

[2010.11.03]

下跌才有机会 消费随时候场

- - 2010 年 11 月商业零售行业投资策略

陈慧

执业证书编号:

S1150207120104

86-22-2845 1135

chenhui@bhq.com

投资要点:

■ 调整是必然，下跌后才有机会。

前期一致看多预期下为稳定类板块埋下疯狂的种子。商业零售板块前三季度表现异常优异（前 9 个月涨幅排名第 5），致使行业估值一度达到 40 倍，相对大盘溢价 133%。板块调整缓解了部分零售板块的高估值风险。虽然零售板块估值维持在 40 倍左右基本不变，但大盘的上涨导致零售相对大盘的溢价率已经从 9 月底的 130% 下降的 100%。

■ 基本面依旧向好，买入并持有信心不变。

今年前 9 月，零售额累计增速 18.3%，是今年的最高增速，实际增速也维持在 15.2%，是年内的较高水平。这表明销售回暖不仅仅是由零售价格上涨引起，居民的实际消费行为也保持了高于去年的水平。

■ 风格会转变，消费随时候场。

我们判断，整个四季度零售板块有可能超越全部 A 股，但不太可能超越幅度很大。主要原因是：1）四季度零售板块同比基数较高，会拖累全年业绩增速低于三季度。2）核心商业股 2011 年的估值水平仍高于 25 倍（我们认为 25 倍以下比较能够接受），仍有一定的下降空间。利好的因素则有：1）毕竟零售相对大盘的估值溢价率已有所下降，在大盘估值中枢上移基础上，零售板块的估值中枢也可以跟着上调。2）加息意味着流动性的收紧，这不利于全球大宗商品价格牛市的延续。在爆炒资源品、大宗商品之后，获利的资金有可能短时期参与该板块。3）当然，行业业绩前期已有良好基础，四季度末将开启消费旺季，我们维持四季度零售行业中性偏乐观的判断。对于 11 月份，给予买入评级。

■ 以低估值为首选策略，关注四季度超市的补涨。

10 月份，大盘大涨，而消费类的股票都出现回调，行业内核心股票在 10.1-10.18 这段时间内下跌幅度普遍在 5%-15% 之间。结合行业 30% 左右的平均增速水平，我们认为整个行业（核心公司）2011 年动态估值在 25 倍以下算是相对合理，20-25 倍之间才安全。经过一小波反弹之后，而目前这些核心公司股价对应的 2011 年动态市盈率仍在 27 倍（TTM 为 40 倍、2010 年为 35 倍），我们认为行业仍有可能向下调整，但调整幅度已经不大。投资者可以分步骤开始建仓。

■ 11 月份投资组合推荐

四季度我们重点推荐：渤海物流、鄂武商、武汉中百、宏图高科、友谊股份。11 月份维持不变。

行业评级：买入

子行业名称	评级
百货连锁	买入
专业连锁	买入
商业物业经营	中性

推荐公司

宏图高科	买入
鄂武商	买入
武汉中百	买入
友谊股份	买入
渤海物流	买入

目 录

1. 调整是必然，下跌后才有机会。	4
前期一致看多预期下为稳定类板块埋下疯狂的种子	4
板块调整缓解了部分零售板块的高估值风险。	5
2. 基本面依旧向好，买入并持有信心不变。	6
行业向好的趋势未变，使我们坚定投资信心。	6
元旦、春节、国庆数据都可作为全年乐观消费数据的支撑	7
3. 风格会转变，消费随时候场。	8
四季度行业走势可能会先抑后扬，但大幅超越大盘的可能性不大。	8
4. 以低估值为首选策略，关注四季度超市的补涨。	9
消费泡沫论不可取	9
以低估值为首选，关注超市的补涨	9
5. 11 月份投资组合推荐	9

图 表

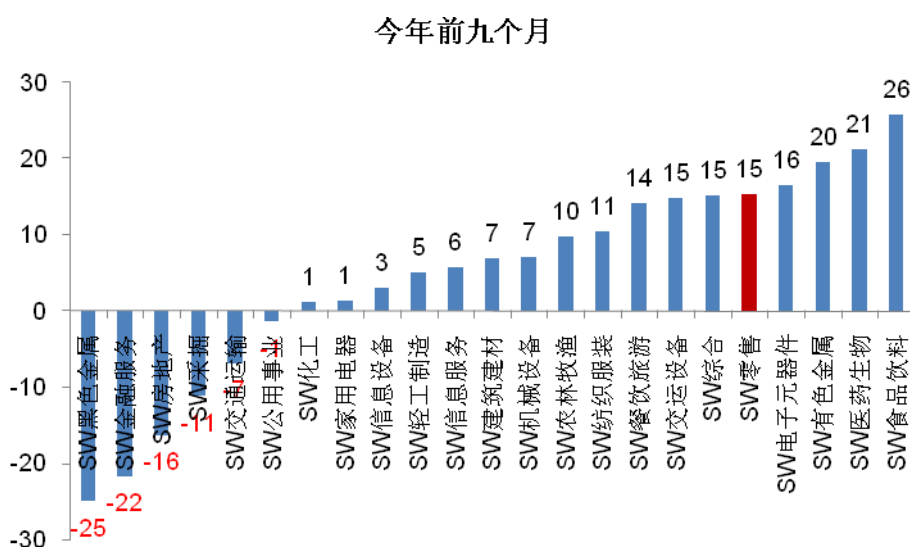
图表 1: 今年前九个月商业板块涨跌幅排第 5.....	4
图表 2: 05-10 前九月零售相对大盘的估值溢价率一度到达 130%.....	4
图表 3: 10 月份市场风格转换, 商业板块调整最严重.....	5
图表 4: 10 月份板块估值溢价率快速缓解.....	5
图表 5: 行业增速继续创年内新高, 消费形式依然看好.....	6
图表 6: 消费情绪看涨, 恢复到危机前水平。.....	6
图表 7: 大型零售企业数据的拟合度更高, 对消费回暖的趋势指示性更明显.....	7
图表 8: 重点假日消费数据为全年打下基础.....	8
图表 9: 核心股票池.....	9

1. 调整是必然，下跌后才有机会。

前期一致看多预期下为稳定类板块埋下疯狂的种子

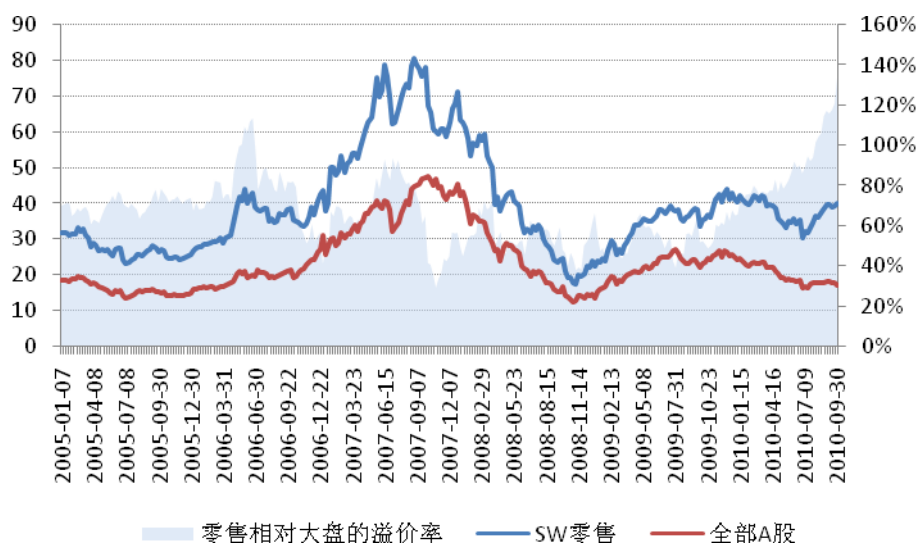
大消费是各家券商年初至三季度从来没有转换过的投资思路，在此一致看多预期下，商业零售板块前三季度表现异常优异（前9个月涨幅排名第5），致使行业估值一度达到40倍，相对大盘溢价133%。

图表1：今年前九个月商业板块涨跌幅排名第5



资料来源：wind 渤海证券研究所

图表2：05-10前九月零售相对大盘的估值溢价率一度到达130%

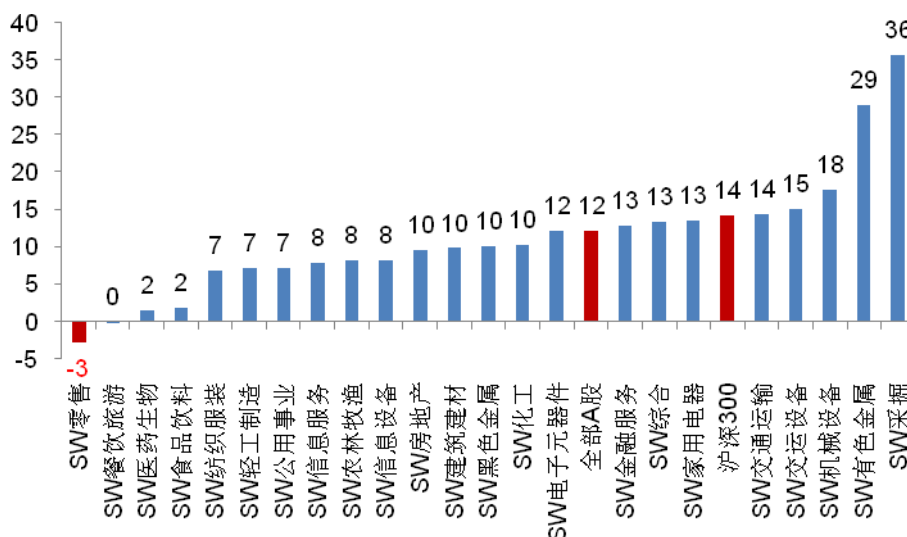


资料来源：wind 渤海证券研究所

板块调整缓解了部分零售板块的高估值风险。

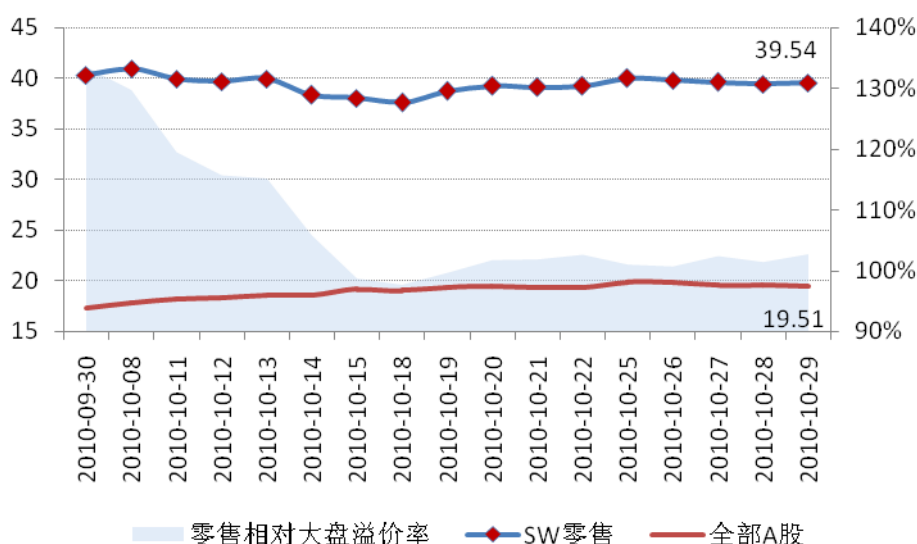
10 月份大盘上涨，全部 A 股市盈率由 17 倍上升到接近 20 倍，虽然零售板块估值维持在 40 倍左右基本不变，但大盘的上涨导致零售相对大盘的溢价率已经从 9 月底的 130% 下降的 100%。相对溢价率的下降缓解了一部分零售板块的高估值风险。

图表 3：10 月份市场风格转换，商业板块调整最严重



资料来源：wind 渤海证券研究所

图表 4：10 月份板块估值溢价率快速缓解



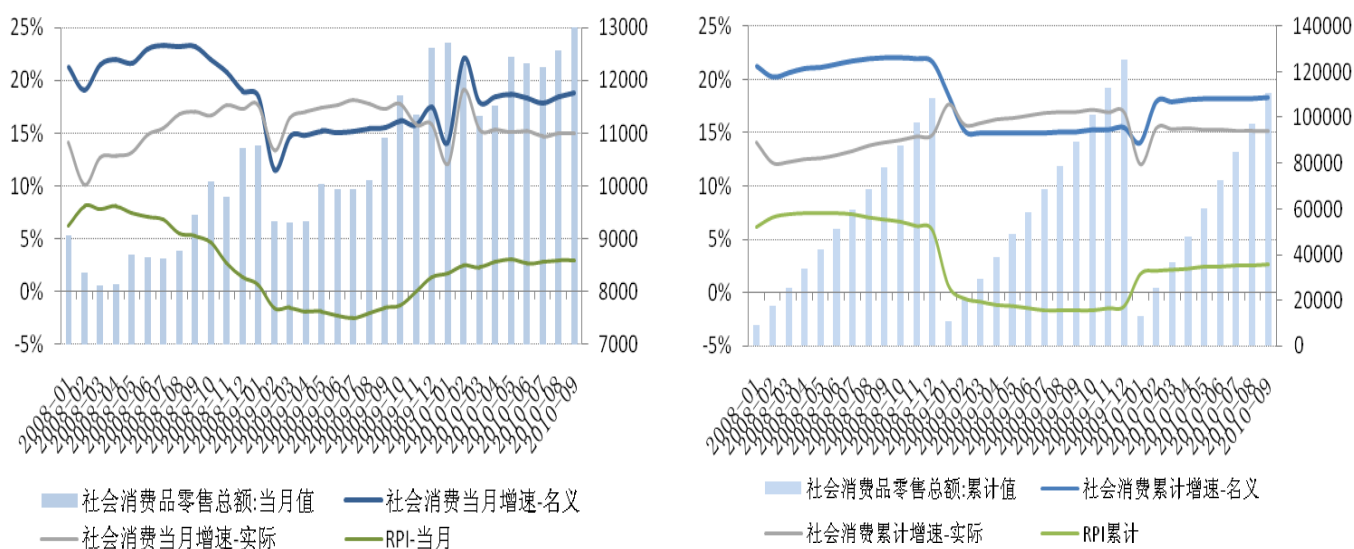
资料来源：wind 渤海证券研究所

2. 基本面依旧向好，买入并持有信心不变。

行业向好的趋势未变，使我们坚定投资信心。

今年前9月，零售额累计增速18.3%，是今年的最高增速，实际增速也维持在15.2%，是年内的较高水平。这表明销售回暖不仅仅是由零售价格上涨引起，居民的实际消费行为也保持了高于去年的水平。

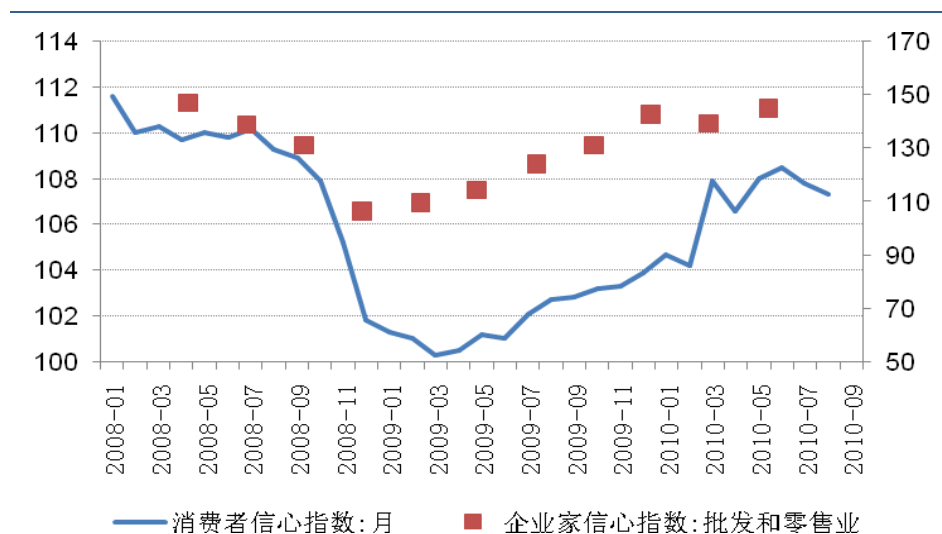
图表5：行业增速继续创年内新高，消费形式依然看好



资料来源：wind 渤海证券研究所

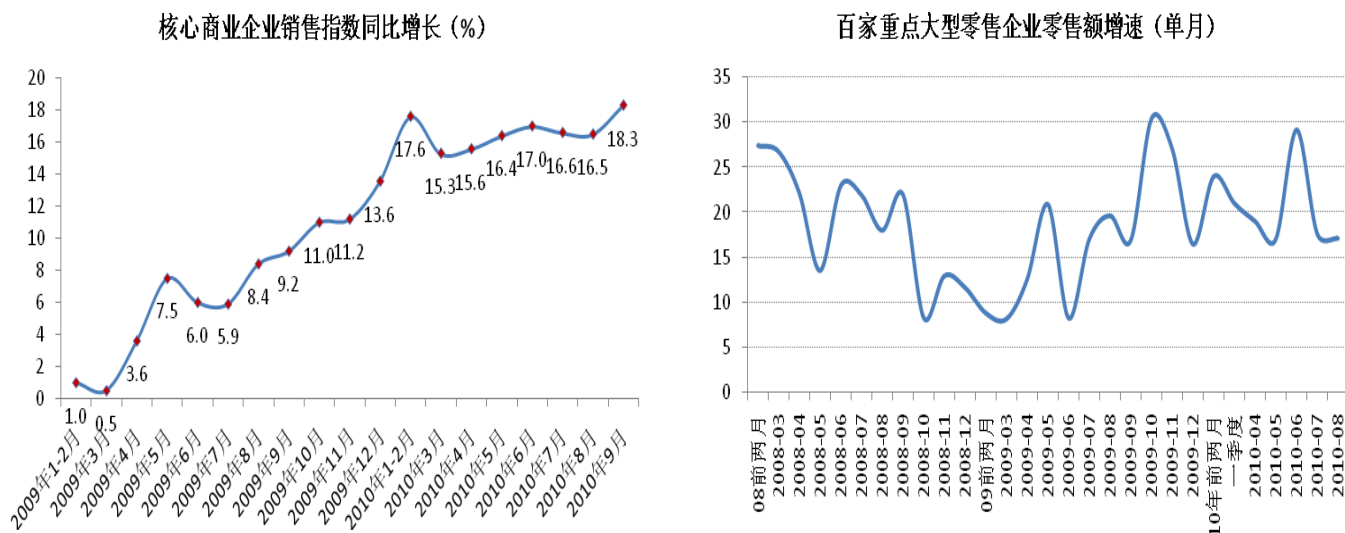
从信心指数来看，消费者信心指数和企业家信心指数也都恢复到了危机前水平，消费情绪看涨。

图表6：消费情绪看涨，恢复到危机前水平。



资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 7: 大型零售企业数据的拟合度更高, 对消费回暖的趋势指示性更明显



资料来源: 渤海证券研究所

大型企业的数据更能说明这一趋势。9月份核心商业企业当月销售额增速18.3%，与金融危机前的2008年同期基本持平，继续保持了自2010年上半年以来累计增速高于2008年同期的态势，这表明市场已经完全恢复正常稳定的发展水平，走势持续稳定向好。半数主要类别商品零售额增速同比小幅提高。

元旦、春节、国庆数据都可作为全年乐观消费数据的支撑

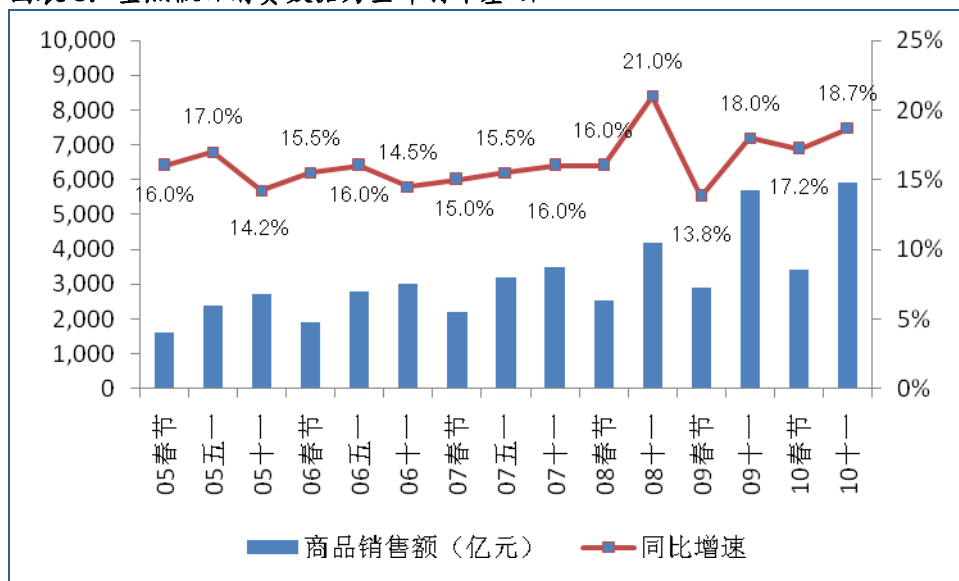
元旦: 千家核心商业企业元旦期间实现消费品零售总额147亿元，同比增长17.5%，而09年元旦，千家核心商业企业销售数据为125亿元，同比增13%。

春节: 全国社会消费品零售总额实现3400亿元，同比增17.2%，其中百家大型零售企业实现零售额43.3亿元，同比增长24.45%，增速比上年高17.85个百分点。

五一: 西安同比增速24.2%、南京15.2%、沈阳百货同比增速12%、家电20%、大型超市10%；合肥24%、北京18.3%、青岛18.9%、上海22.1%，石家庄20.2%。总体看，增速靠前的是西安、合肥、上海、石家庄，均在20%之上。中西部地区好于东部，五一20%左右的增速比春节数据略好一点。

国庆: 2010年10月1日至7日，全国零售和餐饮行业实现消费品零售额约5925亿元，比2009年“十一”黄金周增长18.7%，增幅提高0.7个百分点。

图表 8: 重点假日消费数据为全年打下基础



资料来源: 中华商业信息网 渤海证券研究所

3. 风格会转变，消费随时候场。

四季度行业走势可能会先抑后扬，但大幅超越大盘的可能性不大。

在美元弱势人民币升值、楼市资金转战股市的流动性充裕背景下，投资者对资源品、大宗商品格外青睐，资金从前期涨幅较大的稳定类板块中流出，致使在大盘上涨的 10 月份，零售股却经历了调整（大盘涨 12%，零售跌 3%）。

但我们判断，整个四季度零售板块有可能超越全部 A 股，但不太可能超越幅度很大。主要原因是：1）四季度零售板块同比基数较高，会拖累全年业绩增速低于三季度。2）核心商业股 2011 年的估值水平仍高于 25 倍（我们认为 25 倍以下比较能够接受），仍有一定的下降空间。

利好的因素则有：1）毕竟零售相对大盘的估值溢价率已有所下降，在大盘估值中枢上移基础上，零售板块的估值中枢也可以跟着上调。2）加息意味着流动性的收紧，这不利于全球大宗商品价格牛市的延续。在爆炒资源品、大宗商品之后，获利的资金有可能短时期参与该板块。3）当然，行业业绩前期已有良好基础，四季度末将开启消费旺季。

总之，我们维持四季度零售行业中性偏乐观的判断。对于 11 月份，给予买入评级。

4. 以低估值为首选策略，关注四季度超市的补涨。

消费泡沫论不可取

总体来说，三季度商业行业的市场表现可用一句话概括“疯狂”，甚至有人大胆的预测有可能会推出消费的大泡沫，用提升估值的方法来拉升价格。我们对此持谨慎态度。

以低估值为首选，关注超市的补涨

10 月份，大盘大涨，而消费类的股票都出现回调，商业指数更是出现了 3% 的调整幅度。而行业内核心股票在 10.1-10.18 这段时间内下跌幅度普遍在 5%-15% 之间。

结合行业 30% 左右的平均增速水平，我们认为整个行业（核心公司）2011 年动态估值在 25 倍以下算是相对合理，20-25 倍之间才安全。经过一小波反弹之后，而目前这些核心公司股价对应的 2011 年动态市盈率仍在 27 倍（TTM 为 40 倍、2010 年为 35 倍），我们认为行业仍有可能向下调整，但调整幅度已经不大。投资者可以分步骤开始建仓。

5. 11 月份投资组合推荐

四季度我们重点推荐：渤海物流、鄂武商、武汉中百、宏图高科、友谊股份。

11 月份我们的股票池维持不变。

图表 9：核心股票池

股票简称	股价	EPS			PE		
	10-11-2	TTM	10E	11E	TTM	10E	11E
宏图高科	14.79	0.4	0.37	0.51	36.98	39.97	29.00
渤海物流	11.53	0.13	0.1	0.2	88.69	115.30	57.65
武汉中百	13.00	0.37	0.41	0.52	35.14	31.71	25.00
鄂武商	21.05	0.56	0.61	0.76	37.59	34.51	27.70
友谊股份	16.88	0.52	0.68	0.83	32.46	24.82	20.34

资料来源：渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~ 15%之间；
- 3、卖出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2：本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn
huangfeng@bhq.com

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn
xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn