

2011-01-05

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

商贸零售

2011，让零售飞

增持/维持评级

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

联系人

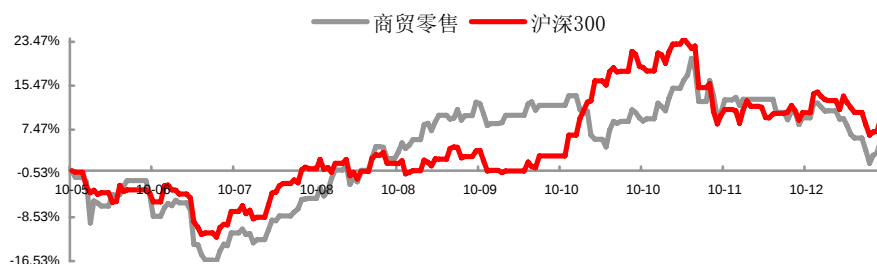
洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.htlhsc.com.cn

- 我们从策略的角度出发，对零售板块及其中公司过去多年的业绩表现和股价走势进行分析，试图从行业和公司两个纬度分析影响其走势的主要影响因素。
- 我们认为在目前时点，行业稳健持续的业绩增长和鲜见的低位估值将筑成投资零售板块取得正收益的双保险。我们坚定看多零售板块。从行业配置角度出发，我们测算全行业 2011 年的绝对收益空间在 15%-20%，建议超配！
- 2004 年至今，以 35 家零售公司为样本的零售行业保持了持续净利润增长，07-10 年净利润增速分别为 63%、24%、28%和 35%，其中百货行业增速分别为 55%、18%、23%和 26%。优良的行业属性是零售板块常年获得正收益的根本原因。
- 从自 04 年至今，市场对零售行业的估值已经相对成熟，零售行业（百货板块）的估值水平以 30 倍 PE 为中轴，在 20-40 倍之间波动。我们以 2011 年业绩测算，目前板块动态 PE 仅为 26 倍，处于历史低位。在此估值水平下，行业下行空间较小。
- 我们梳理了 09、10 年零售行业的领涨公司，发现推动其股价节节攀高、远超行业平均涨幅的因素包括以下五类，这些或许可以成为我们发现更多牛股的标准。
 - ✓ 所在区域的政策大力支持；
 - ✓ 体制革新拐点的业绩提升预期；
 - ✓ 公司对资本市场有融资需求；
 - ✓ 企业自身处于业绩释放期；
 - ✓ 市场对新业态的逐渐了解与认可。
- 风险提示：行业估值中枢大幅下滑，公司净利润低于预期。

最近 52 周行业表现



目 录

估值低位与业绩增长筑成双保险	4
低位估值规避下行风险	4
业绩增长保证绝对收益	7
五大催化剂助力个股领跑	8
风险提示	12

图表目录

图 1:	2004-2010 年百货行业估值以 30 倍为中轴, 在 20-40 倍区间内波动	4
图 2:	2004-2010 年超市行业估值以 35 倍为中值, 在 25-45 倍区间内波动	5
图 3:	2004-2010 年家电连锁行业估值以 27 倍为中值, 在 17-37 倍区间内波动	5
图 4:	2010 年百货行业动态估值以 32 倍为中轴, 在 28-39 倍之间波动	6
图 5:	2004 年百货行业动态估值中轴 30 倍	7
图 6:	2005 年百货行业动态估值中轴 22 倍	7
图 7:	2006 年百货行业动态估值中轴 31 倍	7
图 8:	2007 年百货行业动态估值中轴 50 倍	7
图 9:	2008 年百货行业动态估值中轴 34 倍	7
图 10:	2009 年百货行业动态估值中轴 29 倍	7
图 11:	零售行业净利润增速与股价涨幅	8
图 12:	百货行业净利润增速与股价涨幅	8
图 13:	超市行业净利润增速与股价涨幅	8
图 14:	其他连锁行业净利润增速与股价涨幅	8
图 15:	2009 年零售公司股价增幅与实际净利润增速	9
图 16:	2010 年零售公司股价增幅与实际净利润增速	9
表格 1:	04-10 各年百货行业动态 PE 估值变化	6
表格 2:	2009 年领涨的零售公司	10
表格 3:	2010 年领涨的零售公司	10
表格 4:	零售行业主流公司股价涨幅及净利润增幅	11

估值低位与业绩增长筑成双保险

受益于经济发展消费水平提高等外部正向因素，零售行业表现出稳健的业绩成长性，以 35 家零售上市公司为样本构成的行业板块从 2004 年至今保持了业绩的持续正增长，成为行业股价上行的根本动力。

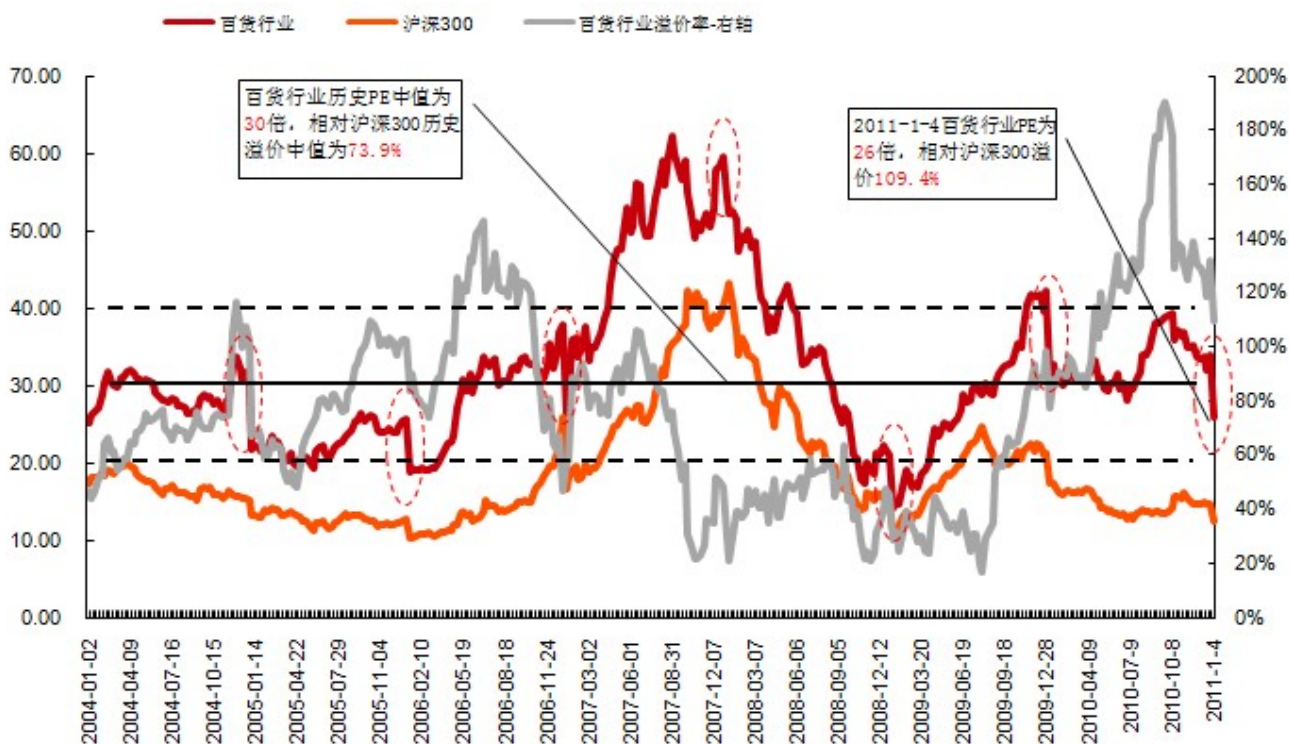
自 04 年至今，市场对于零售行业的认识更加成熟，估值有效性加强，行业估值围绕着一个内生的估值中枢波动。从历史数据来看，相对低位估值下零售行业下行空间较小。

行业稳健持续的业绩增长和鲜见的低位估值将筑成投资零售板块取得正收益的双保险。我们测算全行业 2011 年的绝对收益空间在 15%-20%之间，建议超配。

低位估值规避下行风险

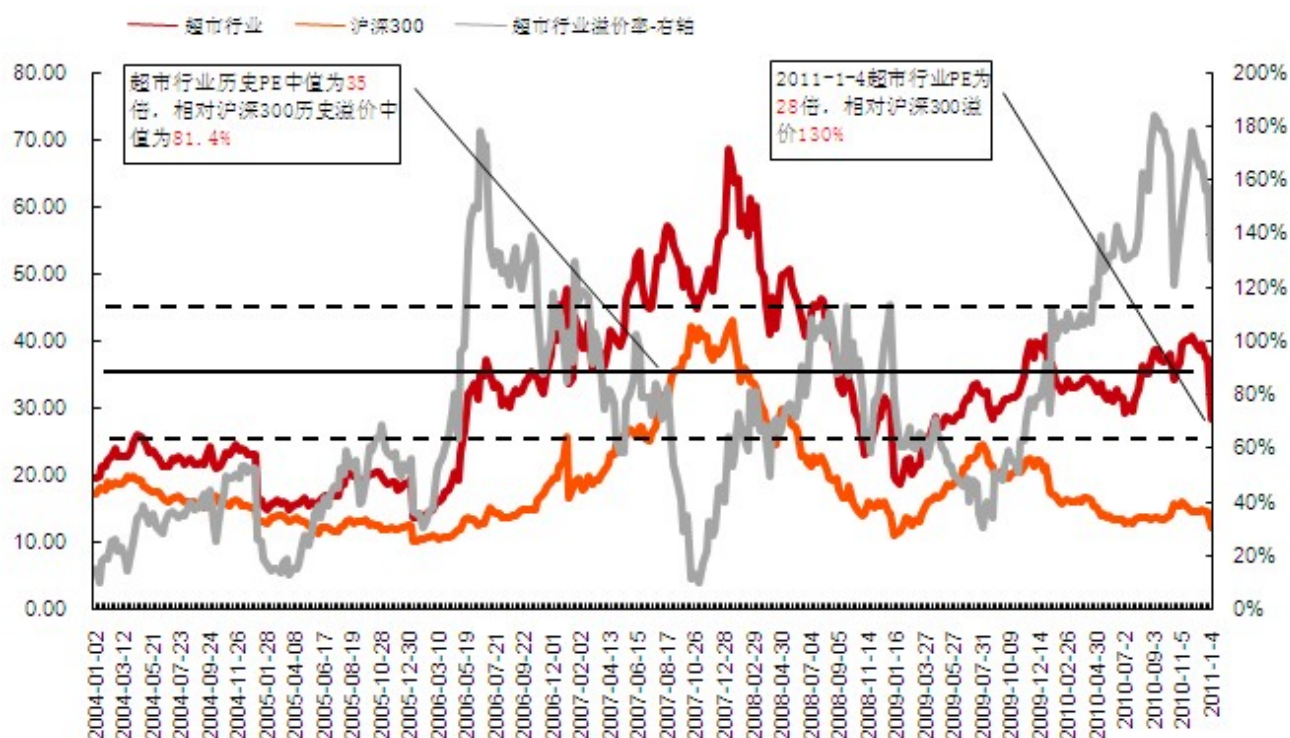
行业估值水平围绕着一个内生的估值中轴波动。观察 2004 年至今的历史动态 PE，市场对零售行业的估值已经趋于有效，除 2007 年 4 月-2008 年 3 月市场极度乐观的大牛市，以及 2008 年 10 月-2009 年 4 月市场极度悲观的大熊市外，百货行业的动态估值以 30 倍 PE 为中轴，在 20-40 倍的区间内波动；超市行业的动态估值以 35 倍 PE 为中轴，在 25-45 倍的区间内波动；家电连锁行业的动态估值以 27 倍 PE 为中轴，在 17-37 倍的区间内波动。

图 1： 2004-2010 年百货行业估值以 30 倍为中轴，在 20-40 倍区间内波动



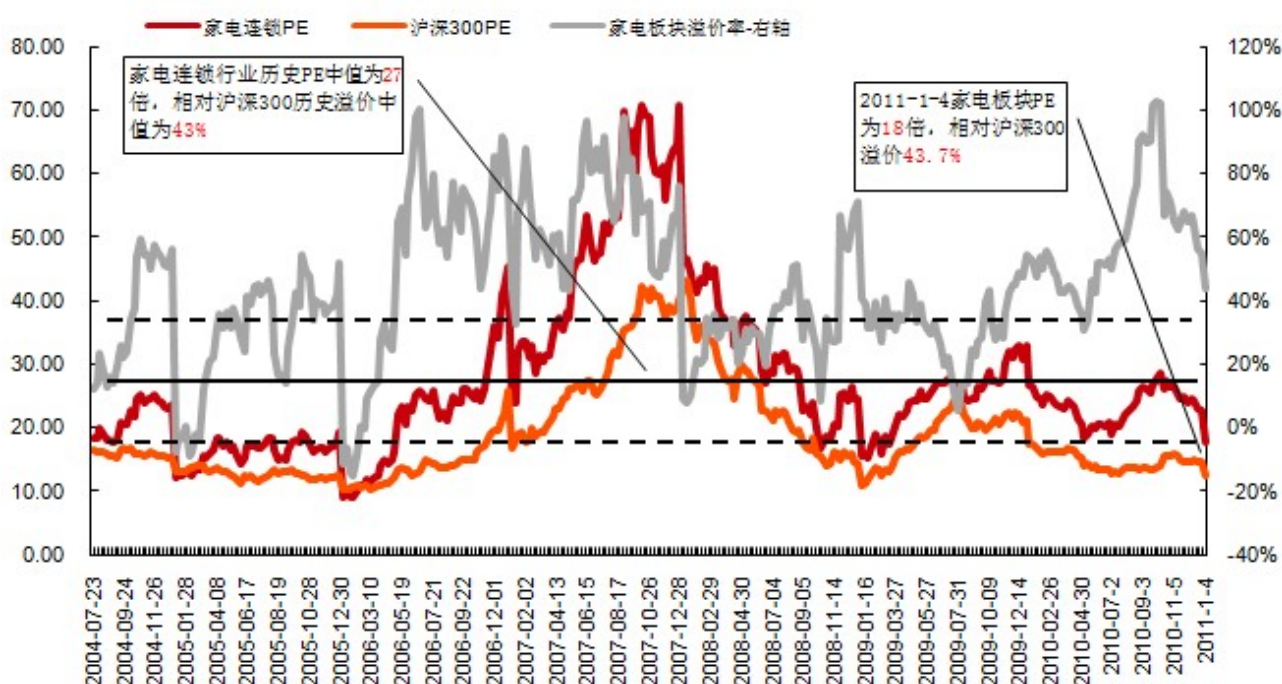
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2： 2004-2010 年超市行业估值以 35 倍为中值，在 25-45 倍区间内波动



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

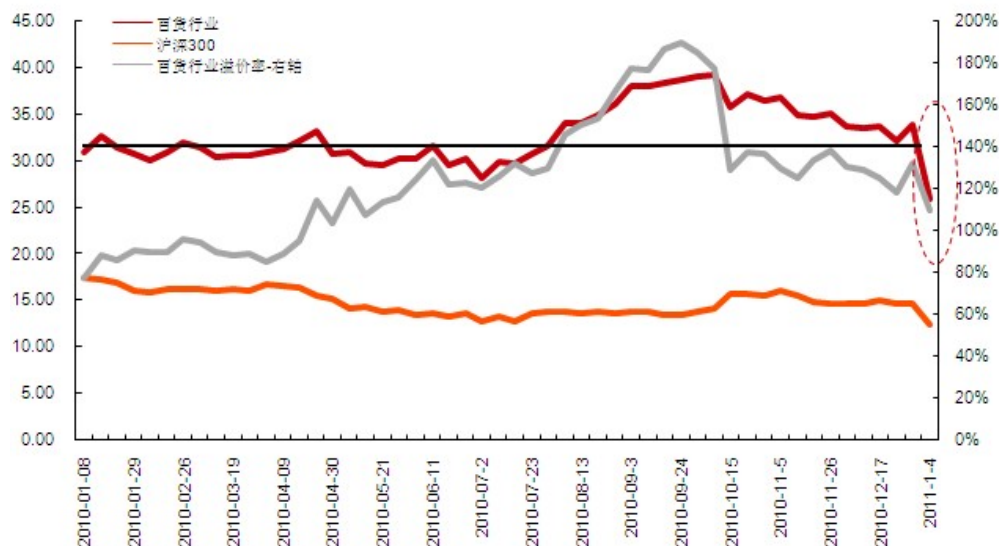
图 3： 2004-2010 年家电连锁行业估值以 27 倍为中值，在 17-37 倍区间内波动



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

目前零售行业动态估值处于历史低位。以 2011 年业绩为基准，百货行业目前动态估值为 26 倍，超市行业为 28 倍，家电连锁为 17 倍，均处于历史低位。以百货板块为例，上一次出现此低估值时间为 05 年 1 月-06 年 4 月以及 08 年 10 月-09 年 6 月的熊市。2010 年全年板块动态估值中轴为 32 倍，波动区间与 06-09 年的起伏的大牛市大熊市相比，明显收窄，进一步表明市场对于零售行业估值趋于有效。

图 4： 2010 年百货行业动态估值以 32 倍为中轴，在 28-39 倍之间波动



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

从表 1 中可以看到，自 2004 年至今，若年初百货板块的动态估值水平处于 25 倍以下（包括 25 倍左右）的低位，全年估值水平都有不同程度的提升。04、05、06、07 和 09，百货行业估值分别提升 24%、18%、100%、131%和 200%。

因此，我们认为从估值来看，目前处于相对低位的零售行业，一定具有投资价值。

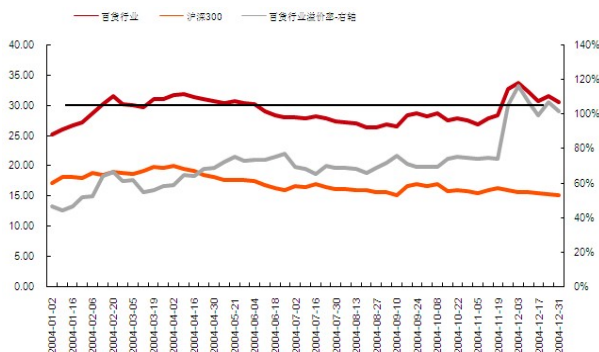
表格 1：04-10 各年百货行业动态 PE 估值变化

PE	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年初动态估值	25	22	19	26	54	14	31
年末动态估值	31	26	38	60	21	42	34
估值变化幅度	24%	18%	100%	131%	-61%	200%	10%
全年估值中轴	30	22	38	50	34	29	32

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

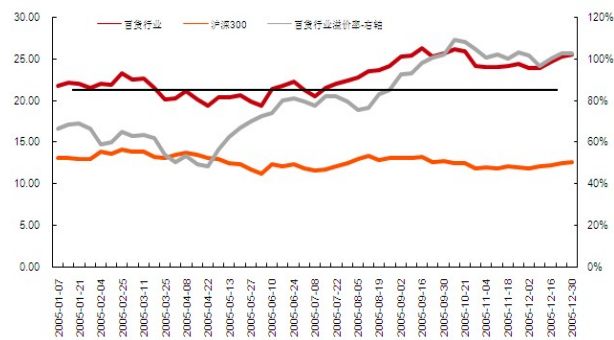
以 2011 年业绩为基准，目前百货行业动态估值水平为 26XPE，处于相对低位

图 5： 2004 年百货行业动态估值中轴 30 倍



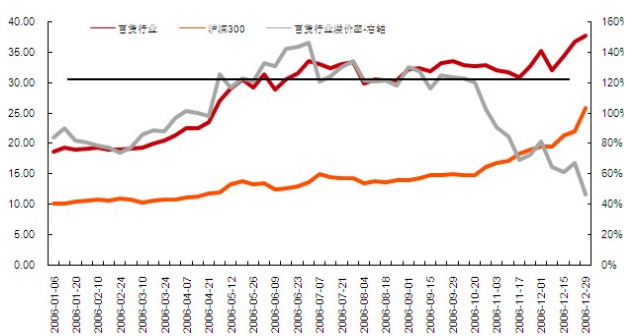
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 6： 2005 年百货行业动态估值中轴 22 倍



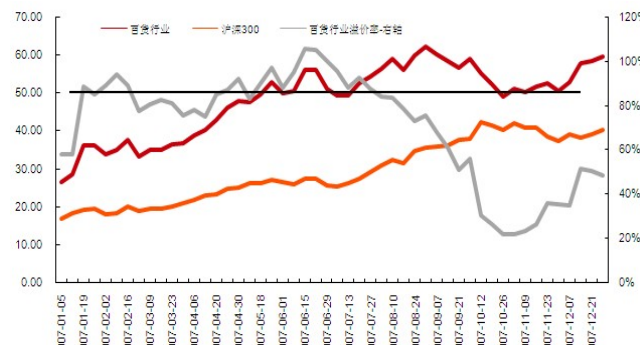
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 7： 2006 年百货行业动态估值中轴 31 倍



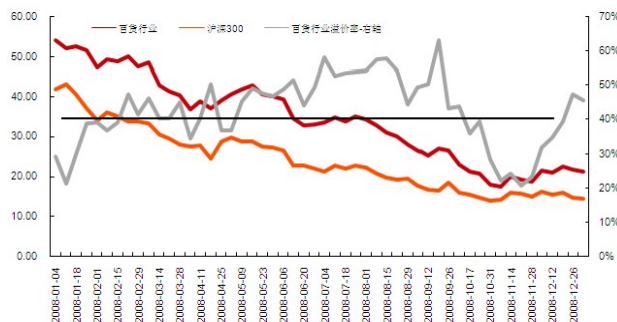
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： 2007 年百货行业动态估值中轴 50 倍



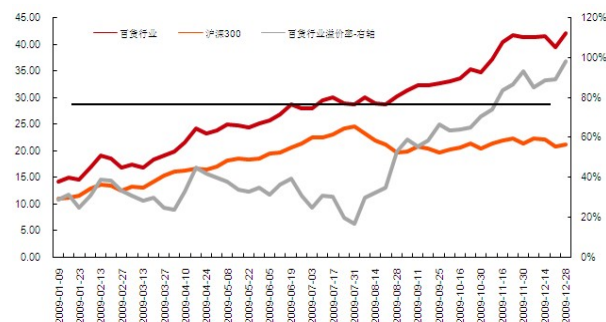
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： 2008 年百货行业动态估值中轴 34 倍



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 10： 2009 年百货行业动态估值中轴 29 倍



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

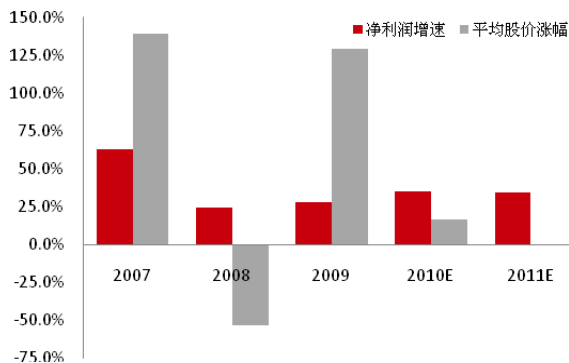
业绩增长保证绝对收益

自 04 年至今，零售行业净利润持续正增长，07-10 年整个行业净利润增速分别为 63%、24%、28%和 35%，我们预计 2011 年板块净利润增速约 34%；其中百货行业 07-10 年净利润增速分别为 55%、18%、23%和 26%，预计 2011 年为 25%。

在此业绩增长保证下，07-10 年零售行业个股股价年度涨幅简单平均值分别为 139%、-54%、129%、16%，百货行业个股股价年度涨幅简单平均数分别为 147%、-57%、

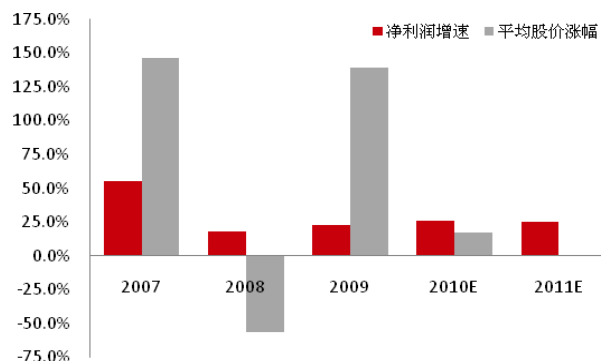
139%、17%，除 08 年大熊市外均有不俗的绝对收益。

图 11: 零售行业净利润增速与股价涨幅



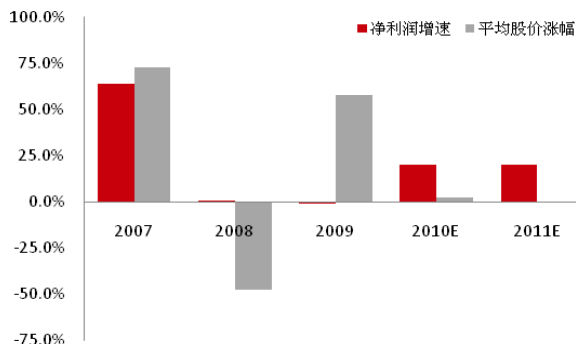
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 12: 百货行业净利润增速与股价涨幅



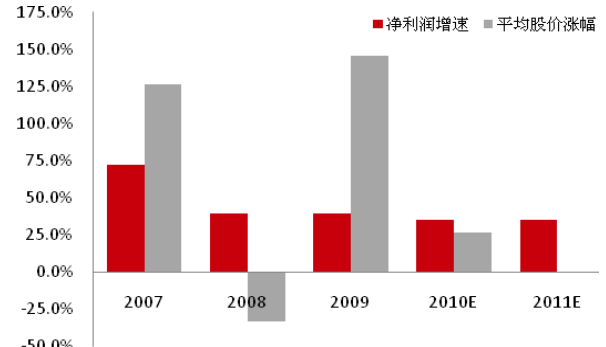
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 13: 超市行业净利润增速与股价涨幅



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 其他连锁行业净利润增速与股价涨幅



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

五大催化剂助力个股领跑

行业一致预期净利润水平在一定程度上影响着板块以及板块内公司的股价走势。09 年一季度, 市场处于极度悲观的氛围中, 机构预期全年行业净利润下降 17%, 随着一波牛市行情的逐渐展开, 机构不断调高行业净利润预期, 即便如此, 09 年全年实际净利润增速仍然超过一致预期近 25 个百分点, 多数公司股价翻番。

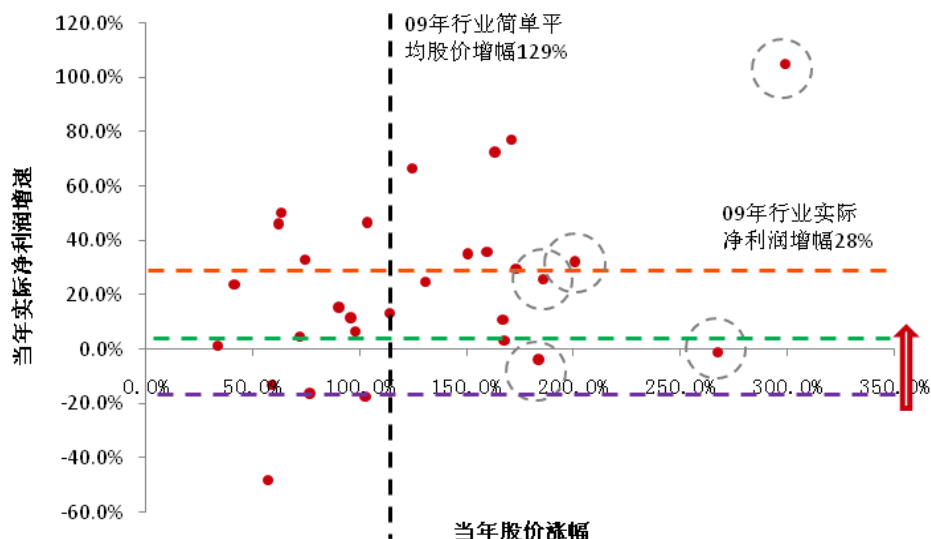
而在 2010 年, 机构同样不断调高行业净利润预期, 从上半年预期增速 8% 上调至 42%, 我们认为全年行业实际净利润增速超预期概率较小, 一定程度上抑制了板块走势, 多数公司全年股价增速在 40% 以内。

我们以全年股价增幅为横轴, 以全年实际净利润增幅为纵轴, 画出主流零售公司的散点图。我们发现多数公司分布在以行业平均股价增幅和行业净利润增幅的交点为中心的区域, 而有个别公司获得了远超行业平均水平的梦幻涨幅。梳理 09、10 年的领涨公司, 我们发现推动其股价节节攀高、远超行业平均的催化剂可以分为以下五类:

- 1) 所在区域的政策大力支持 (如友好集团);
- 2) 体制革新拐点的业绩提升预期 (如大商股份、南京中商);

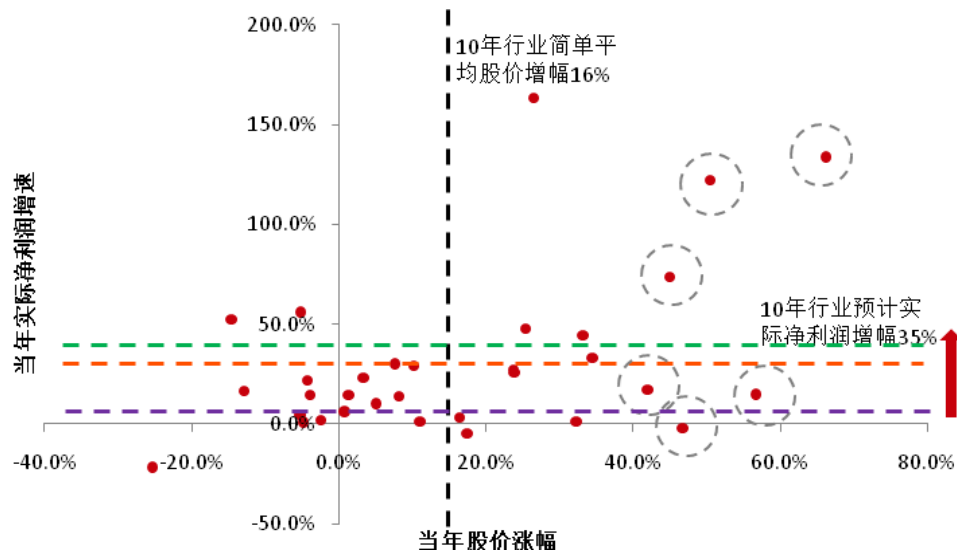
- 3) 公司对资本市场的融资需求（如通程控股等）；
- 4) 企业自身处于业绩释放期（如合肥百货、小商品城等）；
- 5) 市场对新业态的逐渐了解与认可（如海宁皮城等）。

图 15： 2009 年零售公司股价增幅与实际净利润增速



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所（注：紫色虚线代表 09 年上半年行业预期一致净利润增速；绿色虚线代表 09 年下半年行业预期一致净利润增速；橙色虚线代表 09 年行业实际净利润增速）

图 16： 2010 年零售公司股价增幅与实际净利润增速



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所（注：紫色虚线代表 10 年上半年行业预期一致净利润增速；绿色虚线代表 10 年下半年行业预期一致净利润增速；橙色虚线代表 10 年行业实际净利润增速）

表格 2：2009 年领涨的零售公司

	净利润 增速	上半年一致预 期净利润增速	下半年一致预 期净利润增速	当年股价走强原因	业绩是否超预期
天音控股	105.2%	37.0%	36.5%	外部需求强劲：3G 市场蓬勃发展	超预期
南京中商	-1.1%	39.1%	25.8%	体制拐点：雨润集团正式进驻，公司基本面发生改变，市场预期未来几年公司进入业绩释放期	全年下调预期，仍 低于预期
鄂武商 A	32.4%	23.7%	32.2%	融资需求：09 年中期分红，存在融资预期，市场预期其业绩释放加速	全年上调预期，仍 超预期
友好集团	26.1%	-57.7%	26.1%	区域政策支持：中央举全国之力发展新疆，未来五年乌鲁木齐市人口、面积翻番	全年大幅上调预期
重庆百货	-3.6%	15.4%	10.4%	体制拐点：公告拟收购新世纪百货股权，市场预期其进入整合阶段，经营效率大幅提高	符合预期

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 3：2010 年领涨的零售公司

	净利润增速 (1H2010)	上半年一致预 期净利润增速	下半年一致预 期净利润增速	当年股价走强原因	业绩是否超预期
海宁皮城	133.9%	69.7%	127.2%	新业态：以商铺租赁和销售收入为主的内生+外扩模式获得市场认可	半年超预期，全 年大幅上调预期
小商品城	15.0%	-33.9%	21.9%	业绩释放期：09 年净利润增长 50%，10 年一致预期净利润增长 22%	半年超预期，全 年大幅上调预期
南宁百货	738.8%	215.1%	215.1%	重组并购预期	半年超预期
友好集团	122.2%	59.8%	106.2%	区域政策支持：中央举全国之力发展新疆，未来五年乌鲁木齐市人口、面积翻番	半年超预期，全 年大幅上调预期
成商集团	-1.9%	-34.8%	23.0%	业绩释放期：市场预期公司收回太平洋春熙店，业绩将显著提升	符合预期
通程控股	73.8%	110.0%	103.8%	融资需求：市场预期其存在配股需求，有释放业绩的动力	半年低于预期
王府井	17.2%	28.8%	26.8%	体制拐点：大股东以 12.37 亿元现金参与增发，集团层面推进改制	半年低于预期

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

表格 4：零售行业主流公司股价涨幅及净利润增幅

	当年股价涨幅				当年净利润增幅			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
合肥百货	248.7%	-24.1%	124.6%	33.2%	110.5%	26.2%	66.9%	44.7%
鄂武商 A	224.9%	-73.1%	200.5%	23.8%	230.3%	15.6%	32.4%	27.1%
中兴商业	120.4%	-57.8%	62.0%	32.3%	8.8%	-18.5%	46.3%	1.4%
广州友谊	119.3%	-56.7%	166.8%	-4.3%	35.2%	34.6%	10.9%	21.7%
南京中商	101.0%	-69.6%	267.3%	17.4%	34.5%	1.0%	-1.1%	-4.7%
大厦股份	63.8%	-60.2%	163.1%	34.4%	12.7%	29.0%	72.7%	33.0%
百联股份	144.7%	-62.8%	113.8%	-14.6%	28.9%	0.5%	13.4%	52.4%
东百集团	124.6%	-42.0%	76.7%	0.8%	46.3%	66.3%	-16.1%	6.3%
大商股份	67.5%	-63.3%	143.8%	8.2%	0.7%	-23.7%	-150.2%	13.9%
欧亚集团	144.9%	-42.3%	72.0%	5.1%	44.2%	36.6%	4.6%	10.2%
重庆百货	141.1%	-56.6%	183.4%	10.1%	27.9%	61.4%	-3.6%	29.4%
新华百货	180.1%	-44.0%	170.7%	23.8%	32.7%	41.1%	77.4%	25.8%
杭州解百	100.5%	-55.4%	102.7%	-5.3%	47.7%	26.5%	-17.4%	4.4%
成商集团	139.6%	-54.3%	130.8%	46.7%	-166.0%	41.3%	24.9%	-1.9%
银座股份	106.1%	-34.5%	58.9%	-2.4%	37.6%	16.7%	-12.9%	1.9%
王府井	109.5%	-62.1%	95.7%	41.9%	37.1%	29.2%	11.7%	17.2%
友好集团	272.8%	-70.4%	185.5%	50.4%	502.2%	-12.2%	26.1%	122.2%
通程控股	145.6%	-64.4%	103.3%	45.0%	1.7%	-27.8%	46.8%	73.8%
西单商场	287.5%	-78.3%	171.9%	16.4%	9.5%	-280.3%	-198.9%	3.4%
南宁百货	126.0%	-59.1%	167.3%	56.2%	-1358.7%	100.2%	3.3%	738.8%
武汉中商	199.7%	-55.6%	150.5%	3.3%	113.4%	16.7%	35.2%	23.1%
百大集团	74.8%	-64.7%	159.3%	-25.4%	87.0%	1.5%	35.9%	-21.6%
开元控股	127.7%	-52.7%	172.9%	26.4%	79.6%	-25.3%	29.7%	163.5%
武汉中百	103.5%	-20.6%	41.5%	7.6%	53.3%	36.6%	24.1%	30.2%
华联综超	42.0%	-75.4%	57.2%	11.0%	21.8%	-25.3%	-48.1%	1.2%
苏宁电器	216.5%	-49.8%	74.3%	-5.2%	93.4%	36.6%	33.2%	56.0%
小商品城	11.7%	26.7%	63.5%	56.7%	20.1%	31.7%	50.4%	15.0%
天音控股	151.7%	-77.1%	298.5%	-12.2%	57.8%	-11.7%	105.2%	337.5%

广百股份	-60.5%	90.2%	-12.9%	52.3%	5.5%	15.6%	16.7%
步步高		33.8%	-4.9%	41.4%	-42.1%	1.5%	1.0%
新华都		98.0%	-3.9%	90.0%	48.1%	6.5%	14.5%
友阿股份			25.4%			24.6%	47.7%
人人乐			1.3%			-0.7%	14.5%
海宁皮城			66.2%			15.0%	133.9%

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

风险提示

2011 年零售行业净利润下降, 低于市场预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn