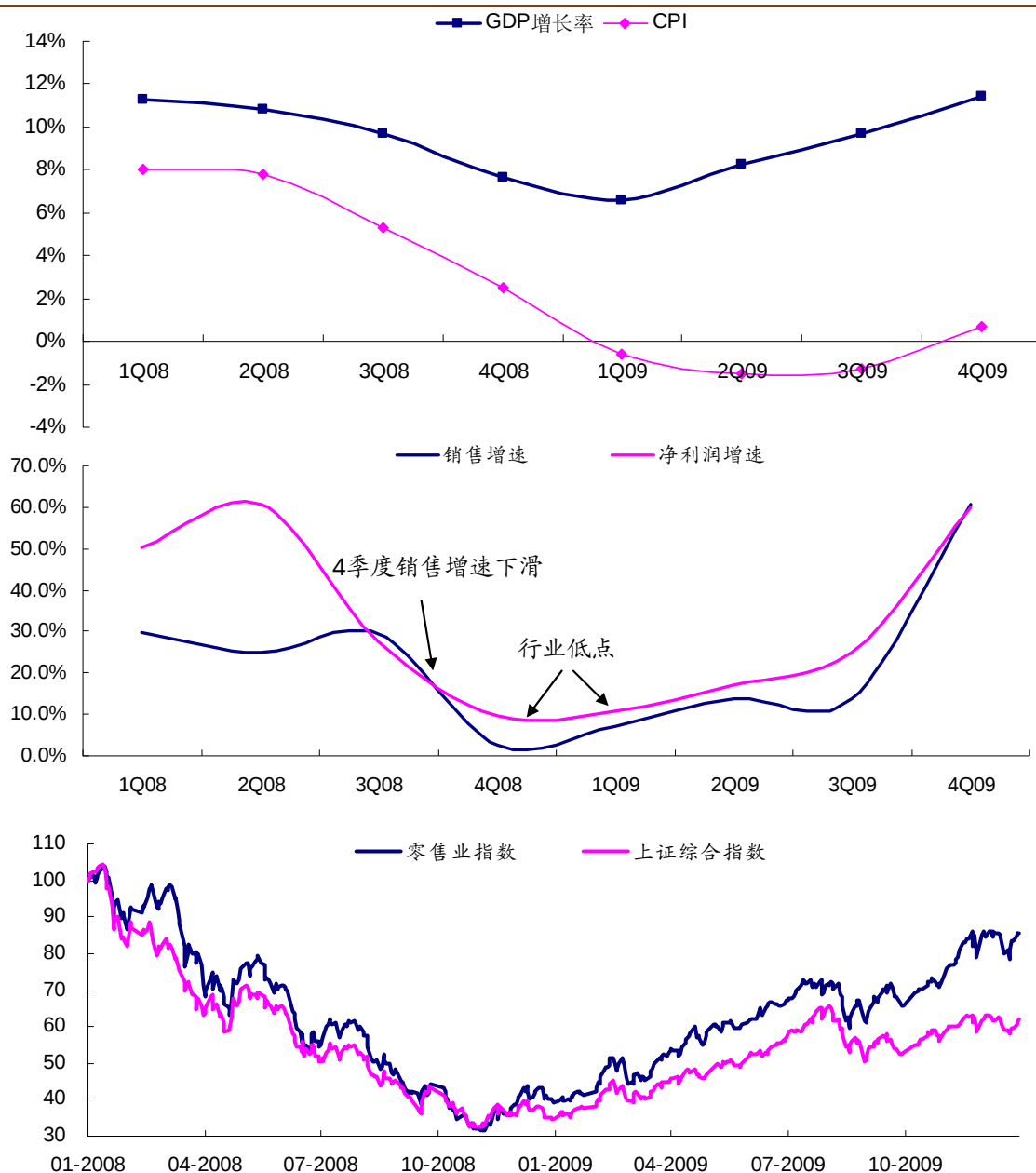
资料来源: 中华商业信息网, 中金公司研究部

历史研判：板块最差季度仍能实现 10% 增长，走势先于大盘触底

► 零售板块在经济回升和繁荣时，明显跑赢大盘；在经济衰退时，随大市调整表现一般，尤其在中后期明显跑输大盘。回顾 2008 年金融危机：

- 1) 整体消费增速自 11 月开始明显放缓，直至 2009 年 1 季度（百强销售增速从 3 季度 20% 左右下降至 10% 左右）。1-2 月之后板块销售和盈利开始明显回升，时滞大概在 5 个月左右。
- 2) 零售板块股价在前 3 季度随大势调整，11 月开始消费增速明显放缓，板块大幅调整且明显跑输大盘，市场预期反应充分先触底。
- 3) 从盈利最坏季度来看，4Q2008 和 1Q2009 板块净利润增速均为 10% 左右，百货约 12% 和 14%，相对最为防御。

图表 18: 2008 年金融危机时板块盈利和股价表现回顾



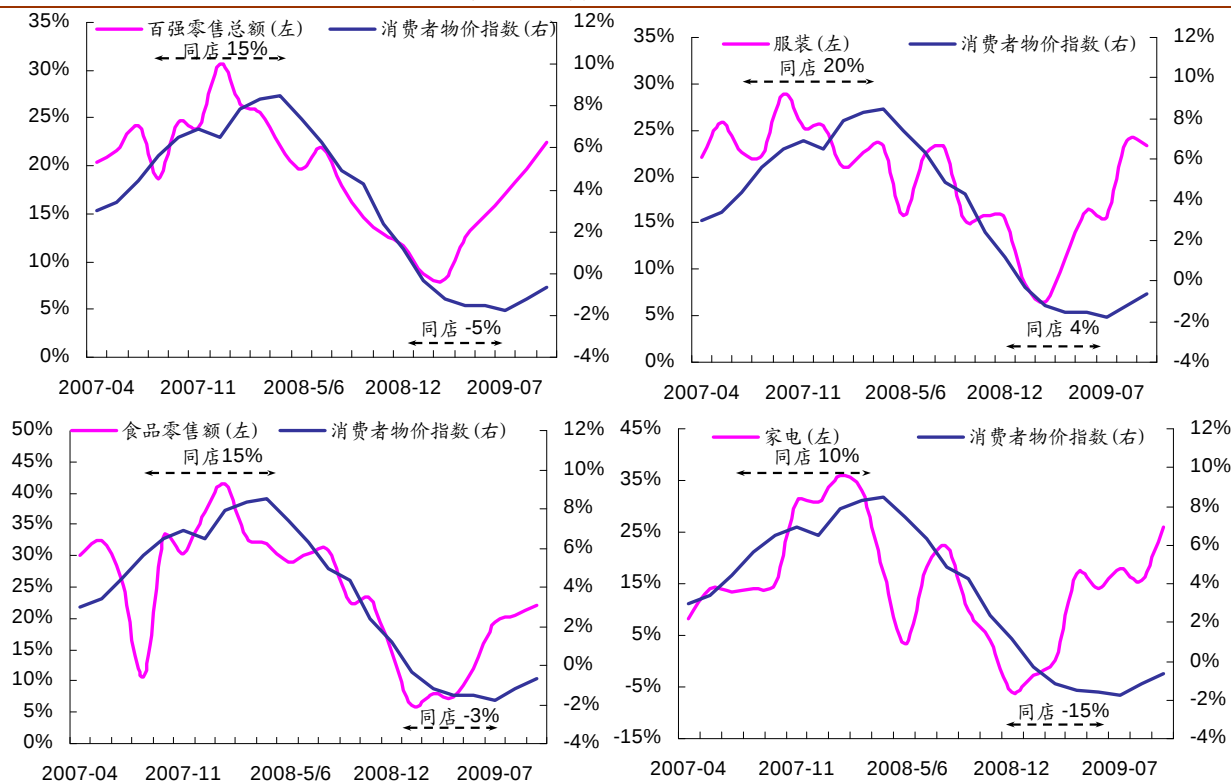
资料来源：公司数据，wind，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

百货最防御，弹性也最大

- ▶ 百货不仅在 CPI 高峰拿到了最高的同店增长（20%），且在金融危机和 CPI 最低谷也获得了 4% 的平均同店增长，体现出了更好的防御性，主要得益于品牌调整和消费升级趋势。
- ▶ 超市的同店增长为-3%，其消费量是防御的，但价格却对 CPI 的下滑非常敏感；家电零售商同店增长下降至-15%，对经济周期和房地产市场有敏感性。

图表 19：物价水平变化与服装、食品、家电等主要消费品销售增速的关系



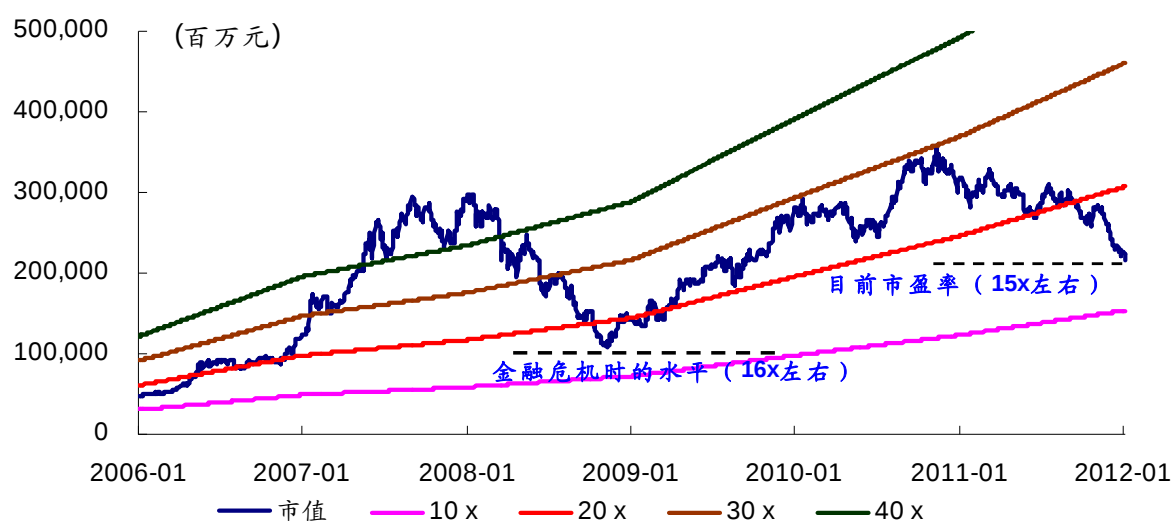
资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部

板块估值：处于历史和可选消费子行业低端

历史估值和消费相关行业比较

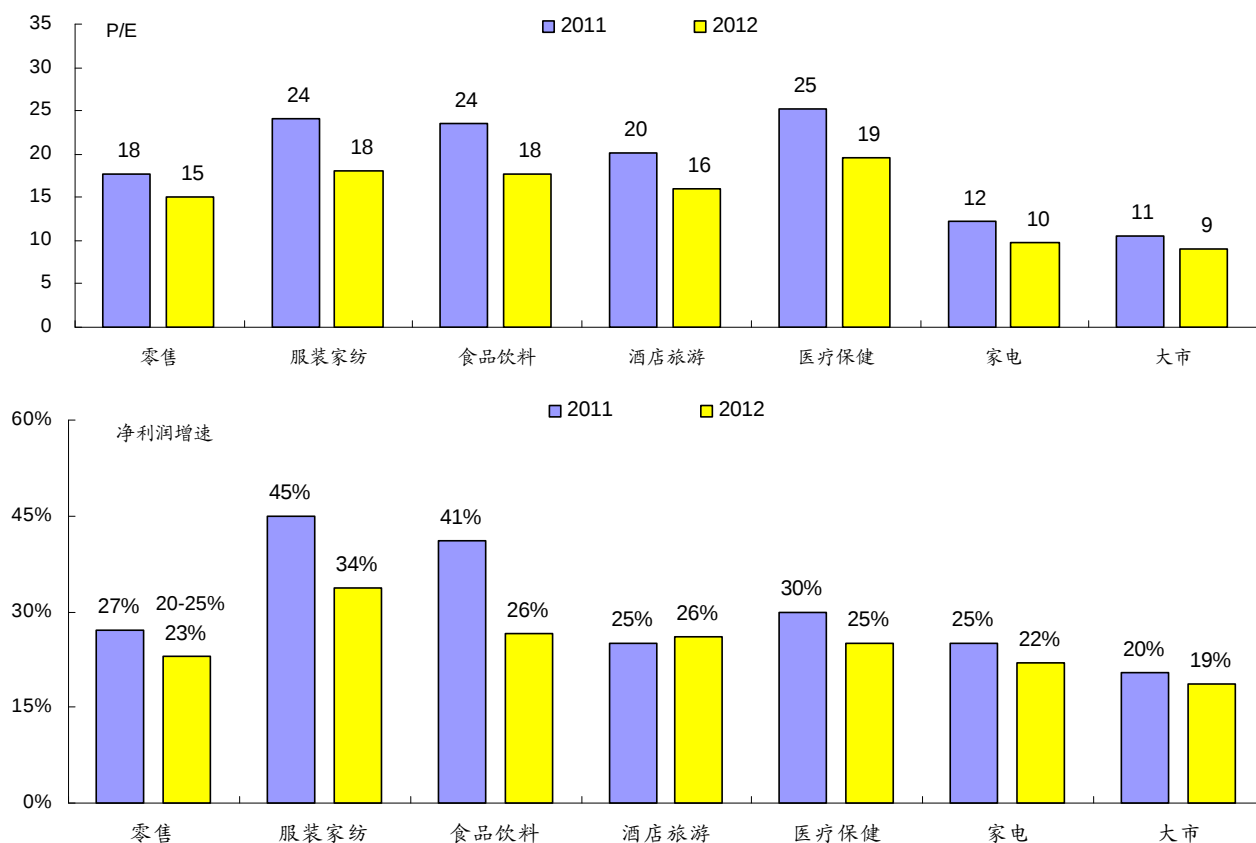
- ▶ 零售板块经过 4 季度以来的调整后，目前 2011-2012 年市盈率分别在 18 倍和 15 倍左右，和金融危机时的水平差不多（当时板块 16 倍左右）。
- ▶ 从可选消费子行业比较来看，零售板块估值水平亦处于最低水平，但业绩增速有望达到 20%-25%。事实上，在经济增速有所放缓、通胀有所回落的情况下，零售业绩更为防御，而 2011 年依靠涨价实现快速增长的消费子行业反而可能会面临一定的压力。因此，如果在消费子行业中进行配置，零售板块具备性价比。

图表 20：零售行业 P/E 变动趋势



资料来源：公司数据，wind，中金公司研究部

图表 21: 消费子板块估值和业绩比较



资料来源：公司数据，中金公司研究部

板块年底估值看 18-20 倍，个股存在分化可能性

目前零售板块 2011 年 18 倍市盈率已经较大程度上反映了板块的负面预期以及近期技术面的调整压力，因此是比较“实在的”底部情况。

我们认为，考虑到目前市场环境，正常情况下板块 2012 年底的估值中枢能够达到 20 倍左右，相当于把业绩增速兑现出来。整体来看，今年零售商的业绩将出现分化，估值也将有所区别，业绩增速快和基本面改善明显的公司将具备更好的弹性和估值提升空间。

- ▶ 2012 年 18 倍（目前 2011 年交易市盈率），上升空间 20%。
- ▶ 2012 年 20 倍市盈率测算（相当于把业绩增速兑现出来），上升空间 33%。

投资建议：相对看好泛百货零售商，集中持有核心品种

板块短期中性，1 季度末和 3 季度时点值得关注

市场预期下调后板块继续下行空间已不大，估值基本到位，但启动时点仍然需要等待。相对 2011 年盈利前高后低的趋势而言，今年有望体现出前低后高，一季度末和三季度两个时间点值得关注。

- 1) 1 季度成为全年行业低点，1-2 月合并销售表现非常关键，市场预期在此基础上有望逐步明朗，经营数据较好的公司有望带来新的介入机会，建议可逐步吸纳前期超跌、基本面良好的优势个股。
- 2) 今年 3 季度末往后看，4 季度高基数效应逐渐消失，且 2013 年 1 季度同比基数不高，因此可以预期连续 2 个季度盈利增速的持续回升，有望带来板块行情。
- 3) 2-3 季度行业相对较为平淡，可适当关注是否有相关激励措施出台带来的交易机会。

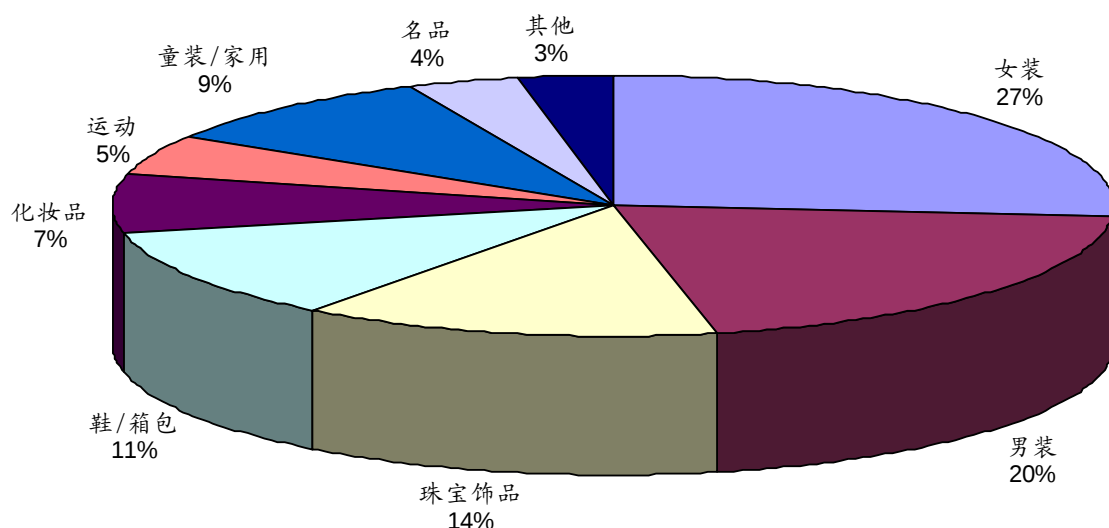
子行业选择上偏向前期超跌的泛百货零售商（大店占比高、购物中心和奥特莱斯业态），建议集中持有核心品种，关注新兴渠道和业绩增长确定性。

相对看好泛百货零售商，超市上半年同店有压力，家电受周期影响

► 百货：消费市场的基金经理，中长期成长空间仍大

- 1) 消费市场基金经理，具备品牌调整能力。百货零售商通过末位淘汰等制度保证了所卖商品的畅销和整体盈利能力的提升，并且对市场的变化比较敏感，尤其是对新的热点，或销售不佳的品类进行迅速调整。例如，2009 年开始很多商场已经在缩小运动相关商品的营业面积，该行业订单增速出现下滑是在 2010 年上半年。2011 年消费子类别中销售最好的服装、金银珠宝、家纺等均在百货店中占据主力位置。

图表 22：百货店品类构成举例



资料来源：公司数据，中金公司研究部

- 2) 处于上升通道，涨价门槛低，仍具备较大提升空间。1) 日本百货商的经营指标在 1990-2000 年达到峰值，韩国在 2000-2010 年间达到峰值。与之相比，中国还有巨大差距，同时中国实质意义上的大品牌资源仍然较为欠缺。2) 中国的扣点率比日本和韩国低 10% 左右，坪效仅是日本和韩国最高水平时的 10%-20%。

图表 23: 中国百货商仍具备较大发展潜力

高岛屋/日本	1980	1990	2000	2008
百货店	4	8	16	16
营业面积 (万平方米)	16	21	52	53
联营销售佣金比率	24%	24%	27%	26%
坪效 (美元)	11500	24900	17500	15600

乐天/韩国	1980	1990	2000	2008
百货店	1	2	12	22
营业面积 (万平方米)	5	10	41	71
联营销售佣金比率	-	-	26%	33%
坪效 (美元)	-	-	11200	7400

资料来源：公司资料，中金公司研究部

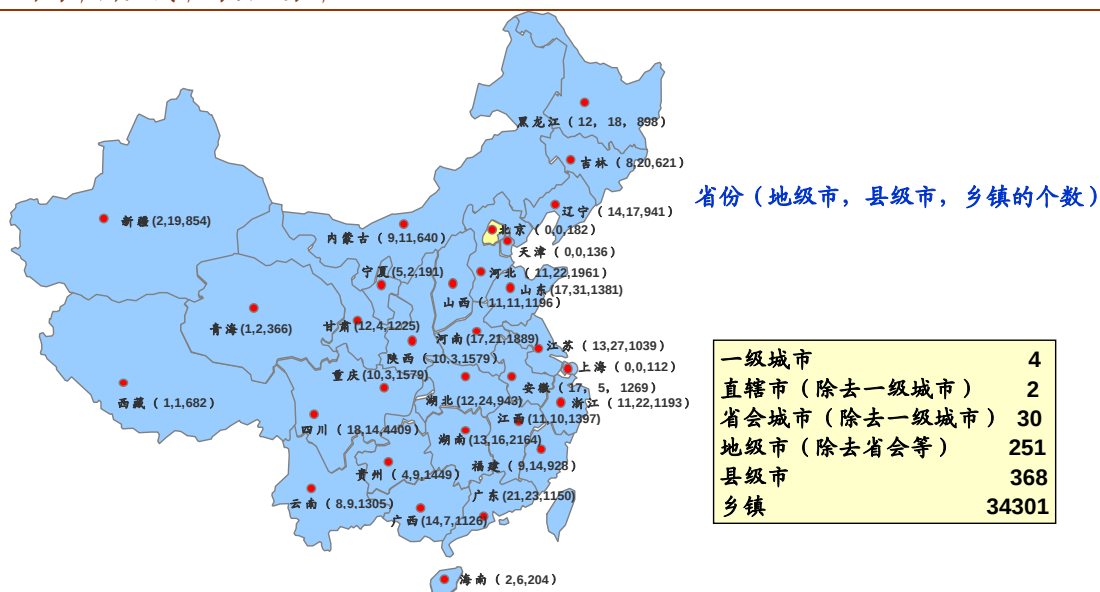
图表 24: 美国第五大道 SAKS 顶级品牌众多

鞋类、皮具箱包	Salvatore Ferragamo	Christian Louboutin	Manolo Blahnik	Jimmy Choo	
	Bottega Veneta	Fendi	Dior		
服饰	Armani Collezioni	Burberry	Alexander Wang	Oscar de la Renta	Prada
	Ralph Lauren	Valentino	Yves Saint Laurent	Alexander McQueen	Dior
化妆品和香水	CHANEL	Guerlain	Gucci	Lancôme	Clarins
	Erno Laszlo	Estée Lauder	Clinique	Shiseido	Dior

资料来源：公司资料，中金公司研究部

- 3) **外延扩张，仍大有可为。**中国市场空间广阔，目前主要零售商均布局在一线和省会城市，广大二、三线城市仍然有待开发，这也为优势零售商提供了持续的增长空间，例如：
- 银泰：银泰目前在浙江拥有门店 16 家，考虑到浙江百强县有近 30 个，但公司进入的还不到一半，如果像杭州一样加密布点门店更是至少存在翻倍空间；同时，省内低层级市场也有小规模、零散的零售商，存在整合机会。
 - 合肥百货：安徽有 17 个市、105 个县级单位（县级市 5 个、市辖区 44 个、县 56 个），而目前公司在全省百货门店仅 16 家（自营 15 家，加盟 1 家）、进入 8 个城市，外延扩张均具备很好潜力。

图表 25: 地域广阔的中国: 城市的层级分布



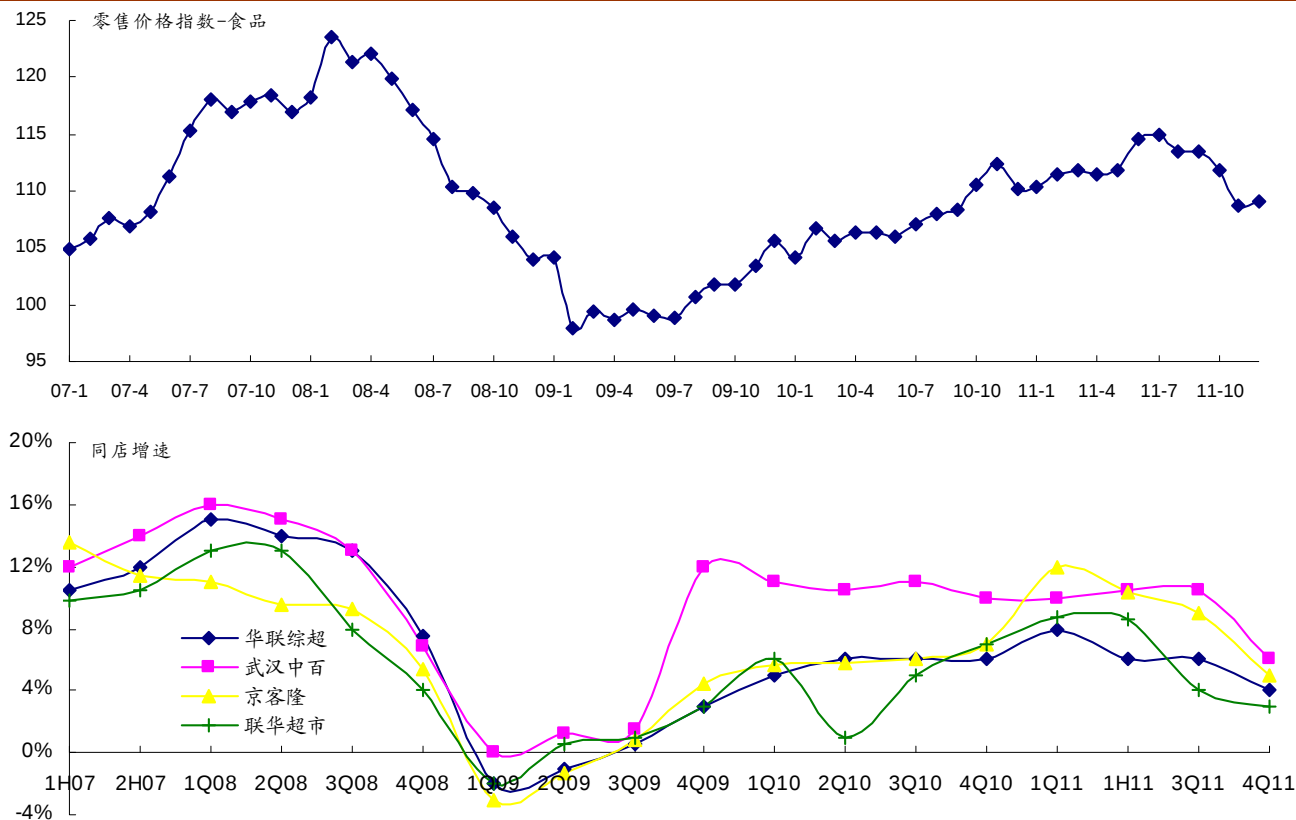
资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

► 超市同店增速和食品价格变化紧密相关, 家电受经济周期变化影响

1) 超市公司的同店增长基本和食品价格走势一致, 2011 年 3 季度以来各公司已经呈现回落之势, 2012 年上半年由于基数仍然较高, 因此同店增速仍将面临一定压力。

2) 家电零售同店增长波动相对更大, 同时需要追踪家电市场变化趋势和房地产相关影响。

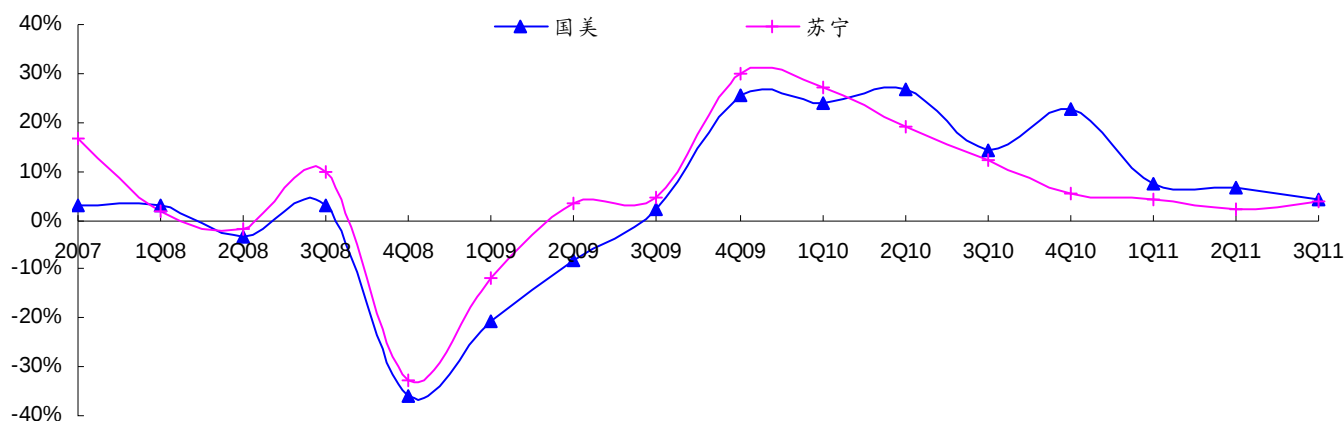
图表 26: 食品零售价格指数以及超市企业内生增长情况



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 27: 苏宁、国美同店增速变化趋势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

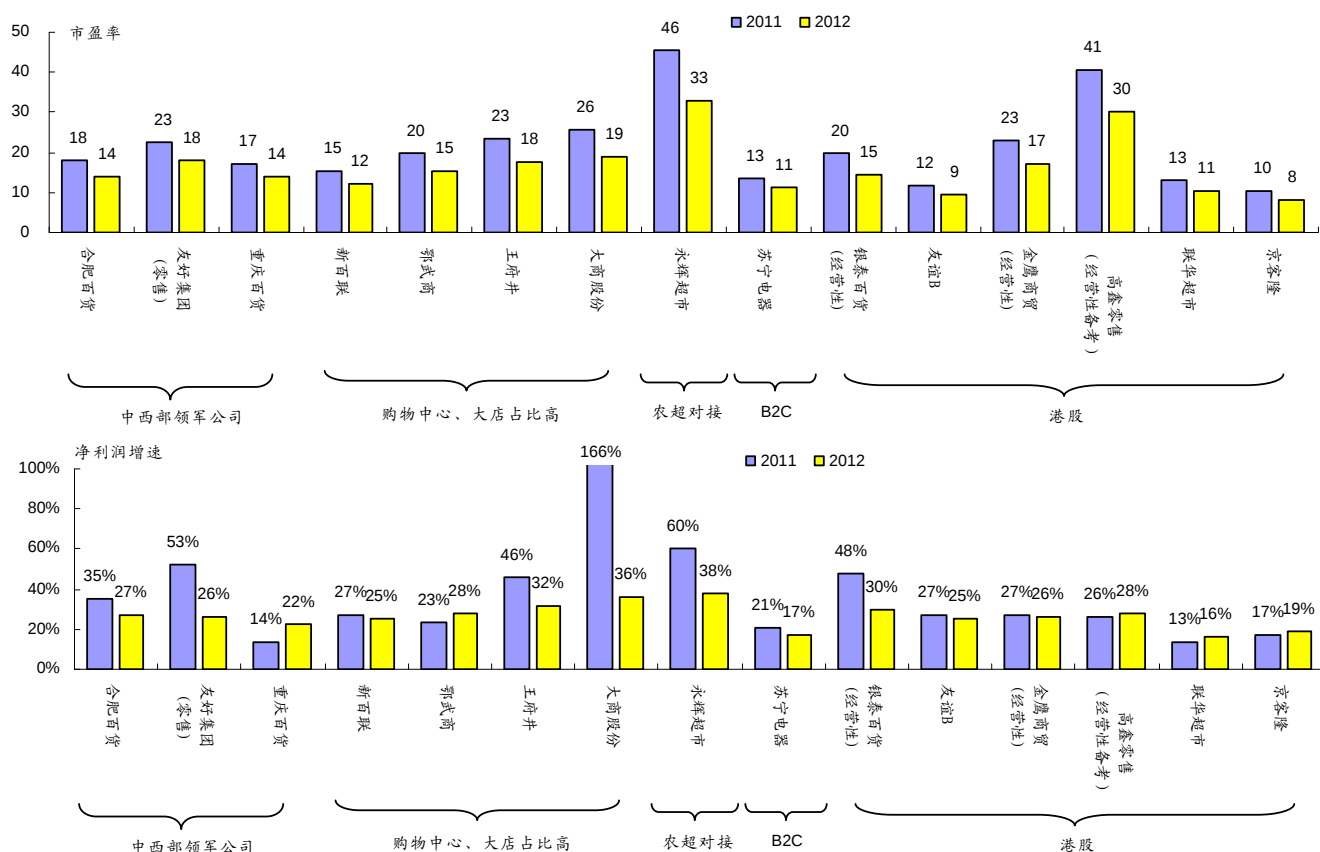
集中持股核心品种，关注新兴渠道和业绩增长确定性

- **中西部领军公司**：合肥百货（2012年零售市盈率14x，业绩增速板块领先，购物中心后续拓展有序）、友好集团（10x，若仅考虑零售业务18x，新疆消费第一股）、重庆百货（14x，重组整合提升业绩，上半年是磨合期，下半年有望带来新机会）；
- **大店、购物中心占比高，基本面改善的零售商**：友谊股份/新百联（12x，购物中心占比达到57%，今年能够看到整合效应和投资者交流改善，资产价值突出）、王府井（18x，立足北京，中西部大店发展有效，激励机制有望改善）；大商股份（19x，资产价值突出，东北和河南门店网络第一，市销率0.2倍，但公司业绩释放意愿仍需跟踪）、鄂武商（15x，区域优势显著，27万平米摩尔城带来显著增长空间）。
- **农超对接典范**：永辉超市（33x，致力于农超对接，模式具备可复制性，跨区域发展已成功，适当关注上市后新开大店的扭亏和新区域经营）；
- **B2C**：苏宁电器（11x，关注2012年2季度费用和网购趋势，短期相对审慎，估值已和家电公司持平；网购有望成为新增长点，但实体店会有一定压力）。

海外投资者可重点关注：

- **百货**：银泰百货（15x，港股最好的百货公司、增速领先，区域扩张有序且潜力大），友谊B股（9x，低市盈率投资于中国最大百货零售商），金鹰商贸（17x，区域优势，加速扩张中的区域龙头）。建议换出百盛集团至推荐百货零售商（16x，门店布局较散，各地均不占优势且面临本地零售商竞争压力；5年以上老店占比60%左右，同店增速低，业绩增速显著慢于银泰和金鹰；今后每年平均开店5家以上（历史2-3家），新店亏损带来较大压力；门店基本都为租赁，今后门店到期租金压力大）。
- **超市**：高鑫零售（30x），基本面好于其他公司，但是估值较高，1月底开始基石投资者解禁陆续到期--2011年7月16日上市，适当提示可能的技术面风险（锁定期6-12月不等，合计约4.53亿股，占总股本的4.7%）。可关注估值较低的联华超市（11x，业绩增速不快，1季度是低谷有望逐步改善，后续关注整合和收购吉买盛）、京客隆（8x，批发零售一体、估值低）。
- **家电**：国美电器（10x，卖出评级，行业和经营数据短期难有明显改善，网购发展速度较慢，治理结构仍需改善）。

图表 28: 重点公司组合概览



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 29：估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	28.10	8,253	122	-	324	165.7%	440	36.0%	0.41	1.10	1.50	67.8	25.5	18.8	90.1%	0.3
	600859.CH	王府井 (经营性)	29.90	13,837	408	-	595	45.9%	783	31.6%	0.88	1.29	1.69	33.9	23.3	17.7	38.5%	0.6
	002419.CH	天虹商场	16.19	12,955	485	36.3%	588	21.2%	744	26.5%	0.61	0.73	0.93	26.7	22.0	17.4	23.8%	0.9
	3368.HK	百盛集团	9.27	26,053	992	8.9%	1114	12.3%	1,226	10.1%	0.42	0.49	0.57	22.3	19.0	16.4	11.2%	1.7
	825 .HK	香港新世界	4.67	7,874	578	5.5%	624	8.0%	687	10.2%	0.34	0.37	0.41	13.6	12.6	11.5	9.1%	1.4
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	14.30	7,439	308	42.6%	416	35.0%	528	27.0%	0.59	0.80	1.02	24.1	17.9	14.1	31.0%	0.6
	600778.CH	友好集团 (零售, 经营性)	9.41	2,931	85	40.7%	130	52.6%	164	26.0%	0.27	0.42	0.52	34.5	22.6	17.9	38.7%	0.6
	000501.CH	鄂武商	14.11	7,157	294	22.9%	362	23.4%	464	28.2%	0.58	0.71	0.92	24.4	19.8	15.4	25.8%	0.8
	600729.CH	重庆百货	27.77	10,361	527	30.5%	599	13.7%	734	22.4%	1.41	1.61	1.97	19.7	17.3	14.1	18.0%	1.0
	600697.CH	欧亚集团	21.78	3,465	132	18.5%	162	23.0%	215	25.2%	0.83	1.02	1.35	26.3	21.4	16.1	27.7%	0.8
	600785.CH	新华百货	19.07	3,956	215	12.3%	259	20.2%	307	18.7%	1.04	1.25	1.48	18.4	15.3	12.9	19.4%	0.8
	002277.CH	友阿股份	16.02	5,594	216	44.5%	287	32.6%	357	24.5%	0.62	0.82	1.02	25.9	19.5	15.7	28.5%	0.7
	600858.CH	银座股份	18.34	5,299	111	-39.3%	118	6.2%	262	122.8%	0.38	0.41	0.91	47.8	45.0	20.2	53.8%	0.8
	600828.CH	成商集团	8.35	3,664	138	8.2%	194	40.1%	230	18.7%	0.32	0.44	0.52	26.5	18.9	15.9	29.0%	0.7
	长三角地区	600827.CH	百联+友谊	12.01	20,687	1060	35.6%	1342	26.7%	1679	25.0%	0.62	0.78	0.97	19.5	15.4	12.3	25.9%
600628.CH		上海新世界	7.23	3,845	199	10.1%	201	1.0%	217	8.2%	0.37	0.38	0.41	19.4	19.2	17.7	4.5%	4.2
1833.HK		银泰百货(经营性)	9.42	18,055	513	54.8%	760	48.1%	989	30.2%	0.30	0.47	0.64	31.1	20.0	14.6	38.8%	0.5
3308.HK		金鹰商贸(经营性)	17.78	34,566	959	24.9%	1215	26.7%	1536	26.4%	0.58	0.77	1.03	30.6	23.0	17.3	26.6%	0.9
1700.HK		华帝控股	4.51	11,275	456	50.2%	571	25.2%	720	26.1%	0.21	0.28	0.37	21.0	16.0	12.1	25.7%	0.6
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	15.33	5,503	327	14.7%	376	15.0%	447	18.8%	0.91	1.05	1.25	16.8	14.6	12.3	16.9%	0.9
	600723.CH	首商股份	9.64	6,347	239	47.9%	346	44.6%	415	20.2%	0.36	0.53	0.63	26.6	18.4	15.3	31.9%	0.6
超市类公司																		
	601933.CH	永辉超市	29.12	22,361	306	20.2%	489	60.2%	676	38.2%	0.40	0.64	0.88	73.2	45.7	33.1	48.8%	0.9
	000759.CH	中百集团	8.57	5,836	251	20.1%	264	5.3%	318	20.3%	0.37	0.39	0.47	23.3	22.1	18.4	12.6%	1.8
	600361.CH	华联综超	5.51	3,669	55	-9.4%	62	13.4%	102	63.4%	0.08	0.09	0.15	66.6	58.7	35.9	36.2%	1.6
	002336.CH	人人乐	13.96	5,584	237	3.2%	175	-26.3%	198	13.2%	0.59	0.44	0.49	23.6	32.0	28.2	-8.7%	-3.7
	002264.CH	新华都	11.04	3,942	77	26.0%	138	78.4%	168	22.1%	0.22	0.39	0.47	51.1	28.6	23.4	47.6%	0.6
	980.HK	联华超市	10.04	11,241	623	22.8%	706	13.5%	819	16.0%	0.65	0.78	0.95	15.3	12.9	10.6	14.7%	0.9
	6808.HK	高鑫零售	9.44	90,055	1,031	27.1%	1,586	53.8%	2,295	44.7%	0.13	0.21	0.31	74.2	46.0	30.2	49.2%	0.9
	6808.HK	高鑫零售 (经营性备考)	9.44	90,055	1,421	27.1%	1,794	26.2%	2,295	28.0%	0.18	0.23	0.31	53.9	40.7	30.2	27.1%	1.5
	814.HK	京客隆	6.54	2,696	181	22.1%	212	17.2%	251	18.6%	0.52	0.63	0.79	12.7	10.3	8.3	17.9%	0.6
	1025.HK	物美集团	16.02	20,526	530	21.0%	636	20.1%	755	18.7%	0.49	0.61	0.77	32.9	26.1	20.9	19.4%	1.3
家电及电子消费品零售及分销公司																		
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	8.70	60,867	4012	38.8%	4844	20.7%	5658	16.8%	0.54	0.65	0.76	16.1	13.4	11.4	18.8%	0.7
	493.HK	国美电器	1.85	31,216	1,962	40.7%	2365	20.5%	2652	12.2%	0.13	0.16	0.19	14.4	11.4	9.7	16.3%	0.7
	1280.HK	汇银家电	0.67	702	117	20.4%	123	4.6%	131	6.6%	0.13	0.14	0.16	5.1	4.6	4.1	5.6%	0.8

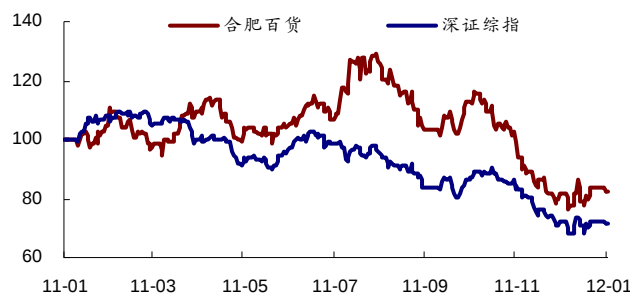
资料来源：公司数据，中金公司研究部

合肥百货 (000417.SZ): 推荐

图表 30: 合肥百货主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	5,038	5,885	7,062	8,840	10,735
(+/-%)	27.0%	16.8%	20.0%	25.2%	21.4%
税前利润	242	398	479	635	812
(+/-%)	29.4%	64.4%	20.5%	32.5%	28.0%
经营性净利润	117	175	276	392	528
(+/-%)	34.5%	50.3%	57.4%	42.0%	34.6%
净利润(含股票投资/资产出售)	120	201	286	526	548
(+/-%)	20.1%	66.9%	42.3%	84.1%	4.1%
经营性每股收益(元)	0.22	0.34	0.53	0.75	1.02
整体每股收益(元)		0.39	0.55	1.01	1.05
每股收益(元)-考虑全年并表备考			0.59	0.80	1.02
(+/-%)				35%	27%
市盈率			24.1	17.9	14.1
市净率	8.5	7.2	5.9	4.7	3.7
股价/经营现金	11.3	10.9	8.8	6.5	5.9
净资产收益率(%)	14.3%	21.1%	25.0%	27.5%	29.3%
投入资本回报率(%)	8.6%	13.5%	18.3%	20.8%	22.5%
股息收益率(%)	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%	1.3%

当前股价	14.3
股票代码	000417.CH
日成交量(百万股)	1.3
总市值(百万)	7434.9
52周最高价/最低价	23.11/12.96
总股数(百万股)	520
其中: 流通股(百万股)	479
主要股东(持股比例)	合肥市建设投资控股(集团)有限公司 (22.13%)



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- ▶ **安徽省第一大零售商, 受益于区域经济和消费增速领先。**合肥百货的 3 大业态百货、超市和家电在省内地具备显著优势, 安徽经济的快速提升保证了公司的发展空间: 2004-2010 年, 安徽 GDP 增速平均水平达到 12.9%, 显著快于全国 GDP 平均增速 10.5% 的水平; 消费品零售总额年平均增速达到了 19.4% 左右, 而同一时期全国的平均增速只有 17%; 巢湖市的拆分也使得新合肥市面积将扩大 40%, 其距离“中部地区特大型城市”目标也迈进一大步。这些都有利于提升合肥百货的商业经营环境。
- ▶ **近期销售回暖, 鼓楼调整扩容和外埠门店发力是 2012 年看点。**12 月以来, 各门店增速回暖, 12 月百货增速 20% 以上, 进入 1 月仍有 20%。2012 年的新的看点包括: 鼓楼门店外立面装修、办公楼层搬出增加约 3000 平米百货面积, 调整、扩容后将恢复性增长, 提升经营能力; 外埠门店业绩提升明显, 蚌埠老店 1 月以来增速约在 15%, 新店元旦 3 天增速 70%; 铜陵、六安、淮南增速都非常不错, 元旦销售增速甚至超过 50%。
- ▶ **外延扩张具备潜力, 发挥百货、超市、家电全业态综合优势, 积极布点购物中心。**公司目前进入了 17 个地级市中的 8 个, 外延扩张具备潜力。百货、超市和家电的全业态, 也将更有助于发挥多业态的积聚顾客能力。同时, 公司在购物中心方面也在积极布点, 今年 9 月约 5.4 万平米的港汇店将开业, 该店位于合肥市望江路与潜山路交口, 地理位置理想; 公司在肥西也储备城市综合体项目。
- ▶ **业绩和盈利能力仍具备良好提升空间。**中长期来看公司业绩仍具备良好提升空间: 受益于安徽区域经济和消费快速增长, 同店和外延扩张均具备很好潜力; 百货和超市毛利率低于行业平均水平, 存在改善空间; 规模效应带来区域控制力度加强, 尤其是农产品基地投入运营后将会更加显著。

估值:

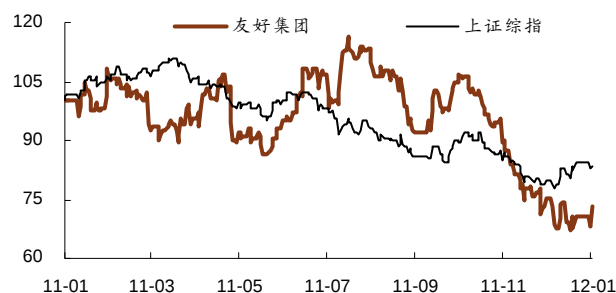
预计公司 2011-2012 年备考经营性净利润增速将达到 35% 和 27%, 每股收益 0.80 和 1.02 元, 对应市盈率为 18x 和 14x。考虑到增发并表于 2011 年中完成, 2011-2012 年报表经营性净利润增速为 42% 和 34.6%, 每股收益 0.75 元和 1.02 元。

友好集团（600778.SH）：推荐

图表 31：友好集团主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,570	2,000	2,917	3,714	6,315
(+/-%)	9.7%	27.4%	45.8%	27.4%	70.0%
零售业务	1,168	1,684	2,253	3,252	4,641
(+/-%)	-	44.1%	33.8%	44.3%	42.7%
地产业务	9	0	187	0	1175
其它业务	392	316	476	463	499
净利润	48	60	105	147	300
(+/-%)	-12.3%	26.1%	73.9%	40.3%	103.6%
零售业务	54	59	85	130	164
(+/-%)	-	8.0%	44.9%	52.6%	26.0%
地产业务	-2	-4	23	0	106
其它业务	-5	6	-3	18	31
每股收益(元)	0.15	0.19	0.34	0.47	0.96
零售业务	0.17	0.19	0.27	0.42	0.52
地产业务	0.00	-0.01	0.08	0.00	0.34
其它业务	0.00	0.02	-0.01	0.06	0.10
市盈率	61.2	48.5	27.9	19.9	9.8
市净率	3.1	2.9	2.6	2.3	1.9
股价/经营现金	10.5	8.3	7.0	6.4	4.6
净资产收益率(%)	5.8%	6.4%	10.1%	12.6%	20.6%
投入资本回报率(%)	3.9%	4.5%	6.9%	9.4%	17.1%

当前股价 9.41
股票代码 600778.CH
日成交量(百万股) 6.85
52周最高价/最低价 15.27/8.44
市值(亿元) 29
目前总股数(百万股) 311
主要股东(持股比例) 乌鲁木齐国有资产经营有限公司(17.7%)



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资亮点

- ▶ **新疆消费第一股，显著的投资增长会转化为当地的经济和消费增长。**在央企援疆、天山北坡经济带建设、资源开发和固定资产投入力度加大、旅游业日益繁荣等有利宏观条件下，新疆的经济正在腾飞，居民收入增长迅速，且人口规模有望进一步扩大。而友好在新疆拥有绝对的区域垄断优势，现拥有 7 家百货门店和 1 家托管门店，其中 5 家位于乌鲁木齐，天山百货、友好商场和友好百盛为乌鲁木齐单体百货前 3 名。
- ▶ **2011 年业绩略好于预期，主业高增长。**友好集团业绩预增，2011 年净利润同比增长 30%-50%，对应每股收益 0.44-0.51 元，好于市场预期。需要指出的是，2011 年公司净利润中不含地产收益，但是热力厂原计提费用冲减成本带来影响估计 2000 万左右，因此若按预增中值测算，零售业务每股收益约 0.42 元，同比增长 53%；考虑 3 季度一次性支付门店搬迁补偿金 931 万，实际主业增速达到 62%（约 0.44 元），再次体现了“新疆速度”！
- ▶ **销售保持较高增长，新店亏损能有效控制。**4 季度以来，友好主力门店如友好商场和美美百货仍保持了 30%和 60%左右的增长，而天山百货 6 月底至 10 月初超市转型，11 月女装品牌调整虽对销售略有影响，但为今年增长奠定基础。据乌鲁木齐商务局监测，春节黄金周期间乌鲁木齐市 19 家百货店销售增长 31.61%，友好门店有望显著好于该水平，天山百货大楼和友好商场春节期间客流量较去年同期增长近四成。
- ▶ **公司外延扩张积极有效，新店亏损能有效控制。**2012 年至 2013 年初，公司有 5 家新店储备：奎屯店、阿克苏店、美林花源店、中环购物中心店和怡和大厦店（部分可能延至 2013 年初）。1）公司对新店经营管理有效，历史亏损均不大，例如去年 4 月新开的伊犁店（32000 平米）就成功控制在 1000 万元之内，好于市场预期。同时新店并非全年影响，亏损能够有效控制。2）明星店和快速增长期门店业绩贡献也将抵消新店部分亏损：天山、友好、友好百盛预计能实现 30%左右的业绩增长；库尔乐、美美、独山子、伊犁店将在今明两年出现业绩反转。
- ▶ **房地产确认和申友生物股权减持将在 2012 年开始入账。**房地产收益确认将延至 2012 年开始，同时公司退出持股上海申友生物（友好原持股 56.67%）相关手续也在办理中，用于补充公司流动资金的 6046 万元的减资金额也将体现在 2012 年。

估值：

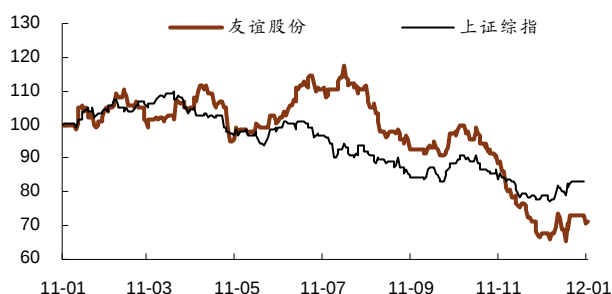
公司受益当地消费市场腾飞，良好门店梯队和有效外延扩张将保证中长期增长空间，是零售板块中的稀缺品种。预计公司 2012 年每股收益 0.96 元（零售 0.52 元，地产 0.34 元），即使仅考虑零售盈利对应市盈率也只有 18 倍。

友谊股份/新百联 (600827.SH): 推荐

图表 32: 友谊股份主要财务, 股票信息

(百万元)新百联	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	39,624	43,871	47,791	52,997
(+/-%)		10.7%	8.9%	10.9%
经营性净利润(全年备考)	782	1,060	1,342	1,679
(+/-%)		35.6%	26.7%	25.0%
经营性净利润(报表)			1,122	1,679
(+/-%)				49.5%
整体净利润(报表)			1,479	1,849
(+/-%)				25.0%
全面摊薄总股本	1722	1722	1722	1722
经营性每股收益(全年备考)	0.45	0.62	0.78	0.97
经营性每股收益(报表)			0.65	0.97
整体每股收益(报表)			0.86	1.07
市盈率-经营性全年备考	26.5	19.5	15.4	12.3

目前股价	12.01
股票代码	600827.CH
日成交量(百万股)	3.65
52周最高价/最低价	19.94/10.88
百联总市值(百万)	20,687
总股数(百万股)	1,722
主要股东(合并后持股比例)	百联集团(49.26%)



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- **新百联成就上海商业零售航母, 重组后协同效应可期。**吸收合并实现资源的有效合并和整合, 重组后的新百联 2011 年收入将达到 478 亿, 净利润 13.4 亿成为上海乃至全国商业的航母。目前, 公司新管理团队已基本组建完成, 后续整合在有序推进, 今后, 新百联将发挥百货和超商两种业态的联动优势及协同效应, 奥特莱斯业态争取确立全国领先, 购物中心业态确立泛长三角区域领先, 百货业态巩固上海领先, 超商区域领先、全国占优。
- **百联是购物中心和奥特莱斯发展的先行者和显著受益者, 其复制能力也已获证明。**1) 公司自浦东华联首家购物中心开业以来, 目前购物中心门店数量已达到 11 家, 面积达到 111.1 万平米, 占公司总面积的 57%, 其中百联中环、西郊购物中心、又一城、南方商城及新开的几家郊区购物中心等均有望实现盈利快速提升; 而青浦奥特莱斯已成为国内奥特莱斯成功的典范, 初始投入只有 5 个亿, 现在市价可达 50-60 亿。2) 预计今后两年购物中心和奥特莱斯业务净利润复合增长率能够达到 58%, 贡献率占比将从 2010 年的 20% 提升至 2012 年的 30%, 对公司业绩拉动也将日益明显。
- **近期销售数据向好。**2012 年以来, 公司销售情况良好, 实现开门红。据上海市商委统计, 元旦跨年当天, 百联旗下企业销售增长 77%, 而春节黄金周上海大中型商业企业销售增长 14%, 根据我们渠道调研, 百联旗下百货、购物中心相关门店春节黄金周销售增长更是高达 20% 左右, 好于全国平均水平。
- **商业物业为王、资源型零售公司; 在通胀环境下, 物业价值和净利润率双重提升。**友谊和百联合计拥有 116 万平米自有权益商业物业、15 万平米的物流基地, 且大多在上海核心商圈, 持有联华超市股权及其它股权市值 76 亿元, 价值凸现。

估值:

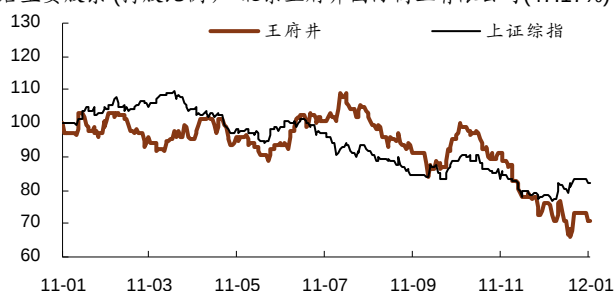
预计公司 2011-2012 年全年备考经营性业绩有望达到 0.78 和 0.97 元。公司是零售板块市盈率和物业价值双低的典型: 1) 2011-2012 年市盈率只有 15 倍和 12 倍。2) 测算其每股合理 NAV 应为 24 元, 股价具备资产价值支撑和安全边际。

王府井 (600859.SH): 推荐

图表 33: 王府井主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	10,174	11,099	13,946	16,808	20,348
(+/-%)	13.9%	9.1%	25.7%	20.5%	21.1%
净利润	344	384	376	595	783
(+/-%)	29.2%	11.7%	-2.1%	58.2%	31.6%
经营性净利润	385	360	408	595	783
(+/-%)	32.5%	-6.3%	13.2%	45.9%	31.6%
原有业务利润			399	526	658
增长率				28.9%	25.1%
债转股增股本 (成都店16.49%)			9	61	69
增发少数股东权益 (成都店13.51%)				8	56
经营性每股收益			0.88	1.29	1.69
市盈率-增发后			33.9	23.3	17.7
市净率 (倍)	6.74	4.89	3.93	2.40	2.22
净资产收益率 (%)	13.4	15.7	11.8	12.8	13.0
投入资本回报率 (%)	12.5	15.3	12.7	13.1	13.1
股息收益率 (%)	0.6	0.9	0.9	1.4	2.3

当前股价 29.9
 股票代码 600859.CH
 日成交量 (百万股) 0.5
 52周最高价/最低价 46.88/26.82
 增发后总股数 (百万股) 463
 增发后主要股东 (持股比例) 北京王府井国际商业有限公司 (47.17%)



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- 北京市场地位巩固, 门店改造扩容提升显成效。**王府井在北京共有 6 家门店 (2011 年新开两家), 都位于北京核心商圈, 聚集大量客流。百货大楼于 2010 年 9 月 10 日改造完成, 营业面积从 3.5 万平米增加至 6.3 万平米, 扩容 80%; 双安商场历时 232 天改装于 2011 年 10 月 18 日亮相, 改装后的经营面积扩大 43% 达到 3.4 万平米, 调整实现了近 500 个品牌的齐聚, 136 家新柜的入驻, 实现了由传统百货向精品百货的跨越转型。
- 中西部门店利润增长明显, 将成为未来盈利重要拉动力量。**公司外地门店基本都处于中西部, 具备很好的先发优势。成都店开业于 1999 年, 位于繁华的春熙商圈, 开业当年即实现盈利, 每年收入增长快速, 是公司效益最好的百货店之一, 2011 年上半年成都王府井分公司净利润提升 46% 达到 1.8 亿; 而长沙和洛阳店受益于装修改造、太原等新店已逐渐扭亏, 进入新一轮良性发展阶段; 2011 年上半年西宁王府井净利润增长 86% 至 3497 万, 长沙和洛阳净利润增速也都在 40% 以上。
- 近期销售回暖, 后续门店储备丰富。**公司进入 4 季度销售增速有所下滑, 但后期有所好转, 估计 12 月回升至 20% 左右。同时, 公司新店扭亏已逐渐成为未来盈利的重要拉动力量, 2011 年新开鄂尔多斯、成都购物中心, 后续门店亦储备丰富 (每年 3 家左右), 为未来增长打开增长空间。
- 增发项目提升 2012 年盈利, 战投进入也有望为中长期激励和盈利改善带来突破。**发行价为每股 41.21 元, 募集资金总额 18.6 亿元, 其中集团以 12.4 亿现金参与, 成都工投以其持有的成都王府井 13.51% 股权作价人民币 6.2 亿元认购, 增发完成后, 持有成都王府井的股权亦从 86.49% 提升至 100%。同时, 战略投资者的介入将有望提升公司中长期的盈利能力, 并推进管理层激励最终的落实。目前公司净利率 3.8%, 但 A 股百货平均 4.5% 左右, 港股达到 8.0-10%, 且经营现金流是净利润的 3.1 倍, 盈利具备提升空间。

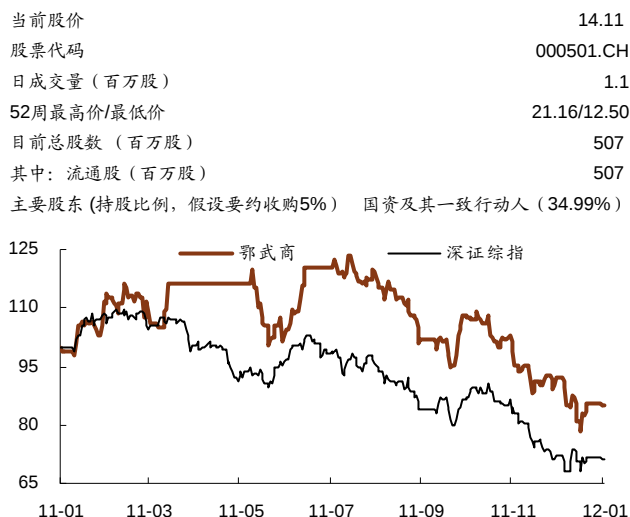
估值:

预计 2011-2012 年经营性净利润分别达到 5.95 亿和 7.83 亿, 增长 45.9% 和 31.6% (不考虑成都店股权变化带来的业绩影响, 增速 29% 和 25%), 对应市盈率为 23x 和 18x。公司是百货零售企业的龙头, 品牌优势显著、网络布局完善和跨区经营能力优秀, 中长期激励有望获得突破, 值得关注。

鄂武商 (000501.SZ): 推荐

图表 34: 鄂武商主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6,630	7,938	10,537	12,670	16,168
(+/-%)	25.2%	19.7%	32.7%	20.2%	27.6%
净利润	180	239	294	362	464
(+/-%)	15.6%	32.4%	22.9%	23.4%	28.2%
每股收益	0.36	0.47	0.58	0.71	0.92
市盈率	39.7	30.0	24.4	19.8	15.4
市净率	4.7	4.6	3.9	2.3	2.1
股价/经营现金	8.6	7.6	4.4	4.5	4.4
净资产收益率 (%)	14.2%	16.9%	17.2%	12.3%	15.0%
投入资本回报率 (%)	6.6%	8.0%	9.6%	10.2%	13.3%



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- **湖北第一大百货零售商, 区域和省内优势显著。**公司目前在武汉拥有 6 家门店 (含摩尔城), 面积达 55 万平米, 同时在襄樊和十堰亦有门店。武汉广场等店比较成熟, 而国际广场和襄樊购物中心都为 07 年开业, 现已进入业绩释放期, 合理的时间梯队保障了可持续增长。同时, 湖北是我国中部经济提升潜力最大的省份之一, 公司区域优势显著, 扩张空间大, 增长确定性有保障。
- **购物中心和大店占比高, 摩尔城建设树立城市商业地标的先行者优势。**公司 5 万平米以上的门店面积占比达到 85%, 且这些门店大多是当地的明星店, 拥有丰富的客流; 此外, 公司百货业务自有权益物业占比达到 81% (不考虑摩尔城 68%), 物业价值可观。总建筑面积 27 万平米的摩尔城项目已于 2011 年 9 月 29 日开业, 成为武汉的商业地标。尽管短期仍需不断调整改善, 但未来发展潜力巨大。我们测算完全成熟后可获得 3.8 亿元年净利润, 是 2011 年公司净利润的 1 倍多。
- **中长期基本面改善预期有望增强, 盈利具备提升空间。**公司提出今后会考虑适时提议推行管理层股权激励、优化公司治理结构、推进武汉零售上市公司资产和业务整合等方向, 均有望改善公司基本面。鄂武商 2010 年销售收入 105 亿, 净利润率只有 2.8%, 经营现金流是净利润的 5.5 倍, 盈利具备显著提升潜力。
- **大股东溢价要约收购体现价值, 目前仍在持续推进。**收购价格 21.21 元, 收购股本占比 5%, 体现了大股东对公司发展的中长期信心。

估值:

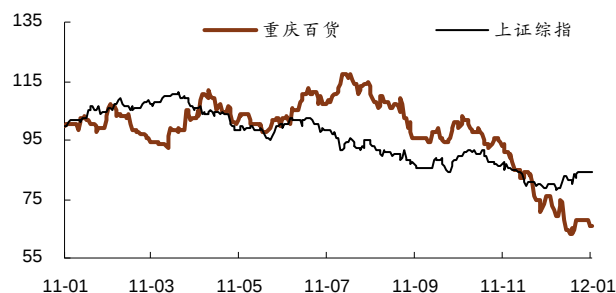
预计 2011-2012 年净利润增速为 23.4% 和 28.2%, 对应每股收益 0.71 元和 0.92 元, 去年 4 季度由于摩尔城费用计入会对业绩有所影响, 但今年开始有望逐步盈利。目前价格对应 2011-12 年的市盈率为 20x 和 15x, 且公司含有 27 万平米的摩尔城, 中长期增长空间显著。

重庆百货 (600729.SH): 推荐

图表 35: 重庆百货主要财务, 股票信息

(百万元)	2009A	09A 合并	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,312	17,819	21,213	25,013	29,169
(+/-%)	13.9%		19.0%	17.9%	16.6%
营业利润	171	506	578	699	845
(+/-%)	-1.4%		14.3%	20.8%	20.9%
利润总额	182	524	621	720	866
(+/-%)	0.7%		18.6%	15.8%	20.3%
净利润	157	404	527	599	734
(+/-%)	-3.6%		30.5%	13.7%	22.4%
摊薄总股本 (百万)	204	373	373	373	373
每股收益 (元)	0.77	1.08	1.41	1.61	1.97
市盈率	36.1	25.6	19.7	17.3	14.1
市净率	-	6.0	4.7	3.8	3.0

当前股价	27.77
股票代码	600729.CH
日成交量 (百万股)	1.0
52周最高价/最低价	50.04/26.40
总股本 (百万股)	373
主要股东 (重组后持股比例)	重庆商社, 新天域(45.44%,17.68%)



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

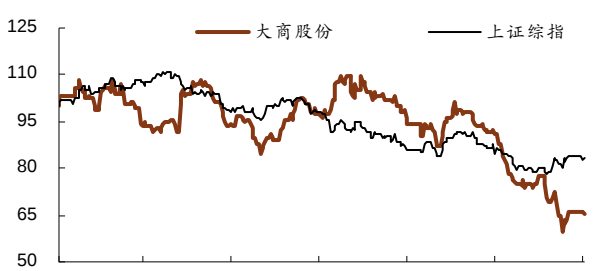
- **重庆地区消费能力强, 对周边区域具备辐射力。**重庆是我国面积和人口最大的直辖市, 消费基数稳固、能力强, 同时在地理和战略位置上都对西南其他地区具有重要辐射作用。今后, 随着成渝经济圈的一体化建设、交通等基础设施的完善, 区域经济和消费将进一步提升。
- **西南商业龙头, 规模优势显著。**预计新重百 2011 年的销售规模达到 250 亿, 是我国最大的百货零售商之一, 占重庆市社会消费品零售总额市场份额近 10%。新世纪和老重百分别是当地第一和第二大百货零售商, 合并后占百货市场份额约 70%, 同时拥有重庆市单店销售前 5 位全部门店。区域市场控制力和规模效应的增强将为公司业绩增长注入新的动力, 整合与发展前景可期。
- **2011 年收入和营业利润基本符合预期, 营业外收支影响利润表现。**公司公布业绩快报, 2011 年收入增长 18%, 营业利润增长 20.8%, 基本符合预期, 但受营业外收支项目影响 (2011 年营业外收支净额从 2010 年的约 4300 万下降至约 2000 万, 主要是政府补贴下降), 净利润增长 14%, 略低于预期。全年来看公司进行了一系列的门店调整, 如新世纪两家门店扩容、重百百货大楼装修扩容等, 同时也签订了潼南商场、冉家坝商都等新门店意向, 虽然短期有费用影响, 但为今后发展和增长提供了新的动力。
- **上半年重组磨合期, 下半年有望体现出较明显向好趋势。**去年 4 季度以来公司新总部框架建成, 核心高管确定, 预计今年 1 季度开始随着新中高层管理到位将开始推进整合, 主要体现在采购、物流和信息上的共享和集合效应, 超市可能会最先出效果, 估计下半年会体现出向好趋势。

估值:

2012 年是公司重组正式上轨道的一年, 预计盈利增速在 22% 左右, 目前公司市盈率 14 倍。2012 年盈利增速体现出前低后高的趋势 (1 季度基数较高可能有所压力), 但是下半年开始整合效应有望逐步体现 (毛利率提升和费用率下降), 同时低基数也会带来盈利增速加快, 建议可逐步加大关注。

大商股份 (600694.SH): 审慎推荐

图表 36: 大商股份主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	当前股价	28.1
营业收入	18,850	21,163	24,343	30,123	36,502	股票代码	600694.CH
(+/-%)	25.9%	12.3%	15.0%	23.7%	21.2%	日成交量 (百万股)	0.6
毛利	3,668	3,919	4,612	5,687	6,973	总市值 (百万)	8254
(+/-%)	20.4%	6.8%	17.7%	23.3%	22.6%	52周最高价/最低价	49.25/27.54
净利润	232	-12	122	324	440	总股数 (百万股)	294
(+/-%)	-23.7%	-	-	165.7%	36.0%	主要股东持股比例	大连大商国际有限公司 (8.8%)
每股收益 (元)	0.79	-0.04	0.41	1.10	1.50		
市盈率	35.6	-	67.8	25.5	18.8		
股价/经营现金	6.8	6.7	4.8	3.4	3.1		
市净率	2.6	2.6	2.5	2.3	2.0		
净资产收益率 (%)	7.7	-0.4	3.8	9.4	11.6		

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

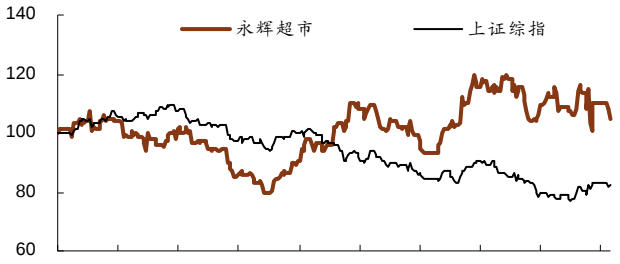
- ▶ **区域百货龙头, 多省份渗透且排名第一。**中国最大的百货零售商之一, 截止 2011 年上半年公司共拥有 82 家百货店, 用充分渗透的策略在多个省份成功运营, 是唯一一家在多个省份取得第一名地位的百货零售商, 在经济增长较快的东北和河南占据明显的优势地位, 其整体布局本身就具备很高的网络价值。
- ▶ **2011 年业绩略低于预期, 但中长期投资价值仍值得重点关注。**大商股份公告, 预计 2011 年净利润增长 100% 以上 (前 3 季度增 116%), 虽然 “100% 以上到多少” 不好把握 (对应区间 100% - 200%), 但客观而言这不算是个好的信号。按该区间测算, 全年每股收益 0.83-1.24 元, 4 季度单季在 -0.25 元至 0.16 元之间。当然, 从公司经营情况而言, 4 季度市场预期下调后基本处于合理区间, 费用层面可能有所增长, 预计盈利情况会较明显好于底线水平。
- ▶ **资产价值突出。**公司仅百货门店营业面积至少达到 332 万平米 (我国持有商业物业最多的零售公司, 其中 150 万为自有商业物业, 含一家五星级酒店)。自有物业若按 10000 元/平米测算每股 NAV 可达到 61 元, 在稀缺性和通胀环境的作用下, 商业物业升值明显; 公司目前市值相对其资产价值的折价最大, 仅对应约 3597 元/平米的自有物业价值。
- ▶ **大商国际成为第一大股东, 基本面改善预期增强。**大股东变更利于治理改善 (解决同业竞争, 流通股东话语权增强), 同时管理层激励等也有望推进。此外, 目前大股东持股比例如此之低 (8.8%), 中长期来看不排除有增厚股权的契机 (如集团资产注入)。
- ▶ **定向增发仍在推进, 确切时点仍需等待。**增发会带来更强的业绩释放动力, 帮助其并购到更多资产, 增进与投资者的交流, 从各个角度来讲均是件好事。

估值:

预计 2011-2012 年净利润增速为 166% 和 36%, 每股收益 1.10 元和 1.50 元, 对应市盈率 25.5x 和 18.8x。虽然 2011 年业绩预增略低于预期, 但是经过前期调整公司目前市值只有 82.5 亿元, 相对近 300 亿销售、拥有 150 万平米自有物业和在东北、河南第一的门店网络身价而言, 中长期投资价值仍值得重点关注。

永辉超市（601933.SH）：审慎推荐

图表 37：永辉超市主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	当前股价	29.12
营业收入	5,678	8,475	12,317	17,467	24,329	股票代码	601933.CH
(+/-%)	54.6%	49.3%	45.3%	41.8%	39.3%	日成交量(百万股)	1.1
毛利	1,016	1,517	2,355	3,392	4,821	52周最高价/最低价	人民币 34.13/21.83
(+/-%)	60.7%	49.4%	55.2%	44.0%	42.2%	总股数(百万股)	768
净利润	214	254	306	489	676	市值(百万)	22,361
(+/-%)	64.6%	19.0%	20.2%	60.2%	38.2%	主要股东(持股比例)	张轩松、张轩宁(35.66%)
每股收益(元)	0.28	0.33	0.40	0.64	0.88		
市盈率	104.6	87.9	73.2	45.7	33.1		
市净率	27.2	20.9	5.9	5.3	4.8		
净资产收益率	26.4%	24.1%	8.0%	11.7%	14.4%		
投入资本回报率	16.6%	11.8%	6.3%	9.3%	11.9%		

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资亮点

- **农改超成功典范，立足生鲜优势差异化经营，可复制性强。**公司以生鲜农产品作为自身的特色，目前已形成商品采购、物流和信息管理、门店经营一整套“永辉模式”：1) 拥有“专业买手”团队(1300人，其中生鲜采购团队超过700人)，生鲜研发中心及时掌握全国各地生鲜价格、生产周期等资讯；2) 直接采购和规模优势降低成本，全国统采约占20%，直采约占76%；3) 超市中生鲜及加工类商品占比约50%，高于同业20%-30%水平，有效吸引客流并提升竞争力；4) 经营管理效率高，商品损耗率只有0.27%，显著优于同业。
- **开店快速，可复制性强，新区域表现良好。**2011年新开门店49家，完成年初制定目标，特色定位使门店扩张具备可复制性、也保证了新店的盈利能力。目前，公司在福建市场地位第一，2004年进入重庆市场，目前重庆销售规模排名第二，两大市场均具备优势。2011年新拓展了天津、河北、江苏、河南、黑龙江、吉林、辽宁等省，较好完善网络布局，且在前期刚进入的北京、安徽地区取得不错经营成果。
- **业绩增速快，经营效率行业领先。**公司处于快速增长期，2007-2010年门店、收入和净利润复合增长39%、50%和33%，显示出良好的扩张能力和成长性。预计2011年全年销售收入增长有望达到40%左右，而公告的业绩预50%以上我们认为业绩底线，全年盈利增速有望达到60%左右。2014年销售有望达到500亿元，对应2010-2014年收入复合增长将达到42%，持续快速增长可期。
- **管理层激励到位，引入汇丰直投优化治理结构。**10位自然人创始股东、汇银投资(公司核心骨干和管理层成员132人持股公司)、汇丰直投旗下民生超市分别持股59.42%、5.67%、20.56%。

估值：

预计2011-2012年净利润增速为60.2%和38.2%，主要得益于历史新开门店的减亏及成熟，对应每股收益0.64元和0.88元。

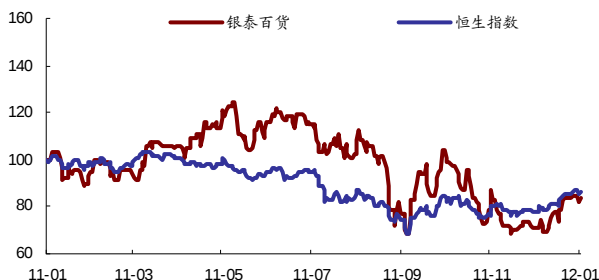
公司目前2011-12年市盈率46x和33x，处于行业高端，估值较贵；但其业绩增速处于板块最快水平，生鲜定位优势明显、跨区域发展已获成功，今后随着新区域的成熟以及后台物流建设的有效支撑，将实现盈利能力的不断提升和业绩的高增长，值得一定估值溢价。

需要适当关注的是公司上市后开店速度较快且面积较大，是否能够在新区域实现快速扭亏仍需要跟踪。

银泰百货 (01833.HK): 推荐

图表 38: 银泰百货主要财务, 股票信息

(人民币 百万)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	股票代码	1833.HK
营业收入	1,225	1,572	2,289	3,099	4,076	股价	HK\$9.4
(+/-)	38.5%	28.4%	45.6%	35.4%	31.5%	目标价	HK\$12.9
净利润	378	463	685	840	1139	日成交量 (百万股)	3.22
(+/-)	-0.2%	22.5%	48.1%	22.6%	35.6%	52周最高价/最低价	HK\$14.50/7.33
经营性净利润	264	331	513	760	989	总股数 (百万股)	1,994
(+/-)	-11.5%	25.7%	54.8%	48.1%	30.2%	市值 (百万)	18,781
经营性每股收益 (人民币)	0.13	0.17	0.26	0.38	0.50	主要股东	银泰国际控股 (33.19%)
经营性每股收益 (港币)	0.15	0.19	0.30	0.47	0.64		
经营性市盈率	62.7	49.9	31.1	20.0	14.6		
总资产收益率	5.6%	6.3%	6.9%	7.1%	7.9%		
净资产收益率	10.6%	13.8%	15.6%	16.2%	17.4%		
市净率	5.1	4.8	3.0	2.4	2.1		
股息收益率	0.7%	1.4%	1.7%	3.3%	3.9%		



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- ▶ **浙江毫无争议的百货龙头, 省内扩张仍有较大空间。**银泰是浙江百货龙头, 在浙江拥有 16 家门店, 且拥有多家明星店。同时, 浙江市场的百货商进入者较少, 没有可以与银泰抗衡的竞争者, 目前公司约占杭州市场份额的 45%, 是绝对的领导者。考虑到浙江百强县有近 30 个, 但公司进入的还不到一半, 如果像杭州一样加密布点门店更是至少存在翻倍空间; 同时, 省内低层级市场也有小规模、零散的零售商, 存在整合机会。
- ▶ **省外扩张有效、网络布局有序, 均将成为重要盈利贡献点。**1) 公司自 08 年在湖北开设第一家门店以来, 目前在湖北已有 6 家门店, 已具备一定规模优势, 同时公司控股鄂武商 24.5% 的股权; 2) 北京通过收购 SIN CHENG, 持有燕莎友谊 50% 的股权, 同时和地铁公司合作, 布局地铁沿线商业项目; 3) 公司规划今后每年在安徽新开 1-2 家门店, 合肥银泰中心店已于 1 月 7 日试营业, 地处四牌楼核心商圈, 一线及国际奢侈品牌均已签定入驻, 将成为合肥高档消费的地标和商业名片, 也为公司在安徽的拓展奠定坚实基础, 第二家门店有望在今年 4 季度开业。
- ▶ **受益于良好的经营水平和年轻店龄结构, 业绩具备爆发力, 同店增速 12 月以来已回升。**银泰门店大多处于快速成长期, 平均店龄 4 年, 其中 0-3 年的店占比达 55%, 而 4-5 年的店占比 32%, 为后续业绩增长奠定良好基础。虽然同店前期受消费放缓和暖冬影响有所下降, 但 12 月以来同店已回升至接近 20% 的水平, 元旦和春节同店增长均在 17% 左右。此外, 公司重视门店经营细节, 细化门店定位 (如银泰百货、银泰城), 不断调整品牌结构提升门店潜力 (如 12 月西湖店引入化妆品品牌碧欧泉、娇韵诗, 引入杭州第一家 GAP 店), 这些都保证了公司持续的增长潜力。

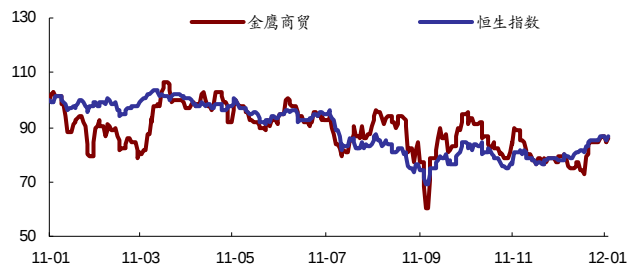
估值:

预计 2011-2012 年经营性净利润增速为 48.1% 和 30.2%, 对应每股收益港币 0.47 元和 0.64 元。公司目前 2011-12 年市盈率 20x 和 15x, 处于板块中低水平, 且业绩增速领军板块, 是我们港股首推的百货公司。

金鹰商贸 (03308.HK): 审慎推荐

图表 39: 金鹰商贸主要财务, 股票信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	股价	HK\$17.78
营业额	8,191	10,949	14,919	19,689	目标价	HK\$20.52
(+/-)	31.6%	33.7%	36.3%	32.0%	日成交量(百万股)	3.87
销售收入	1,850	2,450	3,269	4,329	52周最高价/最低价	HK\$22.90/12.46
(+/-)	29.7%	32.4%	33.4%	32.4%	总市值(百万)	34,566
营业利润	958	1,246	1,566	2,023	总股数(百万股)	1,944
(+/-)	35.0%	30.0%	25.7%	29.2%	主要股东(持股比例)	金鹰国际零售集团有限公司(68.30%)
净利润	251	959	1,167	1,486		
(+/-)	-59.1%	282.6%	21.7%	27.3%		
调整后净利润	768	959	1,215	1,536		
(+/-)	23.7%	24.9%	26.7%	26.4%		
每股收益	0.45	0.58	0.77	1.03		
市盈率(x)	39.6	30.6	23.0	17.3		
市净率	89.1	10.2	6.2	4.7		
净资产收益率	33.6%	29.1%	29.6%	30.3%		
股息收益率	1.8%	0.7%	1.3%	1.7%		



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- **江苏百货行业的领军企业。**金鹰是江苏省百货行业的龙头企业, 目前在江苏省内有 16 家门店、广泛分布于十个地级市。凭借区域经济优势和自身经营能力, 公司自 2006 年上市至今实现同店增长的良好稳定增长, 在香港上市同行中名列前茅。旗下门店多地处黄金地段, 其中新街口店、徐州一店和扬州一店名列全国销售金额 15 强。
- **自有物业占比高、费用控制优异。**金鹰是重资产类型的百货公司, 截止 2011 年上半年, 自有物业占比 62%、向关联方租赁占 14%, 凭借自有物业优势和良好的费用控制能力, 金鹰的折旧和租金费用占销售额比处于行业最低水平, 2009 年、2010 年和 2011 年上半年分别为 2.0%、1.9%和 2.0% (vs 行业平均 4~5%)。
- **门店结构良好、新店扭亏佳绩突出。**金鹰旗下门店的平均店龄为 4.7 年, 截止 2011 年中期, 0-3 年的门店占比为 50%, 为后续业绩增长奠定良好基础。另外, 新店扭亏佳绩也彰显了金鹰突出的选址策划和品牌经营能力, 过去三年中开出的 7 家门店, 其中 6 家已经实现盈利, 省内门店的平均扭亏周期为 12 个月、省外门店的平均扭亏周期为 18-24 个月。
- **加速扩张中、后续项目充沛。**公司在 2012 年 1 月新开出 3 家门店 (昆明南亚店、徐州人民广场店、溧阳店), 门店总数达到 27 家。公司在 2012 年和 2013 年将延续快速扩张的策略, 分别计划新增 6 家和 3 家门店、且单店面积有明显增加。我们认为门店扩张对长期业绩增长是十分必要的、但短期内在新店没有扭亏前将对公司整体的营业利润率带来压力。

估值:

预计 2011-2012 年净利润增速为 26.7%和 26.4%, 对应每股收益 0.77 元和 1.03 元。公司目前 2011-12 年市盈率 23x 和 17x, 我们重点关注新店和次新店的经营进展和盈利贡献。

图表 40: 港股公司财务信息概览

高鑫零售 (审慎推荐)						联华超市 (推荐)					
人民币百万	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	人民币百万	2008A*	2009A*	2010A	2011E	2012E
净销售收入	37,852	45,394	56,168	69,981	86,859	净销售收入	23,254	24,018	25,887	27,634	30,151
(+/-)	-	19.9%	23.7%	24.6%	24.1%	(+/-)	-	3.3%	7.8%	6.7%	9.1%
毛利	7,089	8,580	10,968	13,875	17,395	毛利	3,021	3,136	3,611	3,916	4,349
(+/-)	-	21.0%	27.8%	26.5%	25.4%	(+/-)	-	3.8%	15.1%	8.4%	11.1%
净利润	680	811	1031	1586	2295	净利润	412	507	623	706	819
(+/-)	-	19.3%	27.1%	53.8%	44.7%	(+/-)	-	22.9%	22.8%	13.5%	16.0%
不考虑少数股东权益和税收变化			1421	1794	2295	总股本(百万股)	1120	1120	1120	1120	1120
(+/-)				26.2%	28.0%	每股收益(人民币)	0.37	0.45	0.56	0.63	0.73
每股收益(人民币)			0.15	0.19	0.24	每股收益(港币)	0.42	0.51	0.65	0.78	0.95
每股收益(港币)			0.18	0.23	0.31	市盈率(倍)	24.0	19.5	15.3	12.9	10.6
市盈率(倍)			53.9	40.7	30.2	市净率(倍)	3.8	4.0	3.3	2.7	2.2
市净率(倍)	24.8	19.8	17.4	5.7	4.8	净资产收益率	16.9%	20.5%	23.2%	22.5%	22.4%
净资产收益率	0.0%	22.5%	24.5%	18.3%	16.8%	分红收益率	1.4%	1.7%	2.0%	2.4%	2.9%
净资产收益率	0.3%	0.0%	1.0%	0.7%	1.0%	股票代码					980.HK
股票代码					6808.HK	股价					HK\$10.0
股价					HK\$9.4	目标价					HK\$13.3
目标价					HK\$10.9	52周最高最低					HK\$32.95/8.30
52周最高/最低				HK\$12.06/7.20	(IPO)	总市值(百万)					11,241
总市值(百万)					90,055	总股本(百万)					1,120
总股本(百万)					9,540	流通股本(百万)					373
主要股东(%)				A-RT (51%)		主要股东(%)				上海友谊集团股份有限公司 (55.2%)	

京客隆 (审慎推荐)						百盛集团 (中性)					
人民币 百万	2008A*	2009A	2010A	2011E	2012E	人民币百万	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6,684	6,691	7,439	8,685	10,088	销售收入	10,691	12,368	14,106	16,318	18,650
(+/-)	18.5%	0.1%	11.2%	16.8%	16.2%	(+/-)	18.7%	15.7%	14.1%	15.7%	14.3%
毛利	924	932	1,041	1,279	1,556	营业利润	1211	1330	1468	1571	1721
(+/-)	28.0%	0.8%	11.8%	22.8%	21.7%	(+/-)	19.1%	9.8%	10.4%	7.0%	9.5%
净利润	157	148	181	212	251	净利润	841	911	992	1114	1226
(+/-)	39.9%	-5.7%	22.1%	17.2%	18.6%	(+/-)	24.4%	8.3%	8.9%	12.3%	10.1%
每股收益(港币)	0.43	0.41	0.52	0.63	0.79	总股本(百万股)	2,810	2,810	2,810	2,810	2,810
市盈率	15.1	16.1	12.7	10.3	8.3	每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.35	0.40	0.44
净资产收益率	12.2%	10.9%	12.5%	13.5%	14.5%	每股收益(港币)	0.34	0.37	0.42	0.49	0.57
总资产收益率	3.9%	3.3%	3.5%	3.7%	4.0%	每股分红(港币)	0.17	0.17	0.19	0.25	0.29
市净率	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1	分红收益率	1.8%	1.8%	2.0%	2.7%	3.1%
						市盈率(倍)	27.3	25.2	22.3	19.0	16.4
						净资产平均收益率	27.0%	24.7%	23.5%	23.3%	22.8%
						资产平均收益率	8.9%	8.7%	8.4%	8.6%	8.9%
股票代码					814.HK	股票代码					3368.HK
当前股价(港币)					HK\$6.5	股价					HK\$9.3
目标股价(股价)					HK\$9.5	目标价					HK\$8.5
日成交量(百万股)					0.78	日交易量(百万股)					9.1
52周最高价/最低价					HK\$11.20/5.62	总市值(百万)					26,053
市值(百万)					2696	52周最高最低					HK\$13.88/8.2
目前总股数(百万股)					412	总股本(百万)					2,810
其中:流通股(百万股)					182	主要股东(%)				Parkson hldgs (51.18%)	
主要股东(持股比例)				朝阳副食品 (40.61%)							

国美电器 (卖出)

人民币百万	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	45,889	42,668	50,910	58,632	64,677
(+/-)	8.0%	-7.0%	19.3%	15.2%	10.3%
毛利	4,508	4,260	5,919	7,520	8,586
(+/-)	10.1%	-5.5%	39.0%	27.1%	14.2%
净利润	1,048	1,409	1,962	2,365	2,652
(+/-)	-7.0%	34.5%	39.2%	20.5%	12.2%
经营性净利润	1,842	1,394	1,962	2,365	2,652
(+/-)	-2.2%	-24.3%	40.7%	20.5%	12.2%
摊薄总股本(百万股)	18,012	18,012	18,012	18,012	18,012
每股收益(港币)	0.12	0.09	0.13	0.16	0.19
市盈率(x)	15.9	21.0	14.4	11.4	9.7
市净率(x)	3.4	2.5	1.9	1.5	1.2
净资产收益率	19.5%	13.8%	15.0%	14.8%	13.9%
总资产收益率	3.7%	4.5%	5.5%	6.3%	6.7%

股票代码	493.HK
股价	HK\$1.85
目标价位	HK\$1.62
市值(百万)	31,216
52周最高最低价	HK\$3.84/1.53
总股本(百万)	16,874
流通股本(百万)	11455
主要股东(%)	黄光裕(30.67%) 贝恩资本(9.87%)

资料来源: 公司数据, 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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

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
上海市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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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



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