



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8月30日

零售

研究部

郭海燕¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511080006

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511080004

qianbing@cicc.com.cn

从四个经典概括看零售板块的核心投资价值

投资提示：

为什么要投资于零售板块？因为零售商具备有别于其它消费公司的独特盈利模式和投资吸引力，我们就此提出了四个经典概括：“消费市场的基金经理”、“区域经济腾飞的最佳投资标的”、“消费板块的资源股”、“明星店是城市核心商业的名片”。零售商可通过其商品结构的调整能力、区域市场的领导能力、明星店的影响力来最大限度地、最持之以恒地享受中国消费市场的增长。作为消费市场的估值洼地，零售板块的投资价值值得进一步挖掘和关注。

理由：

1) 零售商是消费市场的基金经理

零售店是各类消费品的销售渠道，对产品配置拥有选择权，其职能犹如基金经理所做的组合调整。2010年以来，百强零售商销售增速更加显著的快于消费品零售总额，体现出其商品组合管理的有效性和强者越强的趋势。相比较任何单一消费品类，零售商能够较大限度地回避消费热点、经济增速、CPI变化带来的风险，在居民收入增长的大环境下实现业绩的持续提升（年均30%以上）。前期市场已翻炒了不少近期热门消费品种，但同样受益的零售股表现才刚刚启动。

2) 零售商是区域经济腾飞的最佳投资标的

如果想投资于不同区域的经济增速差异，享受区域经济发展带来的超额消费增速，零售商区域为王、是最好的投资标的。新疆、安徽、湖北、重庆、四川、辽宁等受益国家扶持政策、承接产业链快的省份将迅速增长，这些区域的零售龙头有望实现超出行业平均的持续业绩增长。

3) 零售商是消费板块的资源股

自有物业占比高的公司可永久拥有良好商圈，保持营业费用的稳定性，同店净利润增速显著快于销售增速，业绩弹性大大提高。我国商业物业长期以来处于升值阶段，能够在CPI下降时保持平稳提升，在CPI经过一轮较大幅度提升后登上一个新的台阶，自有物业本身便可作为零售商市值的有力支撑。

4) 明星店是城市核心商业的名片

明星店与普通店之间的巨大盈利差异是百货业态的核心特征。明星店拥有稳固的“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，这与超市和家电容易用新开店抢占市场份额不同。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%。明星店DCF对应的合理估值都在2011年35倍市盈率以上，领军零售公司值得估值溢价。

估值与建议：

零售板块目前2011-2012年市盈率分别在23倍和17倍左右，具备价值重估机会，建议集中投资于三类核心品种：

1) “中西部五朵金花”：友好集团（2011年市盈率25x，上半年零售主业增长87%，同店增长40%以上，扣除其它资产市盈率仅18倍）；合肥百货（27x，上半年增长44%，同店增长20%以上，显著受益安徽经济的高速发展）；鄂武商（27x，国资委和银泰增持奠定安全边际、利于业绩改善）；王府井（30x，立足北京，致力于中西部发展）；重庆百货（26x，重组整合提升业绩）。

2) 商业物业富裕型公司、业绩释放意愿增强。新百联（23x，自有物业120万平米，每股NAV可达到25元，资产价值和市盈率双低估的典型代表）、大商股份（33x，P/S只有0.4倍，业绩和投资者关系改善）。

3) 良好的扩张模式：永辉超市（43x，致力于农超对接，模式具备可复制性）、苏宁电器（17x，性价比优势明显）。

海外投资者可配置：银泰百货（26x，业绩增速远超同业，是港股最好的百货公司）、联华超市（16x，业绩改善且释放意愿加强）、友谊B股（14x，低市盈率投资于中国最大百货零售商）、京客隆（12x，批发零售一体、受益食品价格上涨）。

¹ 报告贡献人：朱宝国 (zhuang@cicc.com.cn)

目录

零售行业具备与众不同的投资价值	4
零售商特殊盈利模式和投资吸引力的四个经典概括	4
消费板块中的估值洼地	4
投资建议：看好“中西部金花”、“商业物业富裕”、“良好扩张模式”	6
经典概括 1：消费市场的基金经理	7
对商品组合的主动调整权，什么好卖就卖什么	7
对 CPI 和经济增速变化的主动应对能力，确保 30% 以上的业绩增长	8
经典概括 2：区域经济腾飞的最佳投资标的	10
区域经济发展带来超额消费增速	10
合肥百货案例研究：区域经济增长对消费、零售商业绩腾飞的促进作用	13
经典概括 3：消费板块的资源股	15
物业升值奠定股价安全边际	15
百联股份案例研究：市盈率和资产价值的双低估	16
经典概括 4：明星店是城市核心商业的名片	18
明星店是资源积累和管理能力的综合体现，“黄金数据 3 个 10”	18
明星店的价值量化分析	20
友好集团（600778.SH）：推荐	22
合肥百货（000417.SZ）：推荐	24
鄂武商（000501.SZ）：推荐	26
王府井（600859.SH）：推荐	28
重庆百货（600729.SH）：推荐	30
新百联/友谊股份（600827.SH）：推荐	32
大商股份（600694.SH）：审慎推荐	34
永辉超市（601933.SH）：审慎推荐	36
苏宁电器（002024.SZ）：推荐	38

图表

图表 1：对零售商有别于其它消费公司的盈利模式和投资吸引力的四个经典概括	4
图表 2：零售行业 P/E 变动趋势	5
图表 3：消费子板块中的估值洼地，业绩确定性强，安全边际高	5
图表 4：消费板块市净率对比	6
图表 5：重点推荐公司上半年业绩预览与估值对比	6
图表 6：近期百强零售商销售增速更加显著的快于社会消费品零售总额	7
图表 7：服装、珠宝等品类增速均高于社会消费品零售总额整体增速（累计增速）	7
图表 8：百货店品类构成举例	8
图表 9：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	9
图表 10：中西部零售商上半年同店增速加快	10
图表 11：不同省份上半年城市和农村收入增速对比	12
图表 12：安徽经济大发展促使合肥百货实现净利润飞速增长	13
图表 13：新疆天山北坡经济区纳入国家层面重点开发	13
图表 14：安徽省三分巢湖市，新合肥面积扩大 40%	14
图表 15：武汉成为中国高铁“金三角”之一（北京、上海和武汉）	14
图表 16：租金与 CPI 的关系	15
图表 17：商业物业价格与 CPI 的关系	15
图表 18：主要百货及相关公司持有物业情况	16
图表 19：NAV 测算	17
图表 20：新百联物业持有情况	17
图表 21：2010 年全国单体百货销售额前 15 名	18
图表 22：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）	19

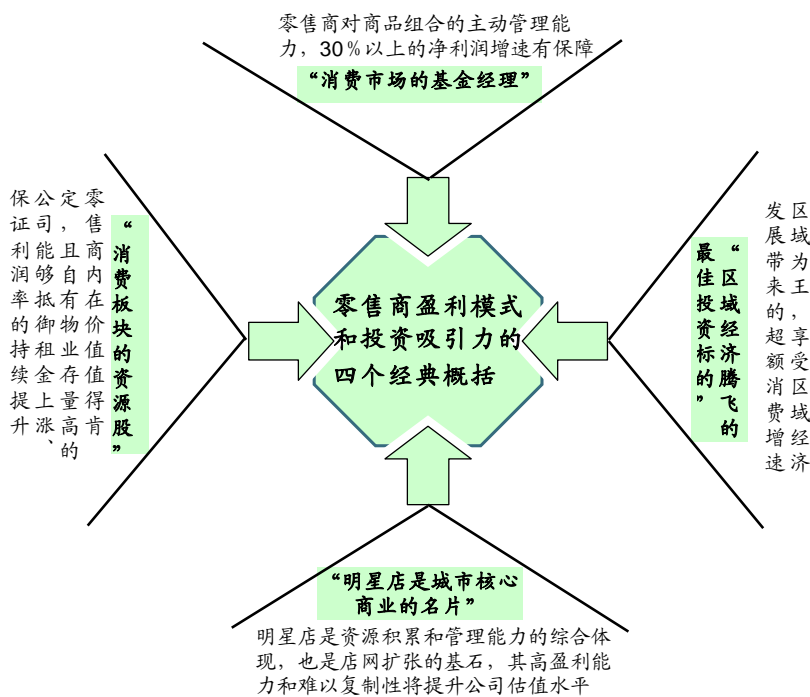
图表 23: 明星店节假日的火爆场景	19
图表 24: 第一八佰伴的 DCF 估值	20
图表 25: 友好明星店的 DCF 估值	20
图表 26: 合百鼓楼店的 DCF 估值	21
图表 27: 银泰武林店 DCF 估值	21
图表 28: 王府井成都店 DCF 估值	21
图表 29: 主要财务, 股票信息	22
图表 30: 友好集团门店分布	23
图表 31: 友好集团百货门店一览	23
图表 32: 主要财务, 股票信息	24
图表 33: 公司增发收购情景分析	25
图表 34: 合肥百货门店网络分布 (2011 上半年)	25
图表 35: 安徽经济大发展促使合肥百货实现净利润飞速增长	25
图表 36: 主要财务, 股票信息	26
图表 37: 公司主要百货门店概况	27
图表 38: 摩尔城 NAV 测算	27
图表 39: 摩尔城项目盈利能力测算	27
图表 40: 主要财务, 股票信息	28
图表 41: 增发对业绩影响 (全年)	29
图表 42: 集团引入战略投资者的前后的股权结构图	29
图表 43: 主要财务, 股票信息	30
图表 44: 主要零售公司门店分布及渠道下沉比较	31
图表 45: 主要百货零售公司对比	31
图表 46: 公司财务对比	31
图表 47: 主要财务, 股票信息	32
图表 48: 新百联情景分析及估值区间测算	33
图表 49: Outlets 风采	33
图表 50: 主要财务, 股票信息	34
图表 51: 公司 NAV 测算及股权结构图	35
图表 52: 公司门店概览	35
图表 53: 主要财务, 股票信息	36
图表 54: 永辉超市扩张进程	37
图表 55: 中长期投资价值显著	37
图表 56: 生鲜经营是最大优势	37
图表 57: 主要财务, 股票信息	38
图表 58: 苏宁门店拓展	39
图表 59: 大股东现金增持体现中长期信心	39
图表 60: 物流中心建设提升经营效率、苏宁易购拓展网购市场	39
图表 61: 零售公司估值表	40

零售行业具备与众不同的投资价值

零售商特殊盈利模式和投资吸引力的四个经典概括

7 月份以来,我们对零售商有别于其它消费公司的盈利模式和投资吸引力做出系列分析,包括“消费市场的基金经理”、“区域经济腾飞的最佳投资标的”、“消费板块的资源股”以及“明星店是城市核心商业的名片”。这些生动的概括,简单而明确地抓住了零售商的实质。

图表 1: 对零售商有别于其它消费公司的盈利模式和投资吸引力的四个经典概括



资料来源：中金公司研究部

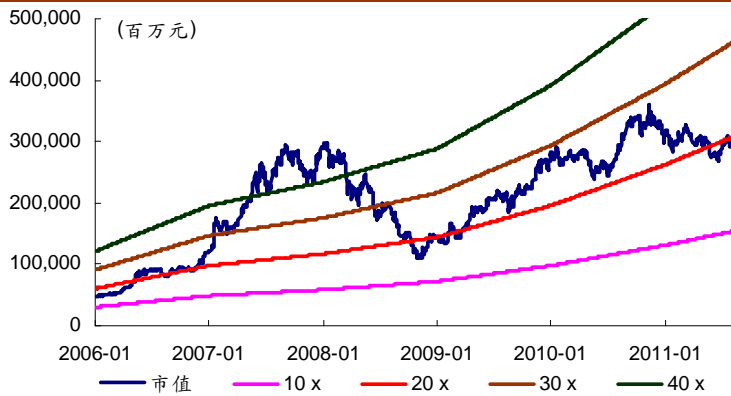
消费板块中的估值洼地

零售板块自去年 10 月份以来持续调整, 目前 2011-2012 年市盈率分别在 23 倍和 17 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。

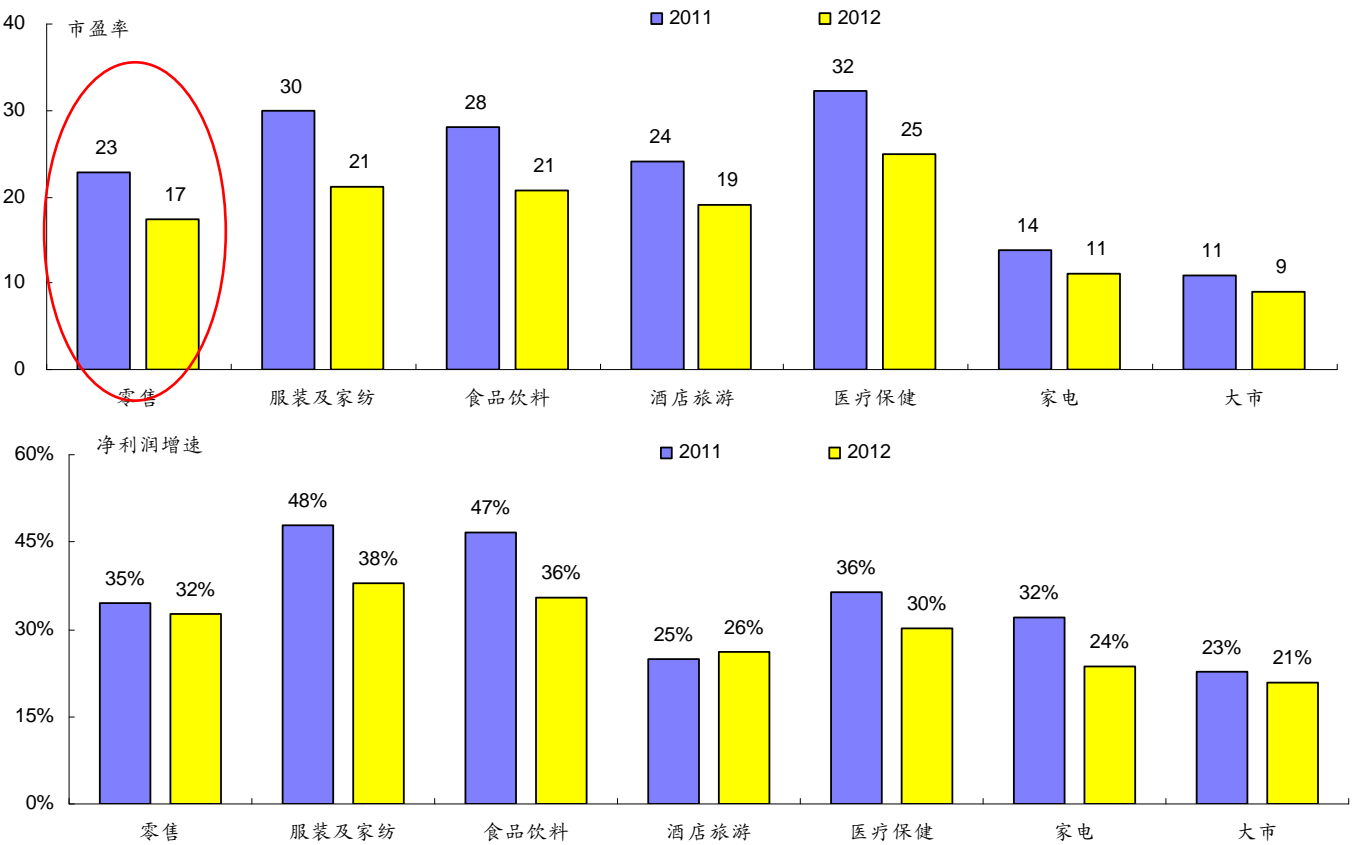
- ▶ 零售板块估值水平处于消费板块最低, 但 30%的业绩增速有保障, 具备显著的安全边际。
- ▶ 零售公司的市净率 (2011 年 3.7x) 也远低于食品饮料 (7.5x)、医疗保健 (5.2x) 和服装 (4.6x)。

图表 2：零售行业 P/E 变动趋势



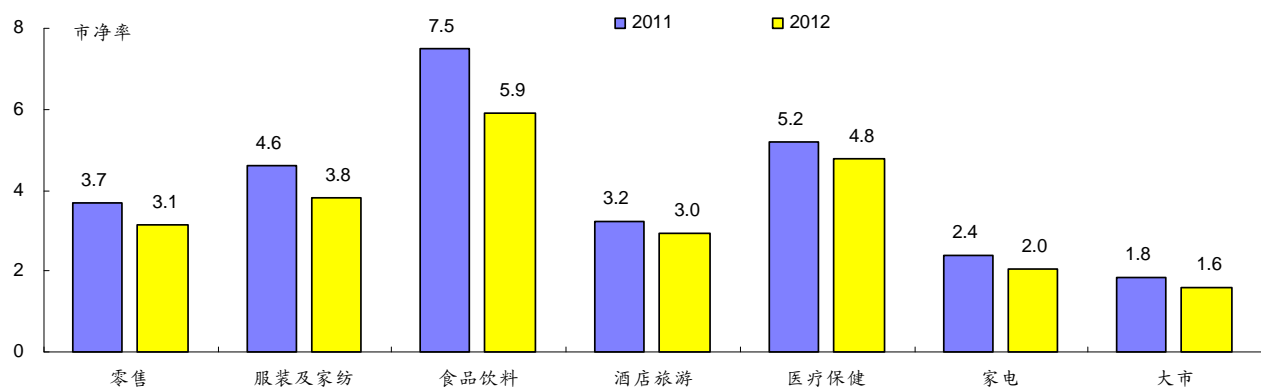
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：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 4：消费板块市净率对比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资建议：看好“中西部金花”、“商业物业富裕”、“良好扩张模式”

集中投资于三类核心品种：

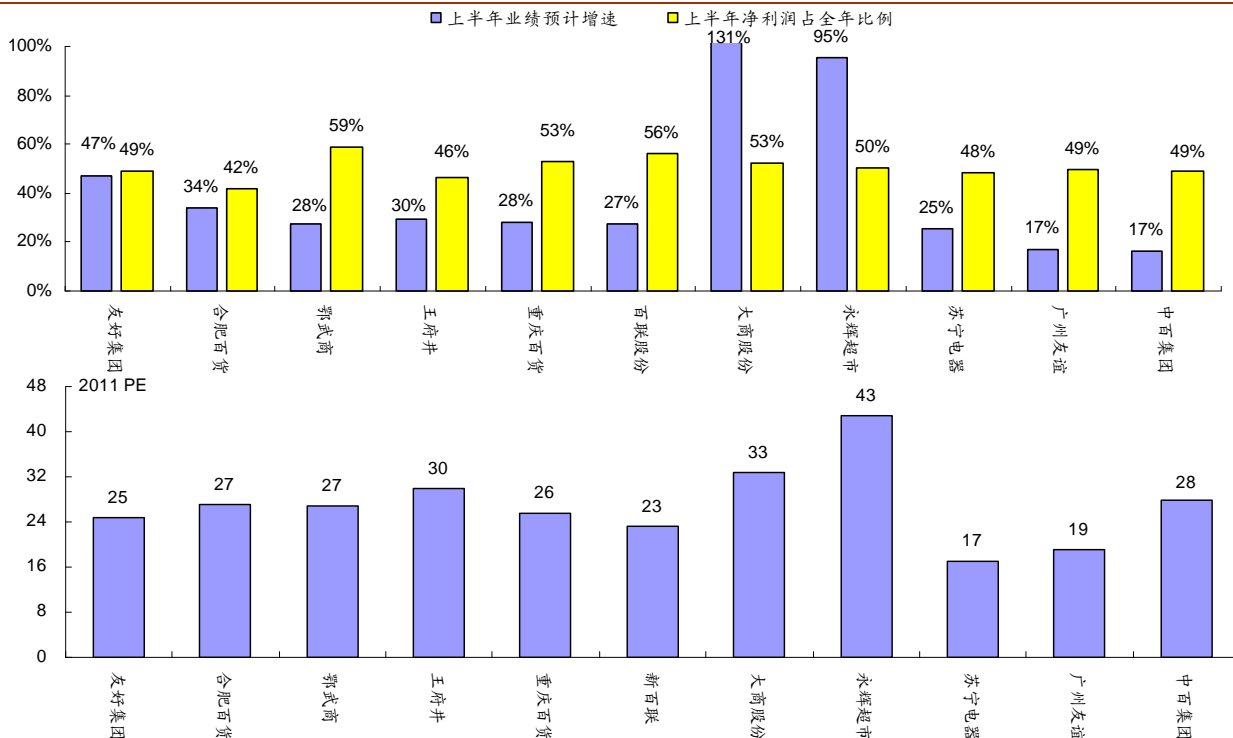
1) **“中西部五朵金花”**：友好集团（2011年市盈率 25x，上半年零售主业增长 87%，同店增长 40%以上，扣除其它资产市盈率仅 18 倍）；合肥百货（27x，上半年增长 44%，同店增长 20%以上，显著受益安徽经济的高速发展）；鄂武商（27x，国资委和银泰增持奠定安全边际、利于业绩改善）；王府井（30x，立足北京，致力于中西部发展）；重庆百货（26x，重组整合提升业绩）。

2) **商业物业富裕型公司、业绩释放意愿增强**。新百联（23x，自有物业 120 万平米，每股 NAV 可达到 25 元，资产价值和市盈率双低估的典型代表）、大商股份（33x，P/S 只有 0.4 倍，业绩和投资者关系改善）。

3) **良好的扩张模式**：永辉超市（43x，致力于农超对接，模式具备可复制性）、苏宁电器（17x，性价比优势明显）。

海外投资者可配置：银泰百货（26x，业绩增速远超同业，是港股最好的百货公司）、联华超市（16x，业绩改善且释放意愿加强）、友谊 B 股（14x，低市盈率投资于中国最大百货零售商）、京客隆（12x，批发零售一体、受益食品价格上涨）

图表 5：重点推荐公司上半年业绩预览与估值对比



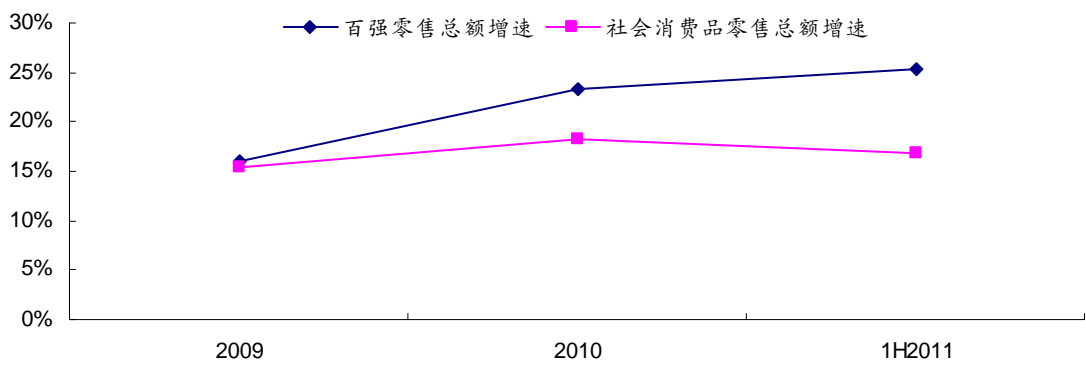
资料来源：公司数据，中金公司研究部

经典概括 1：消费市场的基金经理

对商品组合的主动调整权，什么好卖就卖什么

零售店是各类消费品的渠道，对产品配置拥有选择权，其职能犹如基金经理所做的组合调整，最终体现出什么好卖就卖什么，因此是典型的消费升级受益者。下图显示，2010 年以来，百强零售商销售增速更加显著的快于社会消费品零售总额，体现出零售商们商品组合管理的有效性和行业整合所体现出的强者越强的趋势。同时，当某类产品的消费趋势出现下行情况时，零售商也最容易调整商品组合至其它热销品种。

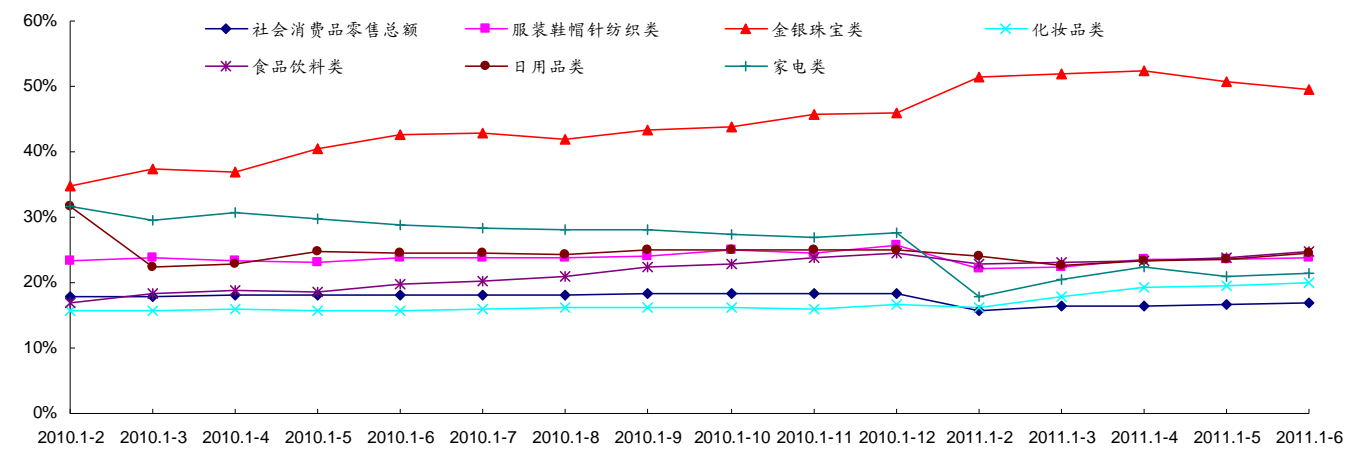
图表 6:近期百强零售商销售增速更加显著的快于社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

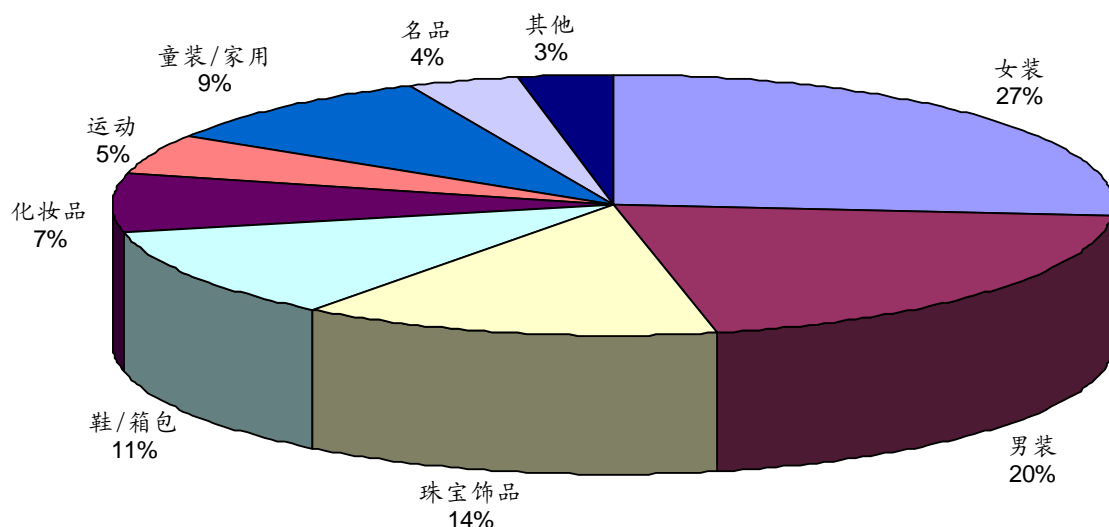
市场前期集中投资于金银珠宝、家纺、品牌服装等子行业，但是对于作为主要渠道的百货行业却有所忽视。从社会消费品零售总额的分类商品销售来看，金银珠宝、品牌服装、家庭用品等类别增速均明显领先于消费的平均增速，而百货店恰恰是这些快速增长品类重要的销售渠道。以银泰为例，这部分畅销品类的销售占其整体销售的绝大多数比例。

图表 7:服装、珠宝等品类增速均高于社会消费品零售总额整体增速（累计增速）



资料来源：国家统计局，CEIC，中金公司研究部

图表 8: 百货店品类构成举例



资料来源：公司数据，中金公司研究部

对 CPI 和经济增速变化的主动应对能力，确保 30%以上的业绩增长

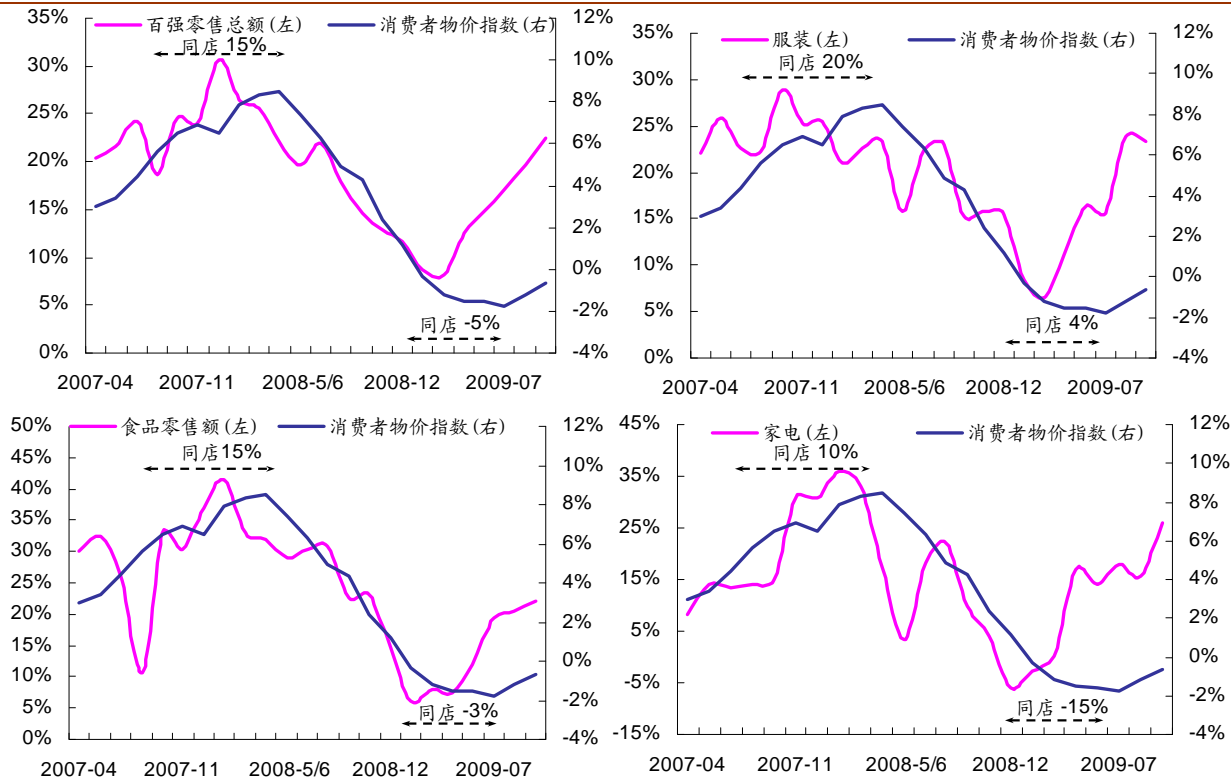
业态的差异影响业绩表现，百货业受益消费升级趋势，体现出很强的抵抗 CPI 见顶下降、获得持续领先的同店增长的能力。在消费升级的大趋势下，中高档定位百货公司的业绩表现更好。我们的子行业排序依然是百货（上半年同店增长 20%）、超市（10%）、家电零售（3%）。下图显示：

- ▶ 在上一轮大 CPI 变化中，百货业不仅在 CPI 高峰拿到了最高的同店增长，且在金融危机的经济增速和 CPI 最低谷也获得了 4% 的平均同店增长，超出了当时的市场预期，许多人感叹：在中国，可选的才是防御的。
- ▶ 而在上一轮经济 and CPI 低谷期，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。
- ▶ 在上一轮经济 and CPI 低谷期，家电零售商同店增长下降至-15%，这一业态对房地产市场的敏感性很强。

业绩掌控空间大、30%以上的增速有望保持。

- ▶ 只要实现 10% 的同店增长，可拉动 20% 的净利润增速，加之 10% 的外生增长，便可实现 30% 以上的行业平均增速。
- ▶ 零售商还可通过加快开店和提升规模效益弥补同店增长不足，例如苏宁上半年同店增长 3%，但净利润可增长 25%。
- ▶ 展望今后几年，永辉超市有望实现 50% 的业绩增速，友好集团 40% 以上，合肥百货 35%，银泰 35%，超出行业平均水平。

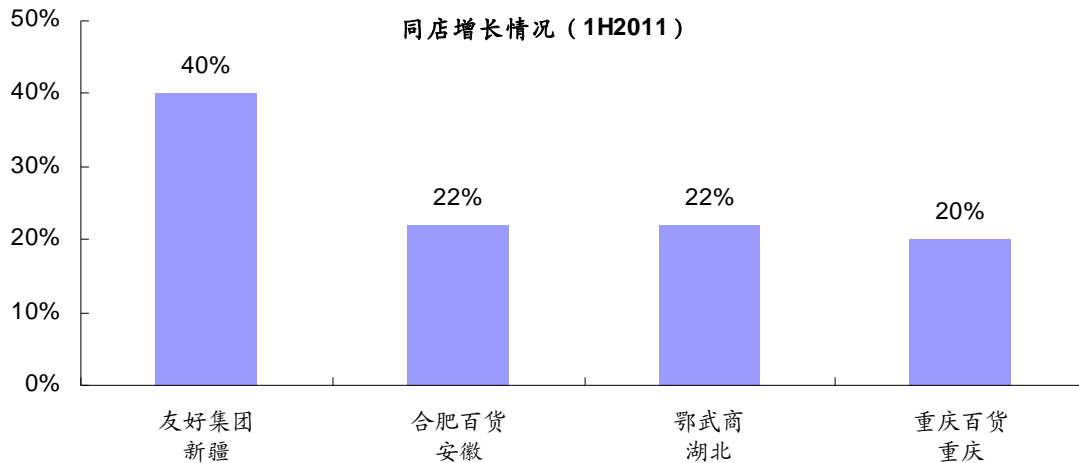
图表 9：物价水平变化与服装、食品、家电等主要消费品销售增速的关系



资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部

经典概括 2：区域经济腾飞的最佳投资标的

图表 10：中西部零售商上半年同店增速加快



资料来源：公司数据，中金公司研究部

区域经济发展带来超额消费增速

配置消费股的一个重要理念：如果想投资于不同区域的经济增速差异，享受区域经济发展带来的超额消费增速，零售商区域为王、是最好的投资标的。

区域经济发展速度差异将影响个股业绩表现。未来各省份经济增速将出现分化，而受益国家扶持政策、承接产业链快的省份（如新疆、安徽、湖北、重庆、辽宁、四川等）将迅速增长，成为中国经济的第二梯队，有望重演沿海省份过去 10 年的高增长，同时城市化进程加速，带动当地消费与服务业增长。

- ▶ 《促进中部地区崛起规划实施意见》和《关于促进中部地区城市群发展的指导意见的通知》指出：2015 年要取得重大成果，即人均地区生产总值达到 36000 元，城镇化率达到 48%，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别达到 24000 元和 8200 元，单位地区生产总值新增建设用地消耗量持续下降，万元地区生产总值能耗和万元工业增加值用水量分别累计下降 25% 和 30%。2020 年中部地区全面实现小康，区域内部发展更加协调、与东西部合作更加紧密。
- ▶ 去年 7 月 5 日至 6 日，中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议，在新的历史起点上再次布局西部地区发展。会议提出要构筑连通内外的大通道，“五横、四纵、四出境”通道的建设，将打通我国的边境通道和东中西部间的物流通道。仅 2010 年，计划西部大开发新开工的 23 项重点工程投资总规模就达 6822 亿元，主要涉及铁路、公路、机场、水利枢纽等。

具体来看，西部政策倾斜最大的新疆、中部连接东部第一站的安徽、分别作为中部崛起和西部大开发的“支点”的湖北和重庆、四川以及东北地区惟一的沿海省份辽宁有望最先实现最快速增长：

▶ 新疆

经济水平基数低，潜力大是新疆的重要特点。在新疆工作座谈会上，中央提出：“十二五”期间新疆固定资产投资规模将比“十一五”期间翻一番多，同时 2015 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平。除中央的直接投资外，还有 19 个省市对口支援新疆。

今年 6 月，由国务院印发的《全国主体功能区规划》已将“天山北坡”列入 18 个国家层面的重点开发区域，最近《新疆天山北坡区域综合发展规划》完成并将上报国家发改委，打造能源、物流、制造业、农业、商贸基地。诸多利好

因素显示出天山北坡已经有了新的战略地位——国家重要的经济增长极。

8月20日，中国中央企业产业援疆会在乌鲁木齐举行。120余家央企参与援疆推介会，签约近90个项目，签约项目投资总额达7000多亿元人民币，这些项目都将在2012年之前开工。“十二五”期间，央企在新疆的投资规模将超过1万亿元。

“新疆效率”已逐步体现。今年上半年新疆农村居民人均现金收入2389元，增长24.5%，增速创2006年以来新高，比全国增速快4.1个百分点，扣除价格因素，实际增长16.9%，比城镇居民收入快6.7个百分点；电力是国民经济的先行指标，上半年新疆电力公司完成售电量230.54亿千瓦时，增长34.15%，电量增速位居全国第一。

► 安徽

作为中部连接东部的第一站，安徽在过去几年中发展迅速。在今后几年中，安徽有望承接产业链快速转移，而《皖江城市带承接产业转移示范区规划》更是从国家战略层面促进区域协调发展，探索中西部地区承接产业转移新模式。

未来几年，皖江示范区、合肥经济圈、皖北地区经济圈，各区域之间联动发展，三圈发展对安徽加速崛起作用巨大。2015年，安徽力争实现生产总值、财政收入、城镇居民人均可支配收入、农民人均纯收入、战略性新兴产业增加值、服务业增加值比2010年翻一番，将走在中部崛起前列。

8月22日宣布，经国务院批复同意，正式撤销地级巢湖市，其所辖的一区四县分别划归合肥、芜湖、马鞍山三市管辖。此次拆分后，新合肥市面积将扩大40%，跻身1万平方公里以上省会城市。而第五大淡水湖巢湖流域将集中划归合肥管辖，由于巢湖拥湖滨江，合肥将可对其进行统一规划管理，整合利用江湖资源，在振兴巢湖经济带同时，大合肥也有望在长江中下游的南京、武汉夹击中趁势而起，使其与周边的南京、武汉和长株潭三大都市圈形成竞争、合作格局，其距离“中部地区特大型城市”目标也迈进一大步。

► 湖北

作为中部崛起“战略支点”的湖北，从2007年起，武汉城市圈两型社会建设综合配套改革试验区、东湖国家自主创新示范区、鄂西生态文化旅游圈建设、湖北长江经济带新一轮开放开发分别启动。

而高铁建设将进一步提振区域经济。武汉成为全国四大铁路指挥中心，特别是武广高铁的建成运行，大大增强了湖北的地域辐射功能。和长三角、珠三角等呈扇状辐射不同，湖北的武汉城市圈呈网状辐射，范围更广、力度更大。

国务院去年批复武汉在全国发展布局中的功能定位为“我国中部地区的中心城市”。武汉将全面构建以战略性新兴产业为先导，以现代制造业、现代服务业为支撑的产业体系，五年后，经济总量超过1万亿元，成为更有实力、更有影响力、更有魅力的城市，增强对周边地区甚至整个中部地区的辐射、带动作用。

► 重庆

重庆是我国四大直辖市之一，是长江上游地区的经济中心和金融中心，随着交通等基础设施的完善、成渝经济圈的一体化建设，区域经济有望得到快速发展，城镇化进程将会提速。

《成渝经济区区域规划》从国家层面明确成渝经济区的功能定位、总体布局和发展目标，并提出促进成渝经济区一体化发展的政策措施。而2010年6月，继上海浦东、天津滨海之后，中国第三个国家级新区——重庆两江新区正式挂牌成立，这是中国内陆唯一的国家级新区。规划的“两江新区”，位于重庆主城区长江以北，嘉陵江以东区域，将在政策上全面超过上海浦东新区和天津滨海新区，目标是在工业产值上两江新区要在10年再造一个重庆。

► 四川

支持四川省经济总值翻番的是西部大开发规划、成渝经济区和藏区发展进入国家战略、统筹城乡综合配套试验改革和地震灾区发展振兴等多重历史性新机遇。目标：到2015年，四川全省经济总量突破3万亿元大关。预计生产总值年均增长12%左右，2015年人均生产总值达到3.6万元左右，进入中等收入地区。

2011年正式批复的《成渝经济区区域规划》明确了成渝经济区发展的近期目标和远期目标：到2015年，建成西部地区重要的经济中心；到2020年，成为我国综合实力最强的区域之一。而成都、川南、川东北、攀西、川西北五大经济区的协调发展，将构建比较优势突出、区域特色鲜明、区际良性互动的多极发展格局。

► 辽宁

辽宁是黄河以北最大乃至东北地区惟一的沿海省，拥有近2300公里的海岸线，约占全国大陆海岸线的1/8，是我国惟一一处未被完全开发的海岸线。现在，以大连为核心，以大连、营口、盘锦为主轴，以黄海的大连、丹东和以渤海的盘锦、锦州、葫芦岛为两翼的“一核、一轴、两翼”的总体发展布局已经形成。根据规划，到2020年，辽宁沿海经济带的生产总值将超过两万亿元，相当于目前的两个辽宁。

2010年国家发改委批准沈阳经济区为国家新型工业化综合配套改革试验区。这标志着沈阳经济区成为继上海浦东、天津滨海新区、成都、重庆、武汉城市圈、长株潭城市群和深圳等七个地区后，国务院批准设立的第八个国家综合配套改革试验区。

图表 11：不同省份上半年城市和农村收入增速对比

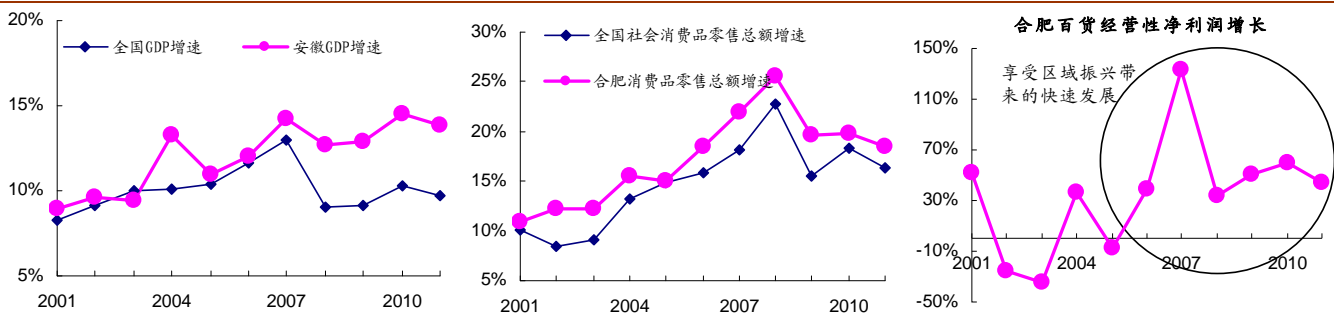
省份	城镇人均可支配收入（元）			省份	农村人均纯收入（元）		
	1H2010	1H2011	YoY		1H2010	1H2011	YoY
海南	7,964	9,512	19.4%	新疆	1,919	2,389	24.5%
安徽	7,914	9,356	18.2%	黑龙江	8,780	10,431	18.8%
新疆	6,602	7,654	15.9%	陕西	4,270	5,033	17.9%
陕西	8,083	9,346	15.6%	云南	3,876	4,565	17.8%
辽宁	8,695	10,038	15.4%	湖北	5,718	6,664	16.5%
吉林	7,606	8,760	15.2%	重庆	4,625	5,313	14.9%
四川	8,168	9,388	14.9%	江西	5,628	6,462	14.8%
山西	7,553	8,653	14.6%	山西	4,940	5,667	14.7%
重庆	9,083	10,383	14.3%	浙江	13,134	15,043	14.5%
内蒙古	8,814	10,035	13.9%	广东	7,543	8,639	14.5%
江苏	12,072	13,741	13.8%	安徽	5,225	5,960	14.1%
甘肃	6,447	7,329	13.7%	广西	4,537	5,152	13.5%
天津	11,318	12,861	13.6%	江苏	9,020	10,231	13.4%
湖北	8,352	9,485	13.6%	海南	5,412	6,118	13.1%
云南	8,048	9,137	13.5%	四川	4,979	5,626	13.0%
山东	9,796	11,098	13.3%	天津	11,071	12,509	13.0%
福建	11,493	12,980	12.9%	山东	8,058	9,094	12.9%
浙江	14,919	16,835	12.8%	河南	5,232	5,900	12.8%
湖南	8,438	9,513	12.7%	上海	13,023	14,604	12.1%
上海	16,360	18,382	12.4%	湖南	5,763	6,433	11.6%
宁夏	7,196	8,085	12.4%	河北	6,527	7,249	11.1%
江西	7,617	8,536	12.1%	福建	7,459	8,270	10.9%
广东	12,425	13,903	11.9%	甘肃	3,517	3,856	9.6%
黑龙江	6,747	7,531	11.6%	北京	13,497	14,794	9.6%
河南	8,083	9,010	11.5%	宁夏	5,380	5,879	9.3%
河北	8,181	9,104	11.3%	青海	3,753	4,096	9.2%
北京	14,750	16,236	10.1%	贵州	3,188	3,448	8.2%
广西	8,720	9,484	8.8%	内蒙古	7,155	7,718	7.9%
青海	6,471	7,032	8.7%	西藏	3,396	3,652	7.6%
西藏	7,273	n.a.	n.a.	辽宁	9,220	9,908	7.5%
贵州	7,258	n.a.	n.a.	吉林	7,978	8,386	5.1%

资料来源：CEIC，国家统计局，中金公司研究部

合肥百货案例研究：区域经济增长对消费、零售商业绩腾飞的促进作用

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；合肥消费品零售总额增速维持在 15%以上，2004-2010 年平均增速更是达到了 19.4%左右，而同一时期全国社会消费品零售总额的平均增速只有 17%。受益于区域消费的腾飞和自身优势，安徽省最大的零售商合肥百货从 2005 年至 2009 年，经营性净利润每年增速平均为 50.1%，其中，2007 年更是达到了 133.3%。

图表 12：安徽经济大发展促使合肥百货实现净利润飞速增长



资料来源：CEIC，公司资料，中金公司研究部

图表 13：新疆天山北坡经济区纳入国家层面重点开发



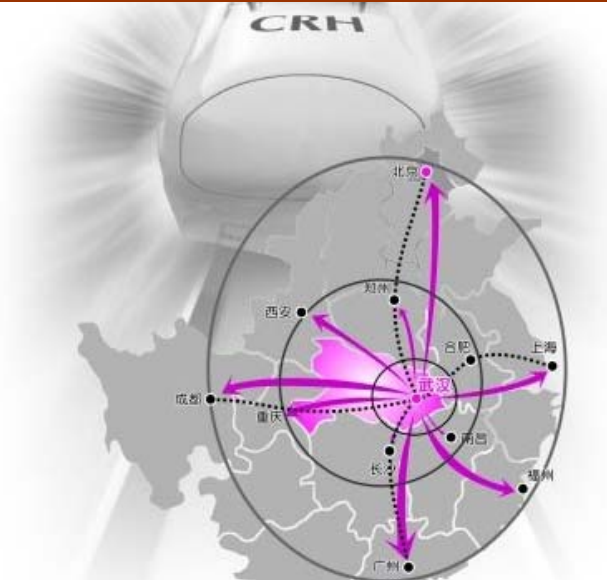
资料来源：公开数据，中金公司研究部

图表 14：安徽省三分巢湖市，新合肥面积扩大 40%



资料来源：公开数据，中金公司研究部

图表 15：武汉成为中国高铁“金三角”之一（北京、上海和武汉）



资料来源：公开数据，中金公司研究部

经典概括 3: 消费板块的资源股

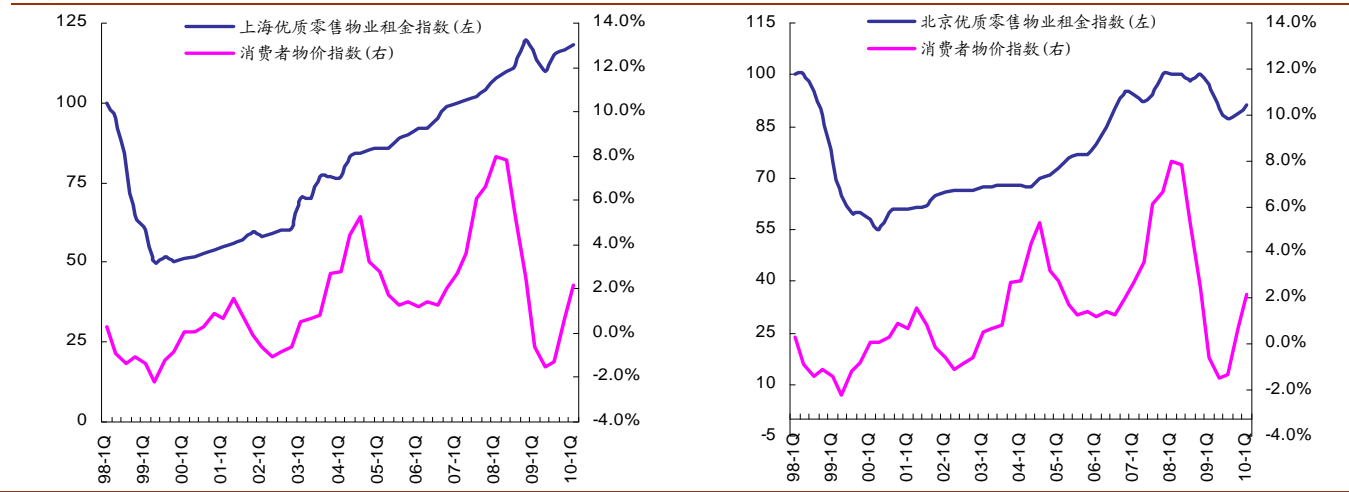
物业升值奠定股价安全边际

拥有商业物业的公司，在通胀情况下可保持折旧费用的平稳，而不受到市场租金上调的影响。更重要的是随着各类商品和资产价格的上涨，其拥有的商业物业也在明显升值。

零售物业的租金水平与 CPI 有着明显的联动关系。我们用北京和上海的零售物业租金指数与 CPI 进行了对比，发现租金价格在 CPI 下降时会略为调整，但总体保持向上趋势；而在 CPI 显著上行过程中，会体现出较平常更加显著的升势。

决定物业内在价值的是其租金水平，因此租金水平的上扬能够直接推动零售物业市场价格的提升，这在通胀阶段是更为明显的趋势。

图表 16: 租金与 CPI 的关系

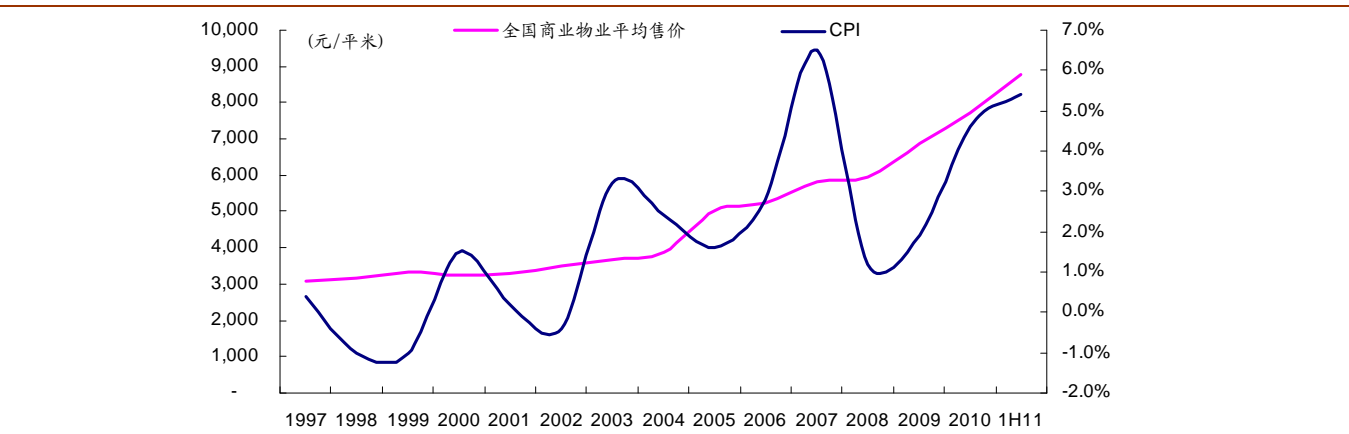


资料来源: 世邦魏理仕, 搜房网, 中金公司研究部

我国商业物业长期以来处于升值阶段，能够在 CPI 下降时保持平稳提升，在 CPI 经过一轮较大幅度提升后，商业物业价格也会登上一个新的台阶。

与住宅物业相比，我国商业物业上升趋势稳定，且受到的宏观政策调控压力远远小于住宅物业，因此是非常好的保值、升值型投资标的。

图表 17: 商业物业价格与 CPI 的关系



资料来源: 世邦魏理仕, 搜房网, 中金公司研究部

图表 18: 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
合肥百货	16	1	19	12	31
友好集团	8(含1家托管店)	1	12	15	27
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
广百股份	25	3	14	37	50
豫园商城	豫园	1	13(房地产3)	0	16
友阿股份	7	1	9	11	19
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，中金公司研究部测算

百联股份案例研究：市盈率和资产价值的双低估

新百联是市盈率和物业价值双低估的典型：1) 合并完全摊薄后的 2011 年每股收益为 0.8 元，对应 2011-2012 年市盈率 23 倍和 18 倍。2) 我们测算其每股合理 NAV 应为 25 元，股价具备资产价值支撑和安全边际。

- ▶ **我国百货业旗舰、优质商业物业资源突出；通胀环境下，有望获得物业价值和净利润率双重提升。**友谊和百联合计拥有 114 万平米商业物业、15 万平米的物流基地，且大多在上海核心商圈。大量持有商业物业和持续同店增长，使折旧费用率呈现下降趋势，净利润率具备提升空间。
- ▶ **上海作为东亚门户的商业地位、消费能力和集客能力。**一线城市居民消费力更强、外来人口的数量和购买力也在逐渐提高。新百联还有机会在世博及迪斯尼商圈开店。
- ▶ **整合将提升经营管理水平、减少期间费用。**重组后新百联的规模处于行业领先地位，通过统一采购、物流资源共享、管理成本降低差异化定位等措施，有望提升盈利能力；同时重组后发展战略和业态布局也将进一步明晰，结合管理团队实力的增强，未来的业绩释放和提升将更加明显。
- ▶ **展望未来，新百联的发展蓝图：**重组后新百联的规模处于行业领先地位，整合效应将显现（经营管理水平提升，期间费用下降，财务收益提升）；有望成为上海国有商业整合平台；公司是国内 OUTLETS 业态的领导者，品牌和规模优势将支持扩张效率，发展潜力大。

图表 19: NAV 测算

新百联资产价值测算	单价(万/平米)	面积(万平米)	资产价值
自有商业物业价值			304.3
原友谊股份百货店和购物中心		18.7	46.7
百联股份百货店和购物中心	2.5	92.3	230.8
新增八佰伴股权面积		4.7	11.7
物流基地	1.0	15.0	15.0
持有股票市值:			94
联华超市(55.2%)			69
其它(海通证券等)			25
非上市公司投资			0
银行负债			32
银行存款			59
NAV合计			426
每股NAV			25
目前价格			19
目前市值			321
NAV高出市值			33%

资料来源：公司数据 中金公司研究部（目前市值按现价和扩张后股本计算）

图表 20: 新百联物业持有情况

门店	面积(万平米)	物业	备注	开业时间
东方商厦(徐汇店)	3.2	租赁	都市型	1993-1-1
八佰伴(增发收购)	13.0	自有	都市型	1995-12-1
新华联	2.6	自有	都市型	1996-12-1
东方商厦杨浦店(华联杨浦)	3.2	自有	都市型	2001-12-1
东方商厦南京东路店	5.5	自有	都市型	2005-1-1
东方商厦(宁波店)	2.0	自有	都市型	2006年1月收购
上海青浦百联东方商厦	n.a.	n.a.	n.a.	2010年5月收购
东方商厦嘉定店	1.0	租赁	都市型	2008-1-1
市百一店	2.5	自有	老字号	1949-10-1
时装商店	0.6	租赁	老字号	1991年改造
妇女用品商店	0.1	自有	老字号	2005年3月翻新
永安百货	3.4	自有	老字号	2005年4月翻新
中联商厦	0.6	自有	社区百货	1993-11-1
上海一百松江店	0.3	自有	社区百货	1994-12-1
华联普陀	1.2	租赁	社区百货	2000-12-1
华联张杨	0.9	自有	社区百货	2003-9-1
青浦奥特莱斯名品折扣店	12.0	自有	名品折扣店	2006-4-1
杭州奥特莱斯名品折扣店	7.5	委托管理	名品折扣店	2010-6-26
浦东华联购物中心	2.0	自有	购物中心	2002-1-1
百联中环购物中心	24.0	自有	购物中心	2006-12-1
上海又一城	12.0	自有	购物中心	2007-4-1
一百商城	4.2	自有	购物中心	2007-12-1
南上海购物中心	4.5	租赁	购物中心	2008-1-1
沈阳购物中心	10.3	自有	购物中心	2008-1-1
重庆南岸上海城购物中心	13.6	租赁	购物中心	2009-12-18
金山购物中心	8.6	自有	购物中心	2010-9-28
百联南桥购物中心二期	6.6	租赁	购物中心	2010-9-30
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

经典概括 4：明星店是城市核心商业的名片

明星店是资源积累和管理能力的综合体现，“黄金数据 3 个 10”

- ▶ **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。
- ▶ **收入上 10 个亿，同店增长超越 10%，净利润率高于 10%是对明星店强大盈利能力的概括。**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%以上的利润增长。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想进入的地方，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 21：2010 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 22: 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
友好集团	合肥百货大楼	OFA=2.2	步行街	自有	1959-08	801	50
	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	
大商集团	友好百盛	4	友好百盛	自有	2002	719	53
	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 23: 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

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

明星店的价值量化分析

- 我们以 DCF 对明星店进行估值，分别假设净利润的分阶段增速、折旧以及贴现率得出结论，保守之处尚未考虑摊销、运营现金流入等因素。结果如下：
- 明星店的合理价值都应当在 2011 年市盈率的 35 倍以上。其中，第一八佰伴、银泰武林店和王府井成都店都在 36x，合百鼓楼店 39x，友好的 3 家明星店更是应该在 43x。而且，我们的假设有一定的保守性，反映在：1) 对增长率的假设，比如友好 3 家明星店前 5 年的利润假设增长为 25%，低于目前实际经营水平；2) 永续增长率为 6%，而七月 CPI 已达 6.5%。
- 仅以友好 3 家明星店来计算，价值已超目前市值 26%。明星店的潜在价值提升公司估值水平。

图表 24:第一八佰伴的 DCF 估值

上海第一八佰伴		
2010年净利润（百万）		348
2010年净利润率		9.9%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	20%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额（百万）	60
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	15,054
	对应2011年PE	36
	对应2012年PE	30

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

图表 25:友好明星店的 DCF 估值

天山百货和友好商场			友好百盛		
2010年净利润（百万）		80(含总部费用)	2010年净利润（百万）		53
2010年净利润率		4.7%	2010年净利润率		7.3%
假设			假设		
净利润假设			净利润假设		
	前5年增长率	25%		前5年增长率	25%
	5-10年增长率	12%		5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%		永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额（百万）	40	折旧假设	每年折旧额（百万）	25
贴现率	WACC	12%	贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	4,322		百货店价值(百万元)	2,847
	对应2011年PE	43		对应2011年PE	43
	对应2012年PE	35		对应2012年PE	35
3家明星店价值（友好百盛为49%股权）			5717		
目前市值			4,548		
3家明星店对目前总市值溢价			26%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

图表 26: 合百鼓楼店的 DCF 估值

合肥百货鼓楼店		
2009年净利润(百万)		68
2009年净利润率		7.0%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	22%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额(百万)	35
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	4,009
	对应2011年PE	39
	对应2012年PE	32

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测 注：由于合百鼓楼店2010年有调整，故用2009年净利润数据。

图表 27: 银泰武林店 DCF 估值

银泰武林店		
2010年净利润(百万)		245
2010年净利润率		11.0%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	20%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额(百万)	40
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	10,587
	对应2011年PE	36
	对应2012年PE	30

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

图表 28: 王府井成都店 DCF 估值

王府井成都店		
2010年净利润(百万)		313
2010年净利润率		11.8%
假设		
净利润假设		
	前5年增长率	20%
	5-10年增长率	12%
	永续增长率	6%
折旧假设	每年折旧额(百万)	45
贴现率	WACC	12%
	百货店价值(百万元)	13,474
	对应2011年PE	36
	对应2012年PE	30

资料来源：公司数据，中金公司研究部估测

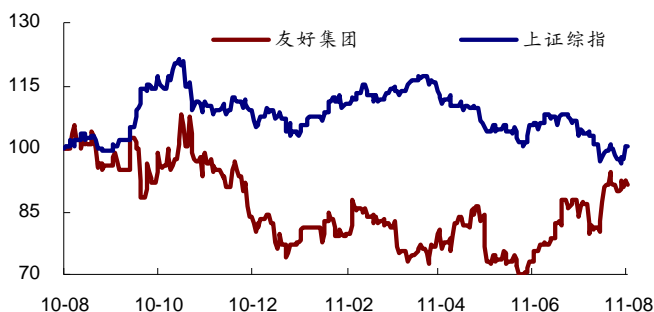
友好集团（600778.SH）：推荐

新疆消费第一股

图表 29：主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	当前股价	14.60
营业收入	1,570	2,000	2,917	4,507	6,716	股票代码	600778.CH
(+/-%)	9.7%	27.4%	45.8%	54.5%	49.0%	日成交量(百万股)	1.99
零售业务	1,168	1,684	2,253	3,359	4,944	52周最高价/最低价	17.79/10.92
(+/-%)	-	44.1%	33.8%	49.1%	47.2%	市值(亿元)	45
地产业务	9	0	187	671	1259	目前总股数(百万股)	311
(+/-%)	-	-	258.4%	87.5%	-	主要股东(持股比例)	乌鲁木齐国有资产经营有限公司(17.7%)
净利润	48	60	105	184	276		
(+/-%)	-12.3%	26.1%	73.9%	74.7%	50.1%		
零售业务	54	59	85	135	181		
(+/-%)	-	8.0%	44.9%	59.2%	34.1%		
地产业务	-6	2	23	48	94		
(+/-%)	-	-	106.4%	95.0%	-		
每股收益(元)	0.15	0.19	0.34	0.59	0.88		
零售业务	0.17	0.19	0.27	0.43	0.58		
地产业务	0.00	0.00	0.06	0.16	0.30		
市盈率	94.9	75.3	43.3	24.8	16.5		
市净率	4.7	4.5	4.1	3.5	2.9		

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部



投资亮点

- **友好集团是新疆第一大百货零售商。**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，1 家在库尔勒，1 家在克拉玛依，1 家在伊宁。友好集团拥有绝对的区域垄断优势，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。
- **显著的投资增长会转化为当地的经济和消费增长。**今年 6 月，由国务院印发的《全国主体功能区规划》已将“天山北坡”列入 18 个国家层面的重点开发区域，而《新疆天山北坡区域综合发展规划》已完成并将上报国家发改委，打造能源、物流、制造业、农业、商贸基地。8 月 20 日，120 余家央企参与援疆推介会，签约近 90 个项目，签约项目投资总额达 7000 多亿元人民币，这些项目都将在 2012 年之前开工。“十二五”期间，央企在新疆的投资规模将超过 1 万亿元。
- **领先板块业绩增速。**上半年收增长 29.3%，净利润增长 47%，若剔除房地产收益影响（华骏和汇友），零售业收入增长高达 48.6%、净利润增长高达 87%。上半年同店增长高达 40% 以上，显著带动了净利润率的提升。值得强调的是：1) 公司去年上半年业绩基数较高（增速达 122%），高成长基数下的快速增长，体现“新疆速度”；2) 零售公司受季节性因素影响，二季度暂时性放缓，但友好的中报预计和 1 季度基本一致，体现公司的高成长性；3) 规模效益提升，相比去年人工成本年底结算，现公司人工核算已平摊到每个季度，但费用增速仍显著慢于收入增速，良好的费用控制保证了利润率的提升。
- **资产价值突出。**公司资源丰富，拥有两块土地（在乌鲁木齐市西北有 748 亩土地，50% 股权；另一处 700 亩土地），以及新疆城建和中粮可口可乐饮料（新疆）股权，价值合计可达 20 亿。扣除土地和股权价值，公司 2011 年零售市盈率仅 18 倍，明显被低估。

估值：预计 2011-2012 年净利润增速为 75% 和 50%，每股收益 0.59 和 0.88 元，其中零售业 0.43（下半年预测较保守，主要考虑了新店影响）和 0.58 元。目前价格对应 2011 年的市盈率为 25x，2012 年市盈率便可下降到 17 倍的低水平。且公司拥有非零售业务优质资产，因此建议采用二元定价：给予 2011 年零售净利润 1.35 亿元 30 倍的目标市盈率，对应 40.6 亿市值，而土地和股权价值达 20 亿元，加总为 60.6 亿元，折合每股公允价值 19.5 元。公司 PEG 值只有 0.4 倍，2011 年市净率 3.5 倍也处于板块低端，体现出其业绩成长性和资产价值被双低估。

图表 30：友好集团门店分布



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 31：友好集团百货门店一览

门店	所在城市	营业面积（平米）	物业	开业时间	市场定位
天山百货	乌鲁木齐	30000	自有	94年重开	精品百货
友好商场	乌鲁木齐	25000+5000多平米（2010年8月新增）	自有	1958开业,陆续扩容	中档大众
美美友好百货	乌鲁木齐	32,900	租赁	2009	高端
友好百盛	乌鲁木齐	40,000	自有	2002	中高端
库尔勒天百购物中心	巴州	67,314	租赁	2007	中高端
独山子金盛时尚百货	克拉玛依	13,000	自有	2008	时尚
伊犁百货店	伊犁	32,000	自有	2011.4.30	购物中心
	伊犁	25,785	租赁	2011年底或2012年初	家居卖场
美林花源	乌鲁木齐	51386（建筑面积）	租赁	2011年底或2012年初	购物中心
阿克苏天百购物中心	阿克苏	70465（建筑面积）	自有	2012年开业	购物中心
奎屯天百购物中心	奎屯	47500（建筑面积）	自有	2012年开业	购物中心
天百名店	乌鲁木齐	自有6000，租15000		1998	折扣店

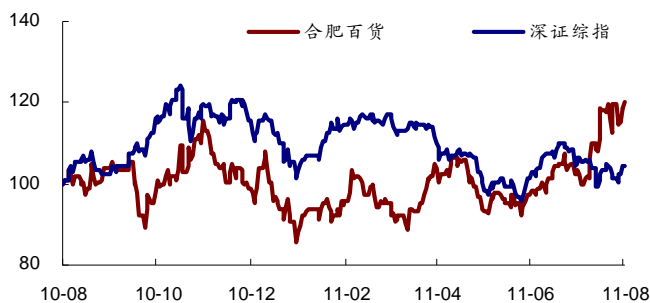
资料来源：公司数据，中金公司研究部

合肥百货（000417.SZ）：推荐

区域渗透有效、业绩增速领军板块

图表 32：主要财务，股票信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	当前股价	22.44
营业收入	5,885	7,062	8,864	10,910	股票代码	000417.CH
(+/-%)	16.8%	20.0%	25.5%	23.1%	日成交量(百万股)	4.9
经营性净利润	175	279	408	586	总市值(百万)	11667.1
(+/-%)	50.3%	59.1%	46.2%	43.8%	52周最高价/最低价	22.67/15.91
净利润(含股票投资/资产出售)	201	286	542	601	总股数(百万股)	520
(+/-%)	66.9%	42.3%	89.6%	11.0%	其中：流通股(百万股)	479
经营性每股收益(元)	0.34	0.54	0.78	1.13	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%)
整体每股收益(元)	0.39	0.55	1.04	1.16		
每股收益(元)-考虑全年并表备考		0.61	0.83	1.13		
(+/-%)			37%	36%		
市盈率		36.9	27.0	19.9		
市净率	11.4	9.2	7.3	5.6		
股价/经营现金	17.2	13.8	10.0	8.4		
净资产收益率(%)	21.1%	25.0%	28.5%	31.9%		
投入资本回报率(%)	13.5%	18.3%	21.5%	24.4%		
股息收益率(%)	0.4%	0.4%	0.6%	0.9%		



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资亮点

- ▶ 安徽区域经济和消费增速领先，“皖江城市带”等刺激政策有望进一步拉动区域增长潜力，合肥有望成为“中部地区特大型城市”。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%，跻身1万平方公里以上省会城市，其距离“中部地区特大型城市”目标也迈进一步。这些都有利于提升合肥百货的商业经营环境。
- ▶ 合肥百货是安徽省内第一大零售商。百货、超市和家电均为第一；内生增长快，毛利率持续改善，外延扩张仍具空间（目前进入了17个地级市中的8个）。截至2011年6月底，公司门店总数达182家，业态互补，区域渗透有效。其中：百货门店16家，合家福超市142家，百大电器24家。
- ▶ 增发收购合家福超市等少数股东权益将进一步提升业绩增长潜力。预计公司今明两年经营性净利润增速将达到46%（增发业绩半年并表）和44%，增速处于板块领军水平。
- ▶ 高增长趋势将持续，利润仍具备显著提升空间。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：

预计公司今明两年经营性净利润增速将达到46%（增发业绩半年并表）和44%，每股收益0.78和1.13元（2011年备考每股收益0.83元），对应市盈率为27x和20x。

图表 33：公司增发收购情景分析

增发收购资产	收购股权	2009	2010	2011E	2012E
合家福超市	51%	74	84	106	133
		-	13.7%	27.0%	25.0%
乐普生	40%	7.2	14.5	17.5	21.8
		-	101.2%	20.0%	25.0%
巢湖			-5.7	-4.0	4.0
大兴农产品批发市场	55%			-10.0	9.0
补充流动资金带来费用节约				8.0	8.0
权益净利润合计			37	60	94
全年考虑增厚盈利			13%	15%	19%
原经营性净利润		175	279	372	493
增发后经营性盈利预测（全年备考）		216	316	432	586
			46%	37%	36%
股本			520		
EPS（全年考虑,备考）			0.61	0.83	1.13
目前股价			22.4	22.4	22.4
市盈率(增发后)			36.9	27.0	19.9

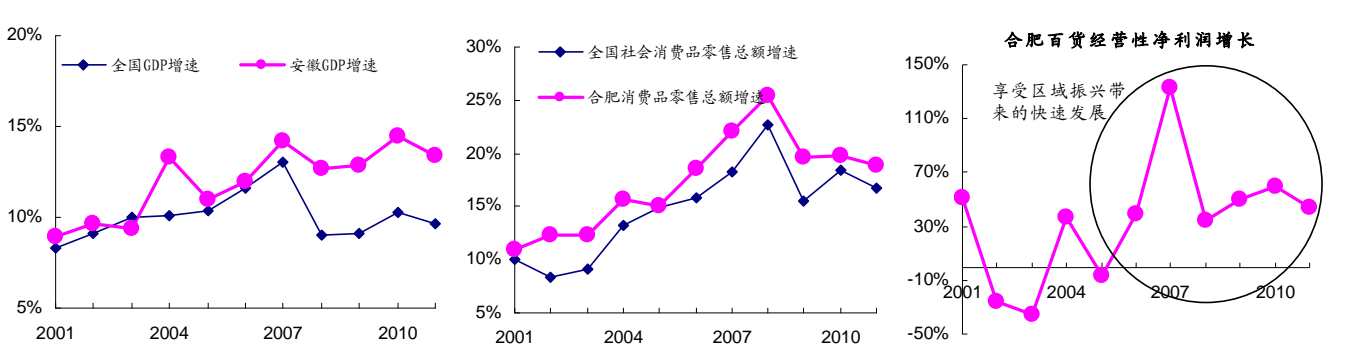
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 34：合肥百货门店网络分布（2011 上半年）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 35：安徽经济大发展促使合肥百货实现净利润飞速增长

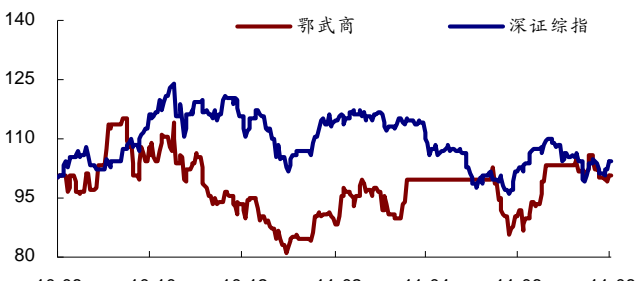


资料来源：CEIC，公司数据，中金公司研究部

鄂武商 (000501.SZ): 推荐

领军中部商业中心, 增持奠定安全边际

图表 36: 主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	当前股价	19.85
营业收入	6,630	7,938	10,537	13,123	17,254	股票代码	000501.CH
(+/-%)	25.2%	19.7%	32.7%	24.5%	31.5%	日成交量 (百万股)	0.8
净利润	180	239	294	374	504	52周最高价/最低价	22.87/15.25
(+/-%)	15.6%	32.4%	22.9%	27.5%	34.7%	目前总股数 (百万股)	507
每股收益	0.36	0.47	0.58	0.74	0.99	其中: 流通股 (百万股)	507
市盈率	55.8	42.2	34.3	26.9	20.0	主要股东 (持股比例, 假设要约收购5%)	国资及其一致行动人 (34.99%)
市净率	6.6	6.5	5.4	3.2	2.8		
股价/经营现金	12.1	10.8	6.2	5.8	5.4		
净资产收益率 (%)	14.2%	16.9%	17.2%	12.7%	16.0%		
投入资本回报率 (%)	6.6%	8.0%	9.6%	10.5%	14.2%		

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- **鄂武商是湖北第一大百货零售商。**公司拥有 7 家百货店, 面积达 34.4 万平米, 市场份额最大。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。
- **摩尔城建设: 树立城市商业地标的先行者优势, 获得物业升值和中长期高额业绩回报。**总建筑面积 27 万平米的摩尔城项目预计 2011 年 9 月底开业, 成为武汉的商业地标。通过此市场地位显赫门店的经营, 鄂武商有望实现从龙头向巨头的转变。我们测算该门店完全成熟后可获得 3.8 亿元的净利润 (投资回报率 15%), 超过 2010 年公司净利润的 1.3 倍。
- **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, 百货业务自有权益物业占比达到 81% (不考虑摩尔城 68%), 盈利具备显著提升潜力。
- **两大股东博弈利好流通股股东。**国资提升持股比例奠定安全边际, 同时也利于公司改善。银泰并非追求第一大股东地位, 更多的是希望公司能够提升盈利, 这点和流通股股东利益一致。

估值:

预计 2011-2012 年净利润增速为 27.5% 和 34.7%, 对应每股收益 0.74 元和 0.99 元。目前价格对应 2011 年的市盈率为 27x, 若将摩尔城项目的 NAV (34 亿元, 对应每股 6.7 元) 从目前市值 (101 亿元) 中剔除, 剩余的 67 亿元市值仅对应现有零售业务 2011 年净利润 18 倍的市盈率。

图表 37：公司主要百货门店概况

商场名称	权益	物业	开业时间	面积 (万平方米)	商圈
武汉广场	51%	自有	1995.1	7.4	武汉武广商圈
武汉世贸广场	分公司	自有	1999	8.0	武汉武广商圈
武汉国际广场	分公司	自有	2007.9	5.5	武汉武广商圈
武汉亚贸商场	分公司	租赁	2002	5.0	武汉中南商圈
武汉建二商场	分公司	租赁	2003	2.0	武汉青山区
襄樊购物中心	分公司	租赁	2007.9	5.0	襄樊
十堰人商	2009年收购	自有	2011年底新建扩容	1.5+7万新增	十堰
摩尔城	100%	自有	2011.9	27	武汉武广商圈

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 38：摩尔城 NAV 测算

摩尔项目 NAV 测算			
商业物业市价	20,000	元/平米	
配套物业市价	10,000	元/平米	
商业面积	17.1	万平米	
配套面积	10.0	万平米	
物业价值	44.1	亿	
预计投资	25.5	亿	
增值	18.6	亿	
-项目贷款	10.0	亿	
NAV	34.1	亿	
每股NAV	6.7	元	

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 39：摩尔城项目盈利能力测算

项目测算	(百万元)
总面积	27万平米 (17万商业+10万配套)
总投资	2,551
	土地
	建筑及相关投资
期间费用合计	200
	折旧摊销 (土地40年摊销、建筑30年摊销, 5%残值)
	人工、水电、维护营运、财务等费用
初始毛利率假设	18%
保本销售额	1,111
对应商业每平米销售 (元, 12万平米=17万平米*70%营业面积)	8,000
对应配套每平米收入 (元, 7万平米=10万平米*70%营业面积)	2,159
成熟后盈利 (投资回报率15%)	383
目前公司整体盈利	294
净利润率	10%
门店销售额	3827
对应商业每平米销售 (元, 12万平米=17万平米*70%营业面积)	25,000
对应配套每平米收入 (元, 7万平米=10万平米*70%营业面积)	11,807

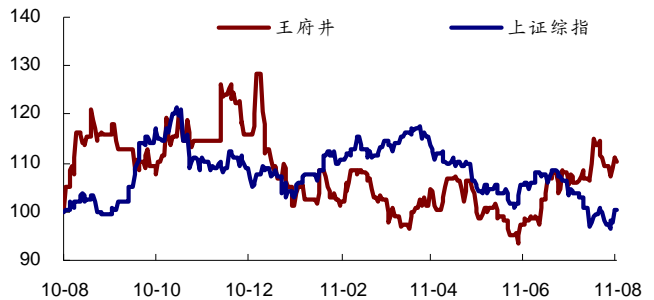
资料来源：公司数据 中金公司研究部

王府井 (600859.SH): 推荐

北京市场地位巩固、受益中西部消费增长

图表 40: 主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	当前股价	43.9
营业收入	10,174	11,099	13,946	17,193	21,214	股票代码	600859.CH
(+/-%)	13.9%	9.1%	25.7%	23.3%	23.4%	日成交量(百万股)	2.1
净利润(考虑增发并2个月业绩)	344	384	376	638	918	52周最高价/最低价	51.99/31.2
(+/-%)	29.2%	11.7%	-2.1%	69.5%	43.9%	增发后总股数(百万股)	462
经营性净利润(考虑增发并2个月业绩)	385	360	430	638	918	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%)
(+/-%)	32.5%	-6.3%	19.4%	48.3%	43.9%		
经营性每股收益(考虑增发并2个月业绩)				1.38	1.98		
经营性净利润(全年并表备考)			515	680	918		
(+/-%)				31.9%	35.0%		
经营性每股收益(全年并表备考)			1.11	1.47	1.98		
市盈率-增发后			39.4	29.8	22.1		
市净率(倍)	9.88	7.17	5.77	3.50	3.19		
净资产收益率(%)	13.4	15.7	11.8	13.7	15.1		
投入资本回报率(%)	12.5	15.3	12.7	14.1	15.2		
股息收益率(%)	0.4	0.6	0.6	1.0	1.8		



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资亮点

- **增发提升盈利潜力, 集团增持彰显信心。**此次增发 18.6 亿元, 其中集团以 12.4 亿现金参与, 同时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, 将有效增强公司资金实力, 持有成都王府井的股权亦将从 86.49% 提升至 100% (增厚 2011 年每股收益 8%)。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。
- **北京市场: 主力店面积提升显成效。**王府井在北京共有 6 家门店 (今年新开两家), 都位于北京核心商圈, 聚集大量客流。百货大楼已于 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%, 成为步行街上引领全新高品质时尚生活的大型综合百货店。
- **外地市场: 在中西部地区的良好布局。**公司外地门店基本都处于中西部, 具备很好的先发优势。其中成都店开业于 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。长沙和洛阳店受益于装修改造、太原等新店已逐渐扭亏, 公司将进入新一轮良性发展阶段。
- **盈利显著具备提升空间。**2010 年利润率只有 2.7%, 远低于行业平均水平, 经营现金流达到 15.9 亿元, 是净利润的 3.4 倍。
- **NAV 高于市值。**合计 NAV 达到 277 亿, 对应每股 60 元, NAV 高出市值 37%, 股价具备较大支撑。

估值:

若以全年并表备考, 预计 2011-2012 年净利润分别达到 6.80 亿和 9.18 亿, 增长 31.9% 和 35.0%, 对应市盈率为 30x 和 22x, 位于板块中高端。但是, 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, 值得一定溢价。同时, 集团现金增持价格为 41.51 元, 也为股价提供有效安全边际。

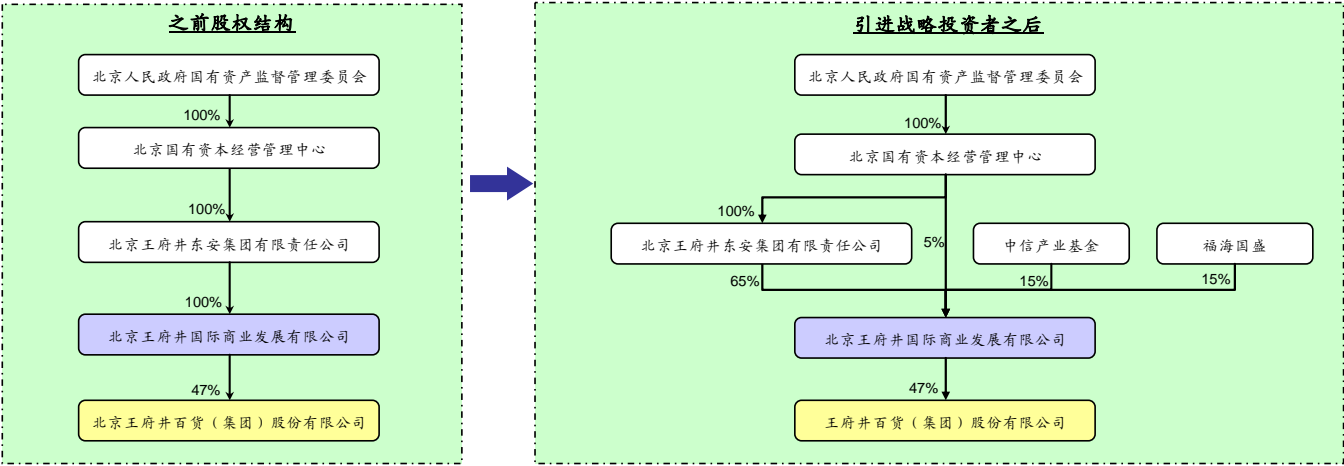
图表 41：增发对业绩影响（全年）

	净利润（亿元）	每股收益（元）	市盈率
2009	3.84	0.83	52.8
2010	4.30	0.93	47.2
2011E原有业务预测	5.67	1.36	32.3
增长率	31.9%		
百货大楼新增贡献	0.30		
财务费用降低	0.25		
不考虑上述两大因素后其他现有业务净利润	5.12		
增长率	19.1%		
增发合并表考虑成都店影响			
成都店2010年10月增厚股权16.49%	0.62		
成都店此次定向增发增厚13.51%	0.51		
2011新预测全年并表	6.80	1.47	29.8
原股本	4.18		
新增股本	0.45		
新总股本	4.62		
股价（元）	43.87		
增发价（元）	41.51		

成都王府井	收入	净利润
2009	32.9	1.12
2010年1-10月	36.8	2.44
2010	44.6	3.13
2011E	52.6	3.75
收购价（亿元）	6.2	
收购市盈率（2010）	14.7	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 42：集团引入战略投资者的前后的股权结构图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

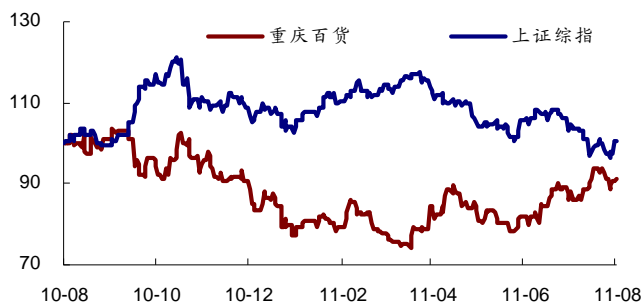
重庆百货（600729.SH）：推荐

整合与发展前景可期

图表 43：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	26,048	32,194
(+/-%)	13.9%		19.0%	22.8%	23.6%
毛利	1,160	2,603	3,162	3,959	4,974
(+/-%)	14.2%		21.4%	25.2%	25.6%
利润总额	182	524	621	826	1,104
(+/-%)	0.7%		18.6%	32.9%	33.7%
净利润	157	404	527	701	936
(+/-%)	-3.6%		30.5%	33.0%	33.4%
摊薄总股本(百万)	204	373	373	373	373
每股收益(元)	0.77	1.08	1.41	1.88	2.51
市盈率	62.8	44.6	34.1	25.7	19.2
市净率	-	10.4	8.1	6.3	4.8

当前股价	48.26
股票代码	600729.CH
日成交量(百万股)	0.7
52周最高价/最低价	56.00/39.02
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

- ▶ **公司 2010 年完成和新世纪重组，销售和净利润分别达到 212 和 5.3 亿元，销售规模排名第 3。**公司在西南地区规模优势显著，整合和盈利提升空间大，预计今后 3 年业绩年均复合增长 30% 以上。
- ▶ **重庆地区消费能力强，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。**新重百 2010 年的销售规模达到 212 亿，成为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。
- ▶ **重组整合效应将逐步体现，盈利提升空间大：**1) 市场定位互补、整合后竞争消耗会减轻。新世纪定位于时尚流行百货，重庆百货则定位于大众百货。2) 今年 3 季度新管理层任命有望定调，整合将提高对品牌供应商的议价能力和毛利率；管理和物流系统的合并还将在一定程度上降低费用率。3) 公司 2.5% 的净利润率水平处于行业低端，有望体现出逐步提升态势。

估值：

预计 2011-2012 年净利润增速为 33% 和 33.4%，每股收益分别为 1.88 元和 2.51 元，对应市盈率 26 倍和 19 倍。公司中长期改善趋势确定、增长空间大。

图表 44：主要零售公司门店分布及渠道下沉比较

公司	主要省份	门店			销售收入(2010,亿)			主要省份覆盖率			竞争环境	主要对手
		总数	省会城市占比(%)	其他占比(%)	收入	省会城市占比(%)	其他占比(%)	地级市	进入个数	覆盖率		
中西部地区												
重庆百货+新世纪	重庆	46 (百货)	36%	64%	212	70%	30%	40(辖区)	33	83%	不激烈	新世界、王府井、茂业百货
合肥百货	安徽	16 (百货)	40%	60%	71	74%	26%	17	8	47%	不激烈	商之都、百盛
鄂武商	湖北	7 (百货)	71%	29%	105	76%	24%	13	3	23%	不激烈	新世界、大洋
友好集团	新疆	7	71%	29%	29	94%	6%	14	3	21%	不激烈	世纪金花、王府井
武汉中百	湖北	679	38%(仓储)	62%	105	49%	51%	13	8	62%	不激烈	家乐福、沃尔玛、鄂武商
友阿股份	湖南	7	71%	29%	36	88%	12%	14	3	21%	中等	平和堂、王府井、通程控股
成商集团	四川	13	54%	46%	17	64%	36%	18	4	22%	相对激烈	王府井、仁和春天
新华百货	宁夏	7	86%	14%	40	100%	0%	5	1	20%	不激烈	国芳百盛
东北地区												
大商股份	辽宁	79 (百货)	27%	73%	243	40%	60%	14	10	71%	不激烈	较少
	黑龙江							12	9	75%		
	河南							17	7	41%		中央红、秋林
欧亚集团	吉林	14	57%	43%	52	97%	3%	9	5	56%	不激烈	亚细亚百货
东部沿海												
百联+友谊	上海	34 (百货)	90%	10%	439	87%	13%	19(区县)	9	47%	中等	新世界、久光百货
广州友谊	广东	5	100%	0%	36	100%	0%	21	2	10%	相对不激烈	广百
银座股份	山东	46	17%	83%	22	30%	70%	17	10	59%	不激烈	利群集团、家家悦、潍坊百货
银泰百货	浙江	23	52%	48%	87	78%	22%	11	6	55%	不激烈	杭州大厦、解百
京客隆	北京	146	84%	16%	79	100%	0%	18	18	100%	中等	物美、沃尔玛、家乐福
跨区域发展												
苏宁电器	全国	1311	40%	60%	755	66%	34%	283	223	79%	激烈	国美电器
王府井	全国	22	86%	14%	139	92%	8%	31	13	42%	中等	燕莎、百盛、新世界
华联综超	全国	93	78%	22%	111	84%	16%	31	20	65%	较激烈	沃尔玛、家乐福
联华超市	全国(长三角)	5172	75%	25%	283	80%	20%	43	31	72%	相对激烈	沃尔玛、家乐福
天虹商场		华南(广东)	41	76%	24%	102	89%	11%	21	3	14%	中等
人人乐	广东	92	78%	22%	100	88%	12%	21	7	33%	较激烈	沃尔玛、家乐福
永辉超市	福建	156	82%	18%	123	90%	10%	9	9	100%	中等	新华都
	重庆							40(辖区)	19	48%		重庆百货

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：主要省份覆盖率 = 进入该省地级市个数 / 该省地级市个数(直辖市为进入区县)，全国布局的用进入省份代替

图表 45：主要百货零售公司对比

百万元	营业收入	净利润	门店数量	毛利率	期间费用率	净利润率
新百联 (合并后, 含联华)	43,871	1,166	5290 (超市5172, 百货34, 其他84)	22.8%	18.3%	2.7%
大商股份	24,343	122	172 (百货73)	18.9%	16.4%	0.5%
重庆百货(含新世纪)	21,213	527	117 (223) (百货32 (45))	14.9%	11.5%	2.5%
王府井	13,946	376	22	18.2%	12.5%	2.7%
天虹商场	10,174	485	40	23.0%	16.4%	4.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部 注：以上数据均为 2010 年数据

图表 46：公司财务对比

(百万元)	重庆百货(2010)	合肥百货(2010)	新华百货(2010)
总市值 (重百为新世纪合并后的总市值)	18,005	11,673	5,594
营业收入	21,213	7,062	3,985
百货业务	8,982	4901(含家电)	2,279
超市业务	7,333	1,839	980
家电业务	4,216	n.a.	725
毛利率	14.9%	16.7%	16.7% (不含租赁收入)
百货业务	16.4%	13.6%(含家电)	17.4%
超市业务	11.7%	12.2%	13.5%
家电业务	6.6%	n.a.	15.0%
净利润	527	286	215
净利润 (不考虑少数股东权益)	530	367	238
销售费用率	9.1%	2.7%	8.4%
管理费用率	2.3%	6.6%	3.0%
财务费用率	0.0%	0.1%	
营业利润率	2.7%	6.7%	7.5%
有效税率	14.7%	23.4%	
净利润率	2.5%	4% (剔除少数股东权益前为 5.2%)	5.4% (剔除少数股东权益前为 5.9%)
P/S	0.85	1.65	1.40

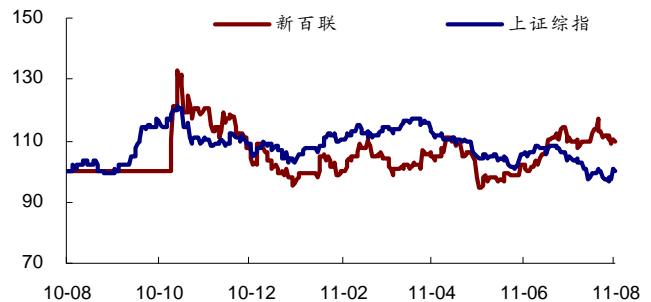
资料来源：公司数据，中金公司研究部

新百联/友谊股份（600827.SH）：推荐

商业航母启航，整合效益可期

图表 47：主要财务，股票信息

(百万元)新百联	2009A	2010A	2011E	2012E	目前股价	18.62
营业收入	39,624	43,871	49,550	57,600	股票代码	600827.CH
(+/-%)		10.7%	12.9%	16.2%	日成交量(百万股)	0.55
百联股份	10,459	12,844	15,467	18,683	52周最高价/最低价	23.20/15.70
(+/-%)	14.0%	22.8%	20.4%	20.8%	百联总市值(百万)	32,073
友谊股份	29,187	31,052	34,084	38,917	总股数(百万股)	1,722
(+/-%)	2.9%	6.4%	9.8%	14.2%	主要股东(合并后持股比例)	百联集团(49.26%)
内部抵消及其他	-22	-25	-	-		
净利润	829	1,166	1,618	1,844		
		40.7%	38.8%	14.0%		
经营性净利润	782	1,082	1,385	1,804		
(+/-%)		38.5%	28.0%	30.2%		
百联股份	368	523	670	877		
(+/-%)	3.3%	41.9%	28.2%	30.9%		
友谊股份	188	298	397	522		
(+/-%)	27.1%	58.4%	33.2%	31.5%		
增发少数股东权益	225	262	318	404		
全面摊薄总股本	1722	1722	1722	1722		
经营性每股收益	0.45	0.63	0.80	1.05		
市盈率	41.0	29.6	23.2	17.8		



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资亮点

- **强强联合，成就上海商业零售航母。**百联股份是上海百货龙头，而友谊股份旗下拥有 7 家百货和购物中心，并控股国内最大超市企业联华 34%的股权。吸收合并后实现了资源的有效合并和整合，2010 年销售收入达 439 亿，新百联成为上海乃至全国商业的航母。
- **Outlets 优势明显，快速发展。**Outlets 竞争较少，并且由于在郊区，地价低廉，初期投资较少。百联的 Outlets 在全国有非常强的领先能力，青浦 outlets 已是成功模板，杭州的 Outlets 预计今年可以实现盈利。目前，公司在无锡和武汉也在发展 Outlets，计划以每年新开两家 Outlets 的速度完成全国布局。公司并且与美国西蒙合作开发 Outlets 项目。
- **整合后协同效应可期，中长期发展空间广阔。**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，定位于“巩固上海市场，加快泛长三角地区发展，积极开拓全国重点城市”，通过商品经营、品牌经营、资本经营的良性结合，确立奥特莱斯、购物中心和百货店三大业态的领先地位。其中：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，百货店业态要巩固上海领先；超商类业态的总体发展目标为“区域领先、全国占优”。
- **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 106 亿元，价值凸现。

估值：

新百联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 23 倍和 18 倍。2) 测算其每股合理 NAV 应为 25 元，股价具备资产价值支撑和安全边际。

图表 48：新百联情景分析及估值区间测算

	2010年		2011年重组后假设			
	净利润(百联+友谊)	24%	27%	30%	33%	36%
盈利情景分析	百联股份	523	1,018	1,042	1,067	1,116
	友谊股份	298				
	八佰伴（36%）	125	150	20%		
	联华超市（21.17%）	136	168	23%		
	合计	1,082	1,336	1,360	1,385	1,410
	每股收益	0.63	0.78	0.79	0.80	0.82
	增长率		23.4%	25.7%	28.0%	30.2%
重组后2011年市盈率假设及对应股价						
25	合并后	19.4	19.7	20.1	20.5	20.8
	百联股份	16.7	17.0	17.3	17.6	17.9
	友谊股份	19.4	19.7	20.1	20.5	20.8
30	合并后	23.3	23.7	24.1	24.5	25.0
	百联股份	20.0	20.4	20.8	21.1	21.5
	友谊股份	23.3	23.7	24.1	24.5	25.0
35	合并后	27.1	27.6	28.1	28.6	29.1
	百联股份	23.4	23.8	24.2	24.7	25.1
	友谊股份	27.1	27.6	28.1	28.6	29.1

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 49：Outlets 风采

百联青浦奥特莱斯品牌直销广场

BAILIAN QINGPU OUTLETS BRAND
DIRECT SALE PLAZA



杭州下沙店

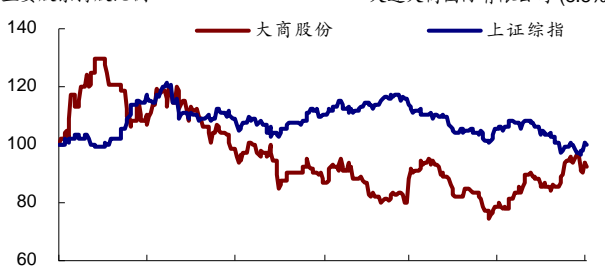


资料来源：公司数据 中金公司研究部

大商股份（600694.SH）：审慎推荐

业绩反转和资产价值典型代表

图表 50：主要财务，股票信息

						当前股价	46.8
						股票代码	600694.CH
						日成交量（百万股）	2.6
						总市值（百万）	13752
						52周最高价/最低价	63.50/35.58
						总股数（百万股）	294
						主要股东持股比例	大连大商国际有限公司 (8.8%)
(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
营业收入	18,850	21,163	24,343	30,262	36,668		
(+/-%)	25.9%	12.3%	15.0%	24.3%	21.2%		
毛利	3,668	3,919	4,612	5,789	7,101		
(+/-%)	20.4%	6.8%	17.7%	25.5%	22.7%		
净利润	232	-12	122	420	661		
(+/-%)	-23.7%	-	-	245.3%	57.2%		
每股收益(元)	0.79	-0.04	0.41	1.43	2.25		
市盈率	59.4	-	112.9	32.7	20.8		
股价/经营现金	11.4	11.2	7.9	5.3	4.7		
市净率	4.4	4.4	4.2	3.7	3.2		
净资产收益率(%)	7.7	-0.4	3.8	12.1	16.5		

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资亮点

- **显著的行业代表性。**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。
- **业绩向好趋势明确，中长期改善和提升空间大。**今年以来大商盈利反转趋势已经体现，目前公司销售规模仅次于新百联，但百货业务排名居首，且区域渗透有效，利润率水平远低于行业，盈利改善和弹性大。
- **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 63 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 6231 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：

大商是零售板块业绩反转和资产价值的典型代表。预计 2011-2012 年净利润增速为 245%和 57%，每股收益 1.43 元和 2.25 元，对应市盈率 33x 和 21x。公司 P/S 值只有 0.4 倍，处于板块最低水平；同时拥有 150 万平米自有物业，按此测算每股 NAV 达到 63 元，股价具备坚实的价值支撑。

图表 51：公司 NAV 测算及股权结构图

物业价值+净现金+租赁经营商场目前盈利所能带来的市值		
自有物业市值假设：	元/平米	10,000
(1)自有物业商场价值：	亿元	150
(2)银行存款-银行负债：	亿元	15
租赁经营商场2010年净利润	亿元	1
(3)租赁商场2010年净利润*30倍市盈率	亿元	20
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	185
股价	元	47
股本	亿股	3
目前市值	亿元	138
NAV高出市值	-	35%
NAV对应每股	元	63
目前股价对应每平米价值	元	6,823

大连大商集团有限公司

100%

大连大商国际有限公司

8.8%

大连大商股份有限公司

大连市商业局

100%

大连国商资产经营管理有限公司

8.62%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 52：公司门店概览

序号	名称	开业时间	面积(平方米)	权属	序号	名称	开业时间	面积(平方米)	权属
1	抚顺百货大楼	1998	28,468	自有	33	大连商场	2001	50,000	租赁
2	锦州百货大楼	1998	13,795	自有	34	新玛特开发区店	2002.07	68,000	租赁
3	营口新玛特	1998	15,600	自有	35	大商男店	2002.1	19,313	租赁
4	麦凯乐大连总店	2001	50,000	自有	36	大连二大百货	2003	5,916	租赁
5	新玛特青泥店	2001.09	168,000	自有	37	阜新新玛特	2003.09	30,000	租赁
6	本溪商业大厦	2001.1	37,726	自有	38	锦州锦华商场	2003.12	12,752	租赁
7	牡丹江百货大楼	2001.11	37,000	自有	39	锦州家家广场	2003.12	5,000	租赁
8	大庆新玛特	2001.12	68,500	自有	40	沈阳大连商场	2003-2005	104,000	租赁
9	大庆百货大楼	2002.11	67,832	自有	41	麦凯乐西安路店	2004.12	21,147	租赁
10	抚顺商业城	2002.12	21,287	自有	42	抚顺清原商场有限公司	2005	6,112	租赁
11	抚顺商贸大厦	2002.12	22,413	自有	43	千盛百货沈阳店	2005	50,000	租赁
12	抚顺新玛特	2002.12	23,400	自有	44	新玛特旅顺世达店	2005	45,000	租赁
13	沈阳新玛特	2002.12	95,410	自有	45	山东济南人民商场儒商百货	2005	50,000	租赁
14	牡丹江新玛特	2002.12	65,832	自有	46	儒商百货临沂店	2005	9,000	租赁
15	秋林女店	2003	4,897	自有	47	儒商百货莱芜店	2005	10,000	租赁
16	盘锦辽河商业城	2004-2005	15,000	自有	48	麦凯乐开发区店	2005.01	25,000	租赁
17	佳木斯百货大楼	2004	36,800	自有	49	盘锦新玛特	2005.1	36,330	租赁
18	吉林百货大楼	2004.07	19,000	自有	50	新玛特金州店	2006	46,500	租赁
19	佳木斯华联大厦	2004.07	32,000	自有	51	郑州新玛特金博大店	2006	65,774	租赁
20	鸡西新玛特	2004.11	47,000	自有	52	阜新千盛百货	2006	15,300	租赁
21	千盛百货和平广场店	2005	30,000	自有	53	郑州建设路	2007	24,000	租赁
22	麦凯乐青岛店	2006	110,000	自有	54	桦南购物中心	2007	8,230	租赁
23	七台河新玛特	2006	42,000	自有	55	漯河千盛	2007	29,700	租赁
24	沈阳新玛特铁西店	2007	95,088	自有	56	佳木斯新玛特购物广场	2007	78,600	租赁
25	大庆让胡路商场	2007	15,200	自有	57	成都千盛生活广场	2008	60,907	租赁
26	大庆龙岗商场	2007	3,185	自有	58	漯河千盛	2008	32,000	租赁
27	大庆龙凤商场	2007	12,000	自有	59	自贡千盛百货	2008	25,750	租赁
28	大庆乙端商场	2007	8,800	自有	60	自贡千盛生活广场	2008	7,670	租赁
29	伊春百货大楼	2007	24,080	自有	61	新玛特郑州总店	2008	40,431	租赁
30	铁岭新玛特	2007	53,028	自有	62	丹东新玛特	2008	33,021	租赁
31	齐齐哈尔新玛特	2008	79,254	自有	63	信阳千盛百货	2008	24,550	租赁
32	麦凯乐哈尔滨总店	2008	101,020	自有	64	朝阳新玛特	2008	41,300	租赁
*	大连瑞士五星级酒店		53,476	自有	65	双鸭山新玛特	2008	17,683	租赁
					66	开封千盛百货	2008	19,349	租赁
					67	许昌泓宝百货	2008	14,000	租赁
					68	郑州正弘国际名店	2009	8,000	租赁
					69	郑州紫荆山百货	2009	22,000	租赁
					70	延吉千盛购物广场	2009.1	50,000	租赁
					71	漯河新玛特购物广场	2009.6	53,000	租赁
					72	新乡新玛特购物广场	2009.6	70,000	租赁
					73	本溪新玛特	2009.12	70,000	租赁
					74	同江千盛百货	2010.1	16,700	租赁
					75	锦州千盛百货	2010.2	65,200	租赁
					76	沈阳新玛特太原街店	2010.5	60,000	租赁
					77	阜新千盛	2010.9	12,000	租赁
					78	青岛麦凯乐黄岛店	2010.12	45,000	租赁
					79	鸡西新玛特中心街购物广场	2010.12	77,000	租赁
					80	大连新玛特新华店	2011.1.28	48,000	租赁
					81	瓦房店新玛特购物休闲广场	2011.1.29	53,000	租赁
					82	瓦房店世纪购物广场	2011.1.29	43,000	租赁

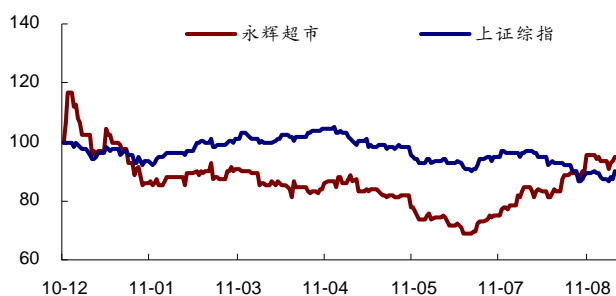
资料来源：公司数据、中金公司研究部

永辉超市（601933.SH）：审慎推荐

生鲜特色经营是核心竞争力，优势区域已确立

图表 53：主要财务，股票信息

						当前股价	29.86
						股票代码	601933.CH
						日成交量（百万股）	1.8
						52周最高价/最低价	人民币 37.71/21.83
						总股数（百万股）	768
						市值（百万）	22,929
						主要股东（持股比例）	张轩松、张轩宁 (35.66%)
（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		
营业收入	5,678	8,475	12,317	17,745	25,235		
（+/-%）	54.6%	49.3%	45.3%	44.1%	42.2%		
毛利	1,016	1,517	2,355	3,570	5,228		
（+/-%）	60.7%	49.4%	55.2%	51.6%	46.4%		
净利润	214	254	306	535	762		
（+/-%）	64.6%	19.0%	20.2%	75.3%	42.2%		
每股收益（元）	0.28	0.33	0.40	0.70	0.99		
市盈率	107.3	90.2	75.0	42.8	30.1		
市净率	27.9	21.4	6.0	5.4	4.8		
净资产收益率	26.4%	24.1%	8.0%	12.7%	15.9%		
投入资本回报率	16.6%	11.8%	6.3%	10.1%	13.2%		



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

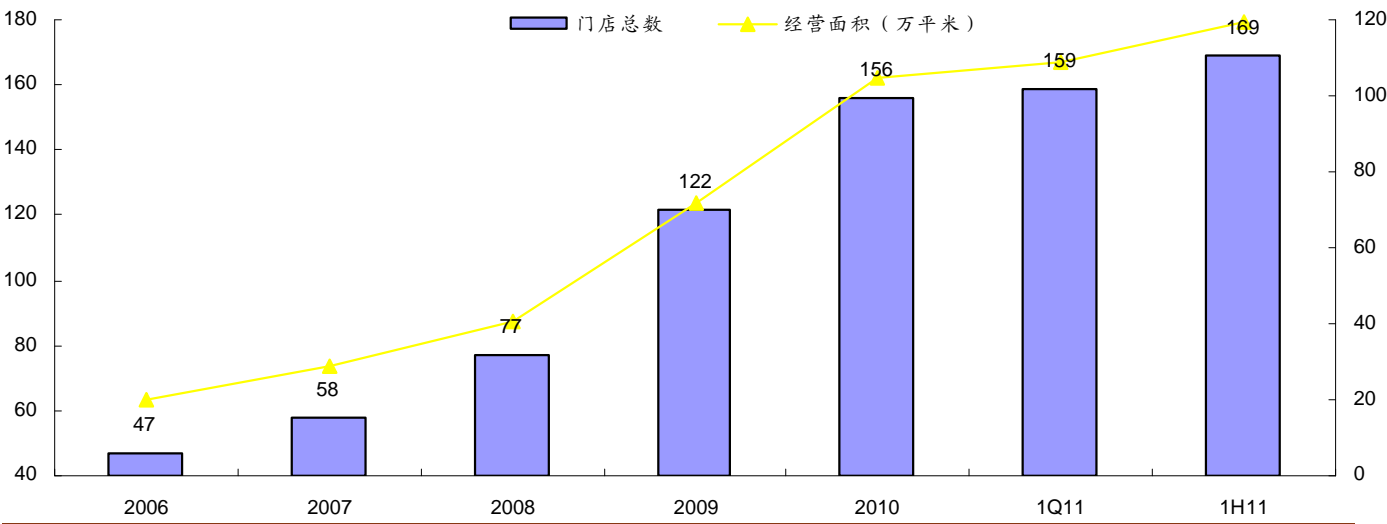
投资亮点

- **农改超成功典范，立足生鲜优势差异化经营，替代菜市场、赚有确定性的辛苦钱，可复制性强，2014 年销售有望达到 500 亿元。**永辉超市是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的企业之一。公司以生鲜农产品作为自身的特色（超市中生鲜及加工类商品占比达到 51%），其超市既可提供具备农贸市场价格优势、新鲜且品类齐全的商品，又有舒适购物体验，从而有效的吸引客流并建立起了核心竞争力。
- **公司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”，核心竞争优势明显：**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，确保产品最优采购、适销对路；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%，部分商品价格甚至低于农贸市场；3）**目前超市中生鲜及加工类商品占比达到 51%，**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、做生鲜也能赚大钱，**商品损耗率只有 0.27%，显著优于同业。
- **优势区域已确立，福建第一，向重庆地区的跨区域发展已成功，门店成熟快。**公司是福建最大的超市零售商，2004 年进入重庆市场，目前销售规模排名第二，两大市场均具备优势。追踪前几年发展历程，新开业门店中当年实现盈利的占到 81%，第二年已基本全部盈利。北京和安徽的新店也保持了较快的成熟速度。
- **业绩增速快，经营效率行业领先。**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。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，上市后董事长和高管持股 65%。**

估值：

预计 2011-2012 年净利润增速为 75.3%和 42.2%，对应每股收益 0.70 元和 0.99 元。公司目前 2011 年市盈率 43 倍，但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，值得估值溢价。

图表 54：永辉超市扩张进程



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 55：中长期投资价值显著

(百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2014复合增长率
营业收入	8,475	12,317	17,745	25,235	35,960	50,000	41.9%
	49.3%	45.3%	44.1%	42.2%	42.5%	39.0%	
净利润	254	306	535	762	1,175	1,759	54.9%
	19.0%	20.2%	75.3%	42.2%	54.3%	49.7%	
净利润率	3.00%	2.48%	3.02%	3.02%	3.27%	3.52%	
YOY	-0.76%	-0.52%	0.54%	0.00%	0.25%	0.25%	
股本	768	768	768	768	768	768	
EPS	0.33	0.40	0.70	0.99	1.53	2.29	
市盈率	90.2	75.0	42.8	30.1	19.5	13.0	
2014年初目标市盈率						30.0	
目标价位						69	
目前股价						30	
年均复合增长率						32.0%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 56：生鲜经营是最大优势

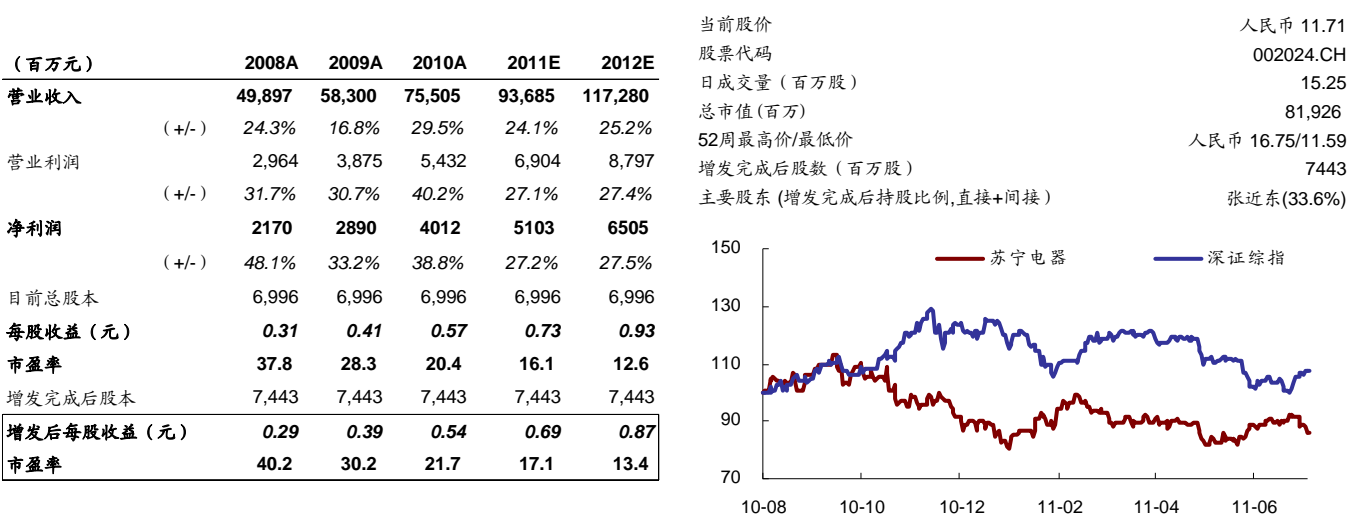


资料来源：公司网站，中金公司研究部

苏宁电器（002024.SZ）：推荐

大象亦能起舞

图表 57：主要财务，股票信息



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

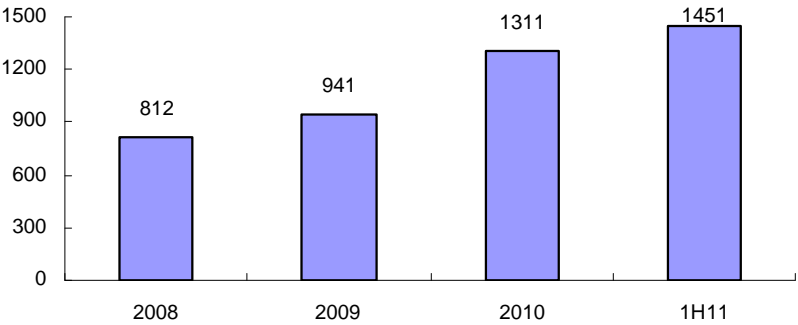
投资亮点

- ▶ 苏宁已获得较大竞争优势，战略方向正确。公司十年发展规划战略清晰，渠道下沉和电子商务有望成为今后新的增长动力，而物流成本和后台系统建设将有效降低运营成本，盈利具备持续增长潜力。
- ▶ 渠道下沉打开空间。全国目前共有省会城市 30 个（除去一级城市），地级市 251 个（除去省会城市），县级市 368 个以及乡镇 34301 个，苏宁目前进入的城市共 233 个，广阔的市场为公司渠道下沉提供了巨大的发展空间。公司除在一、二线城市继续寻找合适的网点外，计划每年对乡镇店进行扩展。三、四线城市的开拓能有效增强公司的市场控制力度，中长期来看也能享受当地消费提升的拉动。
- ▶ 商品线扩张仍大有可为。公司细化门店定位，加大 3C、数码、通讯产品的占比，精品店开出，在数码时尚店方面更胜一筹。可以说，向数码、3C、小家电产品品类的扩张，可以再造一个苏宁。苏宁前期在品类丰富（3C 数码等）方面进行了有效拓展，今后随着品类销售贡献的增加，收入仍有望保持较快的增速。
- ▶ B2C 业务有望发力，后台建设保证增长潜力。公司 B2C 业务自 2009 年正式运营后，增速飞快，2010 全年含税销售达到 20 亿，今年上半年实现含税销售 25.69 亿元。公司网购业务具备物流基础和服务优势，随着品类的丰富和业务的推进，我们认为下半年销售有望显著提升。截止 6 月底，公司物流基地投入运营 5 家，进入施工阶段 12 家，签约储备 10 家，基本落实选址 10 家。
- ▶ 大股东和投资者现金参与增发体现中长期信心。润东投资（为公司大股东张近东先生全资拥有）、弘毅投资、新华人寿保险分别认购 2.85 亿股（63.6%）、9756 万股（21.8%）以及 6504 万股（14.6%），发行完成后张近东先生直接和间接持有公司的股权比例将从 31.7%提升至 33.6%。增发价格 12.30 元，为股价提供了一定的安全边际。

估值：

预计 2011-2012 年净利润增速为 27.2%和 27.5%，对应每股收益 0.73 元和 0.93 元。考虑增发摊薄后公司目前 2011 年市盈率 17 倍，处于板块最低水平，性价比优势明显，并且盈利增长确定且具备持续增长动力，值得重点关注。

图表 58：苏宁门店拓展



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 59：大股东现金增持体现中长期信心

发行对象	认购股份数量（股）	认购股份占增发股份比例	认购金额（元）
润东投资	284,552,850	63.6%	3,500,000,055
弘毅投资	97,560,980	21.8%	1,200,000,054
新华人寿保险	65,040,650	14.6%	5,500,000,104
合计	447,154,480	100.0%	10,200,000,213

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 60：物流中心建设提升经营效率、苏宁易购拓展网购市场



资料来源：公司网站，中金公司研究部

图表 61：零售公司估值表

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	46.82	13,752	122	-	420	245.3%	661	57.2%	0.41	1.43	2.25	112.9	32.7	20.8	133.0%	0.2
	600859.CH	王府井 (经营性全年备考)	43.87	20,285	515	-	680	31.9%	918	35.0%	1.11	1.47	1.98	39.4	29.8	22.1	33.5%	0.9
	002419.CH	天虹商场	25.11	20,093	485	36.3%	670	38.1%	892	33.2%	0.61	0.84	1.11	41.4	30.0	22.5	35.6%	0.8
	3368.HK	百盛集团	9.90	27,824	992	8.9%	1132	14.1%	1,338	18.2%	0.41	0.49	0.60	24.1	20.2	16.6	16.2%	1.2
	825 .HK	香港新世界	5.31	8,953	578	5.5%	630	9.0%	718	14.0%	0.34	0.37	0.43	15.5	14.2	12.5	11.5%	1.2
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	22.44	11,673	316	46.3%	432	36.7%	586	35.7%	0.61	0.83	1.13	36.9	27.0	19.9	36.2%	0.7
	600778.CH	友好集团	14.60	4,548	105	73.9%	184	74.7%	276	50.1%	0.34	0.59	0.88	43.3	24.8	16.5	61.9%	0.4
	000501.CH	鄂武商	19.85	10,069	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	34.3	26.9	20.0	31.0%	0.9
	600729.CH	重庆百货	48.26	18,005	527	30.5%	701	33.0%	936	33.4%	1.41	1.88	2.51	34.1	25.7	19.2	33.2%	0.8
	600697.CH	欧亚集团	29.08	4,626	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	35.1	28.1	21.5	27.7%	1.0
	600785.CH	新华百货	26.97	5,594	215	12.3%	259	20.2%	314	21.2%	1.04	1.25	1.51	26.0	21.6	17.8	20.7%	1.0
	002277.CH	友阿股份	23.35	8,154	216	44.5%	301	39.2%	408	35.6%	0.62	0.86	1.17	37.7	27.1	20.0	37.4%	0.7
	600858.CH	银座股份	22.65	6,544	111	-39.3%	181	63.0%	244	35.0%	0.38	0.63	0.84	59.0	36.2	26.8	48.3%	0.7
	600828.CH	成商集团	13.03	5,718	138	8.2%	208	50.2%	264	27.2%	0.32	0.47	0.60	41.3	27.5	21.6	38.2%	0.7
	000564.CH	西安民生	7.09	2,158	59	21.8%	72	21.2%	91	26.1%	0.20	0.24	0.30	36.3	30.0	23.8	23.6%	1.3
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	18.62	32,073	1082	30.9%	1385	28.0%	1804	30.2%	0.63	0.80	1.05	29.6	23.2	17.8	29.1%	0.8
	600628.CH	上海新世界	9.16	4,871	199	10.1%	219	10.0%	256	17.2%	0.37	0.41	0.48	24.5	22.3	19.0	13.5%	1.6
	600655.CH	豫园商城	11.99	17,233	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	25.6	21.2	17.7	20.5%	1.0
	1833.HK	银泰百货	11.66	22,346	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	43.5	26.1	19.6	33.4%	0.8
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	18.80	36,565	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	32.8	24.8	19.0	26.5%	0.9
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	21.80	7,825	327	14.7%	410	25.1%	534	30.4%	0.91	1.14	1.49	23.9	19.1	14.7	27.7%	0.7
	600723.CH	首商股份	14.57	9,593	239	47.9%	395	65.3%	495	25.2%	0.36	0.60	0.75	40.1	24.3	19.4	43.8%	0.6
超市类公司																		
	601933.CH	永辉超市	29.86	22,929	306	20.2%	535	75.3%	762	42.2%	0.40	0.70	0.99	75.0	42.8	30.1	57.9%	0.7
	000759.CH	中百集团	12.32	8,390	251	17.6%	301	20.1%	386	28.2%	0.37	0.44	0.57	33.4	27.8	21.7	24.1%	1.2
	600361.CH	华联综超	8.39	5,586	55	-9.4%	102	85.4%	153	50.1%	0.08	0.15	0.23	101.5	54.7	36.5	66.8%	0.8
	002336.CH	人人乐	18.45	7,380	237	3.2%	280	18.1%	348	24.4%	0.59	0.70	0.87	31.1	26.4	21.2	21.2%	1.2
	002251.CH	步步高	27.64	7,473	171	3.4%	239	40.1%	319	33.1%	0.63	0.89	1.18	43.7	31.2	23.5	36.6%	0.9
	002264.CH	新华都	27.07	4,340	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.42	0.81	1.02	63.8	33.6	26.7	54.7%	0.6
	980.HK	联华超市	13.68	15,316	623	22.8%	767	23.2%	948	23.6%	0.65	0.84	1.06	21.2	16.4	12.9	23.4%	0.7
	6808.HK	高鑫零售	9.44	90,055	1,031	27.1%	1,527	48.1%	2,228	45.9%	0.13	0.20	0.29	75.1	48.4	32.3	47.0%	1.0
	6808.HK	高鑫零售 (经营性)	9.44	90,055	1,376	27.1%	1,727	25.5%	2,228	29.0%	0.17	0.22	0.29	56.3	42.8	32.3	27.2%	1.6
	814.HK	京客隆	7.70	3,174	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	15.1	11.5	9.1	24.1%	0.5
	1025.HK	物美集团	18.90	24,216	530	21.0%	648	22.3%	805	24.2%	0.48	0.62	0.79	39.3	30.6	24.1	23.2%	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	11.71	81,926	4012	38.8%	5103	27.2%	6505	27.5%	0.54	0.69	0.87	21.7	17.1	13.4	27.3%	0.6
	493.HK	国美电器	3.41	57,557	1,962	40.7%	2,520	28.5%	3,068	21.7%	0.13	0.17	0.21	26.9	20.0	16.0	25.0%	0.8
	1280.HK	汇银家电	0.98	1,027	117	20.4%	145	23.3%	179	24.1%	0.13	0.17	0.21	7.5	5.8	4.6	23.7%	0.2

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

