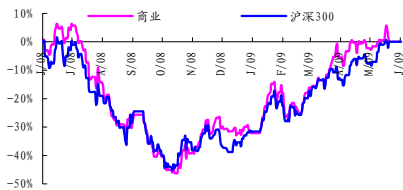



零售业
Retailing

2009 年 6 月 26 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
零售行业	9.5%	25.9%	6.4%
沪深 300	13.3%	24.8%	5%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
百联股份	55.6%	7.5%	增持
王府井	27.5%	-27.8%	增持
大商股份	74.5%	-12.3%	中性
新世界	45.8%	16.9%	增持
重庆百货	53.4%	21.6%	买入
银座股份	18.6%	-4.6%	买入
合肥百货	31.8%	46.6%	买入
新华百货	62.8%	64.0%	买入
东百集团	39.7%	-15.5%	增持
广百股份	54.8%	0.7%	增持
鄂武商 A	101.8%	21.1%	增持
广州友谊	70.2%	3.8%	增持
南京中商	149.8%	13.4%	中性
武汉中百	12.1%	-3.5%	增持
新华都	55.4%	n.a	中性
步步高	22.7%	8.9%	中性
华联综超	45.9%	-37.8%	中性
苏宁电器	36.9%	16.4%	买入

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。

优选业绩反弹强增长、低估值

—零售行业 2009 年下半年投资策略

评级：强于大市

- 从宏观层面看，消费增速企稳回升，CPI 环比连续三月为正，消费者的消费信心正在恢复，行业已显复苏迹象。我们认为，下半年消费市场向好趋势有望持续，消费增速仍将保持稳中有升态势，全年约维持在 15% 的水平；CPI 有望在三、四季度转正；经济复苏预期将继续推动消费者的消费信心回升。
- 从微观层面看，全国百家、50 家重点大型零售企业 5 月份销售增速明显加快，触底回升的迹象趋于明显。这主要在于：一是国家采取的一系列应对金融危机和拉动内需的政策初见成效，消费大环境有所提升；二是从 4 月份开始国内经济形势趋于好转，消费者的消费信心基本恢复；三是“五一”和“端午”双节的提振。我们判断，下半年重点大型零售企业的销售增速仍将延续 5 月份增长旺势，在四季度达到全年最高点。而且，47 家零售业上市公司的业绩表现和节假日销售数据亦反映已度过最糟糕时期，向好趋势已经确立，预计上市公司全年经营业绩呈现前低后高走势。
- 从行业估值看，虽已处历史底部，但与 A 股整体估值趋于一致。09、10 年行业平均动态市盈率分别为 27.9、21.7 倍。其中，家电连锁业态最具估值优势，09、10 年的动态市盈率分别为 24.7、18.5 倍；其次是百货业态，09、10 年的动态市盈率分别为 27.2、21.3 倍；超市业态的 09、10 年的动态市盈率分别为 32.1、25.0 倍。
- 给予“强于大市”行业评级。我们认为，下半年消费将延续逐季回升态势，预计四季度达到全年最高值，而零售业上市公司的经营业绩也将在行业复苏持续走强中，获得反弹回升。分业态看，百货业态因受经济危机冲击最明显，故在行业回暖中，反弹性增长最明显，反弹幅度亦最大，其上市公司业绩对经济复苏的敏感表现要强于其他业态。超市业态将在下半年 CPI 由负转正的走势中，获得内生增速提升。家电连锁业态亦将受益于房地产市场回暖，以及家电下乡、以旧换新、税制改革、电价下调等促进因素获得增长。
- 下半年关注两大投资机会：一是业绩反弹增长性强且估值相对较低的上市公司；二是含有资产注入预期的上市公司。
- 重点推荐公司：重庆百货、银座股份、合肥百货、新华百货、武汉中百、苏宁电器。

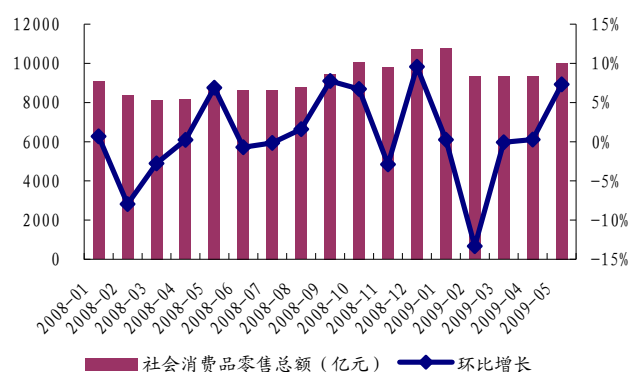
宏观层面：消费增速触底反弹，复苏迹象较显

社会消费品零售总额增速企稳回升

2009 年 5 月份，社会消费品零售总额 10028 亿元，同比增长 15.2%，环比增长 7.33%。相比 4 月份，增速加快了 0.4 个百分点。扣除价格因素，5 月份实际增速 17.1%，高于去年同期 3 个百分点，比 4 月份提高了 0.4 个百分点。这已经是社会消费品名义增速和实际增速连续三个月的回升，5 月份回升速度进一步加快。虽然 5 月份消费增长受到“五一”和“端午”两个小长假的影响，但我们认为更重要的是政府采取多项刺激消费政策效应彰显，消费潜力得到有效释放。

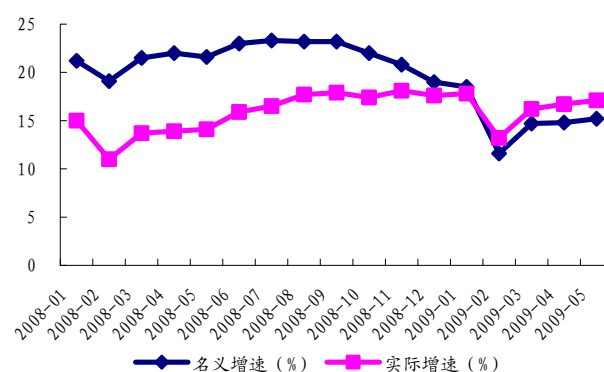
再从社会消费品零售总额的累计数看，2009 年 1-5 月份，全国累计实现社会消费品零售总额 48770 亿元，同比增长 15.0%，扣除价格因素，实际增速 15.9%，比上年同期增速提高了 2.9 个百分点，消费复苏明显痕迹。

Figure 1 社会消费品零售总额及环比增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 社会消费品零售总额名义增速和实际增速



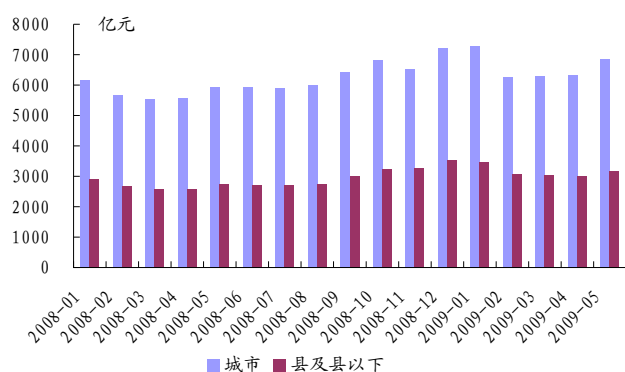
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

分地域看，5 月份，城市消费品零售额 6840 亿元，同比增长 15.0%，较 4 月份提高了 1.1 个百分点；县及县以下零售额 3188 亿元，增长 15.6%，较 4 月份下降了 1.1 个百分点。

从分地域消费增长可以看出，5 月份消费的加速主要来自于城市消费品零售额的加速，反映出城市消费回暖速度比较快，而县域消费下滑速度也较快。不过，县域消费增速在 2009 年以来一直领跑城市消费增速（在过去三年，仅 2008 年 11 月份县及县以下消费增速超过城市消费增速），我们认为这虽与县域消费品主要是生活日用品和农业生产资料，受金融危机影响较小有关；但更重要的是，与国家一系列惠农政策的逐步落实，农村居民收入的不断增加，农村社会保障制度的建立与完善，进一步增强了农村居民的消费能力和消费意愿有很大的关系。此外，一些促进农村消费的活动也有力地带动了农村居民消费。例如：“家电

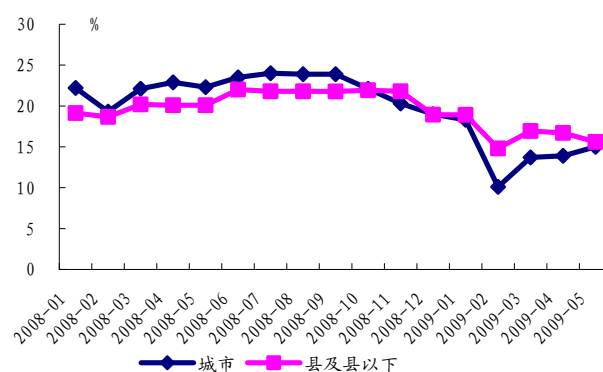
下乡”、“汽车摩托车下乡”等。

Figure 3 分地域社会消费品零售总额



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 分地域社会消费品零售总额当月增速

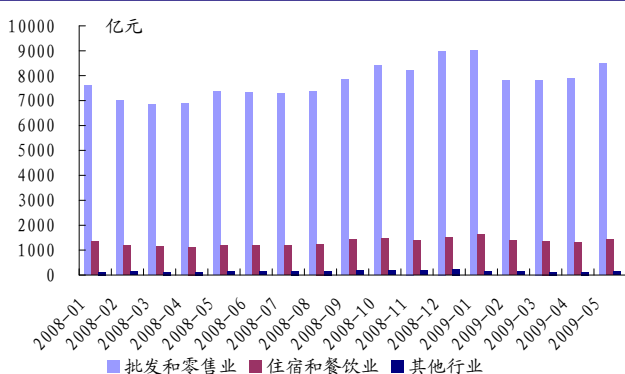


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

分行业看,5 月份,批发和零售业零售额 8486 亿元,同比增长 15.1%;住宿和餐饮业零售额 1411 亿元,增长 17.2%;其他行业零售额 132 亿元,增长 3.8%。住宿和餐饮业零售额增速较批零和其他行业大,主要在于 5 月份“五一”和“端午”两个小长假的刺激。

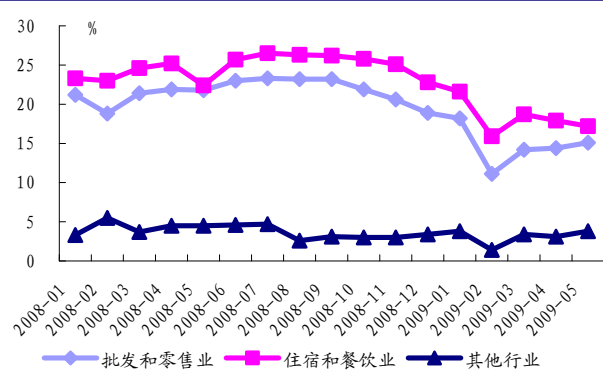
从分行业社会消费品零售计数看,1-5 月,批发和零售业零售额 41007.7 亿元,同比增长 14.07%;住宿和餐饮业零售额 7117.1 亿元,同比增长 18.36%;其他行业零售额 645.4 亿元,同比增长 3.30%。

Figure 5 分行业社会消费品零售总额



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 分行业社会消费品零售总额当月增速



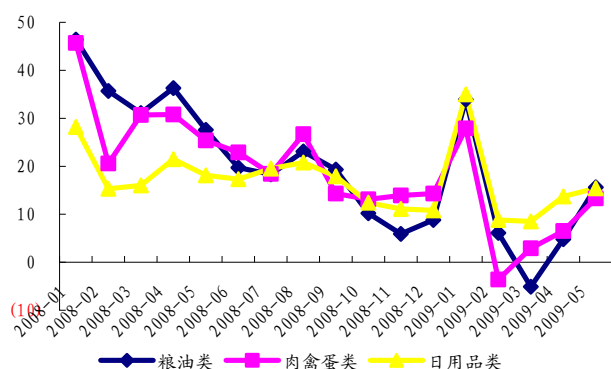
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

分商品类别看,5 月份,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 16.0%、21.2%和 14.4%。其中,粮油类增长 15.6%,肉禽蛋类增长 13.3%,服装类增长 22.1%,文化办公用品类增长 2.6%,体育、娱乐用品类增长 6.9%,日用品类增长 15.4%,家用电器和音像器材类增长 12.0%,家具类增长 33.3%,化妆品类增长 21.7%,金银珠宝类增长 28.7%,汽车类增长 23.8%,石油及制品类增长 5.0%,建筑及装潢

材料类增长 12.6%，通讯器材类下降 7.8%。

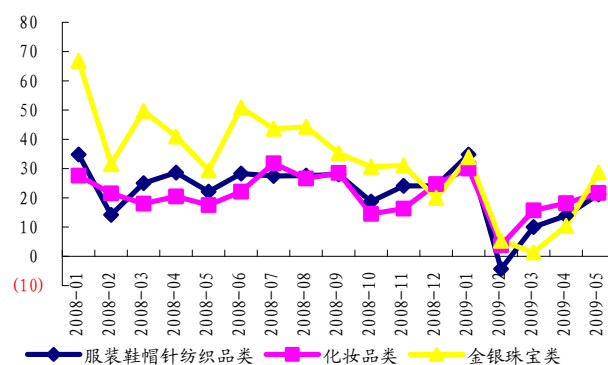
从商品类别增速可以看出，在强有力政策的刺激下，5 月份不仅消费总量在增长，而且消费结构也正在优化，居民对金银珠宝、化妆品、服装、汽车等可选消费品的需求量明显增加，对家用电器和音像器材、家具等耐用消费品的需求量也明显增强。

Figure 7 与超市相关的商品类别当月增速



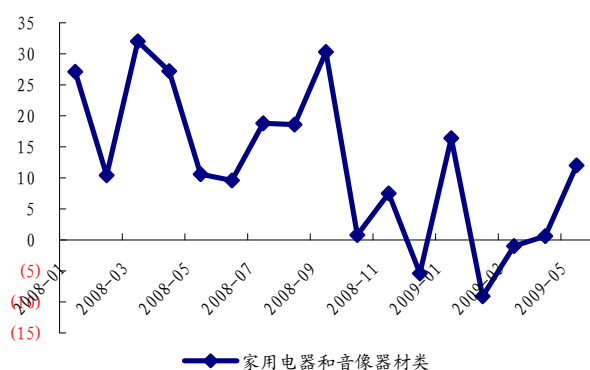
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 与百货相关的商品类别当月增速



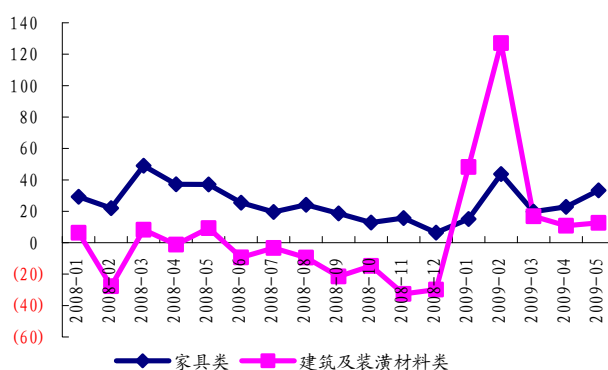
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 与家电连锁相关的商品类别当月增速



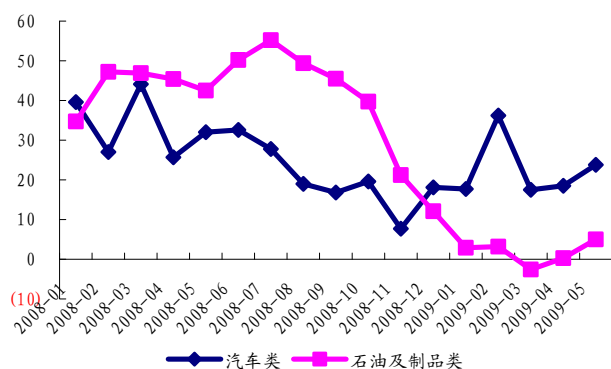
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 与房地产相关的商品类别当月增速



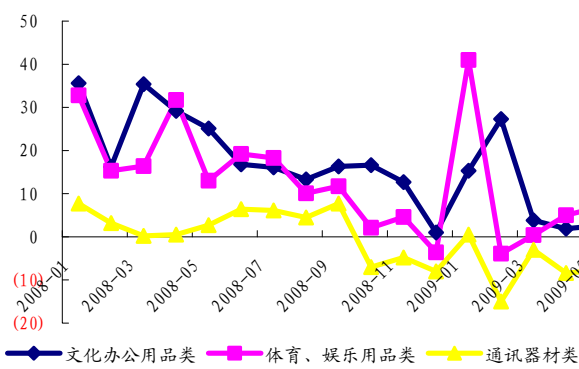
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 与房地产相关的商品类别当月增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

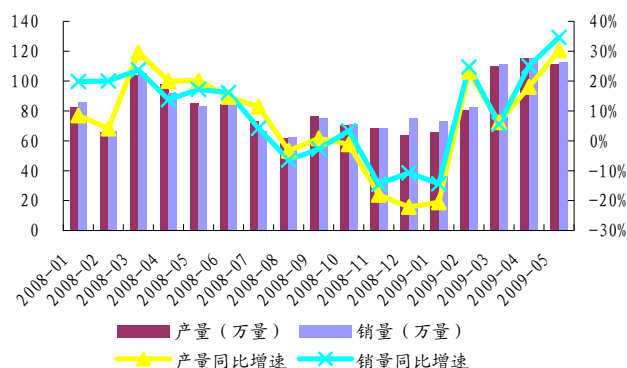
Figure 12 其他商品类别当月增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

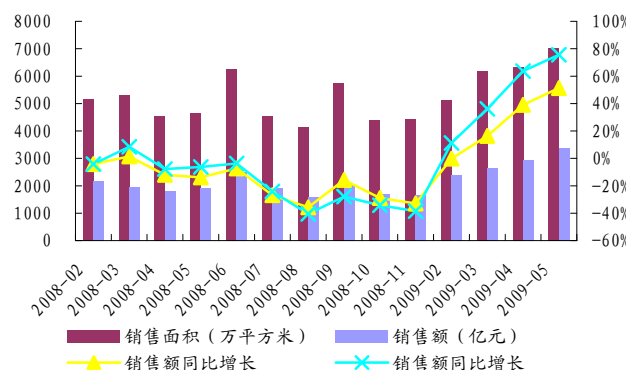
从目前消费增速趋势看，首先，我国房地产市场和汽车市场还将继续回暖，消费需求量仍将保持快速增长。其次，国家一系列刺激消费的政策还将陆续出台和实施，有助于保持消费平稳增长。再次，随着国家收入分配政策的调整，社会保障体系的进一步完善，就业形势的改善，消费增长容量还很大。因此，我们判断，下半年消费增速仍能保持稳中有升的态势，全年消费品零售总额增速将维持在 15% 左右的平稳增长。

Figure 13 汽车月度产销量变化



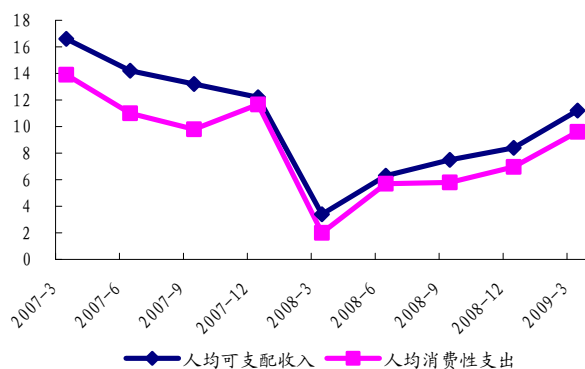
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 14 商品房销售面积和销售额变化



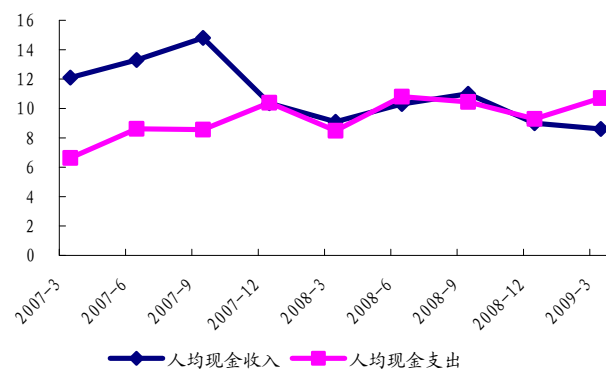
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 15 城镇居民人均可支配收入和人均消费性支出实际累计同比变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 16 农村居民人均现金收入和人均现金支出实际累计同比变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

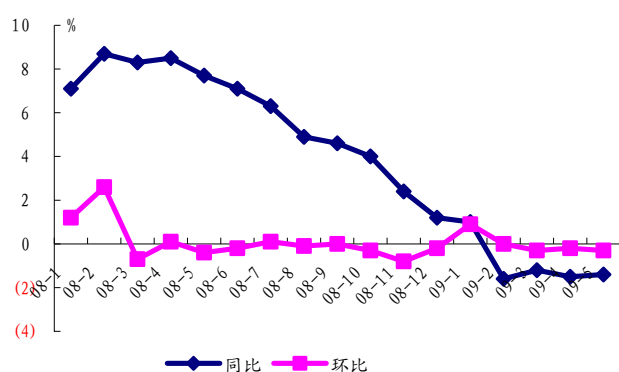
CPI 同比降幅收窄，环比连续三个月为正

2009 年 5 月份，在翘尾因素的影响下，CPI 同比下降 1.4%。这是自 2008 年 5 月份以来的第 13 个月回落，而且是自 2002 年 12 月份以来首次出现连续 4 个月的增长。其中，城市下降 1.5%，农村下降 1.0%；食品价格下降 0.6%，非食品价格下降 1.7%；消费品价格下降 1.4%，服务项目价格下降 1.3%。鲜菜价格下降 7.1% 和鲜蛋价格上涨 2.0% 是导致 5 月份 CPI 同比降幅收窄的主要原因。

从月环比看，CPI 比 4 月份下降 0.3%，食品类下降 0.6%（其中猪肉环比下跌 7.3%）和居住类下降 0.3% 是影响 CPI 环比下降的主要因素。

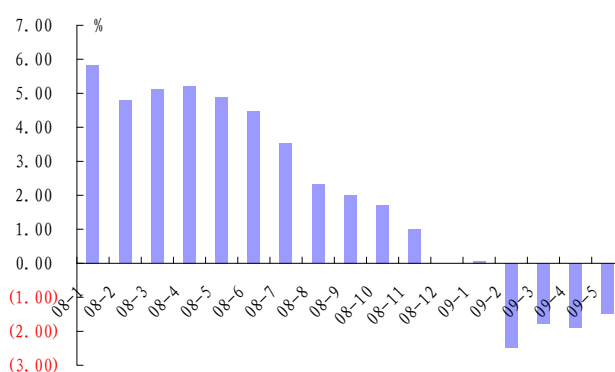
从累计数看, 1-5 月份, CPI 同比下降 0.9%。其中, 城市下降 1.2%, 农村下降 0.4%; 食品类价格下降 0.1%, 烟酒及用品类价格上涨 1.8%, 衣着类价格下降 2.4%, 家庭设备用品及维修服务价格上涨 1.5%, 医疗保健及个人用品类价格上涨 1.1%, 交通和通信类价格下降 2.5%, 娱乐教育文化用品及服务类价格下降 0.7%, 居住类价格下降 3.5%。

Figure 17 CPI 同比增长和环比增长



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 18 CPI 当月翘尾因素



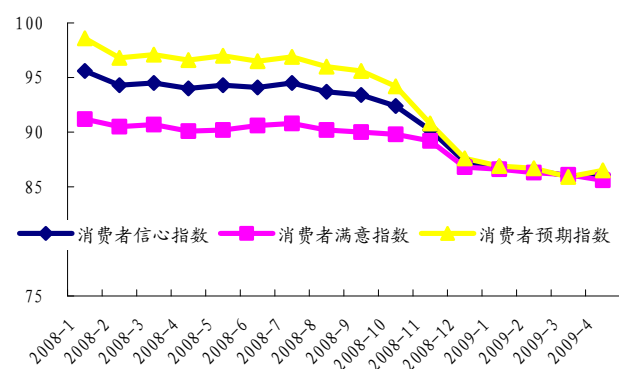
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

我们预计 CPI 有望在三、四季度转正。其原因, 一方面是翘尾因素的影响在下半年将逐步弱化; 另一方面, 政策性调价预期将推升 CPI, 如上调粮食最低收购价、水电煤气等居住类价格。

消费者信心指数有触底回升迹象

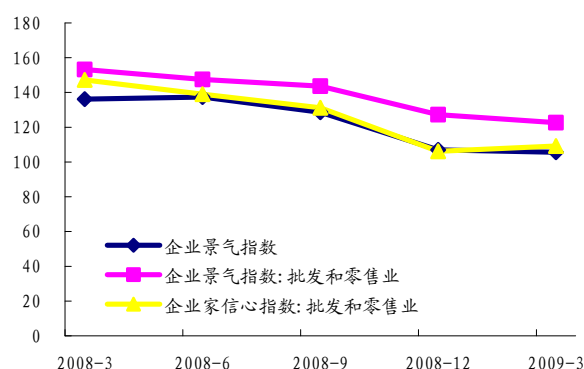
消费者信心指数自去年 11 月急剧下降以来, 至今年 3 月份达到最低点 86.0, 为近五年来的最低点。虽然 4 月份消费者信心指数仅比 3 月份回升了 0.1 个百分点, 达到 86.1, 但消费者预期指数却回升了 0.6 个百分点, 反映了在经济复苏预期下, 消费者的信心正在逐渐恢复。

Figure 19 消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

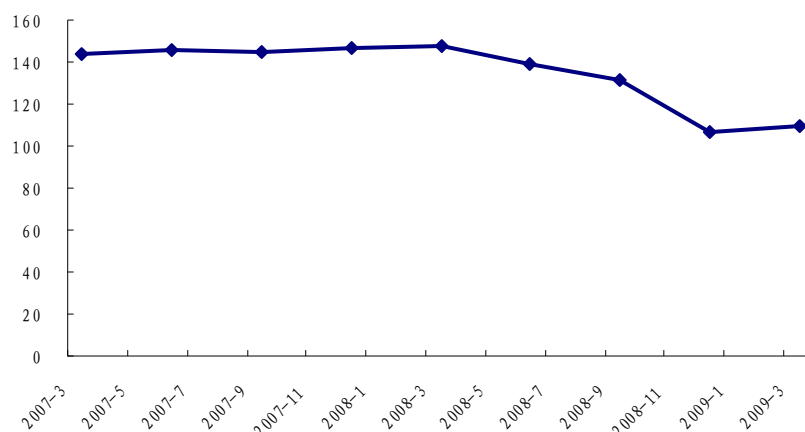
Figure 20 批零企业景气度



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

另外,从批发和零售业企业家信心指数在一季度回升了 3 个百分点,也从侧面反映了企业家对未来消费增长预期的向好。

Figure 21 批发和零售企业家信心指数



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

微观层面: 大型零售企业或上市公司经营状况向好趋势渐确立

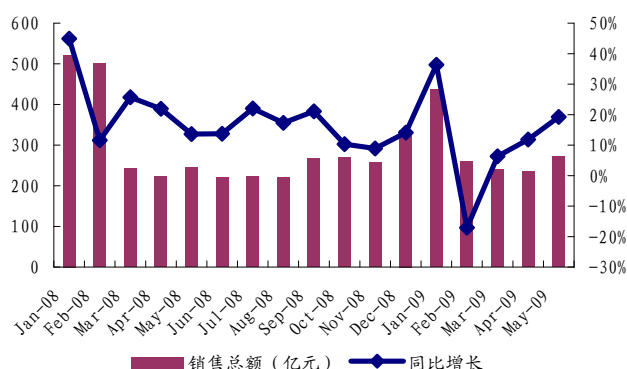
大型零售企业销售增速明显加快

1、全国百家重点大型零售企业 5 月份同比销售提升明显

根据中华全国商业信息中心统计,2009 年 5 月份,全国重点大型零售企业实现销售总额 272.4 亿元,比去年同期上涨 19.22%,其中零售额 239.89 亿元,同比上涨 20.88%;1-5 月份零售额累计 1249.8 亿元,累计同比增长 11.38%。

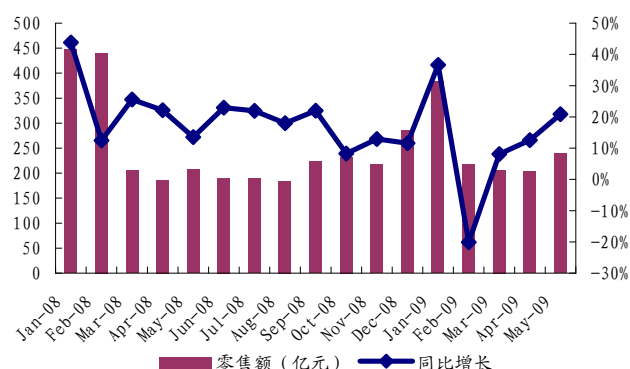
分类别看,5 月份食品类实现零售额为 33.05 亿元,同比增长 17.01%;服装类零售额为 64.39 亿元,同比增长 18.80%;化妆品类零售额为 10.91 亿元,同比增长 18.51%;金银珠宝零售额为 18.51 亿元,同比增长 38.33%;家用电器类零售额为 18.60 亿元,同比增长 14.22%。

Figure 22 百家重点大型零售企业销售总额及增长率



资料来源: 中华全国商业信息中心、世纪证券研究所

Figure 23 百家重点大型零售企业零售额及增长率



资料来源: 中华全国商业信息中心、世纪证券研究所

2、全国 50 家大型零售企业 5 月份零售额增速大幅加快

据中国商业联合会、中华全国商业信息中心统计，5 月份，全国 50 家重点大型零售企业零售额增速大幅加快，同比增速高达 22.1%，增速比去年同期提高 8.4 个百分点，比 4 月份加快了 9.5 个百分点，同比和环比增速均有明显提高。总体看，5 月份大部分商品的销售情况都要好于 4 月和去年同期。

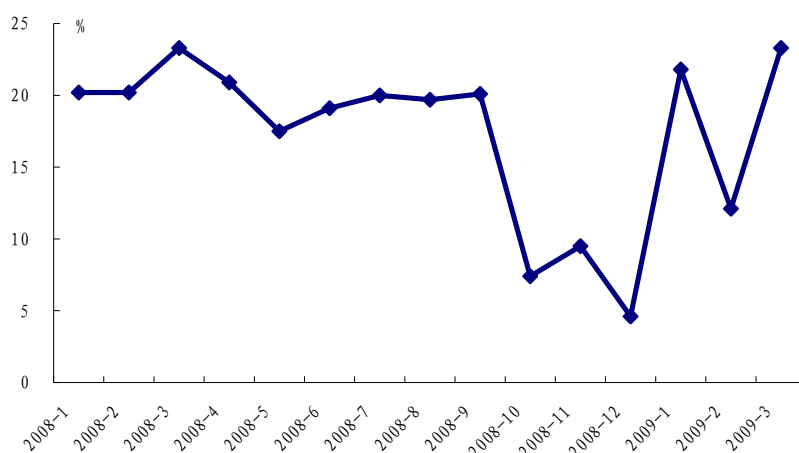
从各类商品对零售额的贡献情况看，5 月份零售额增长速度大幅加快，主要是服装和金银珠宝类商品销售的拉动。服装类和金银珠宝类商品对零售额增长的贡献率分别是 31.1%和 13.8%，两类商品销售合计拉动 50 家大型零售企业零售额增长 9.9 个百分点。

3、全国千家重点零售企业“五一”销售继续增长

据商务部监测，“五一”小长假，全国千家重点零售企业实现销售额 120 亿元，同比增长 9%。其中，金银珠宝销售额同比增长 19.6%；家用电器销售额同比增长 11.4%；汽车销售额同比增长 9.2%；食品、服装、鞋帽销售额同比分别增长 4.2%、8.7%和 4.7%。

再从 3 月份全国千家重点商业企业零售指数看，3 月份指数同比大幅增长 23.3%，较 2 月份提高了 11.2 个百分点，而 3 月份属于传统零售淡季，侧面也反映了零售行业已度过最糟糕时期，渐显复苏迹象。

Figure 24 千家重点商业企业零售指数



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

大型零售企业 5 月份销售增速明显加快的主要原因：一是国家采取的一系列应对金融危机和拉动内需的政策初见成效，消费大环境有所提升；二是从 4 月份开始国内经济形势趋于好转，消费者的消费信心基本恢复；三是“五一”和“端午”双节的提振。

从 09 年以来大型零售企业销售增长的变化情况来看，我们认为，

大型零售企业销售触底回升的迹象趋于明显，下半年销售增速仍将延续 5 月份增长旺势，在四季度达到全年最高点。

上市公司经营数据反映向好趋势已经确立

从我们统计的 2009 年一季度 47 家零售业上市公司的业绩表现及部分重点上市公司的节假日销售数据亦可以看出，行业整体已度过最糟糕时期，向好趋势已经确立。

2009 年一季度，47 家上市公司实现营业收入总额 714.23 亿元，相比去年同期增长 2.5%，相比去年四季度增长 19.53%；实现归属于母公司所有者的净利润 21.03 亿元，相比去年同期下降 1.73%，相比去年四季度，增长 44.54%。若剔除投资净收益的影响，实现归属于母公司所有者的净利润 18.95 亿元，相比去年同期下降 0.47%；相比去年四季度增长高达 59.38%。

从一季度零售业整体盈利能力看，受去年同期基数甚高，整体盈利能力表现不抵去年同期，但可以看出，盈利能力已经显著好于去年四季度。

Figure 25 零售业上市公司 09 年一季度盈利能力同比、环比变化

	1Q08	4Q08	1Q09	同比变化	环比变化
毛利率	20.15%	20.76%	20.45%	增长 0.30 个百分点	下降 0.31 个百分点
净利率	4.53%	3.90%	4.12%	下降 0.41 个百分点	增长 0.22 个百分点
ROE	4.12%	2.80%	3.31%	下降 0.81 个百分点	增长 0.51 个百分点
ROA	1.64%	1.10%	1.43%	下降 0.21 个百分点	增长 0.33 个百分点
期间费用率	12.27%	15.58%	13.24%	增长 0.97 个百分点	下降 2.34 个百分点

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

再从部分地区或上市公司的二季度销售数据看，销售收入回升明显。当然既有“五一”和“端午”小长假的拉动作用，也有居民消费信心增强的贡献。

Figure 26 各地零售市场消费情况

地区	零售市场情况
北京	5月份,北京市实现社会消费品零售额436.3亿元,同比增长14.7%。1-5月,北京市累计实现社会消费品零售额2073.3亿元,同比增长13.2%,扣除价格因素后,实际增长14.3%。 5月份重点零售企业的蔬菜、干鲜果品、酒类商品零售额增幅均达到了30%以上。其中:社区超市龙头超市发1-5月份销售达到10.5亿元,同比增长10%-15%。 端午节3天,32家被监测重点企业的1300多个店铺零售额同比增长19.4%,百货商场增长25%。其中:被监测的10家大型百货商场20个门店累计销售达到1.5亿元,同比增长25%;被监测的12家连锁超市企业3天累计销售额2.7亿元,同比增长17.2%。 五一节3天,118家被监测重点企业的3000多个店铺零售额17亿元,同比增长13.6%。其中:百货商场零售额5.06亿元,同比增长9.4%;超市零售额3.92亿元,同比增长11.4%;专业专卖店销售额7.6亿元,同比增长17.5%。
上海	5月份,上海市社会消费品零售总额434.11亿元,同比增长12.4%。1-5月,上海市社会消费品零售总额2084.51亿元,同比增长13.7%。 端午节3天,百货店实现零售总额8.05亿元,其中样本百货店实现销售2.51亿元,同比增长76.4%;排名前20位的百货店零售额达到2.33亿元,同比增长85.3%。前20位百货店中,仅3家百货店销售同比有所下降,其余的百货店均实现了较大幅度的增长。新世界城3日销售超亿元,同比增长5倍。第一百货商场3日销售同比增长2.53倍。永安百货同比增长1.13倍。 五一节3天,全市423家大中型商业企业实现零售额23.44亿元,同比增长14.2%。
广州	5月份,广州市实现社会消费品零售总额299.87亿元,同比增长16.8%;而第一季度同比仅增长8.3%,5月份的增幅比第一季度增长近一倍。1-5月,广州市实现社会消费品零售总额1392.68亿元,同比增长11.4%。其中4月份285.53亿元,同比增长15.3%。
深圳	1-5月全市消费品零售总额1009.75亿元,增长12.7%。其中:批发与零售业零售额875.03亿元,增长11.1%;住宿餐饮业零售额134.72亿元,增长24.8%。
重庆	5月份,全市实现社零208.34亿元,增长18.2%,商品销售总额500.81亿元,增长20.9%。1-5月,全市社零总额980.64亿元,增长18.1%,商品销售总额2311.44亿元,增长18.4%。
天津	五一节3天,百货大楼、友谊商厦、中原百货等百货商店销售同比增幅均在50%以上,百货大楼甚至达到80%;苏宁电器20多家连锁店甚至创出了24小时销售3亿元的好成绩,刷新天津家电卖场单日销售纪录,同比增幅近100%,三天假期的总销售额则突破了8亿元;家乐福超市三天的销售总额增幅近一倍。
石家庄	五一节3天,7家大型商贸企业实现销售收入32336万元,同比增长20.4%。其中,北国电器、苏宁电器、国美电器共实现销售收入14360万元,同比增长24%。
重庆	五一期间,观音桥世纪新都销售额同比增长41%,比去年同期增幅高10多个百分点。新世界商场销售额同比增长50%。解放碑太平洋百货销售额同比增长近30%。家电市场的销量达到了去年同期的2倍。
安徽	5月份,全省实现社会消费品零售总额274.6亿元,同比增长17.6%,比4月份提高了1.1个百分点。1-5月,全省累计实现社会消费品零售总额1355.5亿元,同比增长18.5%。
山东	5月份,全省实现社会消费品零售总额增长18.2%,比4月份增速提高0.2个百分点,同比回落5.5个百分点。1-5月,全省累计实现零售额4,830.3亿元,增长17.8%,比1-4月提高0.1个百分点;扣除价格因素,实际增长18.4%,同比提高2.1个百分点,比1-4月增速提高0.2个百分点。
辽宁	1-5月,全省社会消费品零售总额实现2285.5亿元,同比增长17.4%,增幅高出全国平均水平2.4个百分点;扣除价格因素,实际增长18.7%,比同期实际增速加快6.9个百分点。 5月份,19家商业企业实现销售额18.5亿元,同比增长16.8%。
成都	5月份,全市实现社会消费品零售总额169.8亿元,同比增长29.8%,环比增长15.5%。1-5月,全市实现社会消费品零售总额788.7亿元,同比增长20.4%。

湖南	5 月份, 全省实现社会消费品零售总额 394.82 亿元, 同比增长 18.8%, 较 4 月份提高 1.4 个百分点。 1-5 月, 全省累计实现社会消费品零售总额 1877.96 亿元, 同比增长 19.1%。 五一节 3 天, 165 家重点零售企业销售增长 17% 左右。其中: 友谊阿波罗实现销售额 6200 多万元, 同比增长 35% 以上; 株洲百货实现零售额 3000 多万元, 同比增长 20% 以上。
福建	今年五月、今年前五个月的福建社会消费品零售总额分别实际增长 18.9% 和 16.9%, 双双创下 2004 年以来的最高水平。
浙江	5 月份, 全省社会消费品零售总额为 685 亿元, 同比增长 14.2%, 扣除价格因素, 实际增长 17.2%, 实际增幅比去年同期和 4 月分别提高 7.9 和 1.1 个百分点。1-5 月, 社会消费品零售总额 3341.6 亿元, 同比增长 13.4%, 扣除价格因素, 实际增长 15.4%。
南京	端午节 3 天, 南京苏果、家乐福两大超市和新百、中央两大商场共实现零售额达到 1.6 亿元。其中: 苏果实现销售额达到 1.02 亿, 家乐福实现销售收入 676 万元, 与往年持平; 南京新街口商圈新百、中央两大商场人流量比平时增加了 50%, 三天共实现销售额 6000 多万元, 整体销售比去年同期增加了 45%。 五一节 3 天, 50 家重点商场销售 13.2 亿元, 同比增长 15%。
西安	端午节 3 天, 西安实现商品销售额约 12 亿元, 同比增长 30%。

资料来源: 商务部、联商网、世纪证券研究所

Figure 27 部分上市公司销售收入数据及增速变化

上市公司	销售收入增长情况				
	一季度	4 月份	5 月份	五一节	端午节
百货					
广州友谊	销售收入 7.74 亿元, 同比增长 0.34%	10% 以上	18% 左右	30% 以上	20% 以上
广百股份	销售收入 9.46 亿元, 同比下降 2.02%	5% 以上	15%-20%	30% 左右	20% 左右
鄂武商 A	销售收入 21.31 亿元, 同比增长 12.57%	13% 左右	16% 左右	较高双位数	较高双位数
合肥百货	销售收入 17.11 亿元, 同比增长 13.75%	12% 左右	20% 以上	20% 以上	21% 以上
欧亚集团	销售收入 8.98 亿元, 同比增长 10.9%	15% 左右	16% 左右	16%-20%	16%-21%
银座股份	销售收入 14.05 亿元, 同比增长 21.84%	20% 左右	21% 左右	22% 左右	23% 左右
新华百货	销售收入 8.6 亿元, 同比增长 6.33%	个位数	10% 左右	9% 左右	10% 左右
百联股份	销售收入 31.53 亿元, 同比增长 7.67%	个位数	较高双位数	20% 左右	20%-30%
大商股份	销售收入 55.13 亿元, 同比下降 0.8%	个位数	双位数	23%	双位数
王府井	销售收入 29.35 亿元, 同比下降 0.6%	低个位数	15%-20%	20% 左右	15%-20%
东百集团	销售收入 4.04 亿元, 同比增长 2.4%	10% 左右	15% 左右	高双位数	15% 左右
超市					
步步高	销售收入 16.32 亿元, 同比增长 6.46%	4-5 月销售收入 11.65 亿元, 同比增长 33.99%。			
武汉中百	销售收入 28.44 亿元, 同比增长 7.58%	双位数	16% 左右	24%	20%
华联综超	销售收入 26.12 亿元, 同比增长 8.7%	12% 左右	20% 以上	15% 左右	15% 左右
家电连锁					
苏宁电器	销售收入 126.58 亿元, 同比增长 0.16% 可比门店销售收入同比下降 11.98%	低个位数 -5%	15% 左右 5-6%	20% 以上	20%

资料来源: 世纪证券研究所

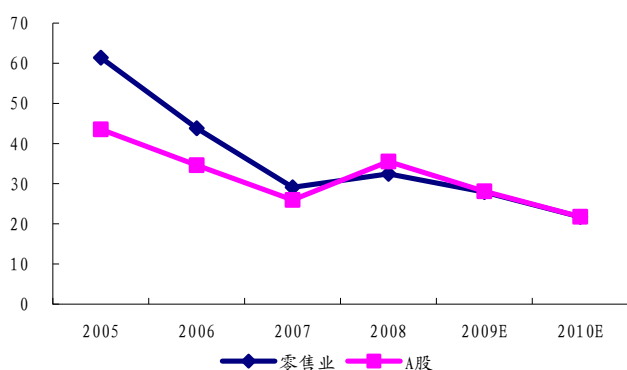
我们认为, 在政府启动内需拉动中国经济增长的意图下, 从已出台的一系列刺激消费的措施看, 后续刺激消费需求的政策仍将会再推出,

目前大部分上市公司的销售增长态势已经确立,预计下半年经营业绩在四季度达到全年高峰,全年呈现前低后高走势。

行业估值: 虽处历史底部, 但与 A 股整体估值趋于一致

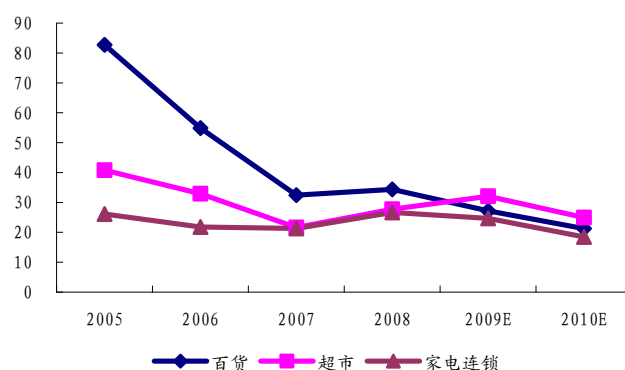
我们选择Wind 资讯录入的零售业 35 家上市公司最新一致盈利预测数为样本,并以 09 年 6 月 24 日的平均收盘价 14.31 元测算 09、10 年行业平均动态市盈率分别为 27.9、21.7 倍,与历史纵向比较,平均市盈率已经处于历史底部。但与 A 股整体市盈率相比,两者当前估值已趋于一致。

Figure 28 零售业和 A 股整体估值比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 29 零售业各业态估值比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

再从零售业各业态估值看,家电连锁业态最具估值优势,09、10年的动态市盈率分别为 24.7、18.5 倍;其次是百货业态,09、10 年的动态市盈率分别为 27.2、21.3 倍;超市业态的 09、10 年的动态市盈率分别为 32.1、25.0 倍。

行业评级: 强于大市

在国内经济向好预期下,消费者信心将进一步增强,我们判断,下半年消费将延续逐季回升态势,预计四季度达到全年最高值,而零售业上市公司的经营业绩也将在行业复苏持续走强中,获得反弹回升。因此,给予“强于大市”行业评级。

分业态看,百货业态因受经济危机冲击最明显,故在行业回暖中,反弹性增长最明显,反弹幅度亦最大,百货类上市公司的业绩对经济复苏的敏感表现要强于其他业态。超市业态将在下半年 CPI 由负转正的走势中,获得内生增速提升。家电连锁业态亦将受益于房地产市场回暖,以及家电下乡、以旧换新、税制改革、电价下调等促进因素获得增长。

投资策略：业绩反弹增长确立、估值优势、资产注入

下半年，我们将关注零售业两大投资机会：一是业绩反弹增长性强且估值相对较低的上市公司；二是含有资产注入预期的上市公司。

我们重点推荐公司为：重庆百货、银座股份、合肥百货、新华百货、武汉中百、苏宁电器。

Figure 30 重点公司盈利预测及投资评级

股票代码	股票名称	投资评级	090625 股价	EPS			P/E		
				08A	09E	10E	08A	09E	10E
600631	百联股份	增持	12.93	0.32	0.36	0.45	40.41	35.92	28.73
600859	王府井	增持	26.68	0.88	1.04	1.21	30.32	25.65	22.05
600694	大商股份	中性	31.39	0.79	0.77	1.01	39.73	40.77	31.08
600628	新世界	增持	10.73	0.31	0.34	0.42	34.61	31.56	25.55
600729	重庆百货	买入	22.88	0.80	0.92	1.08	28.60	24.87	21.19
600858	银座股份	买入	19.10	0.58	0.70	0.94	32.93	27.29	20.32
000417	合肥百货	买入	8.63	0.33	0.39	0.49	26.15	22.13	17.61
600785	新华百货	买入	17.64	0.63	0.78	0.89	28.00	22.62	19.82
600693	东百集团	增持	9.03	0.37	0.34	0.40	24.41	26.56	22.58
002187	广百股份	增持	26.77	0.89	1.01	1.15	30.08	26.50	23.28
000501	鄂武商 A	增持	11.30	0.36	0.43	0.50	31.39	26.28	22.60
000987	广州友谊	增持	19.40	0.72	0.76	0.85	26.94	25.53	22.82
600280	南京中商	中性	16.21	0.30	0.38	0.45	54.03	42.66	36.02
000759	武汉中百	买入	9.83	0.31	0.39	0.48	31.71	25.21	20.48
002264	新华都	中性	28.78	0.60	0.70	0.89	47.97	41.11	32.34
002251	步步高	中性	26.10	0.60	0.74	0.82	43.50	35.27	31.83
600361	华联综超	中性	8.95	0.24	0.27	0.35	37.29	33.15	25.57
002024	苏宁电器	买入	16.31	0.48	0.60	0.75	33.98	27.18	21.75

资料来源：世纪证券研究所

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.