

相对估值与业绩改善预期下的投资机会

——商业零售行业 2009 年中期投资策略报告

要点:

- 进入六月，随着各地和企业的利好销售数据不断爆出，在我们完成报告的过程中，零售行业再次受到市场关注，从行业内部讲，随着消费者信心指数的回升，企业业绩筑底态势明朗，为其市场表现提供基本面支持，从行业比较的角度讲，相对估值合理和未来稳定增长的业绩预期，平滑了行业高估值风险。我们认为零售行业在三季度会有一个超越大盘的表现，给与行业“谨慎推荐”评级，如果流动性继续主导市场，市场持续向上，零售业的估值优势更加明显，如果市场宽幅震荡，行业内公司会轮次补平估值缺口，如果市场受流动性紧缩影响，向下调整，在对宏观经济已走出谷底，未来持续向好的基本判断下，对行业业绩稳定增长的明确预期支撑了零售股的股价。
- 子行业中，给予百货“谨慎推荐”评级，寻找相对估值较低的公司，或估值合理、资产注入预期明确的公司，推荐欧亚百货、重庆百货、广州友谊、鄂武商、合肥百货、银座股份、小商品城，给与电器连锁行业“谨慎推荐”评级，长期推荐苏宁电器，受食品价格持续低位徘徊影响，给予超市行业“中性”评级，推荐相对估值较低的武汉中百。
- 风险提示：消费者信心恢复还需看宏观经济走势，虽然长期趋势向好，其中难免反复；如果市场超出我们预期，走出单边向上的行情，零售股弹性较低的缺点会被放大，需要有持有的耐心。

研究员

姚雯琦

☎ (86-755) 83515144

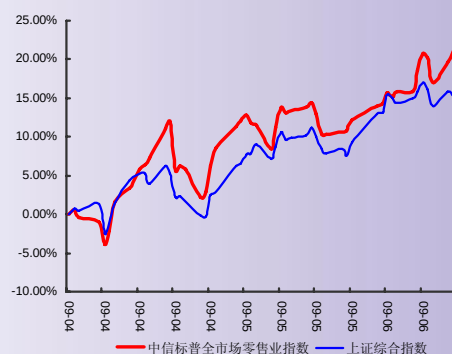
✉ yaowenq@cgs.com

投资评级：谨慎推荐

重点公司盈利预测及评级

名称	08EPS	09EPS	08PE	09PE	投资评级
小商品城	0.92	1.30	40.92	28.99	推荐
武汉中百	0.31	0.39	32.34	25.38	推荐
重庆百货	0.81	0.90	29.10	26.18	谨慎推荐
苏宁电器	0.50	0.57	33.13	29.28	谨慎推荐
东方市场	0.14	0.14	40.01	39.14	中性

行业表现



相关报告

《行业长期趋势不变,短期面临压力-商业零售行业 2008 年 04 季度投资策略报告》2008 年 10 月 06 日

《拥抱农村大市场,寻找成长动力-商业零售行业

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

一、我们的观点	3
二、零售行业与大盘涨幅持平，电器子行业表现最好	3
三、通缩提升货币购买力，城市消费出现回暖迹象，收入下降是制约农村消费关键	4
四、投资主线：估值洼地与资产注入预期	7
4.1 相对估值下的投资机会	7
4.2 资产注入带来的外延发展机遇	10
五、“谨慎推荐”百货行业和电器连锁，给与超市行业“中性”评级	11

图 表 目 录

图 1、零售行业略好于大盘	4
图 2、子行业中电器连锁最好	4
图 3、社会消费品零售总额名义值回落明显	5
图 4、社会消费品零售总额实际值平稳增长	5
图 5、城镇居民收入和支出跌幅收窄	5
图 6、4 月份消费者信心指数止住跌势	5
图 7、1 季度农民收入跌幅超过支出	7
图 8、工资性收入下降是农民收入减少的主要原因	7
图 9、零售企业发展过程示意	7
图 10、百思买的 pe ratio	8
图 11、百思买毛利率和费用率的变化	8
图 12、百思买的市场份额持续提高	8
图 13、零售行业一直有估值溢价	9
图 14、市场估值持续提升	9
图 15、进入 5 月，服装销售明显好转	12
图 16、5 月食品销售增速下滑现象有所缓解	14
图 17、年初以来猪肉价格缓慢下跌	14
图 18、生猪存栏量过剩是肉价暴跌的主要原因	14
图 19、08 年以来豆油价格持续下跌	14

表 1：重点公司投资评级	3
表 2：从节日销售情况看，一线城市回暖迹象明显，二线城市保持稳定增长	6
表 3：2 季度零售企业销售明显好于 1 季度	9
表 4：存在资产注入、资产整合机遇的零售公司	10
表 5：受益资产整合、资产注入，有业绩改善预期公司目前的 PE 估值	11
表 6：09-10 年百货行业平均业绩增长 24.42%	12



一、我们的观点

进入六月，随着各地和企业的利好销售数据不断爆出，在我们完成报告的过程中，零售行业再次受到市场关注，从行业内部讲，随着消费者信心指数的回升，企业业绩筑底态势明朗，为其市场表现提供基本面支持，从行业比较的角度讲，相对估值合理和未来稳定增长的业绩预期，平滑了行业高估值风险。我们认为零售行业在三季度会有一个超越大盘的表现，给与行业“谨慎推荐”评级，如果流动性继续主导市场，市场持续向上，零售业的估值优势更加明显，如果市场宽幅震荡，行业内公司会轮次补平估值缺口，如果市场受流动性紧缩影响，向下调整，在对宏观经济已走出谷底，未来持续向好的基本判断下，对行业业绩稳定增长的明确预期支撑了零售股的股价。

子行业中，给与百货“谨慎推荐”评级，寻找相对估值较低的公司，或估值合理、资产注入预期明确的公司，推荐欧亚百货、重庆百货、广州友谊、鄂武商、合肥百货、银座股份、小商品城，给与电器连锁行业“谨慎推荐”评级，长期推荐苏宁电器，受食品价格持续低位徘徊影响，给与超市行业“中性”评级，推荐相对估值较低的武汉中百。

风险提示：消费者信心恢复还需看宏观经济走势，虽然长期趋势向好，其中难免反复；如果市场超出我们预期，走出单边向上的行情，零售股弹性较低的缺点会被放大，需要有持有的耐心。

表 1：重点公司投资评级

股票名称	最新收盘价	EPS			PE			PB08	PS08	投资评级
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E			
小商品城	37.69	0.92	1.30	1.90	40.92	28.99	19.84	4.60	9.71	推荐
武汉中百	9.90	0.31	0.39	0.47	32.34	25.38	21.06	3.51	0.64	推荐
重庆百货	23.56	0.81	0.90	1.08	29.10	26.18	21.81	5.69	0.75	谨慎推荐
苏宁电器	16.69	0.50	0.57	0.67	33.13	29.28	24.91	8.22	1.50	谨慎推荐
东方市场	5.48	0.14	0.14	0.20	40.01	39.14	27.40	2.71	8.21	中性

数据来源：wind，长城证券研究所

二、零售行业与大盘涨幅持平，电器子行业表现最好

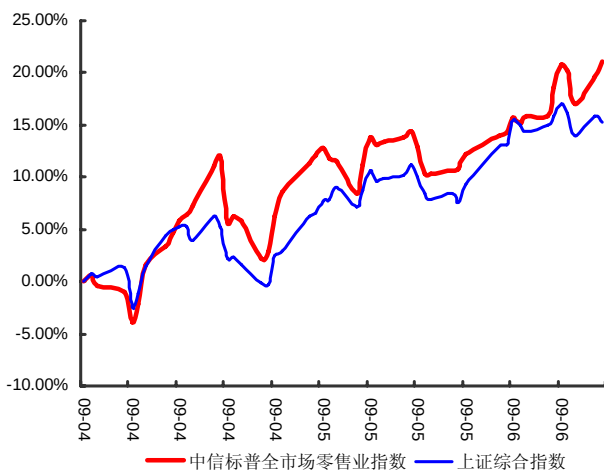
2009 年 4 月 1 日至今，零售行业上涨 21.01%，上证综指上涨 15.28%，行业整体涨幅略好于市场。其中，受益于房地产市场回暖带来的需求回升、



原材料下跌推动下的持续降价，家电零售企业销售回暖，其市场表现亦是最好，最高上涨 30%。这段时间百货表现略逊于电器，对于行业内上市公司而言，推动股价上涨的动力主要来自两方面：实施股权转让、资产注入或存在此类预期下的业绩改善型公司，如南京中商、深国商、武汉中商、小商品城；估值偏低、有补涨需求的公司，如合肥百货、鄂武商、广州友谊、王府井等。

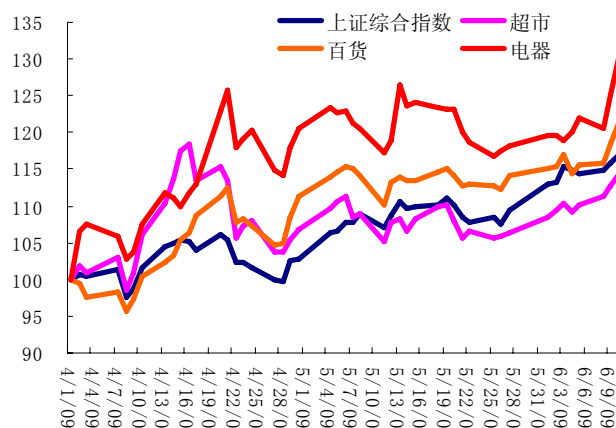
4、5 月份超市类上市公司表现落后大盘，虽然上市公司的同店增长开始回升，但受制于 CPI 指数的持续走低，市场对超市子行业景气度的判断未有转变，再加上行业估值偏高，股价上行面临较大压力。

图 1、零售行业略好于大盘



数据来源：wind，长城证券研究所

图 2、子行业中电器连锁最好

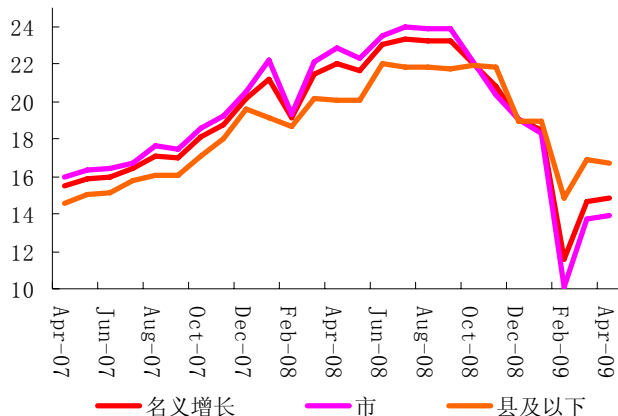


数据来源：wind，长城证券研究所

三、通缩提升货币购买力，城市消费出现回暖迹象，收入下降是制约农村消费关键

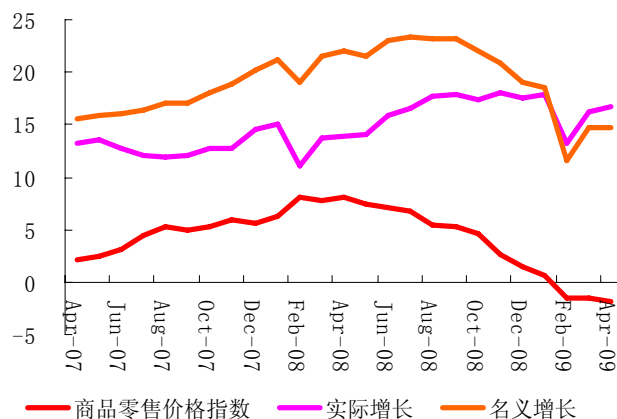
今年 1-5 月，社会消费品零售总额同比增长分别为 18.5%、11.6%、14.7%、14.8%、15.2%，消费增速延续去年 10 月以来的下滑趋势，但剔除商品零售价格下跌因素后，其实际值仍稳定在 16.6%。过去一段时间，虽遭受经济危机困扰，但物价下跌对冲了对经济的悲观预期，国内消费保持旺盛生机，消费的商品数量始终稳步增长。

图 3、社会消费品零售总额名义值回落明显



数据来源：wind，长城证券研究所

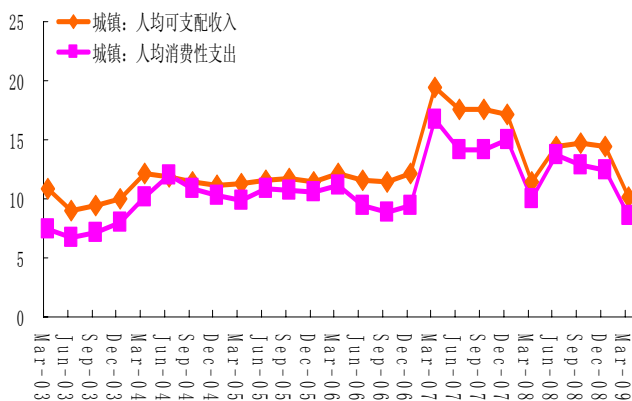
图 4、社会消费品零售总额实际值平稳增长



数据来源：wind，长城证券研究所

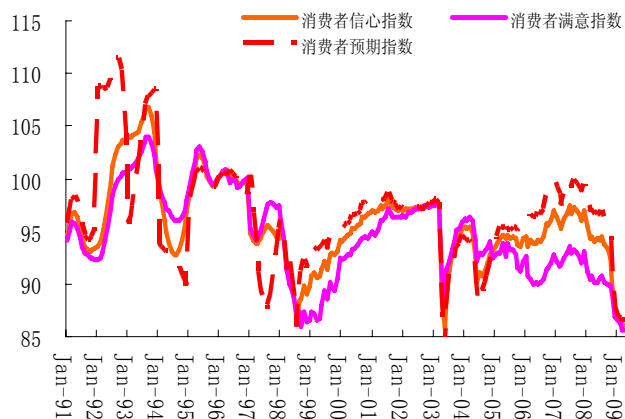
2008 年 10 月经济危机爆发以来，城镇居民的人均可支配收入和消费性支出都有回落，但消费性支出的回落提前于可支配收入，说明危机初期城镇居民的消费行为更多地是受到了对未来收入预期不乐观的情绪影响，随着国家各项提振经济措施逐步出台，3、4 月份消费者信心指数和消费者预期指数止住跌势，消费支出和收入间增速的跌幅差距也逐渐收窄。

图 5、城镇居民收入和支出跌幅收窄



数据来源：wind，长城证券研究所

图 6、4 月份消费者信心指数止住跌势



数据来源：wind，长城证券研究所

分地区看，以北京、上海为代表的一线城市在度过低迷的 1 季度后，景气程度有回暖迹象，零售企业五一、端午两个小长假的销售都有两位数的增长，特别是端午节期间，流感疫情降低了大家出行意愿，而消费者信心的回升更进一步促使购物欲望的释放，零售企业在这个本非传统消费旺季的端午节表现出人意料。二线城市销售维持平稳增长态势，几乎感受不到危机的



存在, 陕西西安春节、五一、端午的商品销售额增长分别为 20%、19%、30%, 山东烟台的社会消费品零售总额增幅则是 16.5%, 20.7%、19.7%。

表 2: 从节日销售情况看, 一线城市回暖迹象明显, 二线城市保持稳定增长

2009 年	端 午	五 一	春 节
一线城市			
北京	32 家商业企业实现销售额 4.5 亿元, <u>同比增长 19.4%</u> , 百货商场增长 25%。	重点企业零售额 17 亿元, <u>同比增长 13.6%</u> , 百货商场销售 5.06 亿元, 同比增长 9.4%, 超市销售 3.92 亿元, 同比增长 11.4%, 餐饮销售 4226 万元, 同比增长 20.3%, 专业专卖店(含专业市场)销售 7.6 亿元, 同比增长 17.5%。	新世界百货、金源新燕莎 MALL、甘家口大厦、菜百等商场 <u>同比增长 15%, 比往年低 25% 以上</u> 。重点大型零售企业零售额 <u>同比增速从 2008 年的 16.8% 下降到 1.05%</u> 。
上海	实现零售额 8.05 亿元, <u>同比增长 11.1%</u> , 样本百货店实现销售 2.51 亿元, 同比增长 76.4%, 排名前 20 位的达到 2.33 亿元, 同比增长 85.3%, 新世界城同比增长 5 倍。	全市 423 家大中型商业企业 3000 多家营业网点实现零售额 23.44 亿元, <u>同比增长 14.2%</u> 。	389 家大中型商业企业共实现零售额 42.72 亿元, <u>比上年增长 8.4%, 增幅同比回落 12.1 个百分点</u> 。
二线城市			
南京	苏果实现销售额 1.02 亿, 家乐福实现销售收入 676 万元, 与往年持平。南京新百、南京中百实现销售额 6000 多万元, 整体销售比去年同期增加了 45%。	实现消费品零售总额 20.35 亿元, <u>同比增长 18.3%</u> ; 50 家重点商场同比增长 15%, 苏果实现销售额 4 亿, 同比增长 20.5%	100 家重点监测的商贸企业实现销售收入 11.3 亿元, <u>同比增长 18.5%</u> 。金银珠宝、化妆品等用品类销售增长 26%, 超市卖场增长 17.3%。
西安	实现商品销售额 12 亿元, <u>同比增长 30%</u> , 主要商业街区客流量是平时的 3 倍以上, 服饰类商品销售增长五成以上。	实现商品销售额约 19 亿元, <u>同比增长 19%</u> , 开元等 5 家百货店, 3 天实现销售 11484 万元, 同比增长 30.39%。	实现商品销售额 42 亿元, <u>同比增长 20%</u> , 世纪金花、民生大楼、西安秋林、开元商城销售分别增长 24%、20%、16% 和 13%, 华润万家、人人乐分别增长 28% 和 23%。
烟台	社会消费品零售总额 8.9 亿元, <u>同比增加了 19.7%</u> , 其中, 夏季服装、家用空调、饮料、儿童用品等销售额分别增长 24.1%、26.3%、25.7% 和 24.6%。	社会消费品零售总额 11.6 亿元, <u>同比增长 20.7%</u> 。	实现社会消费品零售总额 27.3 亿元, <u>同比增长了 16.5%</u> , 其中商贸流通企业销售额达 15.6 亿元, 同比增长 14.2%。

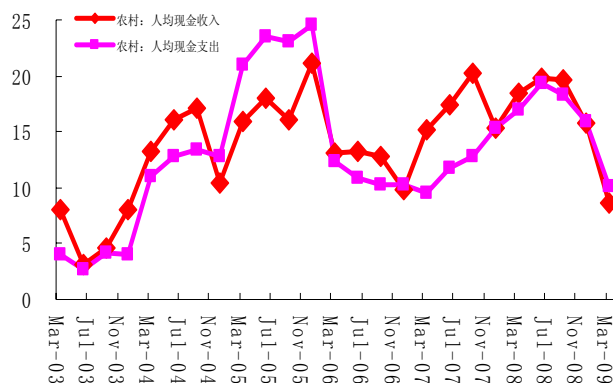
资料来源: 长城证券研究所

在农村, 农民的人均现金收入和人均现金支出增速亦呈下降态势, 且 1 季度出现了收入增长慢于支出增长的现象, 造成农民收入增速快速下降的主要原因是工资性收入的减少, 畜牧业和渔业收入减少是另两个原因, 未来农民工的劳动力成本难有上升空间, 抵补收入下降的主要动力还是在于农民家



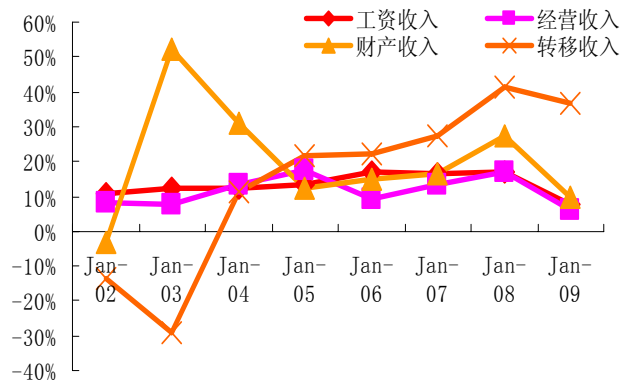
庭经营性收入的增加。

图 7、1 季度农民收入跌幅超过支出



数据来源: wind, 长城证券研究所

图 8、工资性收入下降是农民收入减少的主要原因



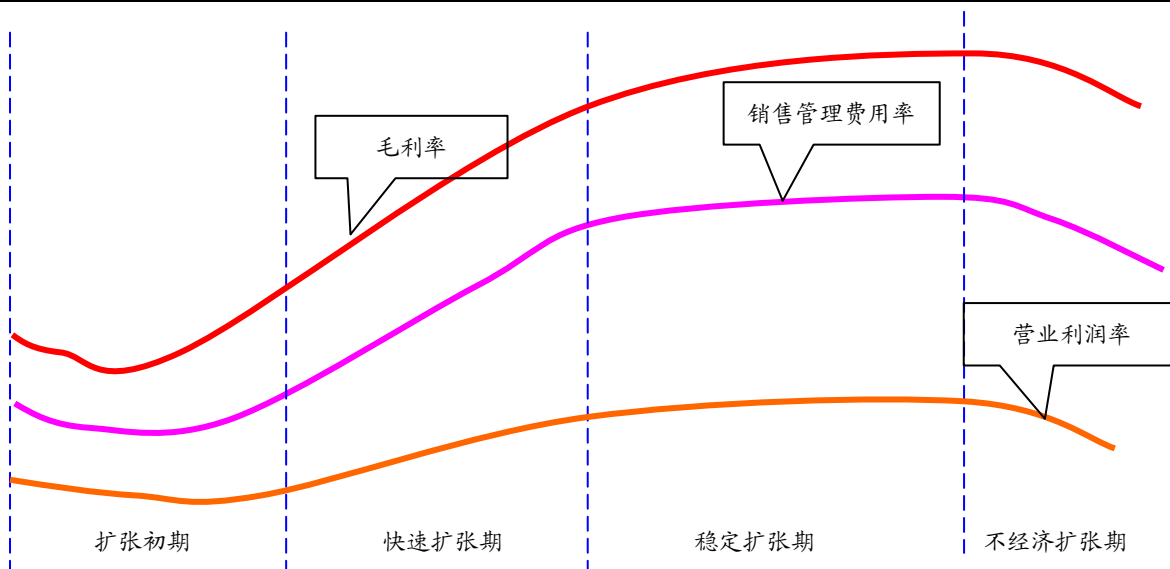
数据来源: wind, 长城证券研究所

四、投资主线: 估值洼地与业绩改善预期

4.1 相对估值下的投资机会

商业零售企业处在产业链的最终端, 是典型的消费服务类公司, 企业以渠道为王, 在铺设渠道过程中, 结合毛利率、费用率的变化, 可将公司发展过程分为四个阶段: 扩张初期、快速扩张期、稳定扩张期、不经济扩张期。

图 9: 零售企业发展过程示意



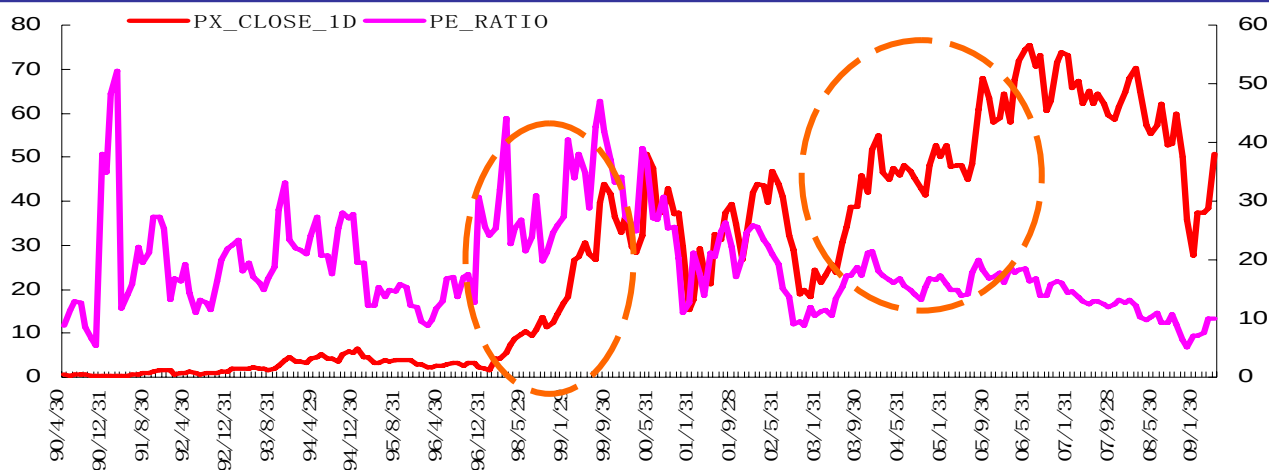
资料来源: 长城证券研究所

相应的, 市场给予公司的估值也会有所变化: 扩张初期, 销售尚未形成规模, 毛利率较低, 同时费用率也较低, 公司盈利能力弱, 但市场会因看



好其未来前景给予较高 PE；在公司销售达到一定规模后，毛利率增长开始快于费用率增长，企业盈利以更快的速度增长，市场看重企业盈利的增速，继续给予较高 PE，建立在高 PE 和高速增长的盈利之上的股价迅速攀升，投资者获得丰厚回报；过了这段时期，公司进入稳定扩张期，毛利率与费用率稳定，市场不再将其定位为成长股，PE 降至合理水平，支撑股价上涨的动力来自公司业绩的增长；如果公司在市场饱和时继续扩张，就会陷入不经济扩张期，利润率下降，PE 维持在低位水平。美国电器零售公司百思买的 PE 和股价走势图很好的诠释了市场对零售股的估值逻辑。

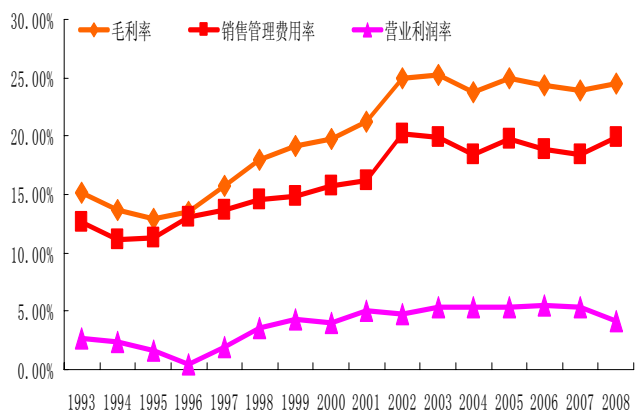
图 10、百思买的 pe ratio



数据来源：彭博，长城证券研究所

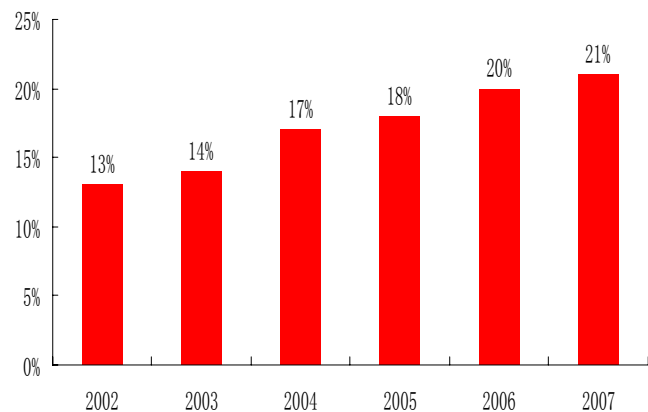
值得注意的是，2002 年-2007 年间，百思买的市场影响力不断提高，市场份额以每年 1% 的速度递增，份额的扩大带来了公司业绩的提升，但公司并没有享受到份额溢价，究其原因还是稳定的营业利润率下，利润增长与收入增长同步，市场已将其定位为成熟公司。

图 11、百思买毛利率和费用率的变化



数据来源：长城证券研究所

图 12、百思买的市场份额持续提高

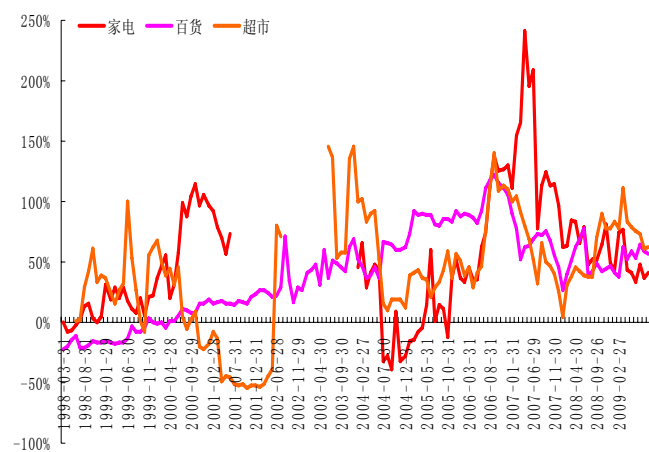


数据来源：长城证券研究所



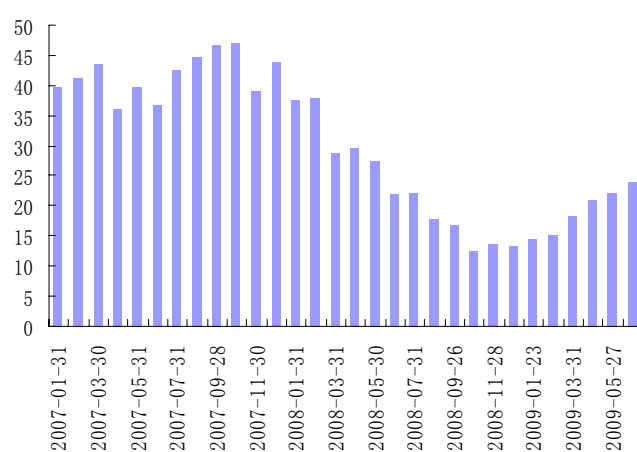
我们认为，国内大部分零售上市公司都处在稳定扩张阶段，不宜按成长性公司给予估值。但其一直享有业绩稳定增长带来的估值溢价，因此推动零售类公司 PE 向上的动力主要来自相对估值法下市场整体估值重心的上移。目前上证 A 股滚动市盈率已提高到 24 倍，为零售股打开估值空间。

图 13、零售行业一直有估值溢价



数据来源: wind, 长城证券研究所

图 14、市场估值持续提升



数据来源: wind, 长城证券研究所

2 季度受益于假日销售的良好表现，零售类上市公司明显出现转机，从高端百货到连锁超市的销售收入增长都超过 10%，预计本季度将呈现同比和环比数据的双增长。3 季度是传统的消费淡季，但去年 3 季度的凉夏、地震、奥运因素使得同比基数较低，估计今年 3 季度会是一个同比正增长、环比负增长的局面。上市公司业绩的持续回暖是行业估值上移的另一个动力。

表 3: 2 季度零售企业销售明显好于 1 季度

		2009 年 1—3 月	2009 年 4 月	五一	端午节	2009 年 5 月
百货- 一线城市						
广东	广州友谊	0	10%	30%	20%	18%
广东	广百股份	-2%	5%	30%	20%	15-20%
上海	百联股份	8%	个位数增长	20%	20-30%	双位数增长
上海	豫园商城	-3%		10%		
北京	王府井	-1%	低个位数增长	20%	15-20%	15-20%
百货- 二线城市						
重庆	重庆百货					20%
湖北	鄂武商	13%	10% 以上	双位数增长	双位数增长	16%
福建	东百集团	2%	10%	双位数增长	15%	15%
安徽	合肥百货	14%	12%	20%	20%	接近 20%
辽宁	大商股份	-1%	个位数增长	23%	双位数增长	双位数增长
宁夏	新华百货	6%	个位数增长	9%	10%	10%



吉林	欧亚集团	11%	15%	16-20%	16%	16%
山东	银座股份	22%	20%	20%	20%	20%
超市						
湖北	武汉中百	8%	11%	24%	20%	16%
北京	华联综超	9%	超市 9%, 百货 15%	超市 8%, 百货 17%	超市 7%, 百货 16%	超市 11%, 百货 30%
湖南	步步高	6%	23%	10%		10%
电器连锁						
全国	苏宁电器	-1%	低个位数增长	20%	20%	15%

资料来源：长城证券研究所

4.2 资产注入带来的业绩改善预期

推动零售行业上市公司业绩的内生动力来自既有门店的收入增长，其增速与当地的社会消费品零售增长相当，外生动力则来自门店的规模扩张，可通过自建或收购方式取得资源，而以股权收购、资产注入方式获取商业资源，实现快速发展的事例在零售企业，特别是百货企业中屡见不鲜。究其原因，一是中国幅员辽阔，百货行业属于日用消费服务行业，存在历史久远，行业内资源丰富；二是中国的百货企业发展缓慢，联营直销的商业模式使企业规避了经营风险，但同时也制约了企业的发展，物流、采购、人力资源、信息技术等后台系统建设缺失并未给企业带来生存危机，难以出现全国性的具有垄断地位的龙头企业，行业集中度低。

因此，从 90 年代以来，百货企业的行业整合持续演进，有国资背景的上市零售公司往往成为当地国有商业资源整合平台，银座股份、小商品城、重庆百货、合肥百货、新世界、百联股份、武商联下的鄂武商、武汉中百无不身负此类使命。市场也因这些公司背后的故事给予其更多地关注、更高的溢价。沿着这条投资思路可以找到那些估值合理，安全边界高，资产注入预期明确的公司，并长期关注。

表 4：存在资产注入、资产整合机遇的零售公司

已实现股权收购、资产注入的公司

鄂武商 A	08 年底收购武商量贩剩余 20% 股权，武汉国际广场贡献 09 年业绩，20 万平米摩尔城计划 2011 年开业，有非公开发行股票计划
银座股份	09 年 6 月实施定向增发，收购集团公司商业资产（淄博银座），兴建济南振兴街 shopping mall 项目
大厦股份	08 年收购无锡新世纪汽车贸易集团公司 94% 股权

存在集团资产或相关资产注入，资产整合预期的公司

小商品城	2009 年 4 月更名为中国小商品城恒大开发有限责任公司，义乌市国资委承诺注入旗下其它市场资产，拟发行 22 亿公司债
------	--

重庆百货	重庆商社履行股改承诺，注入新世纪百货资产
新华百货	第一大股东物美控股，有物美超市借壳 A 股上市预期
合肥百货	安徽省国资整合商业资源，商之都资产注入预期
新世界	内生增长有限，黄浦区国资委持有 25% 股权，并有南京东路 1/3 股权，市场预期黄浦区商业资产注入
百联股份	整合市属商业资产，收购上海市国资下商业企业（含友谊股份）预期
武汉中商	武商联重组预期
武汉中百	
鄂武商	

资料来源：长城证券研究所

表 5：受益资产整合、资产注入，有业绩改善预期公司目前的 PE 估值							
	股价	EPS09	EPS10	PE09	PE10	PS09	PB08
大厦股份	8.890	0.44	0.53	20.20	16.77	0.60	3.11
重庆百货	23.560	0.91	1.08	25.89	21.89	0.58	5.11
鄂武商 A	11.400	0.44	0.52	25.82	22.05	0.72	3.61
新华百货	17.820	0.72	0.83	24.75	21.46	1.00	4.33
合肥百货	11.540	0.43	0.55	26.87	21.15	0.70	3.53
银座股份	19.540	0.70	0.94	27.82	20.86	0.87	3.22
友谊股份	13.020	0.47	0.57	27.79	23.00	0.20	1.28
小商品城	37.690	1.30	1.90	28.90	19.84	7.53	4.47
新世界	11.040	0.34	0.43	32.81	25.44	2.01	3.47
百联股份	13.690	0.37	0.48	37.31	28.79	1.45	2.66

数据来源：wind，长城证券研究所

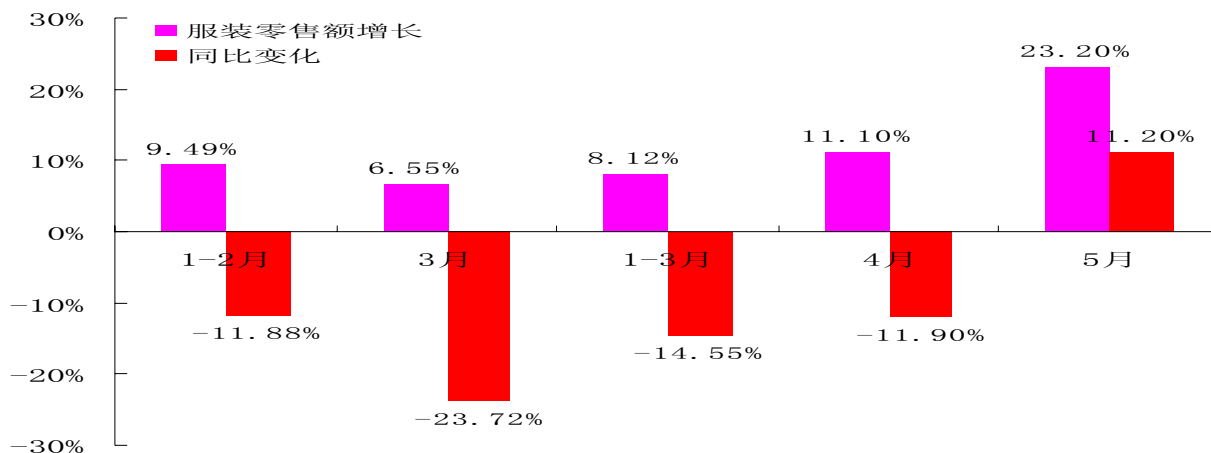
五、“谨慎推荐”百货行业和电器连锁，给与超市行业“中性”评级

从 5 月份重点零售企业销售数据看，服装和金银珠宝成为拉动销售增长的最重要力量，服装销售同比增长 23.2%，金银珠宝销售同比增长 44.6%，合计贡献率为 44.9%，据此，我们判断百货行业回暖迹象明显。另一方面，与超市子行业相比，百货子行业受到的经济危机影响更大，前期虽有一定涨幅，但相对估值仍较低，客观存在补平估值洼地的需求。第三，根据长城宏观策略组判断，中国经济在 1 季度已见到底部，未来虽有反复，但经济持续向好的大趋势不会改变；受益于内生稳定增长和外延扩张带来的业绩提升，行业内优质公司未来两年的业绩平均增速为 24.42%，即使目前行业市盈率达到 30 倍，经过 1 年的时间平滑，也会回复到 24 倍水平，零售行业稳定增长的业绩支撑了行业的高估值。



基于此，推荐相对估值较低的欧亚百货、重庆百货、广州友谊、鄂武商、合肥百货、银座股份，推荐估值合理、资产注入预期明确的小商品城。

图 15、进入 5 月，服装销售明显好转



数据来源: wind, 长城证券研究所

表 6: 09-10 年百货行业平均业绩增长 24.42%

	股价	EPS09	EPS10	业绩增长	PE09	PE10
600327.SH 大厦股份	8.89	0.44	0.53	20.81%	20.15	16.68
600814.SH 杭州解百	7.02	0.31	0.37	22.08%	22.93	18.79
600697.SH 欧亚集团	18.51	0.78	0.99	27.16%	23.75	18.68
600729.SH 重庆百货	23.56	0.91	1.08	18.30%	25.89	21.89
600828.SH 成商集团	17.50	0.68	0.85	24.19%	25.67	20.67
000987.SZ 广州友谊	18.03	0.74	0.84	13.52%	24.36	21.46
002187.SZ 广百股份	25.94	1.03	1.29	25.54%	25.29	20.15
000501.SZ 鄂武商 A	11.40	0.44	0.52	17.05%	25.82	22.05
600785.SH 新华百货	17.82	0.72	0.83	15.31%	24.75	21.46
600693.SH 东百集团	8.67	0.36	0.44	24.02%	24.39	19.66
000417.SZ 合肥百货	11.54	0.43	0.55	27.08%	26.87	21.15
600859.SH 王府井	28.06	1.02	1.21	18.83%	27.57	23.20
000516.SZ 开元控股	6.46	0.25	0.28	13.76%	25.92	22.79
600858.SH 银座股份	19.54	0.70	0.94	33.38%	27.82	20.86
600827.SH 友谊股份	13.02	0.47	0.57	20.85%	27.79	23.00
600415.SH 小商品城	37.69	1.30	1.90	45.69%	28.90	19.84
600655.SH 豫园商城	17.15	0.61	0.79	29.01%	28.02	21.72
600861.SH 北京城乡	9.64	0.31	0.35	13.61%	31.25	27.50
000715.SZ 中兴商业	10.55	0.32	0.42	29.67%	32.88	25.35
600628.SH 新世界	11.04	0.34	0.43	28.97%	32.81	25.44
600631.SH 百联股份	13.69	0.37	0.48	29.60%	37.31	28.79
600824.SH 益民商业	6.21	0.16	0.19	20.82%	39.66	32.82



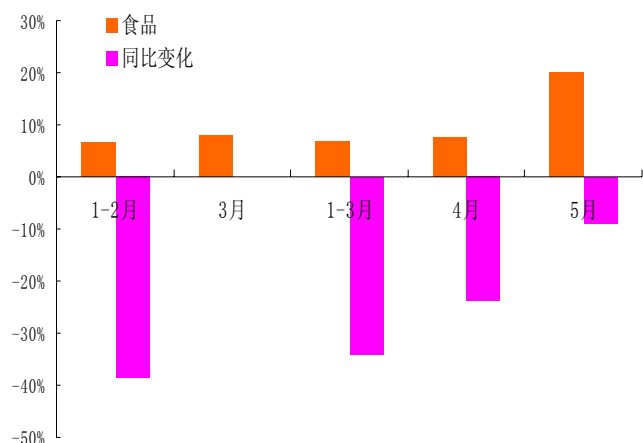
600694.SH 大商股份	30.60	0.79	1.05	32.75%	38.74	29.18
百货平均				24.42%	29.45	23.69
000759.SZ 武汉中百	9.90	0.37	0.46	26.46%	27.06	21.40
002251.SZ 步步高	23.60	0.75	0.97	28.23%	31.34	24.44
002264.SZ 新华都	24.78	0.68	0.90	32.43%	36.36	27.46
600361.SH 华联综超	8.68	0.29	0.41	40.85%	29.85	21.19
超市平均				31.99%	31.15	23.62
000829.SZ 天音控股	5.81	0.20	0.31	50.64%	28.54	18.94
002024.SZ 苏宁电器	16.69	0.59	0.72	20.90%	28.13	23.27
电器连锁平均				35.77%	28.33	21.11

数据来源: wind, 长城证券研究所

今年以来, 食品销售增速缓慢, 前 5 月增速的同比都是下滑状态, 主要原因在于主要品种猪肉、食用油价格的持续下跌。生猪存栏量过剩带来的供给过剩直接导致了猪肉价格下跌, 虽然受肉价压制, 养殖户对能繁母猪的补栏率降低, 但现有超出正常水平的能繁母猪消耗还需时日, 根据长城农业研究员判断, 下半年猪肉价格难有起色, 但也不会继续下跌。食用油是上一轮物价上涨的典型代表, 去年 4 月开始伴随着大豆价格下跌, 豆油价格也出现持续暴跌, 对于大豆价格下跌的成因, 一是国际经济危机导致流动性收缩, 投资于商品市场的基金清仓, 二是从国际市场看, 大豆增产预期强烈, 三是原油价格下跌导致各国对生物能源热情减弱。近期在流动性推动下, 大豆价格开始回升, 但由于实体经济中大豆的供需格局并未根本改变, 而新增货币投放的减少会带来流动性收缩, 因此 3 季度豆油价格将呈现震荡走势。同时, 在此次豆油厂商上调批发价格过程中, 零售终端并未积极跟进, 说明即使成本上涨, 但面对未明显企稳的消费者信心, 零售商还是难有调价空间。

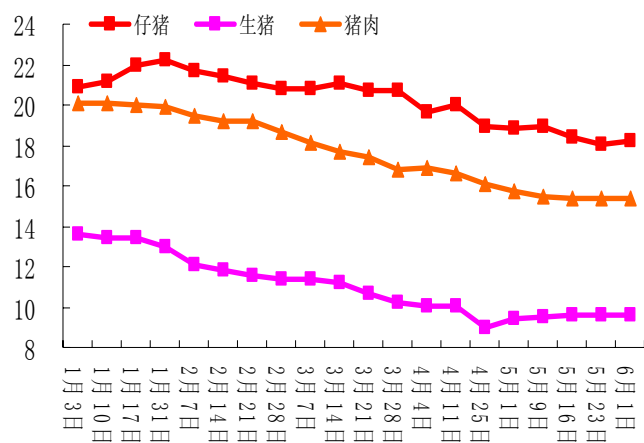
出于对食品价格走势底部徘徊的判断, 给与超市行业“中性”评级, 推荐估值相对较低、有业绩释放动力的武汉中百。

图 16、5 月食品销售增速下滑现象有所缓解



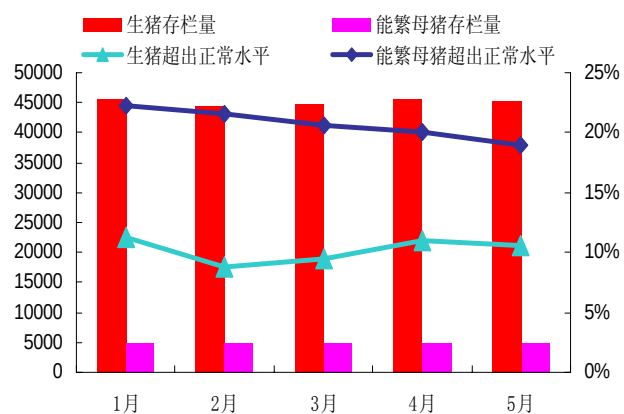
数据来源：长城证券研究所

图 17、年初以来猪肉价格缓慢下跌



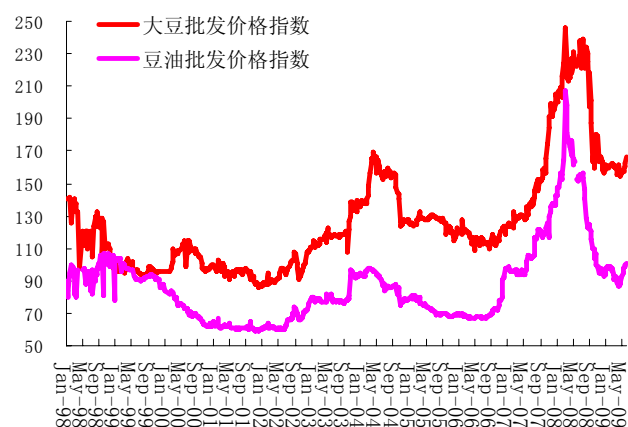
数据来源：长城证券研究所

图 18、生猪存栏量过剩是肉价暴跌的主要原因



数据来源：长城证券研究所

图 19、08 年以来豆油价格持续下跌



数据来源：wind，长城证券研究所

研究员介绍及承诺:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层
邮编: 518034
传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编: 100044
传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>