

商业零售行业 2010 年 2 季度投资策略

行业估值偏高，寻找业绩及概念支撑

优于大势

维持评级

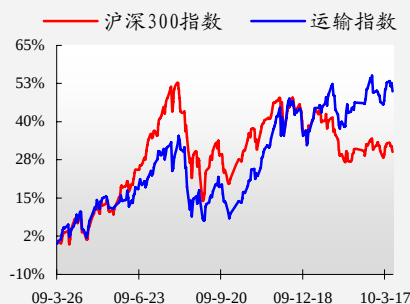
可选消费/商业

发布时间：2010 年 3 月 29 日

投资要点：

- 1-2 月，社会消费品零售总额累计为 25052 亿元，同比增长 17.9%，比上年同期加快 2.7 个百分点，比 2009 年加快 2.4 个百分点。其中 2 月份社消总额累计为 12334 亿元，同比增长 22.1%。城镇消费品零售总额累计 20748 亿元，同比增长 18.4%，乡村消费品零售额累计 4304 亿元，同比增长 15.5%。
- 2009 年，我国城镇居民人均可支配收入为 17174.7 元，同比增长 8.8%，增速比 08 年略有下降；农村居民人均现金收入 6270.2 元，同比增长 9.29%，与 2008 年增速基本持平。但从城镇储户未来收入信心指数看，居民对未来收入的预期有所提高。
- 从比较乐观的消费数据中我们可以预期商业零售行业在 1 季度会有比较可观的收益。即将到来的 2 季度是行业的相对淡季，其中除 1 季报值得期待外，还可以关注主题性投资机会，尤其是将于五一召开的上海世博会，这一盛事将对上海本地商业类上市公司的业绩将起到实质性的推动作用；另外，2 季度利润增速的基数效应仍然存在，这也有利于商业行业在整个上半年有较好的增长。
- 从估值方面看，目前整个零售板块相对沪深 300 指数溢价为 116.06%，其中百货子行业溢价 126.69%，超市子行业溢价 91.91%，估值偏高，我们认为在行业估值整体偏高的现状下，有业绩或题材支撑的公司相对更有吸引力。
- 我们预计 2010 年零售企业同店增长将整体好于 2009 年，短期看，上海本地上市公司一方面将受益于世博题材的推动，另一方面公司业绩也将在客流量倍增的情况下获得实质性增长；长期来看，高端百货及奢侈品连锁将在消费升级中受益，具备渠道优势的公司将在城市化进程中受益；同时，具备重组预期的公司也值得关注。
- 重点关注公司：友谊股份（600827）、新世界（600628）、广州友谊（000987）。

走势图



子行业	评级
百货	优于大势
超市	同步大势

重要公司	评级
友谊股份	推荐
新世界	谨慎推荐
广州友谊	谨慎推荐

分析师：罗旷怡

执业证书编号：S0550108051075

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nescn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

1. 零售总额增速平稳，城镇消费持续复苏

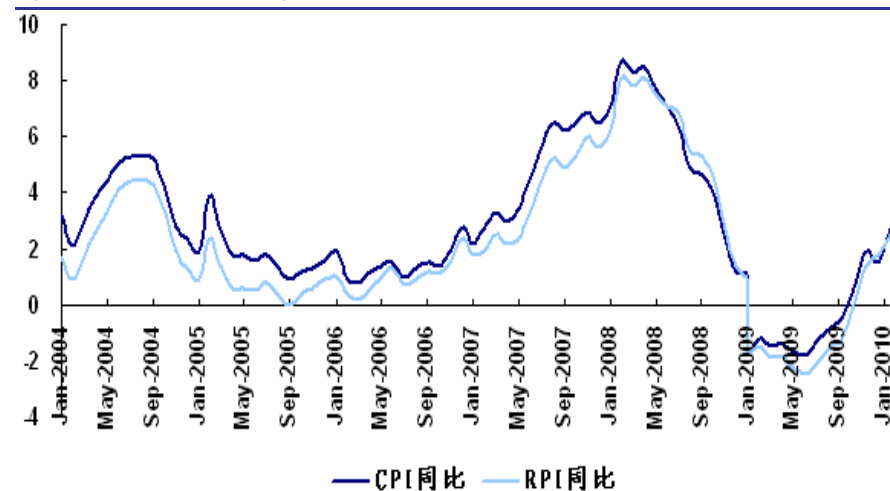
国家统计局发布的最新数据显示，1-2月，社会消费品零售总额累计为25052亿元，同比增长17.9%，比上年同期加快2.7个百分点，比2009年加快2.4个百分点。其中2月份社消总额累计为12334亿元，同比增长22.1%。总体来看，社消总额增速比较平稳，受节日效应及价格因素的影响，名义增速进一步加快。

图：社消总额名义增速和实际增速



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

图：CPI 及 RPI 变化图



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

按经营单位所在地分，1-2月份，城镇消费品零售总额累计20748亿元，同比增长18.4%，乡村消费品零售额累计4304亿元，同比增长15.5%。其中2月份城镇消费品零售总额为10231亿元，同比增长23.1%，乡村消费品零售总额2103亿元，增长17.6%。城镇零售总额自去年2月触及低点后强劲反弹，并于去年9月起超过了乡村消费总额，城市商业环境持续回暖。

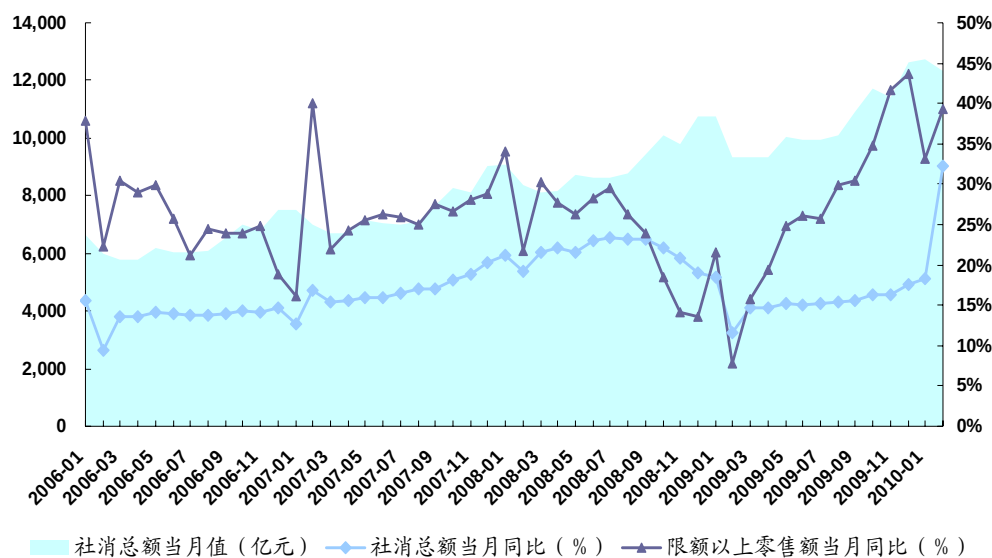
图：城市及乡村零售总额增长率



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

社销总额的大幅增长带动了零售企业销售额的增加，1-2月，限额以上企业商品零售总额为8711亿元，同比增长29.2%，其中2月总额为4223亿元，同比增长39.3%。

图：社销总额与限额以上零售额关系



数据来源：wind, 东北证券金融与产业研究所

从分类数据看，1-2月石油制品及汽车增长最快，增速分别达到40.8%和41.7%，金银珠宝、家用电器和音像器材、家具、建筑及装潢材料的增长率也在30%以上，而受情人节、春节双节叠加效应影响，2月单月粮油食品、饮料烟酒、服装、金银珠宝、家用电器和音像器材的同比增速均达到了50%以上。

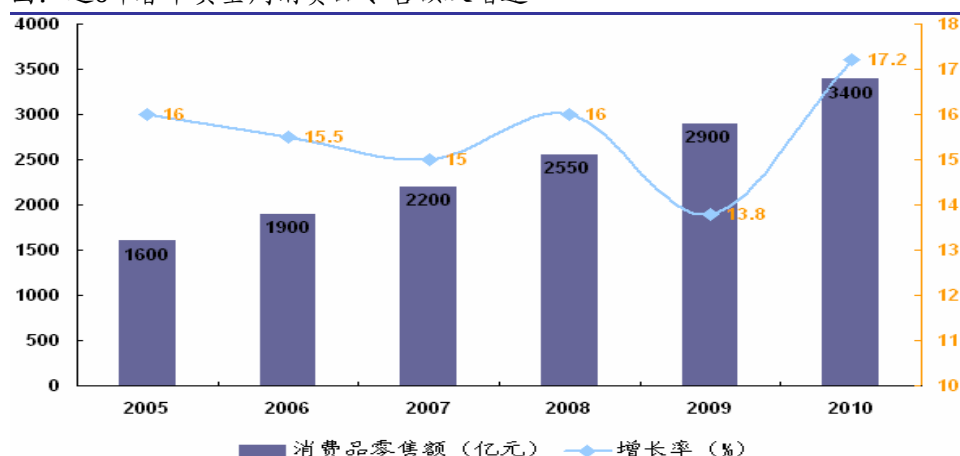
表：限额以上零售企业增长情况

指标	2月		1-2月	
	绝对量(亿元)	同比增长(%)	绝对量(亿元)	同比增长(%)
限额以上商品零售	4223	39.3	8711	29.2
粮油食品饮料烟酒	745	54.5	1309	16.8
服装鞋帽针纺织品	553	58.4	1105	23.3
化妆品	73.8	29.5	114	15.6
金银珠宝	115	58.8	220	34.7
日用品	168	35.7	317	18.8
体育、娱乐用品	23.6	33.4	44.9	10.7
家用电器音像器材	287	52.8	638	31.7
中西药品	194	18.7	408	19.8
文化办公用品	70.8	10.9	159	17.4
家具	40.1	33.1	86.9	36.3
通讯器材	67.0	32.4	128	20.0
石油及制品	657	35.6	1411	40.8
汽车	1014	33.4	2288	41.7
建筑及装潢材料	32.7	16.5	76.0	30.5

数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

春节黄金周期间，全国消费品零售额达3400亿元，创历史新高，比去年春节黄金周增长17.2%，增速也为近年来最高水平。

图：近6年春节黄金周消费品零售额及增速

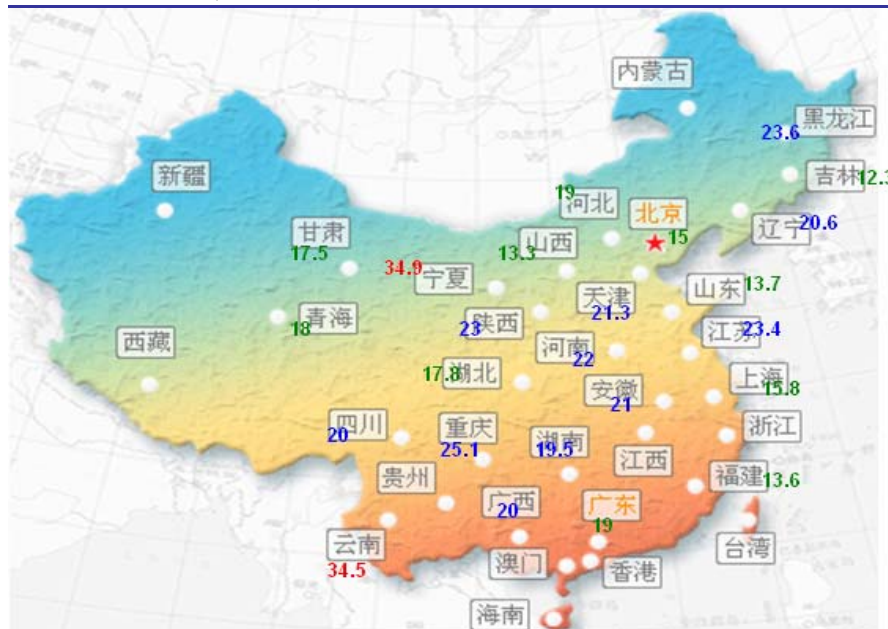


资料来源：商务部网站，东北证券金融与产业研究所

分地区来看，春节期间，云南、重庆、黑龙江重点监测零售企业销售额同比分别增

长34.5%、25.1%和23.6%，辽宁、安徽、陕西、四川、河南、江苏等地均增长20%以上。从全国整体情况来看，中部地区零售增速多在20%以上，云南、宁夏的增速超过了30%，北京、上海等一线城市及山东、福建、山西、河北、湖北、甘肃等地区的增速不足20%。

图：各地区黄金周期间销售增速

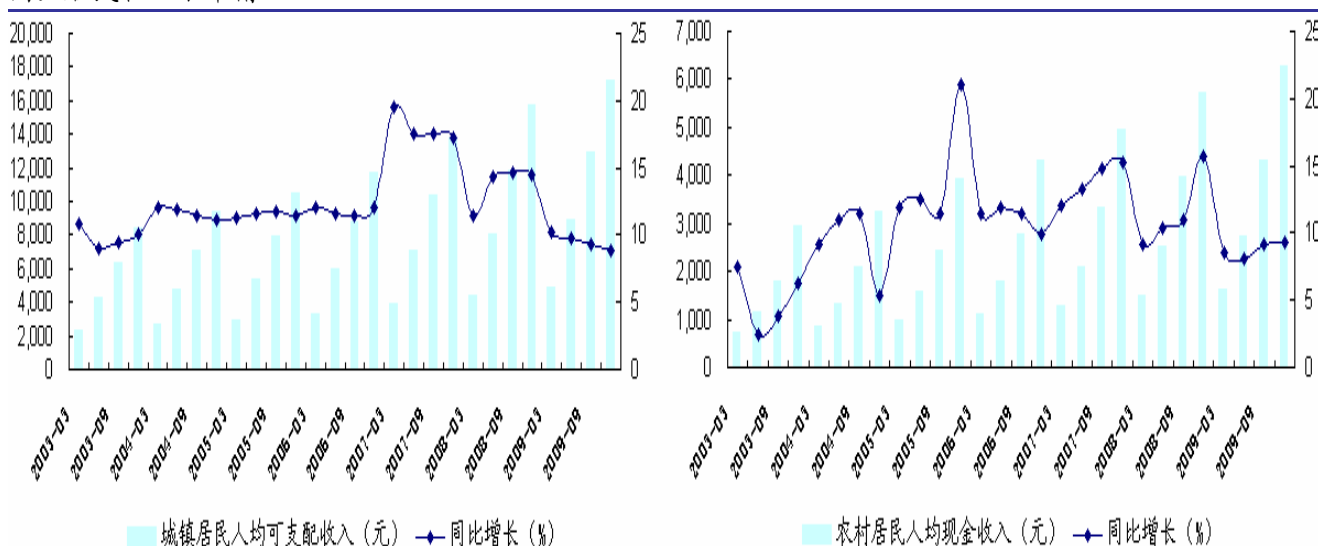


资料来源：商务部及各省网站，东北证券金融与产业研究所

2. 收入平稳增长，消费者信心稳定

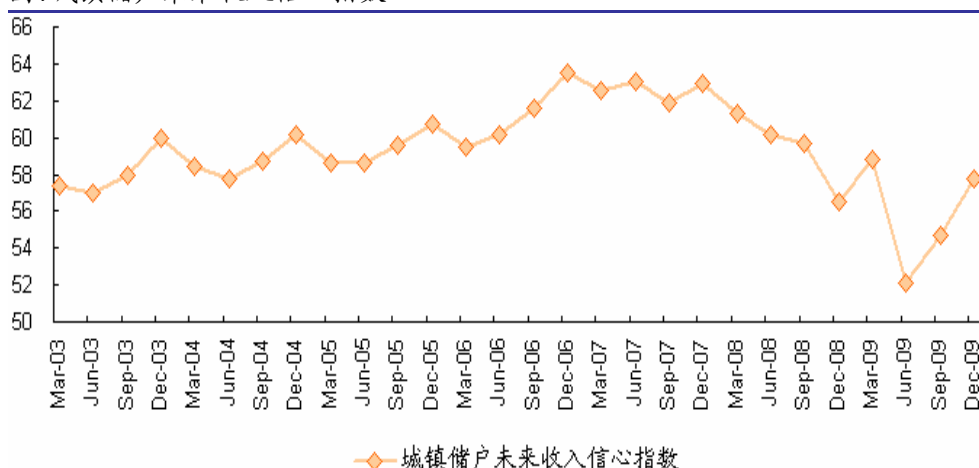
收入水平的逐步提高是保证消费兴旺的基础，2009年，我国城镇居民人均可支配收入为17174.7元，同比增长8.8%，增速比08年略有下降；农村居民人均现金收入6270.2元，同比增长9.29%，与2008年增速基本持平。但从城镇储户未来收入信心指数看，居民对未来收入的预期有所提高。

图：居民收入水平情况



数据来源：wind, 东北证券金融与产业研究所

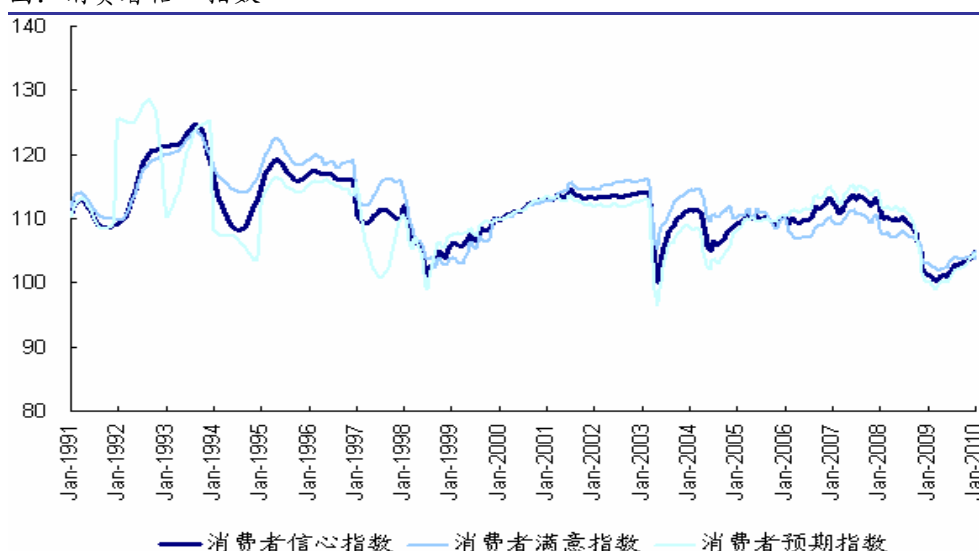
图:城镇储户未来收入信心指数



数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

另外,反映消费者心态的消费者信心指数和消费者预期指数依然稳定,2月,消费者信心指数为104.2,消费者预期指数为104.5与1月基本持平。

图:消费者信心指数

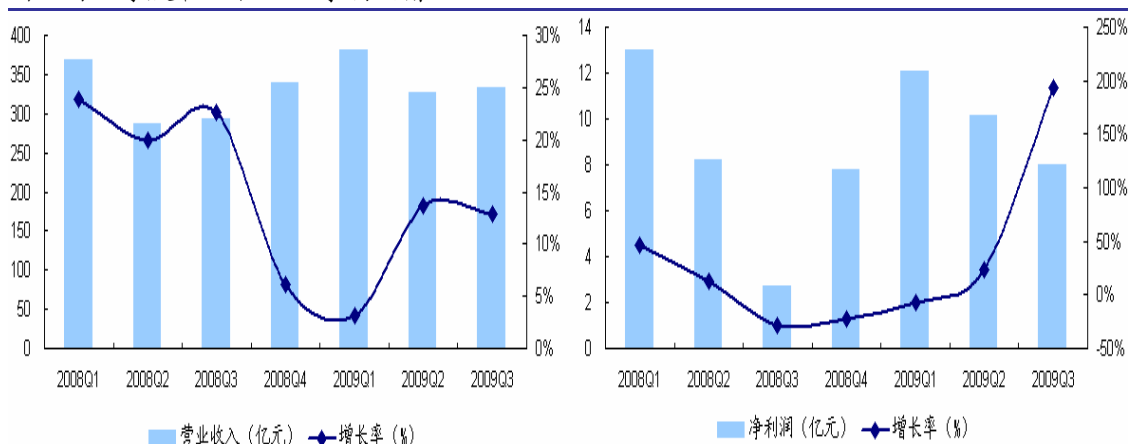


数据来源: wind, 东北证券金融与产业研究所

3. 1季度将是行业业绩增速的阶段高点

从比较乐观的消费数据中我们可以预期商业零售行业在1季度会有比较可观的收益,尤其是以服装鞋帽、金银珠宝、化妆品为主要商品销售的百货公司将充分受益于旺季效应,业绩弹性较大。另外,从下图中我们可以看出,去年1季度是行业最困难的时期,基数效应也使得行业中会涌现出一些业绩超预期的公司,如广州友谊、潮宏基。

图：行业季度营业收入及净利润情况



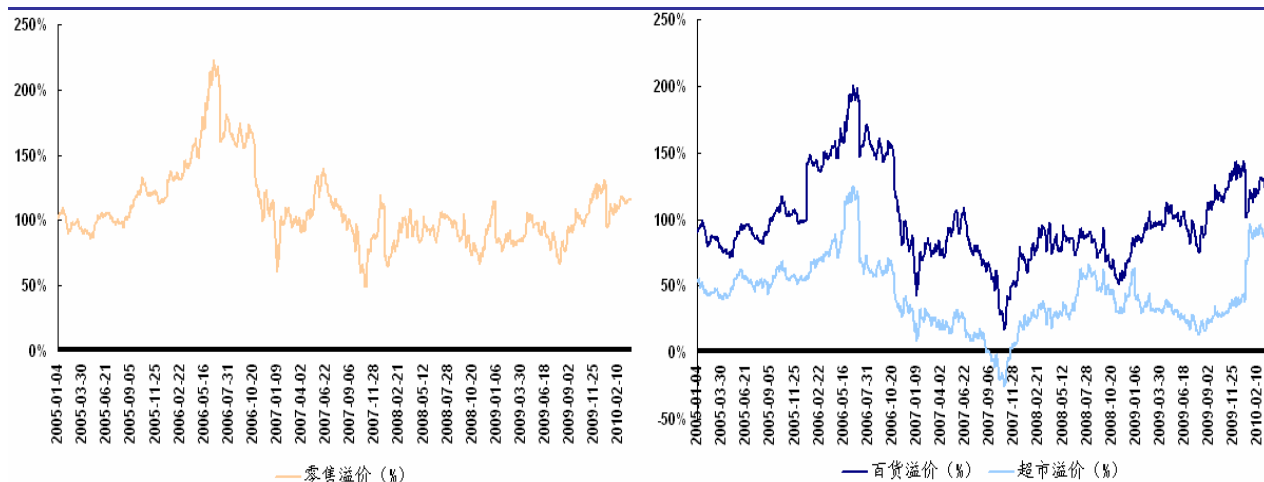
数据来源：wind, 东北证券金融与产业研究所

即将到来的2季度是行业的相对淡季，其中除1季报值得期待外，还可以关注主题性投资机会，尤其是将于五一召开的上海世博会，这一盛事将对上海本地商业类上市公司的业绩将起到实质性的推动作用，如百货占有率最高的百联股份、拥有酒店业务的新世界。另外，2季度基数效应尤其是利润增速的基数效应仍然存在，这也有利于商业行业在整个上半年有较好的增长。

4. 行业整体估值偏高下寻找支撑

从估值方面看，目前整个零售板块相对沪深300指数溢价为116.06%，其中百货子行业溢价126.69%，超市子行业溢价91.91%，估值偏高，我们认为在行业估值整体偏高的现状下，有业绩或题材支撑的公司相对更有吸引力。我们预计2010年零售企业同店增长将整体好于2009年，短期看，上海本地上市公司一方面将受益于世博题材的推动，另一方面公司业绩也将在客流量倍增的情况下获得实质性增长；长期来看，高端百货及奢侈品连锁将在消费升级中受益，具备渠道优势的公司将在城市化进程中受益；同时，具备重组预期的公司也值得关注。

图：行业历史估值溢价



数据来源：wind, 东北证券金融与产业研究所

5. 重点公司评级

5.1 友谊股份（600827）

百货业务是公司最早的经营实体，但近几年呈逐步萎缩的态势。除参股40%的虹桥友谊商城经营绩效较好之外，其他门店经营水平表现一般，预计该块业务未来将保持较低速度的增长。

公司控股的南方、西郊购物中心经营情况较好，08年两者经营利润达到近5000万元。与南方商城相比，西郊购物中心未来利润提升空间较大，随着财务费用的降低以及对租赁商户的调整，其未来几年的利润水平将有明显上升。

08年受到房地产市场不景气的影响，好美家建材超市亏损达到8000万元，对公司整体业绩拖累较大。们预计好美家2009年的亏损额应该不会超过4000万元，2010年有望盈亏平衡。

联华超市是公司目前主要的收入和利润来源，08年收入占比达到90%，利润占比超过50%。在收购华联之后，联华进一步确立在上海连锁标超方面的领导地位，百联也将其作为商超运作的平台。我们不排除后续会将相关的商超类资产注入联华超市，其未来的发展仍值得看好。

我们认为，一方面，上海国资整合加速为市场带来想象空间；另一方面，世博概念逐步升温。公司自身业务经营稳健，好美家存在大幅减亏的预期，公司又同时受益国资整合以及世博两大概念，我们预计公司2010年每股收益0.55元，维持推荐评级。

5.2 新世界（600628）

公司是率先在中华商业第一街试行股份制的商业企业，也是上海南京路上第一座都市生活中心。公司的控股股东为上海黄浦区国资委，持有公司25.21%的股权。

百货零售是公司最原始也是利润贡献最大的业务，近几年来，公司一直稳居全国网络城市单体商场销售额排行前10位及上海市单体商场销售额排行第2位，仅次于百联第一八佰伴，我们预计公司2010年在世博会的带动下，百货业务呈现加速增长态势，营收增速有望超过20%，并为公司贡献亿元以上的净利润。

公司旗下的丽笙酒店是一家五星级旅游饭店，自05年10月正式营业以来，入住率始终高于上海市五星级酒店平均入住率2009上半年受到经济危机余波，勉强维持盈亏平衡，下半年情况有所好转。我们认为丽笙酒店是公司2010年业绩弹性最大的部分，在长达6个月的世博会期间，丽笙酒店的房价及入住率也会有较大的提高，业绩有望创出历史新高。我们预计丽笙酒店在2010年有望达到50%以上的营收增长。

公司的商业并购价值比较突出，第一大股东黄浦区国资委也曾明确表示支持旗下商业资产的整合。黄浦区是上海市老牌商业大区，目前南京路上68座商业物业黄浦区国资委拥有1/3，另外还有地产等其他优质资产，整合空间很大，中国铅笔资产重组后，新

世界的资产注入预期更加强烈。

我们预计公司2009-2011年每股收益分别为0.35、0.46和0.48元，给予公司谨慎推荐的评级。

5.3 广州友谊（000987）

2009年，公司主业百货零售业实现营业收入28.06亿元，同比增长13.71%，毛利率为18.74%，同比下降1.09个百分点。其中环市东店销售达到20亿，增长比较稳定，南宁店营业收入达到1.69亿元，同比增长44.53%，开始进入盈利期。我们估计正佳店09年增长在25%以上，时代店在5%左右。

公司2009年来扩张明显加快，今年除环市东店扩容外，国金店也将于11月亚运会前开业，预计国金店今明两年将处于微亏状态，2012年开始盈利。另外，2011年-2012年之间，奥特莱斯和佛山店也将相继开业，总店的扩容以及每年至少1家的开店速度保证了公司内涵及外延双增长。

我们认为在奢侈品消费恢复迅速的环境下，公司1季度会有较好的表现，而2010年全年公司的主要利润增长点将来自于总店盈利能力的恢复和正佳店的高速增长，南宁店也有望贡献近1000万元的利润；扩张方面，预计世贸部分可能实现盈亏平衡或略有亏损，年底前开业的国金店会造成几百万元的亏损。

我们预计公司2010年每股收益0.96元，维持谨慎推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。