

盛宴将至

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《问今秋谁主沉浮，且看商业》

2009/08/11

《估值修复，寻找弹性》

2009/07/01

《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》

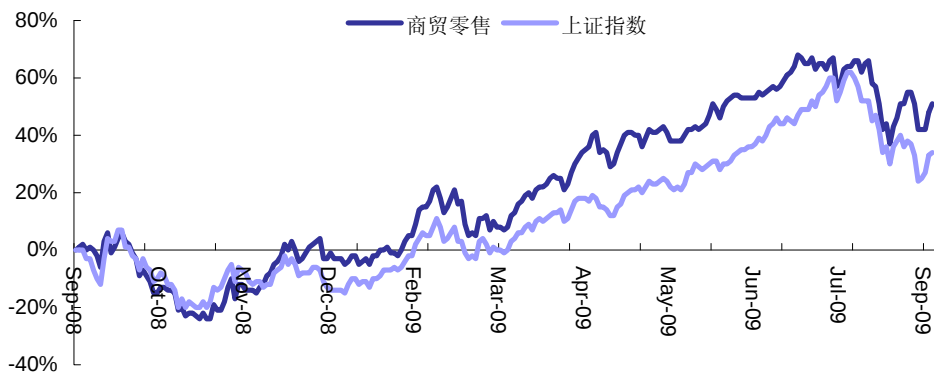
2008/10/17

《不要把蜜月当成日子》

2008/10/06

- 近期商贸零售板块大幅上涨，我们认为 8 月份靓丽的零售数据，加之市场对于确定性收益的追求，是使得零售行业成为近期热点的重要原因。
- 8 月份多项零售指标出炉，其中月度社会消费品零售总额同比增长 15.4%，增速较 7 月份提高 0.2 个百分点；8 月份千家核心商业企业零售指数为今年以来最高，而百家重点大型零售企业零售月度增速达到 19.62%，为近一年来第三高单月增速；淡季不淡在一定程度上体现了消费需求的强势反弹。
- 4 季度起，零售行业将进入半年的消费旺季，由于去年基数较低，行业净利润同比增速可能会大幅超预期。即将来临的黄金周由于包含了国庆和中秋两个节日，相比以往假期更长，很可能成为引爆此次行业盛宴的导火索。
- 通过对 44 家零售上市公司中报分析，我们认为零售行业受经济危机的冲击正在减小，零售企业业绩拐点逐渐确认。二季度以来行业收入快速回升，促销对行业费用率和毛利率产生的一定负面影响将在未来逐渐消除。
- 零售个股相对大盘一直存在溢价，历史上百货行业 PE 中值约为 36 倍，相对大盘溢价约 75%，而目前 A 股百货行业剔除大商股份 31.2 倍的 PE 水平和 30% 的溢价率都处于历史低位。与港股和美股相比，国内百货 10-11 年估值折价明显，估值洼地为投资提供了较强的安全边际。
- 从长期来看，零售行业投资机会来源于龙头公司对区域的整合，来源于改制后企业活力的释放或者新业态、新模式下企业取得的超额收益；因此我们在选股中应兼顾区域选择、业态选择、整合能力选择和体制选择等。维持对“七剑”组合大商股份、成商集团、鄂武商、合肥百货、王府井、南京中商和友谊股份的增持评级。

最近 52 周股价表现



吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhqz.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhqz.com

李珊珊

+0755-82364411

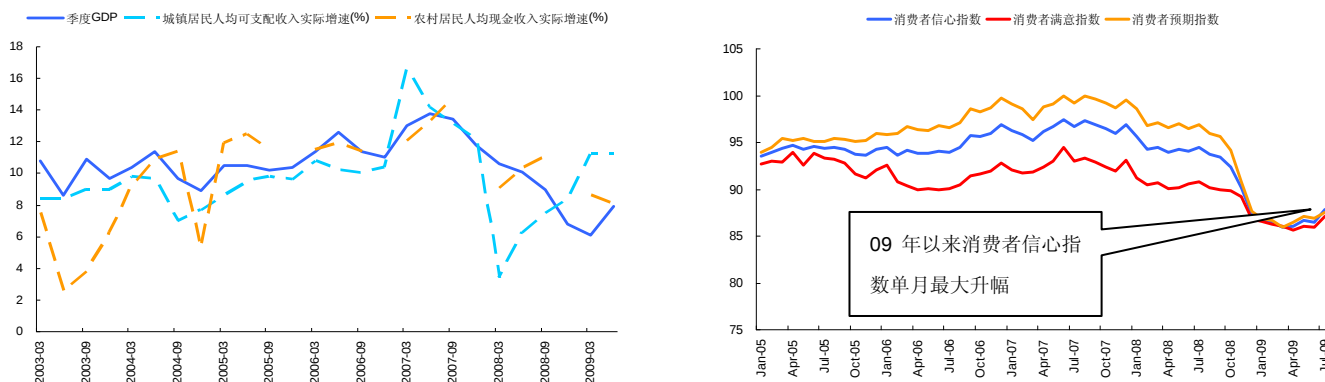
liss@lhqz.com

宏观消费数据超预期

8 月份多项零售指标超预期

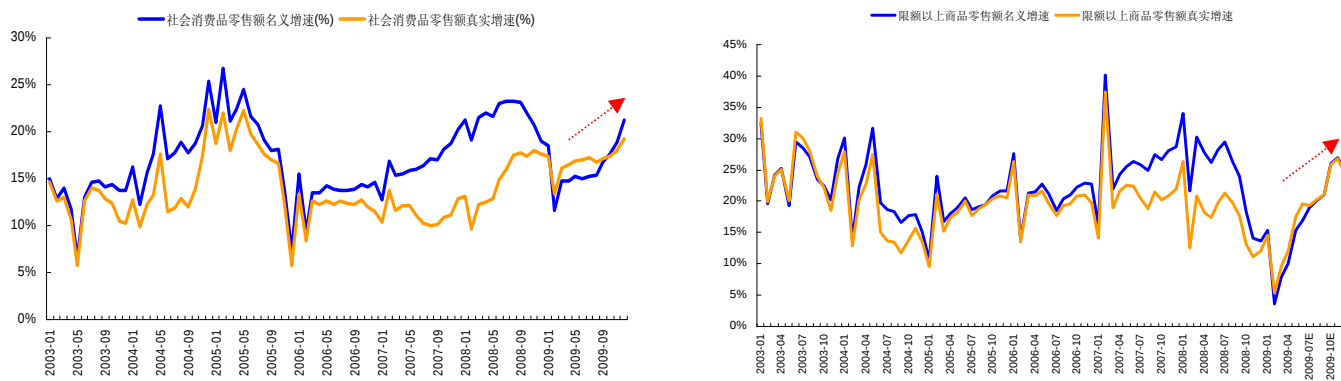
在过去的一周多时间里，表征零售行业运营状况的一系列数据相继公布。从社消零售总额、千家核心商业企业零售指数、百家重点大型零售企业零售额等重要数据来看，8 月份行业运营改善程度明显超过市场预期。消费者收入的提高和对未来预期的改善将成为消费需求回升的强大保障。

图 1：季度 GDP、居民收入和消费者信心指数



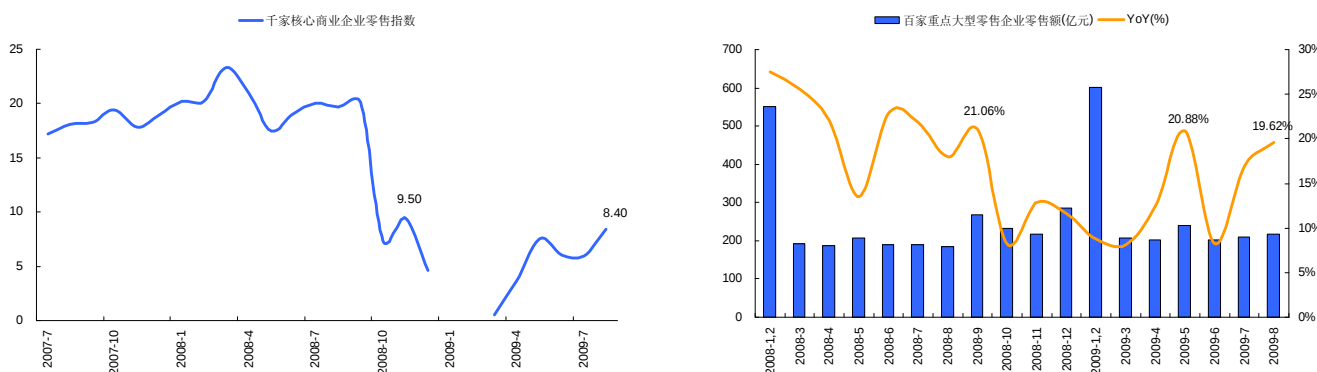
资料来源：wind，联合证券研究部

图 2：社消总额、限额以上商品零售总额月度数据及预测



资料来源：wind，联合证券研究部

图 3：百家重点零售企业月度零售数据和千家核心商业企业零售指数



资料来源：wind，联合证券研究部

消费淡季不淡，需求强势反弹

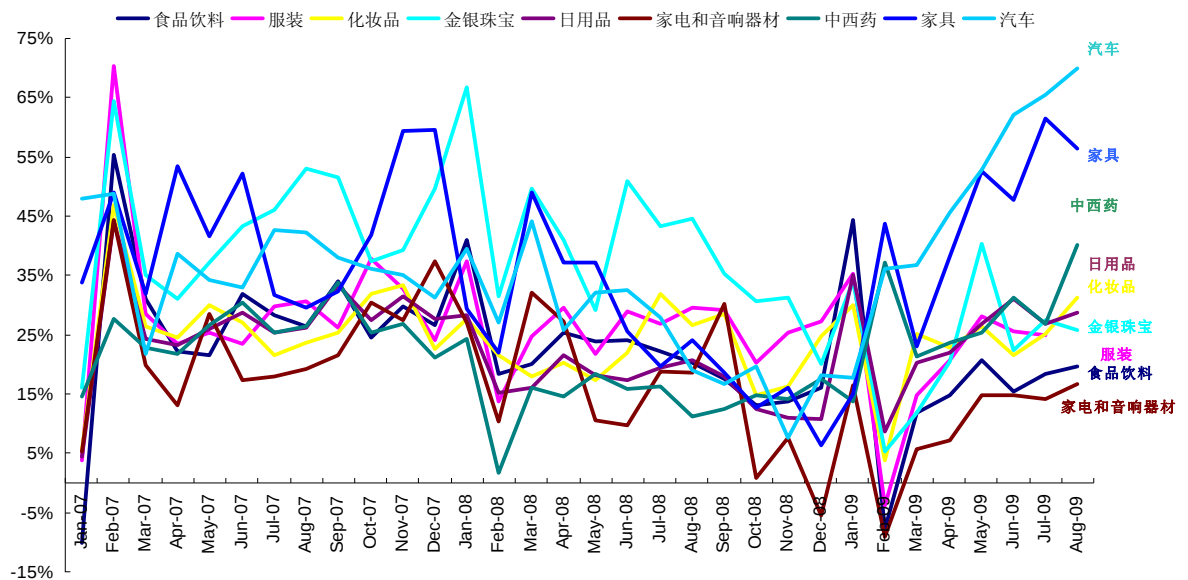
09年8月份社消总额同比增长15.4%，增速较7月份提高0.2个百分点；根据商务部监测数据，8月份百家重点大型零售企业零售月度增速达到19.62%，是最近一年来第三高单月增速；而8月份千家核心商业企业零售指数也为今年以来最高。考虑到08年9月份及今年五月份节庆因素以及第三季度是传统意义上的销售淡季，则8月份的淡季不淡更是在一定程度上反映了消费需求的强势反弹。

分产品来看，汽车、家具、中西药、日用品、化妆品月度消费继续保持快速增长，延续了今年以来可选消费品引领反弹的趋势；而分业态来看，月度销售增速百货>专业店>超级市场，但从反弹力度来看，专业店>百货>超级市场。

十一黄金周引爆行业热点

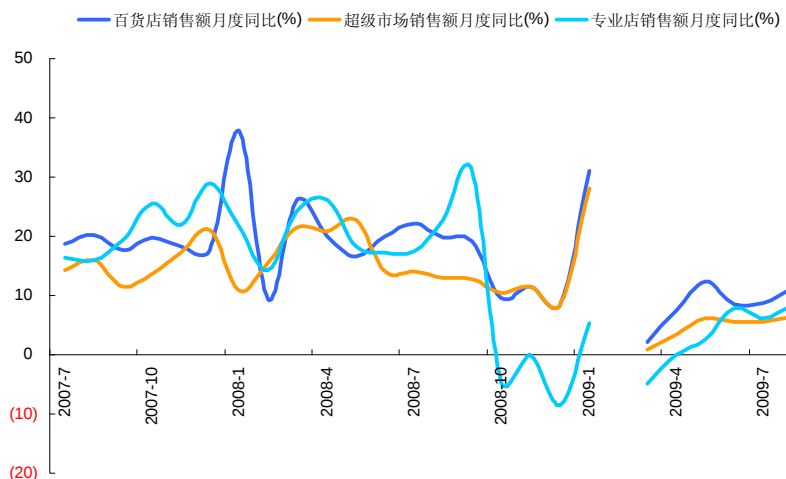
从4季度开始，零售行业将进入长达半年的传统消费旺季，由于去年基数较低，行业净利润同比增速可能会大幅超预期。即将来临的黄金周由于包含了国庆和中秋两个节日，相比以往假期更长，很可能成为引爆此次行业盛宴的导火索。

图 4：可选消费继续“高歌猛进”



资料来源：Wind，联合证券研究部

图 5：百货、超市、专业店增速各不相同



资料来源：Wind，联合证券研究部

企业经营渐入佳境

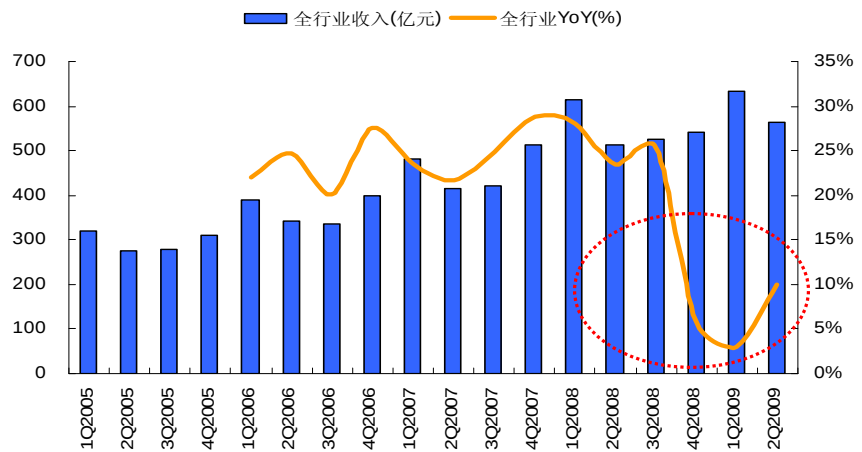
我们以 44 家零售上市公司为样本，通过他们的季度经营数据，从微观层面进一步对零售行业做出判断。通过对样本公司中报分析，我们认为零售行业受经济危机的冲击正在减小，零售企业业绩拐点逐渐确认。

收入：增速回升

从季度数据可以明显看出，受经济危机冲击的影响，08 年 4 季度行业收入增幅大幅度下降 19.53 个百分点至 5.78%，并在今年一季度达到低谷，但二季度开始起受国内宏观形势好转的刺激，行业收入增速明显回升。

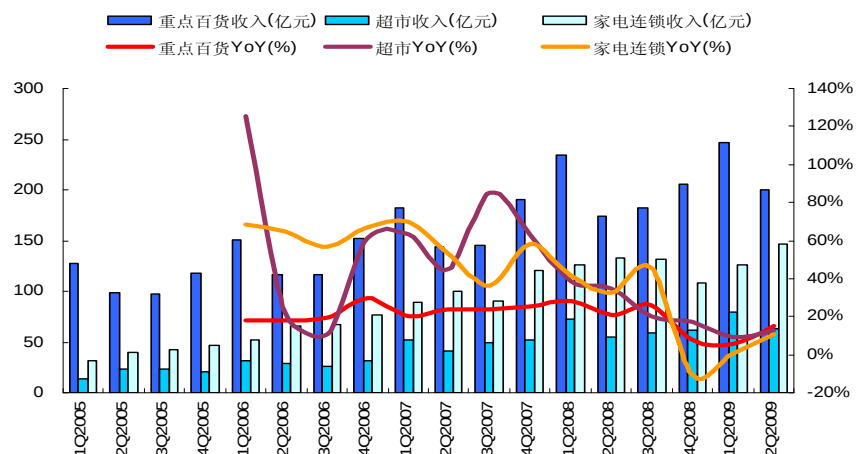
三大业态受经济危机影响开始减小，二季度行业收入增速底部回升

图 6：行业收入增速底部回升



资料来源：Wind，联合证券研究部

图 7：各业态所受冲击各不相同



资料来源：Wind，联合证券研究部

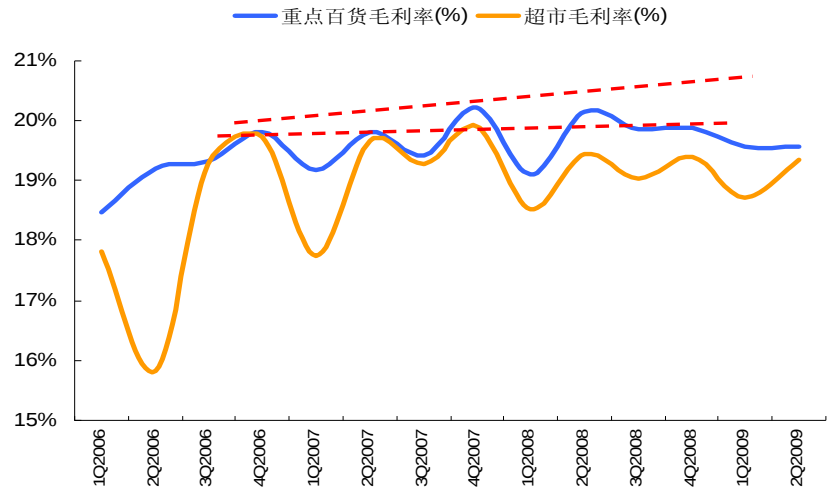
分业态来看，由于销售品类的不同，各业态所受冲击各不相同：受 CPI 为负的影响，超市收入增速有一定下滑，但由于必需品消费具备刚性，因此下滑幅度最小；而百货、家电连锁由于销售产品为可选消费品，因此受经济危机冲击较大。

促销对行业毛利率产生一定影响

毛利率：受促销力度和销售品类结构影响较大

经济危机对于三大行业的毛利率影响各不相同，其中超市行业由于促销打折力度较小，因此整体毛利率水平下滑较小；百货行业受大幅促销的影响，毛利率降幅较大；家电连锁行业毛利率在四季度不降反升，主要是由于以苏宁为代表的家电连锁在去年四季度销售产品结构出现变化，原来低毛利率产品销售下滑导致整体毛利率上升。

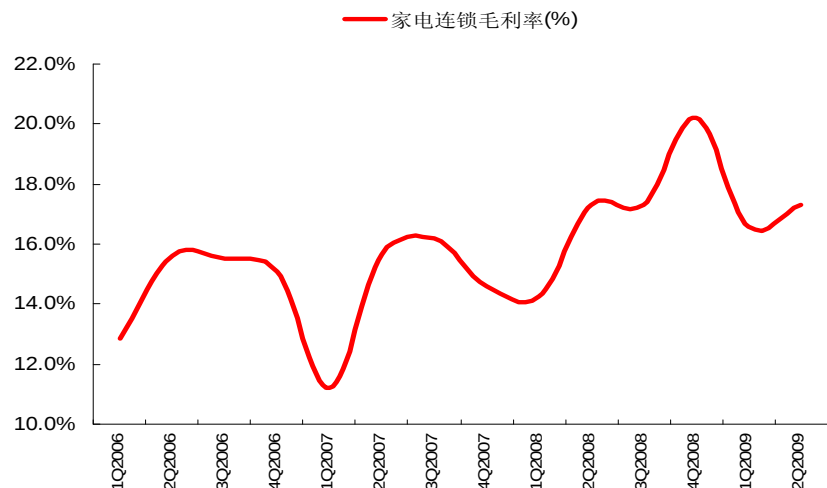
图 8：百货、超市毛利率均有下滑



资料来源：Wind，联合证券研究部

注：一般来说，百货和超市四季度销售旺季，毛利率水平较高，但 4Q08 受促销影响，毛利率较低

图 9：家电连锁受销售产品结构变化影响毛利率上升



资料来源：Wind，联合证券研究部

从今年一、二季度行业毛利率水平来看，超市行业毛利率基本回归正常水平，但百货行业毛利率回升较为缓慢，而家电连锁受季节性因素影响，二季度毛利率较高，但未来这一趋势能否保持仍需进一步观察。

费用率：高位回落

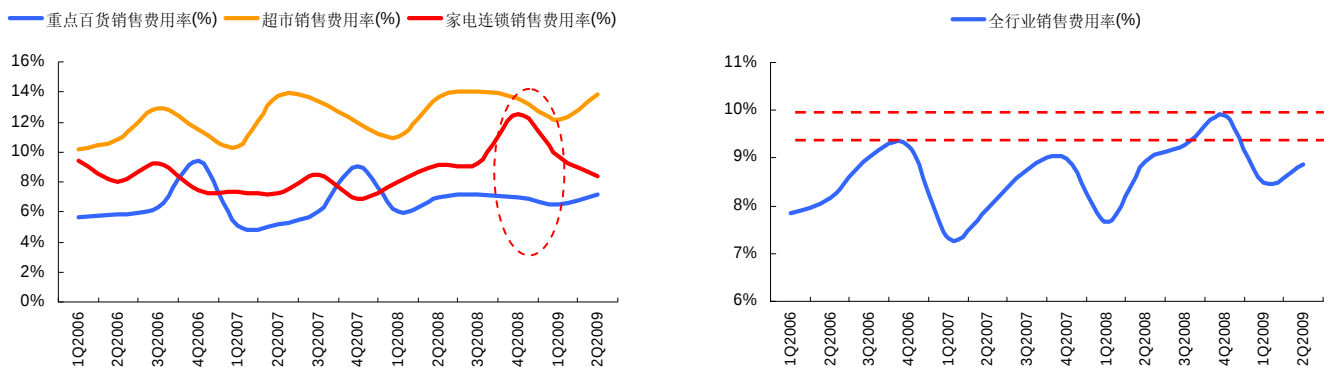
从费用率水平来看，4Q08 行业费用率处于高位并不让人意外，我们认为主要原因包括两点：

促销提高销售费用率、单店销售下滑拉高管理费用率

1、为应对经济危机的冲击，零售行业在去年 4 季度加大了促销和广告宣传力度，导致销售费用的上升，销售费用率处于高位；

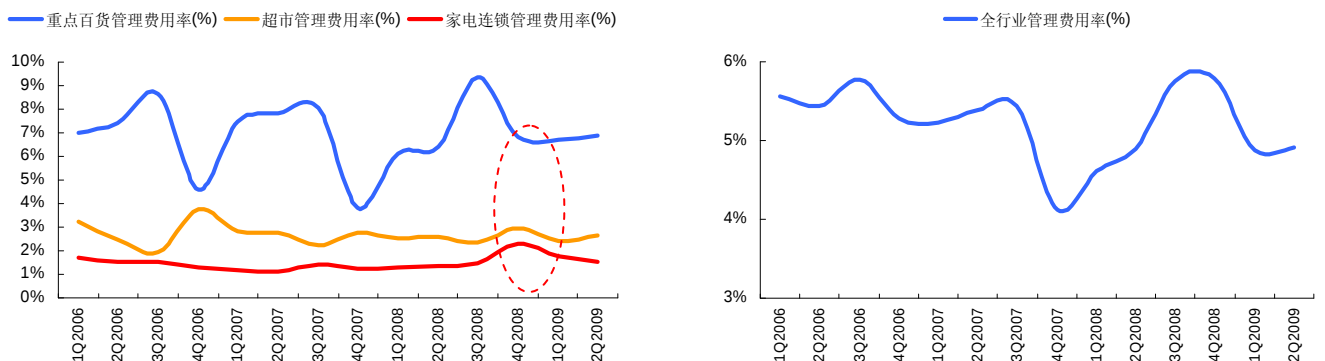
2、零售企业的管理费用具有刚性，一般随收入变化幅度较小，去年 4 季度销售收入大幅下滑，而管理费用变动较小，导致管理费用率高企。

图 10：三大业态季度销售费用率



资料来源：wind，联合证券研究部

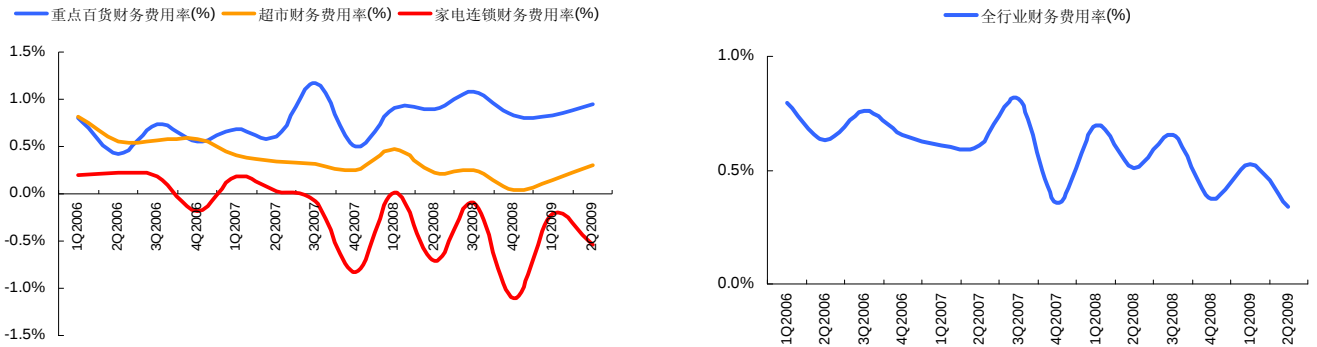
图 11：三大业态季度管理费用率



资料来源：wind，联合证券研究部

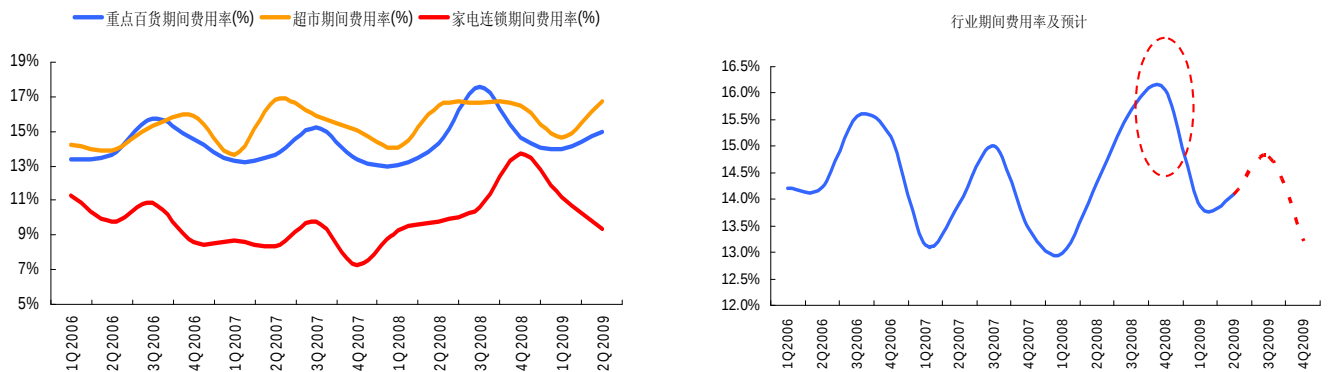
我们认为随着经济的复苏和消费需求的回升，行业的销售收入将开始回升至正常水平，从而导致管理费用率的回落，而促销力度的减弱也会使得销售费用率下滑，而零售行业现金流充裕，即使在经济危机最严重的去年四季度，行业财务费用率仍保持下滑趋势，预计未来这一趋势能够继续延续。

图 12：三大业态季度财务费用率



资料来源：wind，联合证券研究部

图 13：三大业态季度期间费用率



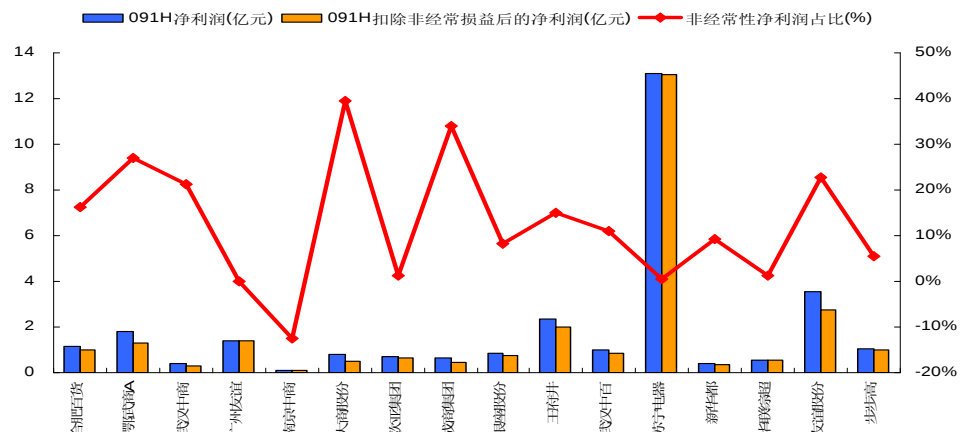
资料来源：wind，联合证券研究部。注：红色虚线部分为预测值

非经常性收益补充净利润水平

考虑苏宁在内，样本公司非经常性收益占净利润的 9.43%；剔除苏宁，非经常性收益占比达 16.39%

我们跟踪的 16 家上市公司 09 年中期一共实现归属母公司净利润 29.87 亿元，其中非经常性收益共计 2.82 亿元；如剔除非经常性收益较少的苏宁电器，则 15 家样本公司净利润 16.75 亿元，非经常性收益 2.75 亿元，非经常性收益占总净利润比例达到 16.39%。

图 14：非经常性利润成为零售公司中期业绩的重要



资料来源：Wind，联合证券研究部

估值洼地提供安全边际

我们以 9 月 20 日收盘价为基准，测算了零售行业的估值水平，结论如下：

估值国际比较：国内百货股折价

无论是国际比较还是国内比较下，百货行业均处于估值洼地，安全边际较大

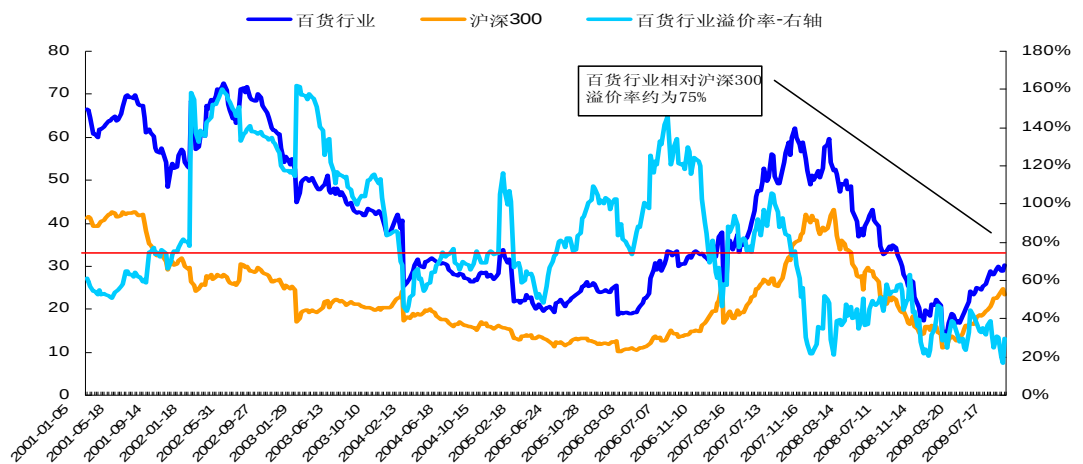
PE 方法下，百货行业 09-11 年 PE 估值水平为 36.8/23.7/19.8(包含大商股份)，或 31.2/24.3/19.8 倍（剔除了大商股份），除 09 年估值水平较高以外，10-11 年相对港股和美股都存在折价；超市、家电连锁相对港股或美股都存在一定溢价。

PS 方法下，百货和超市相对港股折价，相对美股溢价；家电连锁相对港股和美股均溢价。

估值历史比较：行业均处于历史低位区间

我们跟踪了 A 股 13 家百货公司从 2001 年至今的市盈率以及相对沪深 300 的溢价幅度：从估值历史水平来看，百货行业的 PE 中值水平为 36 倍，相对沪深 300 市盈率溢价水平的中值约为 75%，而目前行业估值水平约为动态 36.8 倍，剔除大商后为 31.2 倍，相对沪深 300 的溢价率为 29.5%，仍有一定提升空间。

图 15：联合证券跟踪百货行业市盈率水平



注：Wind，联合证券研究部

图 16：联合证券跟踪超市行业市盈率水平

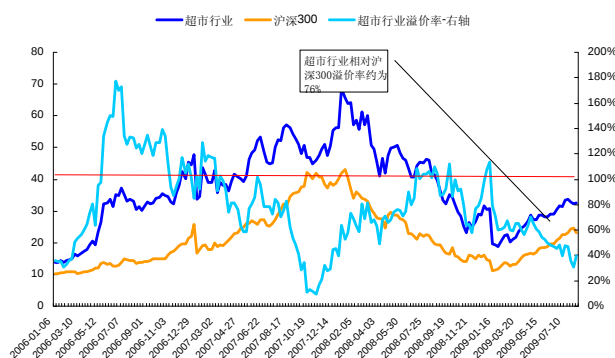
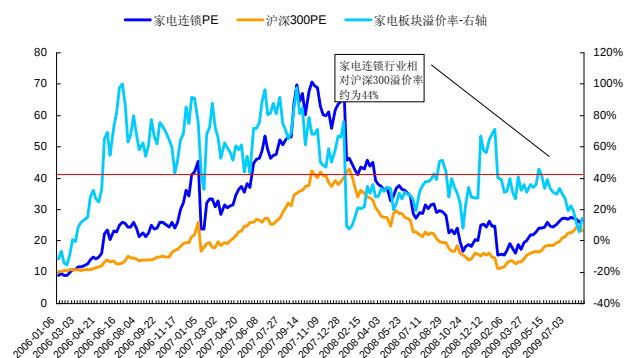


图 17：联合证券跟踪家电行业市盈率水平



资料来源：Wind，联合证券研究部

谨请参阅尾页重要申明及联合证券股票和行业评级标准。

图 18：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	109.2	0.50	1.94	2.32	74.4	19.2	16.0	0.5	0.5	0.4	8.7	3.4	
		鄂武商A	63.5	0.48	0.60	0.71	26.1	20.9	17.6	0.8	0.7	0.6	11.9	4.5	
		合肥百货	46.5	0.38	0.51	0.62	25.5	19.0	15.6	0.8	0.7	0.6	12.4	5.2	
		成商集团	45.1	0.62	0.81	1.67	35.8	27.4	13.3	2.6	2.1	1.3	25.7	10.2	
		王府井	120.2	1.00	1.25	1.53	30.6	24.5	20.0	1.1	0.9	0.8	17.4	4.8	
		银座股份	48.9	0.72	0.91	1.04	28.9	22.9	20.0	0.9	0.8	0.6	18.3	4.1	
		南京中商	26.2	0.30	0.62	0.95	60.7	29.4	19.2	0.6	0.5	0.5	13.8	4.2	
		重庆百货	44.2	0.81	0.92	1.04	26.7	23.5	20.8	0.6	0.5	0.5	-	5.2	
		百联股份	153.8	0.38	0.48	0.50	37.0	29.3	28.1	1.5	1.3	1.2	14.7	2.9	
		欧亚集团	30.3	0.77	1.00	1.30	24.6	19.1	14.6	0.8	0.7	0.5	13.2	4.1	
		大厦股份	35.1	0.43	0.54	0.64	25.0	19.9	16.8	0.7	0.6	0.5	12.9	4.4	
		广州友谊	74.2	0.76	0.87	1.01	27.1	23.7	20.4	2.6	2.3	2.0	17.8	6.3	
		广百股份	43.8	1.03	1.26	1.61	26.7	21.7	17.1	1.1	1.0	0.8	18.3	4.7	
		加权平均					36.8	23.7	19.8	1.19	1.02	0.88	15.1	4.6	
							31.2	24.3	不考虑大商股份						
		海外股	Sears Holdings	80.9	1.31	1.37	1.42	51.9	49.8	46.6	0.2	0.2	0.2	6.4	0.9
			Macy's	61.5	1.23	0.91	1.21	14.7	19.8	14.9	0.3	0.3	0.3	6.1	0.8
			JC Penney	72.5	2.52	0.93	1.43	13.5	36.7	23.8	0.4	0.5	0.5	5.7	1.3
			Kohl's Corp	157.2	2.81	2.82	3.20	19.6	19.5	17.2	1.0	1.0	1.0	8.6	2.5
			Saks	8.1	-0.52	-0.61	-0.42	-	-	-	0.3	0.4	0.4	30.2	1.0
			The TJX Companies	144.8	1.96	2.41	2.64	19.4	15.8	14.4	0.9	0.8	0.8	8.8	7.2
			Dillard's	7.5	-0.93	-0.31	0.22	-	-	66.9	0.2	0.2	0.2	12.0	0.4
		加权平均					23.1	25.7	20.2	0.66	0.66	0.63	8.0	3.1	
		H股	永旺	33.3	1.02	1.05	1.20	12.5	12.2	10.7	0.5	0.5	0.5	4.4	3.0
			利福国际	197.5	0.59	0.56	0.63	20.0	21.0	18.8	2.1	2.0	1.8	15.6	4.0
			银泰百货	89.3	0.24	0.19	0.22	18.6	23.9	20.1	1.4	1.1	0.9	14.8	2.3
			金鹰商贸	222.3	0.30	0.33	0.45	34.6	31.7	23.3	2.6	2.0	1.7	23.2	10.0
			百盛集团	336.7	0.31	0.35	0.43	34.1	30.3	24.7	2.7	2.4	2.0	22.3	8.9
			新世界百货	97.1	0.25	0.30	0.35	23.2	19.1	16.6	2.3	1.5	1.5	12.3	2.6
		加权平均					28.1	26.4	21.5	2.31	1.97	1.68	18.8	6.7	
		市值(亿本币)	EPS			PE			PS			2009EV/EBITDA	2009PB		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011				
超市	A股	武汉中百	55.5	0.37	0.47	0.57	26.7	21.0	17.4	0.5	0.5	0.4	12.7	3.5	
		步步高	68.8	0.70	0.84	1.02	36.4	30.3	24.8	1.1	0.9	0.8	18.6	4.6	
		新华都	30.4	0.72	0.96	1.26	39.5	29.8	22.6	1.0	0.8	0.6	-	5.8	
		华联综超	39.9	0.29	0.40	0.51	28.4	20.6	16.1	0.4	0.4	0.3	7.1	2.3	
		加权平均					32.5	25.6	20.6	0.79	0.65	0.54	13.8	4.0	
		海外股	Walmart	1,932.7	3.38	3.57	3.88	14.8	14.0	12.9	0.5	0.5	0.4	7.8	2.8
			Carrefour	216.1	2.61	1.98	2.28	11.8	15.5	13.4	0.2	0.2	0.2	5.7	1.9
			Metro Group	118.3	2.84	2.35	2.74	12.8	15.4	13.3	0.2	0.2	0.2	6.0	1.8
			Tesco	314.0	0.27	0.30	0.32	14.5	13.4	12.2	0.6	0.5	0.5	10.2	2.5
			Target Corp	366.8	2.88	3.02	3.38	16.9	16.1	14.4	0.6	0.6	0.5	8.6	2.3
			Costco Wholesale	250.3	2.92	2.46	2.71	19.7	23.4	21.2	0.3	0.4	0.3	8.9	2.9
			Dollar tree	43.2	2.50	3.25	3.64	19.4	14.9	13.3	0.9	0.8	0.8	8.0	3.6
			Family Dollar	36.9	1.62	2.05	2.26	16.3	12.9	11.7	0.5	0.5	0.5	7.1	3.0
			BJ's Wholesale Club	20.3	2.22	2.51	2.70	16.5	14.6	13.6	0.2	0.2	0.2	6.1	2.1
		加权平均					15.2	15.1	13.7	0.47	0.46	0.43	8.0	2.6	
		H股	联华超市	105.7	0.57	0.70	0.83	26.2	21.3	18.0	0.4	0.4	0.3	5.2	3.8
			物美商业	148.9	0.34	0.38	0.45	31.6	28.0	23.7	1.4	1.2	1.0	15.6	5.2
			京客隆	19.6	0.36	0.39	0.45	11.6	10.8	9.4	0.2	0.2	0.2	7.0	1.1
			时代零售	35.8	0.18	0.16	0.21	20.6	22.2	17.4	0.8	0.7	0.6	10.0	2.4
		加权平均					27.2	24.0	20.1	0.94	0.82	0.70	10.9	4.1	
	家电连锁	A股	苏宁电器	632.2	0.6	0.7	0.9	26.1	21.1	17.4	1.1	0.9	0.8	19.2	6.9
海外股		Best Buy	157.8	2.7	2.9	3.2	14.3	13.0	12.0	0.3	0.3	0.3	6.9	3.1	
		GameStop	44.1	2.4	2.5	2.9	11.2	10.6	9.3	0.5	0.5	0.5	5.7	2.2	
		RadioShack	20.4	1.7	1.6	1.5	9.4	10.5	10.8	0.5	0.5	0.5	3.9	2.4	
加权平均						13.2	12.3	11.3	0.39	0.37	0.36	6.4	2.9		
	港股	国美电器	317.67	0.17	0.10	0.12	10.9	18.4	15.6	0.57	0.63	0.57	13.2	2.3	

资料来源: wind, Bloomberg, 联合证券研究部整理

优选个股，关注“七剑”

从长期来看，零售行业的投资机会来源于三大类；**整合**，即龙头公司通过整合区域内其余公司而做大做强，实现规模效应；**改制**，即体制变革使得原先束缚企业自身发展、压制公司业绩枷锁的解除；**业态创新**，即通过发明新业态、新模式得以实现市场份额的迅速扩大并获得高额业绩回报。我们据此列出了选择投资标的过程中的五条标准：

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。
5. 关注经营性现金流状况良好的公司：经营性现金流是衡量零售企业经营质量的重要指标，由于其不易调节，因此能真实的反映零售公司实际经营情况。

我们仍然维持前期推荐组合，重点关注“七剑”组合，包括大商股份、成商集团、合肥百货、鄂武商、王府井、南京中商、友谊股份等。

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。