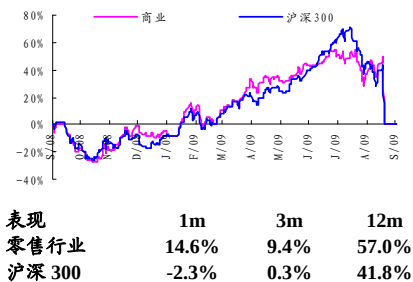



零售业
Retailing

2009 年 9 月 23 日

行业相对沪深 300 表现



行业重点股票	6m%	YTD%	评级
百联股份	35.1%	32.1%	增持
王府井	72.5%	24.0%	增持
重庆百货	15.1%	15.0%	增持
银座股份	38.6%	18.0%	增持
合肥百货	72.2%	70.7%	买入
新华百货	79.7%	101.9%	买入
东百集团	5.0%	6.0%	增持
广百股份	33.3%	15.9%	增持
鄂武商 A	86.8%	114.8%	增持
广州友谊	83.2%	41.4%	买入
杭州解百	21.2%	34.1%	增持
杭州解百	21.2%	34.1%	增持
武汉中百	27.5%	7.5%	增持
新华都	49.0%	74.8%	中性
步步高	17.8%	14.4%	中性
华联综超	10.9%	-6.4%	中性
苏宁电器	36.0%	50.7%	增持
百联股份	35.1%	32.1%	增持

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvli@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。

即入旺季，预期景气回升明显加快

—零售行业 2009 年四季度投资策略

评级：强于大市

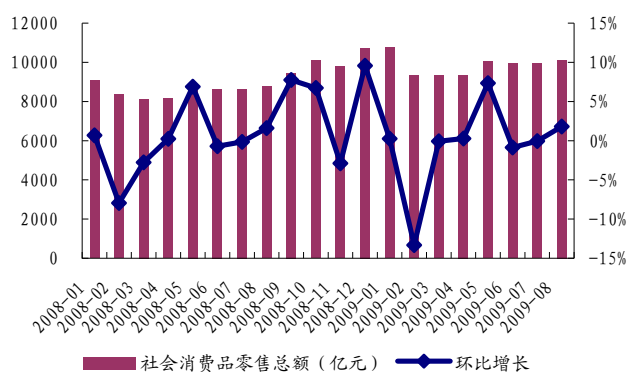
- **宏观层面：消费增速持续回升，CPI 转正迹象已现。**社会消费品零售总额连续 6 个月回升，预计四季度消费增速仍能保持稳中有升态势，全年维持在 16% 左右；CPI 环比出现今年 2 月份以来的首次转正，有望在 11 月转正；反映经济走势和消费趋向的重要先行指标消费者信心指数自去年 8 月份急速下跌以来的首次明显回升，预期经济复苏预期将推动消费者消费信心持续回升。
- **微观层面：大型零售企业消费增速明显加快。**全国百家、千家及 50 家重点大型零售企业 8 月份的销售数据显示，消费大环境的提升和消费意愿的恢复是增速明显加快或止跌回升的主要原因。预计四季度的销售旺季将加大刺激这些企业零售额增速的加快。
- **上市公司：二季度整体盈利回升明显，百货业态反弹性增长最强。**2 季度 47 家上市公司的营业收入、净利润的增速均大幅度地提高，毛利率稳步提高，但净利率因受小商品城、商业城的影响，略有下滑。分业态看，百货业态的总体盈利表现最好，主要是其受到经济危机的冲击最大，因而在经济复苏中，反弹性增长最强。CPI 走低使超市业态的业绩转善不明显，尤其华联综超更是拖累了整体业绩表现。家电连锁业态上市公司仍以苏宁电器业绩表现最优，天音控股和宏图高科盈利表现差强人意。
- **四季度展望：预计上市公司整体业绩大幅度提升。**随着消费的进一步转暖，金九银十及传统消费旺季的到来，上市公司整体业绩反弹性增长仍持续并走高，加之去年 10 月份消费急速放缓带来的低基数效应，将使同比增速明显加快。预计 09 年全年百货、超市、家电连锁三业态实现营业收入增速约 15%、7%、5%，净利润增速约 20%、5%、15%。
- **行业评级：强于大市。**在国内经济继续向好预期下，消费者信心将进一步回升，我们判断，四季度行业景气将延续逐季回升态势，且达到全年最高峰，而零售业上市公司的经营业绩也将在行业持续复苏中，获得业绩提升。因此，维持“强于大市”行业评级。
- **投资机会：**一是，关注估值优势强，盈利弹性大的公司，如广州友谊、合肥百货、苏宁电器等。二是，关注资产重组预期的公司，如新华百货、重庆百货、银座股份等。三是，关注受益上海世博会的公司，如百联股份、新世界等。
- **风险提示：**宏观经济复苏未达预期。

宏观层面：消费增速持续回升，CPI 转正迹象已现

社会消费品零售总额继续稳步增长

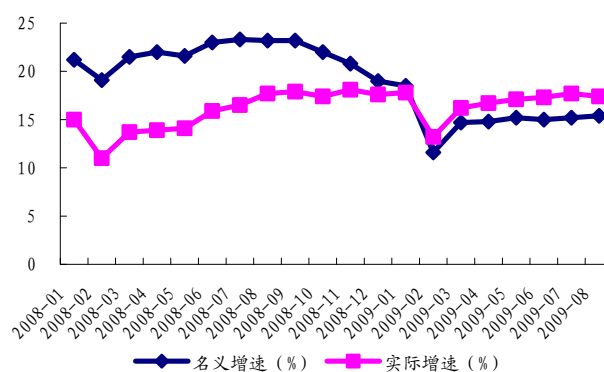
2009 年 8 月份，社会消费品零售总额 10116 亿元，同比增长 15.4%，比上年同月回落 7.8 个百分点，比上月加快 0.2 个百分点，这是自 2 月份最低增速 11.6% 以来的连续 6 个月回升。若扣除 RPI 后，8 月份实际增速 17.4%，低于去年同期 0.3 个百分点，比上月回落 0.3 个百分点。再从社会消费品零售总额的累计数看，2009 年 1-8 月，全国累计实现社会消费品零售总额 78763 亿元，同比增长 15.1%。若扣除价格因素后，1-8 月实际增速 16.3%，比上年同期增速提高了 1.7 个百分点，消费回升明显。

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



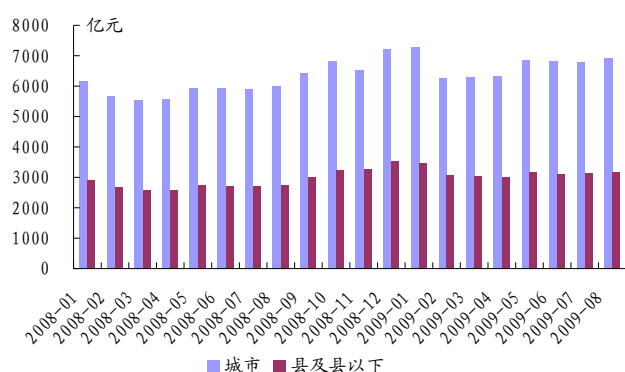
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

分地域看，8 月份，城市消费品零售额 6935 亿元，同比增长 15.3%，较上月提高了 0.2 个百分点；县及县以下消费品零售额 3181 亿元，同比增长 15.5%，较上月提高了 0.1 个百分点。再从累计数看，1-8 月，城市累计消费品零售额 53562 万元，累计增速 14.6%；县及县以下累计消费品零售额 22020.6 万元，累计增速 16.3%。

分地域的消费品零售额增速反映出城市消费仍在回暖，而县域消费，除 6 月份增速稍低于城市消费增速 0.1 个百分点外，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），我们认为这与县域消费品主要是生活日用品和农业生产资料，受经济危机的影响较小有关；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”、“汽车、家电以旧换

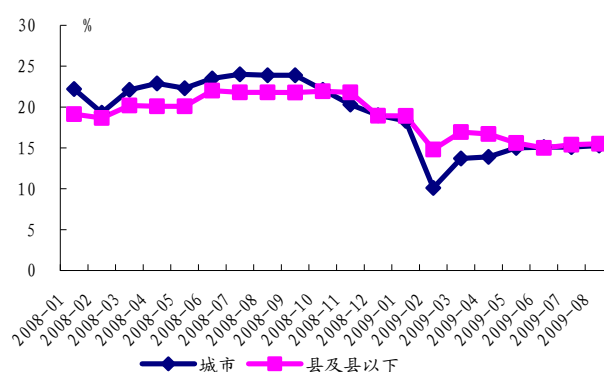
新”、“家具服务农村”、“厨卫产品下乡”等。据商务部预计，2009 年中国电冰箱、洗衣机农村市场销售量占总数将在 1/3 以上，销售额接近 1/3。而且，全国“万村千乡市场工程”在年内将完成 41 万家农家店建设，到 2010 年将覆盖全国 75%以上的乡镇和 50%以上的行政村，这将进一步扩大农村消费渠道，促进农村消费。

Figure 3 分地域消费品零售总额



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，8 月份，批发和零售业零售额 8495 亿元，同比增长 15.4%，较上月提高 0.2 个百分点；住宿和餐饮业零售额 1454 亿元，增长 16.8%，与上月增速持平；其他行业零售额 167 亿元，增长 2.8%，较上月提高 0.2 个百分点。再从累计数看，1-8 月，批发和零售业零售额 66311 亿元，同比增长 14.9%；住宿和餐饮业零售额 11332 亿元，同比增长 17.8%；其他行业零售额 1120 亿元，同比增长 2.9%。

从增长态势看，住宿和餐饮业零售额增速继续领先，这主要是居民收入水平的提高吸引大量市民外出消费，家庭为主的茶市、散餐等休闲饮食引领餐饮业持续兴旺，但因受经济危机的影响，去年 9 月份以来其增速处于放缓态势；批发和零售业零售额增速自 2 月份以来回升态势良好，是拉动社会消费零售总额增速回升的主导力量。

Figure 5 分行业社会消费品零售总额

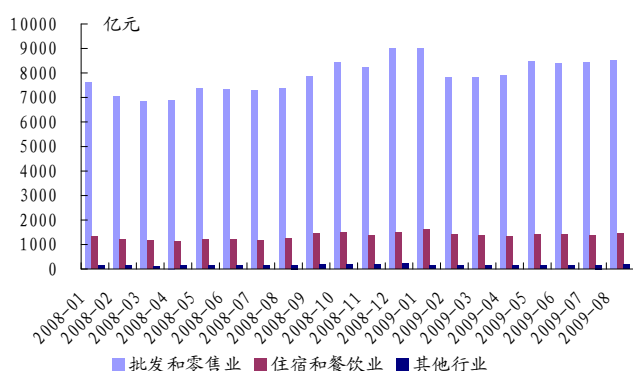
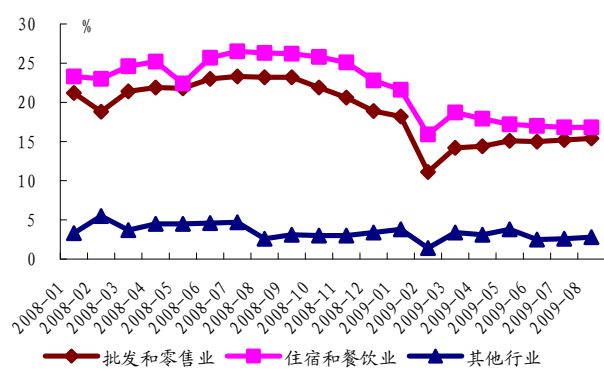


Figure 6 分行业社会消费品零售总额当月增速



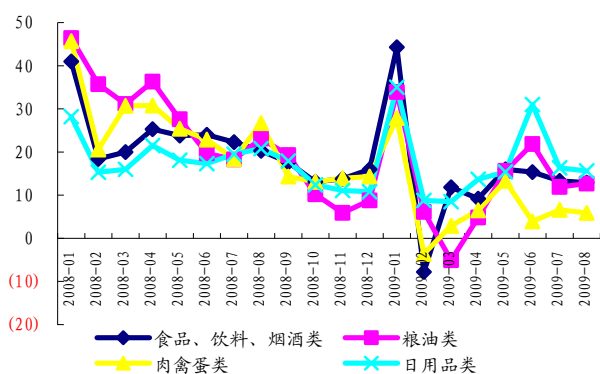
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

分商品类别看, 8 月份, 限额以上批发和零售业中, 粮油类增长 12.7%, 肉禽蛋类增长 5.9%, 服装类增长 23.3%, 日用品类增长 15.6%, 家用电器和音像器材类增长 10.9%, 汽车类增长 34.8%, 石油及制品类增长 6.8%, 建筑及装潢材料类增长 36.6%。

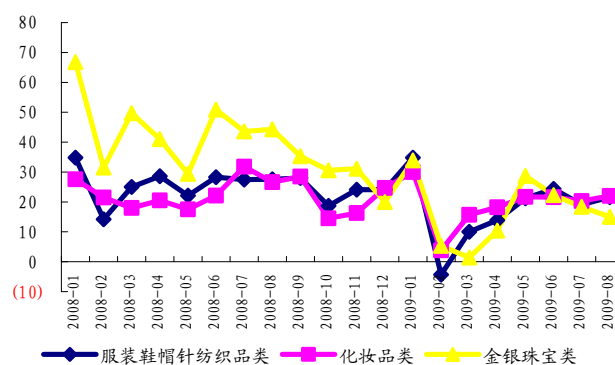
从商品类别增速可以看出, 在强有力政策的刺激及房地产、汽车市场回暖的带动, 8 月份消费总量继续增长。服装、化妆品、汽车、建筑与装潢材料等与居民生活质量和消费结构升级密切相关的商品持续旺销, 家用电器和音像器材、家具等耐用消费品的需求量也明显增强。

Figure 7 与超市相关的商品类别月增速



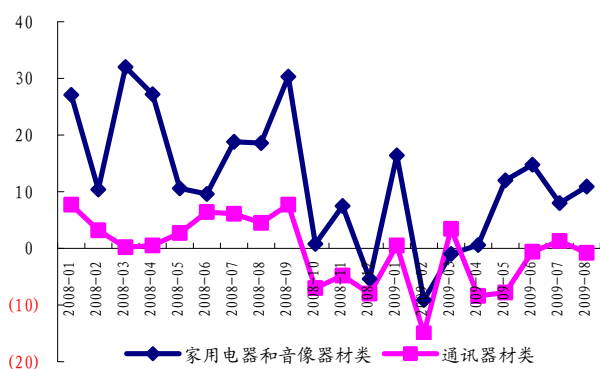
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 与百货相关的商品类别月增速



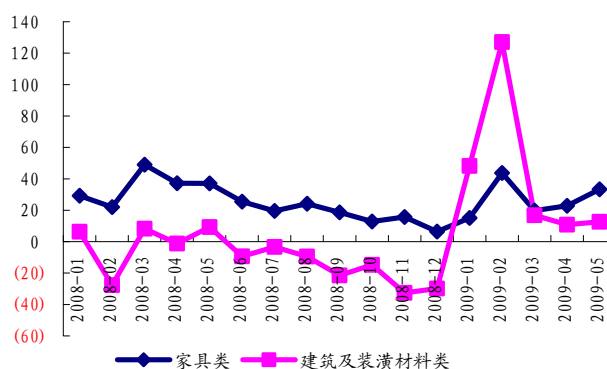
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 与家电连锁相关的商品类别月增速



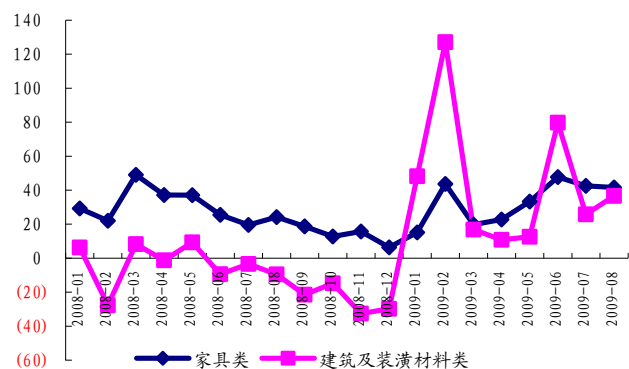
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 与房地产相关的商品类别月增速



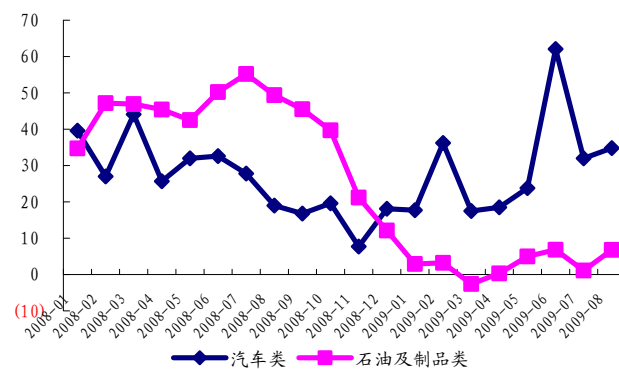
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

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

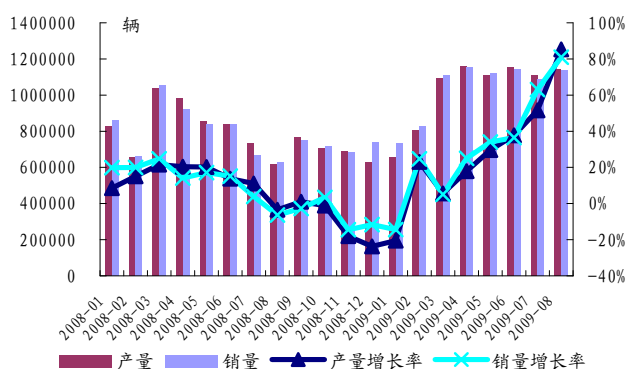
Figure 12 其他商品类别当月增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

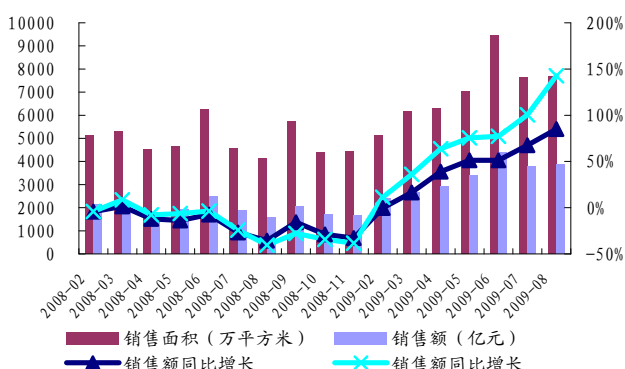
从目前消费增速趋势看,首先,我国房地产市场和汽车市场还将继续回暖,消费需求量仍将保持快速增长。其次,国家一系列刺激消费的政策还将继续深化,有助于保持消费平稳增长。再次,随着国家收入分配政策的调整,社会保障体系的进一步完善,就业形势的改善,消费增长容量还很大。因此,我们判断,四季度消费增速仍能保持稳中有升的态势,预计全年消费品零售总额增速维持在16%左右。

Figure 13 汽车月度产销量变化



资料来源: 中汽协、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

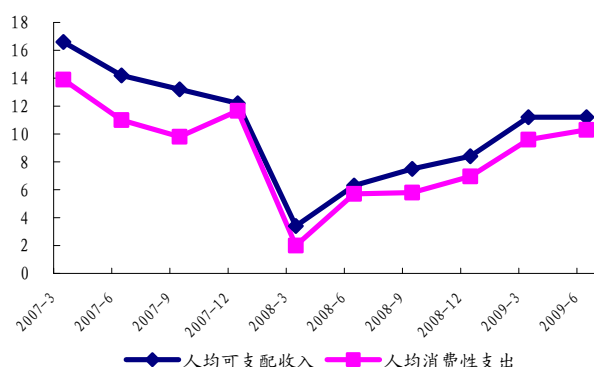
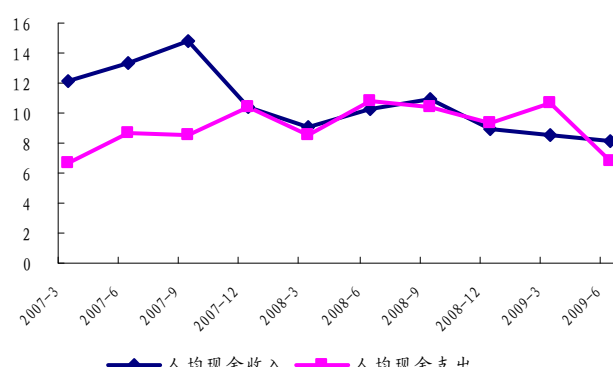


Figure 16 农村居民人均现金收入和人均现金支出实际累计同比变化



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

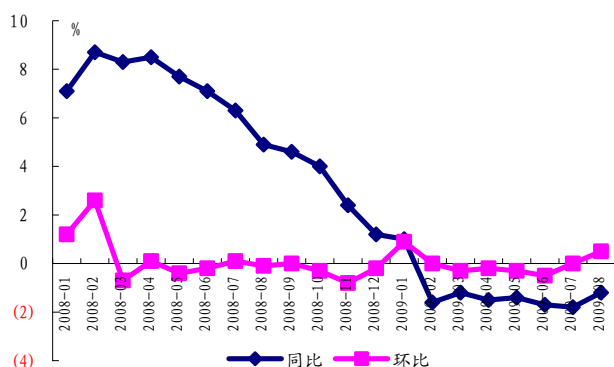
CPI 同比降幅收窄, 环比出现上涨

09 年 8 月份, 在翘尾因素的影响下, CPI 同比下降 1.2% (上年同月为上涨 4.9%), 比上月降幅缩小 0.6 个百分点。其中, 城市同比下降 1.3%, 农村下降 1.0%; 食品价格上涨 0.5%, 非食品价格下降 2%; 消费品价格下降 1.1%, 服务项目价格下降 1.5%。食品价格由负转正是促使 CPI 降幅收窄的最重要原因。

从月环比看, CPI 比上月上涨 0.5%, 这是自今年 2 月份以来首次由负转正。其中, 城市上涨 0.4%, 农村上涨 0.6%; 食品价格上涨 1.3%, 非食品价格上涨 0.1%; 消费品价格上涨 0.6%, 服务项目价格上涨 0.1%。食品和居住价格上涨是影响 CPI 环比上升的主要因素。

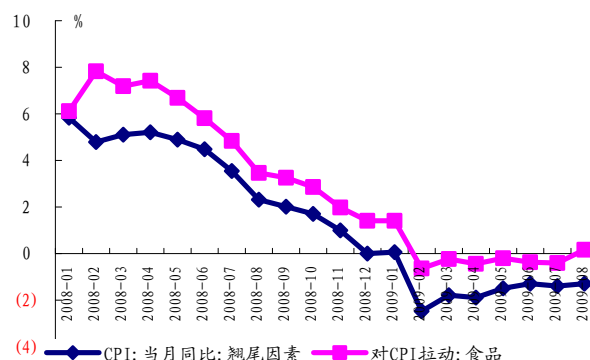
从累计数看, 1-8 月份, CPI 同比下降 1.2% (上年同期为上涨 7.3%), 与 1-7 月降幅持平。分类别看, 八大类商品价格有三种上涨五种下降, 其中食品类价格上涨 0.5%, 烟酒及用品类价格上涨 1.3%, 衣着类价格下降 2.2%, 家庭设备用品及维修服务价格下降 0.7%, 医疗保健及个人用品类价格上涨 0.9%, 交通和通信类价格下降 2.9%, 娱乐教育文化用品及服务类价格下降 0.9%, 居住类价格下降 5.4%。

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 当月翘尾因素及食品对 CPI 的拉动



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

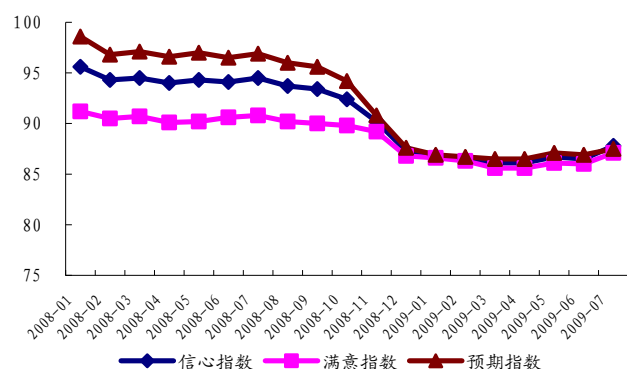
从 9 月份的情况分析, 商务部食用农产品价格指数 9 月初仍处上行通道中, 考虑到食品价格的持续回升、非食品价格降幅的不断缩小以及翘尾因素负效应的减弱, CPI 同比降幅将会继续收窄, 10 月份接近 0 左右, 11 月份转为正增长, 年底有望达到 1.5% 左右。

消费者信心指数触底回升

7 月份, 反映经济走势和消费趋向的重要先行指标消费者信心指数达到 87.5, 较 6 月份提升了 1.3 个点, 这是自去年 8 月份急速下跌以来

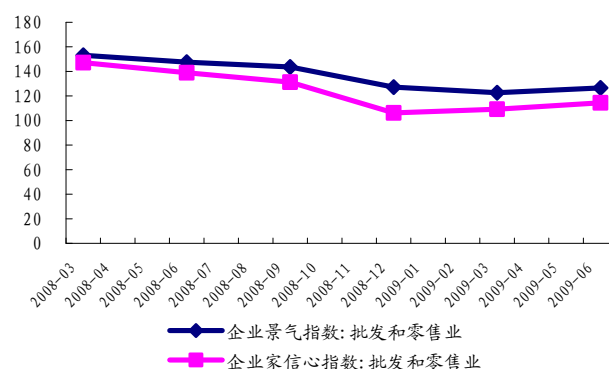
的首次明显回升。同时,消费者满意指数和预期指数也分别回升到 87.1、87.5,反映在经济复苏预期下,消费者的消费意愿在加快。另外,批发和零售业企业家信心指数在二季度环比回升了 5.3 个百分点,从侧面也反映了企业家对未来消费增长预期的向好。

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



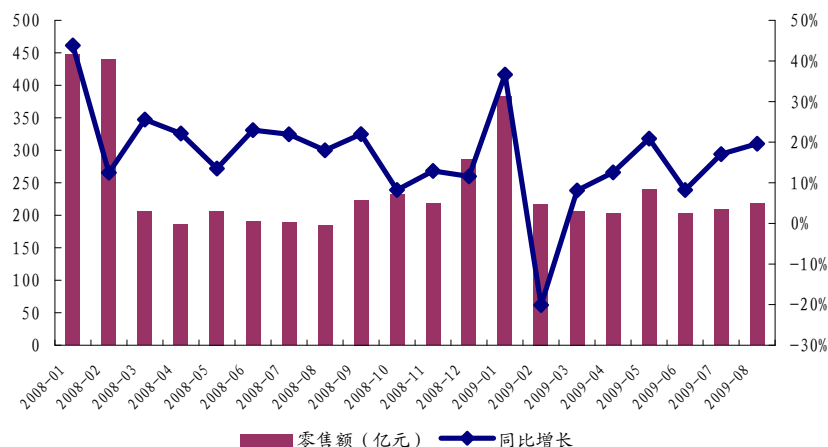
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

微观层面: 大型零售企业消费增速明显加快

全国百家重点大型零售企业 8 月份零售额增速明显恢复

根据中华全国商业信息中心的统计, 09 年 8 月, 全国百家重点大型零售企业实现零售额为 217.96 亿元, 同比增长 19.62%, 是年内第二次销售额超过去年同期, 且相比前一次的 5 月份, 8 月份缺乏节日带动, 1-8 月累计零售额为 1884.50 亿元, 累计同比增长 12.72%, 比 1-7 月份加快 0.85 个百分点。

Figure 21 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

从各类消费品市场看：

- 食品类消费保持了 7 月份的增长势头。8 月份食品类零售总额 35.72 亿元，同比增长 20.57。其中以家禽类和蛋类增幅最为明显，两者销售额同比增长达到了 49.65% 和 44.99%，滋补食品类、水产品类和粮食类也分别保持着 37.99%、29.61% 和 25.75% 的同比增长。
- 服装类零售额增速再创新高。8 月份服装类零售额同比增长 23.96%，较上月加快 8.33 个百分点，是自 08 年 10 月份以来的最高增速。从零售量上看，8 月份，全国百家重点大型零售企业服装类商品零售量同比增长 13.10%，比去年同期和上月分别上升了 4.56 个百分点和 10.35 个百分点。其中换季销售提前所带来的效果依然明显，秋冬季服装销售增速持续上扬，男西装、夹克衫和羊绒及羊毛衫的零售量同比增长分别达到了 35.70%、19.97% 和 16.57%。
- 耐用消费品及大宗商品销售增速加快。随着消费市场的整体回暖，经济危机以来受影响较大的耐用品和大宗商品销售增速也明显加快。8 月份，百家重点大型零售企业主要耐用消费品销售增速（剔除春节因素）相比前几个月也呈现明显的加快态势，其中家电类增速保持平稳，8 月份零售额增速为 15.76%；通讯器材类零售额增速在 8 月首次呈现正增长，达到 2.28%。

全国千家重点零售企业“五一”销售继续增长

根据商务部监测，全国千家重点零售企业零售额总体呈现平稳加快的增长态势，8 月份零售额同比增长 9.2%，增速比 7 月份加快 1.9 个百分点，创下今年以来的最快增速。1-8 月全国千家重点零售企业零售额同比增速比 1-7 月加快 0.6 个百分点。增速加快的原因有：

一、刚性消费需求稳步增长。8 月份，食品、烟酒零售额同比分别增长 8.6% 和 8.3%，增速与 7 月份基本持平；服装零售额同比增长 13%，增速比 7 月份加快 4.4 个百分点。

二、大宗消费带动作用增强。8 月份，汽车销售 113.85 万辆，同比增长 81.7%，已连续第 6 个月超过百万辆，其中乘用车销量同比增长 90.2%。家用电器零售额同比增速比 7 月份加快 1.8 个百分点，手机零售额同比增长 0.4%，增速比 7 月份加快 5 个百分点，自去年 10 月份以来首次呈现正增长。

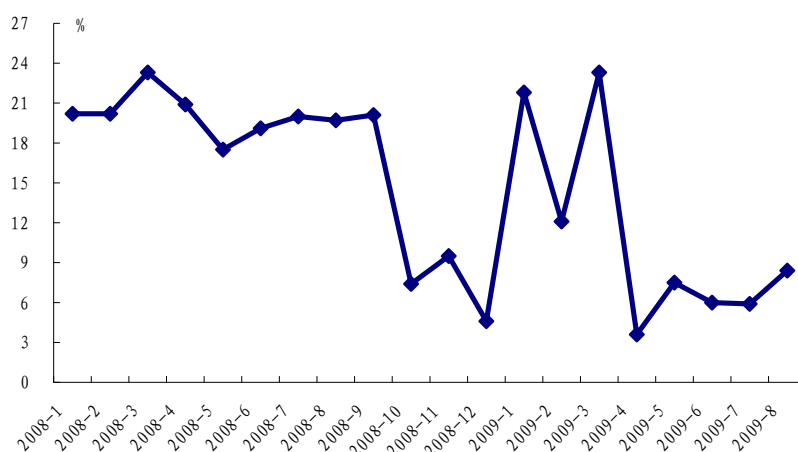
三、农产品价格稳步回升。8 月份，商务部监测的全国 36 个大中城市食用农产品市场价格指数比 7 月份上涨 1.9%。小包装大米、小包装面粉平均零售价格、猪肉平均批发价格、鸡蛋平均零售价格、蔬菜平均批

发价格比 7 月份分别上涨 0.7%、1.0%、6.5%、2.7%和 13.6%。

四、生产资料价格回落。8 月份，商务部重点监测的 112 种重要生产资料价格同比下降 22.1%。

再从 8 月份全国千家核心商业企业零售指数看，8 月份指数达到 8.4，较上月提高了 2.5 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 22 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

全国 50 家大型零售企业 7 月份零售额增速 17.49%

根据工信部的统计，7 月份全国 50 家重点大型零售企业零售额同比增长 17.49%，增速相比去年同期下滑 4.33 个百分点，明显低于 6 月份下滑幅度。今年前 7 个月零售额累计同比增长 12.36%，比去年同期降低 9.59 个百分点，但同上半年相比提升了 0.95 个百分点。其中，7 月份服装类、日用品类、金银珠宝类和家用电器类同比增速均不及去年同期水平，同比分别下滑了 3.52、4.13、16.19 和 12.76 个百分点，但增速比上半年分别加快 1.94、8.6、2.3 和 6.18 个百分点。总体看，7 月份 50 家大型零售企业的销售情况要好于上半年。

我们认为，这些重点零售企业销售增速明显加快或止跌回升的主要原因在于：国家采取的一系列应对经济危机和拉动内需的政策从 4 月份开始逐渐显成效，消费者的消费信心逐渐恢复。我们预计，随着“金九银十”和四季度销售旺季的到来，消费市场需求将进一步回升，四季度各重点零售企业的零售额增速有望继续加快。

上市公司：二季度整体盈利回升明显，百货业态反弹性增长最强

通过统计 47 家零售业上市公司 09 年上半年及 1、2 季度的业绩表现及部分重点上市公司的销售数据可以看出：

09 年上半年累计实现营业收入 1371.98 亿元，同比增长 5.2%；累计实现净利润 46 亿元，同比增长 8.86%；平均毛利率 21.16%，同比上升了 0.13 个百分点；平均净利率 4.41%，同比上升了 0.3 个百分点；平均期间费用率 14.85%，同比下降了 0.11 个百分点。

单季度看，2 季度表现明显好于 1 季度。2 季度营业收入增速由 1 季度的 2.92% 上升到 2 季度的 7.84%，净利润增速由 1.44% 上升到 18.14%，平均毛利率由 20.93% 上升到 21.53%，平均净利率由 4.55% 下降到 4.22%，期间费用率由 13.19% 上升到 13.51%，低于毛利率的上升幅度。净利率下降主要是小商品城和商业城的净利率大幅下降 8.62 个百分点所致。

分业态看，百货业态盈利恢复性增长最显，这主要是百货业态主要以金银珠宝、化妆品、服装鞋帽等可选性消费品为主，受到经济危机的冲击最大，因而在经济复苏中，反弹性增长最强。而超市业态以生活必需品为主，虽受经济危机的影响较小，但 CPI 走低对其影响大，09 年上半年各公司的盈利转善并不明显，尤其华联综超更是拖累了整体业绩表现。家电连锁业态中的三家上市公司，苏宁电器仍居头鳌，其在 3 月份摆脱生产厂商去库存化导致货源短缺的影响后，销售状况逐月好转；天音控股和宏图高科在 2 季度的盈利表现差强人意，主要是受手机、IT 产品的市场需求萎缩明显，销售单品价格下跌的影响，加之促销宣传费用加大。

Figure 23 各业态 09 年上半年营业收入和净利润同比变化

类别	营业收入（百万元）			净利润（百万元）		
	1H08	1H09	同比增长	1H08	1H09	同比增长
百货	65575.26	70452.39	7.44%	2576.11	2818.06	9.39%
超市	25875.17	27538.71	6.43%	448.11	440.83	-1.62%
家电连锁	38970.24	39206.52	0.61%	1201.63	1341.25	11.62%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 24 各业态 09 年上半年毛利率、净利率、期间费用率同比变化

类别	毛利率（%）			净利率（%）			期间费用率（%）		
	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加
百货	22.06	22.13	0.07	4.41	4.84	0.43	15.5	15.22	-0.27
超市	19.21	19.29	0.08	2.8	2.4	-0.39	15.3	15.74	0.43
家电连锁	10.7	11.64	0.94	2.3	2.16	-0.14	7.42	8.49	1.07

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 25 零售业各业态 09 年上半年 ROE、ROA 同比变化

类别	ROE (%)			ROA (%)			变动原因
	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加	
百货	5.7	5.74	0.04	3.92	3.85	-0.07	小商品城、大商股份、重庆百货的 ROE 及小商品城的 ROA 大幅下降影响
超市	9.08	5.76	-3.32	5.34	3.31	-2.03	新华都、华联综超 ROE、ROA 大幅下降
家电连锁	7.11	5.61	-1.50	4.47	3.26	-1.21	宏图高科、天音控股和苏宁电器 ROE、ROA 均下降

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 26 各业态 09 年 1、2 季度营业收入和净利润环比变化

类别	营业收入同比增速		净利润同比增速	
	1Q09	2Q09	1Q09	2Q09
百货	3.79%	12.19%	1.38%	20.51%
超市	6.29%	6.60%	-7.53%	8.06%
家电连锁	-1.19%	2.38%	6.75%	15.12%

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 27 各业态 09 年 1、2 季度毛利率、净利率、期间费用率环比变化

类别	毛利率 (%)			净利率 (%)			期间费用率 (%)		
	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减
百货	21.94	22.47	0.53	5	4.64	-0.36	14.67	15.98	1.31
超市	18.79	19.88	1.09	2.56	2.18	-0.38	14.96	16.71	1.75
家电连锁	11.41	11.94	0.53	2.07	2.15	0.08	8.41	8.77	0.35

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 28 各业态 09 年 1、2 季度 ROE、ROA 环比变化

类别	ROE (%)			ROA (%)			变动原因
	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减	
百货	3.33	2.53	-0.80	1.39	1.11	-0.28	商业城、宝商集团、重庆百货的 ROE、ROA 大幅下降
超市	3.5	2.41	-1.09	1.54	1.05	-0.49	步步高、武汉中百的 ROE、ROA 大幅下降
家电连锁	2.97	3.03	0.06	1.17	1.21	0.04	苏宁电器 ROE、ROA 上升幅度弥补宏图高科和天音控股的 ROE、ROA 下降幅度

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

再从部分上市公司所在区域的 8 月份销售数据看, 销售收入回升明显, 当然既有经济回暖拉动, 也有居民消费信心增强的贡献。

Figure 29 各地零售市场消费情况

地区	零售市场情况
北京	8 月份, 北京市实现社会消费品零售额 448 亿元, 同比增长 20.4%, 规模及增幅均为今年单月最高 。其中, 8 月份, 批发零售贸易业实现零售额 392.8 亿元, 同比增长 21.7%; 吃、穿、用、烧类商品分别实现零售额 104.4 亿元、37.5 亿元、271.5 亿元和 34.6 亿元, 同比分别增长 7.4%、15.8%、24%和 47.5%。1-8 月, 北京市累计实现社会消费品零售额 3388.5 亿元, 同比增长 14.3%, 扣除价格因素后, 实际增长 16.4%。
上海	8 月份, 上海市社会消费品零售总额 439.44 亿元, 同比增长 14.6%。其中, 批发和零售业零售额 380 亿元, 增长 14.5%; 吃、穿、用商品类零售额分别为 173.88 亿元、53.38 亿元、196.66 亿元和 15.52 亿元, 增长 14.6%、14.8%、16.3%和-3.2%。1-8 月, 上海市社会消费品零售总额 3376.33 亿元, 同比增长 13.9%。
广州	8 月份, 广州市实现社会消费品零售总额 316.11 亿元, 同比增长 18.5%, 增幅比上月提高 1.5 个百分点。其中, 批发和零售业零售额 264.08 亿元, 增长 18%。1-8 月, 广州市实现社会消费品零售总额 2316.4 亿元, 同比增长 13.8%, 增幅比 1-7 月累计提高 0.7 个百分点。
深圳	1-8 月, 全市消费品零售总额 1658.76 亿元, 增长 12.9%。其中: 批发与零售业零售额 1436.47 亿元, 增长 11.2%。在十大类商品销售中, 金银珠宝类增长 180.2%, 汽车类增长 69.7%, 文化办公用品类增长 56.0%, 服装鞋帽类增长 14.5%。通讯器材类、书报杂志类下降。
重庆	1-8 月, 全市实现社零 1563.04 亿元, 增长 18.2%; 批零销售总额 1308.01 亿元, 增长 17.8%; 商品销售总额 3839.59 亿元, 增长 19.1%。
银川	8 月份, 全市实现社会消费品零售总额 15.64 亿元, 比上年同期增长 22.6%。1—8 月, 全市实现社会消费品零售总额 121.48 亿元, 比上年同期增长 18.7%, 其中限额以上的批发零售业实现零售额 70.28 亿元, 同比增长 21.6%, 占全市社会消费品零售总额的 57.9%, 高出社会消费品零售总额增幅 2.9 个百分点。
武汉	8 月份, 武汉市实现社会消费品零售总额 166.17 亿元, 同比增长 17.9%, 增幅比 7 月份提高 0.2 个百分点。其中, 批零业零售额达到 138.85 亿元, 增长 18.5%, 高于全市社会消费品零售额平均增长水平。1—8 月累计实现零售额 1345.87 亿元, 增长 15.4%, 比 1—7 月累计增幅提高 0.3 个百分点。
安徽	8 月份, 全省实现社会消费品零售总额 283.5 亿元, 同比增长 19.4%, 比上月提高 0.3 个百分点, 高于全国 4 个百分点, 扣除价格因素, 实际增长 20.7%, 比去年同期提高 3 个百分点。1-8 月, 全省累计实现社会消费品零售总额 2175.3 亿元, 同比增长 18.7%, 高于全国 3.6 个百分点, 扣除价格因素, 实际增长 20.8%, 比去年同期提高 6.7 个百分点。
河南	8 月份, 全省实现社会消费品零售总额 356.2 亿元, 比去年同期增长 18.4%, 比 7 月加快 0.9 个百分点。1-8 月, 累计实现社会消费品零售总额 2826.9 亿元, 同比增长 17.2%, 为近 10 年来最高增幅。
天津	8 月份, 天津社会消费品零售总额完成 210.14 亿元, 创 09 年新高, 同比增长 22.6%, 其中, 批发零售业零售额 175.81 亿元, 增长 23.1%。1-8 月份累计, 天津社会消费品零售总额 1583.71 亿元, 增长 20.9%。
湖南	8 月份, 湖南省实现社会消费品零售总额 393.87 亿元, 同比增长 19%, 较 7 月份提高 0.5 个百分点。县及县以下实现零售额 162.5 亿元, 同比增长 19.7%, 较市级零售额增长速度快 1.1 个百分点。1-8 月全省累计实现社会消费品零售总额 3075.59 亿元, 同比增长 19%。 8 月份, 全省限额以上批发零售企业实现零售额 100.53 亿元, 增长 19.3%。其中限额以上零售企业零售额增长 20.4%。1-8 月, 全省限额以上批发零售企业实现零售额 742.49 亿元, 增长 18%。拉动全省限额以上批零企业高速增长的原因, 一是汽车销售持续高涨, 实现零售额增长 34.4%; 二是娱乐休闲文化健身类零售额继续较快增长, 书报杂志类、电子出版物及音响制品类、文化办公用品类分别增长 44.7%、63.5%和 34.2%。三是日用品和化妆品类零售额增长较快, 分别增长 51.4%和 53%, 分别较上月提高 5 个和 9.1 个百分点。
福建	8 月份, 全省实现社会消费品零售总额 351.36 亿元, 增长 16.2%, 增幅比 7 月份提高 0.3 个百分点。1-8 月, 全省实现社会消费品零售总额 2811.39 亿元, 比上年同期增长 14.8%, 增幅比 1-7 月提高 0.2

个百分点。其中，农村消费品市场 8 月份同比增长 15.7%，增速同比提高 2.1 个百分点，比城市市场高 1.4 个百分点；零售业 8 月份零售额 2084.41 亿元，增长 14.1%；汽车类实现零售额 32.29 亿元，增长 44.0%，拉动同期全省社会消费品零售总额增长 3.3 个百分点。

浙江

8 月份，全省社会消费品零售总额为 707.1 亿元，同比增长 15.6%，名义增幅比 7 月的 14.3% 提高 1.3 个百分点，扣除价格因素，实际增长 17.1%，比上月回落 0.6 个百分点。1-8 月，社会消费品零售总额 5430.3 亿元，同比增长 14%，增幅比 1-7 月的 13.8% 上升 0.2 个百分点，扣除价格因素，实际增长 16.2%，实际增幅比 1-7 月提高 0.1 个百分点。

南京

1-8 月，南京市实现社会消费品零售总额 1271.2 亿元，同比增长 17.2%。

资料来源：商务部、联商网、世纪证券研究所

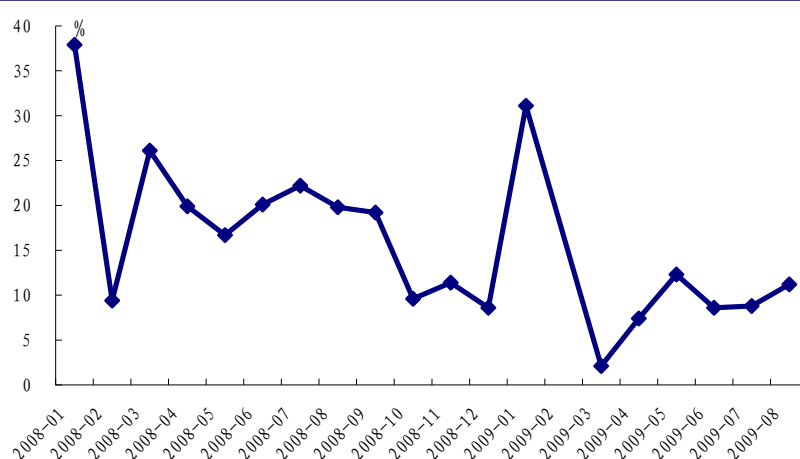
我们认为，目前大部分上市公司的销售增长态势已经确立，预计 4 季度达到高峰，全年呈现前低后高走势。

四季度展望：预计上市公司整体业绩大幅度提升

百货业态

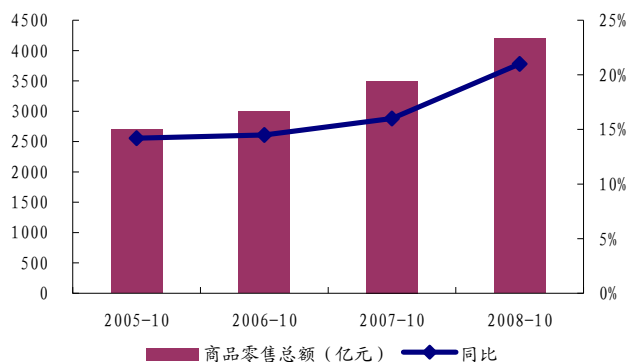
随着四季度传统消费旺季的到来，预计上市公司整体业绩反弹性增长仍持续并走高，加之去年 10 月份消费急速放缓带来的低基数效应，我们判断四季度整体业绩将显著提升，而史上最长的黄金周、圣诞节等节日亦是业绩提升的主要催化剂，历史数据显示，“十一”黄金周商品零售额贡献当月社会消费品零售 40% 以上。我们预计，09 年全年百货业态营业收入增速约在 15% 以上，净利润增速有望达到 20%。

Figure 30 全国重点零售企业百货店销售额增速



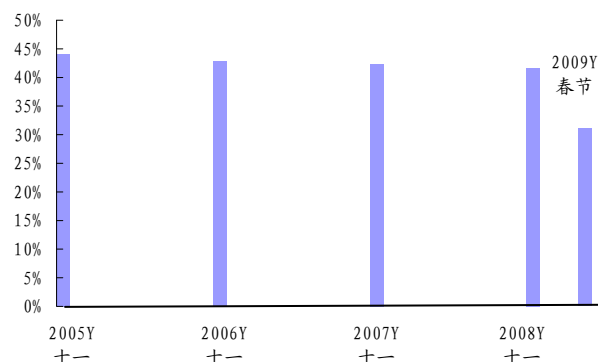
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 31 “十一”黄金周商品零售额及同比变化



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 32 “十一”零售额占当月社消零售总额比例

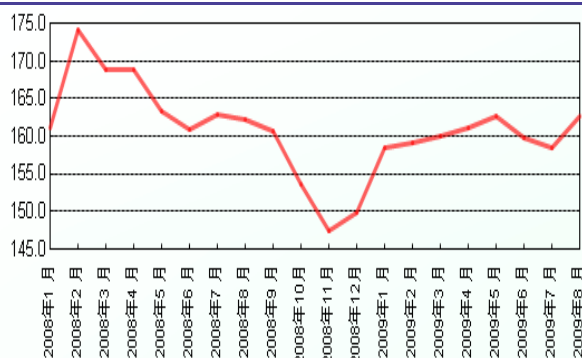


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

超市业态

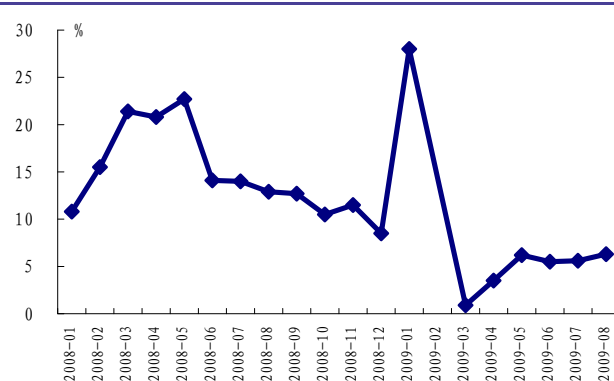
8 月份 CPI 同比降幅 1.2%，仍是翘尾因素的负向主导。事实上，7 月份以来主要农产品的价格已经在回升，8 月份更是连续大幅上涨，据农业部对全国 470 个集贸市场的定点监测，截止 9 月 15 日，猪肉价格已连续 11 周回升，累计涨幅达 20.6%，鸡蛋价格也连续 7 周回升，累计涨幅 8.8%。CPI 在 11 月份的转正预期使超市业态在 4 季度才能真正实现恢复性增长，预计 09 年全年营业收入增速约 7%，净利润增速约 5%。

Figure 33 农产品批发价格总指数



资料来源: 农业部、世纪证券研究所

Figure 34 全国重点零售企业超市销售额同比增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

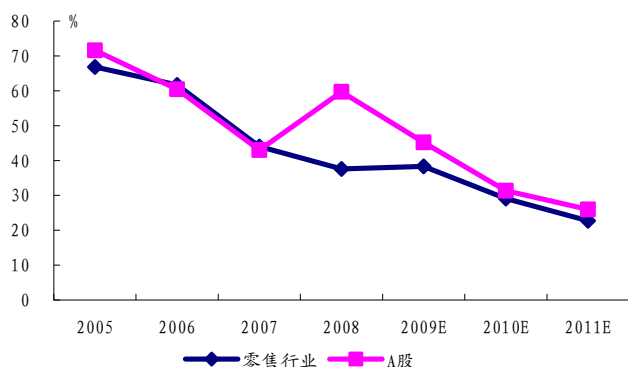
家电连锁业态

房地产市场趋旺对家电需求具有明显的拉动作用，一般房地产销售对家电需求的带动滞后半年；而且，前 8 个月通讯器材的销售数据也显示出复苏迹象。基于此，加之去年 4 季度低基数效应，我们判断，苏宁电器业绩高增长有望在 4 季度明显体现，天音控股和宏图高科的盈利有望大幅改善。预计家电连锁业态 09 年全年实现营业收入增速约 5%，净利润约 15%。

行业估值：虽处历史底部，但与 A 股整体估值趋于一致

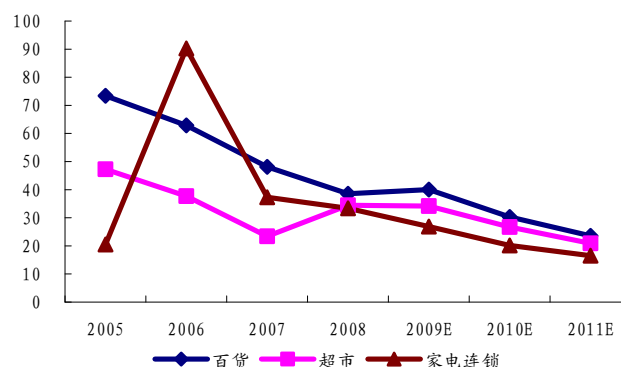
我们选择 Wind 资讯录入的零售业 40 家上市公司最新一致盈利预测数为样本（剔除异常数值），并以 09 年 9 月 22 日的平均收盘价测算 2009-2011 年行业平均动态市盈率分别为 38、29、23 倍，与历史纵向比较，平均市盈率仍处于历史底部；且与 A 股整体估值相比，仍存提升空间。

Figure 35 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 36 零售业各业态估值比较



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

再从各业态估值看，家电连锁业态依然最具有估值优势，2009-2011 年的动态市盈率分别为 27、20、17 倍；其次是超市业态，未来三年的动态市盈率分别为 34、27、21 倍；百货业态的 2009-2011 年的动态市盈率分别为 40、30、24 倍。

行业评级：强于大市

在国内经济继续向好预期下，消费者信心将进一步回升，我们判断，四季度行业景气将延续逐季回升态势，且达到全年最高峰，而零售业上市公司的经营业绩也将在行业持续复苏中，获得业绩提升。因此，维持“强于大市”行业评级。

Figure 37 重点公司盈利预测及评级

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	14.37	0.32	0.36	0.45	44.91	39.92	31.93
600859	王府井	增持	32.80	0.88	1.03	1.25	37.27	31.84	26.24
600729	重庆百货	增持	21.66	0.80	0.85	1.00	27.08	25.48	21.66
600858	银座股份	增持	21.53	0.58	0.72	0.94	37.12	29.90	22.90
000417	合肥百货	买入	8.63	0.33	0.35	0.44	26.15	24.66	19.61

600785	新华百货	买入	25.35	0.63	0.90	1.00	40.24	28.17	25.35
600693	东百集团	增持	9.05	0.37	0.34	0.40	24.46	26.62	22.63
002187	广百股份	增持	27.40	0.89	1.03	1.26	30.79	26.60	21.75
000501	鄂武商 A	增持	13.34	0.36	0.46	0.55	37.06	29.00	24.25
000987	广州友谊	买入	21.80	0.72	0.85	1.05	30.28	25.65	20.76
600814	杭州解百	增持	7.36	0.25	0.28	0.32	29.44	26.29	23.00
002277	家润多	中性	31.66	0.62	0.76	0.90	51.06	41.66	35.18
000759	武汉中百	增持	10.59	0.31	0.37	0.47	34.16	28.62	22.53
002264	新华都	中性	29.28	0.60	0.70	0.90	48.80	41.83	32.53
002251	步步高	中性	26.44	0.60	0.74	0.90	44.07	35.73	29.38
600361	华联综超	中性	8.47	0.24	0.28	0.38	35.29	30.25	22.29
002024	苏宁电器	增持	16.81	0.48	0.60	0.75	35.02	28.02	22.41

资料来源：世纪证券研究所

投资策略：三类投资机会

投资策略

四季度，我们将关注三类投资机会：

- 一是，关注估值优势强，盈利弹性大的公司，如广州友谊、合肥百货、苏宁电器等。
- 二是，关注资产重组预期的公司，如新华百货、重庆百货、银座股份等。
- 三是，关注受益上海世博会的公司，如百联股份、新世界等。

重点公司简介

广州友谊（600859）

- 09 年上半年，公司实现营业收入 13.89 亿元，同比增长 6.35%；归属于母公司股东的净利润 1.42 亿元，同比增长 8.86%；每股收益为 0.40 元。
- 公司管理能力优秀，内生性增长突出，盈利水平居行业中上端。因主营高端精品百货，受经济危机冲击甚显，随着经济的逐渐回暖，公司二季度营业收入和净利润增速反弹明显，营业收入由一季度同比增速 0.34% 提高到 15.03%，净利润增速由 2.94% 提高到 17.32%。上半年虽受促销活动过多导致毛利率下降 0.79 个百分点，但期间费用控制成效明显，净利率提高了 0.21 个百分点。预计随着消费的进一步回暖，加之零售旺季的到来，盈利反弹性增长更大。
- 公司目前有 5 家门店，其中 4 家门店位于广州市，1 家位于广西南宁市。公司日前公告拟于 2010 年下半年在珠江新城开设新门店，总经营面积 4 万平方米。该店不仅成为公司未来业绩盈利增长点，

而且将进一步巩固公司在珠三角地区奢侈品消费市场的领导地位。

- 预测 09、10 年每股收益分别为 0.8、0.92 元，当前股价下对应的动态市盈率为 25.6、22.3 倍，估值处于行业低端，维持“买入”投资评级。

合肥百货（000417）

- 09 年上半年，公司实现营业收入 30.16 亿元，同比增长 13.41%；归属于母公司股东的净利润 7709 万元，同比增长 70.79%；每股收益 0.16 元。
- 公司是安徽省目前规模最大、综合效益最好、也是唯一的零售业上市公司。目前拥有 13 家百货门店，90 多家超市，20 多家家电专卖店和 1 家农产品批发市场。
- 公司增资百大电器，收购下属合家福超市、周谷堆、鼓楼商厦、蚌埠百货大楼、铜陵合百等子公司股权，将增强公司对核心盈利资产的控制力，强化区域市场的竞争优势，预计未来随着改造装修后的鼓楼商厦、步入成熟期的乐普生店和 CBD 店、08 年末新开 3 家百货门店的成长贡献，公司将迎来高速发展期。
- 预测 09、10 年每股收益 0.35、0.44 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 26.4、21 倍，估值优势较显，维持“买入”投资评级。

新华百货（600785）

- 09 年上半年，公司实现营业收入 15.41 亿元，同比增长 10.62%；归属于母公司股东的净利润 9386.40 万元，同比增长 48.54%；每股收益 0.54 元。
- 公司是银川地区百货业态垄断者，目前拥有 4 家百货门店和 30 家连锁超市以及 30 多家电器零售门店。日前公司公告新签订银川市西夏区一新店的租赁合同，该房屋将于 2010 年 1 月 1 日交付使用，届时将增加公司百货店经营面积 1.74 万平方米，进一步增强公司在银川市更强的区域控制力。
- 公司内生性增长良好，09 年上半年毛利率、净利率分别同比提高了 1.93、1.76 个百分点，期间费用率下降了 0.28 个百分点。其中二季度业绩表现强势，营业收入由一季度的 6.33%上升到二季度的 16.54%，净利润由一季度的 32.08%上升到二季度的 69.91%，毛利率、净利率分别提高了 1.79、1.93 个百分点。
- 公司拥有与物美控股的整合预期，物美商业是国内规模最大的连锁超市，并且物美商业回归 A 股是确定性事件，预计物美商业很大程

度将借助新华百货作为回归 A 股渠道。

- 预测 09、10 年每股收益分别为 0.95、1.1 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 23.9、20.7 倍，估值处于行业低位，维持“买入”投资评级。

百联股份（600631）

- 09 年上半年，公司实现营业收入 53.5 亿元，同比增长 9.41%；归属于母公司股东的净利润 2.09 亿元，同比增长 1.76%；每股收益 EPS0.19 元。
- 公司二季度营业收入增速明显加快，由一季度的 7.67%增长到 11.99%，但受费用增高的影响，净利润增速由一季度 3.81%下降到 1.92%。毛利率回升趋势明显，二季度环比上升了 2.43 个百分点。预计随着消费复苏、东方商厦新增营业面积、重庆上海城 09 年内的开业贡献、上海中环购物广场等步入回收期、长达半年之久的 2010 年世博会的拉动，公司未来业绩增长将明显加快。
- 公司主营门店分布在上海市核心商圈，其销售收入约占总收入的 98%，且绝大部分为增值潜力大的自有物业。而且，公司还持有可供出售金融资产约 23 亿元，相比 3.35 亿元的初始投资额，具有可观的收益潜力。另外，公司作为百联集团百货业务的整体平台，也存有资产重组预期。
- 预测 09、10 年每股收益分别为 0.37、0.48 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 35.9、27.7 元，估值偏高，但公司成长潜力大，含国资整合和世博概念，因此，给予“增持”投资评级。

风险提示

宏观经济复苏未达预期

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.