

# 零售行业 2011 年 1 月份月报

旺季持续，估值回调

可选消费/零售

优于大势

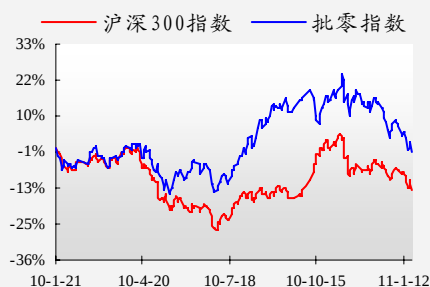
维持评级

发布时间：2011 年 1 月 21 日

## 投资要点：

- 2010 年，我国社会消费品零售总额累计 154554 亿元，比上年增长 18.4%，与 1-11 月持平，扣除价格因素，实际增长 14.8%。总体来看，社零总额增速始终保持平稳，我们预计社零总额增速在春节后会有所放缓，2011 年增速将保持在 18%左右。
- 分类别来看，全年金银珠宝销售增长最快，增速高达 46%，家具、石油及制品、汽车和建筑及装潢材料的销售增长率也在 30%以上，其中 12 月增长最快的是通讯器材，增速高达 49.4%，金银珠宝增速也超过了 40%，符合我们的预期。
- 与各类商品销售情况相对应，12 月，零售业百货、超市、专业连锁三大业态销售额同比分别增长 19.5%、14.1%和 21.8%，我们认为在价格及旺季作用下，行业整体在春节前均会保持较高的销售增速，且百货和专业连锁弹性更大。
- 价格方面，全年居民消费价格同比上涨 3.3%，其中城市上涨 3.2%，农村上涨 3.6%，食品等基本生活品价格的快速上涨推高了农村价格指数。12 月，居民消费价格同比上涨 4.6%，涨幅比 11 月份下降 0.5 个百分点，环比上涨 0.5%。
- 我们认为在物价上涨及政策支持的背景下，行业仍将处于景气周期，业绩普遍会有较好的增长。从不同商品的销售情况看，我们认为与消费升级相关的商品景气度较高，相应的高端百货、专业连锁处于较好的经营环境，业绩弹性较大，如友阿股份、广州友谊、天虹商场、潮宏基；超市中我们仍看好已经形成规模优势及具备优质后台支持，经营有特色的公司，如武汉中百、永辉超市；在估值回调的背景下，鄂武商 A、新华百货等区域龙头也显示出安全优势。

走势图



| 子行业 | 评级   |
|-----|------|
| 百货  | 优于大势 |
| 超市  | 优于大势 |

| 重要公司  | 评级   |
|-------|------|
| 鄂武商 A | 推荐   |
| 天虹商场  | 谨慎推荐 |
| 友阿股份  | 谨慎推荐 |
| 永辉超市  | 谨慎推荐 |
| 武汉中百  | 谨慎推荐 |

分析师：周思立 联系人：罗旷怡

执业证书编号：S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

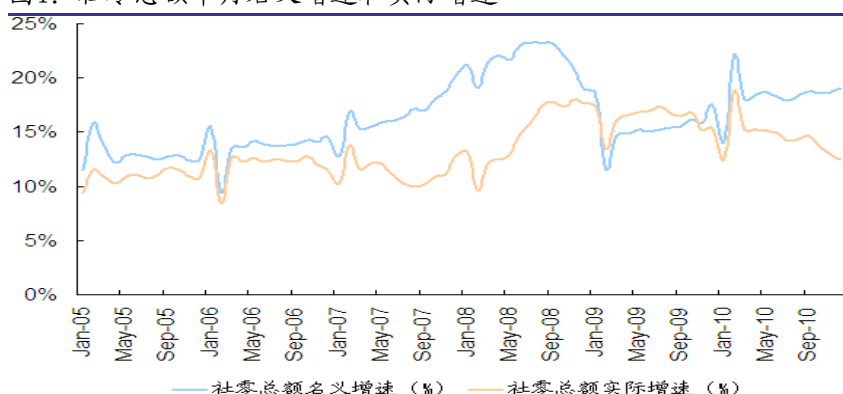
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

## 1. 社零增速较高，价格持续上涨

国家统计局发布的最新数据显示,2010年,我国社会消费品零售总额累计154554亿元,比上年增长18.4%,与1-11月持平,扣除价格因素,实际增长14.8%。总体来看,社零总额增速始终保持平稳,我们预计社零总额增速在春节后会有所放缓,2011年增速将保持在18%左右。12月,社零总额15330亿元,同比增长19.1%,比11月份加快0.4个百分点,实际增速受价格影响进一步回落0.48个百分点12.46%。

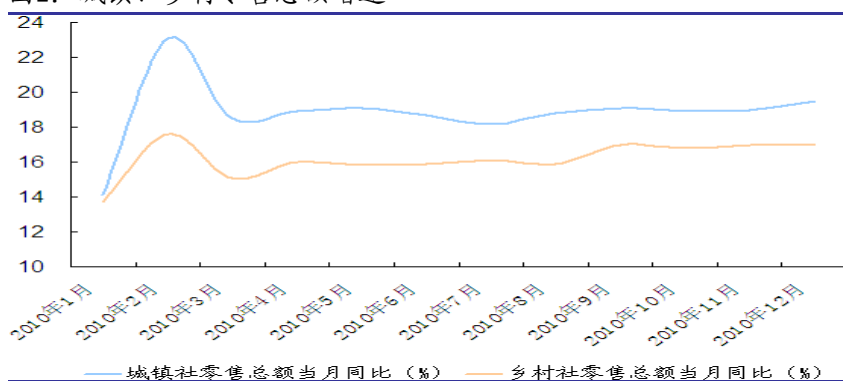
图1: 社零总额单月名义增速和实际增速



数据来源: 国家统计局, 东北证券

按经营单位所在地分,城镇全年消费品零售额133689亿元,同比增长18.8%,乡村消费品零售额20865亿元,同比增长16.1%。12月,城镇消费品零售额13260亿元,同比增长19.5%,比11月份提高0.5个百分点;乡村消费品零售额2070亿元,增长17%,与11月持平,城乡增速差距有所拉大。

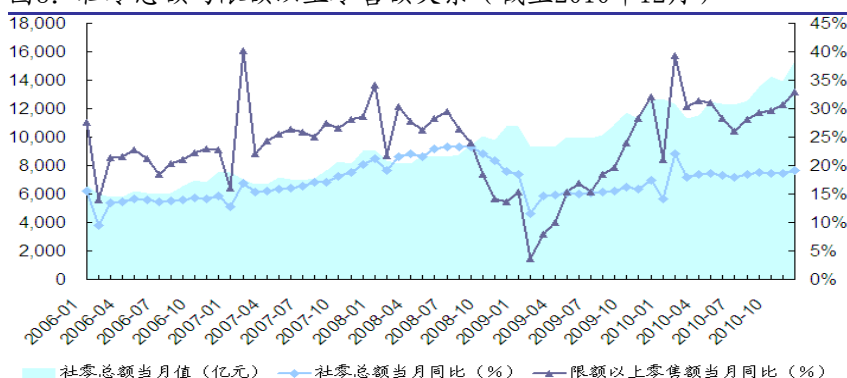
图2: 城镇、乡村零售总额增速



数据来源: 国家统计局, 东北证券

按消费形态分,全年餐饮收入17636亿元,增长18%,商品零售136918亿元,增长18.5%,其中限额以上企业(单位)商品零售额58056亿元,增长29.9%,热点消费快速增长;12月,餐饮收入1722亿元,同比增长18.3%,商品零售13608亿元,同比增长19.3%,受益于整体消费环境向好,在商品零售中,限额以上企业(单位)商品零售额6325亿元,同比大幅增长33%,较11月加快2.3个百分点。

图3: 社零总额与限额以上零售额关系 (截至2010年12月)



数据来源: 国家统计局, 东北证券

分类别来看, 全年金银珠宝销售增长最快, 增速高达46%, 家具、石油及制品、汽车和建筑及装潢材料的销售增长率也在30%以上, 其中12月增长最快的是通讯器材, 增速高达49.4%, 金银珠宝增速也超过了40%, 符合我们的预期。

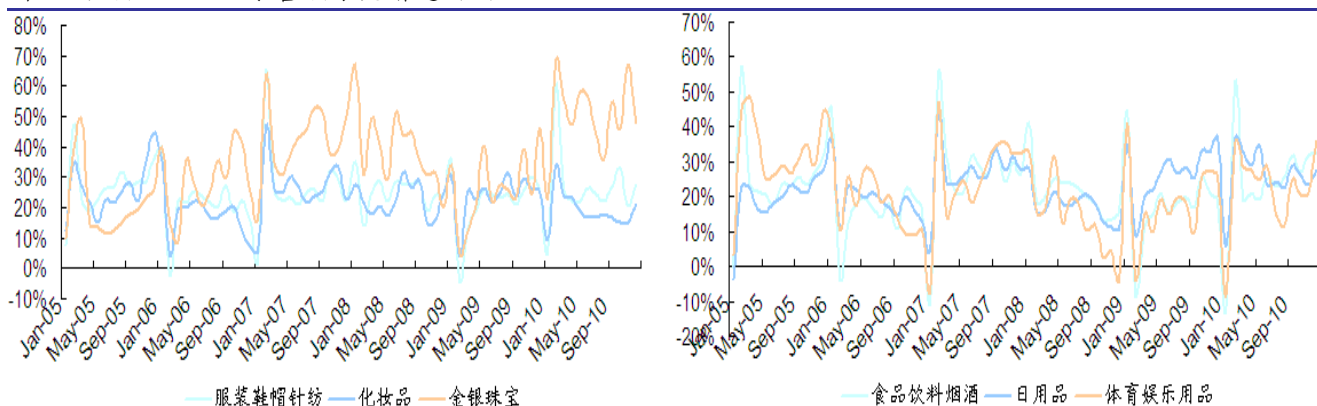
表1: 限额以上零售企业增长情况

| 指标       | 12月      |          | 1-12月    |          |
|----------|----------|----------|----------|----------|
|          | 绝对量 (亿元) | 同比增长 (%) | 绝对量 (亿元) | 同比增长 (%) |
| 限额以上商品零售 | 6325     | 33.0     | 58056    | 29.9     |
| 粮油食品饮料烟酒 | 747      | 32.1     | 7316     | 24.5     |
| 服装鞋帽针纺织品 | 697      | 27.3     | 5874     | 24.8     |
| 化妆品      | 92       | 21.3     | 889      | 16.6     |
| 金银珠宝     | 124      | 47.7     | 1261     | 46.0     |
| 日用品      | 197      | 27.4     | 2033     | 25.1     |
| 体育、娱乐用品  | 31       | 36.0     | 299      | 20.1     |
| 家用电器音像器材 | 396      | 34.9     | 4056     | 27.7     |
| 中西药品     | 285      | 24.3     | 2980     | 23.5     |
| 文化办公用品   | 118      | 23.6     | 1123     | 23.5     |
| 家具       | 81       | 34.5     | 705      | 37.2     |
| 通讯器材     | 84       | 49.4     | 792      | 21.8     |
| 石油及制品    | 1014     | 32.7     | 10401    | 34.3     |
| 汽车       | 2009     | 37.2     | 16673    | 34.8     |
| 建筑及装潢材料  | 91       | 37.8     | 760      | 32.3     |

数据来源: 国家统计局, 东北证券

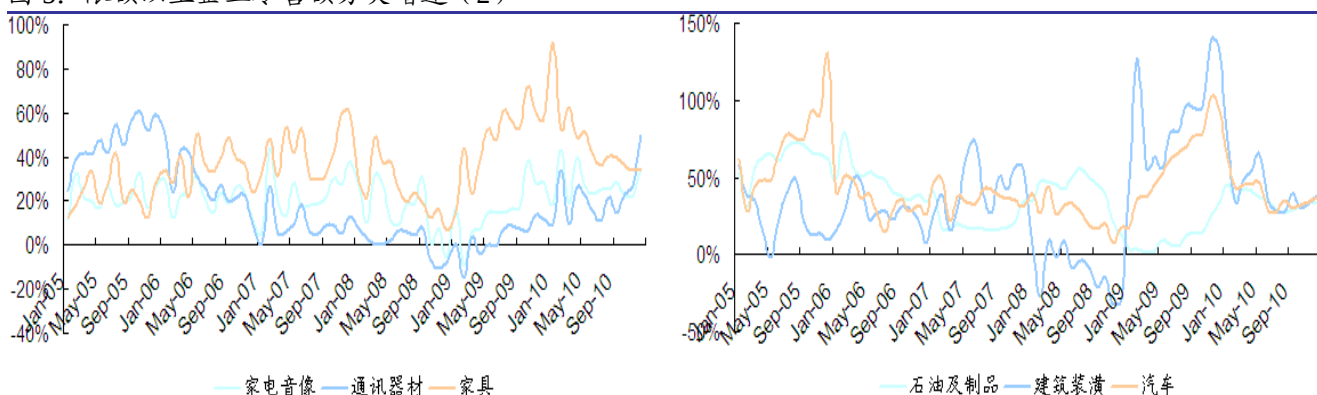
从总体趋势看, 12月各类商品零售额均实现了快速增长, 金银珠宝、石油及制品等前期增速始终较快的类别增速略有回落, 家具、食品饮料增速比较平稳, 体育娱乐用品、家电音像、通讯器材增速提升最快。我们认为, 在通货膨胀、节庆需求及消费升级背景下, 金银珠宝、服装、通讯器材等品类仍会保持较高的零售增速。

图4: 限额以上企业零售额分类增速 (1)



数据来源: 国家统计局, 东北证券

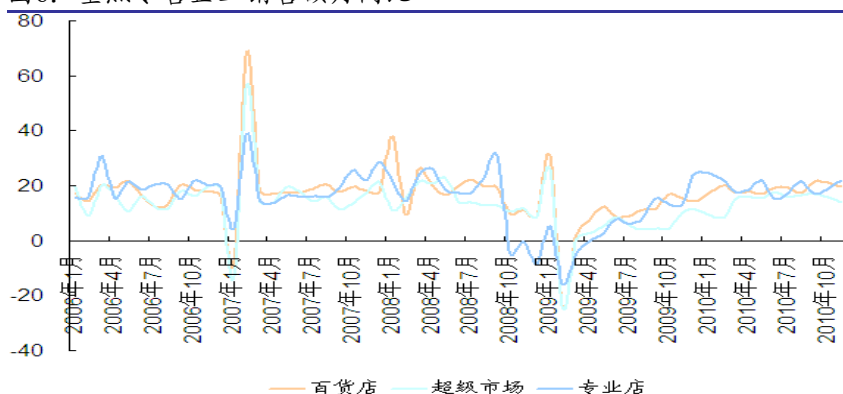
图 5: 限额以上企业零售额分类增速 (2)



数据来源: 国家统计局, 东北证券

与各类商品销售情况相对应, 12月, 零售业百货、超市、专业连锁三大业态销售额同比分别增长19.5%、14.1%和21.8%, 我们认为在价格及旺季作用下, 行业整体在春节前均会保持较高的销售增速, 且百货和专业连锁弹性更大。

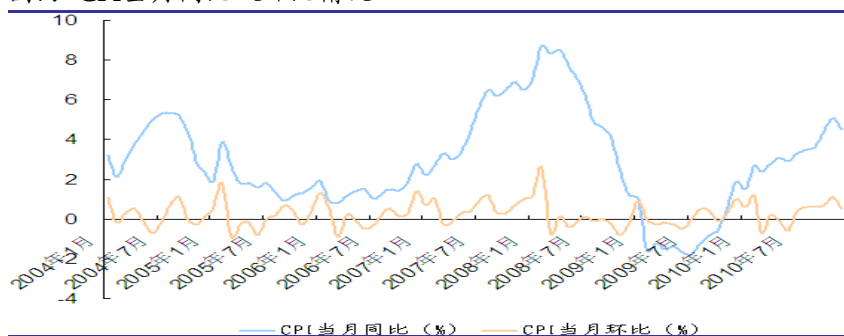
图6: 重点零售企业销售月同比



数据来源: 商务部, 东北证券

价格方面, 全年居民消费价格同比上涨3.3%, 其中城市上涨3.2%, 农村上涨3.6%, 食品等基本生活品价格的快速上涨推高了农村价格指数。12月, 居民消费价格同比上涨4.6%, 涨幅比11月份下降0.5个百分点, 环比上涨0.5%。我们预计2011年CPI将在3.5-4%之间。

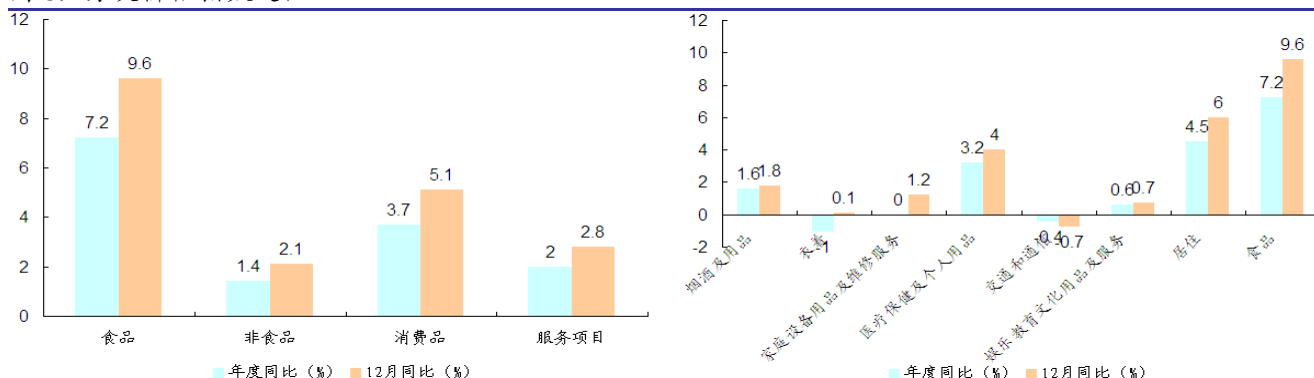
图7: CPI当月同比及环比情况



数据来源: 国家统计局, 东北证券

分类别看, 2010年, 八大类商品价格五涨二降一持平, 食品价格同比上涨7.2%, 非食品价格上涨1.4%; 消费品价格上涨3.7%, 服务项目价格上涨2.0%。多方面驱动的食品价格上涨及居住价格的上涨是CPI上行的主要因素。12月, 八大类商品价格七涨一降, 其中食品价格同比上涨9.6%, 在各类商品中涨幅最大, 其次为居住价格上涨6.0%和医疗及个人用品上涨4.0%, 交通和通信同比下降0.7%。

图 8: 分类价格指数变化

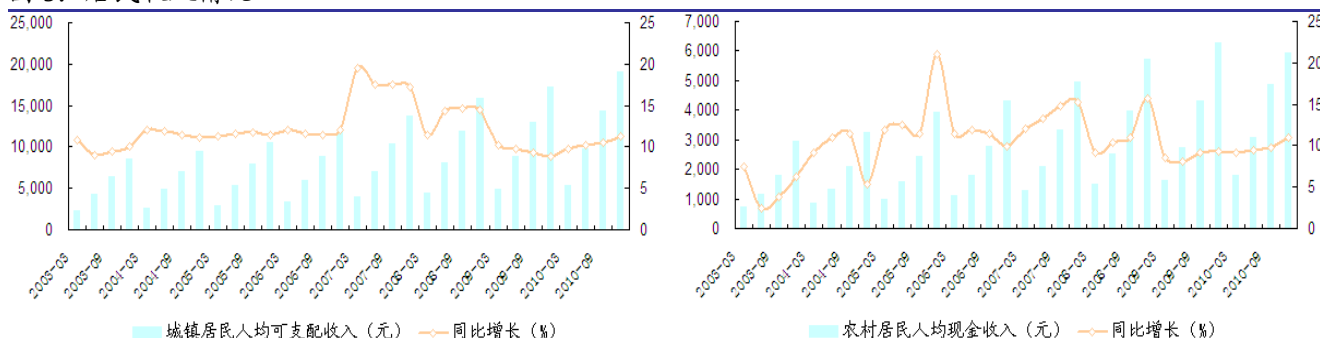


数据来源: 国家统计局, 东北证券

## 2. 收入增速平稳, 信心指数回落

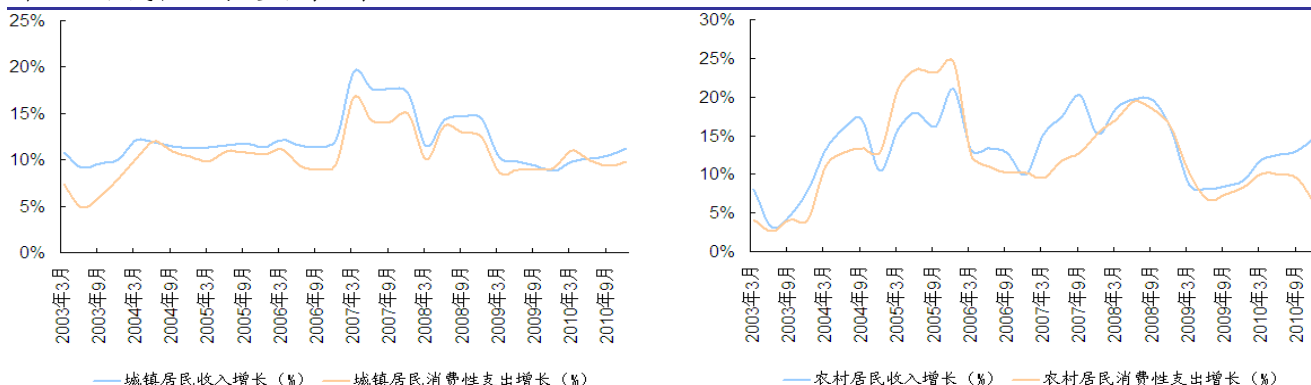
全年, 城镇居民家庭人均总收入21033元, 比上年增长11.5%。其中, 城镇居民人均可支配收入19109元, 增长11.3%, 扣除价格因素, 实际增长7.8%。农村居民人均纯收入5919元, 增长14.9%, 扣除价格因素, 实际增长10.9%, 城乡居民收入水平总体呈平稳上升态势, 农村收入提升较快。

图 9: 居民收入情况



数据来源: 国家统计局, 东北证券

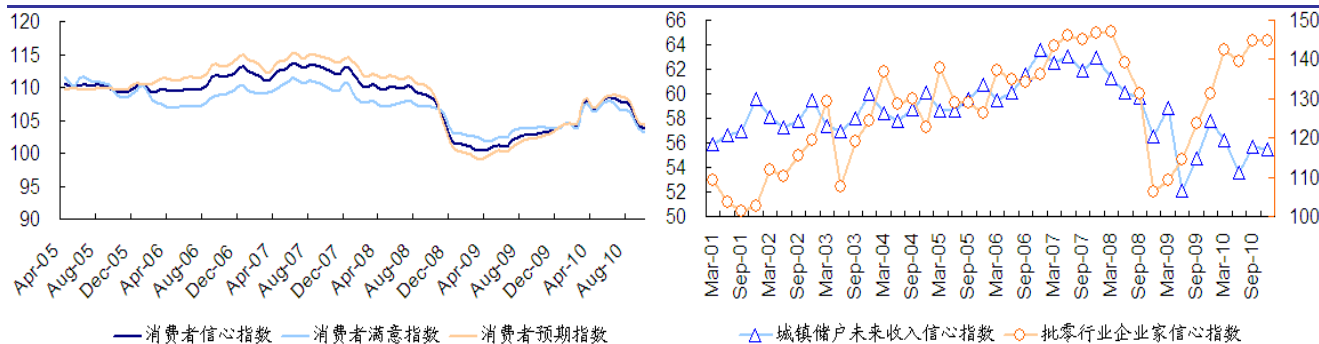
图 10: 居民收入与支出的关系



数据来源：国家统计局，东北证券

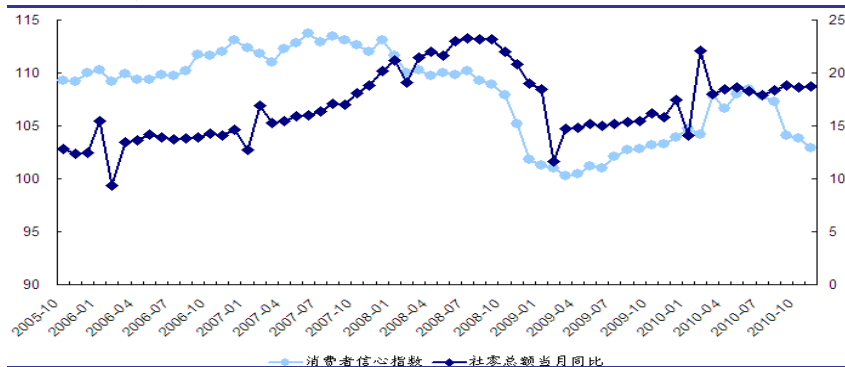
消费者信心指数已随着物价上涨连续5个月回落，且下降幅度明显，批零行业企业信心指数与3季度持平。从历史经验看，消费者信心指数的下降通常也会伴随社零总额增速下降。

图 11: 各类景气指数



数据来源：国家统计局，东北证券

图 12: 零售总额与信心指数的关系

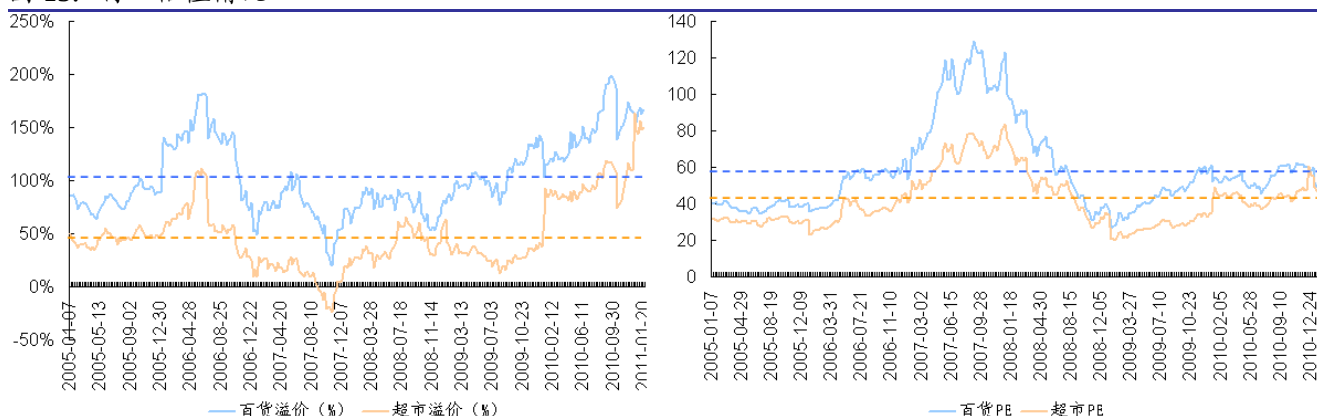


数据来源：国家统计局，东北证券

### 3. 板块估值修复，个股表现分化

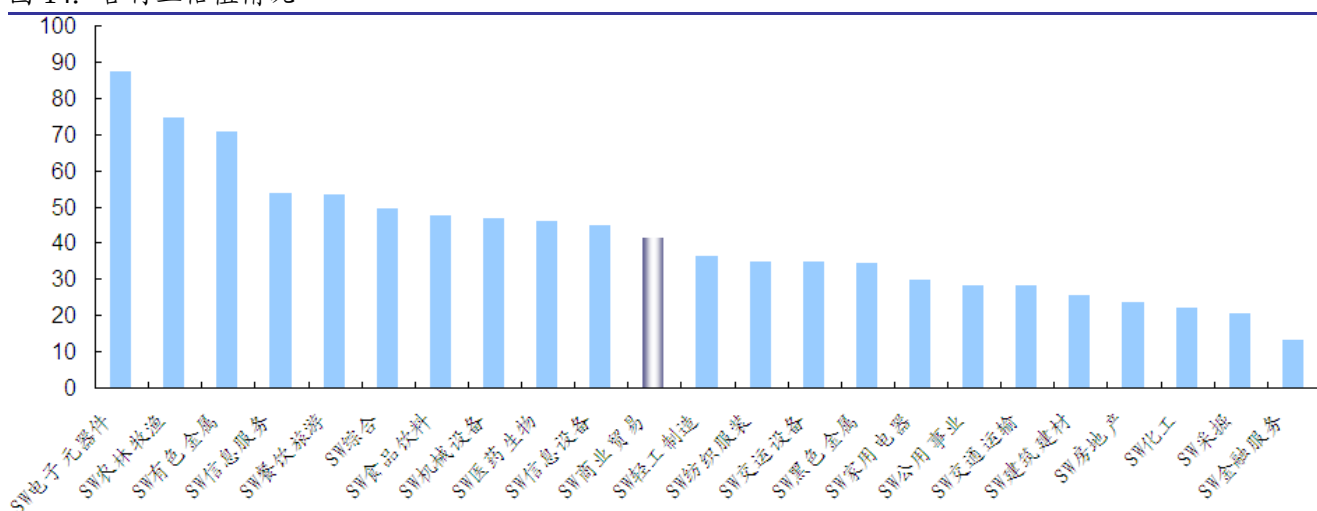
从估值方面看，目前百货行业相对沪深300指数溢价在1.7倍左右，超市行业相对沪深300溢价在1.5倍左右，处于历史高位，其中包含新股拉高估值的成分，而从估值绝对数看，目前百货行业市盈率为48.58倍，低于05年来平均水平，超市行业市盈率为45.54倍，略高于平均值，估值进入合理区间；横向来看，商贸行业整体估值水平位于市场中等略高水平。

图 13: 行业估值情况



数据来源: wind, 东北证券

图 14: 各行业估值情况



数据来源: wind, 东北证券

从公司层面看, 估值已经有所分化, 百货方面, 我们长期关注的天虹商场、合肥百货、友阿股份估值处于中等水平, 鄂武商A、广州友谊、新华百货估值处于低位; 超市方面, 永辉超市作为特色鲜明的次新股, 估值仍不便宜, 武汉中百估值则相对合理。

表2: 行业内主要上市公司盈利预测与估值

| 证券代码      | 证券简称 | 预测 EPS |      |      | 预测 PE |       |       |
|-----------|------|--------|------|------|-------|-------|-------|
|           |      | 2010   | 2011 | 2012 | 2010  | 2011  | 2012  |
| 600723.SH | 西单商场 | 0.13   | 0.17 | 0.20 | 94.69 | 72.36 | 58.88 |
| 600712.SH | 南宁百货 | 0.35   | 0.16 | 0.22 | 24.60 | 55.01 | 39.58 |
| 600865.SH | 百大集团 | 0.15   | 0.17 | 0.19 | 53.17 | 45.69 | 41.92 |
| 600729.SH | 重庆百货 | 0.81   | 1.02 | 1.33 | 51.81 | 41.07 | 31.63 |
| 600694.SH | 大商股份 | 0.74   | 1.38 | 1.73 | 63.54 | 34.23 | 27.29 |
| 600738.SH | 兰州民百 | 0.21   | 0.28 | 0.31 | 45.65 | 33.89 | 30.92 |
| 600859.SH | 王府井  | 1.19   | 1.51 | 1.81 | 36.15 | 28.40 | 23.82 |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 1.20   | 1.59 | 2.08 | 37.58 | 28.36 | 21.71 |
| 600778.SH | 友好集团 | 0.37   | 0.48 | 0.67 | 33.51 | 25.83 | 18.39 |

|           |       |      |      |      |       |       |       |
|-----------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 000564.SZ | 西安民生  | 0.22 | 0.29 | 0.38 | 33.96 | 25.77 | 19.78 |
| 000417.SZ | 合肥百货  | 0.55 | 0.67 | 0.85 | 31.36 | 25.69 | 20.15 |
| 002277.SZ | 友阿股份  | 0.65 | 0.87 | 1.26 | 33.97 | 25.32 | 17.40 |
| 000785.SZ | 武汉中商  | 0.31 | 0.42 | 0.49 | 33.67 | 24.91 | 21.59 |
| 600814.SH | 杭州解百  | 0.27 | 0.32 | 0.42 | 29.95 | 24.56 | 18.87 |
| 600828.SH | 成商集团  | 0.41 | 0.67 | 0.91 | 39.24 | 23.93 | 17.79 |
| 600682.SH | 南京新百  | 0.27 | 0.40 | 1.11 | 36.08 | 23.77 | 8.60  |
| 600697.SH | 欧亚集团  | 0.80 | 1.05 | 1.35 | 30.56 | 23.27 | 18.04 |
| 000516.SZ | 开元控股  | 0.23 | 0.24 | 0.24 | 23.25 | 22.72 | 22.47 |
| 600628.SH | 新世界   | 0.43 | 0.48 | 0.58 | 25.13 | 22.44 | 18.83 |
| 600858.SH | 银座股份  | 0.72 | 1.07 | 1.38 | 32.34 | 21.93 | 16.95 |
| 600693.SH | 东百集团  | 0.38 | 0.49 | 0.62 | 28.68 | 21.91 | 17.37 |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 0.61 | 0.76 | 0.98 | 26.73 | 21.53 | 16.66 |
| 000987.SZ | 广州友谊  | 0.93 | 1.18 | 1.50 | 26.69 | 21.14 | 16.62 |
| 000715.SZ | 中兴商业  | 0.26 | 0.64 | 0.83 | 50.90 | 20.94 | 16.12 |
| 600785.SH | 新华百货  | 1.13 | 1.39 | 1.73 | 25.29 | 20.57 | 16.62 |
| 600280.SH | 南京中商  | 0.51 | 1.15 | 1.53 | 46.27 | 20.34 | 15.28 |
| 600655.SH | 豫园商城  | 0.48 | 0.59 | 0.68 | 24.46 | 20.04 | 17.44 |
| 000419.SZ | 通程控股  | 0.31 | 0.46 | 0.64 | 28.31 | 19.36 | 13.87 |
| 600327.SH | 大厦股份  | 0.46 | 0.57 | 0.69 | 23.51 | 18.66 | 15.52 |
| 002187.SZ | 广百股份  | 1.10 | 1.36 | 1.73 | 23.05 | 18.54 | 14.60 |
| 600631.SH | 百联股份  | 0.88 | 0.97 | 0.96 | 15.79 | 14.45 | 14.57 |
| 601933.SH | 永辉超市  | 0.39 | 0.58 | 0.83 | 71.76 | 47.30 | 33.25 |
| 600361.SH | 华联综超  | 0.19 | 0.30 | 0.39 | 52.98 | 32.89 | 25.48 |
| 002251.SZ | 步步高   | 0.69 | 0.88 | 1.08 | 38.20 | 30.15 | 24.53 |
| 002336.SZ | 人人乐   | 0.65 | 0.84 | 1.13 | 33.39 | 25.77 | 19.25 |
| 002264.SZ | 新华都   | 0.53 | 0.80 | 1.06 | 37.68 | 25.12 | 19.03 |
| 000759.SZ | 武汉中百  | 0.41 | 0.52 | 0.67 | 30.02 | 23.47 | 18.30 |
| 600827.SH | 友谊股份  | 1.94 | 2.16 | 2.33 | 8.52  | 7.68  | 7.11  |

数据来源: wind, 东北证券

注: 分子行业, 按 2011 年预测市盈率降序排列

#### 4. 结论

我们认为在物价上涨及政策支持的背景下, 行业仍将处于景气周期, 业绩普遍会有较好的增长。从不同商品的销售情况看, 我们认为与消费升级相关的商品景气度较高, 相应的高端百货、专业连锁处于较好的经营环境, 业绩弹性较大, 如友阿股份、广州友谊、天虹商场、潮宏基; 超市中我们仍看好已经形成规模优势及具备优质后台支持, 经营有特色的公司, 如武汉中百、永辉超市; 在估值回调的背景下, 鄂武商A、新华百货等区域龙头也显示出安全优势。

## 5. 重点公司介绍

### 5.1 鄂武商A

湖北零售龙头、购物中心+大卖场均衡发展、扩张稳健有效、整合预期

我们认为公司两项主营业务均发展较好，短期来看，公司已有购物中心品牌调整效果将在2010年释放，次新门店逐步成熟，进入盈利期，武商量贩快速扩张，在通胀背景下将为公司贡献更多的业绩；长期看，购物中心是现代百货的发展方向，公司对购物中心经营具备较多的经验和品牌效应，且公司在异地扩张中会以武商量贩先行培育市场，步伐稳健。另外，摩尔城扩建项目物业资源十分宝贵，招商情况较好，前景乐观。2011年摩尔项目和十堰项目均将完工，可能会对公司2011-2012年业绩造成一定负面影响，但二者的培育期都不会很长。我们预计公司2010年每股收益0.60元，给予推荐评级。

### 5.2 天虹商场

“百货+超市+X”模式可复制、战略清晰、人才稳定、成长迅速

公司是零售行业中比较有特色的跨区域连锁企业，其“百货+超市+X”业态具备良好的可复制性，集标准化与弹性定制于一身，充分强调超市的作用；轻资产扩张全国连锁，“众星拱月”模式区域密集型发展；扩张中人才储备丰富，管理团队稳定；良性滚动开店促使公司业绩快速增长，店龄2-4年处于黄金盈利期门店较多。同时，公司首创“汉堡包”式门店布局，精准定位客户群，在发展过程中善于总结并始终坚持适合自身的发展之路，我们认为“创新+总结+坚持”成就了公司的快速发展。我们预计公司2010-2012每股收益1.21元、1.61元和1.05元，考虑其特色经营、高成长性及跨区发展可以享受一定估值溢价，认为50元左右为价值中枢，由于公司是次新股，目前价位偏高，给予短期谨慎推荐，长期推荐评级。

### 5.3 友阿股份

内生增长强劲、发展奥特莱斯、有股权激励意愿

经过近两年对主力门店的调整，公司与竞争对手平和堂、王府井在品牌结构等方面已经没有明显差距，且公司不同门店均有其不同的特点，门店定位各有不同，品牌重复度在30%左右，形成较好的错位竞争。调整后的门店在今明两年将进入快速盈利期，公司在长沙乃至湖南省的龙头地位将更加稳固。公司两个奥特莱斯项目均有一定的竞争优势，在百货门店扩张中，公司与政府的密切关系有利于在区域内获得优质物业和项目。公司在股权激励方面也有初步想法，力图借股权激励提高公司经营效率。我们预计公司2010年-2012年EPS分别为0.63元、0.83元和1.38元，给予谨慎推荐评级。

### 5.4 永辉超市

直采自销、生鲜加强、快速成长

永辉超市区别于行业内其他超市类公司的最主要的特征是公司以生鲜为最重要的经营品类，生鲜及加工的销售占比一直维持在50%以上，创造了独特的“永辉模式”，成为国内生鲜经营的领导者。公司主要看点在于独特的模式及可预见的成长性。在

国内超市行业竞争异常激烈及供应链区域分割的背景下，本土超市具备自身难以复制的特色及超越供应链的限制是在竞争中胜出的重要元素，永辉超市恰恰具备这种特征，且在未来几年中，公司将进入快速成长的良性循环，预计3年内门店总数有望翻番，净利润复合增长率50%左右，2010、2011每股收益分别为0.4元，0.6元，12个月内27-30元左右价格较为合理，目前估值偏高，但不影响公司作为超市行业中特色公司的长期投资价值，给予短期谨慎推荐，长期推荐评级。

## 5.5 武汉中百

湖北超市龙头、物流配送体系健全、稳步扩张、估值较低、整合预期

我们认为湖北市场在3-5年内仍有一定的扩张空间，公司具备明显的地域优势和规模优势，可以实现稳步的有效扩张；内生增长方面，在通胀背景下，做为以超市为主业的公司将充分受益，且强大的配送体系也使得公司毛利率仍有提升空间，另外公司还通过预算管理进行费用控制，有利于公司业绩的释放。我们预计公司2010年每股收益0.42元，给予谨慎推荐评级。

## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。