

行业数据点评：关注零售业投资时间窗口

投资评级：看好

/// 行业数据显示：整体较快增长，但需关注物价因素

2010年下半年以来物价的上涨是支持社销同比增长超出预期的重要因素。简单剔除物价因素后，社销增长率基本处于2008年以来的平均水平，整体增长较为平稳。但扣除CPI因素后，社销的增长率逐步下降，一方面由于基数提高，增长率自然下降；另一方面也有物价上涨对消费的挤出因素作用。

/// 流动性紧缩预期影响零售行业估值

流动性是影响市场估值的重要因素之一，当前流动性将逐步收紧的预期对市场估值形成一定的抑制。但是当前估值仅比最低值高24.8%，整体估值仍较保守，因此整体估值进一步向下的空间不大。

零售行业相对估值较最低值高80%，观察期间最高为112%，估值体现了较高的增长预期。流动性紧缩预期下，溢价有所回落的概率较大。

/// 目前估值使估值压力有所缓解

2010年9月，零售行业相对溢价超过3倍，随后逐步回落至2.5倍。2011年1月至14日，零售行业跌幅略大于沪深300，但溢价并未明显回落，维持在2.56倍左右，估值压力有所缓解。

/// 投资策略

作为十二五的开局之年，相关提振消费，特别是拉动收入增长的政策有望出台。基于前面的假设，我们预计在此背景下，零售行业的持续较快增长可期。我们依然看好行业的中长期成长性。但短期看，物价因素以及流动性问题或抑制零售行业的市场表现。

我们认为零售行业相对溢价体现了业绩增长预期，在影响零售行业的因素未出现变化的情况下，相对溢价3倍可以视为阶段性高点，2.2-2.3倍可以视为较为安全的相对估值区间。这意味着零售行业跑输沪深300指数10%到14%。

因此，物价因素以及流动性问题将逐步打开零售行业投资的时间窗口，提供较好的投资机会。

分析师：李振宇

执业证书号：S1490210030001

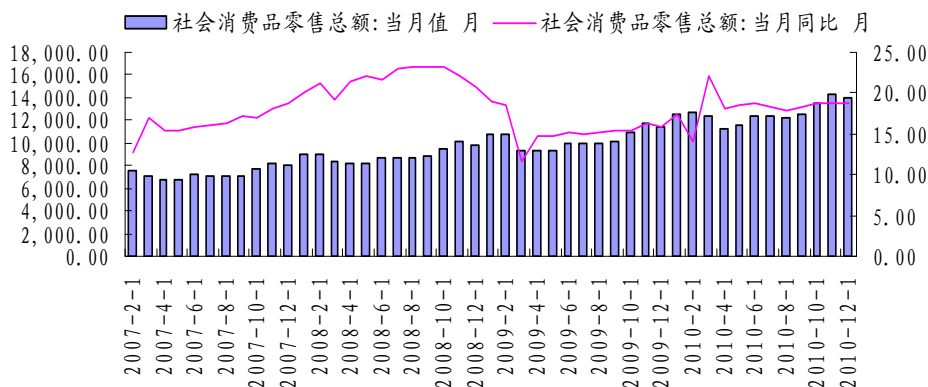
电话：010-58568200

邮箱：lizhenyu@hrsec.com.cn

一、行业数据显示：整体较快增长，但需关注物价因素

2010 年社会消费品零售总额 15.45 亿元，同比增长 18.4%，其中 12 月份单月同比增长 19.1%。社会消费品零售总额全年保持较快增速，这略超出市场的预期。

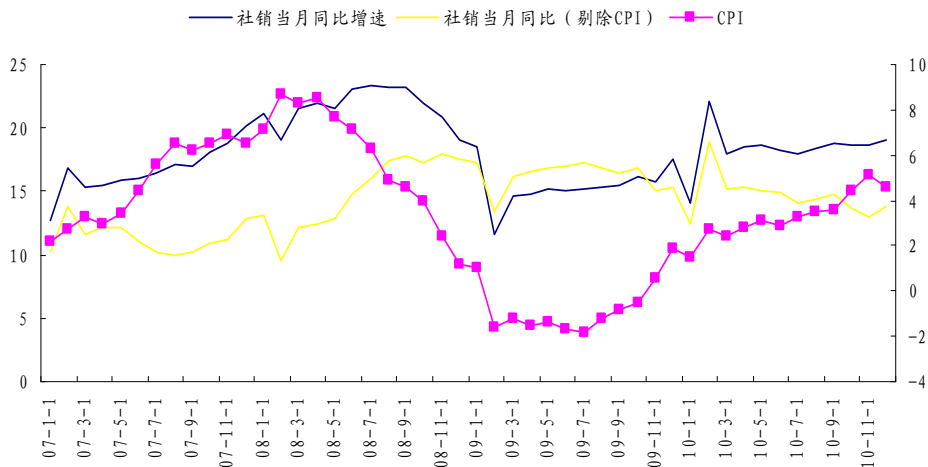
图表：社会消费品零售总额月度统计



数据来源：Wind、华融证券

2010 年下半年以来物价的上涨是支持社销同比增长超出预期的重要因素。简单剔除物价因素后，社销增长率基本处于 2008 年以来的平均水平，整体增长较为平稳。但扣除 CPI 因素后，社销的增长率逐步下降，一方面由于基数提高，增长率自然下降；另一方面也有物价上涨对消费的挤出因素作用。

图表：社会消费品零售总额月度统计

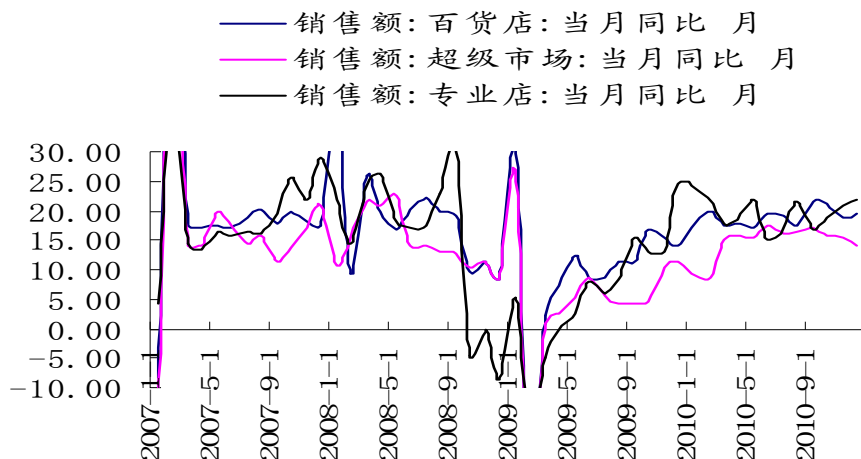


数据来源：Wind、华融证券

重点零售企业销售额数据看，百货和专业连锁同比保持较高增长，而超级市场

销售同比增速下降。这在一定程度上验证了物价对居民消费有一定的影响。分产品看，黄金饰品、汽车销售继续保持较高增速，而食品增速下降。

图表：重点零售企业销售额月度统计



数据来源：Wind、华融证券

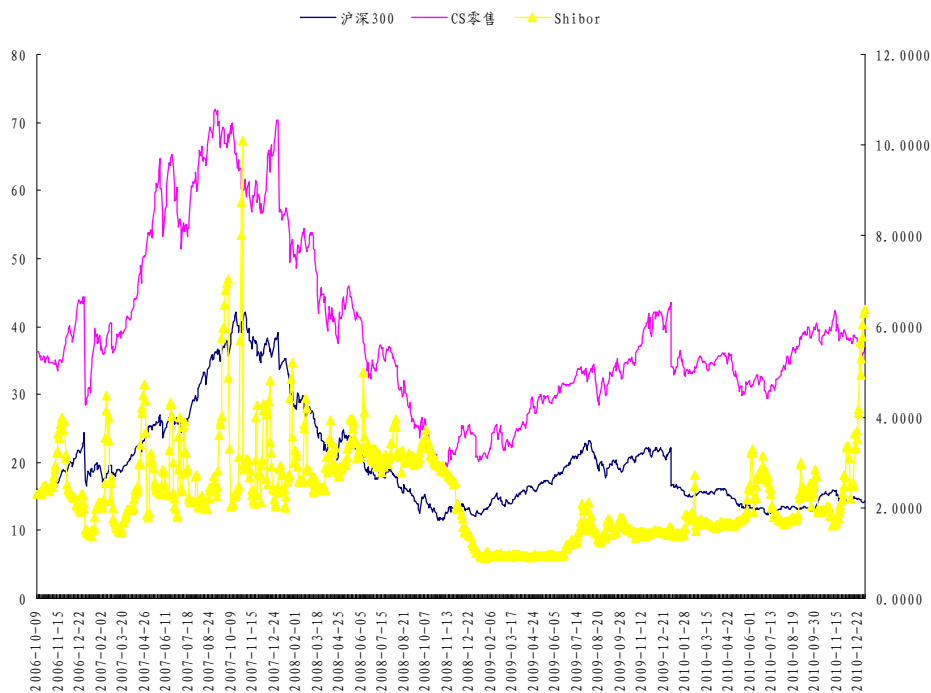
总体看，全年消费市场稳定增长，虽然价格因素对零售行业营收有正面作用，但是销量的下降将导致后期盈利的下降。因此，目前阶段需密切关注物价因素对消费的影响。

二、流动性紧缩预期影响零售行业估值

央行上调存款准备金和加息的政策预示我国货币政策正式告别适度宽松时代。在货币政策从紧的预期下，市场整体的估值受到一定的影响。

通过统计，我们发现，shibor 利率稳定的稳定有利于股票市场估值的提升。Shibor 上升预期形成，股票市场估值开始下降。系统性风险使零售行业估值升降与整体市场正相关。

图表：shibor 与沪深 300、零售行业（中信）估值关系



数据来源：Wind、华融证券

零售行业相对沪深 300 估值溢价在随 shibor 走升出现回落，最低值在 1.42 倍。金融危机之前零售行业相对溢价均值在 2 倍左右。2010 年 1 月以来，零售行业相对沪深 300 的估值溢价从 2 倍逐步走高。其中部分原因是金融、地产估值较低，从而拉低了零售行业与沪深 300 之间的估值差。

流动性是影响市场估值的重要因素之一，当前流动性将逐步收紧的预期对市场估值形成一定的抑制。但是当前估值仅比最低值高 24.8%，整体估值仍较保守，因此整体估值进一步向下的空间不大。

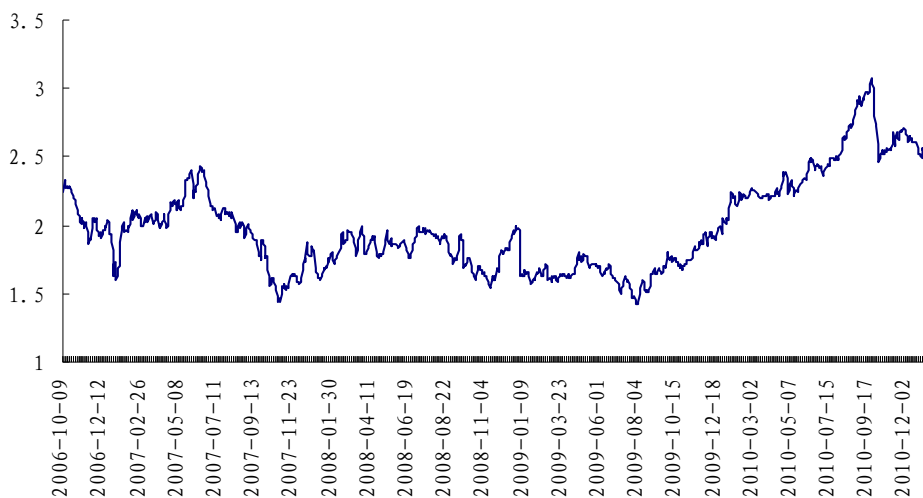
零售行业相对估值较最低值高 80%，观察期间最高为 112%，估值体现了较高的增长预期。流动性紧缩预期下，溢价有所回落的概率较大。

三、目前估值使估值压力有所缓解

2010 年 9 月，零售行业相对溢价超过 3 倍，随后逐步回落至 2.5 倍。2011 年 1 月至 14 日，零售行业跌幅略大于沪深 300，但溢价并未明显回落，维持在 2.56 倍左右，估值压力有所缓解。

图表：零售行业估值相对溢价

—— 零售行业相对溢价



数据来源：华融证券

在大消费专题报告中，我们提出关注影响大消费估值的因素，并将最终关注指标定位在增长率和回报率上。对零售行业，增长率我们选择营业收入增长率；对回报率，我们选择 ROE 指标。

零售行业目前估值的信息量：

收入增长与社会消费品零售增额增速正相关。

从收入增长与市盈率情况看：百货业 2011 年收入增长率预测为 19%，动态市盈率 28.2 倍；超市业 2011 年收入增长率预测为 19.7%，动态市盈率 30 倍；专业连锁 2011 年收入增长率预测 24.7%，动态市盈率 26.8 倍。

从 ROE 杜邦分析：通过统计 2004 年至 2010 年前三季度零售行业 ROE 数据，发现整体上波动幅度较大。2007 年百货、超市和连锁的 ROE 均达到高点。从 2008 年开始，ROE 走势有所分化。

四、投资策略

作为十二五的开局之年，相关提振消费，特别是拉动收入增长的政策有望出台。基于前面的假设，我们预计在此背景下，零售行业的持续较快增长可期。我们依然看好行业的中长期成长性。但短期看，物价因素以及流动性问题或抑制零售行业的市场表现。

我们认为零售行业相对溢价体现了业绩增长预期，在影响零售行业的因素未出现变化的情况下，相对溢价 3 倍可以视为阶段性高点，2.2-2.3 倍可以视为较为安全的相对估值区间。这意味着零售行业跑输沪深 300 指数 10%到 14%。

因此，物价因素以及流动性问题将逐步打开零售行业投资的时间窗口，若行业出现相对较大的调整，则会提供较好的投资机会。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn