

零售行业研究小组
联系人: 杨夏
0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn

2009年10月20日

关注家电连锁和重组并购类公司的投资机会

零售行业2009年第四季度投资策略

可选消费

批发零售

推荐(维持)

上证指数 3038

行业规模

		占比%
股票家数(只)	92	5.8
总市值(亿元)	4894	2.2
流通市值(亿元)	3679	3.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.9	17.6	89.1
相对表现	-0.4	-3.1	11.0



相关报告

1、《零售行业2009年中期投资策略——消费回暖,首选区域龙头公司》
06/15/2009

随着宏观经济进一步复苏,零售公司业绩自09年第二季度起明显回升,我们认为消费回暖态势能进一步延续,下一阶段相对更看好东部发达地区零售公司的业绩表现,我们维持行业“推荐”评级,建议关注家电连锁和并购重组类公司的投资机会,重点推荐苏宁电器和南京新百。

- 零售公司业绩自二季度起明显回升,中西部领先于东部,下一阶段我们看好东部的复苏。社销总额延续09年一季度趋势持续回升,城镇市场回升开始加速,但总体仍然呈现中西部好于东部地区的特点;CPI环比由负转正,预期第四季度整体零售增速将加速上行;行业估值仍处低位,有较大提升空间;预期随着欧美经济进一步复苏,东部发达地区零售公司业绩有望获得更高增长。
- 各子业态景气回升,最看好家电连锁业。百货类区域龙头公司显示较强的抗风险能力和较快的业绩恢复速度,下一阶段更看好定位于东部发达地区的百货商;8月食品CPI环比增速创年内新高,同比已经转正,将为超市业绩增长提供较强正面刺激;家电销售回升最为迅猛,业绩弹性最大。
- 关注重组并购类公司。我们认为一些主营业务经营不善,但拥有良好商业物业的百货公司较易成为产业资本的并购目标,跟随产业资本的眼光有望获得较大收益;
- 投资策略:我们认为苏宁电器能够分享家电销售回升迅猛浪潮,“家电以旧换新”政策将持续带来业绩正面刺激,下一阶段需关注其盈利模式向买断经销转变,增发方案实施和新的股权激励方案公布有望成为股价催化剂,重申“强烈推荐-A”投资评级,6个月目标位18元;我们建议以产业资本的眼光来看待南京新百的资产价值,转型商业地产有利于最大化挖掘其资产潜力,重组成功只是时间问题,经测算的调整后资产价值较目前市值高出近90%,给予“强烈推荐-B”的投资评级,6个月目标位12元;看好百货、超市区域龙头公司,个股方面推荐关注广州友谊、步步高。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
步步高	25.85	0.6	0.78	0.97	32.7	26.3	2.3	审慎推荐-A
广州友谊	21.10	0.70	0.79	0.95	26.8	22.3	6.2	审慎推荐-A
南京新百	8.84	0.21	0.29	0.24	30.5	37	3.0	强烈推荐-B
苏宁电器	16.65	0.48	0.62	0.79	26.5	20.8	5.3	强烈推荐-A

资料来源:招商证券研发中心,注:南京新百盈利预测不含重组因素

正文目录

一、总体情况.....	3
1、消费持续向好，城镇市场开始恢复.....	3
2、CPI 开始转正，整体物价水平上移.....	3
3、地区特点：中西部好于东部.....	4
4、行业整体估值仍处于历史较低水平.....	5
5、第四季度增长将提速，东部地区消费回暖值得期待.....	6
二、各业态表现综述：最看好家电零售.....	7
1、零售公司业绩持续回升，百货一马当先，电器弹性最大.....	7
2、百货：区域龙头表现抢眼，下阶段东部发达地区百货商表现可期.....	7
3、超市：CPI 转正使得业绩表现值得期待.....	8
4、家电连锁：销售回升最为迅猛.....	8
三、关注重组并购类公司.....	10
四、重点推荐公司点评.....	11
1、苏宁电器.....	11
2、南京新百.....	11

图表目录

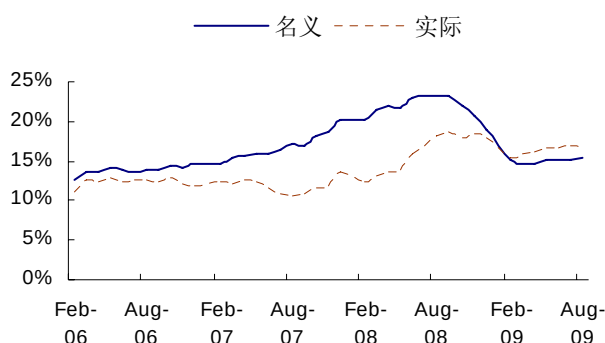
图 1：社销总额增速（扣除春节因素）.....	3
图 2：限额以上批发零售企业增速（扣除春节因素）.....	3
图 3：分地域社销总额增速（扣除春节因素）.....	3
图 4：CPI 同比增速.....	4
图 5：CPI 环比增速.....	4
图 6：整体物价水平.....	4
图 7：全国 1-8 月社销总额累积增速.....	4
图 8：黄金周各重点城市消费增速一览.....	5
图 9：历史 PE 走势（TTM，剔除负值）.....	5
图 10：历史 PB 走势（剔除负值）.....	5
图 11：历史 PS 走势.....	5
图 12：百家重点大型零售企业销售增速对比.....	6
图 13：总体收入增速对比（累积值）.....	7
图 14：总体经营利润增速对比（累积值）.....	7
图 15：百货类公司收入增速对比（累积值）.....	7
图 16：百货类公司经营利润增速对比（累积值）.....	7
图 17：食品 CPI 同比表现.....	8
图 18：食品 CPI 环比表现.....	8
图 19：步步高可比门店增长.....	8
图 20：限额以上批发零售企业家电产品销售增速.....	9
图 21：百家重点零售企业家电产品销售增速.....	9
表 1：重组并购类公司一览表.....	10
表 2：重点公司估值表.....	11
表 3：国际公司估值对比.....	12

一、总体情况

1、消费持续向好，城镇市场开始恢复

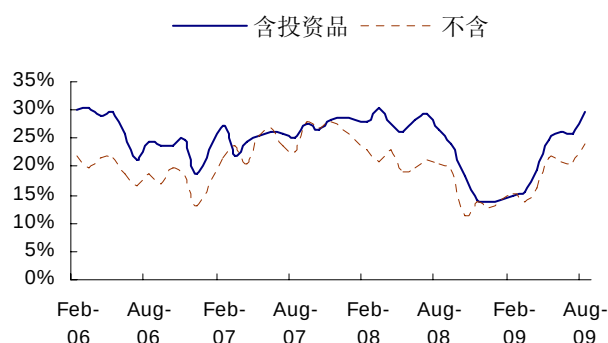
随着宏观经济复苏的延续，社会消费品总额增速延续回暖态势，社销总额名义增速达到 15.37%，创 2009 年以来新高，扣除物价因素后的实际增速也达到了 16.57%，保持年内较高水平。受汽车、房地产销售火爆影响，限额以上批发零售企业含投资品增速显著高于不含投资品增速。而分地域来看，市一级的消费增速回升较快，显示前期受经济危机影响较大的城镇地区开始复苏。

图1：社销总额增速（扣除春节因素）



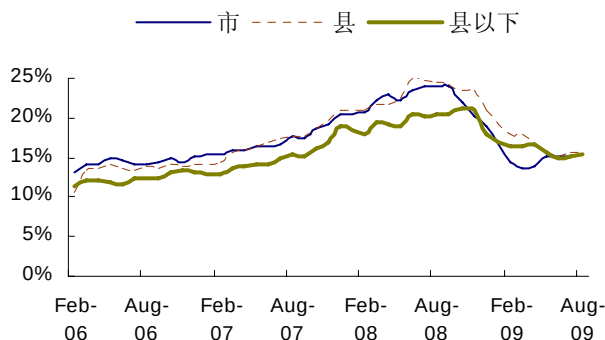
资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

图2：限额以上批发零售企业增速（扣除春节因素）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

图3：分地域社销总额增速（扣除春节因素）

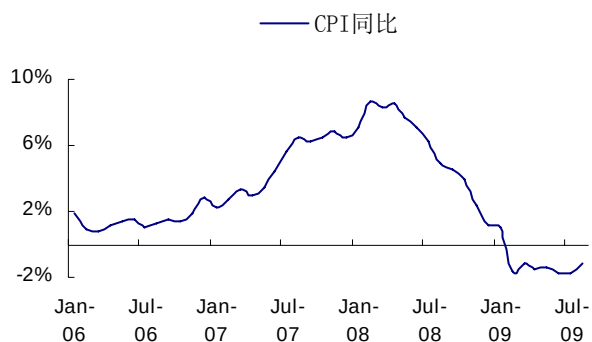


资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

2、CPI 开始转正，整体物价水平上移

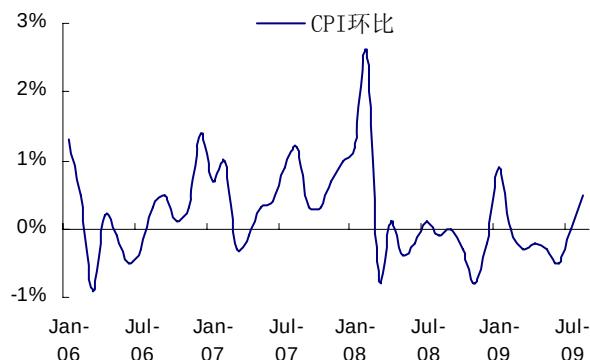
虽然 CPI 同比数据仍为负值，但我们看到，环比数据已经达到 0.5%，为 09 年 2 月以来首次转正，我们以 2006 年 1 月 31 日为基期计算的物价水平开始上移，仍然位于高位，整体水平开始上移。

图4: CPI同比增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2009.08.31

图5: CPI环比增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2009.08.31

图6: 整体物价水平

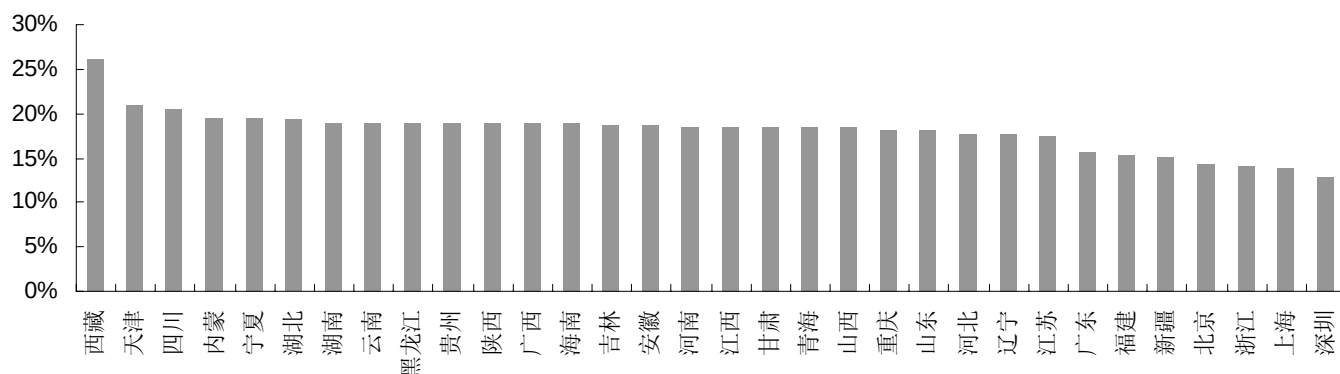


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2009.08.31

3、地区特点: 中西部好于东部

受外需低迷和出口下滑的影响, 东部省份的消费增速明显低于中西部省份, 且对比全国1-8月社销总额累积增速, 出口省份占比较高的如广东、浙江、福建等省市明显低于其他省市。

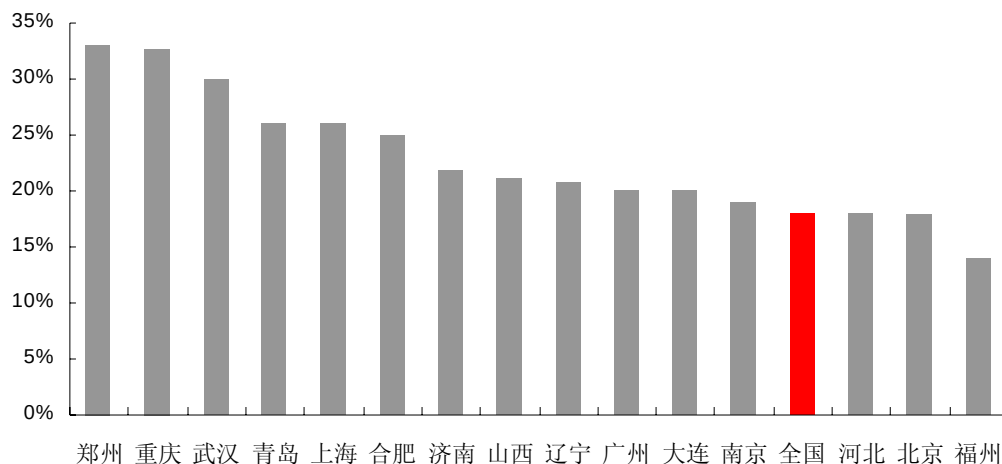
图7: 全国1-8月社销总额累积增速



资料来源: 招商证券研发中心

而黄金周期间的消费增速也体现出了这一特点。

图8：黄金周各重点城市消费增速一览

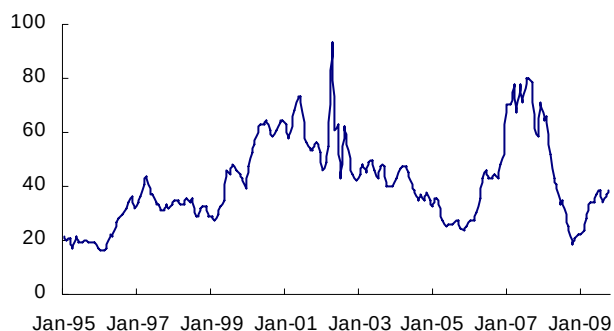


资料来源：招商证券研发中心

4、行业整体估值仍处于历史较低水平

回顾自 1995 年以来的行业整体估值指标，我们看到整体行业估值水平仍然处于历史较低水平，仍然有较大提升空间。

图9：历史PE走势（TTM，剔除负值）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

图10：历史PB走势（剔除负值）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

图11：历史PS走势



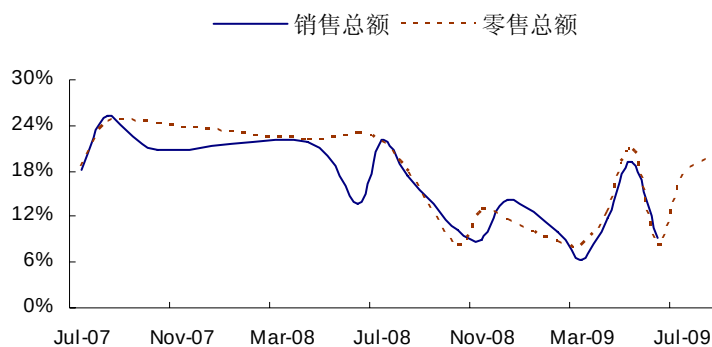
资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

5、第四季度增长将提速，东部地区消费回暖值得期待

由于 08 年第三、四季度整体行业增速下滑较快，基数较低，因此我们认为 09 年第四季度消费回暖在经济复苏态势下可以得到延续，并在第四季度呈现加速态势；而随着欧美经济的复苏、出口恢复，前期消费相对低迷的东部地区，尤其是出口占比较高省份消费回暖值得期待。

根据中华商业信息中心公布的百家重点零售企业销售统计分析显示，剔除今年端午节前置到 5 月的因素影响，8 月零售总额增速达到了 19.62%，创年内新高。

图12：百家重点大型零售企业销售增速对比



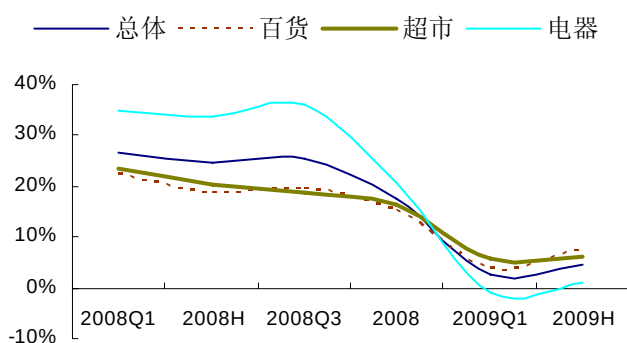
资料来源：招商证券研发中心

二、各业态表现综述：最看好家电零售

1、零售公司业绩持续回升，百货一马当先，电器弹性最大

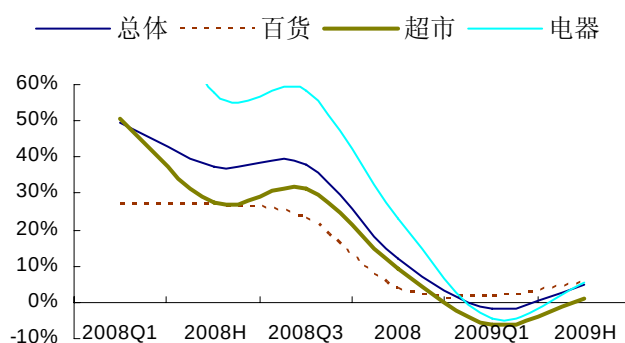
我们归纳整理了零售行业 36 家具有代表性公司收入和利润增长数据，并根据其经营业态整理出百货、超市、电器样本组，数据显示，零售公司业绩在 09 年第二季度出现了明显回升，百货增速最快，而电器类的利润增速显示了较好的弹性，由 -4.4% 转为 5.58%。

图13：总体收入增速对比（累积值）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

图14：总体经营利润增速对比（累积值）

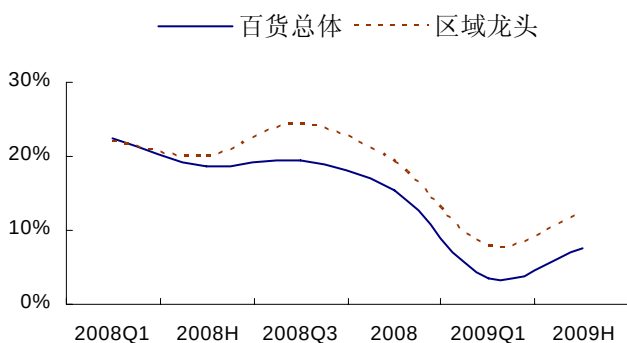


资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

2、百货：区域龙头表现抢眼，下阶段东部发达地区百货商表现可期

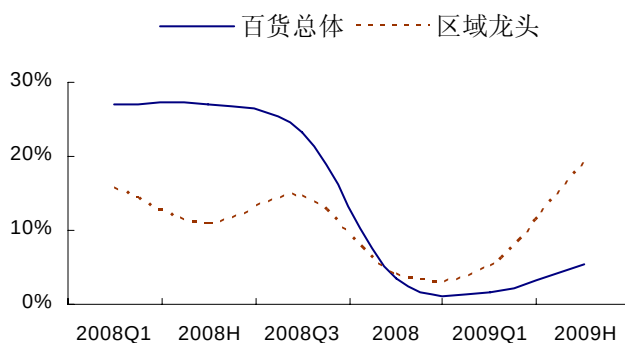
我们在中期策略报告中已经明确指出看好区域龙头公司，我们在百货样本股中选出我们认为具有代表性的区域龙头公司代表组成百货区域龙头公司样本组，数据显示该样本组业绩表现显著优于整体百货公司，印证了我们的看法。

图15：百货类公司收入增速对比（累积值）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

图16：百货类公司经营利润增速对比（累积值）



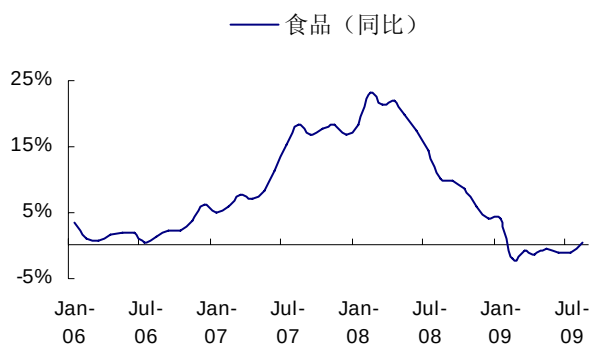
资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

我们认为，随着外需的恢复，百货作为可选消费类别和消费升级的代表，在东部发达地区经营的百货零售商有望获得较快的增长。我们重点推荐广州友谊。

3、超市：CPI 转正使得业绩表现值得期待

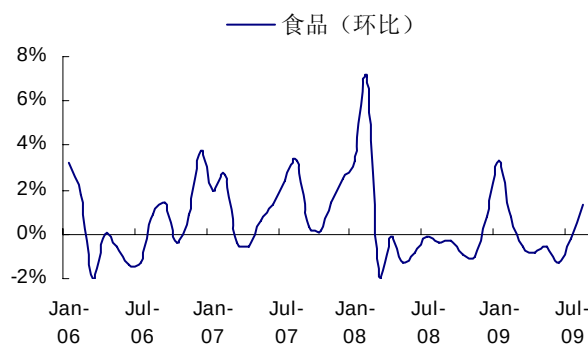
我们认为，由于超市主营消费弹性不高的生活必需品，其销售结构中 70% 又来源于食品类，因此 CPI 指数尤其是食品 CPI 是超市业绩表现的关键指标。我们观察到，8 月单月食品 CPI 指数同比已经为 0.5%，而环比来看，则达到了 1.3%，创年内新高。

图17：食品CPI同比表现



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

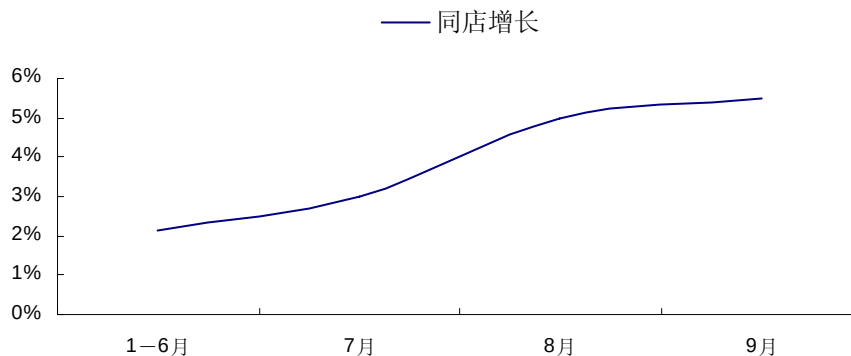
图18：食品CPI环比表现



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2009.08.31

我们认为，只要食品 CPI 开始上升，那么在正常经营情况下，超市的同店增长数据表现就可以呈现上升态势，从企业层面的数据看，可以印证我们这一观点，随着食品 CPI 的上涨，步步高的同店增长呈现持续向好态势。

图19：步步高可比门店增长



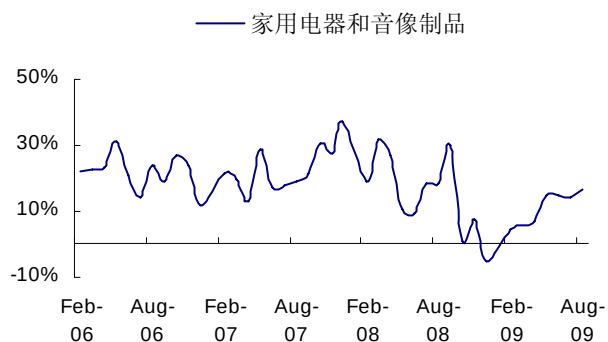
资料来源：招商证券研发中心

我们认为，CPI 上涨在下一阶段可以持续，在消费回暖和 CPI 上涨的背景下，超市公司的业绩增长确定性高，值得期待。我们看好区域龙头公司表现，重点推荐步步高。

4、家电连锁：销售回升最为迅猛

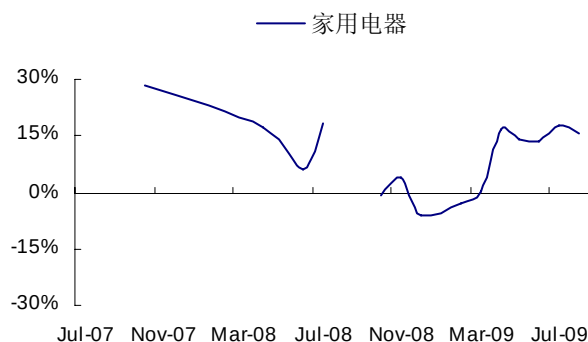
我们认为，家电产品作为耐用消费品范畴，消费弹性最大。虽然电器类公司上半年销售业绩回暖速度不是最快的，但是近期一系列数据表明，家电销售回升态势十分迅猛，因此我们认为家电零售企业将在三、四季度业绩将有较大幅度增长。

图20: 限额以上批发零售企业家电产品销售增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2009.08.31

图21: 百家重点零售企业家电产品销售增速



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心, 截至日期: 2009.08.31

➤ 对于家电类零售公司中, 我们重点推荐苏宁电器

三、关注重组并购类公司

A 股中的零售公司，尤其是百货公司，经营上由于存在种种原因，一直难有起色，但由于历史原因，这些公司的商业物业往往位于城市中核心商圈的黄金位置，其资产潜力都有较大的挖掘空间。我们认为，零售经营一旦形成趋势，在公司经营组织架构没有革命性的变化以前，很难产生脱胎换骨的变化，而这一类公司，由于其拥有稀缺性的商业物业资源，很容易成为被并购的标的。我们在此列举一些成为被并购目标公司的特征：

- 市值不大，股权结构较分散，没有绝对控股的股东；
- 大股东实力较弱，基本无后续资本运作想法和能力，经营上发展空间较有限；
- 上市公司经营管理层不能太强势；
- 拥有自己的商业物业，通常位置较好。

目前市场上有相当数量的零售公司已经成为了产业资本的追逐对象，并且有的公司重组已经有了较明确的方向，我们将这类公司做了分类整理：

表 1：重组并购类公司一览表

重组方	标的公司	重组方向及进度
金鹰系	南京新百	转型商业地产，重组方案在策划之中
银泰系	鄂武商	公司管理层较为强势，目前实际充当财务投资者角色
	中兴商业	公司管理层较为强势，目前实际充当财务投资者角色
茂业系	成商集团	成功改造成商集团，重新定位，打造西部强势零售企业
	渤海物流	近期举牌成为第一大股东，重组方向尚未有定论
新宇亨得利	商业城	近期成为公司第一大股东，重组方向尚未有定论
海航系	宝商集团	转型专注航空食品
	西安民生	专注商业零售
物美系	新华百货	重组方向尚未有定论
国美系	三联商社	目前陷入品牌纠纷，重组方向未有定论

资料来源：招商证券研发中心

在上述公司中，我们重点推荐重组方向较为明朗，重组事宜已经在筹划之中的南京新百。

四、重点推荐公司点评

1、苏宁电器

短期看点主要在于：

- 家电以旧换新政策助力公司业绩增长，详细参见 6 月 7 日报告《“家电以旧换新”将对公司业绩带来较大正面刺激》；
- 营销转型：盈利模式向买断经销转变，成为真正意义上的零售商；

股价催化剂：四季度有望实施增发方案及公布新的股权激励方案。

我们预期公司 09-11 年 EPS 分别为 0.62、0.79 和 0.97 元，重申“强烈推荐-A”的投资评级，6 个月目标价位 18 元。

2、南京新百

我们认为虽然公司过往业绩表现不理想，但是瑕不掩瑜，公司拥有的新百总店、东方商厦位于有“中华第一商圈”美称的新街口商圈的最佳位置，河西 300 亩土地帐面价值至少有 13 亿重估空间，上述三大核心资产挖掘潜力巨大。09 年 3 月金鹰集团提出“转型商业地产”的重组方向能使公司资产价值得到深度挖掘，而重组失败的原因只是在于对老股东的对价过低。我们认为重组转型商业地产能使新百迅速走出零售主业经营不利的困境，金鹰国际集团入主能使新百的经营管理水平得到极大的改善，符合各方利益，重组成功只是时间问题；

我们对新百三大核心资产价值进行了测算，调整后的资产价值相对于公司目前 30 亿元的市值高出近 90%，股价低估严重；

我们建议从产业投资者的角度来看待新百的价值，股价催化剂在于重组方案的公布。我们给予公司“强烈推荐-B”的投资评级，6 个月目标价位 12 元，相对于当前股价有约 40% 的上涨空间。

表 2：重点公司估值表

代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				08-11E PS 复合增 长	PEG
				08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E		
002251	步步高	审慎推荐-A	25.85	0.60	0.78	0.97	1.15	43	32.7	26	22	24.2%	1.35
000987	广州友谊	审慎推荐-A	21.10	0.70	0.79	0.95	1.05	30	26.8	22	20	14.5%	1.85
600682	南京新百	强烈推荐-B	8.84	0.21	0.29	0.24	0.36	42	30.5	37	25	19.68%	1.54
002024	苏宁电器	强烈推荐-A	16.46	0.48	0.62	0.79	0.97	34	26.5	21	17	26.4%	1.00

资料来源：招商证券研发中心，注：南京新百不含重组因素，股价数据取自 10 月 19 日收盘价

表 3: 国际公司估值对比

名称	国别	滚动 PE	PE08E	PE09E	PB	市值	营收	最近一月 涨跌
沃尔玛	US	14.81	14.26	13.09	2.93	196,505	405,607	1.82
家乐福	FR	45.06	15.92	13.64	2.26	32,171	127,919	-1.94
联华超市	CH	22.02	20.56	17.24	3.42	1,324	2,980	-3.17
物美商业	CH	33.13	28.54	24.19	5.37	1,959	1,261	3.67
华联综超	CH	53.51	28.40	22.63	2.20	569	1,232	-3.14
西尔斯百货	US	32.17	52.28	50.29	0.92	8,484	46,770	7.90
百盛集团	CH	36.36	33.41	27.10	9.09	4,780	452	14.19
新世界百货中国	CH	20.97	19.68	16.25	2.55	1,460	222	13.34
金鹰商贸	CH	63.42	36.19	26.62	17.36	3,367	206	14.48
银泰百货	CH	28.70	25.22	21.20	2.46	1,229	177	7.09
茂业国际	CH	17.13	17.29	13.60	3.34	1,393	215	8.25
百思买	US	14.88	13.98	12.88	3.21	17,045	45,015	6.12
山田电机	JN	16.10	13.49	12.46	1.51	6,029	18,703	-6.26

资料来源：招商证券研发中心，注：根据 2009 年 10 月 19 日收盘价计算，盈利预测取彭博一致预期，市值和营收单位为美元

参考报告：

1、《苏宁电器（002024）- 超越总在弯道时》06/05/2009

参考百思买的成长历程，从苏宁电器发展历史的角度探寻公司能够在长期竞争中脱颖而出的理由，并初步探讨了苏宁未来的发展方向。

2、《苏宁电器（002024）- “家电以旧换新”将对公司业绩带来较大正面刺激》06/07/2009

大众观点普遍认为此方案对苏宁电器销售业绩刺激不大，我们认为由于方案主要面对消费力较强的城镇市场的更新换代需求，且公司在试点城市有较高市场占有率，因此该方案的实施将对公司的销售带来较大的正面刺激。

3、《苏宁电器（002024）- 定向增发加快布局》06/22/2009

我们认为此次增发将使得公司未来发展战略更加清晰：加大二、三级市场门店布局，并调整门店结构；大力建设物流配送服务体系，构建公司核心竞争力；进一步扩大定制包销、OEM、差异化产品占比，盈利模式向买断经营转变。

4、《零售行业 2009 年中期投资策略 - 消费回暖，首选区域龙头公司》06/15/2009

消费者信心将逐渐恢复，CPI 将由负转正，一季度有望成为今年零售公司业绩增速最低点。

5、《南京新百（600682）- 价值严重低估的“准”商业地产龙头》

不尽如人意的过往经营业绩无法掩盖公司核心资产的价值，我们认为重组转型商业地产有利于公司资产价值的最大挖掘，重组成功只是时间问题。经测算的调整后资产价值高出市值约 90%，股价严重低估。

分析师简介

杨夏，经济学硕士，2007年7月至2009年3月在美国的集团投资公司工作，主要负责A股与港股的零售公司研究，2009年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。