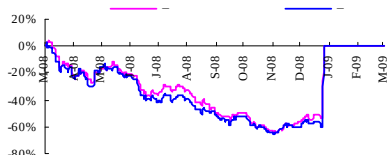


批发零售行业
调高评级：强于大市
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
商业行业	9.8%	14.6%	-50.3%
沪深 300	6.5%	15.8%	-53.7%

重点公司	6m%	YTD%	评级
苏宁电器	1.7%	-51%	中性
王府井	-27.6%	-55%	增持
农产品	-3.9%	-51%	增持
飞亚达 A	0.7%	-58%	增持
武汉中百	-10.9%	-31%	增持

相关报告

《批发零售与贸易业 2009 年 2 月投资策略：节前过度消费恐透支二月消费能力，节后消费须待政策火种》

2009. 1. 31

《市场瞬息万变，行业防御性不改》

2009. 1. 12

《批发零售与贸易业 2008 年 12 月份动态点评：受益于季节性因素和政策支持》

2008. 12. 26

分析师

栾雪飞

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

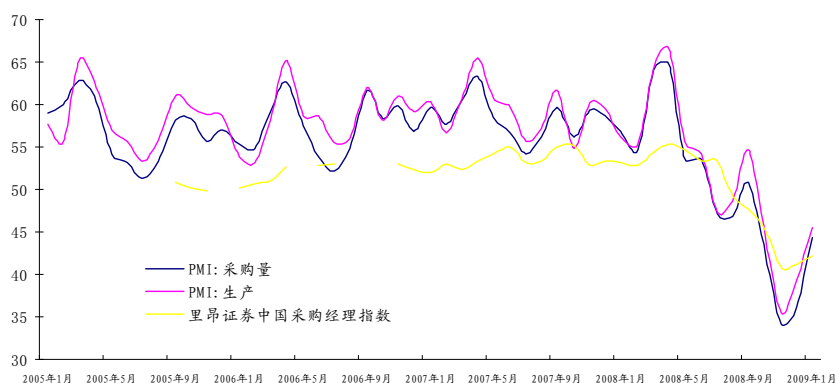
- 随着市场对国家拉动内需一系列超预期政策的陆续出台、两会期间关于民生问题的关注、中央和地方国资委并购重组的力度超预期，来自国家最强有力的推动，是消费振兴的根本性利好。随着宏观经济的反弹与好转，居民对可支配收入降低的预期将得以逐步逆转。
- 受宏观环境影响，短期内行业整体目前仍在景气下降区间运行，然而，零售业将随着四万亿甚至更多的投资刺激政策而复苏，这取决于投资效果的显现速度。如果上游领域的复苏可以超预期，我们就可以说，零售业的复苏就可以超预期。如果我们对宏观经济的判断是对的，那么接下来零售业也将具备超市市场预期的大概率事件。另外，如果考虑人为的因素，受 2008 年业绩压制影响，2009 第一季度的业绩很可能超出预期。
- 超市业作为受 CPI 影响最大的行业，增长最有可能超预期；百货业短期压力大，更多关注并购重组带来的机会；家电连锁业内生压力增大，预计 2009 年上半年见底。
- 零售行业 2009 年不存在行业上的整体机会，但是一些短期机会值得期待。未来一段时间的投资机会可能存在于两方面：上海国资委推动和世博概念为以百联股份为代表的上海本地商业股带来的中短期机会；中央政府和地方政府推动的并购重组类上市公司。
- 看好相对确定性高的股票，这样的股票也将得到更大的市场资金支持。政策利好支持、并购重组概念也为该板块投资带来了超额收益的可能。基于长期投资视角，龙头零售商和基本面逐渐向好的零售商，其合理估值中枢至少在 20 倍。预计未来零售板块市盈率仍有下行可能，原因在于，一旦目前互不统属的投资群体让位于主流大盘蓝筹股投资群体，小盘股、题材股就会顺势进入休整期。不过基于零售行业现金增长具有较强确定性的特点，其向下调整幅度理论上应小于大盘调整幅度。调高行业评级至“强于大市”。维持苏宁电器（002024）、武汉中百（000759）“增持”评级，维持农产品（000061）“中性”评级。

我们对宏观环境的基本判断

从全球陷入经济危机以来，国内资本市场对从宏观经济到微观经济的发展态势表现出一面倒的悲观论调。然而，如果所有的资本市场预期都已充分反映甚至过度超调了实体经济的因素，接下来必将是一个风险释放和估值回升的过程。这构成本报告的基本假设。

随着市场对国家拉动内需一系列超预期政策的陆续出台、两会期间关于民生问题的关注、中央和地方国资委并购重组的力度超预期，来自国家最强有力的推动，是消费振兴的根本性利好。随着宏观经济的反弹与好转，居民对可支配收入降低的预期将得以逐步逆转。

图 1 2009 年 1 月份采购经理人指数 (PMI) 反弹，预示经济将出现反弹



资料来源 Wind

我们对行业整体的基本判断——化繁为简，用欧拉七桥的思维去对待

我们的基本观点是：

受宏观环境影响，短期内行业整体目前仍在景气下降区间运行，然而，零售业将随着四万亿甚至更多的投资刺激政策而复苏，这取决于投资效果的显现速度。如果上游领域的复苏可以超预期，我们就可以说，零售业的复苏就可以超预期（如果这两年内零售业不出现惠及深远的经营模式变革的话，这个概率非常小。2003 年大商股份、王府井的连锁扩张首创先河，2004 年苏宁电器上市为市场树立了零售类行业可快速标准复制的楷模和显示出的前所未有的民营零售企业的活力，农产品和小商品城的主业部分业绩最为确定。《滚雪球》告诉我们的历史经验就是，盈利过程和盈利模式无法复制。一个行业或公司要真正壮大，必须提供一种全新的被大众普遍接受的生活方式和生活产品，比如可口可乐、麦

当劳。)

如果我们对宏观经济的判断是对的，那么接下来零售业也将具备超市场预期的大概率事件。

另外，如果考虑人为的因素，受 2008 年业绩压制影响，2009 第一季度的业绩很可能超出预期。

支持我们观点的原因如下：

第一，从我们跟各大上市公司的沟通情况来看，春节过后的“客单价”指标普遍处于下降状态，反映出消费者的消费信心和消费能力仍然处在向波谷靠近的路途中。

第二，中国商业联合会统计显示，2009 年春节黄金周期间，中国百家重点大型零售企业实现零售额 37.3 亿元，同比增长 6.6%，为 2005 年以来春节黄金周零售额首次出现个位数增速，体现出业内普遍提前意识到的时间替代效应。商务部方面对零售额增速下降原因的解释是：一、春节期间零售企业加大促销力度，促销活动使商品零售量有所上升，但由于价格下降，零售额增速受到抑制；二、受金融危机影响，部分种类的商品特别是奢侈品零售量明显下降；三、消费向中低端零售企业和中低端商品转移。

温故知新，在我们上个月的月报里，2008 年 12 月份的百家重点大型零售企业的销售总额同比增长率还在 14.1%，零售额同比增长率尚可以达到 11.59% 的两位数增长水平。同时我们通过对上海销售数据的监控以斑窥豹，“限额以上零售企业对经济放缓的敏感程度要高于行业均值”。但是，我们要对我们对 2009 年元旦三天和春节前一周的数据监控而得出的“虽然春节前几天百货销售的最终数据尚未出来，但从我们从各个途径了解的节前一周商场的客流量和客单价数据来看，很可能会比去年同期有所增长。超市也迎来其销售高峰期，这种火爆的销售将持续到大年三十，农历二十九将达到最高潮。我们认为，销售情况好于市场预期”的结论做出检讨：由于我们对消费向中低端零售业转移的预期不够充分，使得我们没能及时对行业龙头企业的销售情况做出准确判断，以行业的共性粗略的代替了龙头公司的个性。

可见，行业龙头公司的业绩亦处于向波谷回归的过程中，速度快于中小型零售企业。一切显示出来的，都已经是事物的本质。一切试图辩解实际发生和希望达到的之间差异的，都是多余。我们也不希望化简为繁，派生出一些本末倒置的理由作茧自缚。我们并不完全赞同市场上普遍认为的：这一轮经济波动可以造就多少后起之秀，可以没落多少龙头企业。一个明星企业的造就并不像想象中那样的轻易。真正的龙头企业

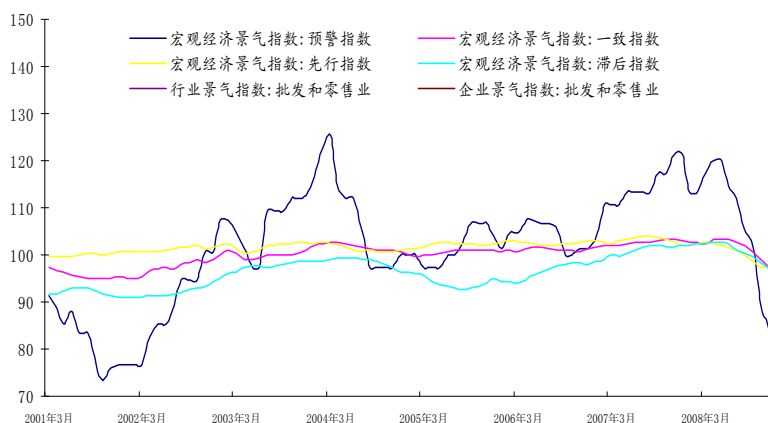
的诞生，也是经历了多少次大环境的跌宕起伏磨砺出来的，具有更强的抗风险能力，倒闭的，只会是“假龙头”。

第三，我们也从不否认，宏观数据与中观世界、微观世界的数据从来一脉相承。业内所关注的“社会消费品零售总额”指标的名义增速在 2008 年第三季度达到高峰，之后掉头略有下行，虽然看上去远比微观数据光鲜，但这一宏观局势已经在秋毫之间反映了微观现象。

如果市场对宏观数据（2008 年全年社会消费品零售总额 108488 亿元，比 2007 年名义同比增长 21.6%，增速比 2007 年的 16.8% 加快 4.8 个百分点；扣除物价指数因素，2008 全年社销额实际同比增长 15.7%，比 2007 年 11.2% 的实际增速加快 4.5 个百分点）与微观层面（公司销售）的较大落差存在疑问，我们认为这其中的主要原因很可能在于，销售方面源自不实的感性的报道，利润方面源自企业尤其是上市公司对业绩的调节和压制。

那么，顺着这样的解释，压制的利润迟早要得以释放，以避免 2008 年以后的较大落差。因此，企业在 2008 年第四季度压制的业绩将会使得各上市公司 2009 年的一季度业绩具有了更大的超预期概率。事实证明，2008 年 10-12 月，零售股的向下调整幅度大于市场整体调整幅度，市场已经对零售业的业绩下滑预期充分，2009 年 1 月份以来，零售行业的估值也有了较好的恢复。

图 2 2001-2008 年宏观、中观、微观层面景气指数拟合情况



资料来源 Wind

图 3 2008 年 10 月份以来商业板块走势



资料来源 Wind

超市业:

进销差价盈利模式，受 CPI 影响相对最大。在 CPI 高涨的 2008 年上半年，超市同店增长可达 15%。而 2008 年上半年较高的 CPI 造成了 2009 上半年超市行业较大的内生增长压力，超市整体的内生增长最好状态也很可能仅得个位数增长。

但是，如果我们认为市场对经济增长和 CPI 增长已经是最坏预期或者离最坏预期不远，那么 2009 年的下半年，随着 CPI 反转，同店增长有望逐步好转。因此如果假设成立，市场对超市行业的悲观预期很可能大过事实。

此外，各地方政府消费券的推出正在加大力度，对以民生用品为主的超市行业构成超预期利好。以杭州消费券的使用情况来看，主要以超市为主，共回收消费券 148.4 万张，总计金额 2968 万元，占商贸行业回收总数的 94.22%，占全部消费券金额近三成。从消费券在商贸行业购买的商品种类看，在十大类商品中，消费券在超市的主要购买商品为食品饮料类，占 59.69%（再次看出，要想提高消费率，就必然通过“就业-收入-消费”的传导路径。消费者的需求才有可能被充分激发出来）；其次是烟酒滋补品类，占 18.55%；第三是日用品类，占 7.67%。继续推荐“武汉中百”、“步步高”。

百货业:

短期内增长压力大，管理效率的提升需假以时日。短期内只能关注并购重组概念所带来的投资机会。在投资机会判断一节中我们再解释这个问题。关注“百联股份”、“重庆百货”、“新华百货”、“合肥百货”、“银

座股份”等全国和区域百货龙头，尤其是“百货+超市”类的龙头。

家电连锁业：

行业进入同店负增长阶段，内生增长压力大，预计该加速下滑趋势至少持续到 09 年第一季度末。

以苏宁电器来考察，春节期间整体收入同比增长 15%左右，可比门店收入同比增长-5%--4%，收入增长只能依赖于外延式增长。鉴于家电下乡政策拉动、公司战略稳步推进等各方面原因，仍然是长期投资不可多得的投资标的。

我们对投资机会的把握——市场存在催化剂，快慢属性难掌握

我们认为，零售行业 2009 年不存在行业上的整体机会，但是一些短期机会值得期待。

未来一段时间的投资机会可能存在于两个方面：

第一，以百联股份为代表的上海本地商业股。

原因如下：

上海国资委推动的并购重组。上海市政府近期发布了《关于进一步推进上海国资国企改革的若干意见》，上海作为国资重组重地，虽然还没有实质性的重组进展，估计政府推动之下的重组时间会早于市场预期。百联集团是国内最大的商贸流通企业，近几年收缩路线并未被上海市认可，预计未来集团整合发展百货、购物中心相关资产将以百联股份为平台。世博会之前政府可能无暇顾及，世博会后整合可能性大。另外，对于前期有一些初步计划的公司，目前的股价使之也具有了较大的投资机会，例如中国铅笔(600612)、新世界(600628)、益民商业(600824)等。

世博概念。2010 年世博会的召开为上海本地商业股带来机会。

对应上市公司：正是在这两个理由的基础上，虽然百联股份(600631)业绩疲弱，然而因为有 2009 年上海本地股、重组预期、资产价值安全边际支撑的因素，可以作为中期较好的投资标的。

第二，中央政府和地方政府推动的并购重组类上市公司。

原因如下：

自上而下看，作为国资委的一项重点任务，到 2010 年，中央企业

将从 155 家缩减到 80-100 家，并考虑引入“市值”作为央企的业绩考核指标。这样的大背景驱使了各央企集团加大对旗下上市公司实施资产注入的力度，通过资本市场运作做大做强的诉求。

而地方国资委通过对所辖上市公司进行并购重组，调整产业布局，优化资源配置的步骤也在加紧展开。

商业行业特别是百货业中，有很多优质资产尚未注入到上市公司中，未上市资源非常丰富，将未上市资产注入上市公司，符合国有资产保值增值目标，也符合上市公司增强资产控制力的实际利益。

故此我们看好“大集团、小公司”资产结构类型的企业，未来非上市公司资源注入空间大，确定性比较高，从而使得上市公司的市值具有更大的成长空间。其实这些“新人”并非一夜窜红，而是早有储备。

对应上市公司：百联集团、益民商业、新世界、中国铅笔、重庆百货、华联综超、华联股份、武汉中百、鄂武商、银座股份。

投资建议与评级

应该说，目前市场的价值基础并不稳定，经济不明朗给公司价值的提升空间造成了障碍，行业整体上市公司的股价提升还是压力重重。不过，比起投机品种来，商业股由于间接受益于经济刺激计划、相对较强的防御性和较高的安全边际，使得它能为投资者带来更多的稳定收益。

同等条件下，比价优势明显的商业板块个股，只要业绩符合预期，就不会再跌，这也就使之具有了更大的上涨动能。

另外，政策利好出台、并购重组等概念将为该板块带来“超额收益”。毕竟，我们要在这场小型的阵痛中找到迅速升起的新星并不现实，历史上看这样的公司在中国还极少。未来变局必须通过时间等待。

基于 2009 年复杂的宏观环境，我们更应该让投资标的简单化和直接化。即便是概念，也一定要简单，我们不推崇“集多种概念于一身”的股票，过多的概念也集聚了更多的风险。看好相对确定性高的股票，这样的股票也将得到更大的市场资金支持。

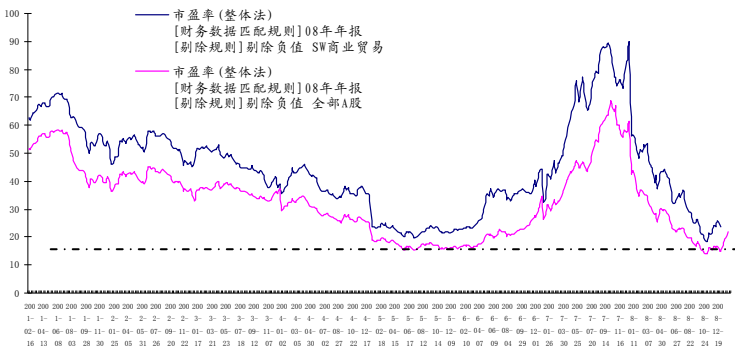
基于长期投资视角，龙头零售商和基本面逐渐向好的零售商，其合理估值中枢至少在 20 倍。预计未来零售板块市盈率仍有下行可能，原因在于，一旦目前互不统属的投资群体让位于主流大盘蓝筹股投资群体，小盘股、题材股就会顺势进入休整期。不过基于零售行业现金增长具有较强确定性的特点，其向下调整幅度理论上应小于大盘调整幅度。

图4 A股、H股、海外市场行业估值比较

	A股	H股	海外
超市	30	10	13.5
百货	25	11.8	22.8
家电连锁	22	2	11.5

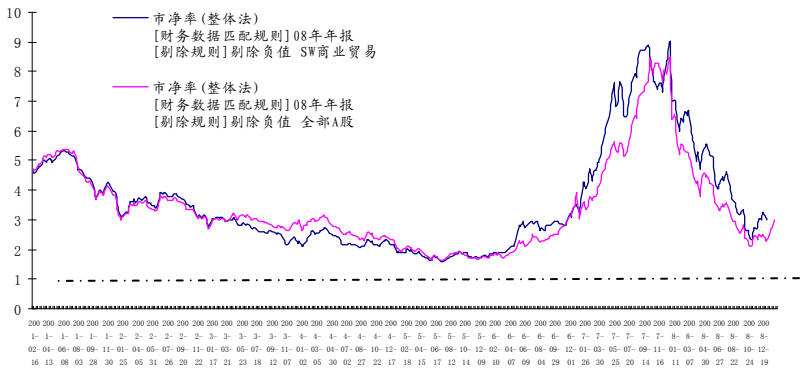
资料来源 Bloomberg (2009年03月02日)

图5 商业股市盈率水平处于历史低位 (2002/02-2009/02)



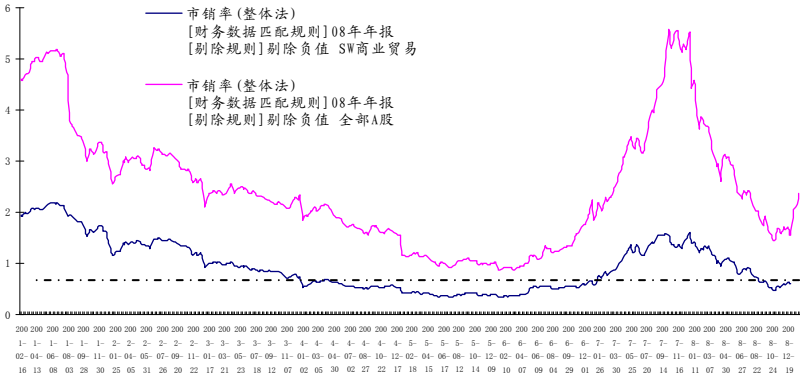
资料来源 Wind

图6 商业股市净率水平处于历史低位 (2002/02-2009/02)



资料来源 Wind

图7 商业股市销率水平处于历史低位 (2002/02-2009/02)



资料来源 Wind

鉴于我们的基本分析逻辑，调高行业评级至“强于大市”。维持苏宁电器（002024）、武汉中百（000759）“增持”评级，维持农产品（000061）“中性”评级。

重点跟踪上市公司点评

苏宁电器（002024）：综合毛利率稳步提高，门店增长压力加大

公司年报显示，2008 年公司营业收入 499 亿元人民币，同比增长 24.27%；归属母公司股东的净利润 21.7 亿元，同比增长 48%。每股收益 0.73 元，ROE24.7%，同比下降 7 个点，经营活动现金流 38.19 亿元。另外，公司提出每 10 股送 2 股并派发 0.3 元现金（含税），同时资本公积金每 10 股转增 3 股的分配预案。

从单季度数据来看，公司 2008 年第四季度营业收入 108 亿元，同比降低 11%，门店销售额同比下降 5.27%；营业利润同比下降 2%，归属母公司股东的净利润 4.59 亿元，同比下降 13%。业绩下滑的原因正如我们之前所预料，主要来自于经济下滑导致的门店销售下降。还有一些次要原因，比如国庆假期前置和元旦假期后移一天造成业绩基数不可比，但这根本就不影响事件的发展趋势。而新增门店的费用支出较大，造成了对净利润的更大侵蚀。

公司 2008 年的综合毛利率 17.72%，比 2007 年的 15.01%提高了 2.71 个百分点。说明公司的议价能力持续增强，采购模式持续创新，都成为公司未来综合毛利率提升的重要变量。

之前我们对苏宁的基本看法是：外延式扩张计划按部就班，公司最近的公告也表明了其 2009 年的扩张将按计划进行。加上国美中止扩张战略为苏宁争夺市场份额赢得了喘息。公司充沛的现金流维持公司的扩张计划应该不成问题。

而公司的年报也第一次把进军香港市场列入未来的扩张版图，显示出公司管理层的决心。

后台建设方面，随着江苏物流基地投入使用，公司已经拥有杭州、北京和南京三个大型物流中心，这对于公司未来存货周转率的下降构成向好预期。

公司品牌优势凸显、市场洗牌造成客流分化、上游供应商资源政策倾斜等因素，均有利于苏宁加速摆脱家电连锁同质化竞争和单纯依赖外延发展的单一路径，争取与供应商重新梳理业务流程、优化盈利模式、

在家电终端重塑供应链管理，实现上下游的共赢。短期来看，家电下乡、消费券发放、政府后续消费刺激政策的出台，都对公司构成利好。

基于公司核心竞争力的不断加强、有效店面的深化发展、经营效益的不断提升、内部成本的有效控制，并基于公司较为扎实的内部管理平台，我们判断，2009 年公司发展仍将保持平稳。预计 2009 年第一季度在双节拉动效应的带动下，销售增速应比较乐观。

预计 2009 年全年收入增速 15-20%，净利润增速 30%。预计公司 2009 年、2010 年的每股收益为 0.94 元、1.27 元，对应市盈率为 17 倍、13 倍。我们认为这与我们一贯认可的 2009 年 20 倍的估值中枢有所低估，维持“增持”评级。

表 盈利预测表

	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入（百万）	26161	40152	54068	62178	74614
营收年增长率（%）	64.2	53.5	24	15	20
净利润（百万元）	797.5	1523	2170	2821	3808
净利润增长率（%）	116	93.4	48	30	35
EPS（元）	0.25	0.49	0.73	0.94	1.27
每股股利（元）	0	0.2	0.08	0.1	0.1

资料来源 公司公告、Wind

步步高（002251）：新店扩张费用为盈利提高埋伏笔

步步高近日公布 2008 年报，2008 年营收 52.01 亿元，同比增长 24.3%，净利润 1.63 亿元，同比增长 31.67%。全面摊薄的每股收益 1.20 元。同时提出每 10 股送 4 股转增 6 股派 1 元（含税）的分配方案。

单季度数据显示，第四季度收入增长仅为 14.9%，甚至低于进行大量门店改造的第三季度（16%），而净利润更是只有 10.7% 的增长。排查原因发现，收入增速放缓主要是 CPI 持续下滑造成销售额下降所致，净利润下滑的原因是新开门店以及生鲜部门改革带来的费用上升（15.74%，高于全年的 13.92%）所致。

然而我们发现，第四季度的综合毛利率 21.08%，环比增加 0.22 个百分点，同比增加 1.61 个百分点，并高于 19.73% 的全年水平。从中可以发现两点契机：CPI 下滑的环境下综合毛利率不降反升，说明这些区域龙头在与供应商谈判的时候拥有了更多主动权；第二，新店开张带来的费用率暂时上升为公司今后净利润水平的持续增强埋下伏笔。

风险提示。第一，江西部分的业务，2008 年收入 3.58 亿元，同比

增长 10%，低于公司整体收入 24.3% 的水平，这就印证了连锁超市受供应商区域代理带来的制度性制约而找不到更好的实现全国连锁的办法。第二，短期看，生鲜改革部分带来了公司费用率的上升，然而作为公司业务发展的重点和核心竞争力的组成部分，前期改革的投入成本可以理解，后续改革成果却还需检验，毕竟，开始就知道结果的尝试就不叫尝试。

投资评级与建议。对该公司我们未做盈利预测，根据 Wind 平均数据统计，公司 2009/2010/2011 每股收益 1.45/1.80/2.2 元，以 2 月 27 日收盘价计，对应市盈率分别为 29.2/23.5/19.2 倍。综合考虑公司在湖南江西的区域龙头地位和公司优秀的管理能力所体现出的长期竞争力的持续增强，我们认为公司的 09 年市盈率低于市场历史所认可的 30-35 倍的估值中枢，维持公司“增持”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20% 之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10% 之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。