

深度报告

零售

零售行业 2010 年年度投资策略

推荐

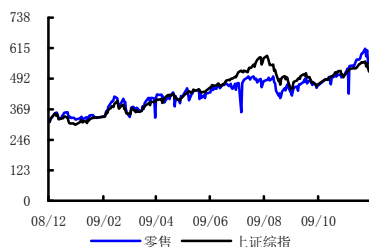
(维持评级)

2009 年 12 月 4 日

本报告的独到之处

- 详细分解我国零售业长短期增长趋势及影响因素
- 对比 A 股零售企业历史估值与业绩增速, 以及与 A 股整体市场估值比较

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

《零售行业 11 月月报: 消费旺季推动业绩增长》——2009-11-17

《零售行业 09 年 10 月月报: 关注景气回升带来的投资机会》——2009-10-23

《十一黄金周零售数据点评: “十一”黄金周零售增速回升明显》——2009-10-12

分析师: 吴美玉

电话: 010-82252911

E-mail: wumy@guosen.com.cn

行业投资策略

投资零售龙头、共享消费复苏

● 宏观篇: 我国消费处于长期上升通道

我国消费增长主要体现在消费结构的优化以及消费总量的增加, 消费结构方面, 随着居民收入提升、社会保障体系逐步改善, 居民消费结构将不断完善; 消费总量上, 随着人口城市化以及居民收入的不断提升, 消费总量亦呈稳步提升的态势, 因此, 我国消费正处在长期上升通道。

● 行业篇: 消费复苏正当时

我们判断, 我国零售业 09 年四季度起步入景气回升期, 且这个景气回升阶段将持续到 2010 年上半年, 主要原因是: 第一, 宏观经济形势好转, 消费者对就业、收入预期改善, 消费者信心逐步恢复; 第二, 2008 年四季度至 2009 年上半年, 我国经济形势处于低谷, 零售额基数相对较低; 第三, 刺激消费政策短期内不会有太大变化, 拉动内需是我国的长期国策。

● 估值: 消费复苏拉动估值提升

目前, 零售板块静态 PE 水平略高于 2006 年, 较 A 股市场整体估值溢价 1.67 倍, 2005-2007 年, 零售板块估值较 A 股市场整体溢价 1.9 倍左右, 照此计算, 随着零售行业景气回升、企业业绩增长提速, 零售板块估值仍有 15% 左右提升空间。

● 策略: 投资零售龙头、共享消费复苏

综合上述分析, 我们的核心观点是“投资零售龙头、共享消费复苏”。

连锁超市方面, 我们推荐既有外延扩张性, 又有刚性生活需求支撑的区域连锁超市, 重点公司有: 新华都、武汉中百、步步高;

连锁家电方面, 我们继续推荐苏宁电器, 公司作为最有潜质成长为“中国沃尔玛”的零售企业, 正处在由“传统家电零售商”向“综合零售商”转型的第三次创业阶段, 具有较高的长期投资价值;

百货方面, 作为同质性较强的业态, 我们建议对区域龙头百货进行组合配置, 相当于配置一个“全国性百货公司”, 如银座股份、新华百货、东百集团、家润多、成商集团等。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE 2009E	投资评级
				2009E	2010E		
002264	新华都	3,169	29.65	0.79	1.03	37	推荐
002251	步步高	7,167	26.51	0.66	0.90	40	推荐
000759	武汉中百	6,446	11.50	0.37	0.44	31	推荐
002024	苏宁电器	79,591	17.74	0.63	0.77	28	推荐
600858	银座股份	5,750	24.46	0.58	0.75	42	推荐
600785	新华百货	4,477	25.90	1.00	1.16	26	推荐

资料来源: 公司资料和国信证券预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

关键结论与投资建议

我们认为，零售行业正处于长期上升、中短期景气回升阶段，2009 年四季度起，零售行业正式步入景气回升通道，且本轮景气回升可持续到 2010 年上半年，因此，我们维持零售行业“推荐”的投资评级，建议“投资零售龙头、共享消费复苏”。

重点公司有：新华都、步步高、武汉中百、银座股份、新华百货、苏宁电器等。

核心假设或逻辑

第一，宏观经济形势好转，消费者对就业、收入预期改善，消费者信心逐步恢复；

第二，2008 年四季度至 2009 年上半年，我国经济形势处于低谷，零售额基数相对较低；

第三，刺激消费政策短期内不会有太大变化，拉动内需是我国的长期国策。

与市场预期的不同之处

10 月以来 A 股零售公司经过一番上涨之后，市场认为零售板块估值相对较高，我们通过历史 A 股零售板块与整体市场估值发现，目前 A 股零售企业估值处于 06 年水平，且相对与整体市场溢价仍有 15%左右提升空间。

相比全国连锁百货，我们更青睐于区域百货龙头企业，这是由于，区域龙头百货大多拥有核心的店址资源，在区域内的口碑较好，能够充分分享区域经济发展、及行业复苏。

股价变化的催化因素

随着行业景气不断回升，未来零售企业业绩的超预期增长将成为股价上涨的重要催化剂；另外，拉动内需是我国的一项长期国策，未来进一步的刺激消费政策亦可成为推动股价上涨的催化剂。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、宏观经济好转程度、居民收入增长低于预期；
- 2、刺激消费政策力度减弱。

内容目录

宏观篇：我国消费处于长期上升通道	5
影响消费关键因素分析	5
消费结构不断完善	5
人口城市化推动消费中长期增长	6
收入是影响消费的最直接因素	6
小结	8
行业篇：消费复苏正当时	9
零售行业周期演进图解	9
外部环境：宏观经济温和复苏	9
内部环境：行业景气回升确立	10
小结	11
估值：消费复苏拉动估值提升	12
整体：零售行业估值溢价仍有上升空间	12
百货：动态市盈率接近 06 年水平	12
连锁：扩张性决定估值水平	13
策略：投资零售龙头、共享消费复苏	14
百货：组合配置区域龙头百货	14
连锁超市：推荐区域连锁超市龙头	15
连锁家电：关注“传统家电零售商”向“综合零售商”的转型	15
小结	15

图表目录

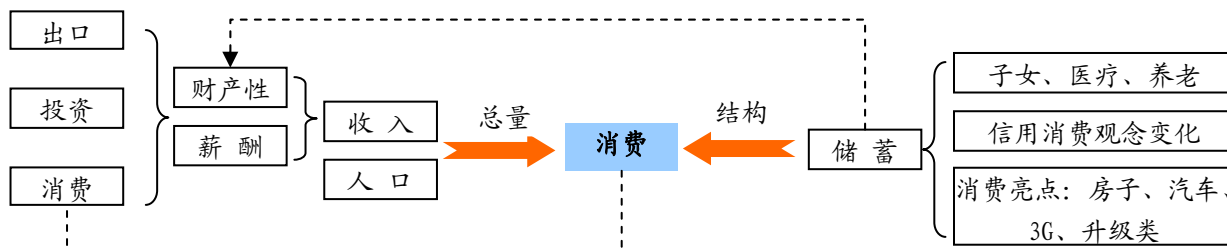
图 1: 影响消费关键因素的逻辑构架	5
图 2: 我国参加基本养老保险、基本医疗保险人数占比	6
图 3: 中国城镇、农村人口占比	6
图 4: 日本城镇、农村人口占比	6
图 5: 人均可支配收入与人均消费支出名义增速对比	7
图 6: 主要国家 2008 年 GDP 及占比	7
图 7: 1980 年以来社零总额、固定资产投资、出口占比变化	8
图 8: 我国零售业周期演进阶段示意图	9
图 9: GDP 季度同比增速	9
图 10: 出口月度同比增速	9
图 11: 投资月度同比增速	10
图 12: 消费月度同比增速	10
图 13: 06 年 1 月-09 年 10 月月度社零总额增速	10
图 14: 06 年 1 月-09 年 10 月分类居民消费价格指数	10
图 15: 月度消费者信心指数、满意指数、预期指数	11
图 16: GS 零售板块与 A 股整体市场静态市盈率比较	12
表 1: 限额以上企业分产品零售额增速	11
表 2: 主要百货公司 2004 年以来动态市盈率对比	12
表 3: 主要百货公司 2004 年以来净利润未来 2 年复合增长率对比	13
表 4: 主要连锁超市及连锁家电公司 2004 年以来动态市盈率对比	14
表 5: 主要连锁超市及连锁家电公司 2004 年以来净利润未来 2 年复合增长率对比 ...	14

宏观篇：我国消费处于长期上升通道

影响消费关键因素分析

我们将消费的增长分解为两个方面，即消费总量的增长和消费结构的变化。

图 1：影响消费关键因素的逻辑构架



资料来源：国信证券经济研究所

消费结构方面，长期以来，我国居民形成了“重储蓄、轻消费”的消费习惯，因此，短期看，消费结构的转变对消费增长的拉动作用有限，但是，中长期看，消费结构转变有助于推动消费增长。

消费总量方面，一方面，人口城市化有助于推动消费总量的增长；另一方面，随着居民收入的提升，亦会拉动消费的增长。

总的来说，中长期看，我国消费仍处于上升通道。

消费结构不断完善

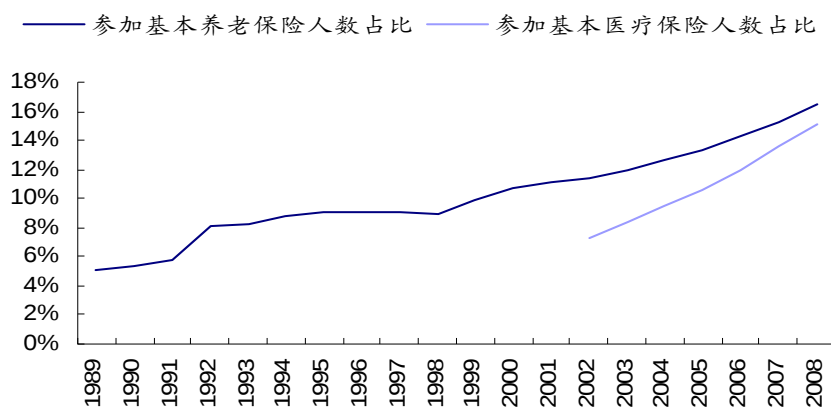
我们认为，随着居民收入提升、社会保障体系逐步改善，居民消费结构将不断完善，进而推动消费的增长，主要体现在：

第一，社会保障体系逐步完善，我国参加基本养老保险人数占总人口的比重由 1989 年的 5.07% 上升到 2008 年的 16.48%，参加基本医疗保险人数占总人口的比重由 1997 年的 1.43% 上升到 2008 年的 15.06%，未来，随着社会保障体系逐步完善，教育、住房条件逐步改善，有助于提振居民消费信心，改善消费结构；

第二，信用消费观念变化，一方面，随着 80、90 后逐步发展成为消费主力群体，信用消费观念也逐步被接受；另一方面，09 年 8 月，银监会通过了《消费金融公司试点管理办法》，旨在促进消费金融业的发展，规范经营消费金融业务的非银行金融机构的行为，随着这类相关法律法规逐步完善，亦有助于促进信用消费，进而不断完善消费结构；

第三，消费亮点频出，随着居民收入的提升，住房、汽车、3G、奢侈品等消费升级类商品将陆续成为居民的消费亮点。

图 2：我国参加基本养老保险、基本医疗保险人数占比



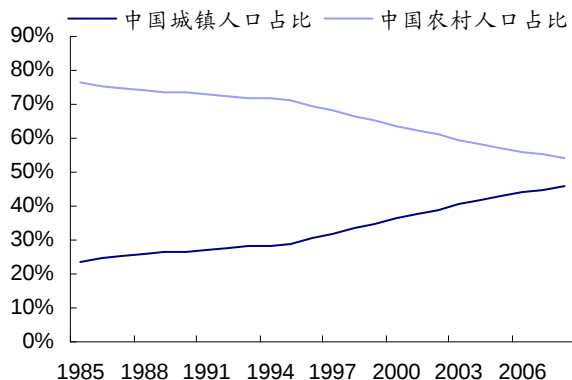
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

人口城市化推动消费中长期增长

随着经济的发展，人口城市化是未来发展的必然趋势，日本二战后经历了快速的人口城市化过程，目前，城镇人口比重已经高达 85%以上。

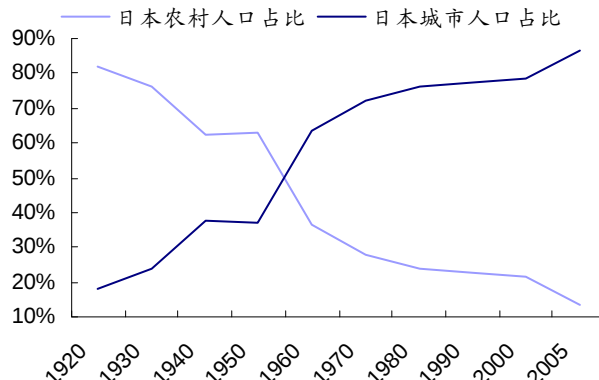
随着人口城市化不断推进，我国城镇人口比重已经由 1985 年的 23.7%上升到 2008 年的 45.7%，未来，随着社会保障体系、城市配套设施等问题逐步完善，人口城市化将进一步推进，进而推动消费的中长期增长。

图 3：中国城镇、农村人口占比



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 4：日本城镇、农村人口占比

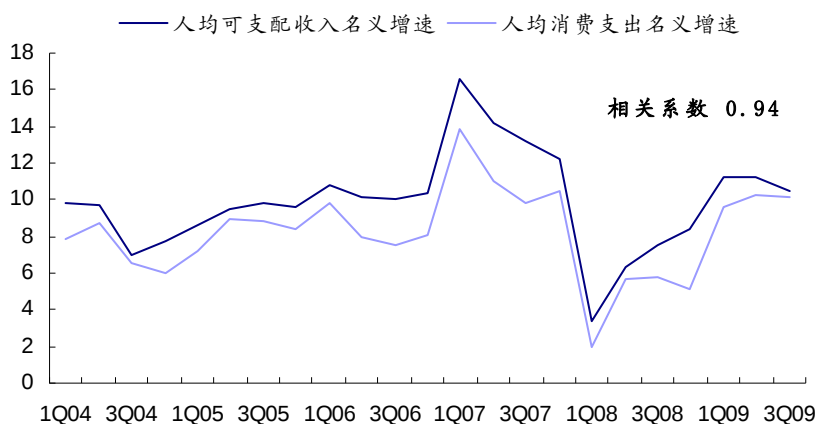


资料来源：日本统计年鉴、国信证券经济研究所

收入是影响消费的最直接因素

收入是决定消费最直接的因素，由历史数据看出，人均可支配收入与人均消费支出增速相关系数高达 0.94，因此，居民收入的不断提升将推动消费的增长。

图 5: 人均可支配收入与人均消费支出名义增速对比

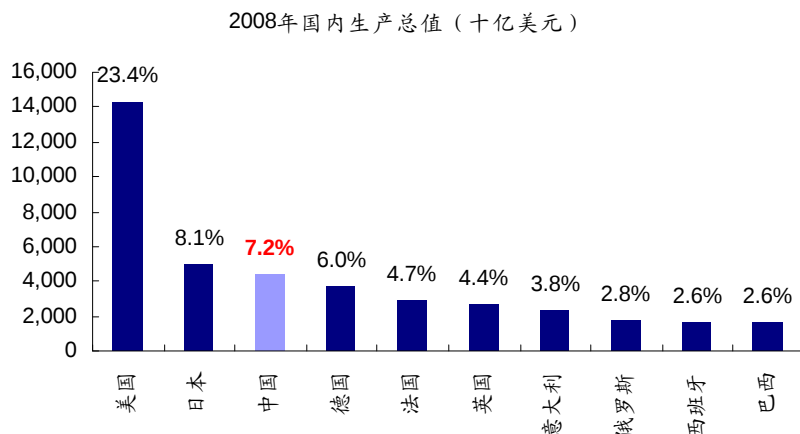


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

我国居民收入的增长主要取决于经济的增长, 而经济增长的三大要素是投资、出口、消费。

经济总量上看, 2008 年, 我国 GDP 在世界排名第三, 但是, 人均 GDP 处于较低水平, 2008 年世界人均 GDP 为 9900 美元, 而中国只有 3315 美元, 排名第 106 位 (IMF2009 年 4 月), 因此, 未来仍有很大的提升空间。

图 6: 主要国家 2008 年 GDP 及占比

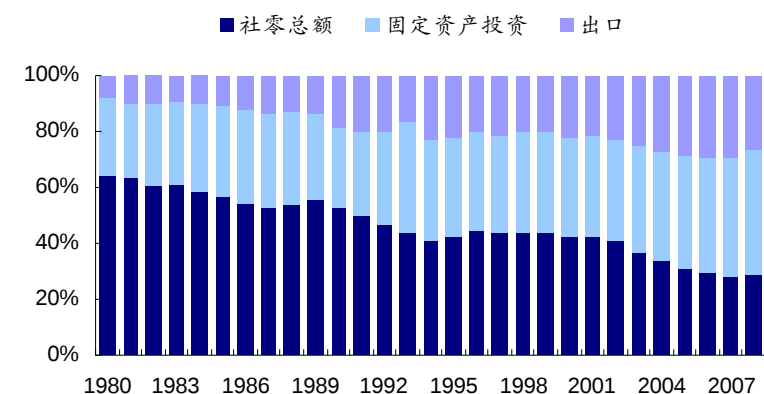


资料来源: 国研网, 国信证券经济研究所

从结构上看, 目前出口、投资、消费是拉动我国经济增长的三大要素, 经历了本轮经济危机到经济复苏我们可以看出, 一方面, 由于我国经济体量相对较小, 受国际经济波动影响较大, 主要表现在出口的快速回落; 另一方面, 在固定资产投资以及较大的内需拉动下, 我国又实现了较快的复苏。

消费作为经济增长的最终动力, 其对经济的平稳、可持续拉动作用日益得到广泛重视, 未来, 随着国家拉动内需政策不断完善, 经济增长结构将逐渐向消费转移。

图 7：1980 年以来社零总额、固定资产投资、出口占比变化



	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2008
消费	64%	56%	53%	42%	42%	31%	28%
出口	8%	11%	19%	22%	22%	29%	26%
投资	27%	33%	29%	36%	36%	41%	45%

资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

小结

综合上述分析，随着消费结构不断改善、消费总量不断增长，我国消费正处于长期上升通道，这是推动我国零售行业发展最根本的动力。

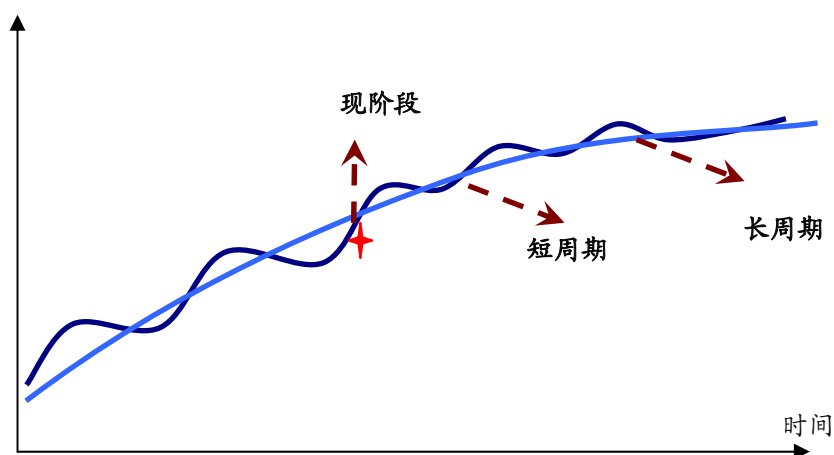
行业篇：消费复苏正当时

零售行业周期演进图解

我们将零售行业周期演进过程分解为两个方面：长周期看，受益于消费的持续增长，我国零售业处于长周期上升通道；中短周期看，受经济波动、价格等因素影响，我国零售业中短周期呈现周期波动的形态。

本轮经济危机过后，我国经济平稳复苏，零售景气亦筑底回升，处于中短周期的上升通道。

图 8：我国零售业周期演进阶段示意图



注：只做形态阐释，波动幅度及时间比例不具有参考性

资料来源：国信证券经济研究所

外部环境：宏观经济温和复苏

在全球经济危机的影响下，我国一季度 GDP 增速下滑至 6.1%，达到 04 年以来最低点，之后在投资、消费的拉动下，经济平稳复苏，三季度，我国 GDP 同比增速达 8.9%。

图 9：GDP 季度同比增速



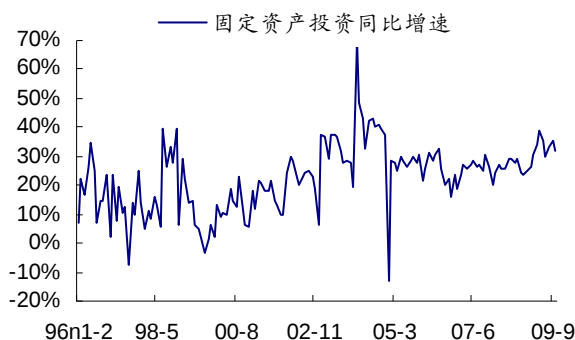
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 10：出口月度同比增速



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 11: 投资月度同比增速



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 12: 消费月度同比增速



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

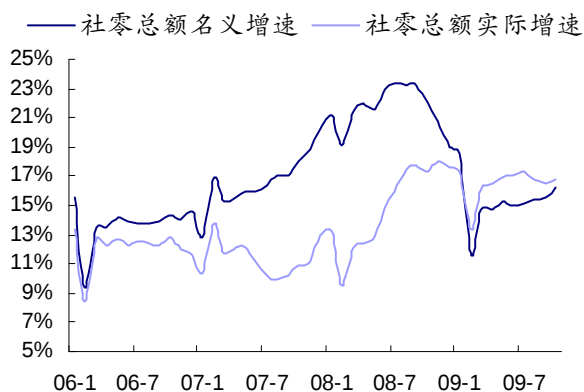
内部环境: 行业景气回升确立

我们判断零售行业景气的两个关键指标是量的指标社零总额、价格指标CPI。

10月,我国实现社会消费品零售总额11718亿元,同比增长16.2%,增速较9月上升0.7个百分点,这主要是由于国庆假期基数不同的影响(08年国庆有2天体现在9月,而09年国庆全部在10月份),此外,行业景气回升亦推动社零总额增长,9-10月社零总额同比增长15.9%,较8月提高0.5个百分点。

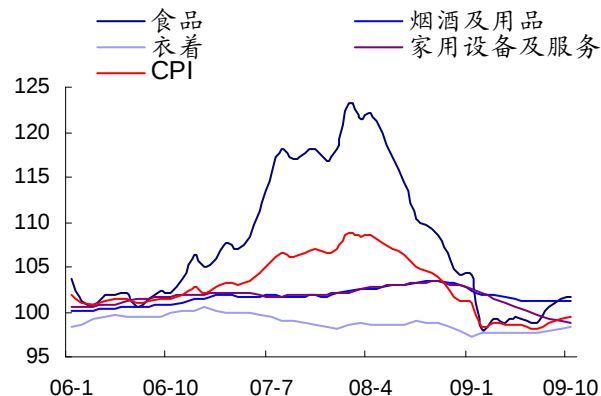
10月份,居民消费价格同比下降0.5%,降幅较9月缩窄0.3个百分点,其中,食品价格上涨1.6%,非食品价格下降1.6%。

图 13: 06年1月-09年10月月度社零总额增速



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所

图 14: 06年1月-09年10月分类居民消费价格指数



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所

9-10月,限额以上企业分产品零售额增速呈现不同幅度提升,其中,家电类及超市类商品零售额增速提升幅度较大。

表 1: 限额以上企业分产品零售额增速

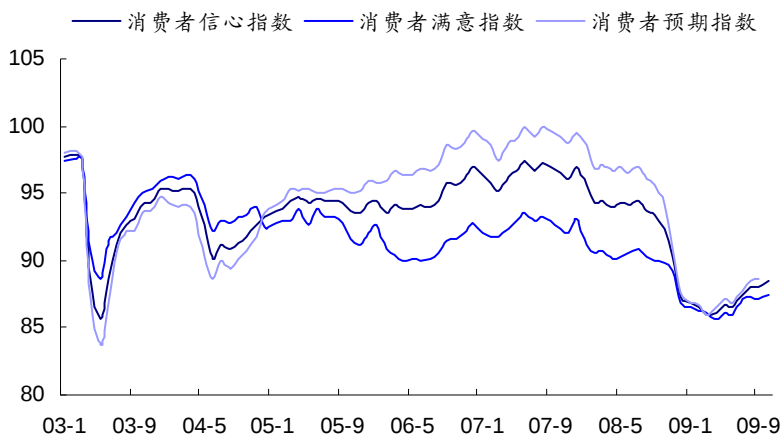
	超市类		百货类				家电类	
	食品、饮料、烟酒	日用品	服装鞋帽	化妆品	金银珠宝	体育娱乐用品	家用电器	通讯产品
2008 年								
1-2 月	27.9	21.1	24.0	24.3	46.8	22.8	18.8	5.3
一季度	25.5	19.5	24.3	22.3	47.5	21.0	22.5	3.7
4 月	25.3	21.5	29.7	20.5	41.0	31.7	27.2	0.5
5 月	23.8	18.1	21.6	17.5	29.4	13.0	10.6	2.7
上半年	25.0	19.2	25.6	21.2	43.9	20.8	18.3	3.5
7 月	22.3	19.5	26.8	31.8	43.6	18.3	18.8	6.1
8 月	20.3	20.8	29.5	26.6	44.3	10.1	18.6	4.5
前三季	23.3	19.3	26.5	23.6	42.9	18.0	19.6	4.4
10 月	13.1	12.4	20.3	14.5	30.6	2.1	0.8	
11 月	13.8	11.1	25.4	16.3	31.1	4.6	7.5	
全年		17.1	25.9	22.1	38.6	0.0	14.2	1.4
2009 年								
1-2 月	14.2	12.0	17.4	14.6	16.3	13.5	2.7	9.2
一季度	12.4	10.9	15.6	14.8	11.8	8.4	1.4	
4 月	9.2	13.7	14.0	18.2	10.4	5.0	0.6	
5 月	16.0	15.4	22.1	21.7	28.7	6.9	12.0	
上半年	13.1	14.0	18.0	17.1	15.4	7.9	5.1	
7 月	13.3	16.3	19.1	20.3	18.4	10.3	8.0	1.3
8 月	12.9	15.6	21.6	22.0	15.0	7.7	10.9	-0.8
9 月	10.0	11.4	19.1	13.7	12.1	2.5	12.4	4.3
前三季	12.8	14.2	16.9	17.6	15.5	7.8	6.9	-4
10 月	19.0	23.5	22.4	18.2	15.6	10.8	35.4	2.5
9-10 月	14.1	16.9	20.5	16.0	13.6	6.3	24.8	4.5

注: 8 月起, 限额以上企业分产品零售额增速摘自统计局公布数字, 不再根据绝对值计算;

资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所

消费者信心指数、满意指数、预期指数持续回升, 10 月消费者信心指数、满意指数分别较 9 月提升 0.4、0.3 个百分点。

图 15: 月度消费者信心指数、满意指数、预期指数



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所

小结

综合上述分析, 我们判断, 我国零售业 09 年四季度起步入景气回升期, 且这个景气回升阶段将持续到 2010 年上半年, 主要原因是:

第一，宏观经济形势好转，消费者对就业、收入预期改善，消费者信心逐步恢复；

第二，2008 年四季度至 2009 年上半年，我国经济形势处于低谷，零售额基数相对较低；

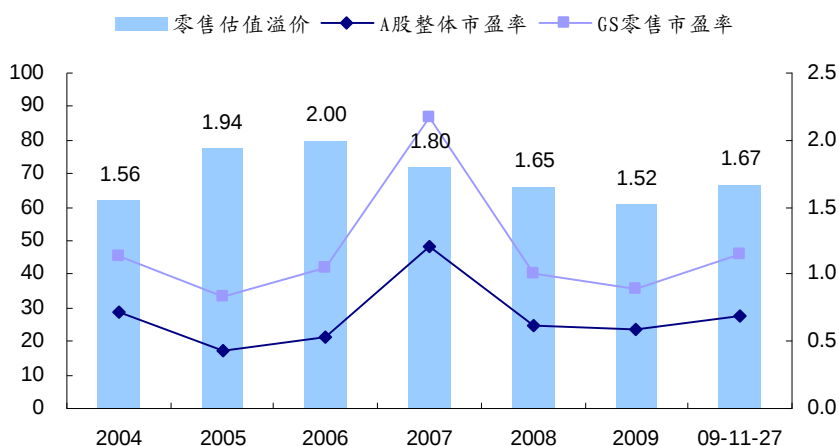
第三，刺激消费政策短期内不会有太大变化，拉动内需是我国的长期国策。

估值：消费复苏拉动估值提升

整体：零售行业估值溢价仍有上升空间

目前，零售板块静态 PE 水平略高于 2006 年，较 A 股市场整体估值溢价 1.67 倍，2005-2007 年，零售板块估值较 A 股市场整体溢价 1.9 倍左右，照此计算，随着零售行业景气回升、企业业绩增长提速，未来零售板块估值仍有 15% 左右提升空间。

图 16: GS 零售板块与 A 股整体市场静态市盈率比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所

百货：动态市盈率接近 06 年水平

目前，A 股主要百货公司 2009、2010 年市盈率分别为 38 倍、31 倍，与 2006 年估值水平相近，业绩增速上，由于目前正处于消费复苏阶段，预计未来 2 年净利润复合增速高于 07、08 年水平。

我们认为，随着行业景气不断提升，百货行业整体估值仍有 10%-20% 的提升空间，考虑到业绩的超预期增长，则估值提升空间更大。

表 2: 主要百货公司 2004 年以来动态市盈率对比

		2004 平均	2005 平均	2006 平均	2007 平均	2008 平均	2009 平均	09PE 091129	10PE 091129
全国 连锁 百货	大商股份	18	16	32	49	40			45
	王府井		77	29	61	36	26	38	31
	百联股份	41	32	31	60	37	33	48	39
	平均	29	42	31	57	38	30	43	38
区域 百货	鄂武商 A			54	47	27	22	32	27
	重庆百货	20	17	27	57	25	27	42	35

合肥百货	29	23	22	34	26	23	35	29
大厦股份	20	13	31	48	29	19	29	24
南京中商	20	24	46	65	43	40	63	31
银座股份	28	16	20	38	35	27	38	30
欧亚集团	20	15	23	44	27	24	32	25
广百股份				60	28	24	30	24
武汉中商			61	66	37	43	57	43
新华百货	20	18	20	36	20	19	28	24
新世界	22	24	32	59	33	31	42	32
广州友谊	25	15	19	41	22	22	31	27
中兴商业	26	18	30	51	38	30	34	27
杭州解百		67	37	49	27	27	33	27
南京新百	48	51	52	85	44	30	36	33
成商集团				44	34	31	41	35
东百集团	23	17	28	49	33	26	32	27
平均	25	25	33	51	31	27	37	29

注：剔除超过 100 及负值

资料来源：wind、国信证券经济研究所

表 3：主要百货公司 2004 年以来净利润未来 2 年复合增长率对比

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
全国连锁百货	大商股份	46.2%	11.5%	-12.3%	-47.4%	10.6%	126.4%
	王府井	280.9%	214.3%	33.1%	21.8%	19.2%	23.1%
	百联股份	40.4%	33.4%	13.8%	9.2%	20.0%	14.0%
	平均	122.5%	86.4%	11.5%	-5.5%	16.6%	54.5%
区域百货	鄂武商 A		276.4%	95.4%	24.1%	26.6%	21.0%
	重庆百货	6.5%	14.2%	43.6%	31.0%	13.0%	18.3%
	合肥百货	24.6%	73.6%	59.0%	35.3%	36.4%	25.1%
	大厦股份	2.1%	-0.9%	20.6%	37.1%	33.9%	19.6%
	南京中商	-20.2%	-5.4%	16.5%	12.4%	58.8%	62.2%
	银座股份	95.6%	59.2%	26.7%	17.7%	23.3%	29.9%
	欧亚集团	15.8%	25.6%	40.3%	24.5%	21.4%	29.1%
	广百股份	32.7%	36.3%	40.4%	23.4%	19.5%	23.9%
	武汉中商	36.4%		57.8%	21.1%	29.6%	35.4%
	新华百货	17.2%	38.6%	36.8%	50.2%	37.5%	18.4%
	新世界	17.6%	15.6%	10.3%	11.3%	22.8%	20.5%
	广州友谊	64.4%	41.5%	34.9%	23.1%	14.1%	17.1%
	中兴商业	15.2%	8.0%	-5.8%	4.6%	29.9%	43.0%
	杭州解百	115.1%	117.2%	36.6%	12.8%	11.5%	22.2%
	南京新百	1.2%	41.1%	34.1%	28.3%	20.6%	18.9%
	成商集团				31.3%	19.2%	40.0%
	东百集团	18.3%	37.4%	56.0%	38.4%	17.5%	19.0%
	平均	29.5%	51.9%	37.7%	25.1%	25.6%	27.3%

资料来源：wind、国信证券经济研究所

连锁：扩张性决定估值水平

连锁超市方面，由 08、09 年动态市盈率看，连锁超市业态估值水平波动相对较小，这主要是由于一方面公司主营生活必需品，受经济波动影响较小；另一方面，连锁超市外延扩张性较强，能够实现业绩较快增长。

我们认为，在 CPI 上涨、以及公司自身外延扩张的推动下，未来连锁超市公司仍能保持较快的业绩增速，由此带动股价的提升。

连锁家电方面，随着苏宁电器市场份额的不断提升，其业绩增长亦由快速成长

期进入到较快增长期，随着业绩增速的下降，估值水平亦有所回落，但是，我们认为，公司作为连锁家电业态的龙头企业，正在由“传统家电零售商”向“综合零售商”转型，未来公司业绩及估值仍有提升空间。

表 4: 主要连锁超市及连锁家电公司 2004 年以来动态市盈率对比

		2004 平均	2005 平均	2006 平均	2007 平均	2008 平均	2009 平均	09PE 091129	10PE 091129
连锁超市	华联综超	19	16	34	52	50	38	43	30
	武汉中百	35	21	26	43	33	26	33	26
	步步高					36	36	40	32
	新华都					28	34	42	31
	平均	27	19	30	47	37	33	40	30
连锁家电	苏宁电器	22	17	24	52	30	24	32	26

注：剔除超过 100 及负值

资料来源：wind、国信证券经济研究所

表 5: 主要连锁超市及连锁家电公司 2004 年以来净利润未来 2 年复合增长率对比

		2004	2005	2006	2007	2008	2009
连锁超市	华联综超	30.6%	24.6%	-16.0%	-26.8%	14.3%	44.2%
	武汉中百	61.2%	60.1%	44.7%	28.8%	23.2%	23.2%
	步步高		29.3%	36.5%	22.5%	19.9%	26.9%
	新华都		86.4%	29.5%	4.3%	28.2%	33.1%
	平均	45.9%	50.1%	23.7%	7.2%	21.4%	31.8%
连锁家电	苏宁电器	104.5%	104.4%	69.2%	36.7%	23.9%	21.3%

资料来源：wind、国信证券经济研究所

策略：投资零售龙头、共享消费复苏

百货：组合配置区域龙头百货

需求方面：百货主营相对可选消费品，对经济波动、收入预期等敏感性相对较高，因此，在景气下滑阶段，百货受影响程度相对较大，而在景气回升阶段，百货的反弹力度也相对较大，随着经济回暖，居民对就业、收入、社会保障等方面预期不断改善，未来百货消费需求将持续旺盛。

供给方面：一方面，目前我国百货公司以联营为主的经营模式，决定了其商品同质性较强，百货与百货之前缺少本质上的差异；另一方面，我们将百货公司的核心竞争要素归纳为：店址、口碑、经营管理能力，其中，店址资源是最核心的要素，由于城市核心商圈优秀的店址资源相对有限，而新商圈的成熟需要一个过程，因此，优秀的店址成为稀缺资源。

综合上述分析，我们对百货业态的投资策略是：组合配置区域龙头百货，相当于配置一个全国连锁百货，这是由于，区域龙头百货大多拥有核心的店址资源，在区域内的口碑较好，能够充分享受区域经济发展、及行业复苏。

公司方面，我们建议关注：新华百货、银座股份、重庆百货、东百集团、家润多、成商集团等，另外，还有世博概念的百联股份、新世界等。

连锁超市：推荐区域连锁超市龙头

连锁超市方面，我们推荐区域连锁超市龙头企业，这是由于：

第一，主营生活必需品，受经济波动影响相对较小，随着 CPI 上涨，将带动公司内生收入增速提升；

第二，外延扩张能力较强，公司凭借区域内的规模效益，能够实现较快扩张，摊薄费用，提升盈利效率；

重点公司有：新华都、步步高、武汉中百。

连锁家电：关注“传统家电零售商”向“综合零售商”的转型

我们认为，苏宁电器作为连锁家电业态的龙头企业，可以从动态、静态两个方面理解：

静态看，经历了 20 世纪 90 年代家电批发的第一次创业、2000 年以后批发转零售的第二次创业后，公司正由快速发展期进入平稳增长期，公司以现在的规模及市场地位，能够充分分享我国家电零售业的成长；

动态看，公司目前正处在由“传统家电零售商”向“综合零售商”转型的第三次创业阶段，若转型成功，将为公司打开更大的业绩及估值成长空间。

我们认为，苏宁电器以其卓越的经营管理能力、完善的后台系统，是最有潜质成长为“中国沃尔玛”的零售企业，具有较高的长期投资价值。

小结

综合上述分析，我们的核心观点是“投资零售龙头、共享消费复苏”。

09 年四季度起，我国零售业重新步入景气上升阶段，随着居民对就业预期改善、收入增速提升，以及在国家一系列拉动内需的优惠政策推动下，我们判断本轮零售行业景气快速回升将持续到 09 年上半年，之后，零售行业将呈现平稳增长的态势，因此，我们建议投资区域龙头百货、区域连锁超市龙头以及连锁家电龙头企业，重点公司有：新华都、步步高、武汉中百、银座股份、新华百货、苏宁电器等。

附表 1: 重点公司盈利预测及估值

公司 名称	公司 代码	收盘价 2009-11-29	2008	EPS		P/E		2010E	评级
				2009E	2010E	2008	2009E		
新华都	002264	29.65	0.60	0.79	1.03	49	37	29	推荐
步步高	002251	26.51	0.60	0.66	0.90	44	40	30	推荐
武汉中百	000759	11.50	0.31	0.37	0.44	37	31	26	推荐
苏宁电器	002024	17.74	0.48	0.63	0.77	37	28	23	推荐
银座股份	600858	24.46	0.58	0.58	0.75	42	42	32	推荐
新华百货	600785	25.90	0.63	1.00	1.16	41	26	22	推荐
东百集团	600693	9.84	0.29	0.32	0.37	34	31	27	谨慎推荐
家润多	002277	32.91	0.62	0.78	1.02	53	42	32	谨慎推荐

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所

附表 2: 海外市场估值比较 (更新日期 2009 年 11 月 27 日)

公司 名称	公司 代码	总市值 百万美元	EPS(美元)			P/E			P/S			P/B
			08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	08
百货												
PARKSONRETAIL	3368HK	4,519.2	0.04	0.05	0.06	36.69	31.95	25.87	9.84	7.96	6.60	8.75
GOLDENEAGLERET	3308HK	3,900.6	0.05	0.05	0.07	43.12	43.67	29.61	18.60	12.10	9.65	15.72
LIFESTYLEINTL	1212HK	2,833.0	0.07	0.07	0.08	23.68	22.93	20.67	6.23	5.86	5.30	3.75
FAREASTDEPT.	2903TT	1,290.2	0.01	0.04	0.04	145.4	29.79	25.30	0.47	0.43	0.39	1.61
港台平均						62.22	32.09	25.36	8.78	6.59	5.48	7.46
MARUIGROUP	8252JP	1,786.6	0.29	0.14	0.11	20.20	38.70	48.97	0.31	0.37	0.37	0.46
TAKASHIMAYACO	8233JP	2,093.4	0.66	0.26	0.33	9.63	24.51	19.11	0.18	0.20	0.21	0.62
LOTTESHOPPING	023530KS	9,129.3	21.92			14.34			0.83			1.16
SHINSEGAECOLTD	004170KS	8,690.8	25.93	26.29	28.75	17.77	17.52	16.03	0.92	1.01	0.94	2.56
日韩平均						15.48	26.91	28.04	0.56	0.53	0.51	1.20
MACY'SINC	MUS	7,384.4	2.00	1.16	1.48	8.27	15.13	11.83	0.28	0.31	0.31	0.75
J.C.PENNEYCO	JCPUS	7,227.0	4.99	1.07	1.59	6.50	28.52	19.23	0.36	0.41	0.41	1.36
SEARSHOLDINGS	SHLDUS	8,374.2	5.71	1.32	1.21	10.14	55.01	60.08	0.17	0.19	0.19	0.60
KOHLSCORP	KSSUS	16,972.0	3.41	3.10	3.54	15.66	17.94	15.71	1.03	0.99	0.94	2.78
PPR	PPFP	6,840.2	4.91	3.68	4.29	11.05	14.69	12.61	0.51	0.53	0.53	0.96
欧美平均						10.33	26.26	23.89	0.47	0.49	0.48	1.29
连锁家电												
GOMELECTRICAL	493HK	5,400.5	0.01	0.02	0.02	26.12	19.76	16.05	0.86	0.78	0.68	4.24
港台平均						26.12	19.76	16.05	0.86	0.78	0.68	4.24
YAMADADENKI	9831JP	5,688.5	5.95	5.00	5.40	9.95	11.77	10.90	0.28	0.25	0.24	1.49
K'SHOLDINGSCOR	8282JP	1,665.2	2.06	3.16	3.42	16.42	10.37	9.57	0.25	0.22	0.21	1.59
JOSHINDENKI	8173JP	430.6	0.79	0.88	0.95	9.97	8.51	7.88	0.11	0.10	0.10	0.89
日韩平均						12.11	10.22	9.45	0.21	0.19	0.18	1.33
BESTBUYCOINC	BBYUS	18,019.5	3.20	2.99	3.27	12.81	14.44	13.25	0.45	0.37	0.35	3.98
RADIOHACKCORP	RSHUS	2,364.9	1.49	1.61	1.62	12.29	11.76	11.65	0.56	0.56	0.55	2.89
欧美平均						12.55	13.10	12.45	0.51	0.46	0.45	3.44
连锁超市												
WUMARTSTORES	8277HK	823.6	0.06	0.13	0.16	11.47	12.51	10.00	0.64	0.52	0.44	2.13
LIANHUASUPERM-H	980HK	483.4	0.09	0.31	0.38	8.50	7.51	6.20	0.16	0.14	0.12	1.14
PRESIDENTCHAIN	2912TT	2,454.0	0.10	0.12	0.13	22.54	19.12	18.36	0.79	0.78		4.22
港台平均						14.17	13.05	11.52	0.53	0.48	0.28	2.50
LAWSONINC	2651JP	4,935.3	2.50	2.96	3.02	19.18	16.77	16.43	1.41	0.89	0.89	2.25
FAMILYMART	8028JP	3,204.2	2.02	1.83	2.14	16.76	17.95	15.36	0.86	0.98	0.95	1.44
SHINSEGAECOLTD	004170KS	8,690.8	25.93	26.29	28.75	17.77	17.52	16.03	0.92	1.01	0.94	2.56
DAIRYFARM-900	DFISP	7,992.7	0.25	0.27	0.30	24.00	22.31	19.51	1.19	1.11	0.99	23.97
日韩平均						19.43	18.64	16.83	1.09	1.00	0.94	7.55
WAL-MARTSTORES	WMTUS	211,971.2	3.13	3.65	3.90	16.65	15.07	14.08	0.56	0.52	0.49	3.19
KROGERCO	KRUS	12,715.2	1.82	1.16	1.45	11.26	16.88	13.57	2.51	2.82	2.58	2.04
CARREFOURSA	CAFP	15,053.4	1.24	1.12	1.44	17.68	19.00	14.87	0.26	0.26	0.25	2.05
欧美平均						15.20	16.98	14.17	1.11	1.20	1.11	2.43

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖 皓	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				