

商业零售行业

行业景气依旧，稳定增长仍将保持

——2010 年四季度零售行业投资策略

投资要点:

零售行业表现强于大盘，体现出防御性特征

自今年 1 月份以来，商业零售板块整体表现出了一定的防御性特征。从涨跌幅的情况来看，截至到目前零售板块的算术平均涨幅上涨了 12%，而同期的沪深 300 指数下跌了 12.11%，上证综合成份指数上涨了 0.21%。同时在各个行业板块中商业板块的表现也相对靠前。

四季度行业有望仍处景气通道中

四季度为行业的传统旺季，我们认为行业将仍处在一轮景气向好的趋势中：（1）社会消费能力呈现稳健增长态势，数据总体向好态势未改，预计全年名义增长水平在 19% 左右；（2）与市场拟合度较高的全国千家商业企业销售指标与百家重点大型零售企业指标保持较好增长；（3）消费者与行业企业家信心指数以及居民收入状况近期总体保持恢复态势；（4）各家零售企业中期业绩仍维持较快增长，部分企业第二季度业绩明显好于第一季度。预计今年全年我们重点关注的企业业绩增长有望超过 30%。

板块估值尚有吸引力，但溢价率已无优势

目前零售行业整体估值在 40 倍左右，相较过去 5 年行业平均 42 倍左右的市盈率仍具有吸引力，我们认为在预计行业业绩增长有望达到 30% 的前提下现阶段行业今年 30 倍左右的预测市盈率可以给出一定的安全边际。但就相对溢价率水平来看，行业现已超出行业近 5 年的平均水平，接近较高水平且相对优势已。

政策面有望继续深化，将助于行业继续向好

2010 年，中央决定进一步完善各项鼓励消费的政策措施，总体力度进一步加大，对消费品市场较快增长继续形成有力的支撑，年底前鼓励家电、汽车等商品消费的政策也将继续对带动消费品的较好增长发挥重要作用。同时，各地区商贸流通企业的做大做强也已开始步入实质阶段。

关注中长期下行业的自身特点与发展趋势

我们认为，我国零售行业的发展是一个长期过程。在现阶段消费升级与消费普及的背景下关注行业自身的现状与未来发展趋势是必要的。总体来看这些主要的行业与公司特征包括：（1）公司业态呈现出多元化发展态势；（2）新型细分市场蕴涵出成长空间；（3）消费下移趋势有所显现；（4）区域差异驱动行业发展；（5）企业向自营化回归；（6）企业扩张步伐进一步加快；（7）拥有自有物业成为重要标准；（8）国际商业资本逐步加压。

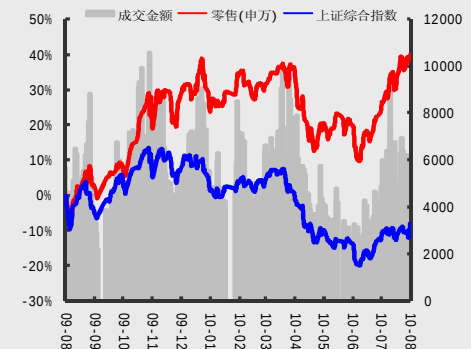
策略上以“业绩稳定+成长潜力大+故事题材预期”的思路不变

这里我们把商业零售行业的投资主线分为三种，即企业的实在业绩、未来成长潜力以及题材故事的概念。同时，在结合考虑到第四季度行业自身的发展特点以及我们对全年行业业绩整体较好的判断，维持之前我们对行业“强于大势”的投资评级。我们认为未来包括零售业在内的消费增长动力将主要来自于城镇化建设的推进、产业向中西部迁移、收入分配机制的改革等一系列因素。所推荐的公司包括新华百货、友谊股份、王府井、鄂武商 A、成商集团、友阿股份、中兴商业、广州友谊、苏宁电器。

行业评级 强于大势 （维持）

百货行业 （强于大势）
超市行业 （强于大势）
专业连锁行业 （强于大势）

行业表现 2010.09.20



评价周期 1 个月 6 个月 12 个月

绝对表现 (%)	13.57	6.37	55.97
相对表现 (%)	13.00	20.46	56.54

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
新华百货	推荐	1.11	1.31	1.55
王府井	推荐	0.98	1.21	1.50
中兴商业	推荐	0.33	0.41	0.65
鄂武商 A	推荐	0.47	0.62	0.76
成商集团	推荐	0.63	0.75	1.20
友阿股份	推荐	0.91	0.88	1.15
友谊股份	推荐	0.40	0.63	0.77
广州友谊	推荐	0.79	0.93	1.14
苏宁电器	推荐	0.64	0.77	0.95

资料来源：爱建证券研究部

侯佳林 左红英 S0820209120023
电话 021-32229888*3509
邮箱 houjialin@ajzq.com

相关报告

《行业步入正常增长，主题投资不可忽视》
2010.03.18
《行业确定增长，个股寻找成长》
2010.06.03

内容目录

一、中长期零售业值得关注.....	3
二、大半年来行业表现回顾.....	6
三、行业景气度向好依旧.....	8
n 社会消费能力继续保持增长.....	8
n 国内重点零售企业销售表现出良好的增长势头.....	11
n 消费者信心指数渐好和收入增长为行业发展提供动力.....	12
四、行业经济效益总体向好趋势未减.....	15
n 近期行业经济效益综述.....	15
n 细分子行业业绩整体表现不尽相同.....	16
五、板块估值尚有吸引力 但溢价优势消弭.....	19
六、政策面有望继续利好行业发展.....	21
七、关注行业现有特点与自身发展趋势.....	22
n 业态多元方向发展.....	22
n 新型细分市场蕴涵成长空间.....	22
n 消费下移趋势显现.....	23
n 区域差异驱动行业发展.....	24
n 企业加快扩张步伐.....	24
n 企业逐步向自营化回归.....	22
n 拥有自有物业成为重要标准.....	24
n 国际商业资本加压.....	25
八、行业主要风险.....	25
九、行业评级与投资策略.....	25
十、行业主要公司点评.....	27
附录：近年来有关行业的主要政策面动向.....	31

图目录

图 1 年初以来各行业涨跌幅情况	6
图 2 商业零售行业年初以来涨跌幅情况	6
图 3 行业与大盘涨跌幅总市值加权平均对比	7
图 4 行业与大盘涨跌幅算术平均对比	7
图 5 社会消费品零售总额的变化情况	8
图 6 主要商品类别零售额同比增长情况	9
图 7 全国千家核心商业企业情况	12
图 8 全国百家大型零售企业零售额变化情况	12
图 9 各业态不同时期销售变化情况	12
图 10 消费者信心指数变化情况	13
图 11 批零企业景气度变化情况	13
图 12 近期城镇居民收入与支出情况	13
图 13 近期农村居民收入与支出情况	14
图 14 城镇储户当期收入与未来收入调查情况	14
图 15 零售分行中期业收入和净利润增长对比	14
图 16 各子业态市盈率估值情况比较	19
图 17 行业市盈率与沪深 300 对比	19
图 18 各子业态市盈率估值情况比较	20
图 19 行业市净率与沪深 300 对比	20
图 20 商业零售板块估值溢价率变动（相对于沪深 300）	20
图 21 各板块 2010 年市盈率预测情况	21

表目录

表 1 涨幅前 5 位的上市公司	7
表 2 跌幅前 5 位的上市公司	7

表 3 中期零售分行业经营效益指标(亿元)	15
表 4 主要百货类企业近年中期主要财务指标	16
表 5 主要超市类企业近年中期主要财务指标	16
表 6 主要专业类企业近年中期主要财务指标	17
表 7 重点公司盈利预测情况	30
表 8 重点公司主要数值情况	30

一、中长期零售业值得关注

中国经济近些年的快速发展主要依赖以投资和出口为主的增长模式，消费所占比例较低。从 99 年开始最终消费支出贡献率逐步下降，一直到 07 年最终消费支出对国内生产总值的贡献率为 40.60%，首次超过投资和出口，拉动 GDP 增长达 5.3 个百分点。为了减弱我国经济对外的依存度，增强中国经济抵御海外经济风险的能力，国家制订了一系列调结构、促就业、增加居民收入等政策调控措施，以推动我国经济持续平稳增长。我们认为，伴随着这些调控措施的实施，我国经济增长中的消费占比将不断提高，未来消费行业将面临较好的历史发展期。

此外，再从经济不断向好、通胀预期的角度看，扩大内需的行业也无疑是受益较多、最受扶持的行业之一；而假如一旦出现经济过热、通胀加剧导致货币政策被迫提前收紧，流动性出现明显回落，则消费行业相比投资驱动型行业而言，也将是受影响相对较小的行业。总之，投资消费类行业总体上将是比较稳健的投资方式。

具体细看各大消费行业，未来一段时间内我们看好消费中的零售业。支持这一观点的主要理由如下：

- ü 从行业业绩来看,09年是零售企业业绩增速的低谷，低基数意味着高成长的可能，以业绩成长性的观点，该板块具有被看好的依据。
- ü 从长期发展趋势来看,作为主要消费群体的青壮年人口以及15-64岁的劳动力人口比例持续上升；城市人口随着城市化进程的加快，其比重也在逐渐上升；居民收入方面，城镇居民的每人年均可支配收入近十年间增长了两倍，农村居民家庭人均年纯收入也增长了1.2倍。
- ü 从消费的增长空间来看，目前中国个人消费占GDP的比重仅为35%，远低于美国、欧盟的70%和58%，甚至比印度和巴西的55%和51%也有一定差距。因此，未来在调结构的前提下消费还有较大的增长空间。
- ü 从政策面来看，国家有关部门就围绕促进“扩大农村、城市、信用、换代以及节庆”为主题的5大消费领域的政策措施将继续延续与推进，同时在加快收入分配机制改革和再分配调节方面预计也将有新的举措。

二、大半年以来行业表现回顾

自今年1月份以来，商业零售板块整体表现出了一定的防御能力。从涨跌幅的情况来看，截至到目前零售板块的算术平均涨幅是上涨了12%，而同期的沪深300指数下跌了12.11%，上证综合成份指数下跌了0.21%。同时行业在各个板块中的表现也较为靠前。

具体单个月份的收盘价高低变化来看，1-8月份零售板块的整体表现均要优于沪深300的表现，体现出了较强的稳定性。其中，涨幅靠前的企业中以百货为主导的板块整体表现较为突出，算术平均涨幅为17.71%。我们看到在涨幅靠前的5家公司中就有4家是百货类零售商，

在市销率方面，零售业销售规模的优势凸显了市销率指标的一贯优异，然而净利率总体仍稍显逊色，所以整体上零售业个股还是享有相对大盘的估值溢价，对应的市盈率及市净率要高于行业整体及大盘的水平。2年和5年的贝塔指标也均低于同期沪深300的表现，反应出零售业相对弱周期的风险特征，这也为资产配置被动投资等提供了弱化波动的较长期选择。

图 1 年初以来各行业涨跌幅情况

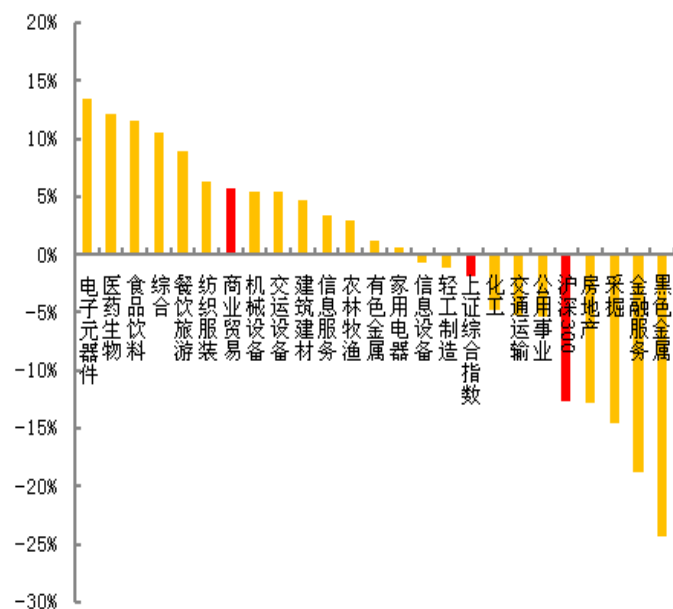
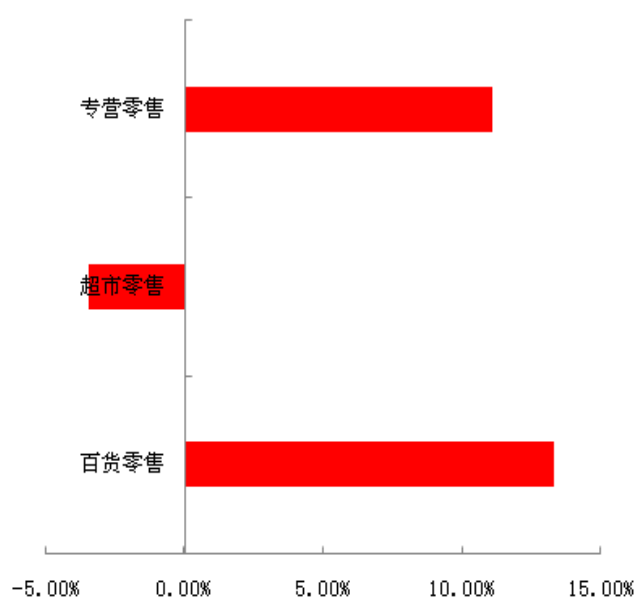


图 2 商业零售行业年初以来涨跌幅情况



数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

图3 行业与大盘涨跌幅总市值加权平均对比

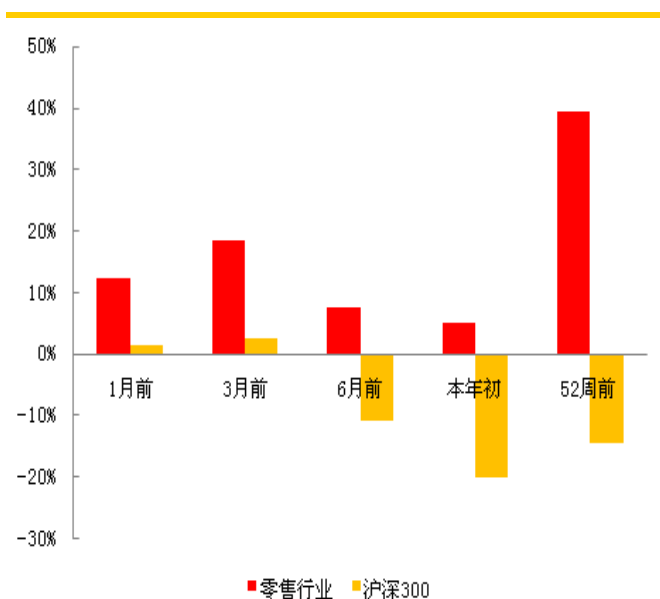
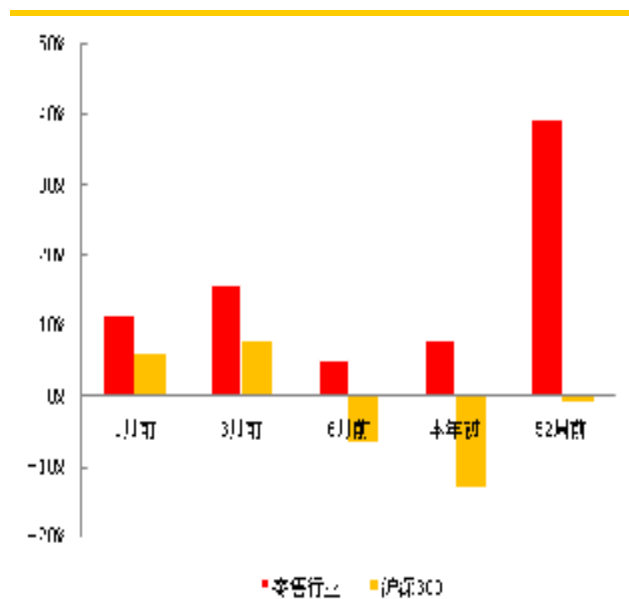


图4 行业与大盘涨跌幅算术平均对比



数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

表1 涨幅前5位的上市公司

证券代码	证券简称	1-8 月份区间涨跌幅情况
600778	友好集团	86.82%
600828	成商集团	58.60%
000419	通程控股	53.93%
002345	潮宏基	53.03%
600785	新华百货	52.74%

数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

表2 跌幅前5位的上市公司

证券代码	证券简称	1-8 月份区间涨跌幅情况
600631	百联股份	-23.42%
600122	宏图高科	-19.65%
002336	人人乐	-16.49%
600679	大连友谊	-15.74%
600882	华联股份	-13.98%

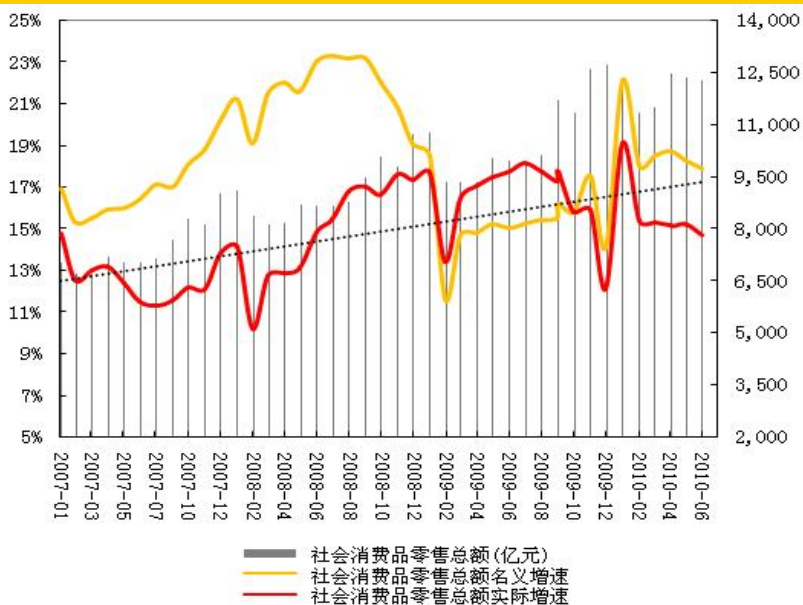
数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

三、行业景气度向好依旧

n 社会消费能力继续保持增长

09年我国消费市场受到了国际金融危机的严峻挑战，各项消费类数据呈现出不同程度的下滑态势，作为消费类中相对需求较为刚性的零售也未能幸免。然而值得注意的是社会消费品零售总额从去年2月份达到阶段性低点之后，便一直以来呈现增长态势。今年1-7月份，社会消费品零售总额累计为84922亿元，同比增长18.20%，比上年同期加快3.2个百分点，比一季度加快0.3个百分点。其中，分别受益于节日与假日消费的2月与5月的社销同比增速加快幅度最为明显，达到了10.5、3.5个百分点。不过，由于最近2个月份的环比增速下降，同时再扣除商品零售价格波动后，实际增速我们看到现已开始走低，这也体现出在通胀预期下行业要呈现出较好的上升势头同样还需要消费市场的进一步繁荣做保证。我们预计今年全年社会消费品零售总额名义增长速度在19%左右。

图 5 社会消费品零售总额的变化情况

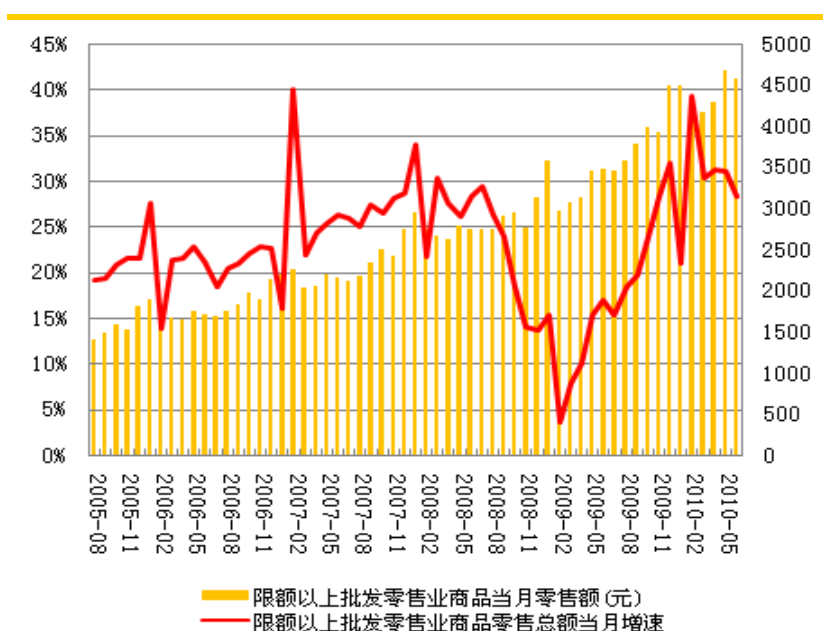


数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

从限额以上批发零售业的情况看，1-7月累计实现零售总额31004.70亿元，同比增长33.85%，比1-4月份累计增速提升80.59%。其中，7月份限额以上批发零售业实现零售总额4551.50亿元，同比增长31.79%，比前几个月的高增长有所下降，不过限额以上的增幅总体仍是保持了良好势头。在“吃、住、行”几个方面，家具、家用电器、建材类消费依旧较好，近期分别同比增长35.90%、25.60%、

28.20%，好于零售行业整体增长水平，而房地产和汽车类也继续领先行业平均水平，不过，7月份的汽车销售虽然同比增长27.60%，但环比增速有所下滑；同时与其相关的石油及其制品销售在前期油价上涨时的增速较快，目前也有所下滑。此外，消费升级的趋势得到了一定程度的延续，奢侈品如金银珠宝类依然表现稳定，销售额同比增长44.20%；而通讯器材类商品则有所波动增速出现了下滑。

图 6 限额以上批零业零售额增长情况



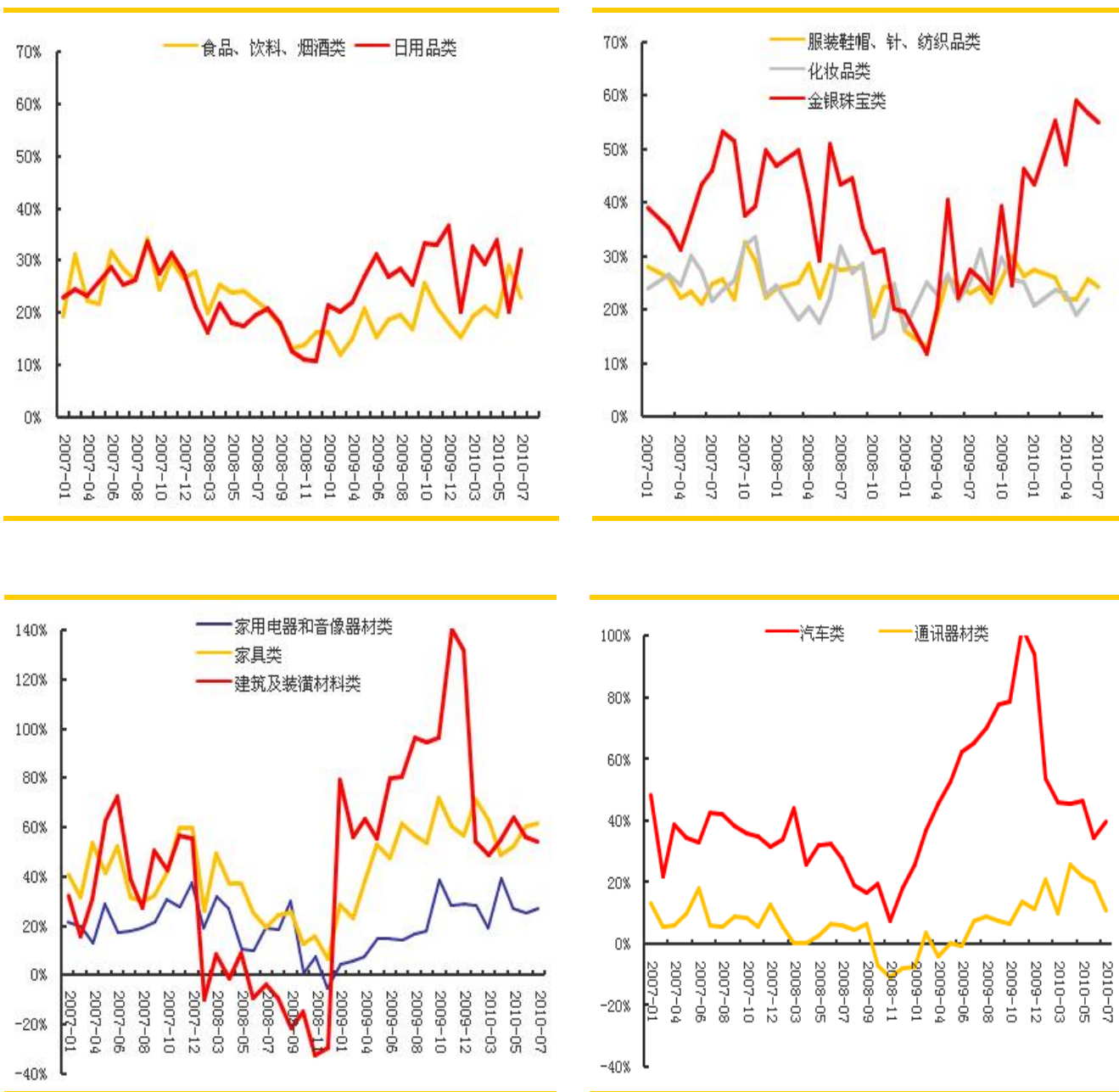
数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

从与各零售业态相关的商品销售看，超市相关的食品饮料、日用品零售额月总体累计增速以及环比增幅并不大，7月份同比增速分别为22.73%和32.12%，但仍是09年以来的次高水平。百货相关的服装、化妆品、金银珠宝7月份零售额同比增速分别为24.20%、19.13%和54.91%，零售额环比增速比前几个月份略有回落。不过，通过分析这三类商品的长期增长趋势，我们发现百货业态主要售卖的服装和化妆品类别增长稳定性更强，金银珠宝类商品增速变化较大弹性足，近期在通胀预期、保值增值需求增加、金价上涨的情况下，该类商品零售额同比增速自09年底开始提升较快。家用电器零售额7月份同比增长26.99%，虽较4月份的前期高点有所回落，但仍保持了自去年伊始起的较好增长趋势。

我们认为总体来看国内消费目前仍在景气上升的通道中，由于去年同期的消费增速处于低位，低基数及物价指数助推等因素也使得消费名义增速前期总

体保持了良好增长态势。不过，我们判断今年后期消费增速将稳中略或逐步趋向平稳，尤其是从具体的商品分类进行比较。

组图 7-11 主要商品类别零售额同比增长情况



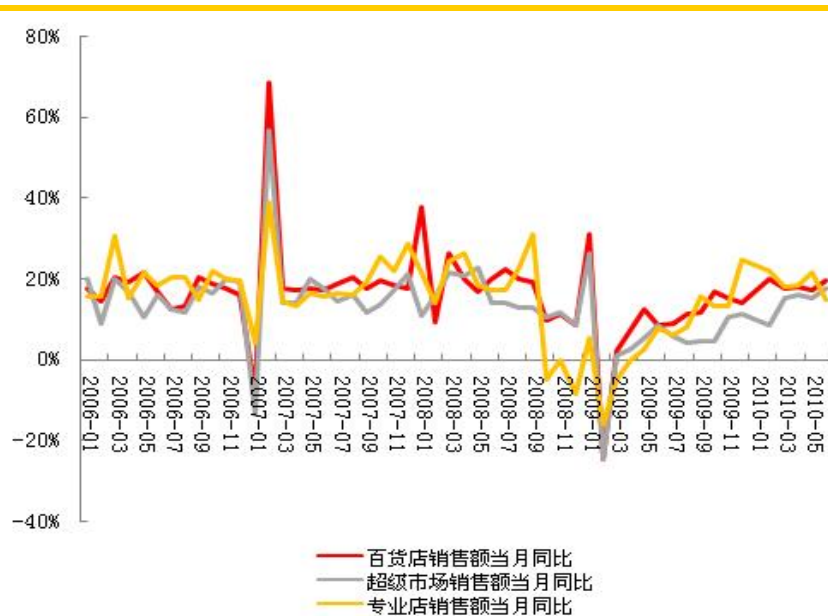
数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

由于经营商品品类的差别，在行业景气回升的前提下各业态表现也有所不同。从近期重点零售企业不同业态的销售额同比增长率来看，增速从大到小依次是：百货店、专业店、大型综合超市、仓储式商场。按增速幅度从大到小依

次是专业店、百货店、超级市场、大型综合超市、专卖店。

此外，单就业内主要三大业态来看，虽然7月份超市增长有所上升而专业店的销售出现了下滑，但百货和专业店的销售整体情况仍要好于超市。如下一部分中我们也可以看出百货和专业店的销售情况总体更好。

图12 各业态不同时期销售增长情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

n 国内零售企业整体销售表现良好

全国千家与百家零售企业的指标向来与市场的贴近度较高。根据商务部监测的重点商业企业的销售情况，截止到目前为止，千家核心商业企业零售指数与上月持平，维持在 16.6 的水平，仍是除今年 2 月份该指数因为春节因素推动达到 17.60 外，08 年 10 月以来的最高值。而百家重点大型零售企业的销售情况也是较为良好，今年前两个季度的销售增速分别为 23.90% 和 22.40%，上半年 1-7 月份的累计增速达到了 22.50%，增速同比上升 11 个百分点，其中 5-7 月增速分别为 17%、29.20% 和 17.60%。通过这两项指标表明零售市场已全面恢复到金融危机前的正常水平，正进入增长的阶段。在下半年的后期我们认为消费者信心如能继续走好重点企业销售数据继续向好仍是大概率事件。

图 13 全国千家核心商业企业指数变化情况

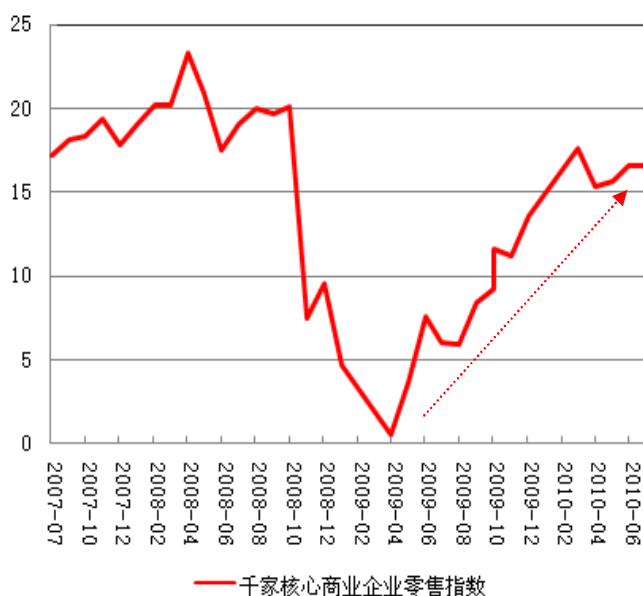
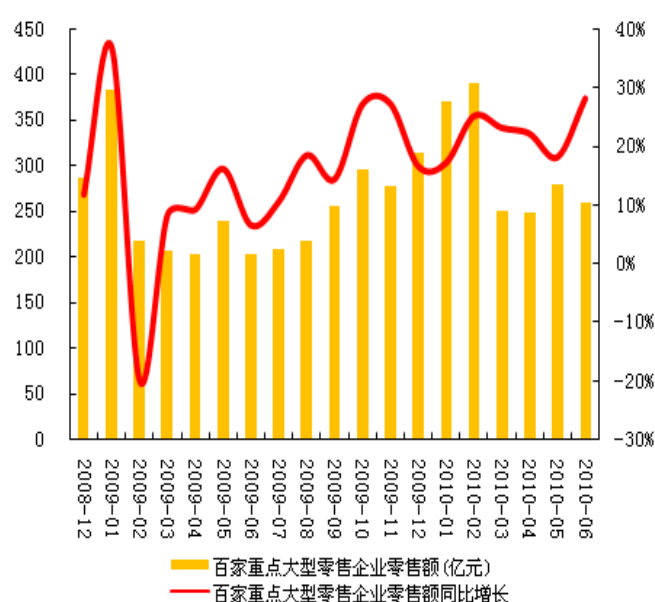


图 14 全国百家大型零售企业零售额变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

n 消费者信心指数向好和收入增长为行业发展提供动力

消费者信心指数与居民收入情况向来也是判断行业趋势的两项重要指标。从近期的消费者信心指数来看，消费者信心指数在今年3月份由2月份的104.2大幅提升至107.9，恢复到了危机前水平。同时，4-7月份这一指数也仍然保持了较高的回升水平。其中，6月份的消费者信心指数达到了108.9的高点，这也是前期指标下滑来的新高，反映出人们消费信心的不断走强。而从消费者信心指数两大组成部分来看，消费者预期指数已经扭转了前期低于消费者满意指数的局面。我们看到，5-7月份消费者预期指数分别为108.20、108.90、108.60。相对应的消费者满意指数分别为107.70、107.80、106.40。这一数据现象也表明了消费者对消费前景的乐观态度。

此外，作为同样也是衡量商业零售行业景气度的先行指标，批零行业企业家信心指数自08年底起便呈现出一波上升趋势，即使在去年第一季度消费者信心指数出现较大幅度下滑的时期，企业家信心指数却依然呈回升态势。这表现出的是批零企业企业家们对行业未来继续向好的坚定信心。尽管目前这一季度指数与消费者信心出现了一些偏离，但总体向好趋势未改变，仍处于04年以来的正常波动范围中。

图 15 消费者信心指数变化情况

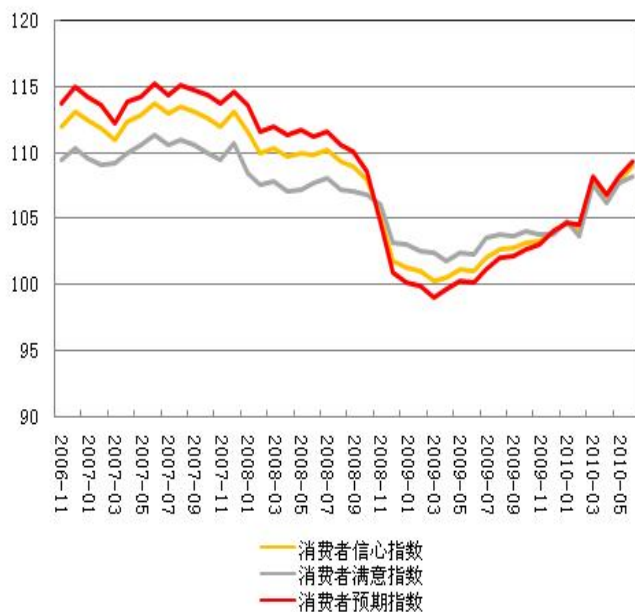
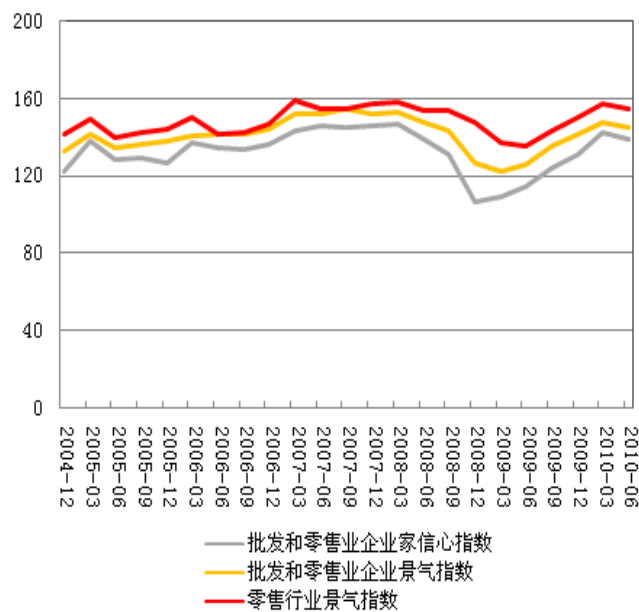


图 16 批零企业景气度变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

除了人们对宏观经济保持增长的信心外，消费信心的回升同样离不开居民收入的增长。近年来，我国城镇人均可支配收入及农村居民人均现金收入保持持续增长，且消费性支出也呈同步态势，不过实际累计增长城镇仍是明显快于农村水平。再具体细分来看目前城镇居民的人均收入仍是农村居民的3倍左右，未来农村消费市场的全面启动必将为行业注入新的发展动力。从行业发展的角度看，目前多数零售商选择了在自身具有比较优势的区域内做大做强，然后在巩固城市主商圈的基础上，逐步拓展至城乡结合部及副商圈，甚至深入到二、三线城市，农村居民收入水平的提高将在很大程度上促进行业的持续发展。同时，现阶段我国正在考虑的收入倍增计划从长远来看也将在一定程度上为解决收入与支出问题提供支持。

图17 近期城镇居民收入与支出情况

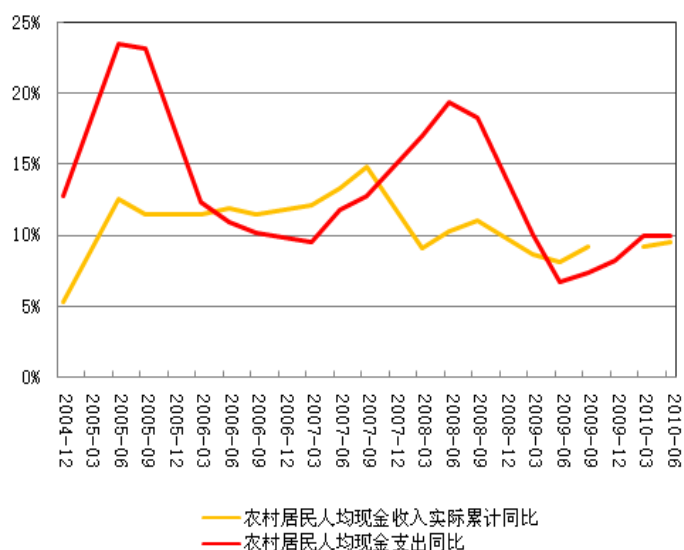
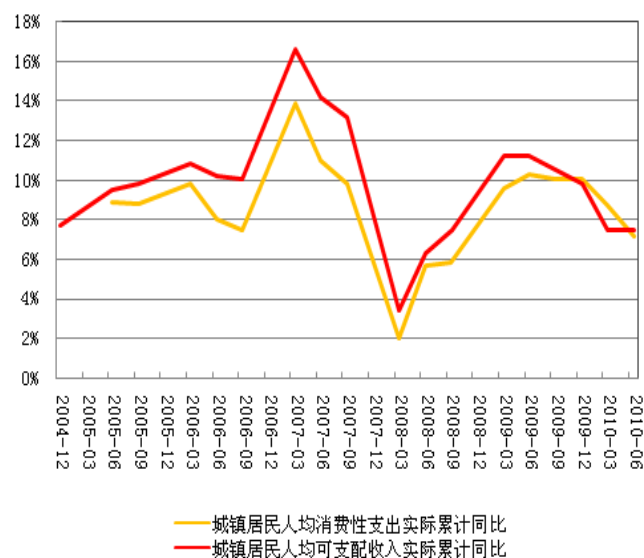


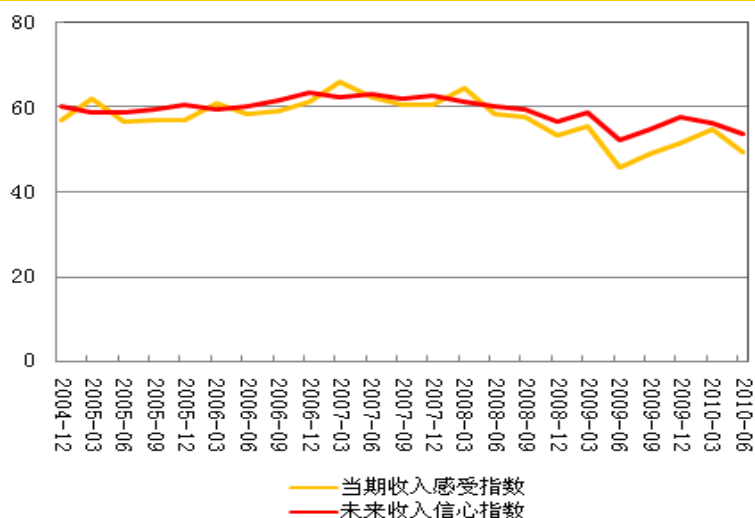
图18 近期农村居民收入与支出情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

在居民收入出现增长的情况下，决定短期内消费动力的重要因素除了现阶段的消费信心外，还有对未来的收入的预期和信心。根据全国城镇储户问卷调查显示，去年2季度，当期收入感受和未来收入信心指数分别为45.90和52.10，达到了历史低点。不过，从去年3季度已开始回升，目前这两个指数分别在49.50和53.60，我们认为总体趋势仍在一个波动的回升通道中，但仍需后一季度的数据才能有效确认。

图19 城镇储户当期收入与未来收入调查情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

三. 行业经济效益总体向好趋势不减

n 近期行业经济效益综述

2010年以来,我们统计的3个子行业中71家相关零售类上市公司共实现营业收入1964.64亿元,净利润80.53亿元,分别同比增长23.81%和34.54%。

统计的3个细分行业中,营业收入和净利润规模最大的是百货零售业,其次才是专营与超市。应该说从整体看在这一行业中百货业态仍占据主导的业务模式,同时相关的上市企业数量也是最多的,目前在行业前十大总市值排名中占有半壁江山。

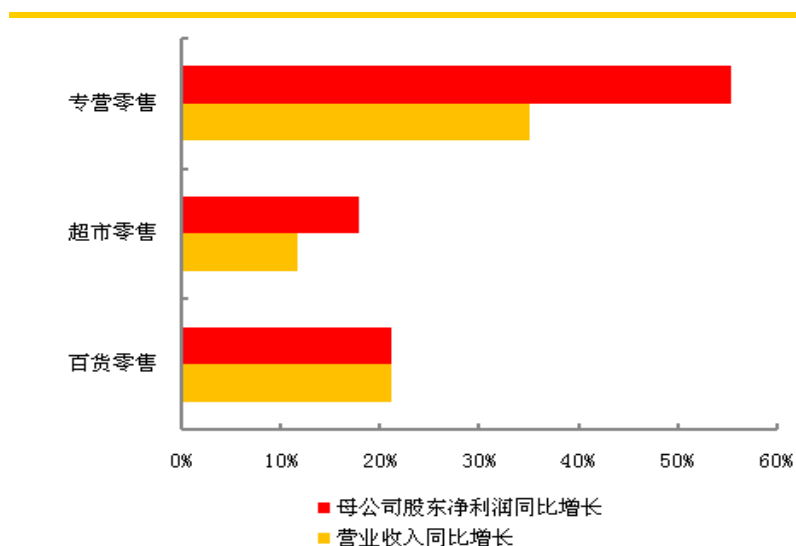
回顾3个细分行业的成长性,表现最好的则是专营零售,收入同比增长35.09%,净利润同比增长55.37%,其次是百货零售与超市零售。我们认为近几年来零售连锁业态获得了较快的发展,更多的连锁企业开始注重渠道扩张与管理效益之间的平衡使得该业态的成长性得以体现。

表 3 今年中期零售分行业经营效益指标(亿元)

行业分类	营业收入	营业成本	销售费用	管理费用	财务费用	利润总额	净利润	母公司股东的净利润
百货零售	838.59	670.48	58.45	53.40	6.47	45.61	33.96	30.76
超市零售	395.30	313.76	54.48	11.82	-0.53	14.44	10.88	7.87
专营零售	730.76	617.31	49.18	16.09	2.95	45.09	35.69	33.60
零售行业	1964.64	1601.55	162.11	81.31	8.90	105.14	80.53	72.23

数据来源: WIND, 爱建证券研究部整理

图 20 零售分行业中期收入和净利润增长对比



数据来源: WIND, 爱建证券研究部整理

n 细分子行业业绩整体表现不尽相同

从中报数据统计看，我们重点关注的 30 家百货类零售企业，今年中期收入增速比 09 年同期提升了 12.67 个百分点至 21.80%，归属于母公司的净利润增长虽下降至 23.78%，但扣非后归属于母公司的净利润增速则大幅提升了 59.02%。不过，值得注意的是行业中个股业绩增速并不平均，最高值与最低值之间的差距仍有 7-8 倍。我们认为，今年上半年公司净利润增速落后于收入增速，而扣非后的增速又明显提升的主要原因一是源于毛利率基本维持稳定在 20% 左右，中期毛利率为 20.98%，仅比 09 年上升了 0.47 个百分点；二是虽然期间费用没有大幅增加而是略有下降 0.20 个百分点至 14.13%，但由于期间销售成本有所提升致使净利率并未有上升。目前百货行业整体呈现的特征是期间费用率有所下降，毛利率与净利率基本保持稳定。

从统计指标看，收入增速排在前列的是华联股份、通程控股、银座股份、鄂武商 A、友阿股份；扣非后归属于母公司的净利润增速排在前列的是汉商集团、通程控股、兰州民百、南京中商、大商股份。毛利率增幅较大的是华联股份、新世界、汉商集团、百联股份、南京新百；费用率控制最有效的是华联股份、汉商集团、西单商场、南京中商、西安民生；净利润率提升幅度最大的是开元控股、汉商集团、通程控股、兰州民百、百联股份。

表 4 百货类企业近年中期的主要财务指标

	营业收入同比增长率(%)			归属于母公司净利润同比增长率(%)			扣非后母公司净利润增长率(%)		
	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1
合肥百货	30.57	13.41	20.35	26.15	70.79	44.66	59.79	12.82	79.27
通程控股	21.99	21.16	47.02	17.90	45.21	73.84	165.54	-46.12	411.08
鄂武商A	27.17	15.89	35.80	41.06	48.76	27.07	43.37	13.67	66.58
开元控股	7.23	14.63	5.93	-13.80	36.53	163.52	31.78	49.45	42.44
西安民生	20.49	12.46	9.09	-16.03	90.97	-6.78	-13.55	87.11	13.56
中兴商业	2.88	3.83	5.27	-23.40	26.82	1.40	-23.91	27.52	0.64
武汉中商	16.46	5.87	8.60	70.48	47.87	23.06	74.75	33.22	54.82
华联股份	-73.24	1.43	65.09	40.10	289.10	-78.31	13.65	81.40	-47.62
广州友谊	21.47	6.35	21.75	44.29	8.86	21.71	45.87	7.24	21.64
广百股份	20.46	12.15	26.82	26.86	-12.50	2.00	25.11	-13.56	-1.92
友阿股份	-	21.67	30.01	-	28.14	47.66	-	28.11	47.80
南京中商	20.23	-3.67	14.80	-0.58	-61.93	-4.74	-50.86	-51.87	109.67
大厦股份	20.93	32.01	12.58	38.75	26.03	33.04	72.51	27.58	33.40
新世界	37.20	3.34	7.40	26.84	10.99	5.71	22.16	15.77	3.32
百联股份	15.41	9.41	21.41	15.62	1.76	48.56	16.17	-1.59	44.94
豫园商城	58.35	3.51	26.09	13.29	29.41	28.13	-16.48	55.90	50.91
南京新百	-1.40	-14.03	11.65	28.17	-25.75	18.68	20.09	-21.27	16.02
东百集团	30.06	8.55	25.46	104.45	-8.11	6.33	103.75	-5.23	29.14
欧亚集团	53.14	10.01	27.98	48.80	6.57	10.18	49.73	5.79	10.52
重庆百货	18.53	9.26	19.90	83.23	-23.07	29.40	81.53	-23.37	30.05
兰州民百	15.12	16.69	20.02	843.13	-23.48	51.58	91.71	-31.41	130.07
汉商集团	11.65	-2.40	24.96	-47.29	-35.86	108.67	38.57	107.85	763.73

新华百货	6.63	10.65	27.21	23.02	48.54	25.82	8.84	51.53	25.49
杭州解百	23.03	-1.82	11.42	42.51	-3.60	4.40	32.38	1.51	2.47
成商集团	-3.50	19.66	2.00	74.31	39.04	-1.87	184.07	-5.10	27.76
银座股份	32.97	23.89	39.23	19.10	1.34	-27.69	38.13	10.84	-27.18
王府井	20.45	2.85	27.90	68.34	4.44	17.23	82.19	-12.70	37.39
大商股份	30.26	4.30	17.12	-13.81	-73.31	13.86	39.68	-83.41	95.17
西单商场	10.74	3.86	19.51	-73.46	676.08	2.60	-16.57	42.25	5.36
平均	17.69	9.13	21.80	53.86	43.78	23.78	43.57	12.57	71.59
	销售毛利率			销售净利率			期间费用率		
	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1
合肥百货	15.80	17.82	17.25	2.92	3.87	4.22	10.79	12.50	10.97
通程控股	22.82	22.16	22.54	2.83	2.64	3.01	18.43	19.77	17.25
鄂武商A	19.60	19.22	19.59	4.45	4.73	4.25	13.27	14.09	12.76
开元控股	16.10	15.32	19.07	3.20	3.70	7.78	10.80	8.84	11.90
西安民生	19.60	21.82	21.89	2.30	3.91	2.48	15.68	15.29	17.80
中兴商业	19.43	18.50	18.49	2.69	3.29	3.17	15.36	13.68	13.85
武汉中商	17.93	17.67	18.90	1.52	2.37	2.90	15.05	14.25	14.56
华联股份	25.55	23.12	36.27	12.99	49.81	6.54	25.24	21.90	30.66
广州友谊	24.61	23.83	23.06	10.05	10.26	10.25	10.60	9.17	8.07
广百股份	22.34	20.67	20.10	5.74	4.46	3.39	13.52	13.65	14.71
友阿股份	-	20.35	19.63	-	7.63	8.75	-	9.12	7.00
南京中商	18.59	18.48	20.35	0.75	0.41	0.32	15.70	16.20	18.12
大厦股份	14.53	13.69	14.53	4.15	4.16	5.00	8.63	7.87	7.34
新世界	30.38	27.63	29.29	7.55	8.01	7.91	19.20	15.71	17.61
百联股份	27.50	26.21	25.21	5.19	5.06	6.07	19.55	18.53	17.08
豫园商城	14.18	14.05	15.43	5.94	7.05	7.30	9.24	8.33	8.10
南京新百	25.63	25.90	24.13	8.06	6.96	7.40	18.00	16.90	13.29
东百集团	23.74	23.00	22.66	7.78	6.59	5.58	13.71	13.06	12.05
大商股份	19.07	20.33	19.73	2.48	0.79	0.76	14.40	17.53	16.66
欧亚集团	14.43	14.66	13.27	3.49	3.47	2.95	9.24	9.52	8.84
重庆百货	15.74	15.44	14.67	3.24	2.28	2.46	11.29	12.10	11.11
兰州民百	24.61	22.18	21.39	6.23	4.09	5.16	21.36	15.87	12.28
汉商集团	30.22	31.97	28.84	-1.17	-0.98	-0.43	29.72	30.19	25.71
新华百货	17.12	19.05	19.86	5.10	6.85	6.78	10.24	9.96	10.29
杭州解百	19.38	19.85	21.09	5.92	5.60	5.33	10.94	11.31	13.25
成商集团	23.13	21.09	22.69	7.04	8.23	7.88	14.68	14.03	13.08
银座股份	18.41	18.34	17.84	4.16	3.33	2.08	12.87	13.27	14.43
王府井	19.38	19.68	18.55	4.30	4.43	4.18	12.84	13.78	12.09
西单商场	22.49	22.62	22.22	0.41	2.14	1.92	20.70	19.23	18.89
平均	20.80	20.51	20.98	4.62	6.04	4.67	15.04	14.33	14.13

数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

受上半年物价开始上升的影响，超市行业的经营情况相较之前有所改善。5家主要超市公司上半年的收入同比增长为17.61%，增速好于去年同期水平。由于超市公司可比门店增速、综合毛利率与食品CPI有较为明显的正相关性，CPI同比基数，零售物价、特别是食品类物价出现上升，对超市企业的毛利率产生了正面的影响，部分超市的同店增长明显提高。09年超市公司的毛利率普遍降低，而到了今年上半年毛利有所回升至19.80%。不过由于费用率上升了0.74个百分点，因此净利率也呈现了下降的趋势，下降0.16个百分点至2.24%。超市行

业整体呈现出毛利率与费用率微升、净利率有所下降的情况，总体情况仍不如百货行业。

表5 超市类企业近年中期主要财务指标

	营业收入同比增长率(%)			归属于母公司净利润同比增长率(%)			扣非后母公司净利润增长率(%)		
	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1
武汉中百	24.49	10.47	20.32	54.29	18.95	30.16	51.50	9.43	22.92
步步高	33.51	8.08	14.61	52.79	4.25	0.99	-	3.49	0.30
新华都	49.95	30.92	39.46	-16.98	-7.37	14.51	-	-13.41	23.94
华联综超	19.46	8.44	8.69	19.22	-46.88	1.22	17.96	-45.43	1.13
友谊股份	16.04	1.90	4.97	-17.89	19.14	19.66	49.21	-6.30	51.38
平均	28.69	11.96	17.61	18.28	-2.38	13.31	39.55	-10.44	19.93
	销售净利率			销售毛利率			销售期间费用率		
	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1
武汉中百	1.80	1.94	2.10	17.84	17.53	18.44	14.73	14.36	15.26
步步高	3.70	3.58	3.15	19.01	19.42	20.68	14.20	14.11	15.85
新华都	3.87	2.70	1.95	19.04	18.45	19.34	13.76	14.82	16.37
华联综超	2.33	1.14	1.06	20.00	20.49	19.54	16.41	18.04	17.44
友谊股份	2.31	2.66	2.92	20.16	20.55	21.01	17.42	17.36	17.47
平均	2.80	2.40	2.24	19.21	19.29	19.80	15.30	15.74	16.48

数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

3 家家电及IT 连锁公司今年中期的表现随着部分商品的热销而变好。以手机分销为主的天音控股收入增速为50.49%、扣除非经常性损益后的净利润增速为365.10%。3C 数码销售为主的宏图高科收入也出现回升、在费用率下降的同时公司净利润也大幅增长。苏宁今年中期收入增速明显好于去年，同比增长达31.90%，再加上公司一如既往的费用控制能力，净利润增速要大于收入增速。

表6 近年中期主要专业类企业财务指标

	营业收入同比增长率(%)			归属于母公司净利润同比增长率(%)			扣非后母公司净利润增长率(%)		
	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1
天音控股	12.17	-16.03	50.49	-28.22	-39.23	337.54	-21.10	-42.97	365.10
苏宁电器	37.57	5.46	31.90	70.36	14.89	56.03	91.04	14.06	57.55
宏图高科	79.16	-17.67	6.93	50.87	-22.14	72.72	153.06	-34.05	110.03
平均	42.97	-9.41	29.78	31.00	-15.49	155.43	74.33	-20.99	177.56
	销售净利率			销售毛利率			销售期间费用率		
	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1	2008H1	2009H1	2010H1
天音控股	1.02	0.79	2.22	9.04	9.68	12.88	7.47	8.34	7.03
苏宁电器	4.42	4.80	5.61	15.82	16.98	17.06	9.52	10.21	9.37
宏图高科	1.46	0.88	1.39	7.24	8.25	8.18	5.28	6.91	6.37
平均	2.30	2.16	3.07	10.70	11.64	12.71	7.42	8.49	7.59

数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

从季度统计数据看，行业整体营业收入同比增长26.56%，归属于上市公司

股东净利润同比增长32.54%，相比今年一季度营业收入25.71%的增速以及净利润同比增长41.85%的增幅，仍是处于单季同比增幅回升的通道中。不过，自进入2010年以来行业单季度环比收入与净利润的增幅都有所下滑。我们认为单季度同比增长这一趋势依然与整个零售行业自从去年三季度起步入复苏周期有关，而由于行业出现景气回升，就环比业绩而言今后每季业绩维持较高增速的难度再加大。预计行业业绩同比增长的势头有望延续，但随着同期低基数效应的下降，今年3、4季度的同比增速将有所减缓。

四．板块估值尚有吸引力，但溢价优势消弭

今年伊始商业零售板块的估值一直处在40倍以上的区间，但自从4月15日房地产政策出台后，零售行业也跟随大盘，从4月26日开始一路向下之后随着对政策面的逐步消化估值又有所提升。截止到目前，我们按TTM/整体法/剔除负值规则，测得的商业零售板块的市盈率为40倍，低于近5年以来的42倍的历史均值。不过，行业的市销率与市盈率指标现已超过了近5年来的平均水平显示出近期相关企业股价的良好表现。

在细分行业上，百货板块的整体市盈率仍相对较高，而超市板块以及专营板块则相对较低。我们认为，百货板块整体估值相对较高的主要原因一方面是由于百货公司业绩普遍增长较快，该业态未来5-10年的发展前景仍被广泛看好；另一方面也有新股发行所带来的高溢价推高了板块估值的因素。

图21 各子行业市盈率与沪深300对比



图22 行业市盈率与沪深300对比

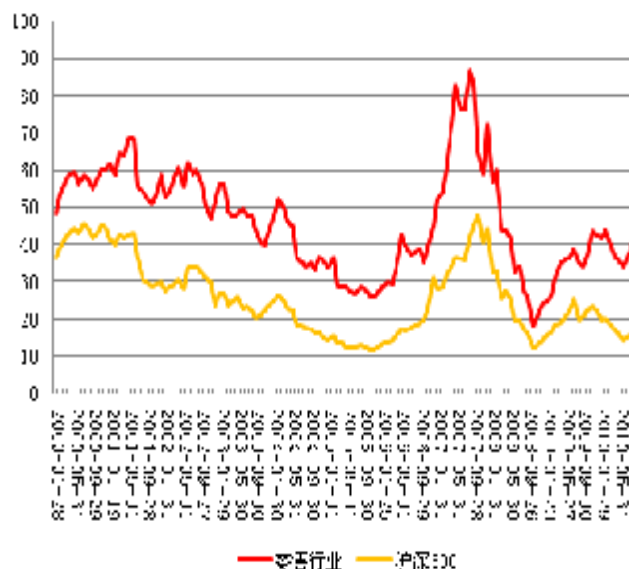


图 23 各子行业市净率与沪深 300 对比

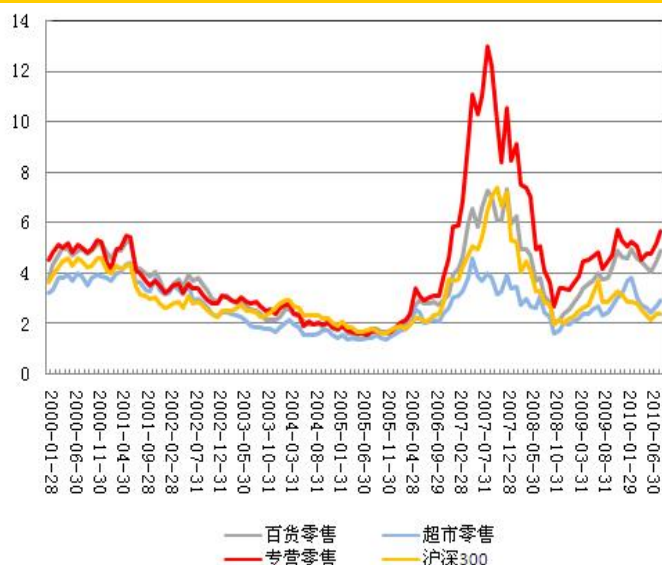
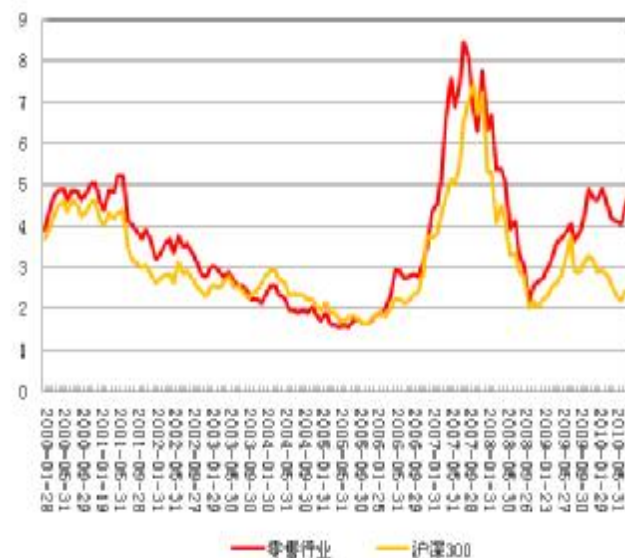


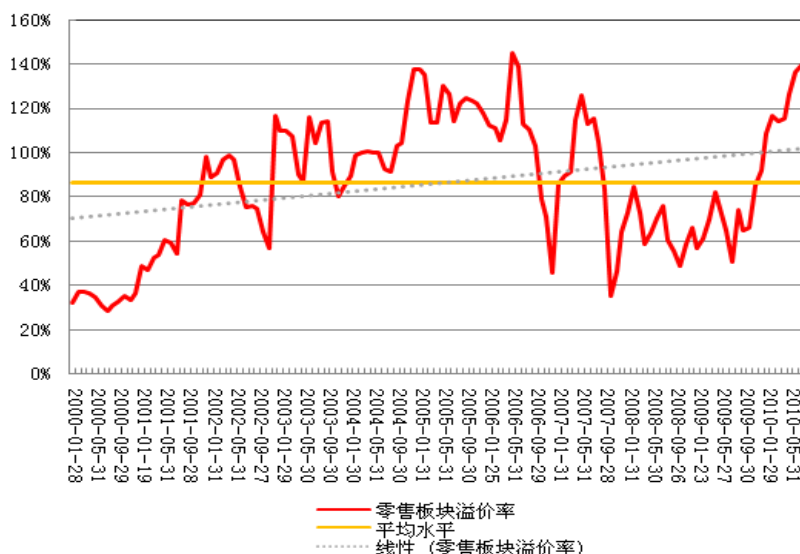
图 24 行业市净率与沪深 300 对比



数据来源；WIND，爱建证券研究部整理

从估值溢价率的变动来看，目前商业零售板块相对于大盘已不具有估值优势。截至到目前，行业板块相对于沪深300指数的估值溢价已超120%，高于2005年1月7日以来89%的历史均值。我们认为由于前期市场的深度调整与近一阶段的反复，再加上“大消费”概念逐渐成为热点之一后商业零售板块因其较好的防御性和弱周期的特征，致使其溢价率水平明显上升。

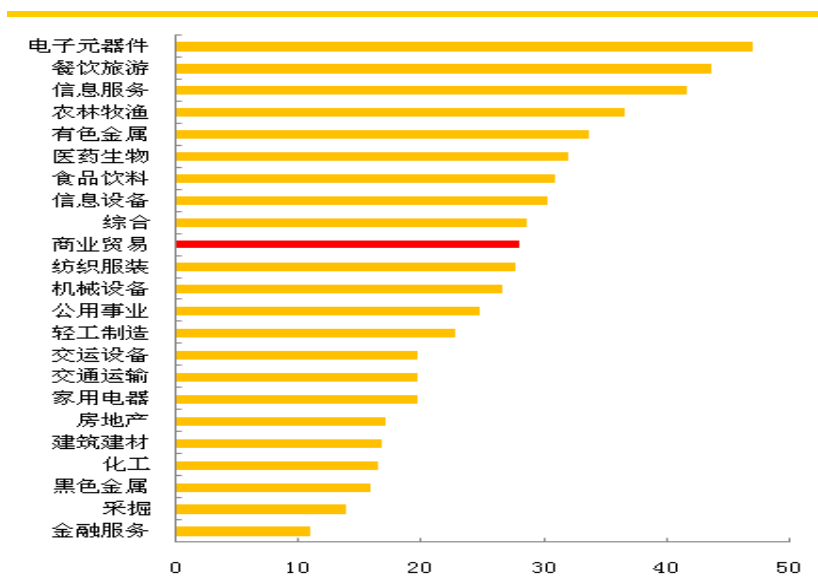
图 25 商业板块估值溢价率变动（相对于沪深 300）



数据来源；WIND，爱建证券研究部整理

再从2010年申万各板块行业的估值来看，截至到目前，申万商业板块2010年预测市盈率为31倍，在全部行业中总体位居中列。这样一个估值水平对应预计全年行业整体利润增长30%左右的水平具有一定的安全边际。

图26 各板块2010年市盈率预测情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

五、政策面有望继续利好行业发展

现阶段在国家大力支持调结构、扩内需的背景下，政策面的大力支持仍然是行业继续向好的重要推动因素之一。我们总结了近一两年来与行业相关的消费刺激政策，可以发现这些政策（见附件）主要是围绕如何扩大城市与农村以及假日、节日消费、如何鼓励与支持商贸流通企业做大做强、如何实现人民有钱消费等几方面来展开的。同时，未来我们预计除了在宏观层面调整居民收入、降低税赋、加大三农支出力度等一系列措施外，政府在行业层面的激励政策还可能包括：

- ü 支持大型流通企业跨区域兼并重组。进一步加快国有大型流通企业集团以及一批地方企业做大做强。
- ü 帮助中小商贸企业解决融资难问题。鼓励大型零售企业向消费者直接开展信用销售。
- ü 建设家政服务网络体系，进一步扩大城市消费。这里包括计划 2010 年建成 287 家政服务网络中心，在全国范围内形成 3 亿多名为城乡居民服务的家政服务网络，拉动家政服务消费。

- ü 打破地区封锁，确保商品自由流通。通过规范零售企业经营行为，加快制定零售商供应商公平交易管理法规，以及引导零售企业规范促销行为。
- ü 大力促进假日、节日和会展消费，促进银行卡使用，调整信用卡、消费卡的费率。
- ü 继续推进汽车、家电“以旧换新”业务。根据商务部的数据，自去年8月份以来，9个试点省份共销售新家电929万台，达销售额364.5亿元。2010年一季度，以旧换新的销售量、销售额较去年四季度相比分别增长60.9%与61.6%。
- ü 开展内外贸对接工作，扩大国内消费。通过组织国内采购商参加国内展会、外贸商品展销会、中小商贸企业联合采购出口产品等方式，扩大出口商品在国内的销售。
- ü 进一步实施工商业水电同价。我们预测如果真正实施工商业水电同价的政策，则商业企业的水电费支出有望下调在20%左右，照此计算仅工商水电同价这一点便可提升商业企业净利率在0.28个百分点左右。
- ü 进一步实施减税方案。继去年为促进出口、刺激投资出台了多项结构性减税政策之后，我们预计今年包括个税、部分商品消费税改革在内的一系列政策方案将加快制定与出台，有关各方也将更加不遗余力地启动消费，减税着力点也将出现转向。

六、关注行业现有特点与自身发展趋势

n 业态多元化方向发展

随着消费者的消费需求和消费方式向多元化、个性的方向发展，我国零售业也呈现出多元化的发展趋势，而这种趋势并未因宏观经济的调整而减缓。目前百货、超市和专业店是我国零售业的主体，但传统业态的相互融合以及全新业态的不断产生使我国的零售业并未遵循其他零售市场依次进入的规律，而是几乎并行出现的。各业态呈现相互竞争、均衡发展的趋势。我们认为，每一轮经济周期都意味着新兴业态对传统业态的扬弃，如同家电连锁催生了苏宁电器，这些新兴业态往往代表消费的发展趋势，因而蕴涵了巨大的成长空间。这些新兴业态将对现有的市场格局产生深远的影响，而其中的领导公司将成为市场的热点。

n 新业态、新市场蕴涵成长空间

随着消费者需求向个性化、精品化方向发展，零售企业也将更多地采取聚

焦战略，根据自身优势调整市场定位，更多地专注于某一业态，重点为特定档次、特定人群的服务。例如海印股份拥有的主题商场面向特定的消费对象，以特定的商品种类作为经营范围，整个商场的商品只突出一个主题。其与专卖店的区别在于主题商场由不同特色、不同服务、不同品牌的商品聚集而成，与传统百货公司的区别在于主题商场为消费者提供差异化、特色化的消费感受。

此外，低集中度的新型细分市场的出现也为一些企业想通过连锁经营模式实现规模扩张创造了条件。例如农机流通企业不仅普遍规模较小，而且经营模式落后。在农机需求增长和国家政策扶植的刺激下，我国农机行业将保持高速发展，农机流通行业集中度将不断提高，因此行业内处于领先地位的企业具有广阔的发展空间。

n 消费下移趋势已显现

从市场结构看，消费普及带来的消费下移趋势日益显现。04-09年限额以上批发零售业零售额增速未出现明显变化，零售百强的销售增速逐年下降，而限额以下批发零售业零售额增速在经历了低位徘徊后，2007年开始出现迅速上扬。我们认为在国家强调增强居民特别是低收入群众消费能力政策的推进下，国内中小城市和农村市场的市场潜力将得到充分释放。09年我国县及县以下的社会消费品零售总额增速为15.70%，为近年来的较高水平，相比市级社会消费品零售总额的增速要快出0.24个百分点。在这种趋势推动下，零售企业业务重心和渠道建设开始向下延伸成为一种趋势，例如苏宁电器在门店布局上就推进了渠道下沉战略，三、四级城市成为其战略发展重点。

n 企业逐步向自营化回归

长期以来，我国零售企业多采用联营或者引厂进店的经营方式，由于失去了对经营商品的所有权，降低了对经营商品的话语权。一方面造成供零关系紧张，大品牌商制约小牌零售企业，而大牌零售企业又制约小品牌商；另一方面弱化了零售企业传统功能，影响了零售企业自主扩张、创新的能力，削弱了对消费者的服务。这种经营模式，随着市场环境的变化，使零售企业经营的风险趋于增大，成为一种企业不可持续发展的经营模式。不过，近几年一些零售业已开始加大自营商品的比重，逐步走上了向自营化回归，向赚取进销差价回归之路。而目前，电子商务快速发展、市场更加细分化的环境，也将加快零售企业从联营方式向自营方式回归的步伐。

n 区域差异驱动行业发展

在区域差异上，近年来虽然我国东部地区城镇居民家庭人均可支配收入增速最高，但中部地区的社会消费品零售总额增速却要大大高于东部地区的水平。同时中部、西部和东北部地区社会消费品零售总额也均高于全国平均增速。

随着人均商业面积的提高，目前我国东部地区的一线城市商业设施密度已经超过国际公认的合理水平，在激烈的市场竞争下，发展空间相对有限，增速放缓将不可避免。而中西部和东北部地区商业竞争环境相对缓和，并且将更多地受益于国家城镇化政策。因此在消费升级和消费普及两种因素的共同作用下，这些地区的消费结构正处于一个快速变动的阶段，而消费规模将处于一个快速增长的时期。这种区域不平衡带来的消费阶梯效应也为区域零售企业的多业态扩张创造了有利条件，并将成为行业长期增长的重要驱动力。

n 企业加快扩张步伐

前期的经济调整为行业洗牌创造了条件，经济复苏又为企业扩张注入了动力。在内生性增长能力逐步得到恢复的情况下，优质零售企业，特别是在区域内具有强势地位的企业，通过新设、收购等方式积极拓展市场空间。例如欧亚集团在向吉林省二三线城市扩张的同时，通过收购大观园商场进入济南零售市场。银座股份在积极布局山东省的同时，收购石家庄东购作为它进入河北市场的开始，以及广百股份在 09 年走出华南地区，进军成都和武汉市场，而面向高端消费的广州友谊在进入南宁市场后，前期又在佛山市扩展门店。我们预计今年全年零售企业将继续加快外延扩张的步伐，特别是区域优势零售企业将会加大省外布局，零售市场格局也将有所改变。

n 拥有自有物业成为重要标准

在门店扩展方面，我们还发现虽然去年企业选择自购物业部分是由于较低的商业地产价格，但零售企业不断提高自有物业比例有其更深层次的原因。首先，是在激烈的市场竞争下，可供选择的租赁物业日益稀少。其次，虽然商业地产的价格相对于前期低点有一定涨幅，但从长期看，核心商圈地产的价格由于资源的稀缺性依然具有很大的升值空间。我们认为企业自购物业不仅可以增强公司的抗风险能力，而且也可以分享物业升值带来的收益。同时由于去年银行加大信贷释放力度和国家降低固定资产投资项目资本金比例也加速了商业企业的这一趋势。

n 国际商业资本逐步加压

在经历了 08 年的行业调整后,我们发现一些国际零售巨头加快了在中国扩张的步伐,特别是对二、三线城市的扩张。同时我们认为 08 年开始的外资企业开店审批权从国家商务部下放到省一级商务部,这也为外资零售商向省市级市场进军提供了便利。虽然目前一些外资也存在水土不服的问题,但这些地区的优惠政策、成本优势和竞争格局都对这些外资企业具有很强的吸引力。为应对国际商业资本对市场的蚕食,国内零售企业也正加紧零售网络的布局,以提高对市场的控制力。

八. 行业主要风险

- Ø 行业景气度对经济的依存度较高,如经济情况不如预期行业则会有所下滑。
- Ø 部分零售企业的治理机制仍不够完善,业绩费用化的现象相对较为严重。

九. 行业评级与投资策略

我们延续在中期商业零售策略中的观点,我们认为对于零售业的投资应着眼于长远,维持行业“推荐”的投资评级。零售板块向来以稳取胜,防御性较好,但由于目前估值优势并不明显,我们认为短期内驱动其估值持续提高的因素并不多。此外,零售渠道的多元化以及渠道下沉会给零售企业带来更为激烈的竞争环境,但是在宏观经济调结构的背景下,消费将更多的发挥拉动经济发展的作用,中国消费市场的快速发展期仍在继续,作为消费渠道的零售企业面临的机遇仍不少。未来包括零售业在内的消费增长动力将主要来自于城镇化建设的推进、产业向中西部迁移、收入分配机制的改革等一系列因素。随着基本消费普及和消费升级直接推动消费发展的思路越来越清晰,我们认为,一线城市的零售业已相对较为发达、竞争更为激烈,而新的零售业态模式的相继出现包括网购、购物中心、生活体验馆、奥特莱斯等将继续成为亮点;二、三线城市的零售业将持续扩张,零售企业的销售增速将有望保持较快增长,因而加强区域控制力将是零售企业未来竞争的方式。

此外,我们认为商业股的合理估值水平在2010年可以到30倍左右。在我们重点跟踪的商业零售公司以2010年为基期的未来2年的复合增长为27%,剔除非经常性损益后的主业复合增长在30%以上。2010-2012年动态PE分别为31、25、20倍,仍在合理范围内。同时中国目前正处于经济增长方式转型的初期,未来

几年消费都是市场持续关注的重点，行业现有30%的利润增速也可以支撑30倍左右的行业估值。综上所述，就第四季度消费旺季而言我们继续看好零售商的成长与发展。

从行业投资策略上讲，首先我们要认识到整个商业零售板块在股票市场中的权重较低，一般不会对大盘产生引领作用。投资商业零售股，主要是看中未来中国消费市场平稳增长给企业业绩带来的相对稳定性以及在大盘资金风格转换时相对较为抗跌的避险作用。

这里我们把商业行业的投资主线分为三种：第一种是看企业的业绩，即企业现在的业绩很好，业绩增长确定性很强；第二种是看企业的潜力，即公司目前由于各种原因业绩暂不能释放、但具有业绩正常释放的可能，也就是实现潜力公司向业绩公司的转化；第三种是看企业的故事，即公司具有一定的题材值得炒作，虽然有些题材短期内对上市公司不构成实质的影响，但一旦故事变成现实，将立即从故事公司向潜力公司甚至业绩公司升级。因此，综合起来这三条主线可以形象地概括为业绩稳定+成长潜力大+重组整合预期。具体如下：

ü 短期内业绩稳定较快增长压倒一切

由于我国区域经济发展水平、居民的消费习惯存在差异，导致各地零售业发展水平不一。从近年来的消费数据来看，虽然我国东部地区城镇居民家庭人均可支配收入增速较快，但中、西部以及东北地区的社会消费品零售总额增速却大大高于东部地区的水平。我们认为那些位于中西部等地区的企业市场竞争环境相比沿海或者一线城市更为宽松，且市场空间更广阔。因此经营相对稳健，业绩更为稳定。我们预计上市公司 2010 年半年报将体现出上述差异。我们相对看好鄂武商 A、中兴商业、友好集团、合肥百货等上市公司表现。

ü 长期看规模扩张是不变的主题

目前来看我国的商业企业的规模仍是较小，企业多在区域范围内扩张，跨区域扩张的上市公司并不多。在考察商业零售企业成长性时，我们不仅要考察其内生增长动力，更要关注公司外延式扩张。在这方面我们看到在去年受金融危机影响的情况下，多家上市公司并未停止扩张步伐，而是积极抢占市场，加快进入消费潜力巨大的二、三线城市。如广百股份、王府井、银座股份、苏宁电器等零售商在去年加速布局国内市场。虽然新开门店将增加公司成本费用支出，加大资金压力，但是春耕秋收，当行业景气繁荣时企业业绩有望实现超预

期增长，因此我们相对看好王府井、苏宁电器等公司未来的发展空间。

ü 企业资产重组、整体上市、股权激励仍是较大吸引力

由于目前许多地方政府、集团公司采取例如推动商贸企业整合重组、推出股权激励计划、调动管理层积极性等多种方式力图把零售企业做大做强。一旦整合重组成功实施后，商业企业可以迅速获得规模效益，同时企业的谈判能力也将增加，市场地位及自身实力也将极大提升。目前 A 股市场有资产整合、重组预期或正在实施阶段的公司包括鄂武商 A、武汉中百、武汉中商、银座股份、新华百货、百大集团、南京新百、百联股份、友谊股份、西单商场等。

除此之外，我们认为如上面曾提到还可以从两个角度去看行业个股，第一是从行业发展趋势来看，诸如以上第六部分所述那些自有物业较多的以及多元化业态经营优势明显的企业可以继续有所关注；第二是从消费升级与消费普及的角度去看，一些拥有高档品牌销售的以及现有商品销售增速较高的企业如广州友谊、欧亚集团、友阿股份等公司，同时还有那些市场渠道已深入我国中西部地区，甚而在全国都有较大网络规模的企业如苏宁电器、重庆百货等也是仍值得关注的。

十. 行业主要公司点评

ü 欧亚集团（600697）

欧亚集团是吉林省零售业龙头公司，欧亚商都是公司主要的收入和利润来源，09年其营业收入和净利润分别占到集团的43.7%和52.6%。我们预计今年商都营业收入能保持12%左右的正常增长。旗下欧亚卖场是公司打造的大型购物中心，目前刚刚开发一半左右，是公司重要的储备资源。公司从07年开始发展超市业务并已经成立了欧亚连锁经营有限公司独立经营超市业务，目前还没有实现规模效应。另外，公司在省内省外还有多处商业扩张项目。总体看欧亚集团业务结构比较清晰，扩张比较稳健，且多为自有物业。

ü 新华百货（600785）

公司在银川市消费类企业中处于绝对霸主地位，其09年总销售规模占到银川市社会消费品零售总额的21.22%，在区域性百货中处于领先水平。公司百货业务处于成熟期，内生增长强劲，主要百货门店的营业收入仍能保持10-15%的

增长；超市业务目前处于扩张期，公司计划在宁夏地级市加大布局，并已开始筹建3个配送中心，预计其超市业务能达到30%左右的营收增长；家电业务短期内受到苏宁电器的冲击，但不会影响其全面发展的方向。从长期看，新华百货与物美商业的整合依然是大趋势，只是整合方式尚未确定，我们认为物美商业吸收合并新华百货回归A股的可能性存在，对公司将构成实质性利好。

ü 武汉中百（000759）

公司是湖北地区的超市龙头企业，现共有仓储超市130家，便民超市492家，主要分布在湖北和重庆两个地区。09年这两个地区的仓储门店同店增长分别为6%和5%，销售收入同比增长17%至101亿元，实现净利润2.13亿元，同比增长24%，基本符合我们的预期。此外，今年1-2月份湖北地区仓储超市同店增长也达到了11%，远高于去年同期的负2%的水平，表明公司业绩有继续向好的动力，预计公司也基本能达到原本计划的未来2-3年内新开60-70家的目标，再加上前期公司配股申请获得中国证券监督管理委员会发行审核委员会的通过，公司的中长期发展前景值得期待。

ü 重庆百货（600729）

公司是西南地区最早的国有商业企业，在当地具有一定的市场占有率和商圈优势。今年公司最大的看点仍是完成以定向增发方式收购重庆新世纪百货和之后的整合进程。目前重庆百货共有百货网点29家，超市72家，合计经营面积46万平方米。新世纪百货拥有百货商场13家、电器专业商场9个、超市80家，总营业面积45.41平方米，相对新世纪百货，公司的百货网点更多地集中在重庆的主城区，而新世纪百货的网点更多集中在重庆各区县。总体来看两者之间业态相似且网点在重庆均较为完善，具备整合的基础。未来随着《成渝经济区区域规划》的进一步明确有望进一步推动公司业绩增长。

ü 广百股份（002187）

广百股份是省内最大的国有商业集团广州百货企业集团有限公司旗下的核心企业，公司目前有10家连锁门店，主要分布于广州、湛江和从化，并根据不同区域的经济水平进行适当的定位，但多数门店定位于大众百货。公司09年公告了6家新增门店，惠州店已顺利开业，揭阳店和深圳宝龙店也将于年底开业，此后公司将已每年新增1-2家的速度扩张。由于成本控制较好，公司新店的培育期相对较短，对公司利润的负面影响较小，快速有效的扩张使得公司更具成长性，内生增长与外延扩张并重。同时考虑到新大新的资产注入也将为公司今后

业绩增长保驾护航。

ü 王府井(600859)

公司是目前A股市场网络布局较为完善的百货零售公司之一，且从门店布局和开业时间来看，未来利润增长点也较为有序。此前公司利润主要来自于北京王府井大楼、双安、长安商场、成都王府井等门店；公司早期在东部广州、武汉等地布店由于受到位置和体量限制，未来的利润提升空间相对有限，而我们预计未来2-3年内，长沙、西宁、包头、重庆等次新区域门店将成为公司利润的核心增长点，随后太原、兰州、昆明等新生代店有望依靠其大体量、购物中心模式接过利润增长的接力棒。值得一提的是，公司众多潜在利润点都在我国西北及西南重镇，有望分享未来国家中西部经济发展的成果。

ü 鄂武商A (000501)

公司在零售行业中属于正处在成长期中的区域性商业龙头。目前公司共拥有百货门店7家，量贩式超市67家。09年公司百货系统全面提档升级，扩大了化妆品类和女装的经营销售规模，实现销售收入同比增长21.8%，且由旗下国际广场、武汉广场和世贸广场组成的武商摩尔城也实现了较好的融合，形成了协同效应。同时公司亚贸广场的外立面改造，以及建二商场、襄樊购物中心的升级改造也初见成效。此外，09年全年新开网点达16家并有4家门店完成改造，新增经营面积14.7万平方米。2010年公司除了继续投入摩尔城项目外，还拟新开10-15家量贩店，并在购物中心业态上强势进入十堰、宜昌、恩施等省内地区。

ü 中兴商业 (000715)

公司在零售行业中属于资产质量较好的企业，旗下拥有3家大型百货店和6家超市。其中作为利润主要来源的中兴商业大厦位于沈阳市最繁华的太原街，为全国单体百货店前三名。同时我们认为公司资产结构简单，负债率低以及现金流充沛，在门店扩建后的体量能有效实现品牌优化组合及抵御其他百货的竞争。此外，值得关注的是公司有效解决了仅靠单体百货店缓慢增长的瓶颈，外延式扩张将带动公司业绩进入新一轮快速增长阶段，成为目前百货类上市公司中未来业绩改善空间较大的公司之一，预计未来三年公司净利复合增长率有望超30%。目前公司新建的三期项目进展顺利，预计项目成熟后可为公司贡献净利润7000万左右，届时2011年公司业绩将会出现较快的增长。

表 7 重点公司盈利预测情况

简称	股价	基本每股收益(元)			市盈率			市销率	
		09A	10E	11E	09	10E	11E	09	10E
豫园商城	14.56	0.60	0.93	1.10	47	27	23	2.75	2.37
苏宁电器	15.17	0.64	0.77	0.95	37	20	16	1.78	1.31
武汉中百	13.23	0.38	0.47	0.56	36	28	23	0.81	0.76
鄂武商A	19.50	0.47	0.62	0.76	33	27	21	1.16	0.95
合肥百货	19.14	0.42	0.51	0.64	37	31	25	1.32	1.21
新华百货	35.82	1.11	1.31	1.55	31	28	24	1.76	1.87
欧亚集团	28.20	0.70	0.82	1.01	35	29	23	1.15	1.03
广州友谊	20.23	0.79	0.93	1.14	34	25	20	3.52	2.84
中兴商业	15.59	0.33	0.41	0.65	43	35	21	1.31	1.45
海宁皮城	47.18	0.46	0.58	1.01	-	60	34	-	17.94
天音控股	18.62	0.30	0.52	0.68	43	25	18	3.53	2.93
成商集团	19.71	0.63	0.75	1.20	42	31	18	0.59	0.73
重庆百货	53.99	0.77	1.02	1.12	53	44	36	1.24	1.15
广百股份	30.67	0.98	1.21	1.53	35	22	18	1.57	0.98
银座股份	28.19	0.51	0.71	0.90	43	33	25	1.41	1.50
大商股份	51.13	-0.40	0.60	0.74	-	45	29	0.63	0.61
小商品城	25.86	1.35	1.67	2.16	39	22	16	11.55	6.85
王府井	44.26	0.98	1.21	1.50	40	29	24	1.41	1.25
友阿股份	24.40	0.91	0.88	1.15	-	31	23	-	2.28
友谊股份	16.88	0.40	0.63	0.77	46	26	22	0.30	0.27

数据来源：爱建证券研究部整理，（以上数据时间为 2010 年 8 月 31 日）

表 8 重点公司主要数值情况

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	PEG	PS	PCF	ROIC	EV1
600655	豫园商城	28.91	24.34	0.62	2.47	35.02	5.28	238.18
002024	苏宁电器	25.79	20.52	0.68	1.76	18.48	3.00	1175.08
000759	武汉中百	31.73	25.03	1.05	0.87	12.91	4.48	94.39
000501	鄂武商 A	32.68	26.33	1.22	1.25	10.57	6.08	111.54
000417	合肥百货	36.42	28.80	1.57	1.53	13.27	6.97	94.76
002277	友阿股份	38.09	28.71	0.84	3.01	16.77	9.18	83.59
600785	新华百货	30.60	24.90	1.21	2.27	22.88	10.85	75.64
600697	欧亚集团	33.61	25.75	2.18	1.10	6.56	3.64	51.69
000987	广州友谊	30.36	24.31	1.73	3.44	23.14	12.59	102.36
000715	中兴商业	42.71	23.83	6.24	1.59	16.37	4.40	41.93
002344	海宁皮城	62.72	34.45	0.59	22.46	34.26	8.34	126.66
000829	天音控股	27.28	19.99	0.22	0.99	17.62	1.39	224.21
600828	成商集团	43.32	25.85	1.71	4.03	48.79	6.20	74.91
600729	重庆百货	55.53	43.51	2.32	1.48	19.82	8.94	109.87
002187	广百股份	25.60	20.78	1.41	1.08	29.84	6.91	50.87
600858	银座股份	34.55	25.15	0.39	1.47	67.59	2.06	105.40
600415	小商品城	30.55	21.84	1.28	9.20	-255.20	3.00	356.87
600859	王府井	34.64	27.08	1.36	1.50	14.29	6.89	173.62
600827	友谊股份	26.12	21.79	0.42	0.27	2.98	2.52	70.82

数据来源：爱建证券研究部整理（以上数据时间为 2010 年 8 月 31 日）

附录：近年来有关行业的主要政策面动向

时间	行业主要政策	相关内容
2008.11.09	国务院会议明确进一步扩内需、促经济增长的十项措施	提高城乡居民收入：提高明年粮食最低收购价格，提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准，增加农民收入；提高低收入群体等社保对象待遇水平，增加城市和农村低保补助，继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。
2008.11.23	发改委将起草刺激国内消费方案	旨在扩大居民收入、全面刺激国内消费。内容可能涉及调高个税起征点、大范围提高社会工资、建立对低收入阶层补贴的长效保障机制、实现城镇职工基本医疗保险、大幅度降低服务性消费成本、提高住房货币补贴的标准等数个领域。
2008.11.27	商务部出台七条关于做好扩大消费工作的指导意见	明确商务部要重点促进七方面的消费：（1）科学规划布局，优化流通网络，促进便利消费（2）引领市场需求，开发特色商品，促进热点消费（3）发展旧货流通，回收再生资源，促进循环消费（4）扩大赊购赊销，改善支付环境，促进信用消费（5）减少流通环节，降低流通成本，促进实惠消费（6）保障商品质量，净化市场环境，促进安全消费（7）抓住旺销时段，强化市场营销，促进节假日和会展消费。
2008.12.08	国务院办公厅有关当前金融促进经济发展的若干意见	落实和出台有关信贷政策措施，支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房。加大对城市低收入居民廉租房、经济适用房建设和棚户区改造的信贷支持。支持汽车消费信贷业务发展，拓宽汽车金融公司融资渠道。积极扩大农村消费信贷市场。
2008.12.30	国务院办公厅发布《关于搞活流通扩大消费的意见》	（1）健全农村流通网络，拉动农村消费。（2）增强社区服务功能，扩大城市消费。（3）提高市场调控能力，维护市场稳定。（4）促进流通企业发展，降低消费成本。（5）发展新型消费模式，促进消费升级。（6）切实改善市场环境，促进安全消费。（7）加大财政资金投入，支持流通业发展。
2009.02.09	商务部将采取六大措施搞活流通,扩大消费	（1）健全农村流通网络，拉动农村消费。（2）增强社区服务功能，扩大城市消费。（3）提高市场调控能力，维护市场稳定。（4）促进流通企业发展，降低消费成本。争取在企业自身努力下，政府创造一些条件，培养一些跨地区、能够承担社会责任的流通企业，使流通企业自身的发展、市场的控制能力和市场的覆盖能力得到增强。（5）发展新型消费模式，主要是扩大银行刷卡消费。（6）切实改善市场环境，提高消费者信心。商务部将重点严厉打击销售假冒伪劣产品、商业欺诈等违法违规行为，打破市场垄断，同时要促进零售商、供应商公平交易。
2009.03.02	商务部办公厅发布关于做好培育和发展消费热点工作的通知	（1）将培育和发展热点的工作重心放在消费需求潜力大、市场销售增长快、影响带动作用强的领域。（2）是创新营销模式满足城乡居民多样化消费需求，推动消费热点形成，引导消费结构升级。（3）是努力营造有利于消费热点培育和发展的社会氛围。（4）是建立健全培育和发展消费热点的部门协作机制，加强与有关部门沟通协调，建立和完善部门协作机制，形成合力。
2009.03.16	商务部明确采取多种措施，促进国内消费持续增长	（1）大力发展城市社区商业，各地积极推进城市商业，特别是二、三线城市商业设施建设，推进小城镇商业中心建设，加强社区标准化菜市场的改造和建设，完善旧货和再生资源回收体系，鼓励循环消费。（2）加快推进农村流通网络建设，启动新一轮农村市场开发，同时要加快农产品批发市场和农贸市场的升级和改造，全面推进家电下乡，搞好农超对接，完善农村商业信息服务网络。（3）促进内外贸融合，丰富国内市场。针对国内消费者对产品差异化和个性化的要求，部分省市引导出口企业及产品转为内销，促进国内消费增长。（4）沿海城市积极发展现代商业，加强金融服务，扩大信用消费，促进城市耐用消费品升级换代。（5）优化商业环境，各省市积极推动商业企业搞好重点节庆活动，部分省市积极落实对商业企业和工业用电同价政策，加快冷链运输和仓储建设，推动食品安全消费，搞好商业诚信建设。
2009.05.04	商务部办公厅发布下发关于在全国开展“扩大消费,创新生活”系列活动的通知	（1）是提升假日消费，利用节假日大力开展购物节、旅游节、文化节、嘉年华等活动；（2）是扩大会展消费，引导支持重点展会，促进品牌和老字号产品走向全国；（3）是提高家政服务消费，整合现有家政服务资源，为社区居民提供各类便捷安全的服务；（4）是加大信息产品促销力度，推动数码、高清、动漫、游戏等电子产品销售；（5）是扩大大家电家具用品消费，开展家具、家电、家纺及家饰产品促销；（6）是提升汽车农机消费，完善汽车销售、保养、维护、加油等服务网络；（7）是促进民特产品消费，加

请务必阅读正文之后的重要声明

31

		强传统服装, 工艺品、食品等特色商品宣传推广; (8) 是推动文化休闲旅游消费, 结合当地文化、休闲、旅游资源开展各种促销费活动; (9) 是开拓不同群体消费, 根据妇女、儿童、老年群体不同需求特点, 增加个性化、差异化商品供应。
2009.07.02	发改委发布《关于做好商业与工业用电、用水同价工作有关问题的通知》	按照《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》有关要求, 08 年以来, 各地积极推进商业与工业用电同价工作。目前大部分省区、市商业用电已与工业用电执行相同的目录电价标准; 没有实现同价的省、区、市也适当缩小了商业用电与工业用电的价差。现就进一步推进工商同价, 通知尚未实现商业与工业用电同价的省、区、市, 应认真做好商业与工业用电同价的实施方案, 结合销售电价调整, 尽快实现工商企业用电同价。同时, 各地在调整供水价格时, 也要按照《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》的要求, 遵循“补偿成本、合理收益、节约用水、公平负担”的原则, 简化水价分类, 实行商业用水与工业用水同价。
2009.08.13	中国银监会出台《消费金融公司试点管理办法》	管理办法明确了对于成为消费金融公司的主要要求, 同时指出将在北京、上海、天津和成都四城市展开试点。
2009.11.29	商务部继续主推五大措施扩大明年消费	商务部表示将继续实施以“扩大农村、城市、换代、信用以及节庆消费”为主的刺激政策来扩大明年消费。
2010.02.26	北银消费金融有限公司成立得到银监会批复	国内首家消费金融公司北银消费金融有限公司得到银监会的开业批复, 正式成立。3 月 1 日起, 市民要购买家用电器、家具, 或者装修、旅游即可到北银消费金融公司申请消费贷款。
2010.03.08	财政部表示今年将更加注重扩大内需	近日财政部表示今年中国将继续实施积极的财政政策, 更加注重扩大内需, 尤其是要把刺激居民消费需求放在更加突出的位置, 具体措施包括: (1) 增加财政补助规模, 提高城乡居民特别是中低收入者消费能力; (2) 落实结构性减税政策, 引导扩大企业投资和居民消费; (3) 完善引导消费的财税政策, 扩大消费需求。
2010.03.14	商务部表示计划重点在五大消费中下工夫	商务部有关发言人表示今年计划重点在“五大消费”--即扩大热点费、农村消费、服务消费、循环消费、信用消费中下工夫, 积极扩大整体消费。
2010.05.13	国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见出台	在意见中涉及商业的有: (1) 鼓励和引导民间资本进入商贸流通领域的内容; (2) 鼓励和引导民间资本重组联合和参与国有企业改革的内容。
2010.06.22	国家有关部门表示收入分配方案有望年内出台, 同时实施国民收入倍增计划已基本具备条件	人力资源和社会保障部劳动工资研究所所长、中国劳动学会薪酬专业委员会会长苏海南在接受人民日报采访时表示收入分配改革方案年内有望出台, 同时国民收入倍增计划, 目前基本具备了条件, 所以应该在“十二五”规划或者政府的工作计划里面, 酌情考虑或者采取类似的做法。

资料来源: 爱建证券研究部整理

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

I 行业评级:

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。