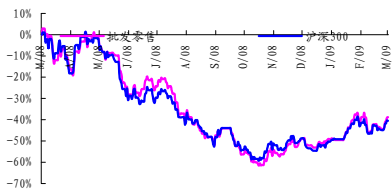



零售业
Retailing

2009 年 03 月 23 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
零售行业	0.8%	20.2%	-38.8%
沪深 300	-0.2%	16.0%	-40.5%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
苏宁电器	11.3%	-31.2%	买入
武汉中百	-19.4%	-19.8%	增持
重庆百货	-3.5%	-14.5%	增持

相关报告

《零售行业 09 年投资策略》，08.12
 《零售行业 08 年四季度投资策略》，08.9
 《零售行业 08 年 9 月投资策略》，08.8
 《零售行业 08 年度投资策略》，07.12
 《零售行业 07 年四季度投资策略》，07.9
 《零售行业 07 年 9 月投资策略》，07.8

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人，吕丽华，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人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。

二季度难言好表现

——零售行业 2009 年二季度投资策略

评级：中性

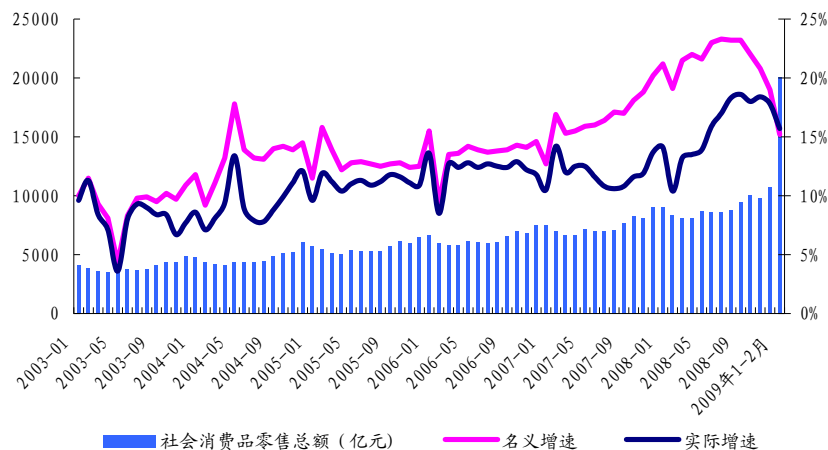
- **消费增速趋缓，短期景气不振。**09 年 1-2 月份社会消费品零售总额名义增速继续快速回落。城市消费下滑速度要快于农村消费；主要门类的消费增长均明显放缓。虑及目前国内居民收入下滑、就业压力增高、消费预期减弱等因素的影响，我们认为消费在 09 年二季度仍将持续减速。政府采取补贴、消费券等方式或将为消费市场带来活力，农村仍是拉动内需的主要市场。
- **居民消费价格指数（CPI）进一步下行。**09 年 2 月份，居民消费价格（CPI）同比由 1 月份上涨 1.0% 转为下降 1.6%，为 02 年 12 月份以来的首次下降，翘尾因素在影响。我们认为，随着春节因素的完全消失，3 月份 CPI 同比与环比将呈现双双负增长的局面。现在来看，食品与居住两大类价格已上涨乏力，越来越多的其他类别价格也开始出现负增长，在无政策性调价因素出现的情况下，二季度 CPI 可能维持负增长的格局，
- **内需拉动下，超市获益最大。**从国家拉动内需政策的具体实施看，超市业态获益最大，其实是家电，再次是百货。超市业态以食品、快速消费品、日用品为经营主体，刚性需求较强，受经济下滑、消费者信心下降、居民财富缩水等影响最低，业态的生命周期相比百货和连锁家电而言更长；而且这类业态一般规模愈大，与供应商的议价能力愈强。从此次美国零售业遭遇寒冬厄运，而沃尔玛仍能独善其身并保持较好的盈利增长即可看出来。
- **估值水平已入历史底部。**纵向和横向估值均显示，行业平均市盈率已经处于历史底部。由于市场成熟度不同，A 股零售行业上市公司的整体估值水平仍高于 H 股和美股，超市和连锁家电业态的溢价空间比百货业态大。
- **下调“中性”行业评级。**宏观经济低迷、失业加剧、CPI 低位运行和居民收入下降等都将促使消费下滑趋势延续，加上二季度为传统的消费淡季，各业态难有较好表现。分析已公布 08 年报的 7 家重点上市公司，我们依然首选内生性增长优势显著的公司，它们的业绩成长更具确定性。同时，我们亦关注具有区域优势的公司，它们将受益于可能的资产注入和相对缓和的竞争环境。我们推荐的投资品种是苏宁电器、武汉中百、重庆百货。

消费增速趋缓，短期景气不振

1-2 月名义消费增速继续快速回落

延续 08 年 10 月份以来的社会消费品零售总额增速趋缓态势，09 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 20080.4 亿元，同比增长 15.2%，较 12 月份下降 3.8 个百分点，较 08 年同期下降 5 个百分点。扣除物价因素，实际增速 15.7%，较 12 月份回落 1.6 个百分点。

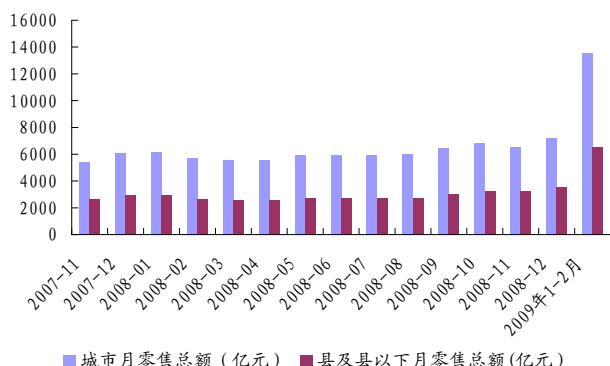
Figure 1 社会消费品月零售总额及名义、实际增速



资料来源：Wind 资讯、国家统计局、世纪证券研究所

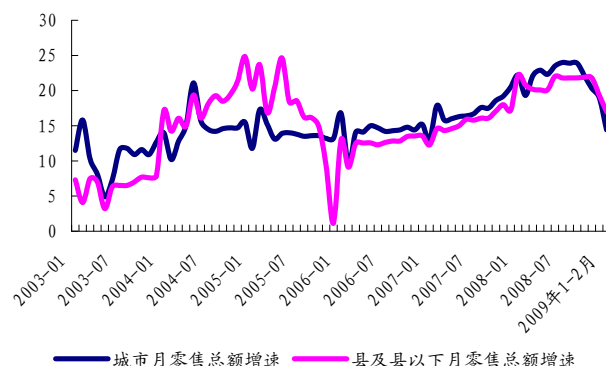
分地域看，城市消费品零售额 13541.0 亿元，同比增长 14.4%；县及县以下零售额 6539.4 亿元，增长 17.0%。城市消费下滑速度要快于农村消费，显示家电下乡等刺激农村消费政策有一定的效果，根据我们了解的情况来看，家电下乡在部分地域比较火爆，随着汽车下乡等政策的纷纷出台，农村消费市场相比城市要乐观些。

Figure 2 分地域月零售总额变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 分地域月零售总额增速变化

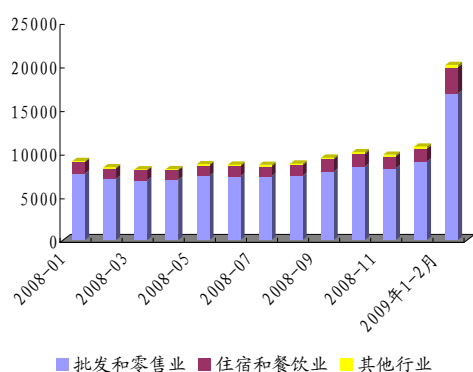


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

分行业看，批发和零售业零售额 16800.1 亿元，同比增长 14.8%；住宿和餐饮业零售额 3015.9 亿元，增长 18.9%；其他行业零售额 264.4

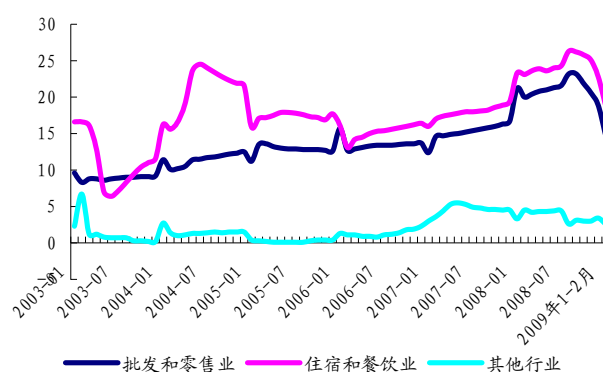
亿元，增长 2.6%。

Figure 4 分行业月零售总额



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 分行业月零售总额增速

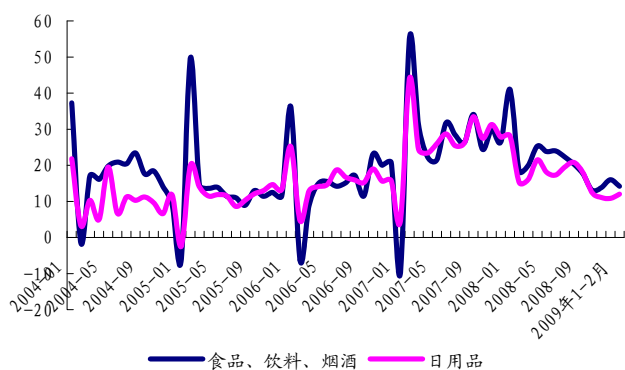


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

分商品类别看，限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额同比分别增长 14.2%、15.9%和 7.6%。其中，粮油类增长 16.3%，肉禽蛋类增长 12.0%，服装类增长 17.4%，文化办公用品类增长 8.3%，体育、娱乐用品类增长 13.5%，日用品类增长 12.0%，家用电器和音像器材类增长 2.7%，家具类增长 27.1%，化妆品类增长 14.6%，金银珠宝类增长 16.3%，汽车类增长 9.3%，石油及制品类增长 0.7%，建筑及装潢材料类增长 22.4%，通讯器材类下降 9.2%。

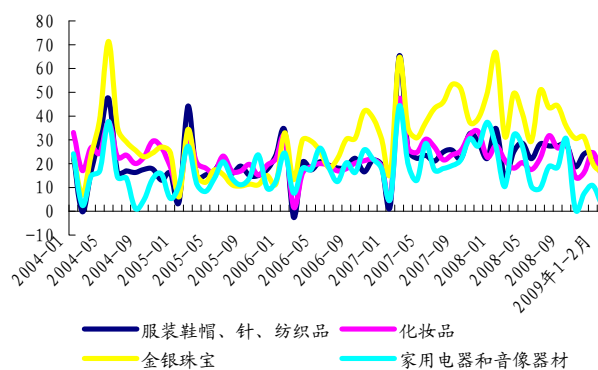
就具体细项来看，主要门类的消费增长均明显放缓。食品类、日用品类下滑趋势较为缓和，如粮油类、日用品类和化妆品类消费增速较 08 年全年分别下滑 6.4、5.1 和 7.5 个百分点；而奢侈品类如汽车、和汽车相关的石油及制品类、金银珠宝类下滑幅度较深，增速分别下滑 16、22.3 和 39.2 个百分点。

Figure 6 与超市有关的商品类别消费增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 7 与百货有关的商品类别消费增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

从我国历史数据来看，消费的变化往往要滞后于经济周期的变化。

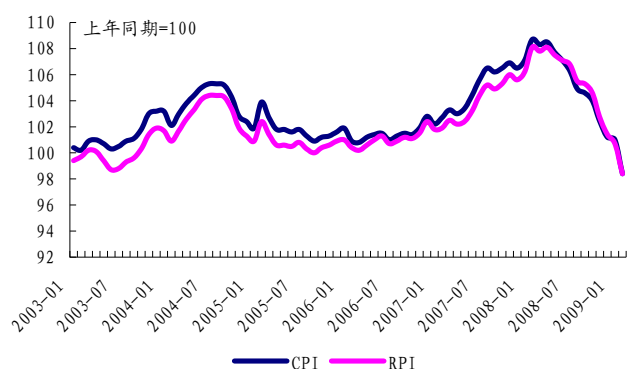
如在 02 年下半年以来的本轮经济的上升周期中，社会消费品零售的明显加速则在 04 年四季度才开始出现；在 07 年二季度以来的经济增速不断下滑的过程中，消费的显著减速则始于 08 年四季度。考虑到目前国内居民收入下滑、就业压力增高、消费预期减弱等因素的影响，我们认为消费在 09 年二季度仍将持续减速。政府采取补贴、消费券等方式或将为消费市场带来活力，农村仍是拉动内需的主要市场。

居民消费价格指数（CPI）进一步下行

09 年 2 月份，居民消费价格（CPI）同比由 1 月份上涨 1.0% 转为下降 1.6%，为 02 年 12 月份以来的首次下降；从月环比看，今年 2 月份居民消费价格与 1 月份持平。

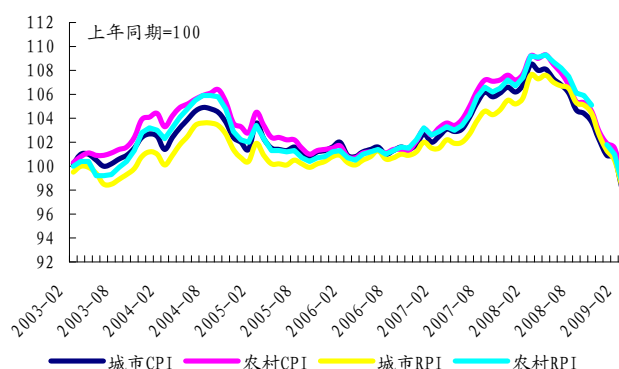
2 月份居民消费价格由上个月同比增长 1% 转为较大幅度下降，主要是翘尾因素的影响：在我国，春节所在月份消费价格特别是食品价格明显上涨已成一般规律。08 年春节在 2 月份，春节之前价格一直上涨，并且春节前夕南方部分地区发生了严重的冰雪灾害，导致当月 CPI 上涨 1 个百分点；08 年 2 月份以后价格开始环比下降，今年春节在 1 月份，又没有灾害影响因素，08 年 2 月份的高基数，导致今年 2 月份居民消费价格同比涨幅明显下降。

Figure 8 CPI 和 RPI



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

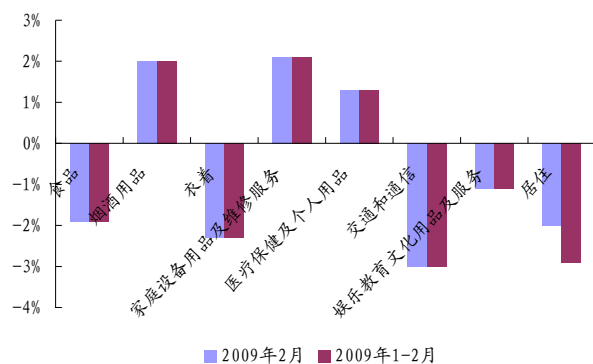
Figure 9 城市和农村的 CPI、RPI



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

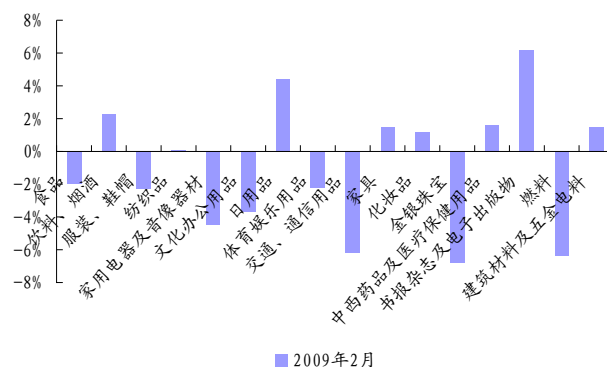
食品价格上涨 0.8%，其中鲜菜价格上涨 4.0%，鲜蛋价格下降 0.8%。非食品中只有医药和个人用品类价格环比上升 0.1%，而衣着类、家庭设备用品及维修服务、交通和通讯类、娱乐教育及文化、居住类价格环比分别下降 0.5%、0.1%、0.2%、0.9% 和 0.4%。而 1 月份除衣着类、交通和通讯类和居住类价格环比下跌外，其余类商品和服务价格均是环比上升。

Figure 10 CPI 分类增幅



资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

Figure 11 RPI 分类增幅



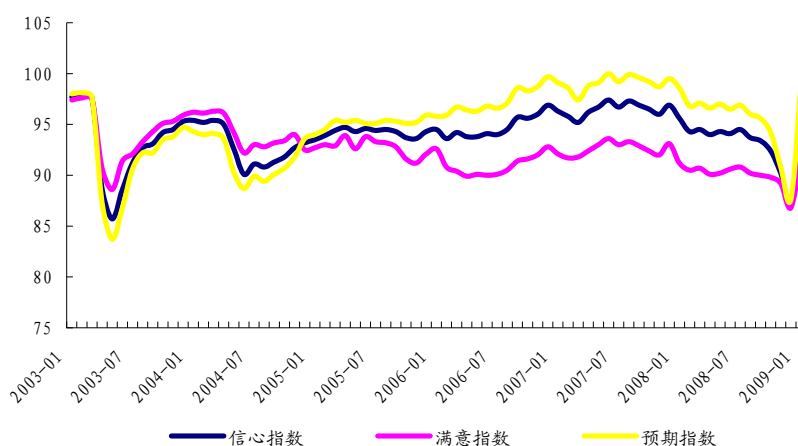
资料来源：国家统计局、世纪证券研究所

我们认为，随着春节因素的完全消失，3 月份 CPI 同比与环比将呈现双双负增长的局面。现在来看，食品与居住两大类别价格已上涨乏力，越来越多的其他类别价格也开始出现负增长，在无政策性调价因素出现的情况下，二季度 CPI 可能维持负增长的格局，主要原因是：

- ✓ 翘尾因素继续弱化。08 年 3 月份、4 月份 CPI 涨幅分别高达 8.3%、8.5%。
- ✓ 国内外经济放缓将导致总需求下降，从而对物价产生下行压力。
- ✓ 国际大宗商品价格乃至进口价格指数持续下降，加大物价水平下行压力。
- ✓ 短期市场自主性消费与投资的意愿还没有恢复。

消费者信心有所恢复

Figure 12 消费者信心指数



09 年 1 月份，消费者信心指数、满意指数、预期指数分别为 96、92、98.7，分别较 08 年 12 月份 87.3、86.8、87.6 有大幅上升，同比

大幅下降更是显著，显示出消费者信心有望从本次经济危机中逐渐恢复。

大型零售企业零售额增速明显减缓

09 年春节大型零售企业零售额增速下降显著

09 年春节“黄金周”期间，尽管我国政府、零售企业等相关部门采取了一系列促进消费的措施，但金融危机对消费的影响已经明显显现。

据中国商业联合会、中华全国商业信息中心统计数据显示，09 年春节黄金周期间（大年三十至初六），全国百家重点大型零售企业实现零售额 37.3 亿元，同去年春节黄金周相比仅增长了 6.6%，增速比 08 年春节下降了 17.8 个百分点，这是 05 年以来首次跌破 10%（05 年至 08 年，该增速分别为 13.2%、12.7%、23.5%和 24.4%），其中，有 38 家企业零售额为负增长。零售额增速下降的原因主要有四方面：第一，零售企业早在节前半个月就已开始促销活动，加之民工提前返乡，节日消费高峰前移；第二，春节期间，零售企业加大了促销力度，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；第三，受金融危机影响，部分种类的商品，特别是奢侈品的零售量明显下降；第四，消费下移。

大城市零售企业零售额增速明显下降。大城市在金融危机中受到的影响明显，今年春节期间，北京、上海、杭州的重点大型零售企业零售额同比增速均下降到了 5 年以来的最低水平。其中，上海、杭州重点大型零售企业零售额出现负增长，同比分别下降了 11.28%和 22.06%。北京市重点大型零售企业零售额同比增速也从去年的 16.88%下降到了 1.05%。

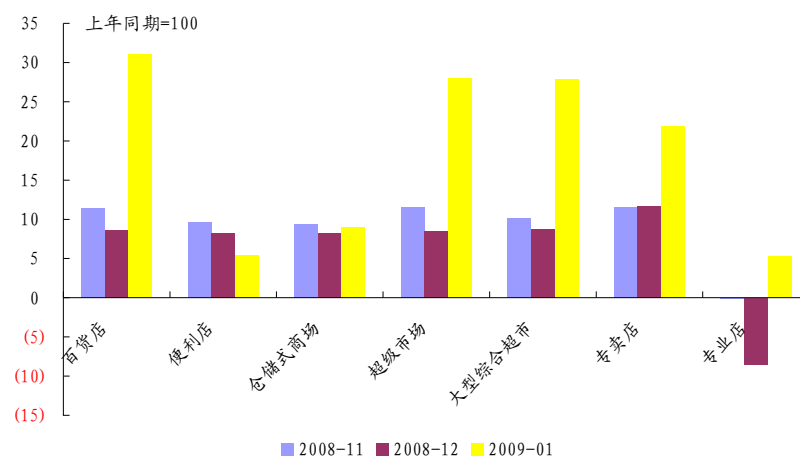
代金券（卡）拉动消费增长。在金融危机对我国的影响日渐凸显的情况下，一些地方政府为了扩大消费，向低收入群体和困难群众发放消费代金券（卡），增强了代金券（卡）消费。据中国商业联合会、中华全国商业信息中心统计，今年春节，北京等地 8 家大型零售企业总计大约 30%的零售额由代金券（卡）支付。代金券（卡）消费的增加在一定程度上拉动了节日期间居民消费，遏制了零售额的下滑。

黄金饰品销售继续保持旺盛增势。受金融危机影响，我国股市、楼市持续低迷，具有保值增值的黄金成为居民普遍看好的投资品。此外，黄金饰品价格在近期内几次下调，也使得其销量大增，成为春节假日的一个消费亮点。春节期间，大商集团锦州百货大楼黄金珠宝类零售额同比增长了 160%，银川新华百货老大楼有限公司金银首饰类商品零售额同比增长了 215.02%，中原百货集团黄、铂金饰品零售额同比增长了 138%。

千家核心商业企业增速出现大幅下滑

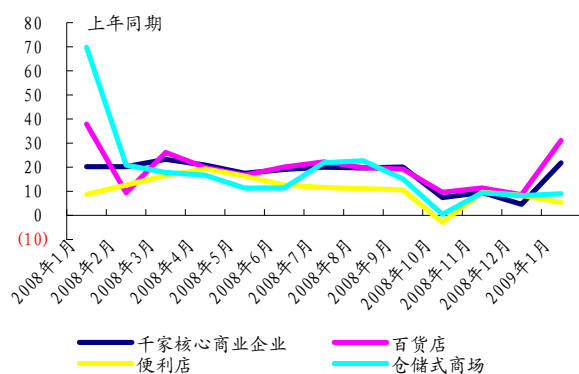
商务部的监测数据显示,09 年 2 月份千家核心商业企业的零售指数出现显著下滑,由 1 月份的 21.8%下降到 12.1%,稍低于同期社会消费品批发和零售业零售额增速 14.8%。我们认为,显著下滑的最主要因素是元旦、春节两大节日推动 1 月份零售额锐增。从 1 月份七大细分业态的零售额看,亦均出现不同程度的增长,其中专业店扭转了 12 月负增长 8.5%的局面,零售额实现 5.3%的增长。

Figure 13 分业态千家核心商业企业零售指数



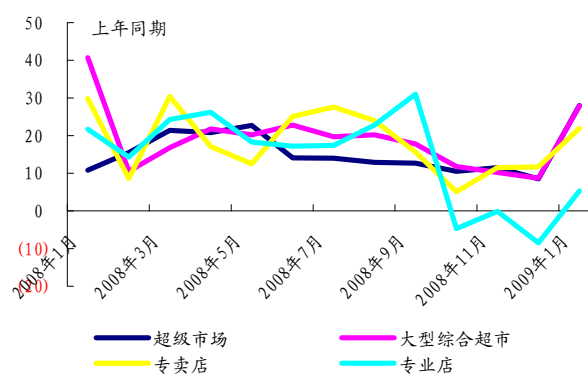
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 14 分业态千家核心商业企业零售指数



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

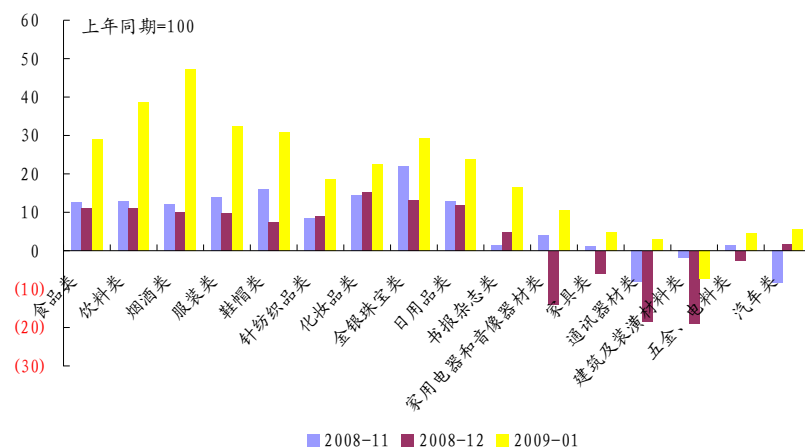
Figure 15 分业态千家核心商业企业零售指数



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

具体到商品类别,09 年 1 月份除建筑及装潢材料类外,其他商品的零售额均出现不同程度的上升,其中烟酒、饮料和服装的零售额增长居前三名,同比分别增长了 47.2%、38.7%、32.4%,元旦和春节等假日因素仍是主导;建筑及装潢材料类下降:一是,节假日期间开工率下降;二是,与房地产行业不景气有相当大的关系。

Figure 16 分商品类别千家核心商业企业零售指数



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

09 年消费市场五大热点趋势

如果说扩大投资对经济增长能起到“立竿见影”的效果,那么扩大消费则是长远之计,政策导向也正逐渐由投资向消费转变:中央经济工作会议提出,要“大力促进农民消费,稳定发展住房消费和汽车消费,着力发展服务消费和旅游消费,不断增强最终消费能力”,并宣布在未来两年投入 4 万亿元扩大内需。此后,全国大部分省市或相关产业部门均宣布扩大内需方案:如发放消费券、提高个税起征点、保障性住房政策、家电下乡、汽车下乡等。

农民消费:全力启动农村市场

推行“家电下乡”是扩大内需一项重要举措,也是启动农民消费一个信号。商务部副部长傅自应称,“政府拿出真金白银来撬动农村市场,既可以让广大农民分享经济发展成果,又能在一定程度上起到减轻金融危机影响、扶持企业发展的作用。”。2008 年 12 月 24 日召开的国务院常务会议指出,“必须进一步完善政策,采取有力措施,积极扩大国内消费,切实增强消费对经济增长的拉动作用”。要健全农村流通网络。明、后两年再新建和改造一批农家店和农村商品配送中心;进一步扩大品种,加大“家电下乡”推广力度。

住房消费:促进楼市健康发展

08 年 12 月 17 日,国务院常务会议研究部署促进房地产市场健康发展的政策措施,确定了促进楼市健康发展的三项措施:加大保障性住房建设力度;进一步鼓励普通商品住房消费;引导房地产开发企业积极应对市场变化,促进商品住房销售,支持合理融资需求。08 年 11 月 5 日,国务院进一步扩大内需、促进经济增长的十条措施出台,“加快建设保

障性安居工程，加大对廉租住房建设支持力度，加快棚户区改造，实施游牧民定居工程，扩大农村危房改造试点”被列为“国十条”之首。继而，“促进房地产市场平稳健康发展”成为国务院召开省市区人民政府和部门主要负责同志会议、部署落实中央政策措施的七项工作之一。中央经济工作会议布置的 2009 年五项重点任务中，有两项涉及房地产，“要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产支柱产业作用结合起来”；“增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，发挥房地产在扩大内需中的积极作用”。

汽车消费：为准备“过冬”的车市加温

汽车工业产业链长、关联度大，不仅可以拉动钢铁、化工、石化，甚至纺织、轻工等机械制造业，而且可以直接拉动消费。国务院总理温家宝 09 年 1 月 14 日主持召开国务院常务会议，审议并原则通过汽车产业调整和振兴规划，强调实施积极的消费政策，稳定和扩大汽车消费需求，以结构调整为主线，推进企业联合重组，以新能源汽车为突破口，加强自主创新，形成新的竞争优势，保证未来三年乃至更长时间段内国内汽车行业销售增速平均能够达到 12% 以上。

服务消费：创造良好消费环境

目前，整个世界的服务业增加值占国内生产总值平均超过 60%，而我国这两年仅 40% 左右，明显偏低。这既是不足，同时也具备强大的结构性增长空间。在当前经济形势下，大力发展第三产业，不仅能够直接拉动内需，扩大就业，也为经济结构调整创造了条件。国家发展和改革委员会主任张平称，“2009 年，要大力发展社区商业、物业、家政等服务性消费。积极发展网络、动漫等新型消费。开发群众喜闻乐见的多样化文化产品，加快发展体育健身和老年服务产业。”，并表示着力扩大消费尤其是居民消费，首先要增加居民收入，提高消费能力。此外，还将完善消费政策，优化消费环境，抓紧研究出台鼓励消费的财税、金融等政策，研究采取鼓励消费升级的税收政策，发展和完善消费信贷，加强城乡消费设施和服务体系建设。

旅游消费：挑战中寻找机会

国家旅游局局长邵琪伟指出，从各方面了解的情况看，这次金融危机与 1998 年亚洲金融危机和 2003 年“非典”相比，对旅游业冲击更猛烈，影响范围更大，持续时间将更长。但只要充分利用当前的有利条件，旅游业仍然可以平稳较快发展。他认为，当前经济保持较快发展的基本

面没有变，全国旅游基础市场没有受到大的打击。党的十七届三中全会确定的推进农村改革发展的重大决策，开辟了中国农村发展的新天地，为乡村旅游和休闲农业提供了难得的发展机遇；另外，两岸“三通”将为两岸间探亲访友、旅游观光营造良好氛围。党中央、国务院最近采取的积极的财政政策和适度宽松的货币政策以及为扩大内需出台的十项措施，将进一步加快夯实旅游基础设施，对旅游业持续健康发展产生积极影响。

内需拉动下，超市获益最大

从国家拉动内需政策的具体实施看，零售行业各业态获益不一，我们认为超市业态获益最大，其实是家电，再次是百货。

超市业态：风景这边独好

超市是诞生于上世纪三十年代全球经济危机时代的零售业态。这类业态以食品、快速消费品、日用品为经营主体，刚性需求较强，受经济下滑、消费者信心下降、居民财富缩水等影响最低，业态的生命周期相比百货和连锁家电而言更长；而且这类业态一般规模愈大，与供应商的议价能力愈强。从此次美国零售业遭遇寒冬厄运，而沃尔玛仍能独善其身并保持较好的盈利增长即可看出来。我们认为，区域垄断优势显著、扩张力强的公司依然是最佳投资选择，如武汉中百、新华都。

百货业态：受经济放缓影响最突出

经济低迷期，受冲击最大的就是经营服装、化妆品及金银珠宝等品牌商品的百货业态，而且越高端百货受得冲击越大。但我们认为，竞争优势明显的区域百货龙头仍能在经济放缓中获得增长，这类上市公司因拥有最优商圈店址和良好的品牌，能够承受得起在激烈的打折促销竞争带来的成本费用上升。例如，新华百货、重庆百货、银座股份、合肥百货等都是我们关注重点。

家电连锁：苏宁电器依然值得中长期持有

家电销售与房地产行业是否景气息息相关，房地产的低迷，未来家电销售并不乐观。但我们看好强者恒强的苏宁电器，寡头垄断地位、家电下乡、新农村改革、税制改革、一系列回暖房地产政策等因素对苏宁电器就是增大投资筹码。另外，苏宁电器3月初在北京等地推出家电消费券后，4月起将“送券下乡”，公司方面表示，将在三四级市场投入面值4亿元的农村家电消费券，部分家电下乡产品在享受国家补贴基础上也可参加此项活动，这是家电消费券首次向农村推广。我们预计，二

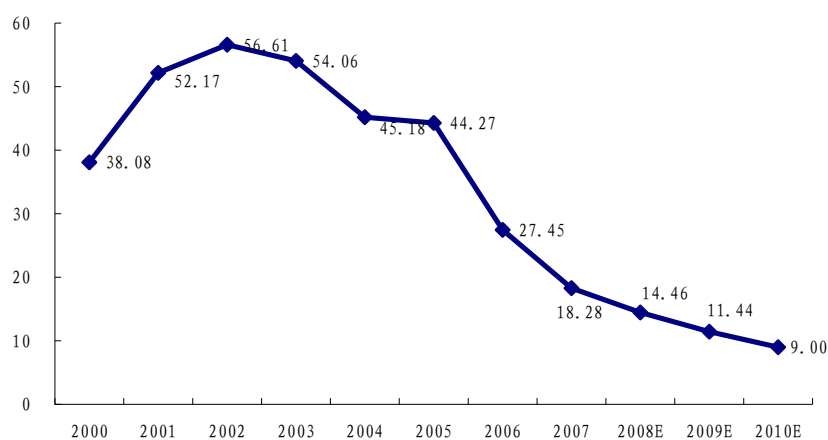
季度及之后，苏宁电器可能会继续推行该政策或实施更为优惠的促销政策。

估值已入历史底部

零售行业与 A 股估值比较

我们统计了零售行业 51 家上市公司 2008-2010 年的盈利预测 EPS（以 Wind 资讯录入的盈利预测为例），并以 2009 年 3 月 20 日的收盘价中位数测算 2008-2010 年平均动态市盈率 PE 分别为 14.46 倍、11.44 倍、9 倍，与历史纵向比较，平均市盈率已经处于历史底部。

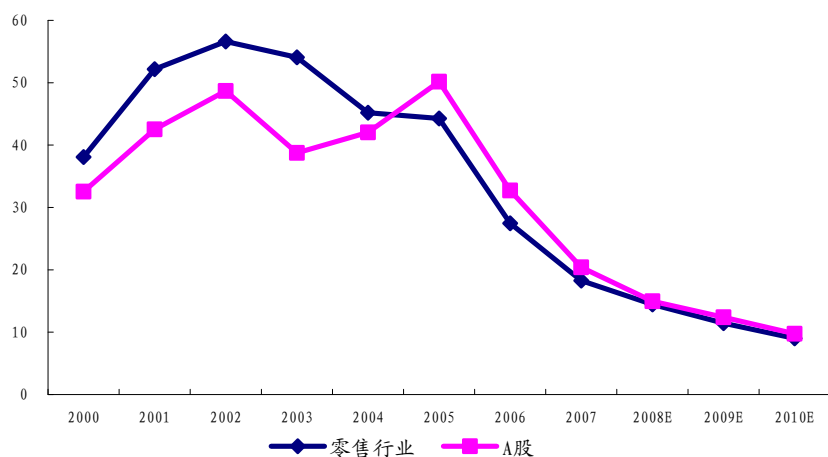
Figure 17 零售行业 31 家上市公司平均市盈率



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

采取同样的测算方法，我们对全部 A 股的上市公司进行了估值，两者比较，零售行业整体估值略低于 A 股。

Figure 18 零售行业与 A 股平均市盈率比较



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

零售行业国际估值比较

国际估值比较显示，A 股零售行业上市公司整体估值水平高于 H 股和美股，超市和连锁家电业态的溢价空间比百货业态大。

Figure 19 百货业态重点上市公司估值比较

	股价 (090320)	EPS			P/E		
		2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
A 股							
王府井	19.39	0.68	1.03	1.35	28.51	18.83	14.36
百联股份	10.56	0.32	0.36	0.47	33.00	29.33	22.47
大商股份	25.86	1.03	1.30	1.55	25.11	19.89	16.68
广州友谊	11.80	0.80	0.72	0.88	14.75	16.39	13.41
合肥百货	8.04	0.27	0.35	0.48	29.78	22.97	16.75
东百集团	10.99	0.45	0.40	0.55	24.42	27.48	19.98
新世界	8.86	0.29	0.36	0.46	30.55	24.61	19.26
鄂武商 A	6.97	0.31	0.35	0.47	22.48	19.91	14.83
欧亚集团	15.00	0.49	0.70	0.90	30.61	21.43	16.67
银座股份	16.43	0.85	0.58 (实)	0.70	19.33	28.33	23.47
重庆百货	18.36	0.49	0.80 (实)	0.91	37.47	22.95	20.18
广百股份	20.55	0.89	0.89 (实)	0.99	23.09	23.09	20.76
新华百货	14.42	0.44	0.63 (实)	0.73	32.77	22.89	19.75
成商集团	14.90	0.36	0.50 (实)	0.70	41.39	29.80	21.29
平均 (A 股)					28.09	23.42	18.56
H 股							
百盛集团	7.69	0.24	0.32	0.41	32.04	24.03	18.76
新世界百货中国	3.16	0.12	0.32	0.39	26.33	9.88	8.10
金鹰商贸	4.70	0.21	0.31	0.37	22.38	15.16	12.70
茂业国际	0.70	0.08	0.10	0.14	8.75	7.00	5.00
银泰百货	1.84	0.22	0.36	0.42	8.36	5.11	4.38
平均 (H 股)					19.57	12.24	9.79
美国							
Macy's (M)	8.00	1.70	1.40	1.25	4.71	5.71	6.40
Sears	40.09	2.22	2.03	2.15	18.06	19.75	18.65
Nordstrom	14.38	2.44	2.28	2.21	5.89	6.31	6.51
JC. Penney (JCP)	17.69	3.55	3.05	2.84	4.98	5.80	6.23
平均 (美股)					9.55	10.59	10.52

资料来源: Wind 资讯、Yahoo.com、世纪证券研究所

Figure 20 超市业态重点上市公司估值比较

Figure 20: 2007-2009 Average EPS and P/E Ratio							
	股价	EPS			P/E		
	(090320)	2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
A 股							
武汉中百	8.70	0.38	0.32	0.44	22.89	27.19	19.77
新华都	16.85	0.91	0.62	0.86	18.52	27.18	19.59

友谊股份	8.00	0.71	0.52	0.63	11.27	15.38	12.70
北京城乡	5.86	0.25	0.20	0.24	23.44	29.30	24.42
步步高	37.50	1.23	1.38 (实)	1.52	30.49	#VALUE!	24.67
华联综超	6.25	0.54	0.24 (实)	0.36	11.57	#VALUE!	17.36
平均 (A 股)					19.03	24.76	19.12
H 股							
联华超市	7.66	0.43	0.59	0.68	17.81	12.98	11.26
物美商业	5.67	0.25	0.35	0.40	22.68	16.20	14.18
北京京客隆	2.25	0.30	0.38	0.46	7.50	5.92	4.89
平均 (H 股)					16.00	11.70	10.11
美国							
Wal-Mart	49.95	3.36	3.49	3.82	14.87	14.31	13.08
Target	31.43	3.35	3.31	3.48	9.38	9.50	9.03
Costco Wholesale (COST)	45.12	2.89	3.12	3.45	15.61	14.46	13.08
平均 (美股)					13.29	12.76	11.73

资料来源: Wind 资讯、Yahoo.com、世纪证券研究所

Figure 21 连锁家电业态重点上市公司估值比较

		股价	EPS			P/E		
		(090320)	2007A	2008A	2009E	2007A	2008E	2009E
A 股								
	苏宁电器	17.65	0.58	0.74	1.14	30.43	23.85	15.48
	宏图高科	11.29	0.17	0.45	0.58	66.41	25.09	19.47
H 股								
	国美电器	1.12	0.19	0.16	0.19	5.89	7.00	5.89
美国								
	Best Buy	32.30	2.77	3.06	3.04	11.66	10.56	10.63
	Radio Shack (RSH)	8.34	1.67	1.76	1.55	4.99	4.74	5.38
平均 (H 股和美股)						5.64	5.57	5.48

资料来源: Wind 资讯、Yahoo.com、世纪证券研究所

行业评级与投资策略

行业评级

宏观经济低迷、失业加剧、CPI 低位运行和居民收入下降等都将促使消费下滑趋势延续,加上二季度为传统的消费淡季,各业态难有较好表现,因此,下调为“中性”的行业投资评级。

投资策略

分析已公布 08 年报的 7 家重点上市公司,我们依然首选内生性增长优势显著的公司,它们的业绩成长更具确定性。同时,我们亦关注具有区域优势的公司,它们将受益于可能的资产注入和相对缓和的竞争环境。我们推荐的投资品种是苏宁电器、武汉中百、重庆百货。

重点上市公司评级

Figure 22 重点公司盈利预测及评级

股票代码	股票名称	投资评级	090320 股价	EPS			P/E		
				08E	09E	10E	08E	09E	10E
002024	苏宁电器	买入	17.86	0.74	0.89	1.09	24.14	20.07	16.39
000759	武汉中百	增持	8.24	0.31	0.39	0.48	26.58	21.13	17.17
600729	重庆百货	增持	18.36	0.79	0.91	1.07	23.24	20.18	17.16
002264	新华都	增持	19.08	0.60	0.74	0.97	31.80	25.78	19.67
002251	步步高	中性	43.51	1.38	1.52	1.97	31.53	28.63	22.09
600361	华联综超	中性	7.79	0.24	0.30	0.40	32.46	25.97	19.48
600858	银座股份	增持	16.43	0.58	0.70	0.94	28.33	23.47	17.48
000417	合肥百货	增持	8.04	0.32	0.42	0.52	25.13	19.14	15.46
600785	新华百货	增持	14.42	0.63	0.73	0.84	22.89	19.75	17.17
600693	东百集团	增持	10.99	0.41	0.50	0.65	26.80	21.98	16.91
002187	广百股份	增持	20.55	0.89	0.99	1.33	23.09	20.76	15.45
000501	鄂武商 A	增持	6.97	0.35	0.44	0.52	19.91	15.84	13.40
600631	百联股份	增持	10.56	0.34	0.36	0.45	31.06	29.33	23.47
600859	王府井	增持	19.39	0.89	1.00	1.11	21.79	19.39	17.47
600694	大商股份	增持	25.86	0.70	1.10	1.40	36.94	23.51	18.47
600628	新世界	增持	8.86	0.30	0.30	0.40	29.53	29.53	22.15

资料来源：世纪证券研究所

重点上市公司 08 年报点评

苏宁电器（002024）：业绩持续稳定增长

- ✓ 公司 08 年报披露，全年实现营业总收入 498.97 亿元，同比增长 24.27%，其中实现主营业务收入 483.11 亿元，同比增长 24.91%；实现归属于母公司净利润 21.70 亿元，同比增长 48.09%；每股收益 0.74 元。利润分配预案拟每 10 股送红股 2 股并派发现金 0.3 元（含税）。
- ✓ 净利润增长的主要原因是公司综合经营质量继续保持相对稳定的水平，带来综合毛利率的增长高于三项费用的增长幅度，加之综合所得税率下调 8.62 个百分点，应纳所得税额下降 3.79%。
- ✓ 08 年第四季度，公司可比店面销售收入出现阶段性下降，全年同比下降 5.72%。这与全年宏观经济、行业状况、自然灾害有一定的关系，08 年的节假日调整也带来了一定的影响，尤其是年初年末两个元旦假期的调整。
- ✓ 09 年对公司而言，即是机遇又是挑战。一方面，资源、能源成本下降将会降低公司快速发展的投资成本；另一方面，在行业状况变化的情况下，长期稳健发展而形成的领先优势将有助于公司的竞争优势进一步凸显，市场份额进一步提高；同时，国家通过降息减税、家电下乡等诸多措施拉动消费，上游厂商通过降低成本、加强促销

以扩大市场，也为公司的快速发展提供了更广泛的市场空间。公司计划 09 年新开连锁店 200 家，完成内地除西藏地区以外所有副省级城市的连锁网络布局；并择机进入香港市场。

- ✓ 预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.89、1.09 元，当前股价对应下的动态 PE 分别为 20、16 倍。高成长性仍是投资价值所在，作为我国家电连锁业双寡头垄断者之一，具有产品线延伸能力和地区扩张强势，具长期投资价值。因此，维持“买入”投资评级。

重庆百货（600729）：08 年增收更增利 09 年优质资产注入可期

- ✓ 08 年全年实现营业收入 64.21 亿元，同比增长 17%；营业利润 1.73 亿元，同比增长 46.77%；利润总额 1.81 亿元，同比增长 50.28%；净利润 1.63 亿元，同比增长 61.36%；每股收益 0.79 元。利润分配预案拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。
- ✓ 营业收入增长的主要原因是公司新拓网点增加，08 年公司新开办了南坪尚熙、渝北金港、泸州 3 家综合商场，和 12 个超市门店，3 个电器门店，扩容了长寿商场，新增营业面积 9.85 万平方米。截止目前公司百货门店 28 家，营业面积总计 44.13 万平方米；超市门店 64 家，营业面积总计 40 万平方米；电器门店 24 家。
- ✓ 净利润大增的主要原因是 08 年公司实施全面预算管理、全面成本核算的举措，致使毛利率提高 0.45 个百分点和期间费用率下降 0.25 个百分点。另外，由于公司享受西部大开发税收优惠政策以及将以前年度技改国产设备投资抵免 08 年应缴所得税，导致 08 年综合所得税率仅为 8.75%，同比下降 6.3 个百分点。
- ✓ 09 年 1 月 13 日，重庆国资委会议明确指出 09 年工作任务之一是完成重庆商社的整体上市。资产注入形式很有可能是公司通过向大股东定向增发，以换股方式注入新世纪百货。与同行业其他有资产注入预期的公司相比，公司的资产注入确定性强，且注入资产的盈利能力大大强于公司自身资产的盈利能力，对公司业绩增厚效应显著。
- ✓ 不考虑整体上市预期，预测 09、10 年 EPS 分别为 0.91、1.07 元，当前股价对应下的 PE 分别为 20、17 倍，与同行业比较，估值优势不突出。因此，继续维持“增持”投资评级。

银座股份（600858）：业绩持续提升可期

- ✓ 08 年，公司实现营业收入 41.95 亿元，同比增长 36.42%；营业利润 1.72 亿元，同比降低 15.16%；净利润 1.36 亿元，同比增长 14.62%；每股收益 0.58 元。净利润增长的主要原因是综合毛利率提升 0.22 个百分点，政府补助增加 2.5 倍，以及实际所得税率下调 13.11 个百分点致所得税费用大幅减少 38.95%。

- ✓ 08 年，公司在济南、泰安、滨州、东营、莱芜开设 9 家分店（09 年 1 月在德州、临沂亦设立分店）。目前，上市公司拥有及托管的零售门店已达 25 家。
- ✓ 08 年，受新增门店所致开办费、人工费、促销费，以及借款增加 3.87 亿元等因素的影响，期间费用大增 70.93%，其中，销售费用增长 64.31%，管理费用增长 74.26%，财务费用增长 190.51%。
- ✓ 公司是山东省区域零售龙头，区域竞争优势显著，在省内一、二线城市的核心商圈拥有大量优质门店资源。公司去年新开多家门店正逐步步入盈利贡献期，成为推动公司业绩持续成长的主要动力。09 年 1 月已新增门店 2 家，目前还有 1 家已待开业，全年预计新增门店 5 家左右，而山东省 GDP 总量和增速位居全国第二位，有效保证了公司滚动开店模式的后续盈利贡献。公司大股东已作出承诺，将上市公司作为整体上市平台，在条件成熟时，将多家优质门店注入上市公司。
- ✓ 预测公司 09、10 年每股收益预测为 0.70 元、0.94 元，当前股价对应下的 09、10 年的动态市盈率分别为 23 倍、17 倍，估值优势不显。但公司成长性良好，未来业绩持续提升可期，继续维持“增持”投资评级。

步步高（002251）：业绩增长低于预期

- ✓ 08 年全年，公司实现营业收入 52.01 亿元，同比增长 24.30%；营业利润 2.06 亿，同比增长 26.79%；利润总额 2.13 亿元，同比增长 26.84%；归属于母公司所有者的净利润 1.63 亿元，同比增长 31.67%；每股收益 1.38 元。
- ✓ 营业收入增长的主要原因是内生增长及经营规模扩大。2008 年公司可比门店内生增长 14.05%；新开门店 12 家，大型调整改造门店 3 家，其中株洲东都店、郴州罗家井店改造升级为超市+百货业态门店，益阳康富店改造升级为超级大卖场业态门店。
- ✓ 净利润增长的主要原因是内部管理的加强及规模效益的增强，综合盈利能力相应增强，综合毛利率同比上升 0.23 个百分点，略高于同行业水平。
- ✓ 期间费用率有所上升，主要是销售费用和管理费用分别同比增长 27.32%、36.36%。但受募集资金的影响，财务费用同比大幅下降 1284.04%。
- ✓ 整体而言，公司 08 年经营业绩略低于市场一致预期，但我们认为，这主要是受宏观经济下滑的影响，公司自身经营依然健康。公司 08 年报中透露出 09 年仍坚持“向内生增长要效益”，力争实现营业收入 67 亿元，净利润 2 亿元的经营目标。
- ✓ 预测公司 09、10 年 EPS 分别为 1.52、1.97 元，当前股价对应的动

态 PE 分别为 29、22 倍，估值高于同行平均水平。我们认为当前股价已基本反映了公司目前价值，因此，暂下调投资评级至“中性”。

广百股份（002187）：业绩低于预期

- ✓ 08 年，公司实现营业收入 32.32 亿元，同比增长 15.23%；归属于公司股东的净利润 1.42 亿元，同比增长 29.42%；每股收益 0.89 元。利润分配预案拟每 10 股派发现金红利 3.50 元（含税）。
- ✓ 08 年公司毛利率 17.69%，同比提高 0.19 个百分点，主要原因是公司调整产品品类及提升商品档次，致第四季度毛利率达 21.58%，环比增加 0.31 个百分点，同比增加 1.12 个百分点。
- ✓ 08 年公司期间费用率 15.38%，同比下降 0.99 个百分点，主要原因是公司加强费用控制力度，以及受银行存款利息收入大幅上升影响财务费用减少 31.15%。
- ✓ 08 年 6 月 30 日，公司转让广州家广超市有限公司的 25% 股权，确认投资收益 2176.89 万元，同比增长 287.15%，增厚每股收益达 0.102 元。
- ✓ 09 年 1 月 21 日，公司托管了广州新大新百货公司，同时与大股东广百集团商定在托管协议生效日起 18 个月内将以适当方式彻底解决同业竞争问题。新大新公司在中国上市前与公司同属于广百集团。我们认为，托管新大新预期为将来的资产注入作铺垫。
- ✓ 公司 09 年计划实现营业收入同比增长 8%，净利润同比增长 5%；新增 2 家连锁门店。虽然 09 年宏观经济将继续惯性调整，消费者信心在短时期内难以有效恢复，但公司在广州地区具有一定品牌知名度和市场占有率，与竞争对手相比，规模及网点优势甚强，对经济危机的抵御能力相对较强，我们依然看好公司的发展潜力。
- ✓ 预测公司 08、09 年每股收益分别为 0.99、1.33 元，当前股价对应下的动态 PE 分别为 21、15 倍。与同行比较，估值处于中低位。因此，继续维持“增持”投资评级。

新华百货（600785）：子公司贡献良绩

- ✓ 08 年公司实现营业收入 28.25 亿元，同比增长 12.11%；净利润 1.08 亿元，同比增长 41.07%；每股收益 0.63 元。业绩大增的主要原因是公司总部及各子公司的百货和超市门店内生显著增长、期间费用下降 6.27%、实际所得税率下降 7.18 个百分点。
- ✓ 08 年总部及子公司均取得良好业绩：总店因半年多的装修影响了正常经营，但预计度过培育期后，将逐步发挥出高端店的经营优势；东方红店已步入成熟期，成为公司利润来源的主力店之一；老大楼、购物中心、连锁超市、东桥电器净利润分别同比增长 63.72%、214.7%、338%、60.96%。

- ✓ 08 年公司综合毛利率 17.29%，同比下降 1.61 个百分点。主要是：一方面，公司打折促销次数与力度均超过往年；另一方面，银川地区商业零售竞争态势的加剧，影响了公司客流的上升、增加了营销成本。预计，09 年随着新百总店经营趋于成熟，毛利率会企稳回升。
- ✓ 08 年公司期间费用同比下降 6.27%，主要原因是 08 年不再合并夏进乳业和 07 年公司支付国有职工身份经济补偿款 2631.55 万元。
- ✓ 公司与物美商业的整合是公司潜在的投资亮点，是公司做大销售规模和利润规模的良机，更重要的是能够提升公司未来成长性。目前两者整合尚无实质性进展。
- ✓ 不考虑公司与物美商业整合，预测 09、10 年每股收益分别为 0.73 元、0.84 元，当前股价对应下的动态 PE 分别为 20、17 倍，与同行比较，估值并不显优势，但虑及公司区域垄断地位和良好的内生增长，以及与物美商业的整合预期。因此，维持“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准：

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。

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。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.