

评级：推荐

商贸流通行业

行业研究报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：田慧蓝

电话：0755-82485027

邮件：tianhuilan@fcsc.cn

商贸流通行业 2010 年下半年策略

——估值已步入合理区间，防御性再现江湖

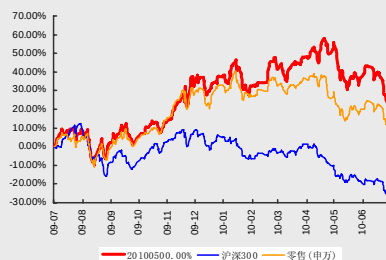
行业基本数据

A 股流通市值（亿元）：3992.53

总市值（亿元）：5376.14

行业平均 PE(X)：23.83

行业指数与沪深 300 指数比较



相关报告

报告要点：

- **1-5 月社会消费品零售总额同比增长 18.2%** 5 月份，社会消费品零售总额 12455 亿元，同比增长 18.7%。1-5 月累计，社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%。
- **上半年申万零售与沪深 300 相比，跑赢 11.45%** 6 月份申万商业贸易涨幅为 -5.25%，优于沪深 300，在全部行业中排名 4 位，排名较上月继续提升。1-6 月，商业下跌 15.86%，与沪深 300 下跌 27.31% 相比，跑赢其 11.45%。行业排名第 7，表现不错。
- **行业估值继续下调** 2010 年行业平均估值水平从 4 月份开始下调，6 月下调至 23.83 倍，2011 年行业平均估值为 18.67 倍。
- **下半年投资策略** 回顾上半年，我们提出了深度挖掘——避风港——估值尴尬——估值修正的投资主线。下半年，行业表现和宏观紧密相连。从现状看，消费作为避风港，有部分公司估值逐月下调，已进入合理区间，与行业认定的 30X 平均水平，有 20%-30% 的空间。另一部分估值坚挺的公司，开始补跌，预计也将回归到合理区间。零售增长非常稳定，今年行业 30% 的增长可预期，明年预计在 25% 左右。稳定的增长，合理的估值是非常好的投资标的，所以前一部分公司已具备投资价值。变量因素在于，下半年市场会如何？如果维持震荡，消费仍能发挥避风港作用，可以买入估值低的标的或继续持有；如果市场出现大幅下跌，那消费必将补跌，需回避这种系统风险。故谨慎地话，可选择持有现金，乐观的可选择买入已具有估值优势的标的。
- **行业推荐投资组合**

代码	公司名称	权重	股价	EPS			PE		
				09F	10F	11F	09F	10F	11F
000715	中兴商业	20%	12.03	0.3	0.4	0.66	40.1	30.1	18.2
000501	鄂武商	20%	14.48	0.47	0.61	0.72	30.8	23.74	20.1
000828	成商集团	20%	14.00	0.28	0.40	0.74	23.3	35	18.9
000889	王府井	20%	34.00	0.98	1.2	1.5	34.8	28.3	22.7
000564	西安民生	20%	6.50	0.19	0.3	0.4	34.2	21.7	16.3

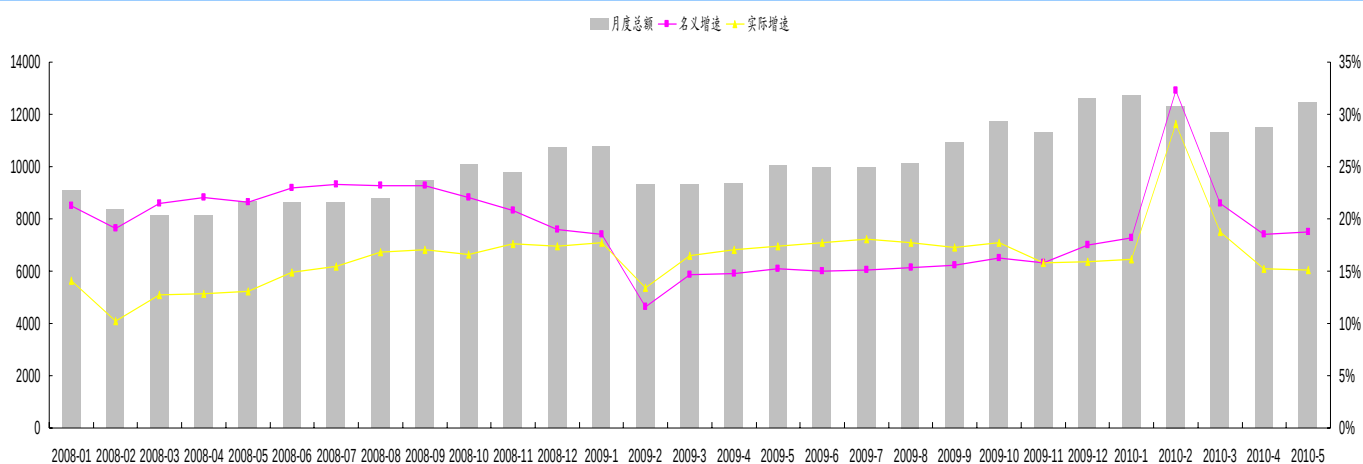


1、1-5 月社会消费品零售总额同比增长 18.2%

5 月份，社会消费品零售总额 12455 亿元，同比增长 18.7%，比上年同月加快 3.5 个百分点，比 4 月份加快 0.2 个百分点。1-5 月累计，社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，比 1-4 月加快 0.1 个百分点。

按经营单位所在地分，5 月份，城镇消费品零售额 10818 亿元，同比增长 19.1%；乡村消费品零售额 1637 亿元，增长 15.8%。

图 1、各月社会消费品零售总额

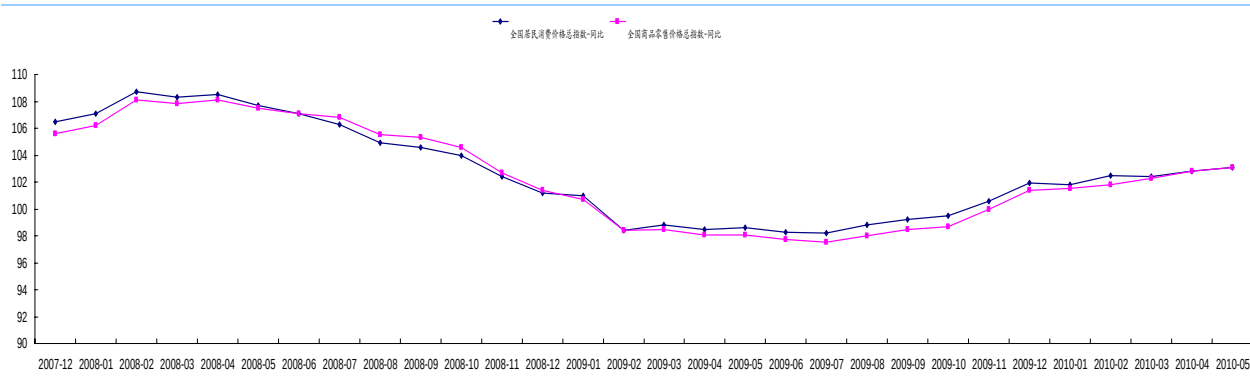


资料来源：国家统计局

2、5 月价格指数

5 月份居民消费价格指数为 103.1，零售价格指数为 103.1。

图 2、居民消费价格指数与零售价格指数



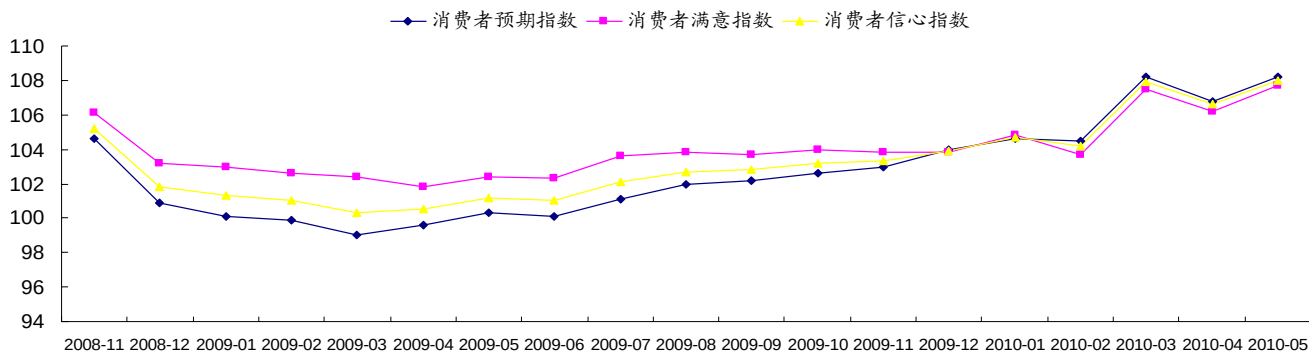
资料来源：国家统计局



3、5月消费者指数均回升

5月，消费者预期指数为108.2，消费者满意指数为107.7，消费者信心指数为108.0。各指数均较4月份回升。

图2、消费者指数

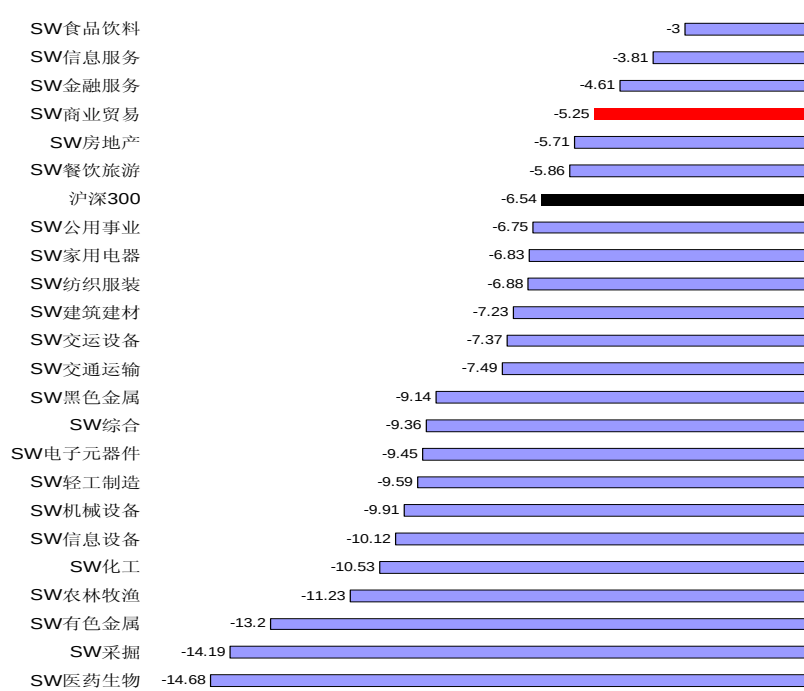


资料来源：国家统计局

4、6月份与上半年商业涨跌幅跑赢沪深300

6月份申万商业贸易涨幅为-5.25%，优于沪深300，在全部行业中排名第4位，排名较上月继续提升。

图3、6月份申万各行业涨跌幅

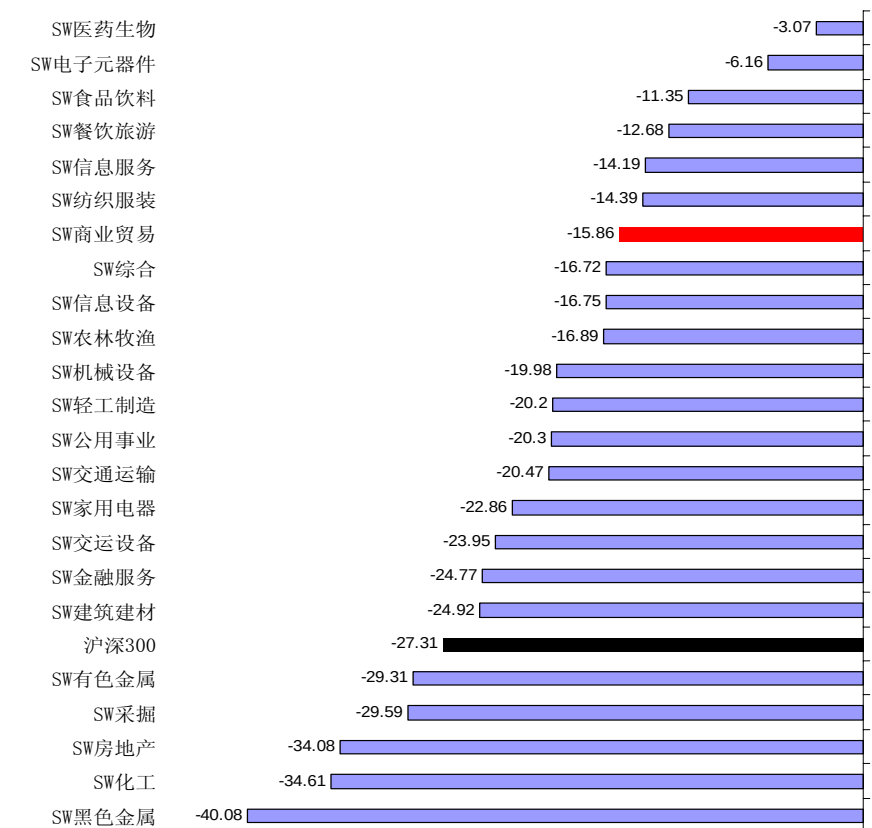


资料来源：wind



1-6月，商业下跌15.86%，与沪深300下跌27.31%相比，跑赢其11.45%。行业排名第7，表现不错。

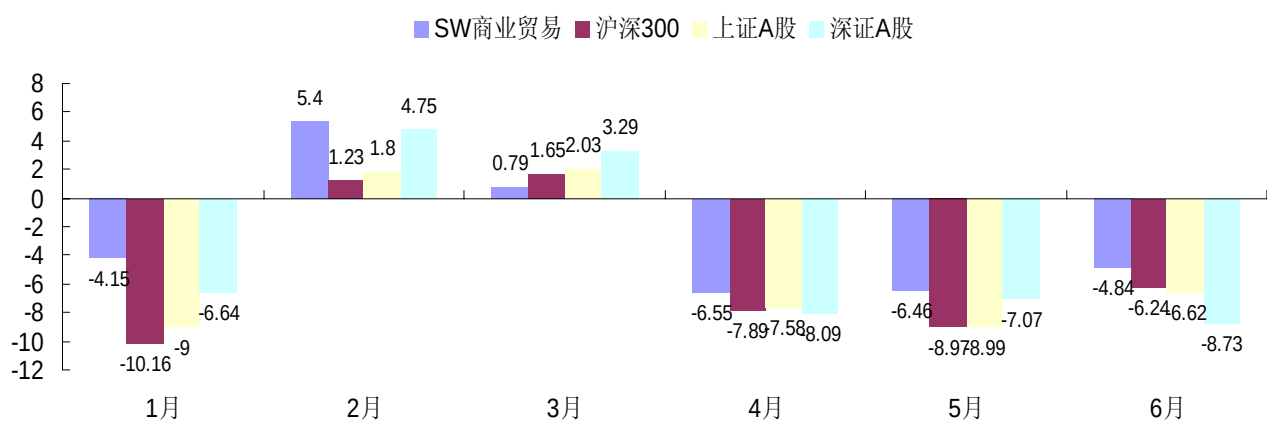
图4、1-6月份申万各行业涨跌幅



资料来源：wind

从1月至6月，申万商业有5个月跑赢大盘，但跑赢的幅度都不大。稳定器作用明显。

图5、1-6月份申万商业与大盘涨跌幅对比



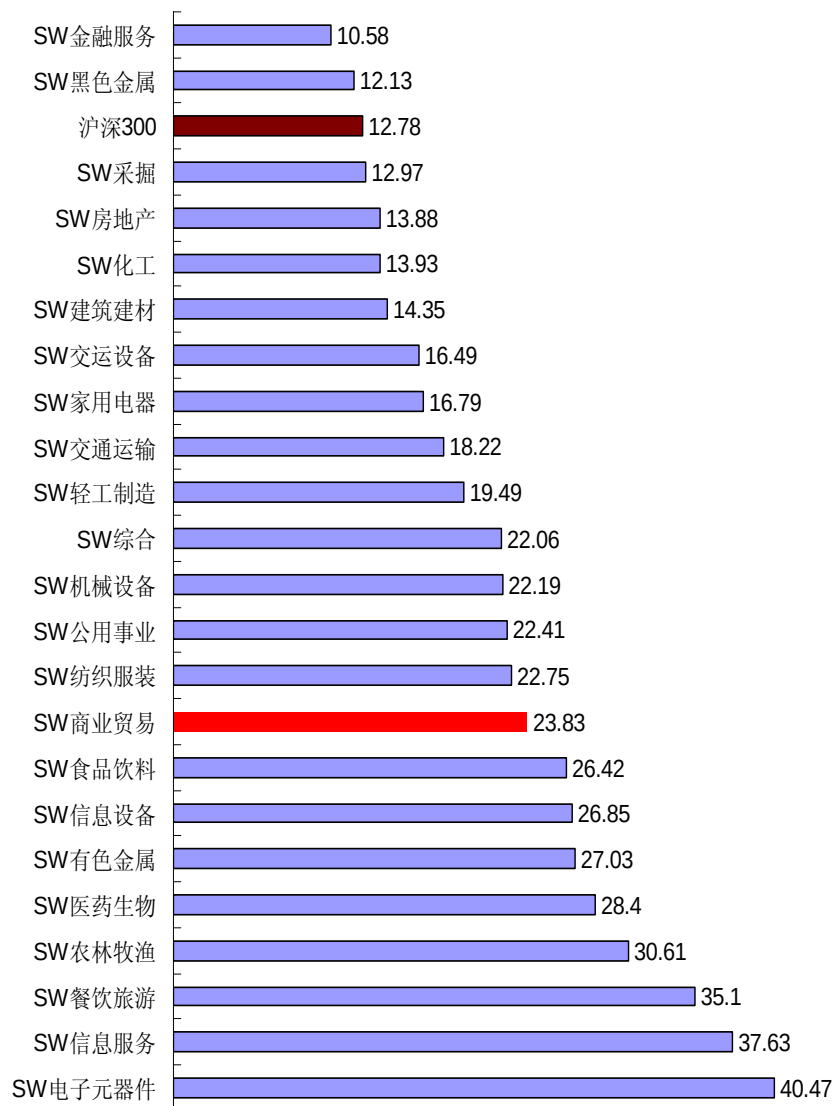
资料来源：wind



5、行业平均估值水平继续下调至 23.83 倍

经过 6 月调整，2010 年商业估值继续下调，由 25.04 倍降至 23.83 倍，2011 年行业估值平均水平为 18.67 倍，行业估值水平继续降低，与其它行业比并无明显优势，但在消费类行业中估值已经相对便宜。

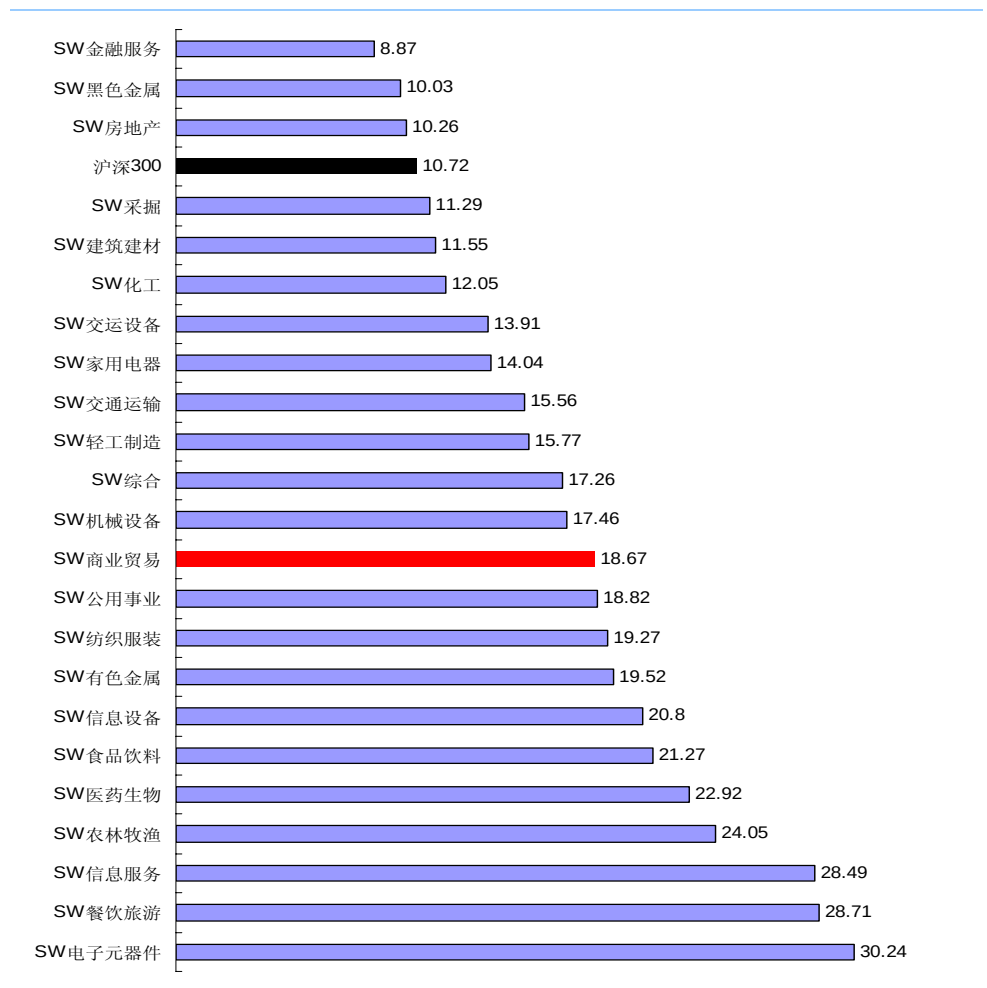
图6、申万各行业2010年估值



资料来源：wind



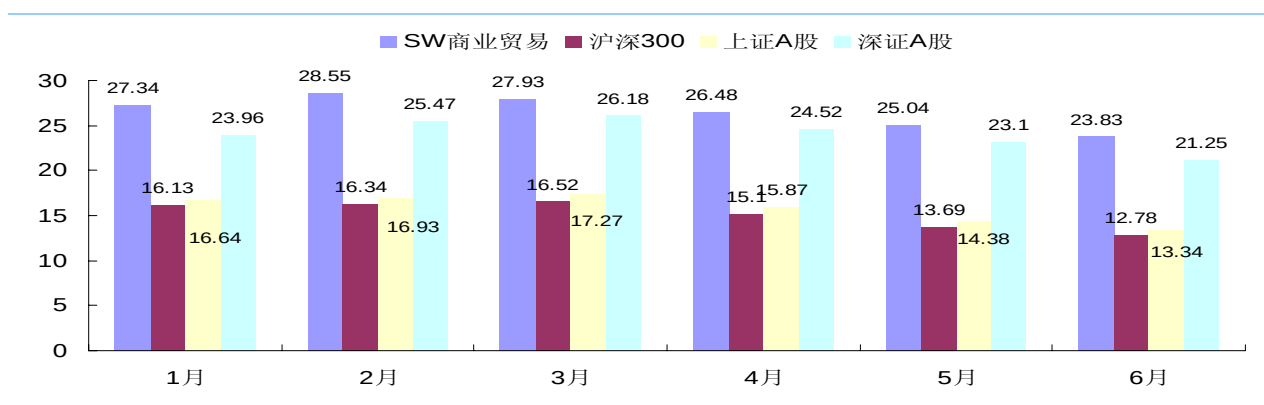
图7、申万各行业2011年估值



资料来源: wind

1-6月以来,从2月开始,行业估值不断下降,目前的估值水平比较合理。

图8、申万各行业2011年估值



资料来源: wind



6、公司估值水平

去除地产类，2010 年行业平均估值水平继续下调至 23.83 倍，但公司估值水平在 24 倍之下的仅有 8 家。2011 年行业平均估值水平为 18.67 倍，公司估值水平在 19.65 倍之下的有 12 家。

图 9、商业类上市公司 2010 年估值

上海九百	-707.23	西安民生	21.28	南京中商	26.03	步步高	29.22	友阿股份	34.33
商业城	-194.18	天音控股	22.28	武汉中百	26.38	武汉中商	29.65	益民商业	36.34
大连友谊	8.42	新世界	22.89	宏图高科	27.41	银座股份	29.76	华联股份	37.93
香江控股	9.94	小商品城	23.23	百联股份	27.94	爱施德	29.97	大商股份	40.63
京投银泰	12.56	豫园商城	23.73	友好集团	28.08	中兴商业	30.49	重庆百货	42.17
昆百大 A	13.17	鄂武商 A	24.50	王府井	28.22	成商集团	30.69	轻纺城	48.13
开元控股	16.73	友谊股份	24.71	华联综超	28.24	南京新百	30.82	海宁皮城	54.10
东方市场	17.38	东百集团	25.01	合肥百货	28.29	新华都	31.73	西单商场	74.09
苏宁电器	18.60	通程控股	25.22	新华百货	28.74	北京城乡	32.32	吉峰农机	75.43
广百股份	20.50	广州友谊	25.36	欧亚集团	28.92	人人乐	32.40	长百集团	163.40
大厦股份	20.81	杭州解百	25.43	天虹商场	29.06	兰州民百	32.49		

资料来源：wind

图 10、商业类上市公司 2011 年估值

大连友谊	6.71	小商品城	16.90	友谊股份	20.99	合肥百货	22.51	北京城乡	27.94
香江控股	7.83	大厦股份	17.14	新世界	21.00	王府井	22.67	益民商业	29.45
京投银泰	9.91	成商集团	17.77	武汉中百	21.06	天虹商场	22.72	海宁皮城	30.76
昆百大 A	10.29	通程控股	17.87	友好集团	21.35	爱施德	23.60	重庆百货	34.44
东方市场	13.58	中兴商业	18.53	华联综超	21.66	百联股份	24.09	轻纺城	37.69
苏宁电器	14.79	鄂武商 A	19.62	开元控股	21.88	新华百货	24.14	吉峰农机	44.49
南京新百	15.23	华联股份	19.75	杭州解百	21.88	武汉中商	24.99	商业城	51.57
天音控股	16.25	广州友谊	20.03	银座股份	22.32	兰州民百	25.38	西单商场	53.34
广百股份	16.35	东百集团	20.07	欧亚集团	22.40	友阿股份	25.86	长百集团	114.47
西安民生	16.47	豫园商城	20.49	步步高	22.49	大商股份	25.88	上海九百	2117.08
南京中商	16.67	宏图高科	20.56	新华都	22.50	人人乐	26.03		

资料来源：wind



7、上半年个股涨跌幅

上半年涨幅最大的是海宁皮城，上涨 51.72%；其次是新华百货，涨幅 39.95%。跌幅最大的是华联股份与宏图高科，分别下跌 37.42%与 34.05%。

图 11、商业类上市公司 2010.1-6 月涨跌幅

华联股份	-37.42	汉商集团	-24.05	华联综超	-15.77	王府井	-7.83	欧亚集团	1.27
宏图高科	-34.05	新华都	-24.01	南京中商	-14.90	天虹商场	-7.74	重庆百货	2.72
东方市场	-33.43	人人乐	-23.64	杭州解百	-14.89	武汉中百	-7.36	南宁百货	3.72
益民商业	-32.59	南京新百	-23.01	上海九百	-14.42	商业城	-5.05	中兴商业	5.25
渤海物流	-29.00	豫园商城	-19.06	西单商场	-13.89	开元控股	-4.06	友阿股份	6.09
百联股份	-27.03	广百股份	-18.82	东百集团	-12.96	大商股份	-3.38	天音控股	7.99
武汉中商	-26.58	百大集团	-18.63	小商品城	-12.54	深国商	-2.97	成商集团	12.65
长百集团	-26.16	步步高	-18.06	西安民生	-11.68	鄂武商A	-2.56	友好集团	15.64
新世界	-26.03	苏宁电器	-17.46	广州友谊	-11.44	银座股份	-1.95	吉峰农机	20.14
轻纺城	-25.60	友谊股份	-17.17	爱施德	-10.18	合肥百货	-1.14	通程控股	21.60
宝商集团	-25.36	北京城乡	-16.85	兰州民百	-9.25	大厦股份	0.69	新华百货	39.95
								海宁皮城	51.72

资料来源：wind



8、上半年投资思路回顾与下半年投资策略

回顾上半年，我们提出了深度挖掘----避风港-----估值尴尬-----估值修正的投资主线。

图 12、商业类上市公司 2010.1-6 月涨跌幅

月 度	投资思路
1 月	第一，深度挖掘与零售相关的消费升级投资品种；第二，在现有的商业板块中寻找基本面不错却滞涨的品种。但是从季节周期性的角度来看，通常 1 季度是商业的黄金时期，届时可能是卖出的一个时点。
2 月	市场方向仍不明朗，震荡是主基调，在此背景下，消费类公司增长确定性强，是较好的避风港。
3 月	1 季度商业的估值上不去，也下不来。上不去是因为缺乏支持估值涨上去的理由，除非数据能持续超预期。下不来是因为消费板块市值小，交易不容易，1 季度大盘极其不确定，消费板块相对而言较稳定，所以在没有更好的标的可选择前，没有人愿意轻易抛弃它。在 2 季度上述两个因素可能会有改变。此外，2 季度一向是行业淡季，故下调行业评级。
4 月	商业类公司估值如果要上去，除非社会消费品零售总额或上市公司数据能持续超预期，但目前面对脆弱的市场，消费类再次成为避风港，但资金此刻选择消费类并不是出于主动性，实为被动选择。目前市场出现非常严重的结构失衡，大盘蓝筹估值越跌越便宜，资金却仍然回避，消费类与能源科技类估值不便宜却获得资金追捧，大盘与中小盘之间的估值差距加大，这个失衡问题如何解决会决定市场未来的走势。一方面两者之间的估值差距继续增大带来的失衡不可能一直持续，另一方面解决失衡有三种方式，一是小盘跌，大盘涨；二是，大盘不跌了，小盘跌；三是大盘与小盘均涨，但大盘涨幅快于小盘。我们觉得 1 月 2 的可能性会更大，但究竟会怎样，拭目以待。维持行业中性评级，坚持选择个股的思路。
5 月	市场一直在震荡，大盘与中小盘之间的估值差距并没有明显缩小。在如此弱势的市场下，上个月我们提出了消费再次成为避风港，并提出消费能做多久的避风港？我们认为目前市场的焦点仍然集中在中小盘，新能源，高科技等板块。市场如果一直维持震荡，消费的避风港作用就仍然存在，除非市场后续大幅走弱，消费会最后被抛弃或者后续市场有新的热点刺激走强，消费有可能被减持，但总体而言我们认为消费作为稳定性板块，除非是市场大跌，一直持有是可行的。维持对行业中性的评级，同时也坚持选择个股的思路。
6 月	本月，市场中小盘股终于补跌，大盘股也在跌，但跌幅小于血中小盘股。4 月预测的解决失衡的局面出现。

资料来源：wind

下半年，我们认为行业的表现和宏观紧密相连。从现状看，消费作为避风港，有部分公司估值逐月下调，估值基本达到合理区间，与之前行业认定的 30X 平均水平，有 20%-30%的空间。另有一部分公司估值一直非常坚挺，开始补跌，预计也将回归到合理区间。消费尤其是零售一直非常稳定，在去年低基数的前提下，今年行业 30%的增长是可预期的，明年预计在 25%，在这样的增速下，我们认为零售稳定的增长，合



理的估值是非常好的投资标的，所以对前一部分公司，从价值的角度讲，已经具备了投资价值，后一部分公司待估值回归到合理区间，也将具备投资价值，但目前市场的变量因素在于，下半年整个市场会如何？如果下半年市场维持震荡，消费类仍能发挥避风港作用，可以买入估值低的标的或继续持有；如果下半年市场很糟糕，出现大幅下跌，那消费必将作为最后一跌进行补跌，需回避这种系统风险。从宏观的角度来看，我们认为出现单边大幅下跌的可能性不大。对于下半年如果谨慎地话，可选择持有现金策略，乐观的可选择买入已具有估值优势的标的。

图 13、商业类上市公司 2010 年 PE

上海九百	-699.36	天音控股	21.13	南京中商	25.69	爱施德	28.75	人人乐	32.42
商业城	-200.71	西安民生	21.60	武汉中百	25.91	天虹商场	28.87	益民商业	36.16
大连友谊	8.38	新世界	22.59	新华百货	25.97	步步高	29.36	华联股份	38.40
香江控股	10.30	豫园商城	23.22	宏图高科	26.66	武汉中商	29.65	大商股份	40.74
京投银泰	12.59	小商品城	23.53	王府井	27.32	中兴商业	29.91	重庆百货	41.53
昆百大A	13.24	鄂武商A	23.97	华联综超	27.66	南京新百	29.99	轻纺城	49.09
开元控股	16.88	友谊股份	23.99	欧亚集团	27.94	成商集团	30.77	海宁皮城	54.22
东方市场	17.68	广州友谊	24.00	百联股份	28.03	新华都	31.19	吉峰农机	70.29
苏宁电器	19.13	通程控股	24.59	合肥百货	28.17	友阿股份	31.49	西单商场	72.00
大厦股份	20.33	东百集团	25.23	友好集团	28.28	北京城乡	31.90	长百集团	159.41
广百股份	20.47	杭州解百	25.29	银座股份	28.33	兰州民百	32.00		

资料来源：wind

图 14、商业类上市公司 2011 年 PE

大连友谊	6.69	大厦股份	16.74	友谊股份	20.37	新华都	22.12	北京城乡	27.57
香江控股	8.12	小商品城	17.12	武汉中百	20.68	合肥百货	22.42	益民商业	29.30
京投银泰	9.92	通程控股	17.43	新世界	20.73	天虹商场	22.57	海宁皮城	30.82
昆百大A	10.35	成商集团	17.82	华联综超	21.22	步步高	22.60	重庆百货	33.39
东方市场	13.82	中兴商业	18.17	银座股份	21.25	爱施德	22.65	轻纺城	38.43
南京新百	14.82	广州友谊	18.96	友好集团	21.50	友阿股份	23.73	吉峰农机	41.46
苏宁电器	15.21	鄂武商A	19.19	欧亚集团	21.64	百联股份	24.17	西单商场	51.84
天音控股	15.41	华联股份	20.00	杭州解百	21.77	武汉中商	24.99	商业城	53.30
广百股份	16.32	宏图高科	20.00	新华百货	21.82	兰州民百	25.01	长百集团	111.67
南京中商	16.45	豫园商城	20.05	王府井	21.95	大商股份	25.95	上海九百	2093.49
西安民生	16.72	东百集团	20.25	开元控股	22.08	人人乐	26.05		

资料来源：wind



9、投资组合

6月投资组合跑赢沪深300，涨幅最大的是飞亚达，涨幅最小的是中兴商业。

图7、重点推荐股票本月表现

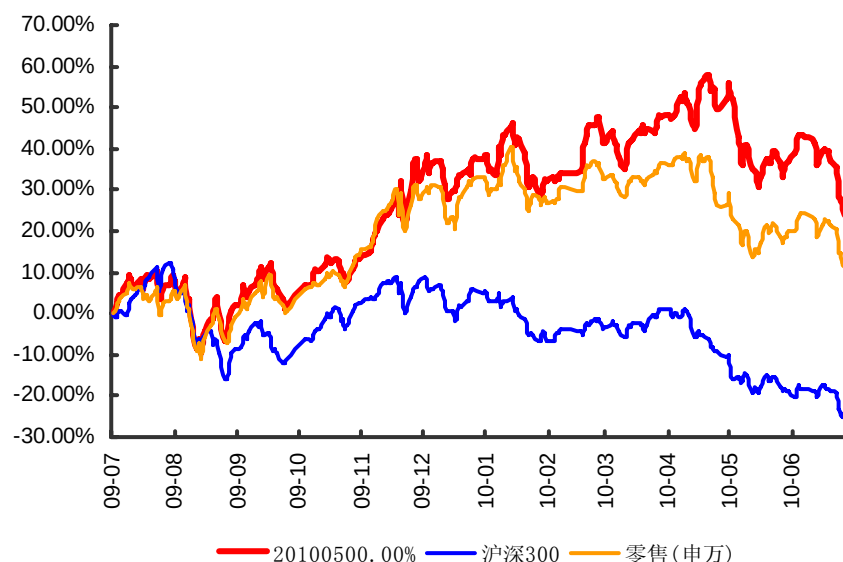


表2、重点推荐股票本月表现

代码	简称	权重	收盘价	涨跌幅	本月最高	本月最低	换手率
			元/股	%	元/股	元/股	%
000715	中兴商业	20%	12.03	-13.83	14.45	11.97	6.84
002024	鄂武商	20%	14.48	-5.30	15.82	13.87	8.16
000026	飞亚达	20%	12.79	-2.37	14.82	12.45	31.98
000889	渤海物流	20%	5.73	-6.37	6.49	5.67	13.04
000564	西安民生	20%	6.50	-5.80	7.65	6.39	61.48

资料来源：wind

结合第八部分的下半年投资思路与明年公司增长预期，我们选择了鄂武商/中兴商业/成商集团/王府井/西安民生五家公司。飞亚达的成长性，我们仍然看好，但出于对下半年宏观经济的谨慎，我们将其调出组合。

表3、股票盈利预测

代码	公司名称	权重	股价	EPS			PE		
				09A	10F	11F	09A	10F	11F
000715	中兴商业	20%	12.03	0.3	0.4	0.66	40.1	30.1	18.2
000501	鄂武商	20%	14.48	0.47	0.61	0.72	30.81	23.74	20.1
000828	成商集团	20%	14.00	0.28	0.40	0.74	23.3	35	18.9
000889	王府井	20%	34.00	0.978	1.2	1.5	34.8	28.3	22.7
000564	西安民生	20%	6.50	0.19	0.3	0.4	34.2	21.7	16.3

资料来源：wind、第一创业证券研究所



附：重点关注股票池

公司名称	股票代码	评级	股价(元)	股价变化(%)		总市值	流通市值				增长	市盈率(x)		
			2010-6-30	一月	YTD	(百万元)	(百万元)	09F	10F	11F	10F/09	09F	10F	11F
002251.sz	步步高	谨慎推荐	22.44	-0.4	9.6	6,067	1,852	0.65	0.82	0.73	26.2%	34.5	27.4	30.7
600327.sh	大厦股份	强烈推荐	8.98	-5.4	164.9	4,685	4,685	0.53	0.42	0.58	-20.8%	16.9	21.4	15.5
000026.sz	飞亚达A	强烈推荐	12.79	-2.4	166.5	2,443	1,017	0.28	0.43	0.71	53.6%	45.7	29.7	18.0
000987.sz	广州友谊	谨慎推荐	24.26	4.8	136.3	8,708	8,695	0.8	0.9	1.15	12.5%	30.3	27.0	21.1
600337.sh	美克股份	谨慎推荐	6.82	-21.8	68.7	3,482	2,741	0.1	0.2	0.25	100.0%	68.2	34.1	27.3
000759.sz	武汉中百	谨慎推荐	10.78	-5.9	31.1	7,341	7,335	0.39	0.4	0.5	2.6%	27.6	27.0	21.6
000417.sz	合肥百货	谨慎推荐	14.40	-1.2	122.0	6,908	6,871	0.37	0.51	0.63	37.8%	38.9	28.2	22.9
002024.sz	苏宁电器	谨慎推荐	11.40	5.1	43.9	79,757	53,738	0.64	0.56	0.71	-12.5%	17.8	20.4	16.1
000501.sz	鄂武商A	谨慎推荐	14.48	-5.3	192.7	7,345	7,344	0.47	0.61	0.72	29.8%	30.8	23.7	20.1
600858.sh	银座股份	强烈推荐	25.41	-5.7	55.8	7,342	5,938	0.5	0.82	1.09	64.0%	50.8	31.0	23.3
600693.sh	东百集团	谨慎推荐	10.14	1.4	53.8	3,480	2,846	0.36	0.4	0.5	11.1%	28.2	25.4	20.3
000715.sz	中兴商业	强烈推荐	12.03	-13.8	70.5	3,356	3,345	0.3	0.4	0.66	33.33%	40.1	30.1	18.2

资料来源：wind

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	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5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数5%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
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲九号金融街中心8层

TEL:010-63197789 FAX:010-63197777

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120