

推荐 (维持)

2010 年 12 月 1 日

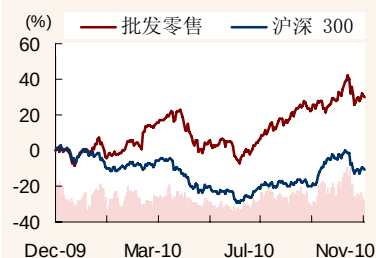
上证指数 2820

行业规模

|           |      | 占比% |
|-----------|------|-----|
| 股票家数 (只)  | 93   | 5.7 |
| 总市值 (亿元)  | 6839 | 2.9 |
| 流通市值 (亿元) | 5436 | 3.2 |

行业指数

| %    | 1m   | 6m   | 12m  |
|------|------|------|------|
| 绝对表现 | -1.3 | 20.1 | 30.1 |
| 相对表现 | 5.9  | 10.0 | 40.8 |



相关报告

- 1、《零售行业研究系列专题之一——业态战争》11/18/2009
- 2、《零售行业研究系列专题之二——百货业态演进探析》02/25/2010
- 3、《零售行业研究系列专题之三——梦想即将照进现实——国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

朱卫华

S1090203100034

研究助理

杨夏

0755-82944685

yangxia@cmschina.com.cn

## 消费向好，坚守优质零售商

### 零售行业2011年度投资策略

经济向好，居民收入、消费信心将持续提升，看好明年消费增长，维持行业“推荐”评级。重点推荐天虹商场、友阿股份、广州友谊、南京新百、武汉中百、新华都、苏宁电器。

- **看好明年消费增长，维持行业“推荐”评级。**消费景气滞后宏观经济景气，在当前经济向好背景下，明年居民收入、消费信心将持续提升，近期紧缩政策、打击价格炒作的措施密集出台，将降低恶性通胀发生的概率，而温和通胀有利于零售业的发展，近期讨论并呼之欲出的收入分配改革，如若推出并有效实施，将构成零售业的长期利好。
- **百货推荐天虹商场、友阿股份、广州友谊、南京新百。**受益通胀及消费升级，在经济向好，消费者信心提升的背景下，百货行业景气有望维持。重点推荐：成功实现异地拓展，能够快速实现有效益扩张的天虹商场；业绩弹性高，有优质资产注入预期的长沙百货龙头友阿股份；重启扩张之路，将迎来跨越式发展的广州高档百货龙头广州友谊；股价安全边际高，资产价值有巨大挖掘潜力，业绩有望实现爆发式增长的南京新百。
- **超市景气将显著受益于食品 CPI 上扬。**重点推荐：业绩持续稳定增长，湖北地区龙头地位稳固的武汉中百；股权激励即将实施，业绩弹性高的新华都。
- **专业店强烈推荐苏宁电器。**仍然有较大发展空间，看点在于品类扩张，产品向 3C 类倾斜，渠道向二、三级市场下沉，营销模式向买断经销转变。政策面上受益于家电以旧换新。未来三年净利润保持 30% 左右复合增速可期。

### 重点公司主要财务指标

|      | 股价    | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 11PE         | 12PE  | PB  | 评级     |
|------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|-----|--------|
| 天虹商场 | 48.89 | 1.25  | 1.7   | 2.3   | <b>28.76</b> | 21.26 | 6.4 | 强烈推荐-A |
| 广州友谊 | 27.85 | 0.95  | 1.15  | 1.45  | <b>24.22</b> | 19.21 | 7.2 | 强烈推荐-A |
| 友阿股份 | 24.98 | 0.65  | 0.88  | 1.19  | <b>28.39</b> | 20.99 | 5.7 | 强烈推荐-A |
| 南京新百 | 10.17 | 0.25  | 0.33  | 0.55  | <b>30.82</b> | 18.49 | 3.4 | 强烈推荐-B |
| 武汉中百 | 13.73 | 0.42  | 0.52  | 0.62  | <b>26.40</b> | 22.15 | 4.0 | 审慎推荐-A |
| 新华都  | 24.2  | 0.52  | 0.9   | 1.2   | <b>26.89</b> | 20.17 | 7.0 | 强烈推荐-B |
| 苏宁电器 | 13.84 | 0.57  | 0.7   | 0.9   | <b>19.77</b> | 15.38 | 5.9 | 强烈推荐-A |

资料来源：招商证券，取2010.11.30收盘价

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、总体回顾 .....                     | 4  |
| 1、10 月社销增速创年内新高 .....            | 4  |
| 2、10 月食品 CPI 再创新高 .....          | 4  |
| 3、零售公司景气保持平稳 .....               | 5  |
| 4、看好消费明年表现，收入分配改革值得期待 .....      | 6  |
| 二、百货：坚守成长股 .....                 | 7  |
| 1、业绩持续向好 .....                   | 7  |
| 2、相对估值处于高位 .....                 | 8  |
| 3、投资策略 .....                     | 9  |
| 三、超市：受益通胀 .....                  | 11 |
| 1、10 月 CPI 再创新高，第四季度业绩值得期待 ..... | 11 |
| 2、相对估值处于高位 .....                 | 12 |
| 3、投资策略 .....                     | 13 |
| 四、专业店：苏宁仍有空间 .....               | 14 |
| 1、行业景气上升迅猛 .....                 | 14 |
| 2、家电以旧换新实施范围扩大 .....             | 14 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：社销总额增速（扣除春节因素） .....            | 4  |
| 图 2：消费者信心指数 .....                   | 4  |
| 图 3：CPI 同比增速 .....                  | 4  |
| 图 4：食品和非食 CPI 表现 .....              | 4  |
| 图 5：整体物价水平 .....                    | 5  |
| 图 6：千家核心零售企业零售总额增速 .....            | 5  |
| 图 7：千家核心企业零售指数 .....                | 5  |
| 图 8：200 家大型零售企业销售、零售增速 .....        | 5  |
| 图 9：1998 - 2009 年百货销售与 GDP 增速 ..... | 6  |
| 图 10：日本实施国民收入倍增计划后零售业增速 .....       | 6  |
| 图 11：日本实施国民收入倍增计划后零售业市值占比变化 .....   | 6  |
| 图 12：百货公司营业总收入累积增速 .....            | 7  |
| 图 13：百货公司营业利润累积增速 .....             | 7  |
| 图 14：商务部千家核心零售企业百货指数 .....          | 7  |
| 图 15：商务部千家核心零售企业服装指数 .....          | 7  |
| 图 16：商务部千家核心零售企业服装增速 .....          | 8  |
| 图 17：商务部千家核心零售企业化妆品增速 .....         | 8  |
| 图 18：商务部千家核心零售企业金银珠宝增速 .....        | 8  |
| 图 19：百货行业历史 PE（TTM） .....           | 8  |
| 图 20：百货行业相对大市估值溢价 .....             | 8  |
| 图 21：超市公司营业总收入累积增速 .....            | 11 |
| 图 22：超市公司营业利润累积增速 .....             | 11 |
| 图 23：食品 CPI 走势 .....                | 11 |
| 图 24：商务部千家核心零售企业超市指数 .....          | 12 |
| 图 25：商务部千家核心零售企业食品指数 .....          | 12 |
| 图 26：商务部千家核心零售企业饮料指数 .....          | 12 |

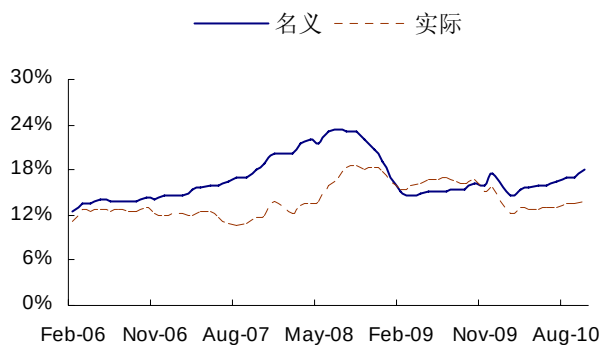
|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| 图 27: 商务部千家核心零售企业日用品指数 .....  | 12     |
| 图 28: 超市行业历史 PE (TTM) .....   | 12     |
| 图 29: 超市行业相对大市估值 .....        | 12     |
| 图 30: 商务部千家核心零售企业家用电器指数 ..... | 14     |
| 图 31: 商务部千家核心零售企业通讯器材指数 ..... | 14     |
| 图 32: 家电以旧换新销售额 .....         | 14     |
| 图 33: 批发零售行业历史 PEBand .....   | 16     |
| 图 34: 批发零售行业历史 PBBand .....   | 16     |
| <br>表 1: 重点公司估值表 .....        | <br>15 |
| 表 2: 国际零售公司估值对比表 .....        | 15     |

## 一、总体回顾

### 1、10月社销增速创年内新高

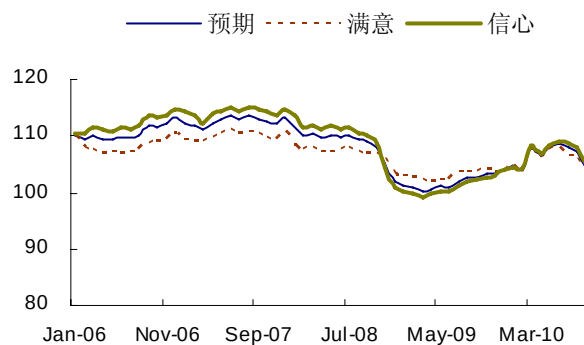
经济持续向好，10月社销总额创出年内新高，达到18.08%水平，或受通胀高企影响，9月消费者信心略有滑落。

图1：社销总额增速（扣除春节因素）



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

图2：消费者信心指数

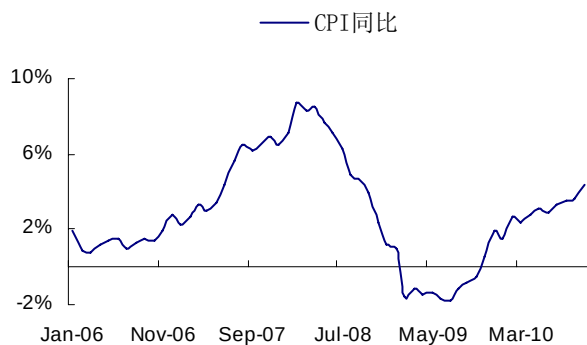


资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.9.30

### 2、10月食品CPI再创新高

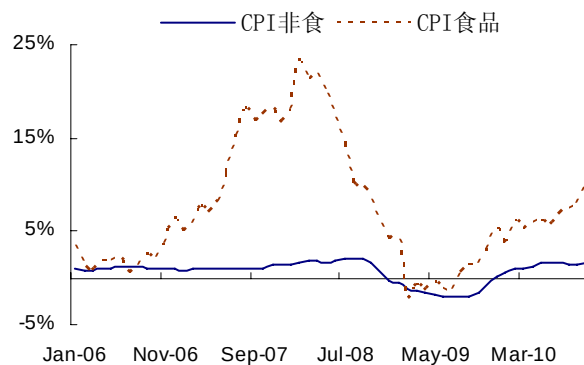
CPI自09年11月以来转正，10月CPI同比达到4.4%；以2006年1月1日为基期计算的物价水平明显上升。而食品CPI在10月更是达到了10.1%，再创新高，其中10月环比上升达1.1%，通胀加速上扬。

图3：CPI同比增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

图4：食品和非食品CPI表现



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

图5：整体物价水平



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

### 3、零售公司景气保持平稳

从商务部公布的千家核心零售企业指数来看，行业景气度已经回升至高位，并窄幅波动。

图6：千家核心零售企业零售总额增速



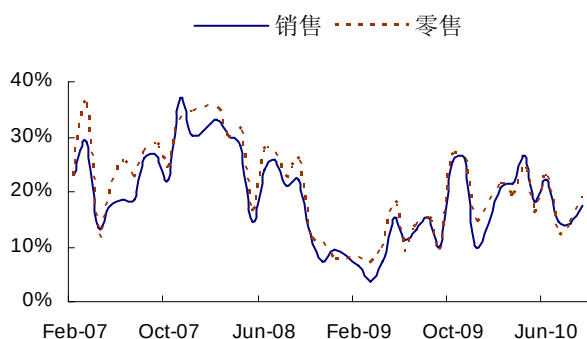
资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

图7：千家核心企业零售指数



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

图8：200家大型零售企业销售、零售增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.09.30

## 4、看好消费明年表现，收入分配改革值得期待

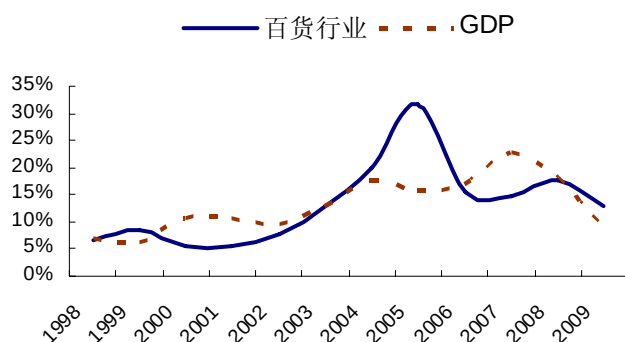
我们看好 2011 年消费的表现，原因在于：

- ✓ 消费景气滞后于宏观经济景气，在经济向好的背景下，居民收入增速、消费者信心将持续提升，在经历了金融危机所引起的宏观经济波动之后，明年消费形势值得看好；
- ✓ 零售长期受益于通胀，虽然近期通胀上升势头较猛，但我们认为在近期紧缩政策密集出台，政府打击炒作的背景下，发生恶性通胀的概率在降低，而温和的通胀将有利于零售业的发展。

近日有新闻报道年内将出台关于收入分配的改革方案，目的在于提高中低收入者的收入水平，培育中产阶级，缩小贫富差距。

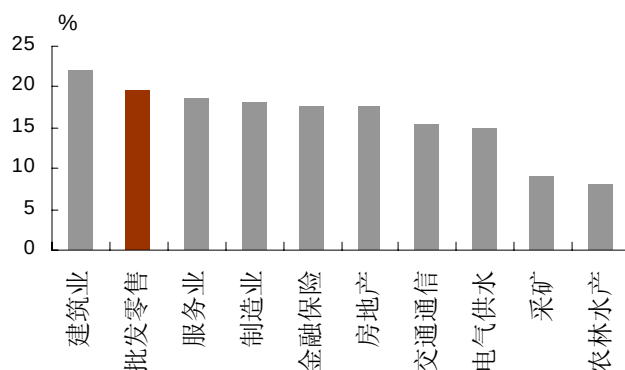
我们在 9 月 10 日的零售行业研究专题报告中，研究了日本上世纪 60 年代实施国民收入倍增计划后，零售行业的长期表现，结果表明，该计划实施后，日本零售业在较长时期内高速发展。我们认为，若收入分配改革方案推出并能得到有效推行，将构成零售行业的长期利好。详情请参阅我们的深度报告，《零售行业研究系列专题之三 - 梦想即将照进现实 - 国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010。

图9：1998 - 2009年百货销售与GDP增速



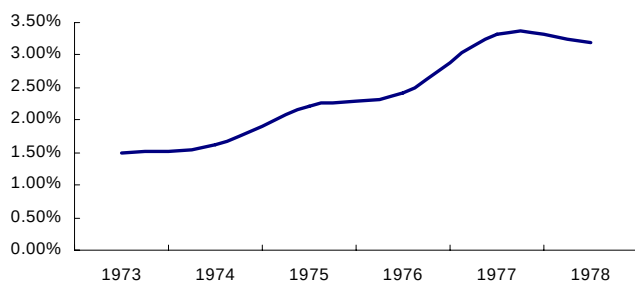
资料来源：招商证券研发中心

图10：日本实施国民收入倍增计划后零售业增速



资料来源：招商证券研发中心

图11：日本实施国民收入倍增计划后零售业市值占比变化



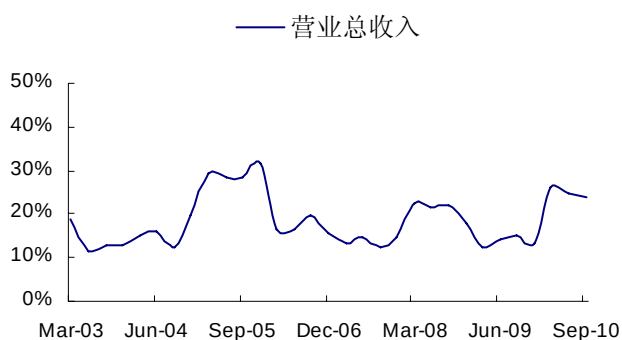
资料来源：招商证券研发中心

## 二、百货：坚守成长股

### 1、业绩持续向好

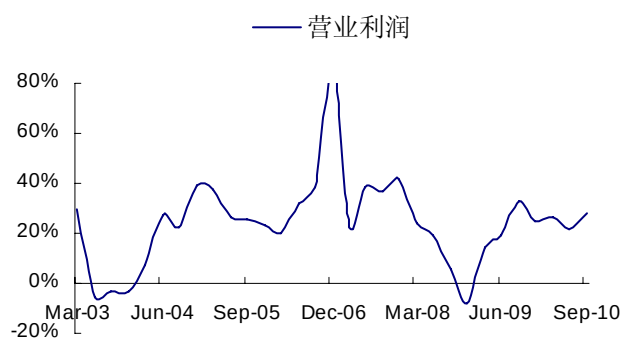
百货公司业绩表现在今年第三季度依然保持较高增速，我们认为，而在经济向消费驱动型转型，各种刺激消费政策出台的背景下，行业景气有望高位维持。

图12：百货公司营业总收入累积增速



资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2010.09.30

图13：百货公司营业利润累积增速



资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2010.09.30

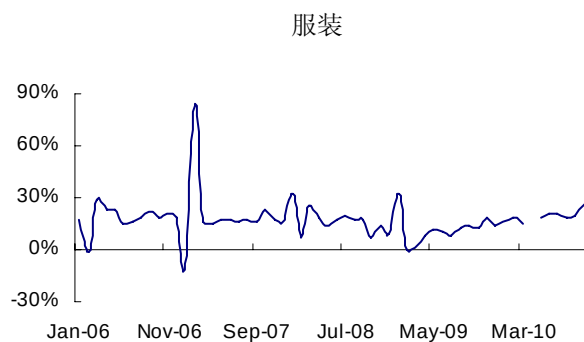
从商务部公布的千家核心零售企业数据来看，景气仍然高涨。

图14：商务部千家核心零售企业百货指数



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

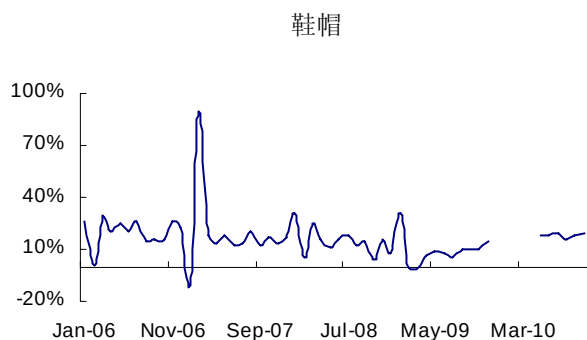
图15：商务部千家核心零售企业服装指数



资料来源：招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

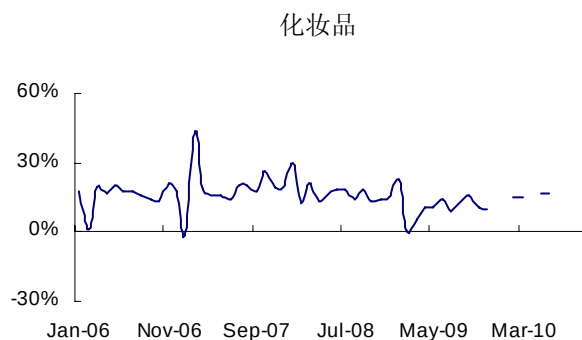
分品种来看，黄金珠宝依然表现优秀，其余品种也持续向好。

图16: 商务部千家核心零售企业服装增速



资料来源: 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.10.31

图17: 商务部千家核心零售企业化妆品增速



资料来源: 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.10.31

图18: 商务部千家核心零售企业金银珠宝增速



资料来源: 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.10.31

## 2、相对估值处于高位

目前整体百货行业的估值水平从自身历史来看处于平均水平,但是从相对大市的角度来看,估值已经不低。

图19: 百货行业历史PE (TTM)



资料来源: 招商证券研发中心

图20: 百货行业相对大市估值溢价



资料来源: 招商证券研发中心



### 3、投资策略

我们看好百货行业 2011 年表现，选择扩张能力强、龙头地位稳固、增长较为确定的公司，推荐天虹商场、广州友谊、友阿股份，主题投资上仍然推荐南京新百。

➤ 天虹商场，投资亮点在于：

- ✓ **门店布局和扩张更受益于城市化：**我们认为中国城市化率超过 50%以后，人口的流向是以小城市进入大城市，大城市郊区化和大都市圈形成为主，天虹以珠三角、长三角和环渤海地区为战略拓展区域，向一级城市新城区及二、三线城市为开店重心的发展战略能更大程度上享受城市化带来的好处；
- ✓ **社区商业发展空间大：**在百货经营同质化、交通日益拥挤、居民追求有效率的一站式购买的背景下，社区商业有较大的发展空间，而目前社区商业经营尚有较多空白点，天虹作为社区购物中心经营的领先者，拥有巨大的发展潜力；
- ✓ **差异化的组合业态模式，标准化程度高，可复制性强：**“百货+超市+X”体现门店经营差异化，各业态有机结合，有效吸引客流量增长；
- ✓ **外延、内生增长都很强劲：**门店数量扩张较快，未来 2-3 年门店数量及面积扩张接近 20%，门店存活率接近 100%，经营 4 年以上的门店依然有着两位数的同店增长率，半数老门店正处于收入和利润的快速增长期，老店的利润增长能够在覆盖新店培育期亏损的基础上，使公司利润保持较快增速；
- ✓ **门店培育期短：**得益于区域密集布点的开店策略，公司在后台招标采购上有规模优势，营销管理费用能得到有效分摊，使得新开门店培育期能得到较大程度缩短；
- ✓ **成长性好，抗风险能力强：**近 5 年收入和扣非后净利润复合增长率分别达到 26% 和 25%；剔除老深南店关店影响，05-09 年扣非净利润年复合增长率达到 41%，金融危机影响下 2009 年的剔除老深南店影响后的收入和净利润增长分别达到了 22% 和 27%，显著高于同区域内的其他零售公司；
- ✓ **优秀的管理团队：**公司管理团队凝聚力较强，执行力优秀，激励到位，115 名高管拥有约总股本 8% 的间接股权激励；公司将最先进管理技术和 20 余年经营管理经验相结合，以工业企业的管理理念管理零售企业，内部管理规范化、标准化、制度化，公司运营模式的内部可复制能力强。
- ✓ **预计 2010-12 年实现 EPS1.25、1.7、2.3 元，作为成功实现跨区域拓展的零售公司，公司应该享受估值溢价。给予“强烈推荐-A”的投资评级，目标价位 70 元，对应 2012 年 30 倍 PE。**

➤ 广州友谊，投资亮点在于

- ✓ 广州地区高档百货龙头，受益于消费升级；
- ✓ 环市东路店扩容后成长空间加大，正佳店、南宁店正处于利润快速释放期；
- ✓ 10、11 年将新增 4 家门店，营业面积相对 09 年将实现翻番增长，我们认为 10、11 年公司收入将实现跨越式增长，预计 2010-12 年 EPS 为 0.95、1.15、1.45 元，给予“强烈推荐-A”投资评级。

- 友阿股份，投资亮点在于：
- ✓ 公司为长沙地区百货区域龙头，市场份额高，享受中部崛起带来的地区消费快速增长；
- ✓ 明后年看点在于：现有门店改造，投入产出比好，业绩弹性高，2012 年关注春天百货注入。预计 2010 - 12 年实现 EPS0.65、0.88、1.19 元。给予“强烈推荐 - A”投资评级。

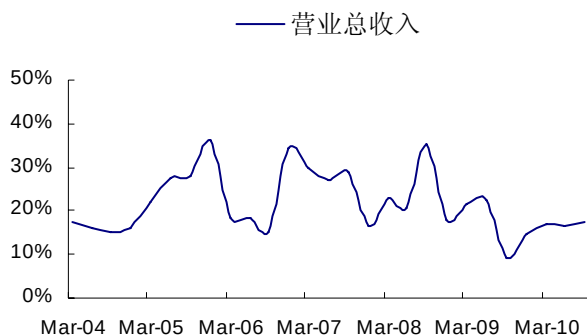
经营不善的公司看其被并购价值及隐蔽资产挖掘，继续关注资产价值有较大挖掘空间，股价安全边际高，重组预期强的南京新百，总店改造即将完成，明后年开始贡献业绩，预计 2010 - 12 年 EPS 为 0.25、0.33、0.55 元，股价催化剂在于重组成功和河西 300 亩土地进入开发阶段，给予“强烈推荐 - B”投资评级。

### 三、超市：受益通胀

#### 1、10月CPI再创新高，第四季度业绩值得期待

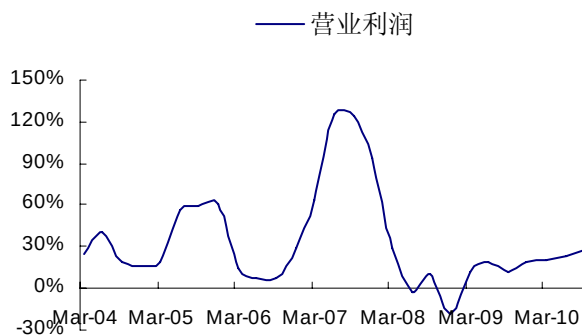
受益于食品CPI快速上涨及消费者信心回升，主要超市公司经营业绩自09年中期以来显著回升。近期食品CPI大幅上扬，我们认为超市公司2010年第四季度增速表现将会比较理想。

图21：超市公司营业总收入累积增速



资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2010.09.30

图22：超市公司营业利润累积增速



资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2010.09.30

图23：食品CPI走势



资料来源：CEIC，招商证券研发中心，截至日期：2010.10.31

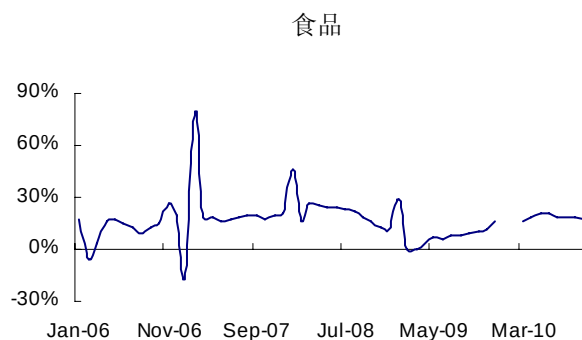
根据商务部千家核心零售企业数据，超市行业的景气度基本保持平稳。

图24: 商务部千家核心零售企业超市指数



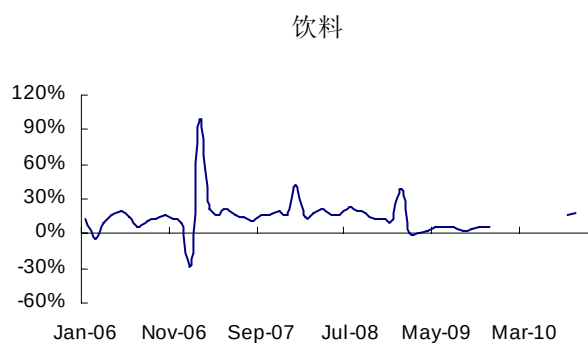
资料来源: 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.10.31

图25: 商务部千家核心零售企业食品指数



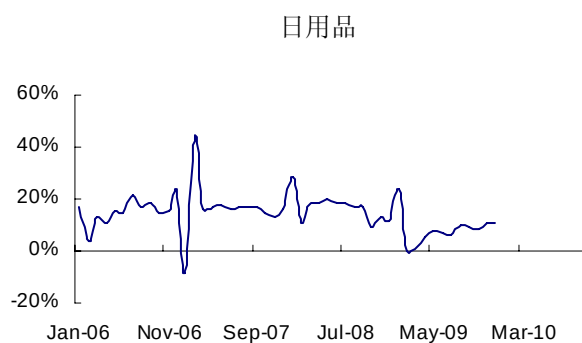
资料来源: 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.10.31

图26: 商务部千家核心零售企业饮料指数



资料来源: 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.10.31

图27: 商务部千家核心零售企业日用品指数



资料来源: 招商证券研发中心, 截至日期: 2010.10.31

## 2、相对估值处于高位

图28: 超市行业历史PE (TTM)



资料来源: 招商证券研发中心

图29: 超市行业相对大市估值



资料来源: 招商证券研发中心

### 3、投资策略

我们认为在温和通胀前提下，超市公司业绩能够继续向好，今年促销行为也将减少，毛利率也将有所回升。公司层面上选择估值相对较低的武汉中百及业绩弹性高的新华都。

- 武汉中百：受益于食品 CPI 上涨，湖北省内 5 年内发展无忧，今年仓储将新开 20 家左右门店，便民将新开 60 家左右，业绩将一如既往保持稳定增长态势，预计 2010 - 12 年 EPS 为 0.42、0.52、0.62 元，给予“审慎推荐 - A”投资评级。
- 新华都：股权激励方案已经获批，行权条件较 09 年 6 月版本略有调整，公司 2011 年净利润需达到 1.35 亿元才能满足股权激励行权条件，公司目前净利润才 2% 左右，低于行业平均水平，业绩弹性较大，达成股权激励行权条件概率较高。预计 2010 - 12 年 EPS 为 0.52、0.9、1.2 元，给予“强烈推荐 - B”投资评级。

## 四、专业店：苏宁仍有空间

### 1、行业景气上升迅猛

家电产品作为耐用消费品，弹性最大，景气回升最为迅猛。商务部公布的数据显示，专业店类景气指数由 09 年初的 0% 快速回升到 20% 以上。分产品来看，家用电器、音响器材和通讯产品销售情况也快速回升。我们认为，在“以旧换新”政策刺激下，行业景气度仍然能够维持。

图30：商务部千家核心零售企业家用电器指数



资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2010.10.31

图31：商务部千家核心零售企业通讯器材指数

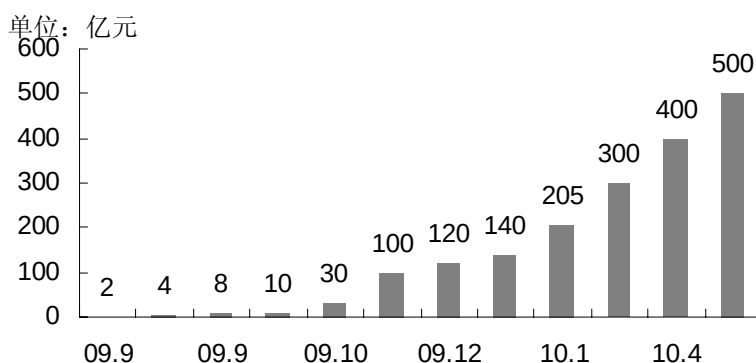


资料来源：招商证券研发中心，截止日期：2010.10.31

### 2、家电以旧换新实施范围扩大

家电以旧换新将由北京、上海、江苏等 9 个发达省市推广至 28 个省市，时间将延长至 2011 年 12 月 31 日，受益品种为电视、空调、冰箱、洗衣机、电脑。补贴金额为单品售价 10% 或分品种 250 - 400 元，两者取孰低。我们认为该项政策的实施将对家电消费有较大正面刺激，主要原因在于：家电消费 70% 在城镇市场且目前城镇市场家电消费以升级换代为主。截止 2010 年 5 月底，家电以旧换新共实现销售额 500 亿元，其中 4、5 月单月实现销售 100 亿元。我们预计该政策向全国推广后，将刺激 2000 亿左右家电销售。

图32：家电以旧换新销售额



资料来源：商务部网站

我们认为该项政策的实施会对苏宁电器的同店增长产生较大刺激,预计 2010 年同店增速在 15% 左右。公司未来看点在于向二、三级市场下沉、营销转型及产品结构向 3C 类产品倾斜。公司今年将新开传统门店 200 家,乡镇店 300 家,精品店 30 家,海外门店 13 家左右。目前国美的黄陈控制权之争,公司是实质上的最大受益者。预计 2010-12 年 EPS0.57、0.7、0.9 元,目前 2011 年动态约 PE20 倍,给予“强烈推荐-A”投资评级,目标价 20 元。

**表 1: 重点公司估值表**

| 名称   | 投资评级   | 股价    | 每股盈利 |      |      | PE    |              | 10-12EPS |        | PEG  |
|------|--------|-------|------|------|------|-------|--------------|----------|--------|------|
|      |        |       | 10E  | 11E  | 12E  | 10E   | 11E          | 12E      | 复合增长   |      |
| 天虹商场 | 强烈推荐-A | 48.89 | 1.25 | 1.7  | 2.3  | 39.11 | <b>28.76</b> | 21.26    | 35.65% | 0.83 |
| 广州友谊 | 强烈推荐-A | 27.85 | 0.95 | 1.15 | 1.45 | 29.32 | <b>24.22</b> | 19.21    | 23.54% | 1.05 |
| 友阿股份 | 强烈推荐-A | 24.98 | 0.65 | 0.88 | 1.19 | 38.43 | <b>28.39</b> | 20.99    | 35.31% | 0.83 |
| 南京新百 | 强烈推荐-B | 10.17 | 0.25 | 0.33 | 0.55 | 40.68 | <b>30.82</b> | 18.49    | 48.32% | 0.64 |
| 武汉中百 | 审慎推荐-A | 13.73 | 0.42 | 0.52 | 0.62 | 32.69 | <b>26.40</b> | 22.15    | 21.50% | 1.26 |
| 新华都  | 强烈推荐-B | 24.2  | 0.52 | 0.9  | 1.2  | 46.54 | <b>26.89</b> | 20.17    | 51.91% | 0.52 |
| 苏宁电器 | 强烈推荐-A | 13.84 | 0.57 | 0.7  | 0.9  | 24.28 | <b>19.77</b> | 15.38    | 25.66% | 0.78 |

资料来源: 招商证券研发中心, 取 2010 年 11 月 30 日收盘价

**表 2: 国际零售公司估值对比表**

| 名称      | 国别 | 滚动 PE  | PE10E | PE11E | PB    | 市值      | 营收      | 最近一月<br>涨跌 |
|---------|----|--------|-------|-------|-------|---------|---------|------------|
| 沃尔玛     | US | 13.71  | 13.25 | 12.06 | 2.97  | 195,428 | 408,214 | -0.79      |
| 家乐福     | FR | 55.18  | 15.89 | 12.93 | 2.47  | 33,962  | 119,028 | -6.09      |
| 联华超市    | CH | 33.72  | 31.08 | 25.85 | 7.25  | 2,924   | 3,516   | 10.61      |
| 物美商业    | CH | 41.34  | 38.10 | 30.38 | N/A   | 3,092   | 1,539   | 5.49       |
| 华联综超    | CH | 100.35 | 58.92 | 41.67 | 3.22  | 869     | 1,345   | -4.55      |
| 西尔斯百货   | US | 60.61  | 86.92 | 58.72 | 0.87  | 7,267   | 44,043  | -8.22      |
| 百盛集团    | CH | 32.79  | 29.10 | 23.55 | 7.45  | 4,682   | 507     | -7.70      |
| 新世界百货中国 | CH | 20.68  | 17.32 | 14.52 | 2.49  | 1,527   | 241     | -2.36      |
| 金鹰商贸    | CH | 56.54  | 37.55 | 28.70 | 11.61 | 5,467   | 271     | 6.07       |
| 银泰百货    | CH | 31.58  | 31.68 | 25.69 | 4.69  | 2,618   | 230     | -2.86      |
| 茂业国际    | CH | 34.37  | 31.24 | 25.08 | 5.14  | 2,648   | 249     | 19.76      |
| 百思买     | US | 13.52  | 12.43 | 11.31 | 3.00  | 17,803  | 49,694  | 4.12       |
| 山田电机    | JN | 7.37   | 7.43  | 8.69  | 1.16  | 6,102   | 21,742  | 1.53       |
| 国美电器    | HK | 21.61  | 21.88 | 18.08 | 3.24  | 6,513   | 6,246   | 16.09      |

资料来源: 招商证券研发中心, 注: 根据 2010 年 11 月 30 日收盘价计算, 盈利预测取彭博一致预期, 市值和营收单位为百万美元



图33: 批发零售行业历史PEBand

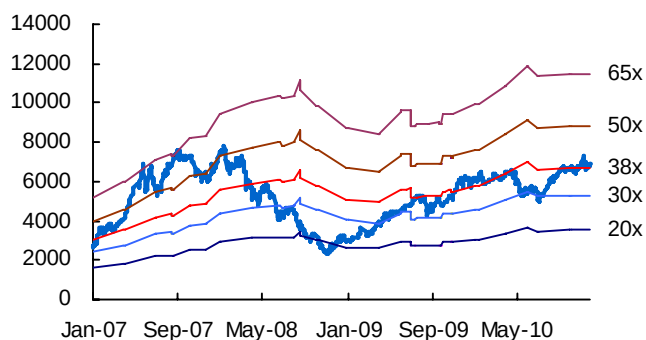
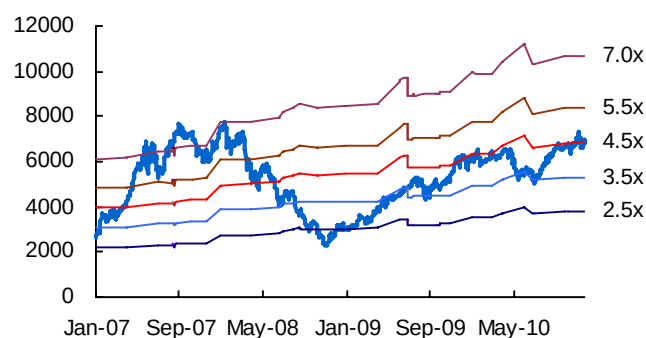


图34: 批发零售行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；  
2、行业指数基期、基点对应于沪深300指数；  
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；  
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

### 参考报告:

#### 1、《苏宁电器（002024）- 超越总在弯道时》06/05/2009

参考百思买的成长历程，从苏宁电器发展历史的角度探寻公司能够在长期竞争中脱颖而出的理由，并初步探讨了苏宁未来的发展方向。

#### 2、《苏宁电器（002024）- “家电以旧换新”将对公司业绩带来较大正面刺激》06/07/2009

大众观点普遍认为此方案对苏宁电器销售业绩刺激不大，我们认为由于方案主要面对消费力较强的城镇市场的更新换代需求，且公司在试点城市有较高市场占有率，因此该方案的实施将对公司的销售带来较大的正面刺激。

#### 3、《南京新百（600682）- 价值严重低估的“准”商业地产龙头》10/16/2009

不尽如人意的过往经营业绩无法掩盖公司核心资产的价值，我们认为重组转型商业地产有利于公司资产价值的最大挖掘，重组成功只是时间问题。经测算的调整后资产价值高出市值约90%，股价严重低估。

#### 4、《零售行业 2009 年中期投资策略 - 消费回暖，首选区域龙头公司》06/15/2009

消费者信心将逐渐恢复，CPI 将由负转正，一季度有望成为今年零售公司业绩增速最低点。

#### 5、《零售行业 2010 年度投资策略 - 行业景气向好，寻找优质零售公司》12/06/2009

#### 6、《零售行业研究系列专题之一 - 业态战争》11/18/2009

我们认为零售业内各业态经营关注侧重点有着较大差别：百货经营主要看选址、定位、招商；超市经营主要看供应链、生鲜和外延式扩张；专业店经营主要看供应链、专业化经营和外延式扩张。

#### 7、《零售行业研究系列专题之二 - 百货业态演进探析》02/25/2010



借鉴日本百货业发展历程及现状，我们认为，中国百货业未来必将受到购物中心及自有品牌服装专业零售商的挑战，为了应对挑战，中国百货业应该在业态和盈利模式上做出改变和创新。

8、《零售行业 2010 年二季度投资策略 - 买入低估值公司》04/15/2010

9、《零售行业 2010 年中期投资策略 - 防御质上》06/09/2010

10、《零售行业研究系列专题之三 - 梦想即将照进现实 - 国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

上世纪 60 年代，日本实施国民收入倍增计划后，其零售业在较长时期内高速发展。当下，我国经济发展面临向消费驱动型转型，提高国民收入势在必行。我们认为，收入分配改革方案推出后，若能得到有效推行，我国零售业也将迎来高速发展期。

11、《零售行业 2010 年第四季度投资策略 - 景气平稳向好，买入成长股》09/28/2010

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨夏**，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。