

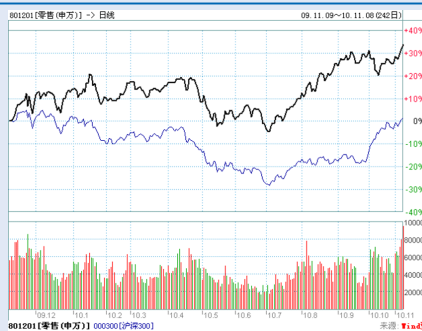
2011 年投资策略：3 因素选股策略

行业：商业零售

2010.11.9

评级：谨慎推荐

52 周股价走势图



研究员

卢振宁

执业证书编号：S0320207010027

联系电话：020-87322668-335

联系电邮：luzhenning@gzs.com.cn

相关报告

- 商业零售：连锁+扩张=投资机会，2010.4.22

广证研究

要点

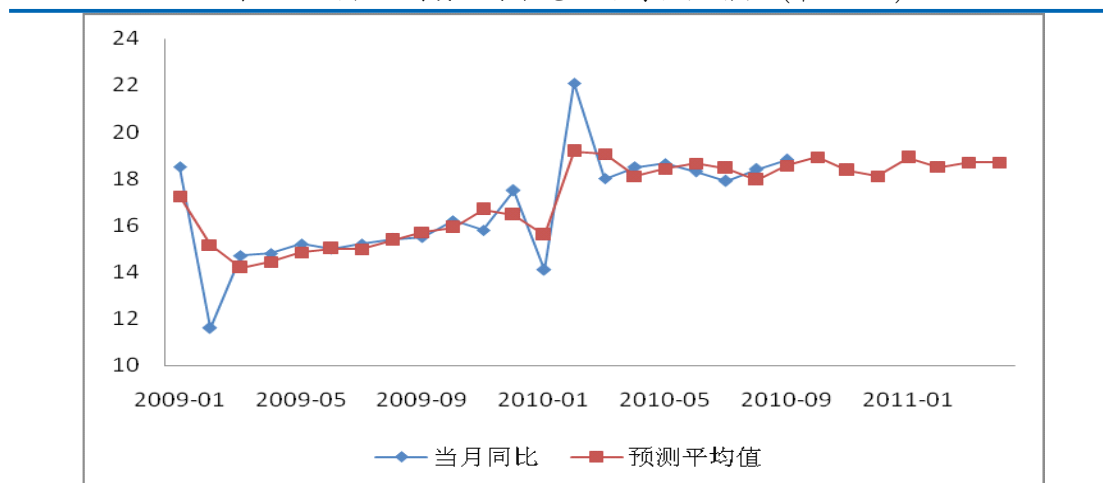
- 2010 年来消费保持较快增长，根据一致性预测，未来社会消费品零售总额增长速度仍将保持在 18% 以上的较快速度。
- 城镇化、居民收入增长等将带来长远正面影响。根据海外市场的历史经验，国内消费市场具备进入持续快速增长阶段的条件。
- 预计 2010 年商业零售上市公司利润增长速度约 30%，预计商业零售上市公司 2011 年净利润平均增长速度有望保持 30% 左右，将高于市场平均水平。
- 区域因素：中部和西部区域消费增长比较理想，未来有望继续受益于城镇化。
- 模式因素：展望 2011 年，我们最看好奢侈品专业连锁，接下来依次为奢侈品及汽车、家电以外的专业连锁；购物中心、折扣店、网店等新业态；传统百货；汽车、家电专业连锁；传统超市。
- 估值因素：我们认为可根据区域和业态的组合给予上市公司不同的目标估值。对区域增长速度处于全国平均水平附近、模式处于中等水平的上市公司可给予 25 倍的 2011 年动态市盈率，对应 PEG 小于 1。
- 综合上述 3 因素，在目前价格下，建议重点关注小商品城、通程控股、苏宁电器、新华百货、飞亚达。基于长期成长性看，农产品、鄂武商、友阿股份、潮宏基、海印股份等也可关注。

商业零售行业：进入稳定较快增长阶段

社会消费品零售总额保持较快增长

社会消费品零售总额增长速度经历了 2008 年和 2009 年上半年的低迷后，随着经济复苏稳步回升。2010 年来的增长速度基本保持在 18% 以上，高于 2005 年以来 17.1% 的算术平均增长速度。而根据 WIND 的一致性预测，未来社会消费品零售总额增长速度仍将保持在 18% 以上的较快速度。

图 1 全国社会消费品零售总额保持较快增长 (单位：%)

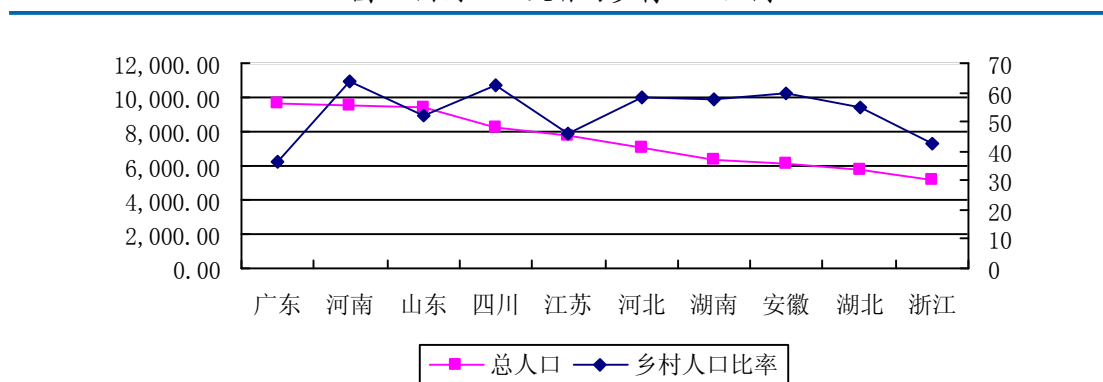


资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

城镇化、居民收入增长等将带来长远正面影响

城镇化及区域振兴的政策将延续，较快明显受益的区域应符合几个条件：产业转移的目标区域、人口总量较大、城镇化比例不高。中西部的河南、四川、河北、湖南、安徽、湖北等省份在未来城镇化进程中预计受益比较明显。

图 2 国内人口大省的乡村人口比例



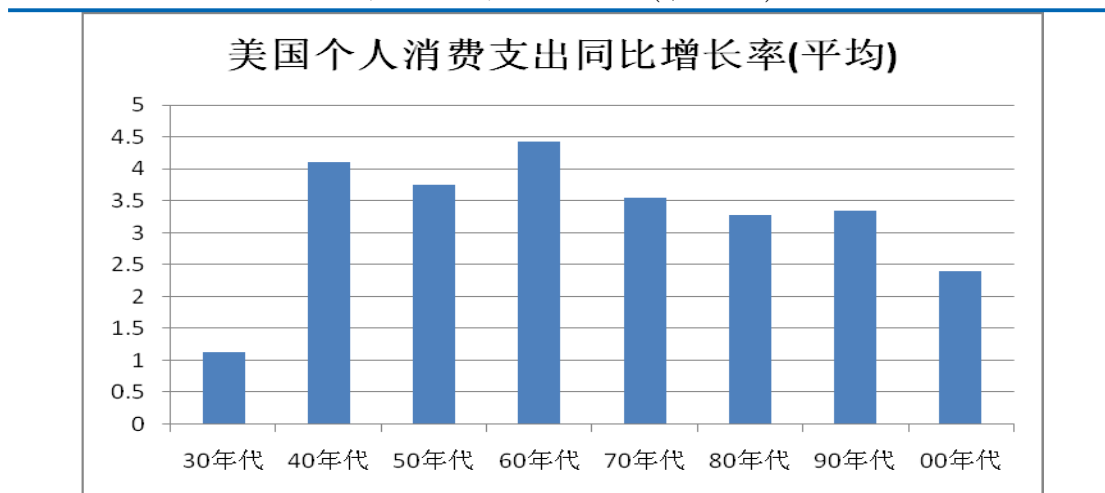
资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

根据报道，今年以来，中国约有 27 个省上调了最低工资标准，平均提高 22%，不少内陆省份的涨幅

超过 30%。在《关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划建议的说明》中，也提出要合理调整收入分配关系。

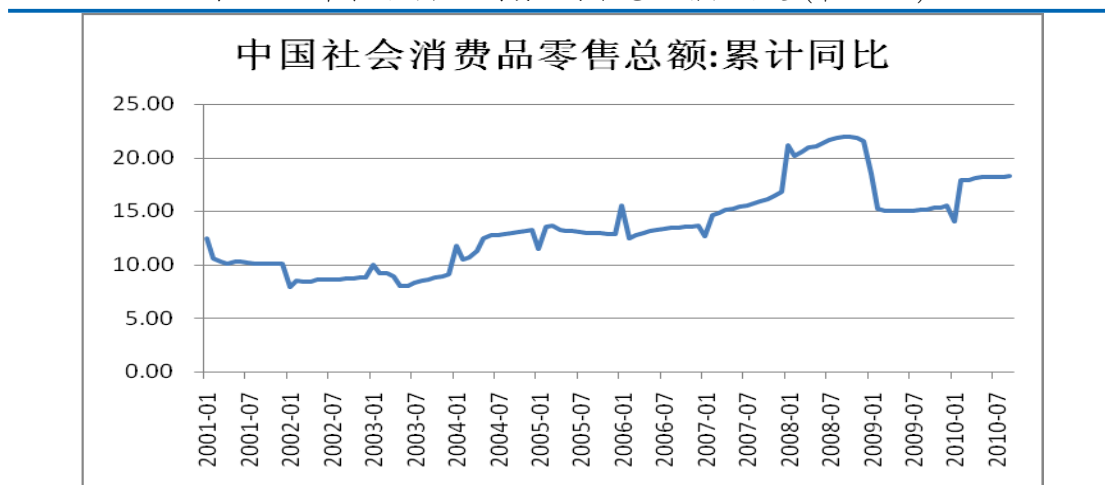
2009 年中国职工平均工资总额为 32736 元，以目前汇率折算，约 2.3 美元/小时，和美国 60 年代的工资水平接近。根据国际经验，达到此收入水平并保持较快增长后，消费的增长会比较理想，如美国 60 年代的消费增长速度是 30 年代以来最高的。而中国社会消费品零售总额的增长速度在 2007 年后也明显加速，目前普遍预计未来消费对经济增长的贡献将越来越大，消费高速增长的势头有望长期持续。

图 3 美国消费增长速度 (单位: %)



资料来源: 广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

图 4 2001 年来国内社会消费品零售总额增长速度 (单位: %)

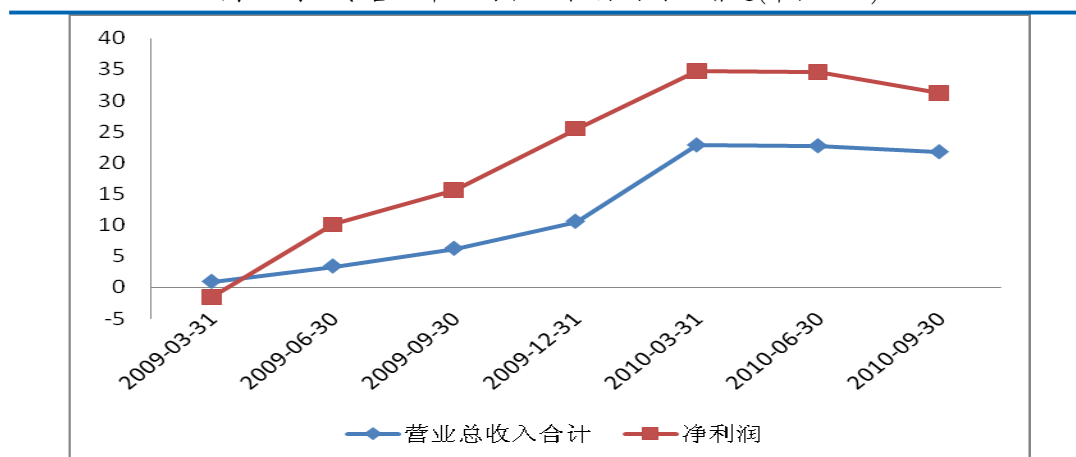


资料来源: 广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

上市公司增长速度明显回升

2010 年前 3 季度，商业零售上市公司营业总收入和净利润的同比增长速度分别为 21.82%和 31.25%，与市场的平均水平接近，预计全年增长速度在 30%以上问题不大。展望 2011 年，预计全国社会消费品零售总额同比增速不低于 2010 年，商业零售上市公司有望继续保持增长势头，预计 2011 年净利润平均增长速度有望保持 30%左右，将高于市场平均水平。

图 5 商业零售上市公司收入和利润同比增速(单位: %)



资料来源: 广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

选股考虑因素

我们将综合考虑区域因素、商业模式因素、估值因素选择值得投资的商业零售上市公司。

区域因素

2010 年, 海南、浙江、江西、天津、贵州、安徽、福建、广西、湖北、湖南等地区的消费增长速度持续明显超过全国平均水平, 新疆进入下半年后增长速度明显提升。整体看, 中部和西部区域增长比较理想。此外, 从城镇化的空间看, 人口数量大、城镇化比率低的地区较有空间, 四川及河南比较突出。

表 1 增长较快区域上市公司

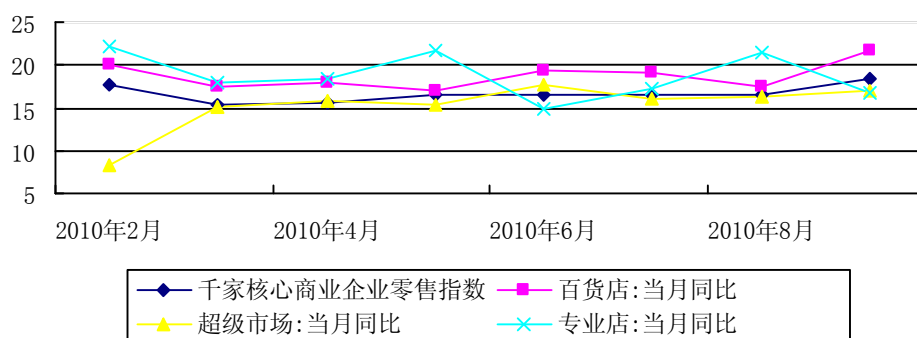
公司	主要区域	公司	主要区域
通程控股	湖南省	新华都	福建省
新华百货	宁夏回族自治区	友阿股份	湖南省
小商品城	浙江省	友好集团	新疆维吾尔自治区
武汉中百	湖北省	海宁皮城	浙江省
东百集团	福建省	武汉中商	湖北省
步步高	湖南省	苏宁电器	渠道下沉
鄂武商 A	湖北省	飞亚达	中西部城市
合肥百货	安徽省	农产品	江西、广西
成商集团	四川省		

资料来源: 广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

商业模式因素

从分业态看, 专业店和百货店各领风骚, 超市增长速度相对略慢。

图 6 各业态商业零售企业增长速度



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

2010 年前 3 季度看，金银珠宝和汽车是销售增长速度最快的商品，一方面是消费政策支持汽车消费及通货膨胀使黄金的需求大增，同时也反映了在经济复苏的阶段，可选消费品表现比必须消费品更理想。

表 2 各类商品零售增长速度

单位 (%)	食品类商品	服装类商品	鞋帽类商品	金银珠宝类同比	家用电器和音像器材类商品	汽车类商品
2010-02		18.70	15.50	23.20	22.40	28.90
2010-03	16.20	15.40		29.70	17.30	23.20
2010-04	18.00			29.20	22.00	27.00
2010-05	20.50	17.90	18.10	31.40	19.80	26.50
2010-06	20.50	20.20	18.10	34.70		20.60
2010-07	18.40	20.20	18.90	33.40		18.00
2010-08	18.20	18.20	15.70	31.40	18.30	25.60
2010-09	18.40	19.90	18.50	34.80		25.70

资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

专业连锁由于可复制性强，扩张速度比传统的百货和超市更有优势，结合产品看，奢侈品专业连锁企业的增长潜力最大，经过了 09 年和 10 年的高速增长，家电和汽车销售增长速度有回落的可能。

购物中心可以看成是单体百货店的外延式发展，更能满足消费者的全面要求，接受程度越来越高，而且体量较大，面积一般在 5 万平以上，甚至达到数十万平。

名品折扣店（OUTLET）模式在欧美地区发展已经非常成熟，在国内方兴未艾，名牌+常年折扣的定位使其在细分市场上有较强的竞争力。

网络购物在价格优势、效率优势、支付方式改进、宽带和网络技术提升等的支持下继续保持高速发展，进入 2010 年，网上支付的增长速度仍保持在 80% 以上。以标准化的商品，如家电、书籍等。

展望 2011 年，我们觉得从模式上看，最看好奢侈品专业连锁，接下来依次为奢侈品及汽车、家电以外的专业连锁；购物中心、折扣店、网店等新业态；传统百货；汽车、家电专业连锁；传统超市。

表 3 上市公司商业模式

模式	相关公司
奢侈品连锁	飞亚达（名表）；潮宏基、老凤祥、豫园商城（金饰）；
其他连锁	苏宁电器、通程控股（家电）；小商品城；农产品

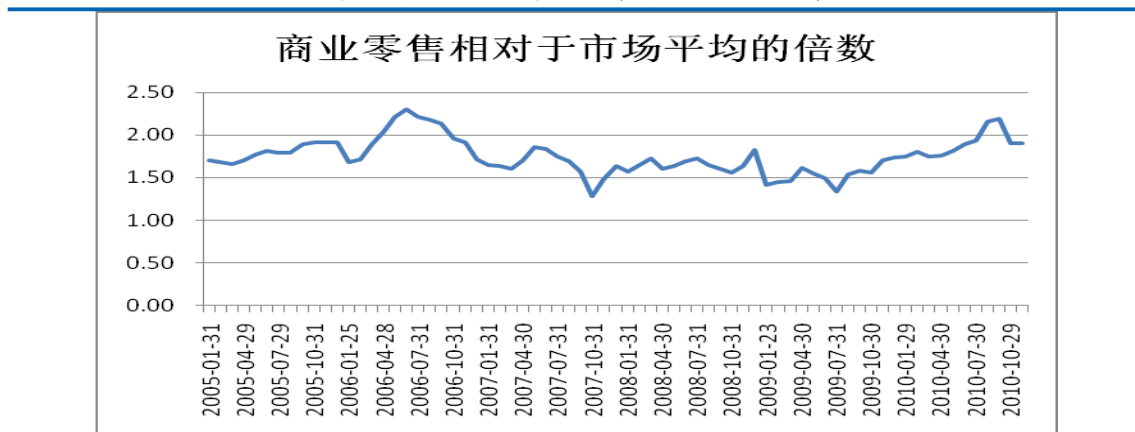
购物中心（涉及） 鄂武商、新华百货、海印股份、银座股份、武汉中百
 名品折扣店（涉及） 友阿股份、广州友谊
 网上零售（涉及） 苏宁电器

资料来源：广州证券研究所根据上市公司公开资料整理

估值因素

至 2010 年 11 月初，商业零售行业平均静态市盈率相对于市场平均水平的倍数处于较高位置，整体看估值中枢进一步提高的空间不是太大，盈利增长将是表现的主要驱动。

图 6 商业零售上市公司平均估值溢价水平



资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

区域和业态的差异，对公司的长期发展影响越来越明显，因此我们认为可根据区域和业态的组合给予上市公司不同的目标估值。对区域增长速度处于全国平均水平附近、模式处于中等水平的上市公司可给予 25 倍的 2011 年动态市盈率，对应 PEG 小于 1。

表 4 动态估值分析

快	30	30-35	35	35-40
较快	25-30	30	30-35	35
平均	20-25	25	30	30-35
略低于平均	20	20-25	25-30	30
区域消费增速 模式	一般（传统超市）	平均（传统百货、汽车、家电专业连锁）	较强（专业连锁、涉 及新业态）	很强（奢侈品连锁）

资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

表 5 部分商业零售公司目标估值

快	30: 新华都、步步高	30-35: 新华百货	35: 海宁皮城、小商品城、农产品、鄂武商、友阿股份	35-40
较快	25-30	30: 通程控股、成商集团	30-35: 银座股份	35: 飞亚达、潮宏基
平均	20-25	25: 苏宁电器	30: 天虹商场、友谊股份	30-35

略低于平均	20	20-25	25-30: 广州友谊、海印股份、老凤祥、豫园商城	30
区域	一般	平均	较强	很强
模式				

资料来源：广州证券研究所根据 Wind 资讯数据整理

重点公司

如上所述，先根据区域、模式因素给商业零售公司进行初步估值。2011 年目标动态 PE 越高，则代表对公司未来成长性预期越高，因此目标动态 PE 在 25 倍或以上的公司为候选。

接着关注公司目前的估值与目标估值的差距，以 11 月 8 日收盘价看，大部分公司目前的估值与目标估值差距在 10% 左右，显示股价基本处于合理区间。目前估值明显低于目标估值的公司包括：小商品城、通程控股、苏宁电器、新华百货、飞亚达。

基于长期成长性看，农产品、鄂武商、友阿股份、潮宏基、海印股份等也可关注。

小商品城 (600415)：2011 年将有两大市场新开，经营面积将增加约 40%，老市场也有进一步扩大的可能。目前的租金水平偏低，有提升的空间。预计 2010 年-2012 年每股收益分别为：0.76、1.13、1.46 元，其中主业贡献分别为 0.65 元、1.03 元和 1.30 元，给予主业 35 倍、非主业 15 倍的 2011 年动态 PE，对应目标价格为 37.55 元。

飞亚达 (000026)：名表销售进入快速增长阶段，公司份额国内第二，在多个中西部省会城市重点布局。公司保持约 20% 的门店扩张速度，内生性增长也在 20% 以上。随着销售规模的提升，三项费用率不断下降，有助业绩释放。预计 2010 年-2012 年每股收益分别为：0.41 元、0.59 元和 0.76 元，给予 35 倍的 2011 年动态 PE，对应目标价格为 20.65 元。

附表：各区域社会消费品零售总额增长速度

指标名称	2010-01	2010-02	2010-03	2010-04	2010-05	2010-06	2010-07	2010-08	2010-09
海南	16.30	21.00	19.60	19.60	19.70	19.50	19.70	19.60	20.60

浙江	13.30	23.90	19.90	20.20	19.40	18.10	19.90	20.00	19.90
江西	12.60	25.70	19.30	19.50	19.50	19.10	19.80	19.20	19.50
天津	11.10	26.80	18.60	19.20	19.50	19.40	19.80	19.80	19.50
贵州	14.60	23.10	19.60	19.30	19.30	19.20	19.00	18.90	20.20
安徽	16.20	21.00	19.30	19.50	19.50	19.40	18.70	19.50	19.90
福建	15.40	22.10	19.80	19.60	17.90	18.10	18.20	19.10	21.20
广西	15.70	21.60	18.80	19.40	19.40	18.10	18.80	19.80	19.60
湖北	15.40	22.40	17.10	18.90	19.00	18.90	18.80	19.80	19.90
湖南	10.20	28.20	17.70	18.70	17.80	18.60	19.10	19.50	20.30
黑龙江	16.80	20.60	18.60	19.30	19.30	19.30	18.20	19.00	19.00
宁夏	17.20	18.90	19.30	19.40	18.90	19.00	18.10	18.70	20.00
河南	15.60	21.50	18.20	18.80	18.80	18.60	18.30	19.50	19.50
内蒙古	17.60	19.60	19.00	19.00	18.20	18.40	18.90	19.00	18.80
山东	9.80	27.70	19.10	18.90	18.90	18.80	17.00	18.50	19.60
重庆	15.60	20.60	19.30	19.10	19.50	19.30	16.00	19.00	19.80
陕西	14.60	21.70	17.10	19.00	19.50	19.20	18.20	19.10	19.40
云南	17.10	19.80	19.50	17.70	19.00	18.70	17.60	18.10	19.10
江苏	14.40	21.70	18.50	18.90	18.30	18.30	17.20	19.00	19.50
四川	16.50	20.20	18.00	18.70	18.90	18.60	18.30	17.90	18.60
西藏	16.80	18.30	18.80	19.10	19.80	17.80	16.80	19.70	18.30
辽宁	12.70	20.80	18.00	18.10	19.80	18.80	18.70	18.60	19.50
河北	15.90	18.60	17.90	18.40	18.70	18.70	18.40	18.60	19.20
吉林	16.60	19.70	17.40	18.90	19.20	19.00	16.00	17.80	19.20
山西	16.20	21.10	17.10	17.70	17.90	17.80	17.60	17.80	18.40
上海	8.60	27.60	15.50	16.50	18.90	19.50	18.10	17.10	18.20
甘肃	14.80	16.60	16.70	17.40	17.70	18.70	18.60	19.00	18.70
广东	15.50	18.90	16.70	16.90	17.80	16.60	16.60	17.10	17.40
新疆	15.60	20.00	15.10	15.20	15.80	13.10	20.50	18.00	19.10
青海	16.80	19.00	13.60	14.60	16.30	17.40	19.80	15.60	15.70
北京	11.70	19.20	15.30	16.60	16.90	16.80	16.50	17.20	16.70

研究所

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

股票/行业评级标准

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

重要声明

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及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，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“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。