

[2009. 3. 31]

二季度是商业零售年度最佳投资阶段

— 商业行业 09 年第二季度投资策略

✍ 陈慧

☎ 86-22-2845 1135

✉ chenhui@bhqz.com

核心观点:

- 二季度，零售或由“持续下行”，向“逐步复苏”转化
- 二季度，可能是估值最低的时刻，为年度最佳投资时机

投资要点:

● 一季度数据喜忧参半，二季度或好于预期

1-2 月份数据仍喜忧参半，不好的数据是社消总额、限额以上增速低于去年四季度，消费者信心跌至非典水平。向好的数据是千家和百家数据比预想中的好。反映工业活动的用电量有所回升，城镇居民对未来收入的信心有所增强。我们认为随着宏观经济的转暖，消费的领先指标收入和信心指标都会回升，从而带动行业向好的方面发展，我们得出结论：行业增速继续回落，但回落幅度好于预期。零售或由“持续下行”，转到“逐步复苏”阶段。

● 二季度，经济复苏，消费抬头，

1-2 月份：大部分百货企业可以通过促销、内部成本费用控制等方式，实现前两个月销售平稳增长。但增收不增利很普遍。超市类公司同店低个位数增长或负增长，收入的增加主要来自于外延扩张。**预计 3 月份：**3 月份属于消费淡季。促销的边际效果递减，居民购买力将进一步萎缩，同时 CPI 负增长，同样将导致零售商的销售出现负增长。**整个一季度：**零售商今年 1 季报的业绩表现仍将差于去年四季度，成为全年盈利增速的一个低谷。预计净利润增长超过 10% 的公司主要有：苏宁电器增长、新华百货、武汉中百、步步高、东百集团；净利润增长超过 5% 的公司主要有：广百股份、银座股份；净利润下滑的公司主要有：王府井略微下滑 1%、广州友谊下滑 15%、大商股份下滑 12%；

● 从未来 CPI 迅速反弹，GDP 明显好转角度看消费的机会——二季度或是年内最佳投资时机

向后看，投资、消费两种刺激经济政策的效果有可能在二季度叠加出现，消费者信心迅速回升。行业自身长期向好的因素不变，对零售的长期前景不应动摇。未来 5-10 年，消费至少超越 GDP 5-10 个百分点。一季报是全年业绩低谷，估值已接近历史低点，向下空间已不大。零售板块前期滞涨，如果经济复苏带动市场整体估值水平的提高，有望打开零售公司的股价上涨空间。

● 播种现在，收获未来，合理的价格买优质的公司

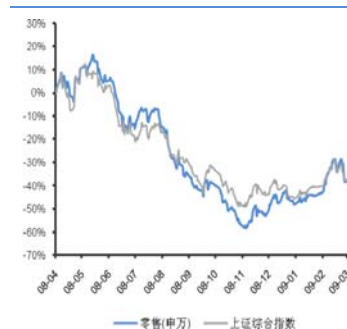
市场对弹性消费过于悲观，压制了板块的上涨。我们应该利用业绩不好、估值下调时，精选个股，择机买入。现在播种，未来收获。百货：关注治理改善型和有资产注入题材的公司，建议关注：南京中商、欧亚集团、王府井、豫园商城；二季度超市的同店增长仍然会有压力，是业绩最差的时刻，可能也是最便宜的时刻，我们重点推荐：武汉中百；家电和 IT 连锁：关注可能在低迷的市场中扩大份额的公司，如苏宁电器、宏图高科

行业评级：买入

子行业名称	评级
百货连锁	买入
专业连锁	中性
商业物业经营	中性

推荐公司

南京中商	买入
小商品城	买入
苏宁电器	买入
宏图高科	买入
欧亚集团	买入
武汉中百	买入
王府井	买入



目 录

1. 一季度数据喜忧参半，二季度或好于预期.....	4
1.1. 消费市场现状指标.....	4
✓ 社会消费品零售总额指标	4
✓ 限额以上批零企业，分类别零售额增速.....	5
✓ 分业态数据	7
✓ 百家和千家零售企业数据	8
1.2. 消费推动性指标.....	9
✓ 向好的数据有:	10
✓ 仍坏的数据有:	11
2. 二季度经济复苏，消费抬头	13
3. 从未来 CPI 迅速反弹，GDP 明显好转角度看消费的机会	14
3.1. 信心和 CPI 将很快触底反弹、政策助推加速行业基本面好转	14
3.2. 估值处于低位，向下空间已不大，前期滞涨，有望反弹.....	14
4. 播种现在，收获未来，合理的价格买优质的公司	16
4.1. 选股思路	16
✓ 百货：关注治理改善型和有资产注入题材的公司	16
✓ 超市：关注区域内有竞争优势、管理层经验丰富的公司	17
✓ 家电和 IT 连锁：关注可能在低迷的市场中扩大份额的公司	18
4.2. 核心股票池.....	20

图 表

图表 1: 反映消费现状的指标概览	4
图表 2: 零售额增长率	4
图表 3: 消费品零售额同比增长快速下降	5
图表 4: 剔除投资品后, 下降更快	5
图表 5: 限额以上企业分商品类别销售增速: 百货类稳定、住房类回升	6
图表 6: 分业态数据	7
图表 7: 千家核心商业企业零售指数和百家重点大型零售企业零售额增速	8
图表 8: 春节黄金周数据	9
图表 9: 能够助推消费行为的推动性指标概览	9
图表 10: 收入指标	10
图表 11: 影响财富效应的指标	10
图表 12: 消费者意愿指标	11
图表 13: 消费者信心指数已跌至接近 03 年非典时期水平	11
图表 14: 出口和用电量数据反映工业活动仍在放缓	12
图表 16: 申万零售指数相对上证综合指数的溢价率	14
图表 17: 零售子行业估值比较	15
图表 18: 百货公司国际估值比较	16
图表 19: 超市竞争日益激烈	17
图表 20: 超市公司国际估值比较	18
图表 21: 家用电器销售增速	19
图表 22: 家电连锁公司国际估值比较	19
图表 23: 核心股票池	20

1. 一季度数据喜忧参半，二季度或好于预期

我们列示出所有关键的可关注并能及时更新的数据，用来描述中国消费市场的增长。这其中主要包含两类指标，其一是描述消费市场现状的指标，其二是对消费市场构成影响的指标（消费推动）。现状指标是同步指标，消费推动指标一般是领先指标。

1.1. 消费市场现状指标

图表 1：反映消费现状的指标概览

数据指标	指标说明	已公布	待公布	与公司微观情况的拟合度
社会消费品零售总额指标	当月值和累计值	09 年 2 月份	3 月份数据 4 月 17 日公布	弱
限额以上批零企业: 分商品类别零售额指标	当月值和累计值 分商品大类细项数据	完整数据截至 08 年 12 月份; 09 年前两个月不完整类别数据已公布	3 月份数据 4 月 17 日公布	弱
商务部监测重点零售企业分业态零售额增速指标	当月值: 分业态	09 年 1 月份	2 月份数据 3 月下旬或 4 月初公布	强
千家核心商业企业零售指数	当月值:	09 年 2 月份	3 月份数据 4 月中旬公布	弱
百家重点大型零售企业零售额增速指标	当月值: 总零售额增速和分商品大类增速	09 年 2 月份	3 月数据 4 月下旬	强

资料来源：渤海证券研究所

描述消费市场现状，基本上就是用上述总量指标、类别指标、业态指标来说明。百家重点零售企业零售额增速指标和千家核心商业企业指数，相比以上总量指标，更具有代表性，与企业微观情况拟合度强。

✓ 社会消费品零售总额指标

图表 2：零售额增长率

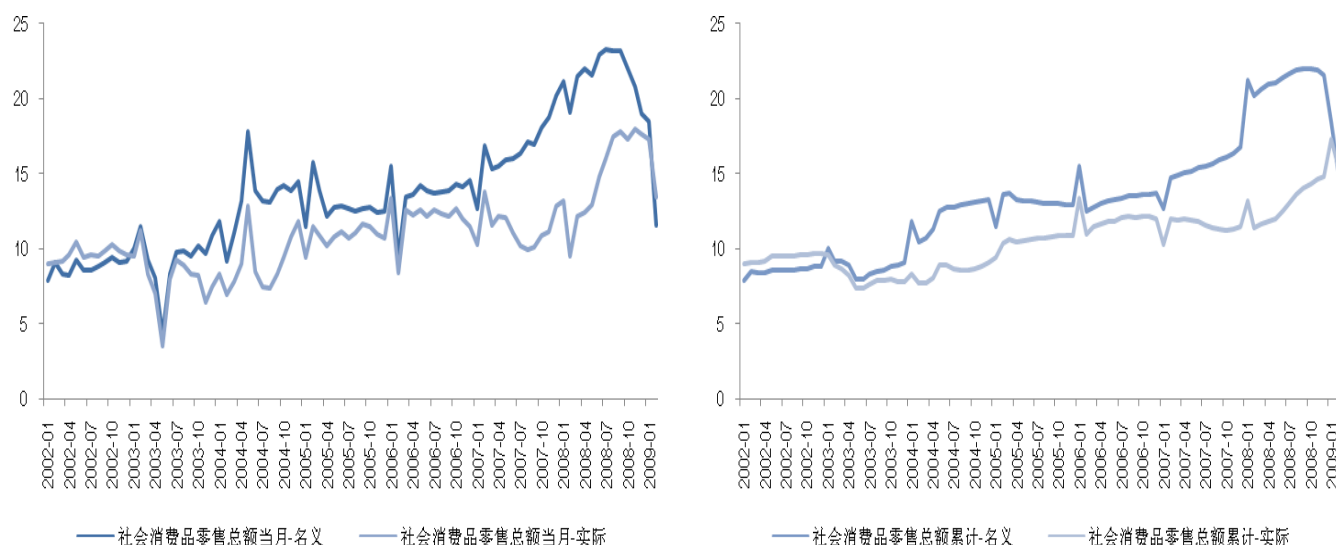
	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08	Oct-08	Nov-08	Dec-08	Jan-09	Feb-09
单月 (亿元)	9077.3	8354.7	8123.2	8142.0	8703.5	8642.0	8628.8	8767.7	9446.5	10082.7	9790.8	10728.5	10756.6	9323.8
同比 (%)	21.2	19.1	21.5	22.0	21.6	23.0	23.3	23.2	23.2	22.0	20.8	19.0	18.5	11.6
CPI	7.1	8.7	8.3	8.5	7.7	7.1	6.3	4.9	4.6	4.0	2.4	1.2	1.0	(1.6)
实际 (%)	13.2	9.6	12.2	12.4	12.9	14.8	16.0	17.4	17.8	17.3	18.0	17.6	17.3	13.4
累计 (亿元)	9077	17432	25555	33697	42401	51043	59672	68439	77886	87968	97759	108488	10757	20080
同比 (%)	21.2	20.2	20.6	21.0	21.1	21.4	21.7	21.9	22.0	22.0	21.9	21.6	18.5	15.2
CPI 年初同比	7.1	7.9	8.0	8.2	8.1	7.9	7.7	7.3	7.0	6.7	6.3	5.9	1.0	(0.3)
实际 (%)	13.2	11.4	11.7	11.8	12.0	12.5	13.0	13.6	14.0	14.3	14.7	14.8	17.3	15.5

资料来源：wind 渤海证券研究所

1月份,即便有春季节因素影响,社零总额的增速18.5%依然小于08年12月的19.0%,剔除价格因素后,实际增速17.3%,较去年12月份17.6%略有小幅下降。2月份,名义消费品零售额同比增幅急转直下为11.6%,剔除价格因素后,更是快速回落至 13.4%的水平,较08年12月份17.6%、09年1月份17.3%的增速,下降明显。这主要是春节错位影响。08年春节在2月份,09年在1月份,所以1月份数据比较好看,而2月份数据非常难看。

1-2月份社会消费累计名义增速为15.2%,远低于08年四季度的20.6%和08年全年的21.6%。剔除价格因素后为15.5%。实际累计增速甚至有所上升。

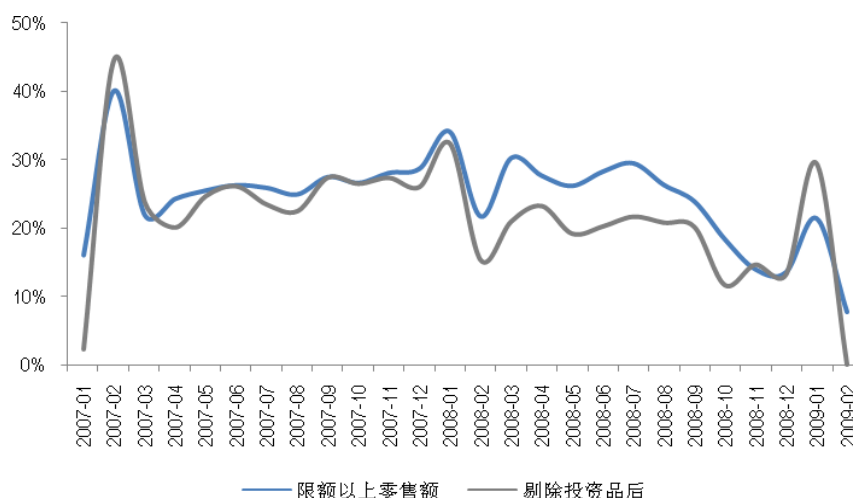
图表3: 消费品零售额同比增长快速下降



资料来源: Wind 渤海证券研究所

✓ 限额以上批零企业, 分类别零售额增速

图表 4: 剔除投资品后, 下降更快

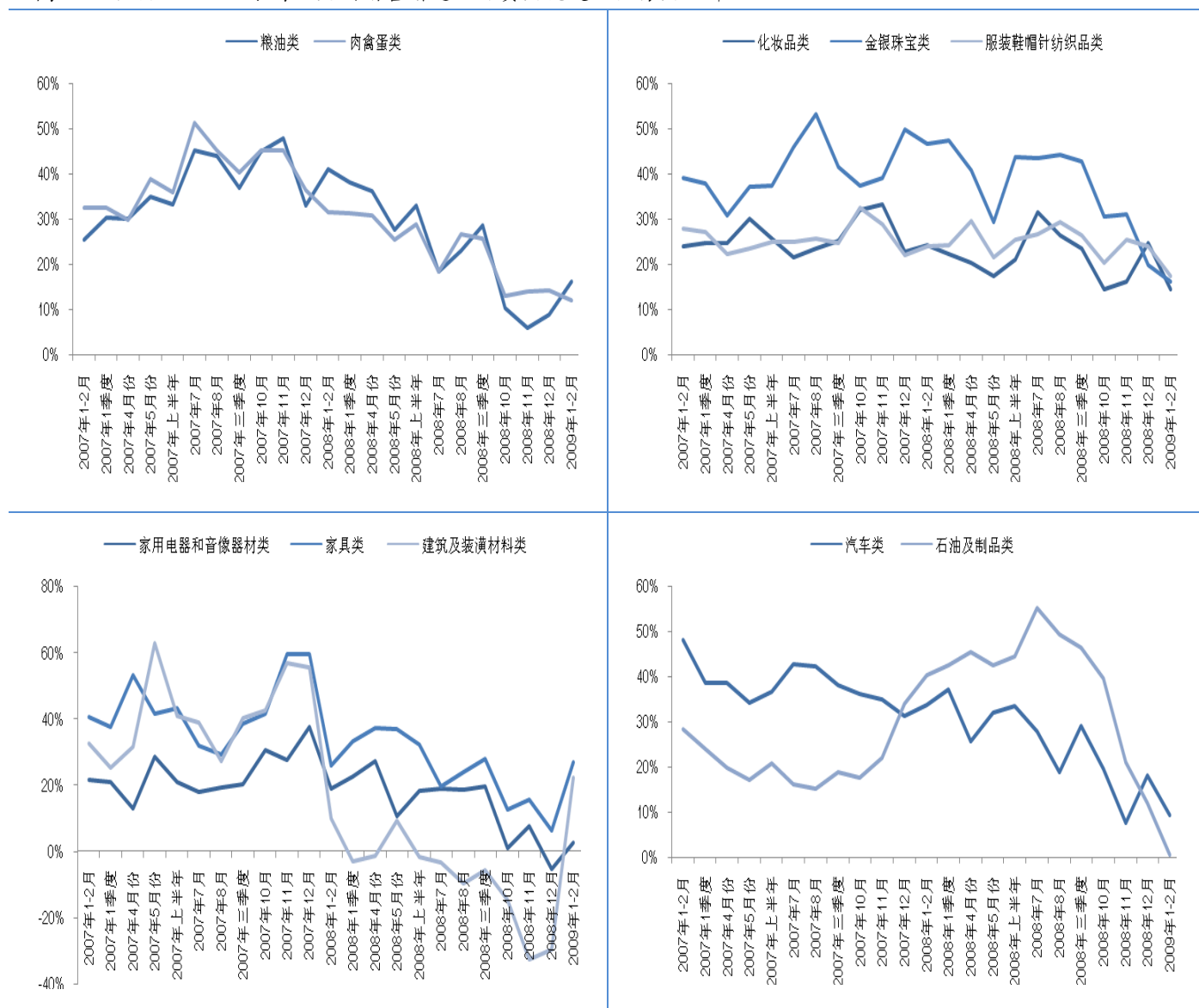


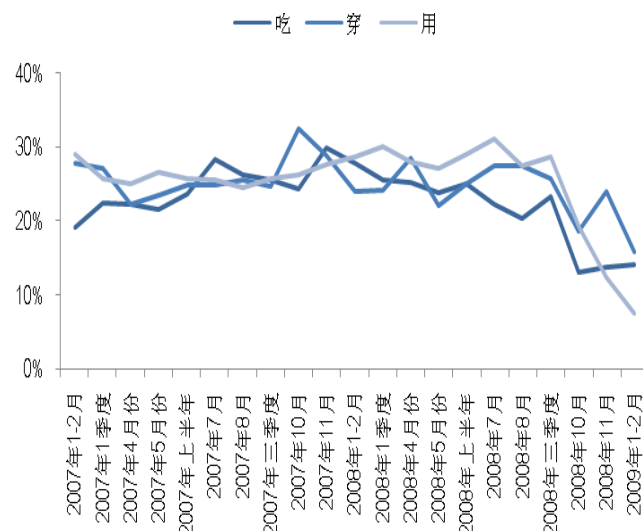
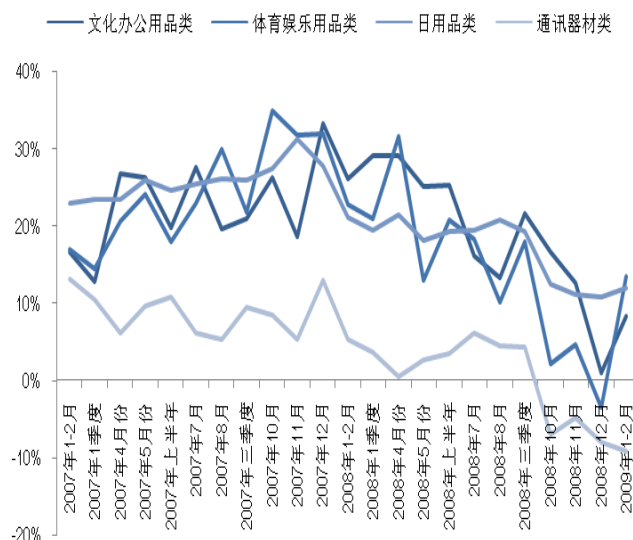
资料来源: Wind 渤海证券研究所

环比看，1-2月份，同比上升有粮油类、家电、家具、建筑装潢类、文化体育日用品类。其中房地产相关类别回升明显，我们认为这与房地产在1-2月份成交量回升有很大关系。

同比看，降幅最大的是石油及制品，增速降幅为40%，其次分别是金银珠宝、粮油、汽车、肉禽蛋类，增长速度的下降幅度均达到20%以上。而降幅居后的分别是服装鞋帽、家具、建筑装潢，分别为-7%、1%、12%。家具和装潢类增速实现了正增长。总体看，与08年1-2月份相比，用类增速下降最快，21%，其次是吃类，14%，降幅最小的是穿类，仅为8%。

图表 5：限额以上企业分商品类别销售增速：百货类稳定、住房类回升



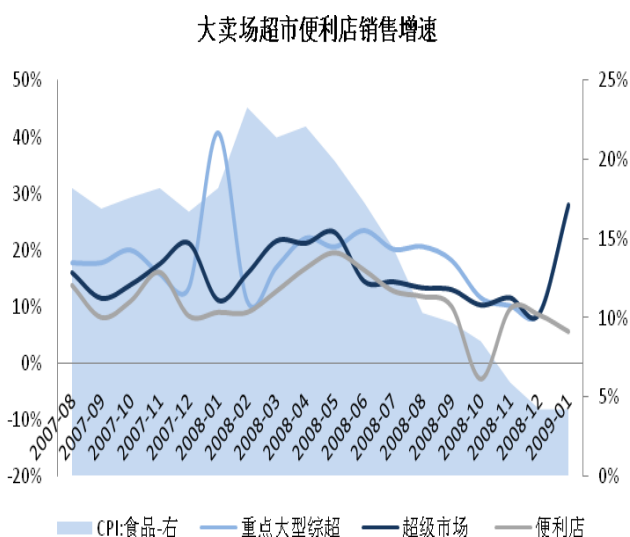
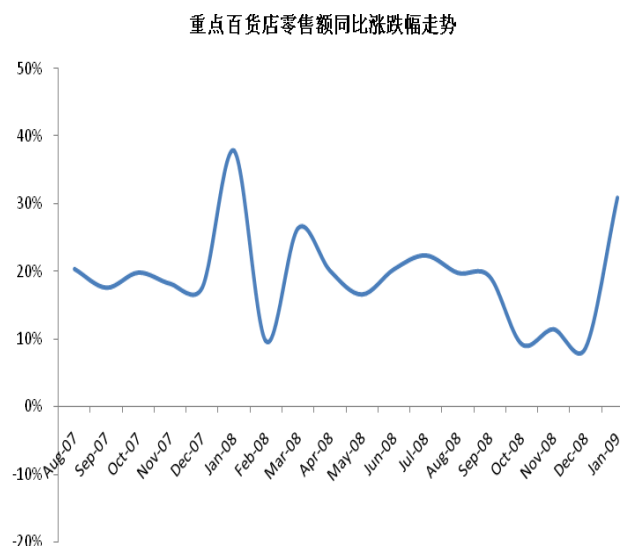


资料来源：渤海证券研究所

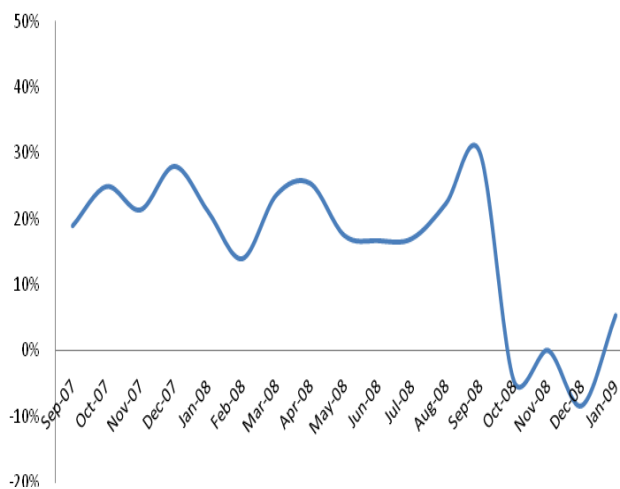
✓ 分业态数据

分业态数据，到目前为止，仅有09年1月份，不足以说明前三个月情况。超市类公司在CPI大幅下降的情况下，依然保持了零售额的较快增长。

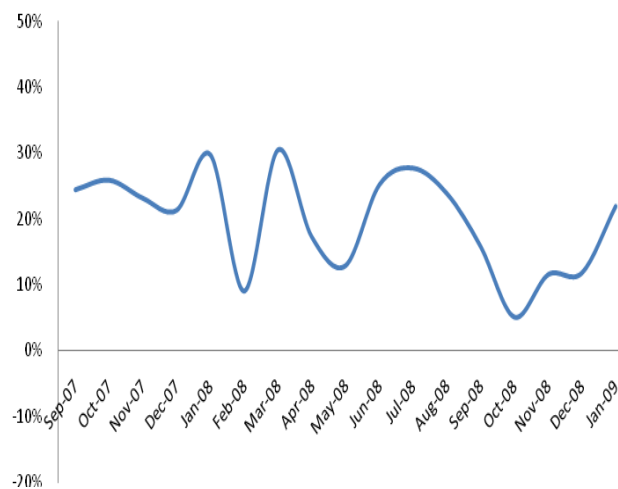
图表 6：分业态数据



重点专业店零售额同比涨跌幅走势



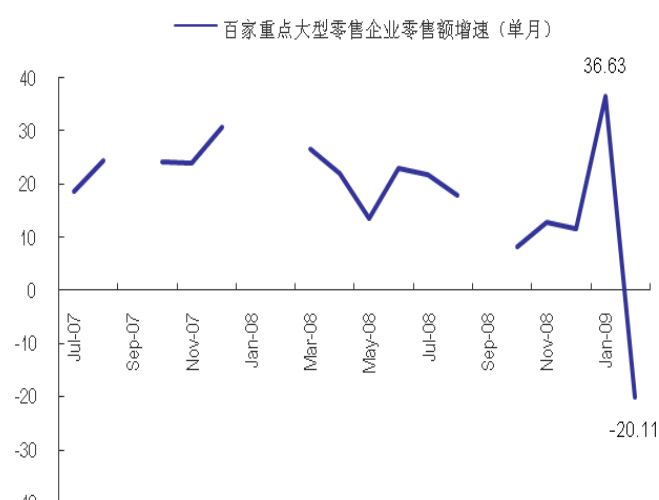
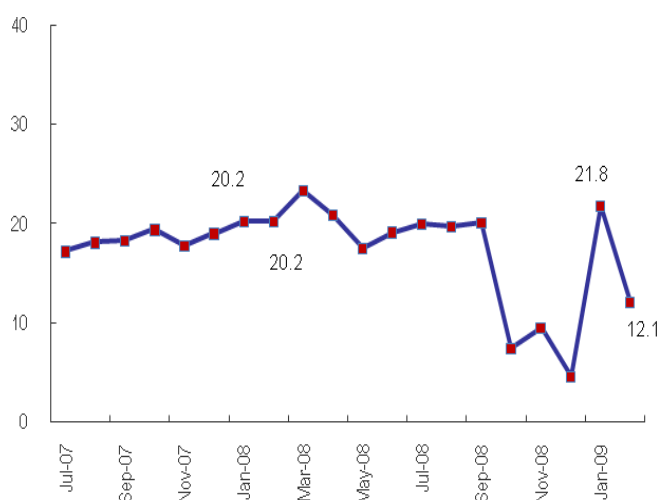
重点专卖店零售额同比涨跌幅走势



资料来源：商务部 渤海证券研究所

✓ 百家和千家零售企业数据

图表 7：千家核心商业企业零售指数和百家重点大型零售企业零售额增速



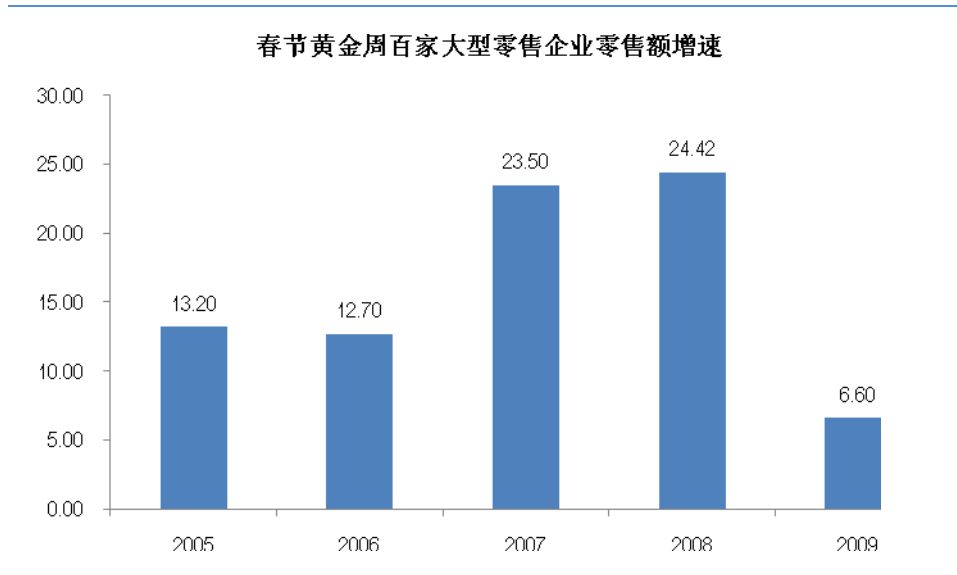
资料来源：中华商业信息中心 渤海证券研究所

一月份上涨和二月份下降都属正常的。

从千家核心商业企业零售指数看，相比去年，今年2月份在缺少黄金周、物价下降的情况下依然获得了12%的增长，超出我们的预期（我们本以为2月份会负增长）。从百家重点大型零售企业零售额增速看，一月份同比上涨36.63%，二月份同比下降20.11%。上涨的幅度大于下降的幅度（且二月份CPI为负值），也一定程度上说明了，2月份的实际情况比预想中的好一些。1-2月份合计应该能实现正增长。

通过数据观察，我们得出结论：行业增速继续回落，但回落幅度好于预期。零售或由“持续下行”，转到“逐步复苏”阶段。

图表8：春节黄金周数据



资料来源：渤海证券研究所

1.2. 消费推动性指标

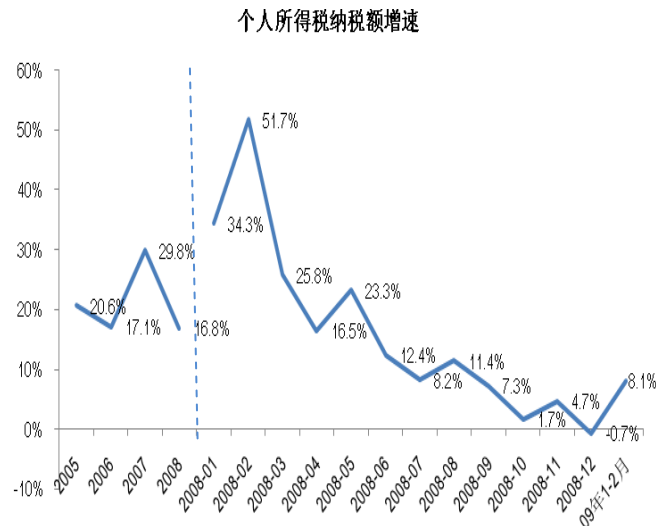
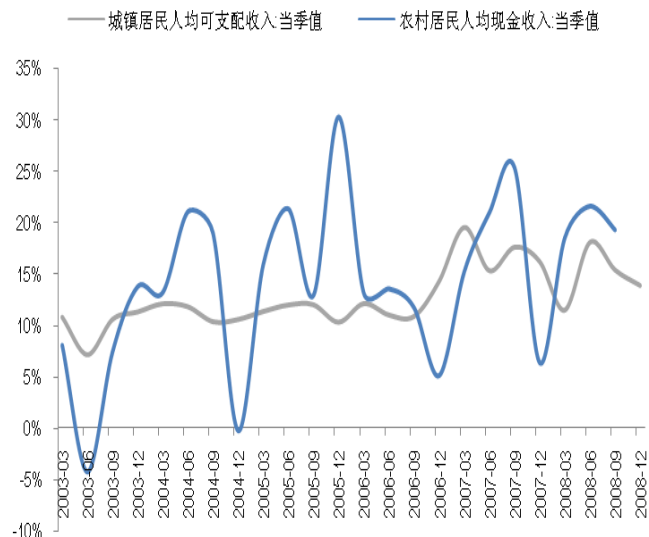
图表 9：能够助推消费行为的推动性指标概览

数据指标	指标说明	已公布	待公布
与收入相关性较大的指标			
城镇居民可支配收入、 农村居民现金收入	季数据：衡量消费的主要领先指标	08 年四季度	09 年 1 季度
个人所得税纳税额增速指标	月数据；反映个人收入增长状况；衡量消费的主要领先指标	09 年前两个月	09 年 3 月份
用电量	月数据：反映工业活动，影响工资增长	09 年 2 月份	09 年 3 月份
出口量	月数据：反映工业活动，影响工资增长	09 年 2 月份	09 年 3 月份
财富效应指标：房价	周数据；影响财富效应		
财富效应指标：股价	每日可更新：影响财富效应		
其他影响收入的指标： 居民消费价格指数	月数据：影响可支配现金流	09 年 2 月份	09 年 3 月份
信心指标			
消费者信心指数	月数据；衡量个人消费的同步指标	09 年 2 月份	09 年 3 月份
城镇储户未来收入信心指数		09 年一季度	09 年二季度
中国人民银行消费意愿调查	季数据：	09 年 1 季度	09 年二季度

资料来源：渤海证券研究所

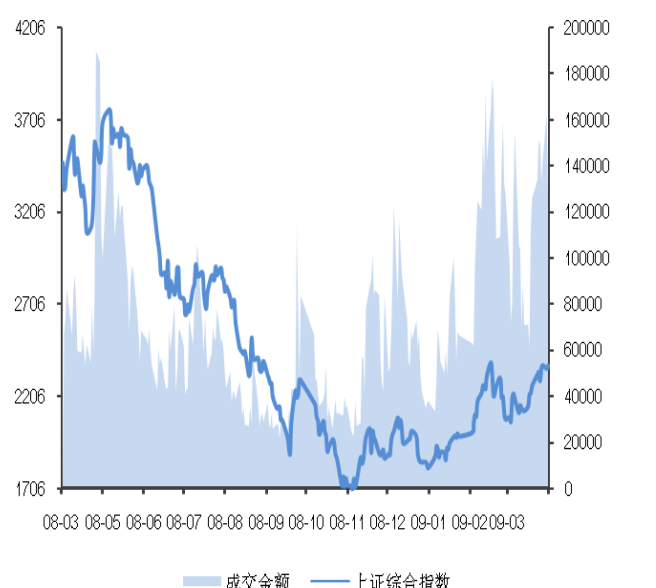
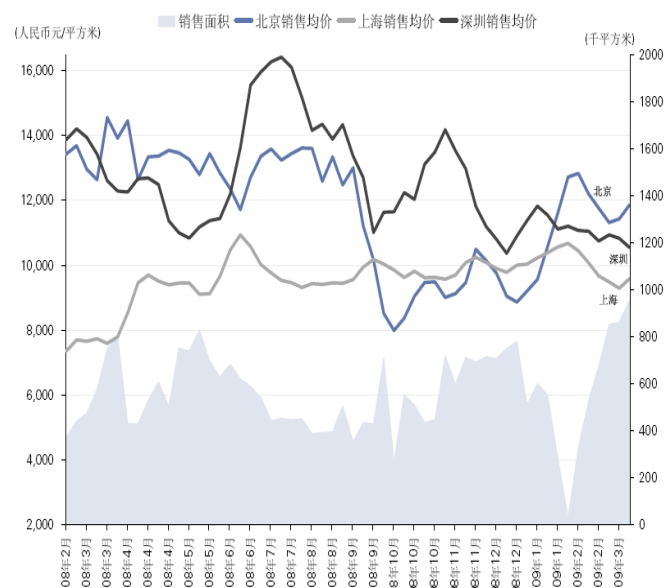
✓ 向好的数据有：

图表 10：收入指标



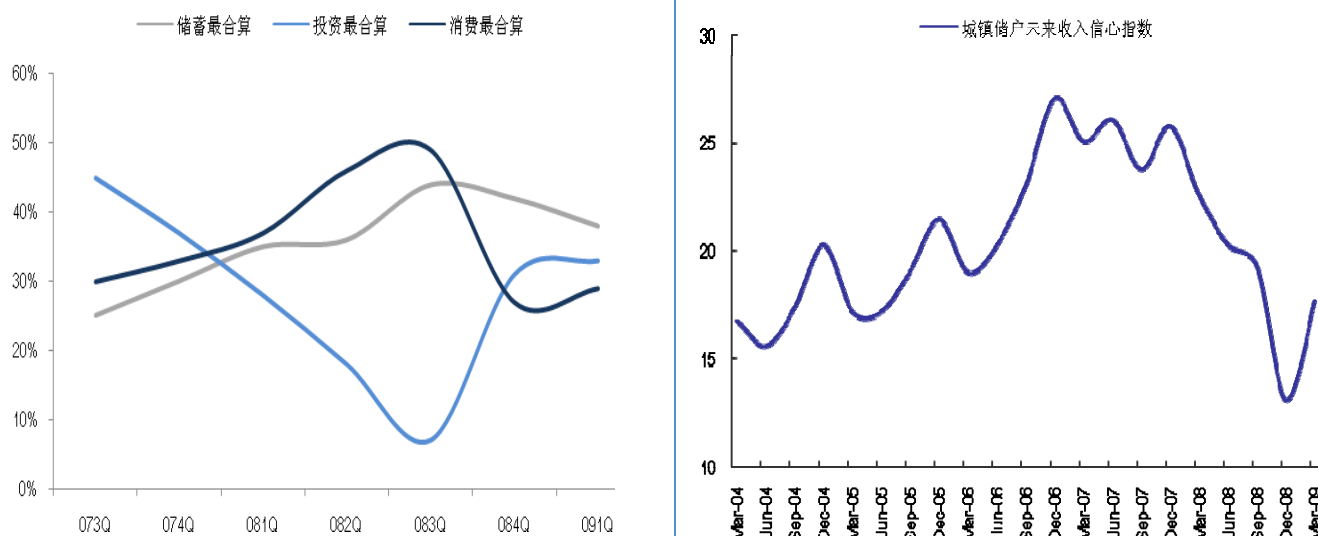
资料来源：渤海证券研究所

图表 11：影响财富效应的指标



资料来源：渤海证券研究所

图表 12: 消费者意愿指标

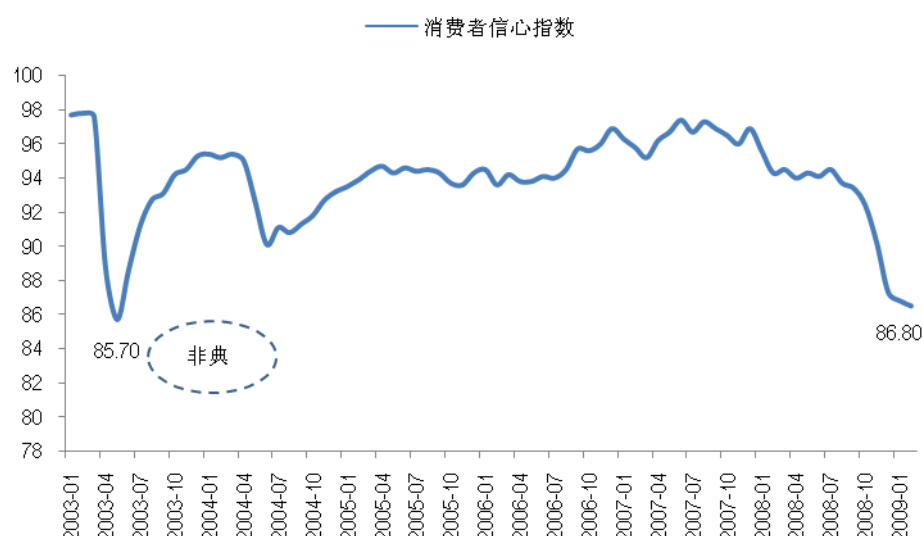


资料来源：渤海证券研究所

收入是消费最根本的驱动力，在缺乏及时收入数据的情况下，我们认为个人所得税纳税额能够合理反映工资增长的情况。1-2月份，个人所得税增幅从08年12月的-0.7%升至8.1%。值得提出的是，09年1-2月份是年终各项福利发放的时期，对当期个税有一定的影响。虽然环比上涨了，但上涨幅度远远小于08年同期，所以，不可对收入太乐观。虽然城镇储户对未来收入的信心指数也在09年1季度有所回升。

✓ 仍坏的数据有：

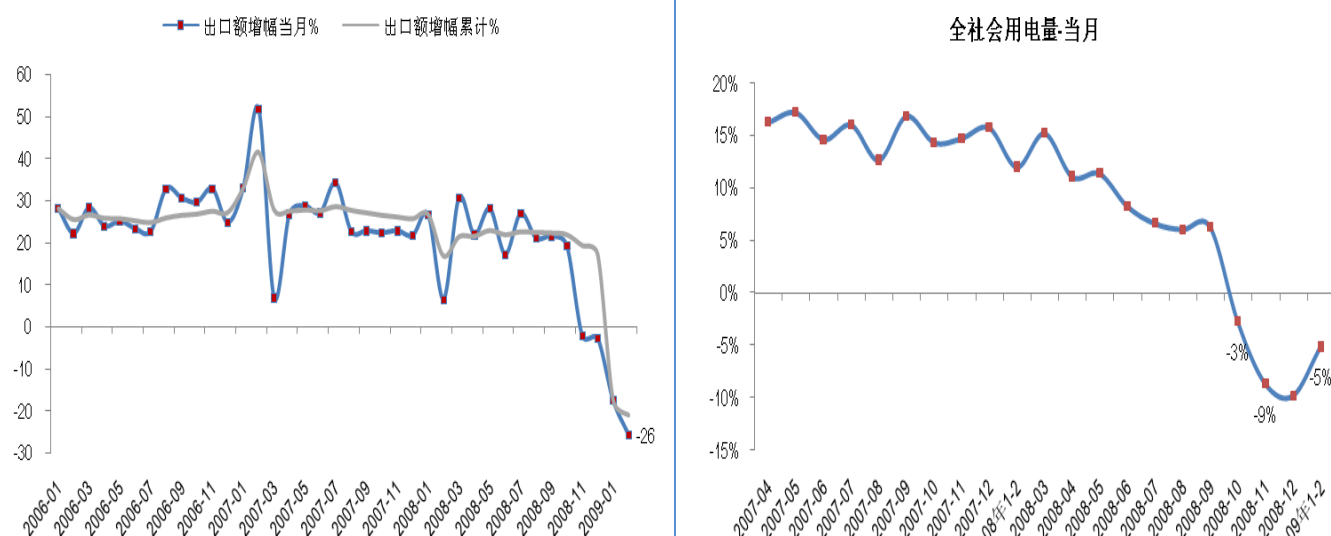
图表 13: 消费者信心指数已跌至接近 03 年非典时期水平



资料来源：渤海证券研究所

与消费支出更同步的消费者信心指数在继12月份大幅下降3点后，09年2月进一步降至86.5点，接近于2003年85.7点的谷底值。

图表14: 出口和用电量数据反映工业活动仍在放缓



资料来源: 渤海证券研究所

出口数据和用电量对工资增长不利。名义出口增幅从1月份的-17.5%大幅降至2月份的-25.7%。而用电量继08年12月小幅反弹后,09年1-2月用电量同比增幅仍位于负值区域,2月份增幅为-5.1%。

我们认为这两个数据意味着工业活动仍在放缓,但我们认为经济复苏迹象明显,未来GDP增速将明显好转。

收入类指标和消费者信心显示出不同的趋势。总体看,1-2月份数据仍喜忧参半,但总体表现略好于08年四季度。个别指标(城镇储户对未来收入的信心指数、反映财富效应的房地产、股价指数、可能影响未来工资收入的发电量数据)已经出现拐头向上的迹象,因此我们认为行业数据未来将逐步好转。

2. 二季度经济复苏，消费抬头

根据我们自己调研和总结其他券商报告，我们对部分重点零售企业2009年1-2月份销售情况进行了解。我们发现：

百货类公司：大部分百货企业可以通过促销、内部成本费用控制等方式，实现前两个月销售平稳增长。但增收不增利很普遍。

- ✓ 广州友谊：收入基本持平，毛利率下滑2个点，毛利额下降10%；
- ✓ 广百股份：收入增长为5%，毛利额基本持平；
- ✓ 东百集团：收入增长5%，毛利率下滑在1%以内；
- ✓ 鄂武商：收入两位数增长，毛利率下滑，但毛利额略有增长；
- ✓ 新华百货：百货业务5%的增长，超市20%的增长，家电2%的增长，毛利率基本稳定；。
- ✓ 全国性连锁百货王府井：元旦和春节期间销售分别较同期增长18%和5%；

超市类公司：同店低个位数增长或负增长。收入的增加主要来自于外延扩张。

- ✓ 武汉中百：销售增长10%，同店增长为-1%；
- ✓ 步步高：销售增长7%，同店增长2%。

连锁家电企业：苏宁电器销售增长15%，同店增长约为-6%。

预计3月份销售情况：相对于1-2月份，3月份属于消费淡季。大规模促销对收入的刺激作用已没有前两个月那么大，也就是说促销的效果已不显著。“上收入、带效益”可能越来越难办到。居民购买力将进一步萎缩，同时CPI负增长，同样将导致零售商的销售出现负增长。

整个一季度：零售商今年1季报的业绩表现仍将差于去年四季度，成为全年盈利增速的一个低谷。

- ✓ 预计净利润增长超过10%的公司主要有：苏宁电器增长、新华百货、武汉中百、步步高、东百集团；
- ✓ 净利润增长超过5%的公司主要有：广百股份、银座股份；
- ✓ 净利润下滑的公司主要有：王府井略微下滑1%、广州友谊下滑15%、大商股份下滑12%。

3. 从未来 CPI 迅速反弹，GDP 明显好转角度看消费的机会——二季度或是年内最佳投资时机

3.1. 信心和 CPI 将很快触底反弹、政策助推加速行业基本面好转

“信心比黄金更重要”。在大幅下挫后，中国的消费者信心指数很快将触底反弹。

温和的通胀对零售商业绩的提升有益。而我们判断流动性的充裕，必将带来CPI迅速反弹。

对于零售行业长期向好的趋势毋庸置疑，主要的因素依然是人口红利、城市化进程、消费升级、经济转型、行业集中度提高（发达国家零售10强占社会零售总额比重30%以上，我国在11%左右）等。

而政策刺激经济的效果也会逐渐进入体现期。一方面，以投资拉动经济必然要通过带动就业、增加收入、刺激消费这个途径。经过一两个季度转化后，逐步转化为工资收入的增长，刺激消费，进入效果体现期。另一方面，消费券等刺激消费的措施体现更快。两种类型政策效果叠加，对消费市场构成长期利好。

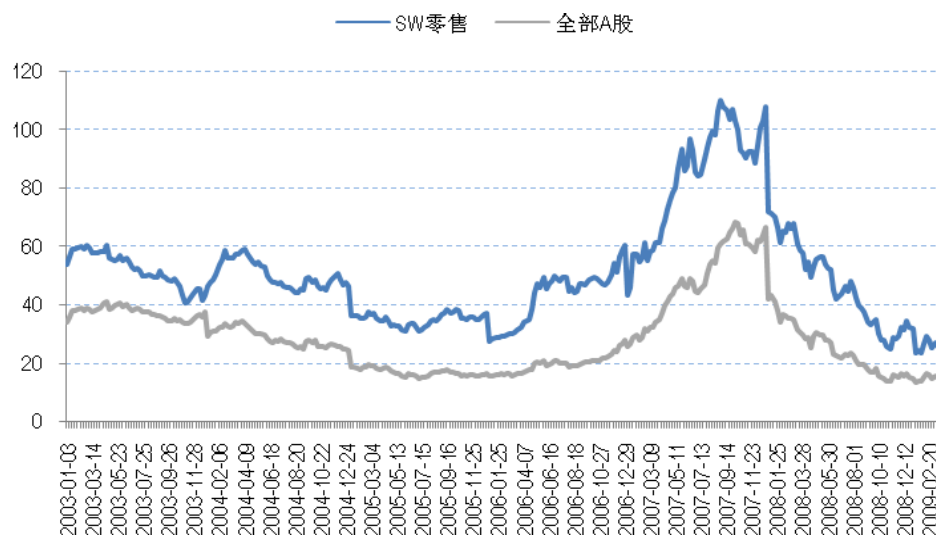
行业自身长期向好的因素以及投资、消费两种刺激经济政策的效果叠加出现，为零售市场长期发展铺开了光明大道。对零售的长期前景不应动摇。未来5-10年，消费至少超越GDP5-10个百分点。短期CPI迅速反弹、消费信心迅速回升，也加速使行业走出低迷期。

我们预期5月份之后零售类公司的同店增长会有一定幅度的好转。主要理由是2008年5月的地震、6月份南方多雨、8-9月份的奥运、10月份之后的盈利增速减慢、下半年CPI显著放缓等结构性因素，使得零售商通过自身内部控制能够获得一定的同店增长。

3.2. 估值处于低位，向下空间已不大，前期滞涨，有望反弹

估值接近历史低点，向下空间已不大。目前估值不足25倍，相当于05年底的估值水平，是历史最低的时刻，相对大盘的溢价率也处于历史低位。

图表 15: 申万零售指数相对上证综合指数的溢价率



资料来源: wind 渤海证券研究所

零售板块前期滞涨，如果经济复苏带动市场整体估值水平的提高，有望打开零售公司的股价上涨空间。各子行业比较看，百货09年市盈率20倍、超市27倍。

图表 16: 零售子行业估值比较

	EPS					PE			
	2007	2008	2009	yoy09/08	2010	2007	2008	2009	2010
超市行业平均	0.72	0.56	0.67	19%	0.86	24.17	31.47	26.87	20.25
百货行业平均	0.49	0.60	0.73	22%	0.83	31.61	24.58	19.90	17.72
苏宁电器	0.51	0.79	0.86	9%	1.00	35.51	22.96	20.99	18.10
宏图高科	0.17	0.45	0.62	37%	0.88	65.43	24.99	18.26	30.71

资料来源: Bloomberg

我们对消费复苏看好，目前估值又处于历史低位，加之零售板块是前期为数不多的没有涨过的板块，因此我们认为现在正应该利用不乐观的年报、一季度披露时期，逐步建仓，用合理的价格买优质的公司。

4. 播种现在，收获未来，合理的价格买优质的公司

4.1. 选股思路

消费一般滞后宏观经济二到三个季度，如果我们判断宏观经济在一季度见底，则消费最快能在三季度或者年底见底回升。但是买入股票应该提前，市场对弹性消费过于悲观，压制了板块的上涨。我们应该利用业绩不好、估值下调时，精选个股，择机买入。现在播种，未来收获。

✓ 百货：关注治理改善型和有资产注入题材的公司

百货由于商圈的限制，外延扩张一直比超市和家电难。经济危机将加速百货零售商业绩的分化。给强势的百货零售商以难得的历史机遇，实现较低成本的并购重组。

目前有资产注入概念的百货公司有：重庆百货（新世纪百货注入）、广百股份（新大新百货注入）、银座股份（集团商业资产注入）、新华百货（物美控股将物美商业注入上市公司，公司成为全国连锁零售商）、东百集团、豫园商城、鄂武商等

管理改善型百货公司有：南京中商（雨润集团入主董事会，民营机制更灵活、低PS同行业最低、自有物业多，重估价值高）

如果判断宏观经济开始转好，则受经济影响较大的可选消费有望“闻风而动”（也因为它是前期滞涨的品种），但一季报的风险同时也比较大。如果一季报有超预期的可能，也主要是通过内部费用的控制实现，而不是主业。投资时机方面，可以在每次下跌时逐步建仓，这可能是一年中最便宜的时段，但不能期望涨幅有多大。稳健的投资者可等待经济数据和行业数据的进一步明朗。

建议关注：南京中商、王府井、欧亚集团、豫园商城

图表 17：百货公司国际估值比较

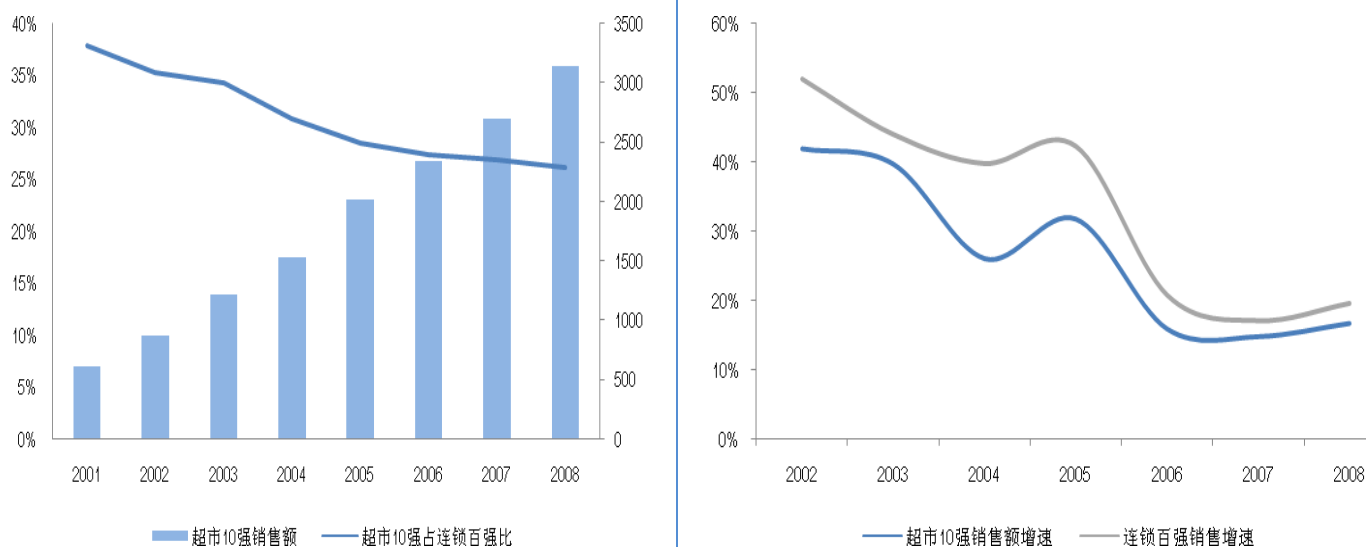
证券代码	证券简称	股价	EPS					PE			
			2007	2008	2009	yoy09/08	2010	2007	2008	2009	2010
600694	大商股份	24.57	1.03	0.79	1.13	42%	1.29	23.85	31.10	21.84	19.00
600859	王府井	20.87	0.68	0.91	1.02	12%	1.23	30.78	22.93	20.46	16.97
002187	广百股份	20.45	0.89	0.89	1.01	13%	1.26	22.98	22.98	20.28	16.29
600729	重庆百货	18.8	0.49	0.80	0.92	15%	1.09	38.37	23.50	20.48	17.32
600785	新华百货	13.64	0.44	0.63	0.72	15%	0.80	31.00	21.82	18.94	17.05
000987	广州友谊	12.59	0.53	0.72	0.72	1%	0.82	23.66	17.49	17.40	15.36
600697	欧亚集团	15.66	0.49	0.67	0.90	34%	0.84	31.99	23.23	17.40	18.60
600858	银座股份	15.45	0.57	0.58	0.72	25%	0.93	27.26	26.64	21.33	16.70
600693	东百集团	11.4	0.23	0.40	0.53	33%	0.68	50.67	28.64	21.59	16.69

600631	百联股份	10.7	0.32	0.37	0.44	19%	0.53	33.44	28.92	24.32	20.19
600628	新世界	8.93	0.29	0.33	0.47	42%	0.35	31.02	27.06	19.00	25.51
000501	鄂武商 A	7.15	0.20	0.35	0.44	26%	0.50	35.75	20.43	16.25	14.30
000417	合肥百货	8.17	0.27	0.33	0.42	27%	0.5	30.10	24.76	19.45	16.34
								31.61	24.58	19.90	17.72
0178	莎莎国际	2.39	0.07	0.19	0.20	3%	0.20	36.21	12.51	12.19	11.72
0825	新世界百货	3.25	0.14	0.25	0.30	19%	0.34	23.21	13.10	11.02	9.59
0848	茂业国际	0.77	0.10	0.12	0.14	18%	0.21	7.70	6.31	5.35	3.74
1833	银泰百货	1.95	0.11	0.27	0.23	-16%	0.30	17.15	7.12	8.44	6.59
3308	金鹰商贸	4.95	0.11	0.34	0.38	10%	0.46	44.04	14.47	13.16	10.83
3368	百盛集团	8.1	0.13	0.35	0.40	13%	0.47	60.45	23.21	20.45	17.20
								31.46	12.79	11.77	9.94
TGT US	TARGET	33.28	0.57	26.04	22.34	-14%	18.19	58.39	1.28	1.49	1.83
COST US	COSTCO	46.25	0.6	2.92	2.51	-14%	2.72	77.08	15.85	18.46	17.02
KR US	KROGER	21.45	0.37	1.70	1.90	12%	2.03	57.97	12.63	11.27	10.55
SHLD US	SEARS	45.33	0.03	5.35	1.31	-75%	0.14		8.48	34.52	321.49
JCP US	J.C. PENNEY	20.42	1.18	4.65	2.52	-46%	0.01	17.31	4.39	8.11	
								52.69	8.53	14.77	87.72

资料来源: Bloomberg

✓ 超市: 关注区域内有竞争优势、管理层经验丰富的公司

图表 18: 超市竞争日益激烈



资料来源: wind 渤海证券研究所

超市行业的竞争日益加剧,这可由超市10强销售额占比看出来。图表19显示,根据连锁百强数据,超市10强的销售额占连锁百强销售额的比重连续7年下滑。外资超市的审批权下放到省一级商务部门,更加剧了竞争程度。本土超市零售商如果要与外资比拼,必须要

在区域内有优势（采购优势、配送优势、规模优势）才行，同时实行“卡位”策略（提前占据优势位置），这就要求管理层必须具备丰富的经验和战略前瞻性。

二季度超市的同店增长仍然会有压力，是业绩最差的时刻，可能也是最便宜的时刻，我们重点推荐：武汉中百

图表 19: 超市公司国际估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS					PE			
			2007	2008	2009	yoy09/08	2010	2007	2008	2009	2010
002251	步步高	43.30	1.31	1.20	1.53	27%	1.88	32.95	35.95	28.30	23.03
002264	新华都	19.08	0.91	0.71	0.80	13%	1.05	20.97	26.87	23.85	18.17
600827	友谊股份	11.60	0.71	0.33	0.36	10%	0.52	16.25	35.58	32.49	22.52
600361	华联综超	7.67	0.42	0.24	0.30	25%	0.40	18.46	31.96	25.57	19.18
000759	武汉中百	8.64	0.27	0.32	0.36	12%	0.47	32.23	27.00	24.13	18.34
								24.17	31.47	26.87	20.25
0814	北京京客隆	2.42	0.32	0.41	0.48	17%	0.57	7.59	5.87	5.04	4.22
0980	联华超市	8.95	0.21	0.65	0.71	10%	0.82	43.49	13.83	12.55	10.89
1832	时代零售	2.25	0.05	0.20	0.23	16%	0.26	45.92	11.36	9.78	8.75
8277	物美商业	6.07	0.05	0.39	0.39	2%	0.46		15.73	15.45	13.25
								32.33	11.70	10.71	9.28
CA FP	CARREFOUR	28.20	2.25	2.61	2.41	-8%	2.59	12.51	10.82	11.71	10.90
WMT US	WAL-MART	51.76	0.71	3.12	3.38	9%	3.54	72.90	16.61	15.30	14.62
								42.71	13.71	13.51	12.76

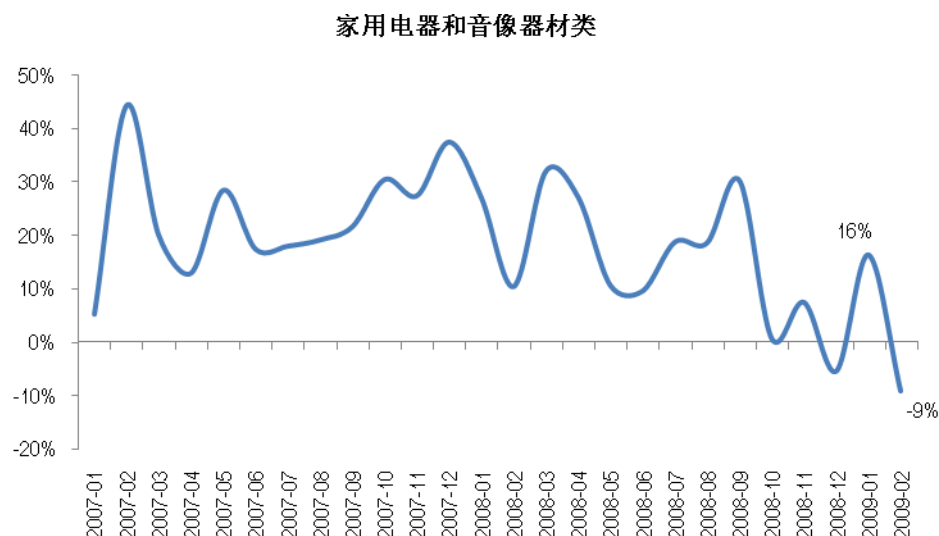
资料来源：Bloomberg

✓ 家电和IT连锁：关注可能在低迷的市场中扩大份额的公司

家电连锁行业是市场集中度最高的子行业。虽然百思买在09年2月全资控股了五星电器，但凭借百思买7家和五星约160家的店铺数，仍然无法和苏宁和国美抗衡（苏宁、国美门店数分别是812个、1632个）。国美的高层变动对09年发展速度肯定有影响，并且国美早前也明确表态过09年以提高单店效益为主，放缓开店速度。而苏宁凭借稳健的扩张和先进的管理，以及足够的现金流（08年帐上现金105.74亿元），抓住低成本扩张的机会，品牌、信息系统等软实力将有助于其保持“强者恒强”的地位。家电下乡采用特许加盟的方式，虽然对苏宁短期效益影响不大，仅收取加盟费，但对于苏宁一直不擅长的三线和农村市场开拓无疑是一种积累经验的方式。

09年一季度，房地产市场似有好转迹象，带动家电销量回升。我们认为在当前家电行业景气下行的背景下，苏宁反而能够实现低成本快速扩张，市场占比将稳步提升。投资苏宁电器，就是投资品牌。

图表 20: 家用电器销售增速



资料来源: 渤海证券研究所

IT连锁主要销售电子数码产品, 相比于黑白家电来说, 属于消费升级产品。具有技术更新快、淘汰率高的特点, 而产品成本有逐渐下降的趋势。

目前我国还没有形成像苏宁、国美那样全国性的IT连锁店, 都是以各地电脑城为主要业态形式, 消费者对于电脑城出售的商品质量、售后服务等普遍担心。因此专业IT连锁店的发展具有空间。同时苏宁、国美虽然也做电子数码产品业务, 但其更擅长的家电, 与宏图三胞这样的IT连锁店相比, 在电子数码产品上并无明显优势。目前宏图三胞拥有连锁店176家, 宏图高科有可能增发收购北京宏三和浙江宏三, 公司有望成为IT连锁龙头。投资宏图高科, 就是投资消费升级。

图表 21: 家电连锁公司国际估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS					PE			
			2007	2008	2009	yoy09/08	2010	2007	2008	2009	2010
002024	苏宁电器	18.05	0.51	0.79	0.86	9%	1.00	35.51	22.96	20.99	18.10
600122	宏图高科	11.32	0.12	0.38	0.62	63%	0.88	94.33	29.79	18.26	12.86
0493	国美电器	1.12	0.06	0.20	0.21	4%	0.23	20.36	5.63	5.44	4.87
BBY US	BEST BUY	36.97	0.55	3.06	2.64	-14%	2.79	67.22	12.07	14.01	13.26

资料来源: Bloomberg

4.2. 核心股票池

图表 22: 核心股票池

公司代码	公司名称	股价		EPS			PE	
		3.31	2008	2009	2010	2008	2009	2010
600415	小商品城	57.74	1.64	2.63	2.48	35.21	21.95	23.31
600697	欧亚集团	15.85	0.69	0.90	1.13	22.87	17.61	13.99
000759	武汉中百	8.88	0.32	0.36	0.47	27.75	24.80	18.85
002024	苏宁电器	18.05	0.79	0.86	1.00	22.96	20.99	18.10
600122	宏图高科	11.64	0.45	0.62*	0.82*	25.70	18.77	14.20
600280	南京中商	9.87	0.25	0.39	0.72	39.48	25.31	13.71
600859	王府井	20.82	0.91	1.02	1.23	22.88	20.41	16.93

资料来源: 渤海证券研究所 *最新股本摊薄

南京中商 (600280)

旧貌新颜 变革孕育生机

——南京中商价分析报告

✍ 陈慧

☎ 86-22-2845 1135

✉ chenhui@bhq.com

- 核心观点:**
- 高层变革, 体制转换, 经营管理制得期待。
 - 低PS、高重估价值, 提供一定安全边际。
 - 若业绩不达标, 会送股

投资要点:

- 高层变革, 体制转换, 经营管理制得期待。我们看好公司的主要理由在于公司体制正在发生变革。雨润集团入主, 公司正逐步由国有体制向更灵活的民营体制转变。高层的人员变动带来新的经营形式。管理改善方面, 09 年将会收缩某些扭亏无望的门店; 逐步将下属各门店的采购招商权集中到总部, 使规模效应逐步体现、毛利率得到有效提升; 公司的优质资产将重新焕发活力。
- 低 PS、高重估价值。公司目前市销率 PS (TTM) 值仅为 0.4 倍, 在百货上市公司中处于最底端水平; 此外, 公司 11 家门店中仅 2 家为租赁经营, 其余均为自有物业, 物业重估增值在 25 亿元以上 (折合每股 17.36 元)。这为投资公司提供一定安全边际。
- 我们认为由于公司百货连锁效应的逐渐显现和地产业务逐渐进入盈利期, 公司业绩在 2008-2010 将保持快速增长, 并在 2010 年开始进入一个业绩高峰期。
- 盈利预测及投资评级: 目前公司费用率高于行业平均, 未来公司管理的有效改善、将使费用率得到明显下降, 预计 2008-2010 的 EPS 分别为 0.25、0.39、0.72 元, 给予买入评级。
- 风险因素: (1) 若 08 年业绩同比不能增长 17%, 南京国资局将向流通股股东追加送股。(2) 公司尚处于重大变革期, 业绩确认仍存在不确定性。

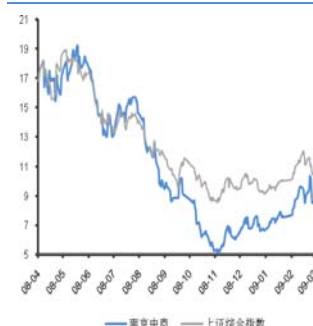
评级: 买入

目标价格: ¥11.80

首次预测:

当前价格: ¥9.87

2009.03.31



	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	3094	3605	4527	6185.1	7684.5
同比	8.84	17%	26%	37%	24%
净利润(百万元)	31.94	42.95	35.95	56.44	103.08
同比	-33.4	34%	-16.30%	57%	85%
摊薄 EPS(元)	0.22	0.30	0.25	0.39	0.72
PE(X)	44.36	32.99	39.41	25.43	13.74
PB(X)	2.24	2.12	2.09	2.00	1.88
总资产周转率	1.26	1.23	1.24	1.3	1.5

请务必阅读正文之后的免责条款部分

宏图高科 (600122)

增发好借力 助我上青天

——宏图高科分析报告

✍ 陈慧

☎ 86-22-2845 1135

✉ chenhui@bhq.com

核心观点: 公司是 IT 连锁零售业态的龙头, 该业态处于快速成长期。增发后, 公司规模效益明显。

投资要点:

- 公司定向增发收购北京宏三和浙江宏三后, 增强了 IT 连锁业务的权益比重。09 年开始有意逐步退出房地产和工业制造业务。未来专注发展 IT 连锁零售经营。
- 我们看好 IT 连锁零售业态。认为这个细分市场发展空间极大、市场集中度将提高、所受商品符合消费升级的大趋势, 在中国仍处于快速发展的成长期。
- 公司在年初收购北京宏三和浙江宏三后, 门店数量翻番。规模的扩张有利于公司在上游采购、管理和售后服务上产生规模效应。
- 08 年收购红色快车服务公司后, 提升了毛利率高的售后服务业务, 对扩展中小企业客户和提升市场占有率起到了积极作用。
- 预测 09、10 年最新股本摊薄后 EPS 分别为 0.62、0.82 元。公司持有华泰证券 1.47 亿股, 证券市场的好转有利于这部分权益的提高。
- 风险提示: 房地产业务结算时点的不确定性, IT 业务规模受经济影响进展缓慢。

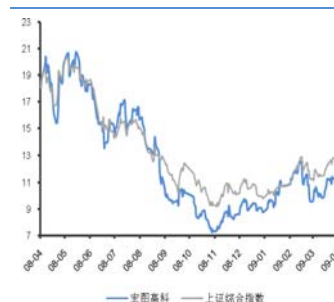
评级: 买入

目标价格: ¥ 15.5

首次预测:

当前价格: ¥ 11.64

2009.03.31



	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	4461	6196	8242	14176	17862
同比		39%	33%	72%	26%
净利润(百万元)	19.28	55.34	144.48	277.40	363.40
同比		187%	161%	92%	31%
摊薄 EPS(元)	0.06	0.17	0.45	0.87*	1.14*
PE(X)	192.71	67.14	25.72	13.39	10.22
PB(X)		2.6	1.88	1.72	1.5

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn