

估值修复，寻找弹性

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《在严冬中寻找春播的种子》

2008/12/31

《浪里淘沙始见金》

2008/12/25

《谁才是百货 A 股的三好学生》

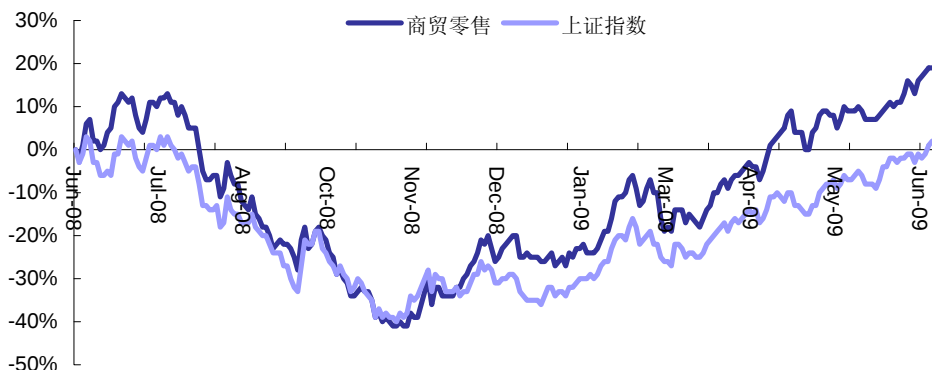
2008/10/17

《不要把蜜月当成日子》

2008/10/06

- 2009 年一季度以来，中国宏观经济好转带动消费需求转暖，但考虑到政府刺激内需措施力度不足，社保体系尚不完善等制约，我们对消费需求的真正复苏仍持谨慎态度，我们预期一直两年后真正需求复苏才能来临。
- 今年以来可选消费超预期反弹，我们认为政府投资催生灰色消费、资产泡沫效应、两极分化及零售企业促销是促使可选消费反弹的重要因素。各业态在反弹中表现各异，百货收入反弹迅猛，但超市回升较慢。
- 我国人均 GDP 刚超 3000 美元，正处于消费快速增长时期，未来行业发展潜力巨大；中西部地区外向型经济比例低，受经济危机影响较小，消费下滑不明显。综合比较后我们认为辽宁、安徽、河南、内蒙古、山东、四川、海南、江苏、江西、湖北、山西和湖南等区域零售企业发展外部环境较好。
- 中国零售行业集中度低、企业规模规模较小，竞争格局纷乱，连锁经营模式实现零售企业优胜劣汰，行业整合将提升龙头企业价值；国内零售企业的体制破冰正在起步，体制束缚如能解决，将大大释放零售企业活力。
- 长期来看，具有市场终端控制力的企业、优质区域市场领导者以及实现成功跨区域扩张的全国品牌连锁零售公司终将脱颖而出；零售企业如苏宁、国美等通过业态创新快速抢占市场份额，他们都具备了成为零售产业整合者的必要条件。
- 产业资本频繁的举牌收购引发零售业估值的新思考，零售股传统的 PE 估值方法存在缺陷，PS 及 EV/EBITDA 等方法更能反映企业真实价值。通过国别比较和历史比较，我们发现国内百货行业均处于估值低位。我们坚持以弹性作为投资标准，在选股中兼顾区域选择、业态选择、整合能力选择和体制选择，维持对成商集团、大商股份、重庆百货、鄂武商、王府井、银座股份、合肥百货、武汉中百、华联综超的增持评级。

最近 52 周股价表现



分析师
吴红光
+755 - 8249 2069
wuhg@lhqz.com

目 录

一、是转暖还是复苏.....	3
二、国内消费前景广阔	7
三、谁在竞争中胜出.....	13
四、如何对零售股估值	15
五、估值修复与弹性.....	19

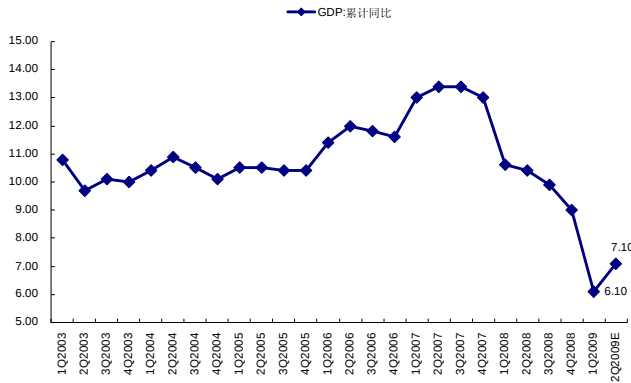
是转暖还是复苏

需求出现转暖迹象

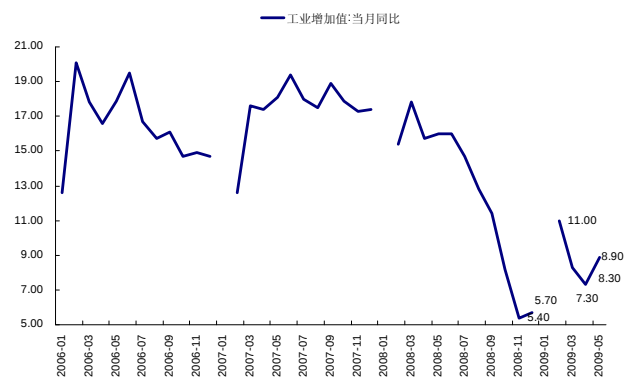
季度 GDP 增速和工业增加值月度数据触底反弹，需求出现转暖的迹象

去年下半年以来，美国次债危机对实体经济恶化进一步加剧，受此影响国内经济增速大幅下降，居民收入水平显著放缓抑制消费支出，零售企业纷纷遭遇寒冬。但 3 月份以来，随着外围经济的好转及国内政策措施的见效，我国宏观经济开始反弹，居民收入、消费增速下滑开始收窄，消费支出意愿开始逐步回升。剔除物价水平波动的影响后，限额以上商品零售总额同比增速去年年底开始出现反弹，进一步证明消费需求的转暖。

图 1：中国宏观经济总量指标出现反弹
1Q2003-2Q2009EGDP 季度累计同比增长(%)

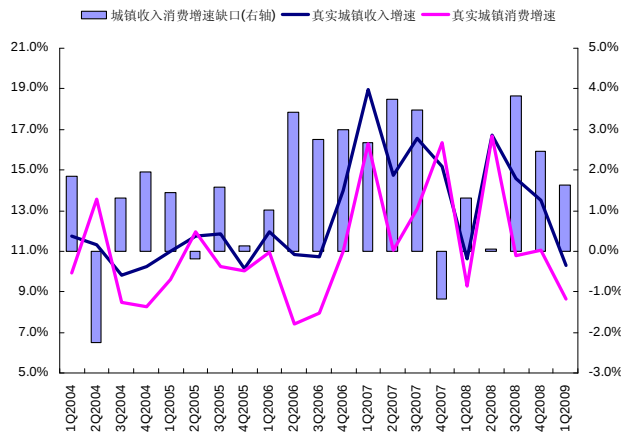


2006.01-2009.05 工业增加值月度同比增长(%)

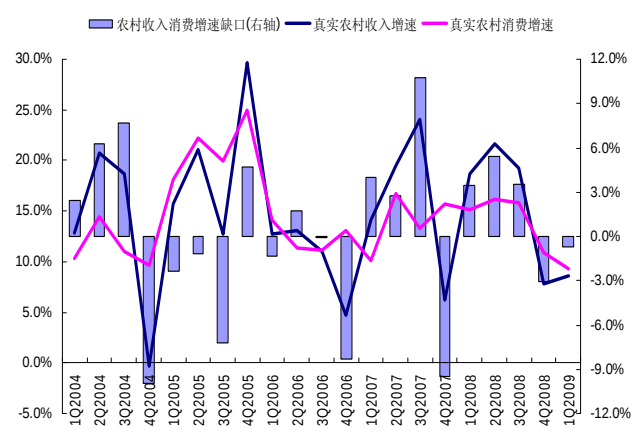


资料来源: Wind

图 2：城乡居民收入水平及消费支出仍处于谷底，但增速缺口收窄
1Q2004-1Q2009 城镇居民收入及消费季度增速(%)



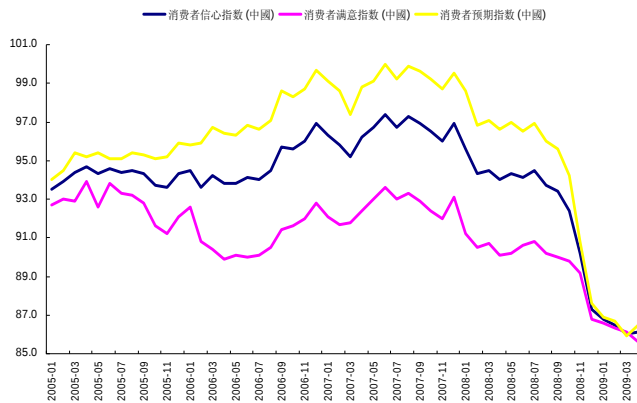
1Q2004-1Q2009 农村居民收入及消费季度增速(%)



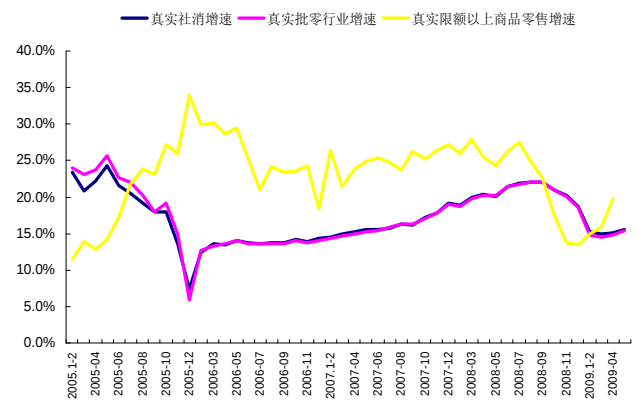
资料来源: CEIC, 联合证券研究所

图 3：消费需求出现转暖迹象

2005.01-2009.04 消费者景气指数



2005.01-2009.05 限额以上商品零售总额及社消总额增速



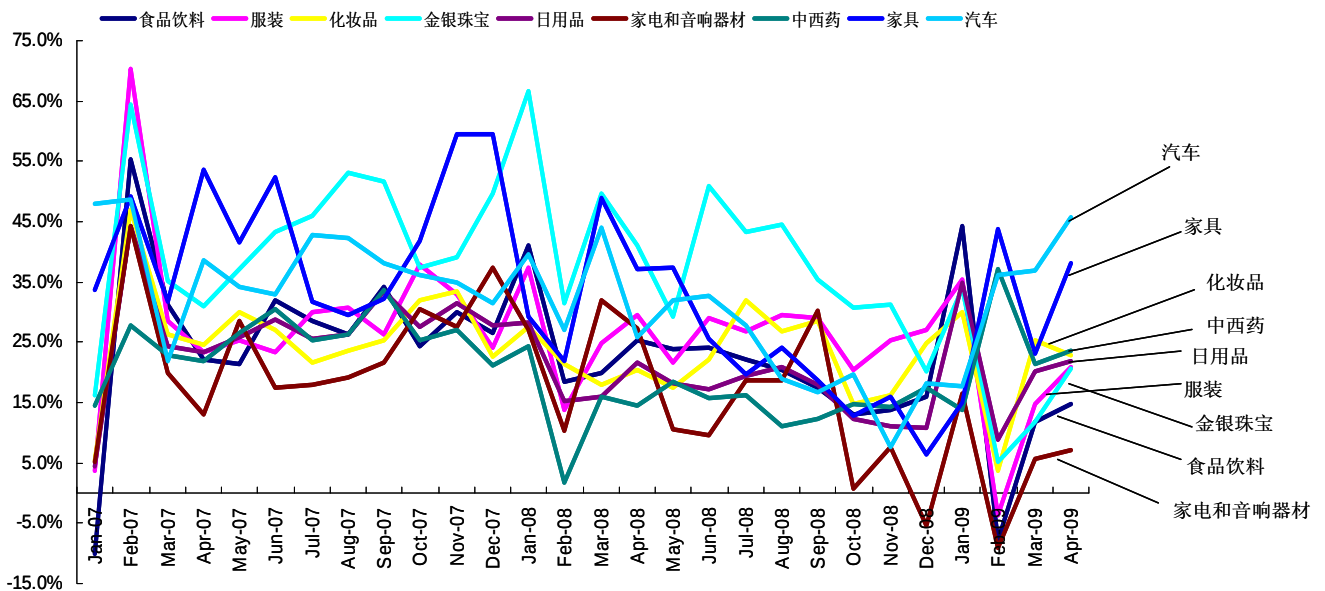
资料来源：CEIC，联合证券研究所

可选消费反弹迅猛

对比限额以上分类商品月度销售数据，我们发现中高端商品的需求反弹迅猛，汽车、家具、化妆品销售同比增速居前，而家电和音响器材、食品饮料和金银珠宝增幅居后。

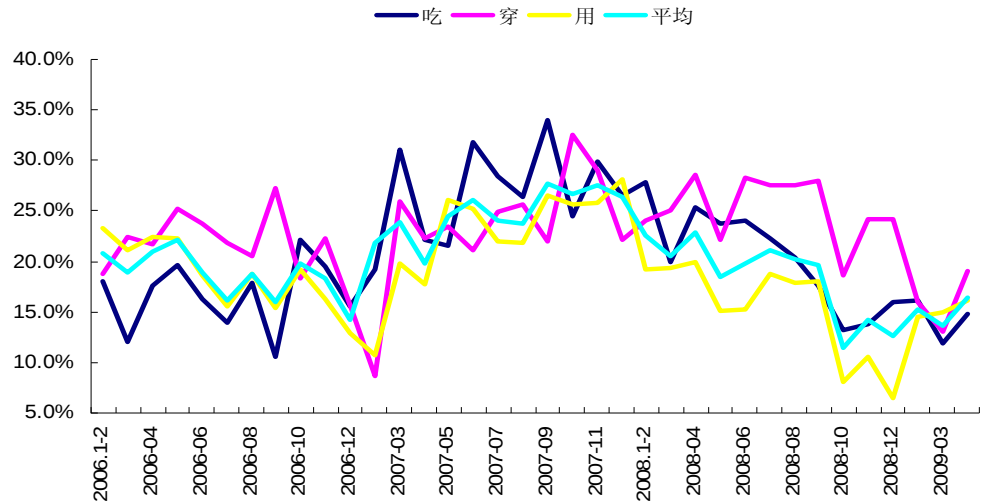
剔除不经零售渠道（指百货、超市、连锁家电门店）销售的产品后，我们发现从受经济危机影响程度来看三大类产品中“用”>“吃”>“穿”，而从本年度需求反弹程度来看，“用”>“穿”>“吃”。

图 4：可选消费品反弹迅猛 1



资料来源：CEIC，联合证券研究所整理

图 5：可选消费品反弹迅猛 2

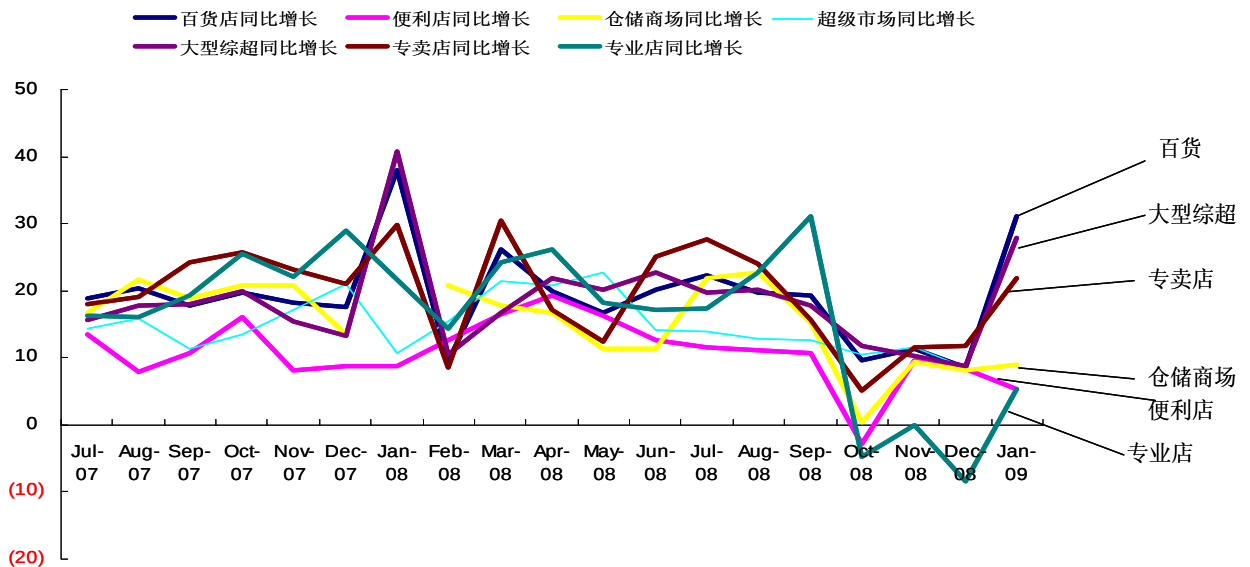


资料来源：CEIC，联合证券研究所整理

业态各异，弹性不同

各业态销售产品品类不同导致了业态在受经济冲击和经济转暖时收入增速也各不相同。我们以标准差为指标衡量各业态弹性，依次为专业店(11.04) > 专卖店(7.26) > 大型综超(7.24) > 百货店(7.17) > 仓储商场(6.11) > 超级市场(5.04) > 便利店(4.87)。这与我们调研观测的情况相符合，即消费转暖过程中，百货业受刺激较大，门店销售数据回升较快；而超市回升较慢。

图 6：百货等业态反弹迅猛，超市反弹较缓慢



资料来源：Wind，联合证券研究所整理

汽车、奢侈品等可选消费的迅猛反弹不同于传统经济学的基本结论，经济转暖对可选消费的拉动效应超出了大家的预期，我们认为这主要基于以下几个原因：

如何看待可选消费的快速反弹：投资催生寻租、资产泡沫、两极分化、商家促销

1. 此轮政府投资可能催生寻租现象，灰色收入群体成为推动可选消费反弹的主力；
2. 去年四季度以来，房地产、股市泡沫导致部分中高收入人群总资产升值，

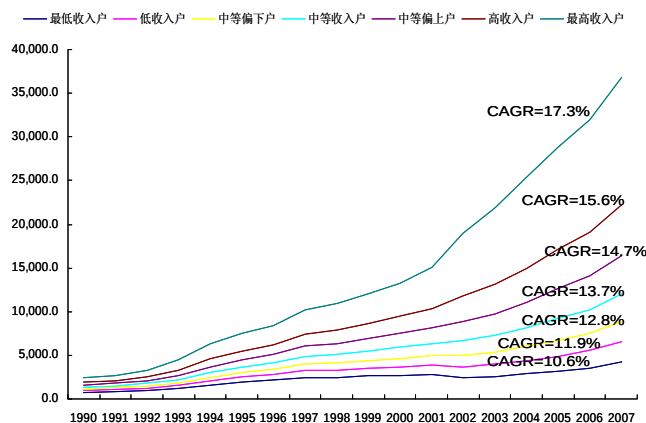
这部分人群步入高收入人群，增加了消费人群的基数；

3. 90 年以来中国两级分化严重，高收入人群资产存量；

4. 零售企业大力促销应对需求下滑，因此销售收入可能受影响较小，但是这种促销可能导致企业费用增加，利润下降，因此需求增长可能有“水分”

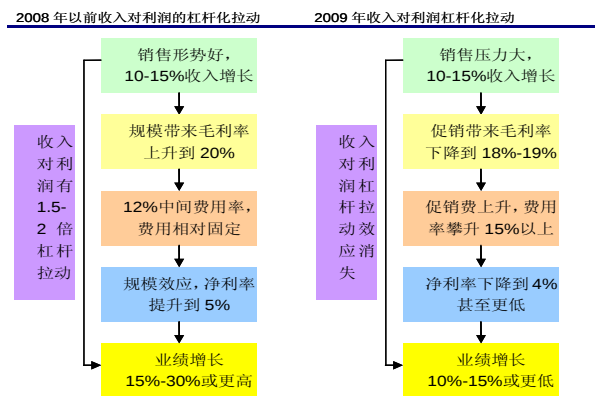
图 7：如何看待可选消费快速增长

两级分化严重，高收入人群资产存量



资料来源：CEIC，联合证券研究所

零售企业的促销措施导致需求数据有“水分”



资料来源：联合证券研究所整理

是否真正复苏需谨慎

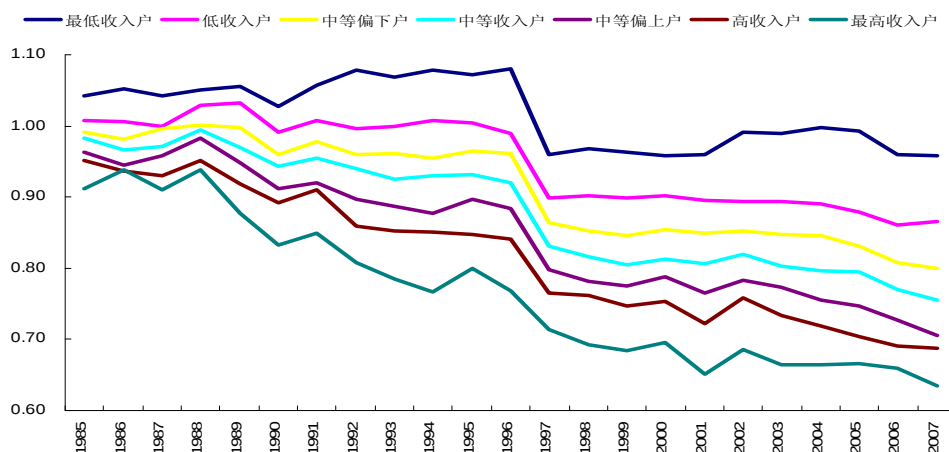
中国消费增长一直滞后于 GDP 增长，主要是因为资源过度向工业部门集中、加之社会保障不健全，因此居民一直以增加储蓄、通过个人储蓄构建理应由社会承担的未来保障。目前中国真正能够承担教育、医疗、住房“三座大山”的人群比例很少，并且这部分人群的消费意愿低，因此他们消费总量有限；而对于大多数愿意消费的居民来说，“三座大山”的压力又使得他们在消费时必须小心翼翼。

零售业能否在 2009 实现真正复苏，实际取决于政府能否快速出台系列实质性措施以提振居民实际收入，并改善社保体系。目前以投资为主导的政策难以有效提振消费，急需政策导向的转变；未来中国消费能否大跃进取决于教育、医疗、住房 3 座大山对消费的压制能否得到缓解。

是否真正复苏仍需
谨慎看待

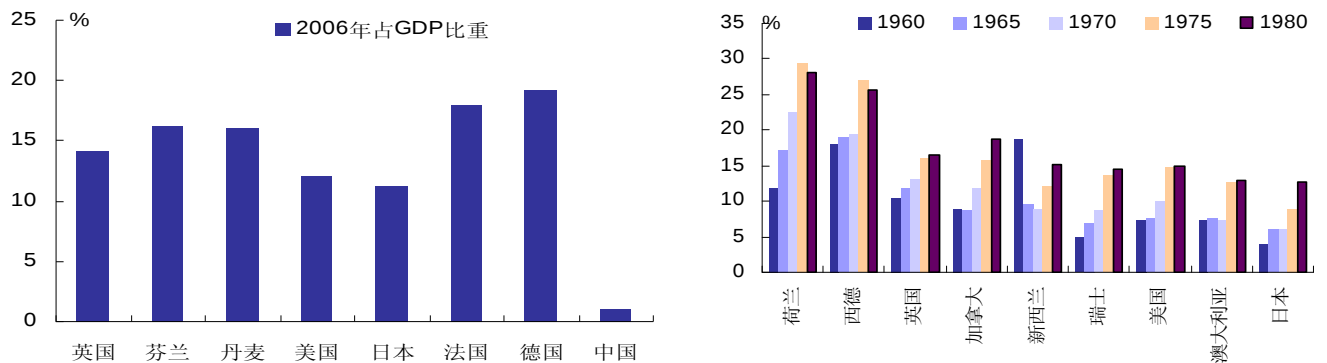
中国的尴尬：能消费的
不愿意消费；愿意消费
的不能消费

图 8：各收入阶层平均消费倾向比较



资料来源：CEIC，联合证券研究所整理

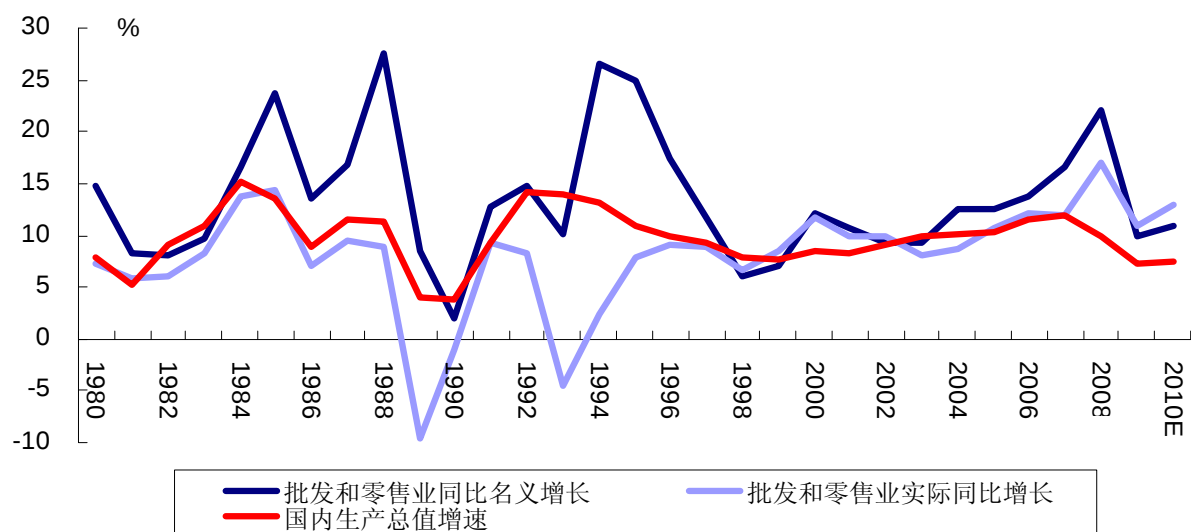
图 9：中国社会保障支出占 GDP 比重较低



资料来源：OECD，联合证券研究所

根据我们前期报告的预测，我们认为由于 2008 年前三季度基数较高，2009 年零售企业又将承受金融危机对消费的负面冲击，因此 09 年很可能是零售业继 1998 年调整后的新一轮调整周期。我们乐观估计 2010 年零售业出现 V 字型反转，但具体反转的快慢实际取决于政府推进实质性提振居民收入和社保政策的力度。

图 10：我国 GDP 与批发零售业历年增长及预期



资料来源：CEIC，联合证券研究所整理

国内消费前景广阔

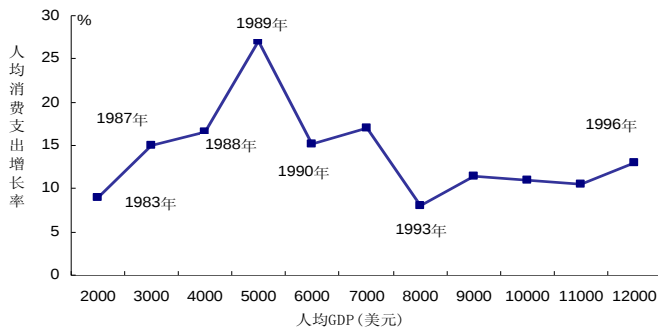
消费升级成为长期动力

发达国家消费增长实证显示，当人均 GDP 在 1000-6000 美金区间时，是一国消费增长的黄金时期，中国目前人均 GDP 为 3266 美元，正处于消费升级初期阶段，随着城乡家庭家庭的恩格尔系数不断下滑，食品消费占比明显下降，可选消费占比将逐渐提升，消费升级是零售行业发展的持续动力。

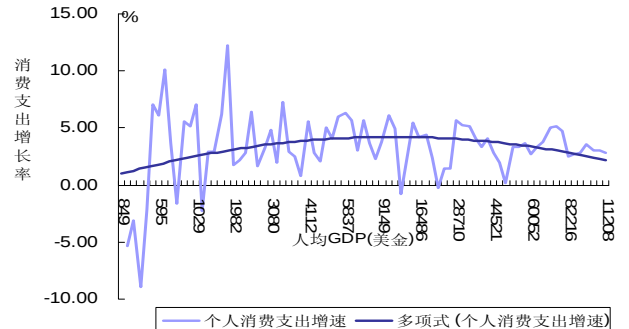
我国人均 GDP 刚刚超过 3000 美元，正处消费快速增长的黄金时期

图 11: 发达国家人均 GDP 与消费支出水平

韩国人均 GDP 与消费支出增长率



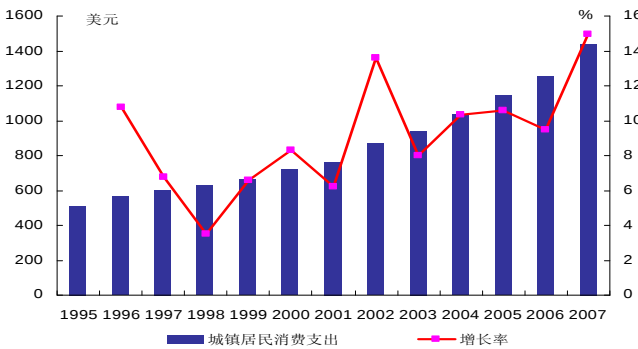
美国人均 GDP 与消费支出增长率



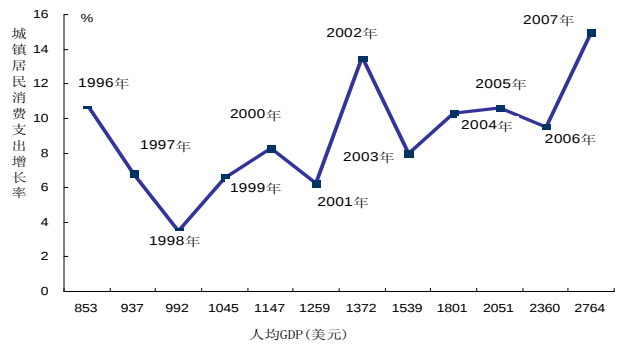
资料来源: Korea National Statistical Office, CEIC, 联合证券研究所

图 12: 我国居民消费支出及其与人均 GDP 的相关关系

中国居民消费支出及增长率



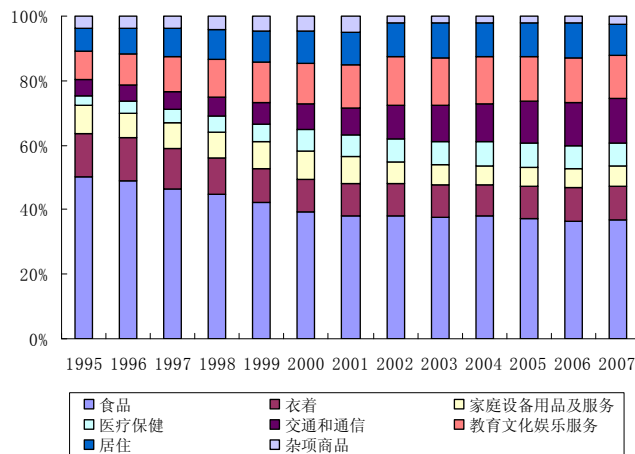
中国人均 GDP 与消费支出增长率



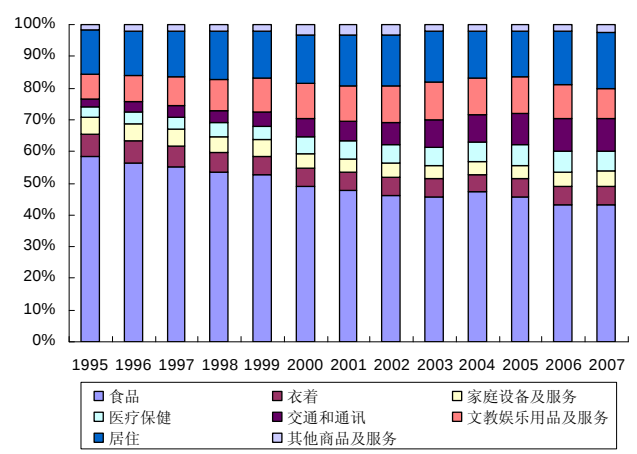
资料来源: CEIC, 联合证券研究所整理

图 13: 消费升级刺激零售业长期发展

城镇居民消费支出结构



农村居民消费支出结构



资料来源: CEIC, 联合证券研究所

中、西部地区别有洞天

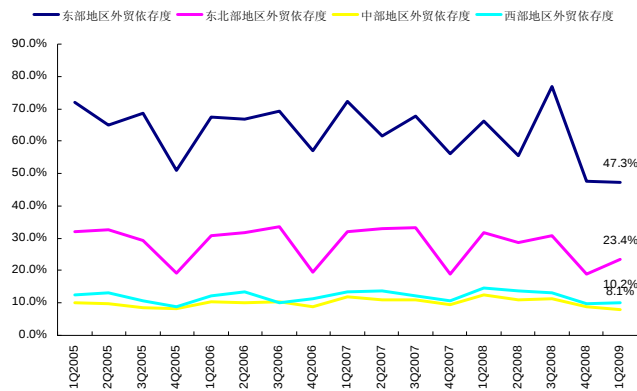
根据统计数据及我们的调研, 我们发现在此次经济调整周期中, 东部地区零售业增速放缓速度明显快于中西部地区, 我们认为造成此现象的主要原因在于:

1. 经济结构存在较大差异：东部地区开放程度较高，外贸依存度高，因而受外围经济影响程度远大于中、西部地区；
2. 经济衰退具有明显的从东部到中西部的传导过程；
3. 东部地区财富效应比其他区域更为显著；
4. 东部地区零售业发展成熟，基数较高。

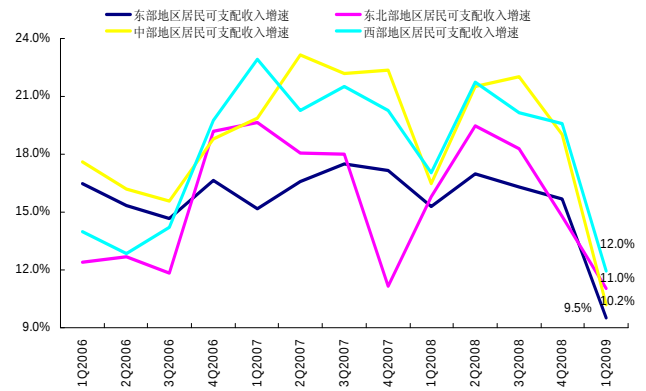
我们在前篇报告《浪里淘沙始见金》中根据收入、消费、零售额增速等指标，发现辽宁、安徽、河南、内蒙古、山东、四川、海南、江苏、江西、湖北、山西和湖南等区域零售市场发展潜力比一线城市确实更大。

图 14：各区域经济结构、居民收入对比

1Q2005-1Q2009 各区域外贸依存度

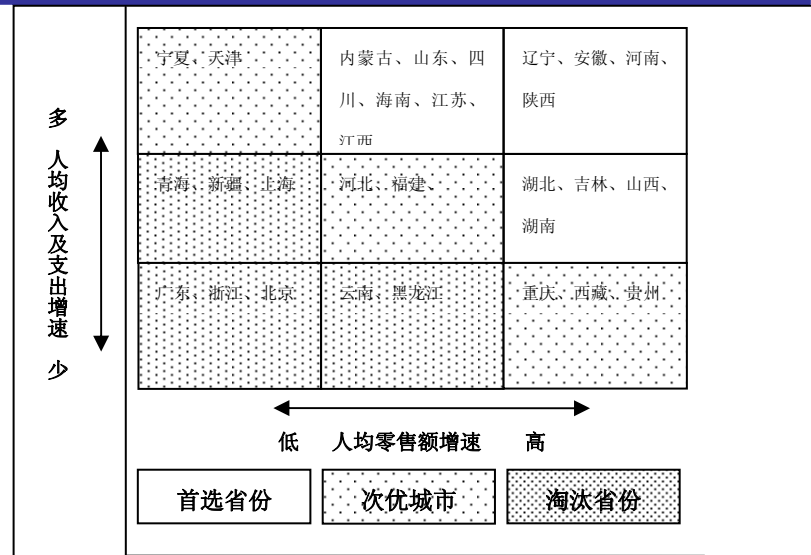


1Q2006-1Q2009 各区域居民可支配收入增速



资料来源：CEIC，联合证券研究所

图 15：我国区域零售市场发展潜力矩阵



资料来源：联合证券研究所整理

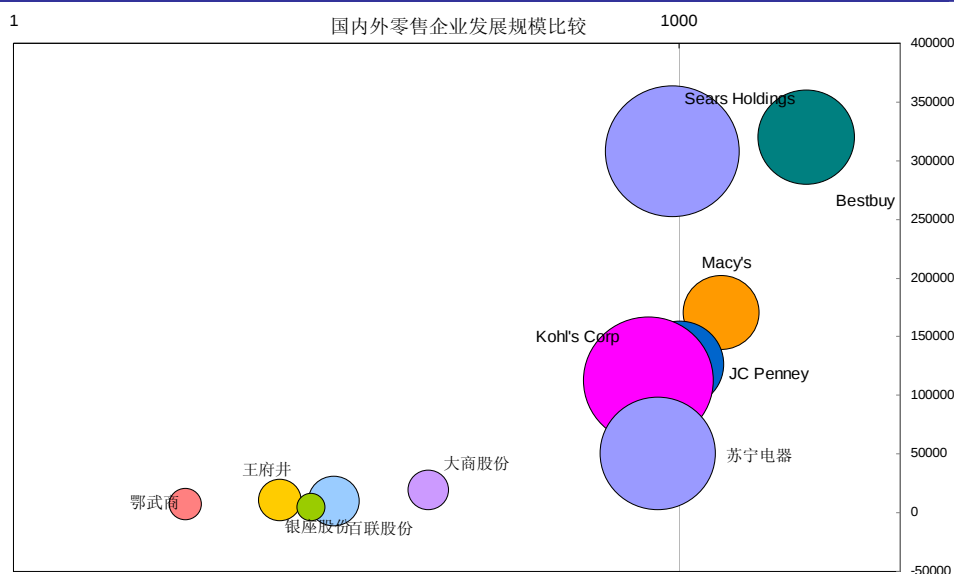
行业整合提升龙头价值

从长期来看,连锁模式下的集约化经营和统一化管理将实现零售企业的优胜劣汰

与国外企业相比,中国零售企业总体规模较小,这与我国零售行业目前仍处于区域分割、连锁化程度不高有关。未来零售行业的变数较大,从国际零售企业发展历程来看,连锁模式体现为集约化经营和统一化管理,优质企业通过连锁经营积累竞争优势并逐渐壮大,最终提升行业集中度。

从中国连锁经营协会公布的 2003-2008 年连锁百强数据来看,前 10 强零售企业销售规模年均复合增长率快于连锁百强、也快于社会消费品零售总额复合增长率,充分表明了规模优势。

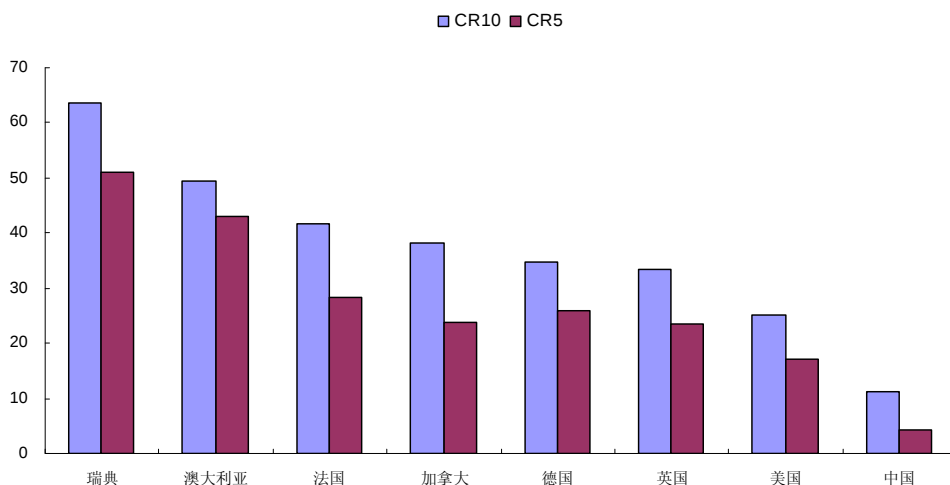
图 16: 零售行业集中度国别比较



资料来源: Wind, Bloomberg, 联合证券研究部整理
注: 纵轴为销售收入, 横轴为门店数 (取对数), 气泡大小表示公司市值

中国零售行业整体集中度远低于发达国家

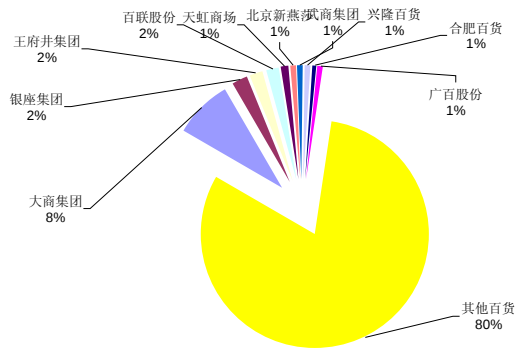
图 17: 零售行业集中度国别比较



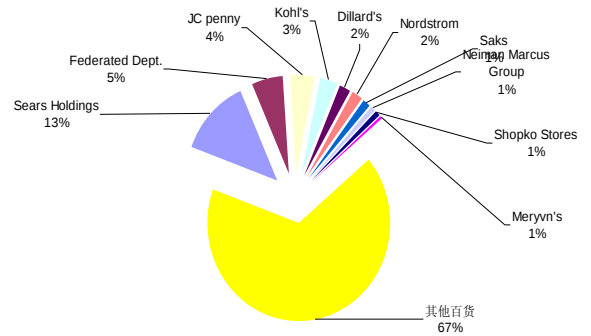
资料来源: Euromonitor, 联合证券研究部整理

图 18：百强行业集中度国别比较

中国百货行业集中度



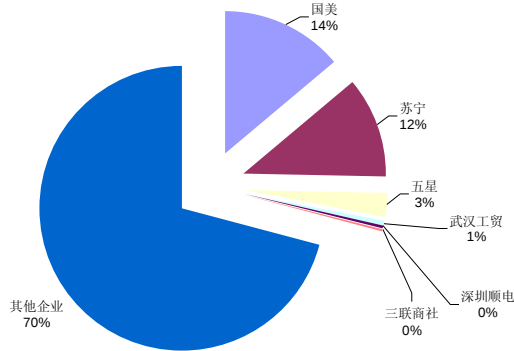
美国百货行业集中度



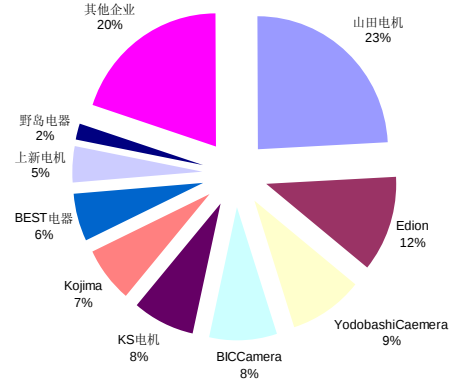
资料来源：中国连锁经营协会，Bloomberg，联合证券研究所整理

图 19：家电行业集中度国别比较

中国家电行业集中度



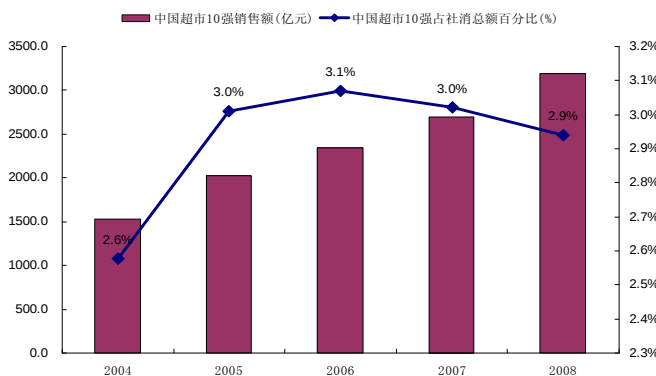
日本家电行业集中度



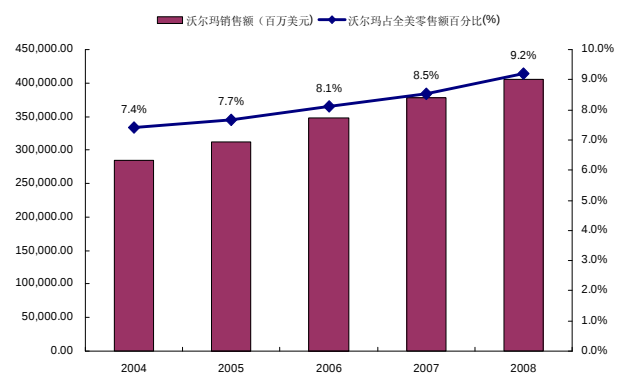
资料来源：中国连锁经营协会，Bloomberg，联合证券研究所整理

图 20：超市行业集中度国别比较

中国超市 10 强占社消总额比例



沃尔玛占全美零售额比例



资料来源：中国连锁经营协会，Bloomberg，联合证券研究所整理

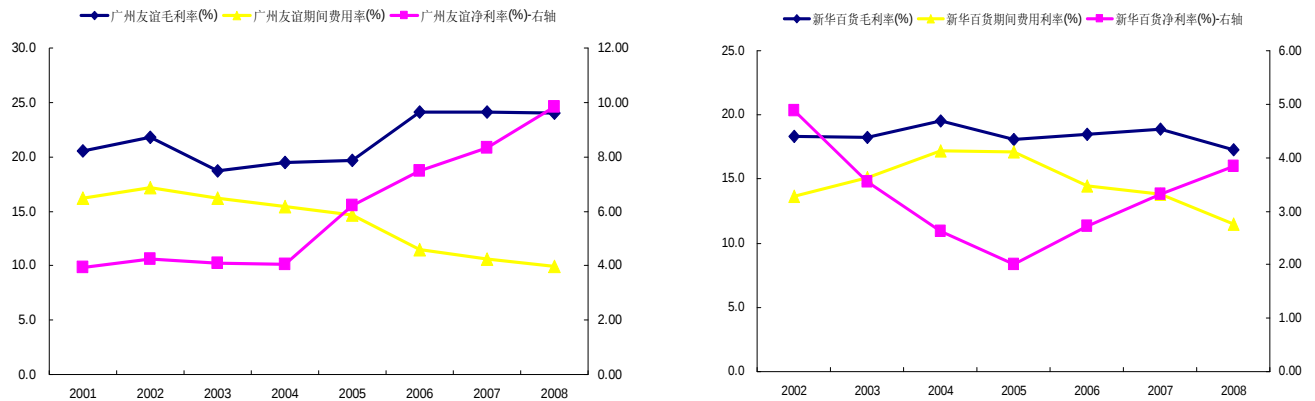
体制改革激活企业活力

体制问题是缰绳，
也是动力

由于历史发展的原因，中国的零售企业多半具有老国有企业体制的背景，国企遗留的众多问题如公司股权结构不顺，管理层缺乏激励，冗员较多等制约了公司业绩释放的活力。

但伴随着零售行业市场化程度提高，企业之间的竞争愈发激烈，民营企业等在体制上的优势促使国有背景零售企业开始思考如何解除这一枷锁。我们认为体制问题既是目前困扰零售企业发展、吞噬公司业绩的桎梏，同时也是促使企业不断进行自身改革的动力。目前A股已有不少零售企业通过实施股权激励，理顺了公司结构，实现了公司业绩的快速增长。

图 21：股权激励与公司业绩提升



资料来源：公司公告，联合证券研究所整理

表1：百货A/H2007年部分财务指标对比

	毛利率 (%)	ROE(%)	员工(个)	折旧摊销 (百万)	人工成本 (百万)	销售收入 (百万)	综合所得 税率(%)	折旧摊销 / 销 售收入 (%)	人工成本 / 销售收入(%)
金鹰商贸	22.80	24.19	2900	55	113	4858	35.51	1.14	2.33
百盛集团	20.30	26.70	6700	114	268	9003	22.84	1.26	2.98
银泰百货	23.60	10.13	710	38	64	3851	27	0.99	1.65
新世界百货	26.59	35.32	3198	97	147	3694	14.97	2.64	3.99
鄂武商A	18.07	14.60	8821+ 1673	135	209	5362	33.03	2.52	4.06
王府井	18.04	15.20	10431 +4513	158	433	8561	32.88	1.85	5.1
百联股份	21.56	12.77	6640 +2280	297	537	8429	24.57	3.52	6.37
重庆百货	18.00	13.94	6709 +965	94	260	5486	19.42	1.71	3.66
大商股份	17.11	10.52	29711+2504	291	796	14969	36.92	1.94	5.32
合肥百货	14.83	9.52	5379+1216	62	113	4001	33.64	2.52	5.23

资料来源：Wind 资讯,联合证券研究所整理

谁在竞争中胜出

寻找零售产业的整合者

专业能力塑造强大的市场控制力

零售的核心在于对终端的有效控制，因此市场控制力是我们选择优质零售公司的主要标准，我们认为区域容量、网点选址、网络构建、门店管理和物业属性是判断公司渠道控制力的重要标准，而那些具备专业管理团队和成功管理模式的企业在激烈竞争中胜出的概率是最大的。

1. 区域市场容量（区域市场容量大小决定零售商发展空间）；
2. 网点选址（优质网点日益稀缺，能否低成本获取优质潜力商业物业，下属网点区域分布）；
3. 网络构建（网点覆盖广度和深度，销售规模和对于区域的渗透率能否提升其渠道终端对市场影响力，进而增强其与供应商的谈判力）；
4. 门店管理（产品结构及调整、购物环境营造和促销活动是否丰富等，能否提升对消费者吸引力和购买力，成本费用控制能力等）；
5. 物业属性（能否低成本获取自有物业，租赁物业成本是否过高，物业折旧年限等）。

从区域领导者到全国连锁霸主

从我国和国外零售业发展历史上看，每一次行业的大幅动荡实际为优质企业的脱颖而出和加快整合提供机遇。如大商股份等区域强势零售商正是利用 1998 行业低谷期通过并购等模式迅速扩大规模并最终奠定区域市场地位，并为股东带来超额回报。

未来区域整合将成为重组主流，在这一过程中，优质区域市场领导者和全国品牌连锁零售公司在经历了残酷的行业整合和经济危机等打击后会更加壮大，并远超同行成为我国零售市场的主角。我们的观点是：**优质区域市场领导者难能可贵，实现成功跨区域扩张的全国品牌连锁零售公司更是极具产业整合王者之相的霸者。**

表 2：区域垄断和品牌连锁型零售商特征对比

	优质区域领导者	全国品牌连锁
特点	网点覆盖宽度和广度都相对领先，在当地竞争优势显著	品牌认知度高，管理模式先进，一般定位为中高档
盈利模式	在所在区域的行业地位突出，依托区域强势地位获得供应商、消费者认同和依赖	依托全国性连锁分销网络和市场认知度获得供应商、消费者认同和依赖
要求	区域市场网络健全，渗透率高，在当地居民心中拥有较高品牌忠诚度	品牌认知度高，档次定位合理，购物环境良好，品种丰富，拥有广泛的消费群体
百货业代表	重庆百货、鄂武商、银座股份	大商股份、百盛、王府井、太平洋百货
超市业代表	武汉中百、步步高、物美商业	联华超市、华联综超

资料来源：联合证券研究所

关注业态演变中的机会

百货是中国零售行业的主流业态

通过分析美国和日本人均 GDP 及百货行业销售数据，我们发现人均 GDP1000-3000 美元阶段日本百货消费复合增长率达到 25.86%，而随着人均 GDP 增长，美、日两国百货消费复合增长率都逐渐下降，表明此阶段为百货行业的黄金时期；中国 2008 年人均 GDP 约为 3266 美元，正处于消费结构升级的起步阶段，而百货业态由于其销售的中高档服装、化妆品和配饰等为可选消费品，是目前最受益于消费结构升级的业态。

从历史经验来看，国外百货业态的衰退与居民生活方式的改变和汽车普及率的提高有很大关系。以美国为例，城区人口大规模的外迁减少了市中心客流量，百货店需求大大降低，汽车的普及促进了购物中心和大型连锁超市业态的发展，从而对百货业态形成了冲击。

百货行业在中国的生命周期长于欧美国家

但我们认为这一情况在中国却较难发生，中国与美国国土面积相似，但人口是美国的 4.4 倍，土地资源稀缺限制了中国城市人口大规模迁向郊区、卫星城居住的可能性；而根据行业协会预测，中国汽车普及率到 2011 年才能达到 20%，到 2021 年为 60%，远低于美国 50-60 年代 80% 以上的汽车普及率，居民开车购物的需求将受到限制。我们预计在未来的三到五年内，中国居民聚居生活方式、去商圈购物的消费习惯仍将持续，因此中国特殊的国情将延长百货业态的生命周期。

表 3：区域垄断和品牌连锁型零售商特征对比

美国百货的变革	百货业态发展状况	人均 GDP	生活情况	汽车普及率	可选消费品消费习惯
50-60 年代	蓬勃发展	1000-3000 美元	城市里，密集化居住	90%	去城区（商圈）采购
60 年代以后	逐渐衰退，让位于超市和购物中心	3000-30000 美元	开始迁往郊区，分散化居住	90% 以上	开车，寻找便利的购物地点
中国百货业预测	百货业态发展状况	人均 GDP	生活情况	汽车普及率	可选消费品消费习惯
2007-2011	蓬勃发展	3266（2008 年）	城市里，密集化居住	20%	去城区（商圈）采购
2011	2021 逐渐衰退，让位于超市和购物中心	-	开始迁往郊区，分散化居住	60%	开车，寻找便利的购物地点

资料来源：联合证券研究所

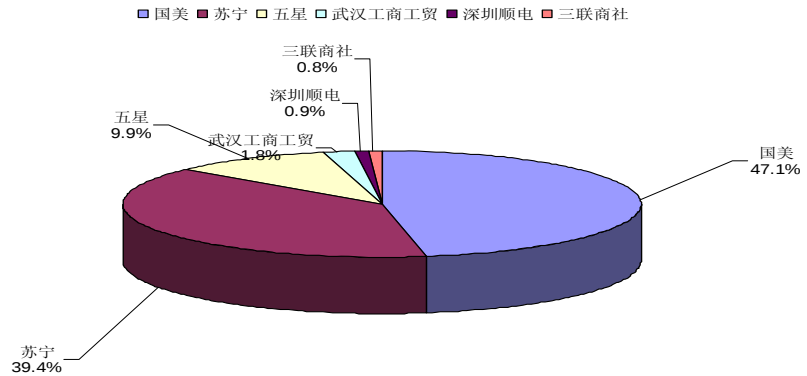
寻找业态创新的领导者

我们认为业态的创新包含两方面的含义，第一种指的是随着收入水平的变化，消费者对商品的需求产生变化，在产生对新业态需求的同时冲击原有业态；零售作为业态变化的接受者，调整其销售品类、销售策略等以适应新需求；第二种指的是零售企业通过创造一个新的商业模式，通过提高销售毛利、降低交易成本等蚕食已有业态的市场份额，最终实现对原业态的扬弃，创造出新的业态。

自从国美苏宁创造出崭新的类金融商业模式后，“美苏”通过迅速提高门店规模、扩大市场占有率实现市场垄断。截止 2007 年底，国美苏宁占家电连锁市场份额达到 87%，占全市场份额达到 25%，原有的传统家电销售业态在一线城市基本已经消失。

国美苏宁通过业态创新，实现了市场垄断

图 22：国美苏宁通过业态创新垄断家电连锁行业



资料来源：公司公告，联商网联合证券研究部整理

如何对零售股估值

产业资本 PK 金融资本

产业资本直接举牌并购
动摇了金融资本对零售
股的定价权

相对于其它产业，在目前优质网点资源日益稀缺、优质零售资产处于无效率状态和优质零售公司不断涌现格局下，零售企业的隐蔽资产价值正日益得到产业资本的青睐；随着全流通时代的到来，重置成本逐渐下降，对于资产正常或超额收益率的追求将使得拥有优质资产的零售公司被并购的预期日趋增强。

表 4：历年来我国零售业部分收购案例一览

收购基本情况					收购标的 当年财务状况		收购估值	
购方	的方	牌时间	购金额(百万)	股比例	售收入 (百万)	利润 百万	S (倍)	E (倍)
金鹰集团	南京新百	2003.08	516.86	30.13%	2992.02	79.57	0.57	21.56
雨润集团	南京中商	2004.05	296.3	29.49%	2310.20	47.52	0.43	21.14
	渤海物流	2008.01	70.16	6.68%	799.30	3.38	1.31	310.74
茂业国际	商业城	2008.01	77.66	8.63%	1837.11	5.25	0.49	171.41
	深国商	2008.01	87.97	10.00%	42.59	主业亏损	20.66	--
	成商集团	2005.06	435.18	74.85%	1143.92	主业亏损	0.51	--
	百大集团	2005.12	486.33	27.73%	1310.37	28.55	1.34	61.43
银泰百货	鄂武商	2005.07	462.06	20.24%	4666.03	140.34	0.49	16.27
	中兴商业		96.25	5.00%	2257.95	76.94	0.85	25.02
	奥斯集团	2007.10	559.60	100%	--	--	--	26.6
百丽国际	森达集团	2007.11	2200.00	100%	--	--	--	14.5
	美丽宝	2008.03	1500.00	100%	--	--	--	21
TESCO	乐购(大陆)	2004.07	140.00	50%	330.00	5.49	0.85	51.00
华润集团	深圳万佳	2001.09	460.00	72.00%	2000.00	32.00	0.32	19.80
物美集团	超市发	2004.04	700.00	25.00%	2200.00	16.00	0.13	18.40
	美廉美	2006.08	280.00	68.00%	164.00	16.00	0.25	25.60

资料来源：联合证券研究所整理

2003 年以来产业资本不断从二级市场举牌收购这一现实将导致零售业定价

机制将处于产业资本和金融资本的博弈过程中，其不仅为拥有优质资产的零售公司提供潜在的安全边际，也从另一个角度证明零售业已进入相对安全的价值区域，并提醒我们目前实际可从中长线投资角度去看待零售股。

零售股估值方法再探讨

三种估值方法比较

各路资本对价值的博弈实际使得我们有必要探索新的估值方法以使得金融和产业资本对零售企业的价值趋同。考虑到零售资产的结构，我们认为简单依据公司公布的净利润得到的 PE 估值实际并不合理。我们在前篇报告《浪里淘沙始见金》里详细介绍了三类对于零售企业的估值方法，分别是 PS 估值、还原折旧费用法或 EV/EBITDA 及重置成本法。

表 5：主要估值方法介绍

PS 估值	还原折旧费用法或 EV/EBITDA	重置成本法
零售企业的销售收入一般不容易失真，且能真实反映一个门店和零售网络的价值。收购方对标的的收购 PS 一般在 0.25-0.5 倍左右。其中，百货的收购 PS 在 0.5 倍左右，而超市一般在 0.25 倍左右。	充分考虑商业物业资产的升值效应，将净利润调节为还原商业物业年折旧费用后的净利润，本质上是对传统 PE 估值方法的修正。	是产业资本在衡量收购标的时的价值标杆之一。其主要方法是： 重置价值=资产市场价值-公司债务

资料来源：联合证券研究所整理

估值国际比较：本土百货股存在估值优势

我们比较了国际、国内零售行业个股的估值，可以得出如下结论：

百货行业：PE 方法下，A 股相对 H 股和美股均有溢价；PS 方法下，美股估值水平最低，A 股相对 H 股折价非常明显；EV/EBITDA 和 PB 方法下 A 股和 H 股基本相同，美股显著折价。

超市行业：无论在 PE 法，PS 法和 EV/EBITDA 方法下，A 股估值都已经较高，行业整体处于溢价状态。

家电行业：A 股家电行业代表性个股只有苏宁电器，PE 法，PS 法和 EV/EBITDA 方法下，苏宁电器估值都已经较高，行业整体处于溢价状态。

估值历史比较：百货股仍是最优选择

我们综合比较了百货、超市和家电三大板块在 PE、PS、EV/EBITDA 方法下的历史估值水平，百货行业 PE 水平、相对沪深 300 溢价率、PS 水平均处于低位，因此是我们的最优选择，而超市、家电连锁估值水平基本回到历史平均水平。

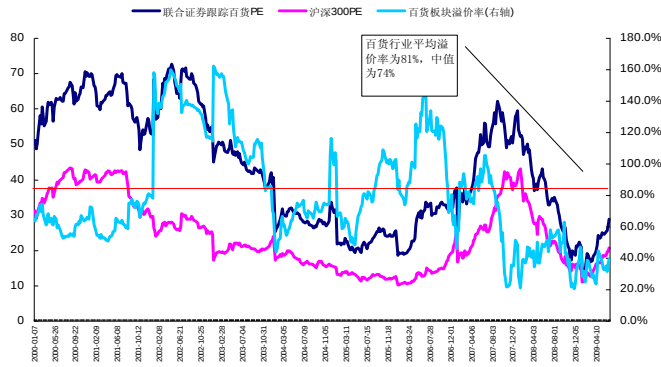
图 23：国内国际零售行业历史估值比较

		市值(亿本币)	EPS			PE			PS			2009EV/EBITDA	2009PB		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011				
百货	A股	大商股份	97.0	0.5	1.9		66.1	17.0		0.5	0.4		7.7	3.1	
		鄂武商A	58.7	0.5	0.5	0.6	25.7	21.8	18.1	0.8	0.6	0.5	11.0	4.3	
		合肥百货	42.8	0.5	0.6	0.7	25.8	20.0	17.1	0.7	0.6	0.5	11.2	6.4	
		成商集团	33.7	0.7	0.9	1.4	24.4	18.8	11.6	1.9	1.5	1.0	19.6	8.4	
		王府井	109.1	1.0	1.2	1.5	27.4	22.6	18.4	1.0	0.9	0.7	15.5	4.8	
		银座股份	48.1	0.7	0.9	1.0	28.4	22.5	19.7	0.9	0.8	0.6	17.6	3.9	
		南京中商	23.1	0.3	0.6	0.8	51.9	28.7	20.4	0.5	0.4	0.4	11.5	3.5	
		重庆百货	47.9	0.9	1.1	1.2	25.6	21.8	20.0	0.6	0.6	0.5	-	5.4	
		百联股份	151.2	0.4	0.5	0.5	35.9	28.3	26.0	1.5	1.3	1.2	15.4	2.8	
		欧亚集团	30.6	0.8	1.0	1.3	24.7	19.2	14.6	0.8	0.7	0.5	13.6	4.1	
		大厦股份	29.6	0.4	0.5	0.6	20.6	16.9	14.8	0.6	0.6	0.5	10.7	3.7	
		广州友谊	65.9	0.7	0.8	1.0	24.9	22.1	18.8	2.4	2.1	1.9	15.0	5.4	
		广百股份	43.2	1.0	1.3	1.7	26.6	21.2	16.1	1.2	1.0	0.9	14.4	5.1	
		加权平均					33.6	22.3	17.1	1.1	0.9	0.8	13.6	4.4	
		海外股	Sears Holdings	75.6	1.3	2.1	1.9	48.0	29.7	33.3	0.2	0.2	0.2	5.9	0.8
			Macy's	47.2	1.2	0.7	1.0	9.2	16.5	10.9	0.2	0.2	0.2	5.1	0.5
			JC Penney	63.8	2.5	0.7	1.2	10.7	37.3	22.8	0.3	0.4	0.4	4.8	1.0
			Kohl's Corp	135.2	2.8	2.1	1.9	15.7	17.1	15.0	0.8	0.8	0.8	7.2	2.0
			Saks	5.7	-0.5	-0.8	-0.6	-	-	-	0.2	0.2	0.2	21.9	0.5
			The TJX Companies	126.9	2.0	2.2	2.4	15.7	14.1	12.9	0.7	0.7	0.6	7.1	5.8
			Dillard's	6.8	-0.9	-0.4	-0.6	-	-	-	0.1	0.1	0.1	11.5	0.3
			加权平均					19.7	21.2	18.2	0.5	0.5	0.5	6.4	2.6
		H股	永旺	32.5	1.1	1.3	1.3	10.9	9.9	9.6	0.5	0.5	0.5	3.5	2.6
			利福国际	175.5	0.5	0.6	0.7	20.0	17.7	15.5	4.8	4.4	3.8	14.1	3.1
			银泰百货	61.3	0.2	0.2	0.3	18.3	15.0	11.0	3.2	2.6	2.2	11.0	1.5
			金鹰商贸	141.9	0.3	0.4	0.5	20.9	16.8	13.7	7.0	5.8	4.8	11.6	6.7
			百盛集团	307.2	0.3	0.4	0.5	27.9	23.0	18.5	6.8	5.7	4.8	17.7	6.8
			新世界百货	99.3	0.3	0.3	0.4	19.8	17.2	14.2	5.5	4.6	3.9	9.3	2.3
			加权平均					22.6	18.9	15.6	5.8	4.9	4.1	13.8	4.9
超市	A股	武汉中百	56.1	0.4	0.5	0.6	27.0	21.0	17.3	0.6	0.5	0.4	12.7	3.6	
		步步高	65.5	0.8	1.0	1.2	31.9	25.1	20.2	1.0	0.8	0.7	17.2	4.4	
		新华都	27.1	0.7	0.9	1.1	37.1	28.7	22.3	0.9	0.7	0.6		5.1	
		华联综超	43.7	0.3	0.4	0.5	30.3	22.2	16.8	0.4	0.4	0.3	9.2	2.4	
		加权平均					30.8	23.8	18.9	0.7	0.6	0.5	13.6	3.8	
	海外股	Walmart	1893.4	3.4	3.6	3.9	14.4	13.7	12.5	0.5	0.5	0.4	7.6	2.7	
		Carrefour	210.2	2.3	2.5	2.7	12.9	11.9	10.9	0.2	0.2	0.2	5.9	1.9	
		Metro Group	114.9	2.4	2.8	3.2	14.7	12.7	11.0	0.2	0.2	0.2	6.0	1.9	
		Tesco	281.7	0.3	0.3	0.3	13.1	12.0	11.0	0.5	0.5	0.5	9.4	2.2	
		Target Corp	296.9	2.9	2.9	3.1	13.7	13.8	12.6	0.5	0.5	0.4	7.5	1.9	
		Costco Wholesale	197.2	2.9	2.5	2.7	15.5	18.4	16.9	0.3	0.3	0.3	6.9	2.3	
		Dollar tree	37.6	2.5	3.0	3.3	16.8	14.1	12.8	0.8	0.7	0.7	7.0	3.1	
		Family Dollar	40.9	1.6	2.0	2.2	18.0	14.6	13.4	0.6	0.6	0.5	7.9	3.3	
		BJ's Wholesale Club	18.0	2.2	2.5	2.7	14.6	13.0	12.0	0.2	0.2	0.2	5.5	1.9	
		加权平均					14.3	13.7	12.5	0.4	0.4	0.4	7.5	2.5	
	H股	时代零售	20.6	0.2	0.2	0.3	11.4	9.9	8.2	0.4	0.3	0.3	5.5	1.4	
		联华超市	68.2	0.7	0.8	0.9	14.8	12.8	10.5	0.3	0.2	0.2	0.3	2.1	
		物美商业	103.6	0.4	0.4	0.5	21.3	18.2	15.3	0.9	0.7	0.7	-	3.4	
		北京京客隆	15.9	0.4	0.5	-	8.8	7.5	-	0.2	0.2	-	-	1.0	
		加权平均					17.2	14.8	12.8	0.6	0.5	0.5	1.5	2.6	
家电连锁	A股	苏宁电器	726.8	0.6	0.7	0.9	27.5	21.9	17.4	1.2	1.0	0.9	23.2	7.9	
	海外股	Best Buy	76.8	2.7	2.8	3.1	12.6	11.8	10.8	0.3	0.3	0.3	6.2	2.7	
		GameStop	36.2	2.4	2.8	3.1	9.1	7.7	7.0	0.4	0.4	0.4	4.7	1.8	
		RadioShack	16.7	1.7	1.4	1.3	7.7	9.7	10.0	0.4	0.4	0.4	3.2	2.0	
		加权平均					11.0	10.4	9.6	0.3	0.3	0.3	5.4	2.4	
港股	国美电器	142.9	0.1	0.1	0.1	7.8	7.7	6.7	0.3	0.3	0.2	9.7	1.4		

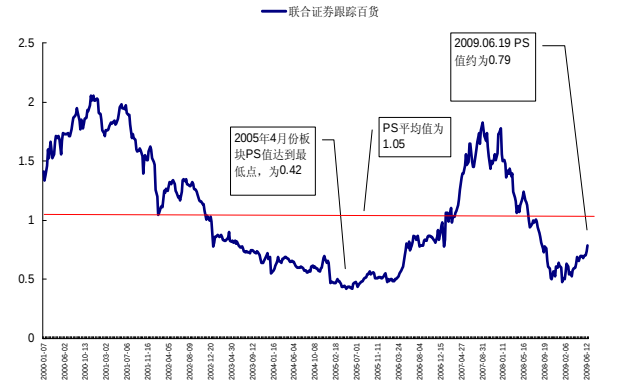
资料来源：wind, Bloomberg, 联合证券研究部整理

图 24: 百货板块估值比较

历史 PE 估值



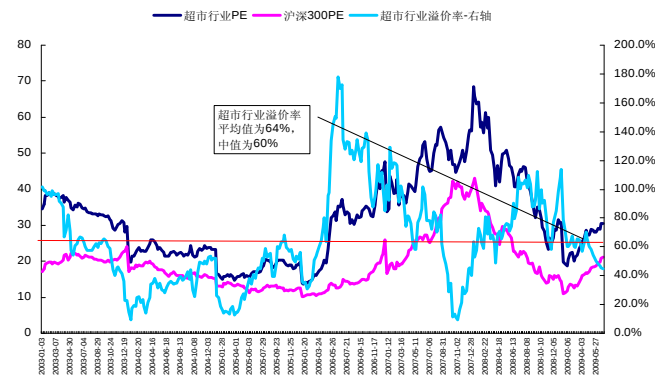
历史 PS 估值



资料来源: Wind, 联合证券研究所整理

图 25: 超市板块估值比较

历史 PE 估值



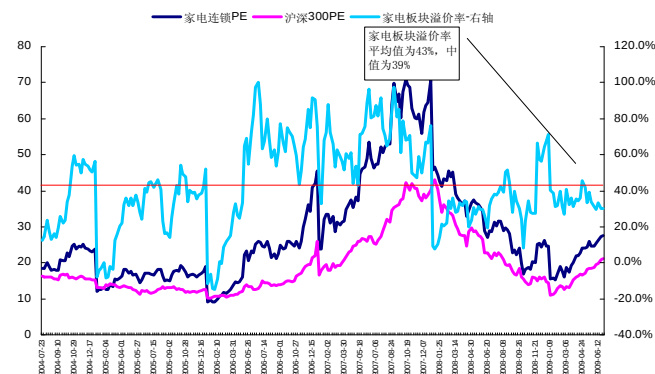
历史 PS 估值



资料来源: Wind, 联合证券研究所整理

图 26: 家电板块估值比较

历史 PE 估值

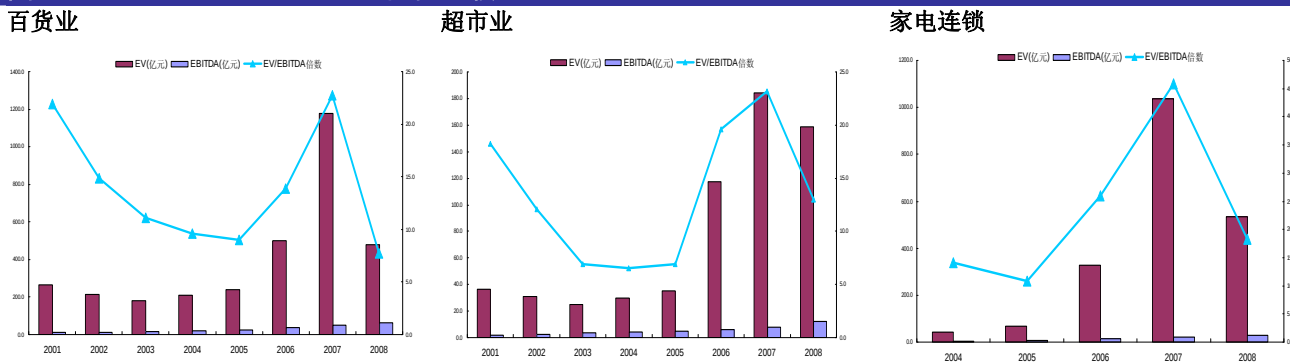


历史 PS 估值



资料来源: Wind, 联合证券研究所整理

图 27：三大业态 EV/EBITDA 估值比较



资料来源：Wind，联合证券研究所整理

估值修复与弹性

短期来看，虽然一季度以来宏观经济出现好转的迹象，但是由于国内压制内需的几大因素一直没有得到有效缓解，消费出现大幅度反弹的可能性并不大，因此我们认为此轮零售行业的反弹更多出于估值修复，上涨趋势是否能够持续则依赖于零售企业业绩能否出现真正的持续的回升，而这更多依赖于政府推进实质性提振居民收入和社保政策的力度。

长期来看，我们坚定的认为中国零售业发展前景良好。中国的人均收入正处于消费行业快速发展期，中、西部地区幅员辽阔人口众多，消费潜力巨大，目前零售行业竞争格局纷乱，优质企业将随着行业集中度提高破茧而出，束缚零售企业的制度问题将逐渐消除，进一步释放零售企业活力。

我们认为中国未来的零售巨头需具备强大的产业整合能力，并能随业态变化而动，目前区域市场领导者、部分全国品牌连锁零售公司以及苏宁等业态创新者已经脱颖而出，显露出王者之象。

基于对未来宏观经济的判断，对行业的深刻理解以及对企业的密切覆盖，我们认为 2009 年下半年商业零售板块投资将以弹性作为标准，在选择投资标的过程中，需关注以下四点：

1. 区域选择：选择业务分布在中西部区域、二三线城市的零售个股；
2. 业态选择：百货为目前的主流业态，优选百货行业个股，同时密切关注成熟业态的创新和新业态的发展以及由此带来的个股机会；
3. 整合能力选择：青睐门店布局广度和深度或市场渗透率高的零售企业，关注具有强大整合能力及意愿的企业；
4. 体制选择：寻找前期业绩压制，但目前具有产权体制变更预期的公司。

基于这一投资逻辑，我们推荐的个股列表为：

百货业：成商集团（600828）、大商股份（600694）、重庆百货（600729）、鄂武商（000501）、王府井（600859）、银座股份（600858）、合肥百货（000417）

超市业：武汉中百（000759）、华联综超（600361）

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。