

通胀受益 估值回落 高端百货恰逢投资良机

——零售行业 2011 年 2 月月报

商贸零售

通胀下百货业弹性更佳、受益更显著

我们从百货、超市子行业中分别挑选 4 家典型上市公司考察 2006 年至 2010 年三季度以来各自的收入增长率、扣非净利润增长率以及毛利率情况。

2010 年以来，百货业平均收入增长率在 20% 左右，超市业在 13% 左右。

从扣非净利润增长率的维度看，百货业的表现也明显优于超市业态，2010 年二季度以来百货业保持 28%-42% 左右的高速增长，超市业也有 20% 左右的增速。

从平均综合毛利率的维度看，两者近年来均在 19%-20% 小幅波动。

综合三个维度的整体表现，我们看到在通胀背景下，零售业整体受益，但百货业弹性更佳，受益更显著。

1 月份重点零售企业销售额同比增 26.6%，金银珠宝持续增长，电器汽车增幅收窄

2010 年 12 月社零总额同比增长 19.1%，通讯器材类增速创历史新高

消费者信心指数持续 6 个月下降，预期消费平稳增长

食品权重下调背景下 CPI 同比上涨 4.9%，温和通胀下百货持续利好

百货行业处于 10 年 8 月份以来的估值洼地

从估值看，1 月底零售板块相对大盘估值溢价 98.08%，处于 10 年 8 月份以来的最低位置，其 06 年以来的历史平均溢价 71.68%。值得注意的是百货子行业在 1 月份大幅下调后、2 月份继续延续下行的态势，目前估值处于 10 年 8 月份以来的阶段性低点。连锁板块 06 年以来历史平均溢价为 74.2%，目前相对大盘估值溢价为 55.92%，系绝佳介入机会。

投资策略：温和通胀、消费升级背景下零售行业持续受益，目前行业估值处于阶段性低点，维持行业“超配”评级。

建议重点关注：

- 1、受益于通胀、估值处于阶段性低点的高端百货：鄂武商、中兴商业、广州友谊、银座股份；
- 2、受益金银珠宝、通讯、汽车热销，且处于估值洼地的连锁公司：潮宏基、老凤祥、豫园商城、天音控股、中大股份；
- 3、受益于通胀、租金上涨、外延扩张的公司：小商品城。

维持

超配

分析师：张先萍

投资咨询执业证书编号：

S0630207110042

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

联系人：沈燕

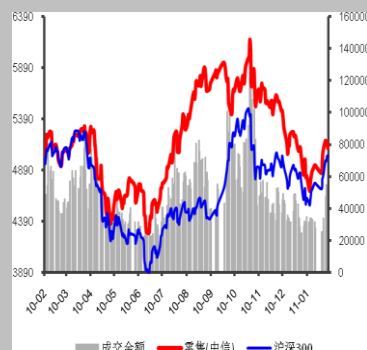
021-50586660-8639

shyan@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 2 月 21 日

行业表现



正文目录

一、通胀下百货业弹性更佳、受益更显著	3
二、行业继续保持平稳较快发展	4
1、1 月份重点零售企业销售额同比增 26.6%，金银珠宝持续增长，电器汽车增幅收窄	4
2、2010 年 12 月社零总额同比增长 19.1%，通讯器材类增速创历史新高	4
3、消费者信心指数持续 6 个月下降，预期消费平稳增长	6
4、食品权重下调背景下 CPI 同比上涨 4.9%，温和通胀下百货持续利好	7
三、百货行业处于 10 年 8 月份以来的估值洼地	7
四、行业投资策略	8

图表目录

图 1、百货业收入增长率	3
图 2、超市业收入增长率	3
图 3、百货业扣非经利润增长率	3
图 4、超市业扣非经利润增长率	3
图 5、百货业毛利率	3
图 6、超市业毛利率	3
图 7、社会消费品零售总额及同比增速	4
图 8、城镇、农村消费品零售总额增速	4
图 9、各类商品 12 月零售增速	4
图 10、限额以上企业分商品消费零售额增速	5
图 11、限额以上企业分商品消费零售额增速	5
图 12、限额以上企业分商品消费零售额增速	5
图 13、限额以上企业分商品消费零售额增速	5
图 14、消费者信心指数、满意指数及预期指数	6
图 15、消费价格指数	7
图 16、零售商品价格指数	7
图 17、零售子行业盈利模式	7
图 18、百货行业 VS 大盘表现	8
图 19、超市行业 VS 大盘表现	8
图 20、连锁行业 VS 大盘表现	8
图 21、零售行业相对于大盘估值溢价	8

一、通胀下百货业弹性更佳、受益更显著

我们从百货、超市子行业中分别挑选 4 家典型上市公司考察 2006 年至 2010 年三季度以来各自的收入增长率、扣非净利润增长率以及毛利率情况。

2010 年以来，百货业平均收入增长率在 20% 左右，超市业在 13% 左右。

从扣非净利润增长率的维度看，百货业的表现也明显优于超市业态，2010 年二季度以来百货业保持 28%-42% 左右的高速增长，超市业也有 20% 左右的增速。

从平均综合毛利率的维度看，两者近年来均在 19%-20% 小幅波动。

综合三个维度的整体表现，我们看到在通胀背景下，零售业整体受益，但百货业弹性更佳，受益更显著。

图 1、百货业收入增长率

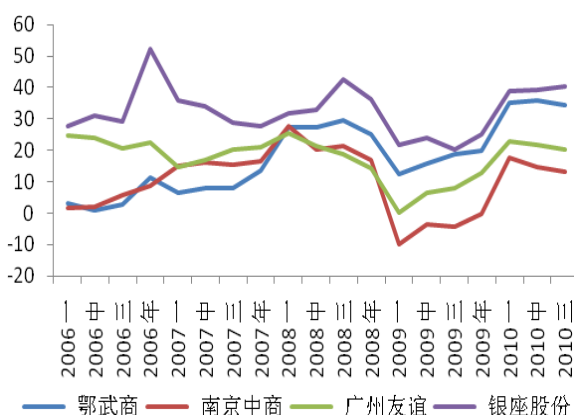


图 2、超市业收入增长率

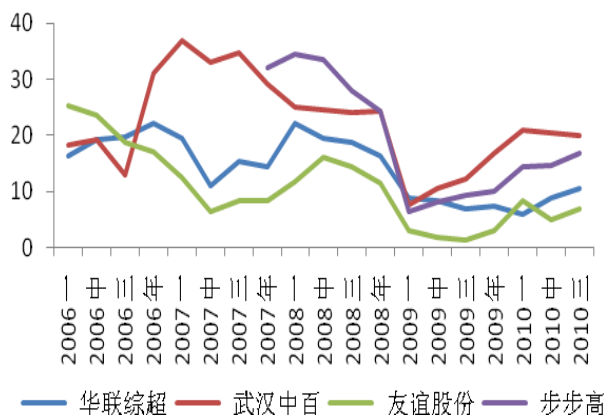


图 3、百货业扣非净利润增长率

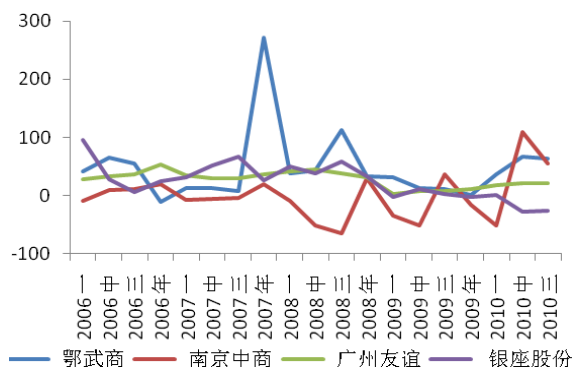


图 4、超市业扣非净利润增长率

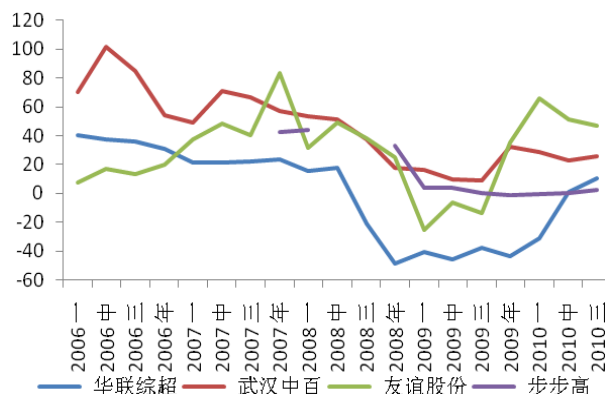
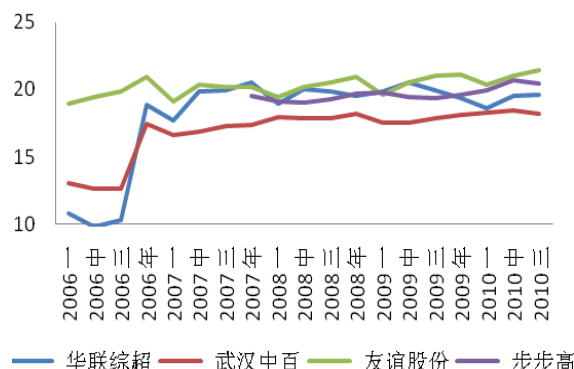
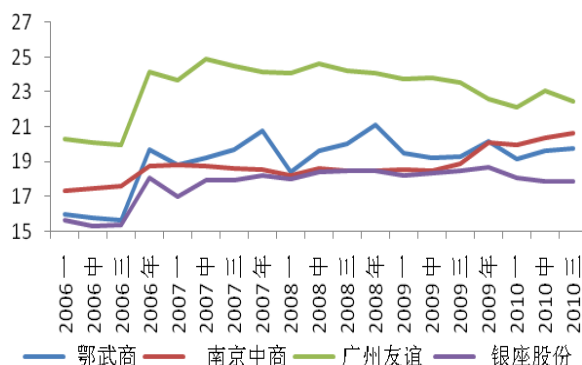


图 5、百货业毛利率

图 6、超市业毛利率



资料来源: Wind、东海证券研究所

二、行业继续保持平稳较快发展

1、1 月份重点零售企业销售额同比增 26.6%，金银珠宝持续增长，电器汽车增幅收窄

1 月份，全国 3000 家重点零售企业实现销售额较上年同期增长 26.6%，增速比上年 12 月份加快 7.6 个百分点。作为投资保值抗通胀的消费品，金印珠宝销售持续火爆，1 月份，3000 家重点零售企业金银珠宝销售额同比增长 46.2%，增速较上年 12 月份加快 7.1 个百分点。

2、2010 年 12 月社零总额同比增长 19.1%，通讯器材类增速创历史新高

2010 年我国社会消费品零售总额 154553.7 亿元，同比增长 23.30%。12 月份社会消费品零售总额 15329.5 亿元，同比增长 19.1%，环比上涨 0.4 个百分点。城镇消费品零售总额增速依然高于农村。

图 7、社会消费品零售总额及同比增速

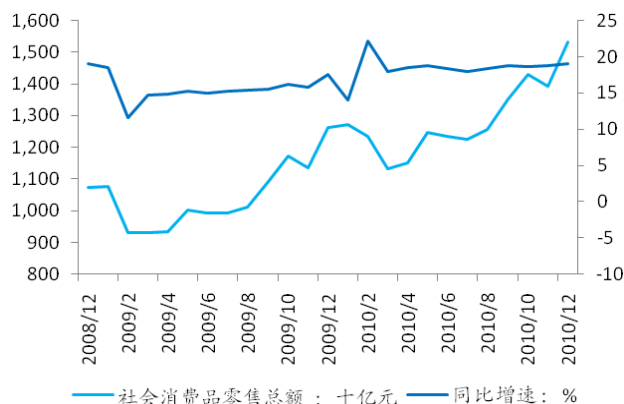
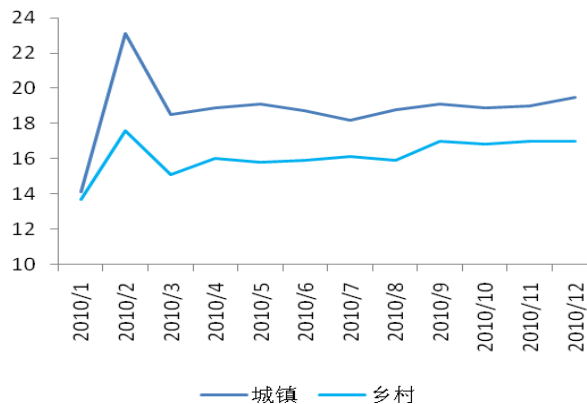
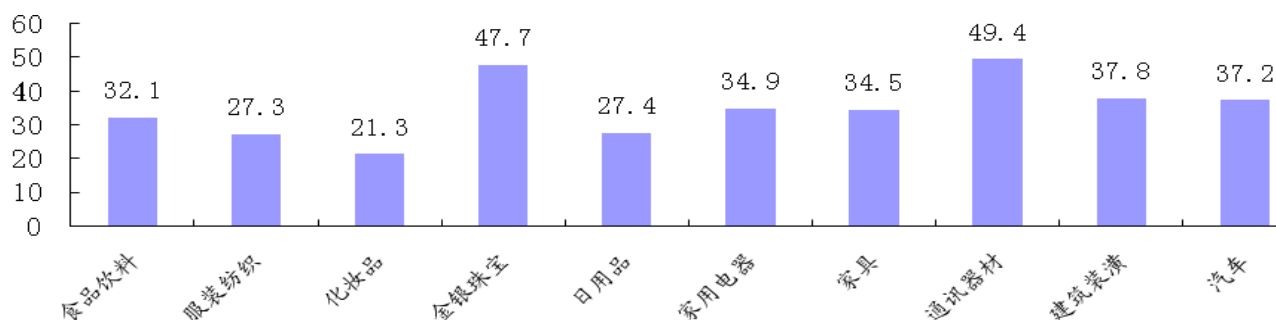


图 8、城镇、农村消费品零售总额增速



资料来源: CEIC、东海证券研究所

图 9、各类商品 12 月零售增速

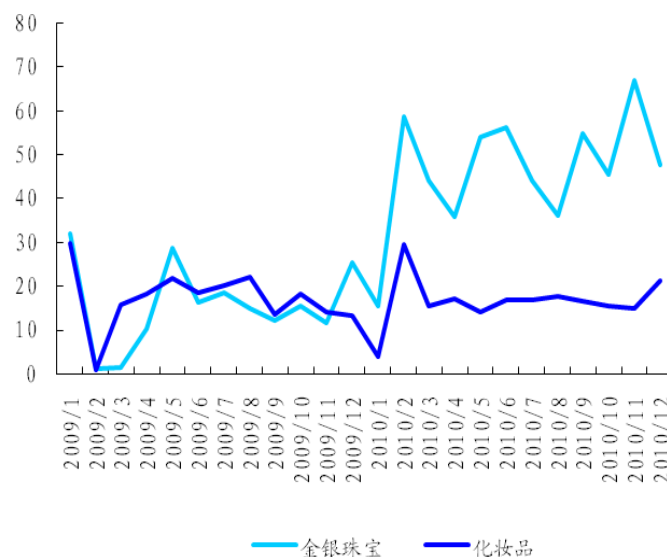
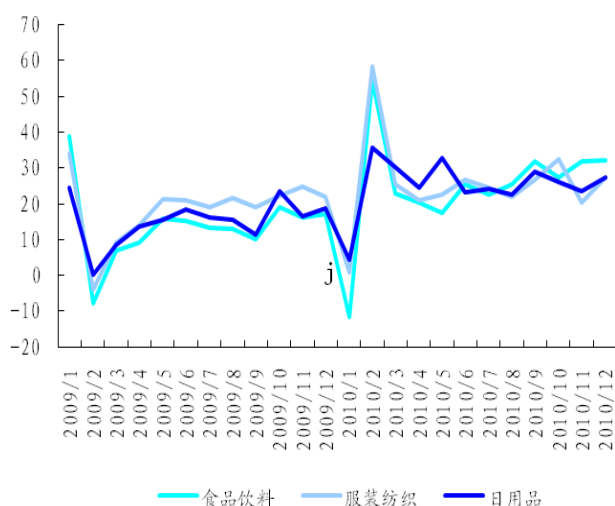


资料来源: CEIC、东海证券研究所

12月, 通讯器材类产品表现抢眼创历史新高, 同比增速为49.4%, 比11月增速提高22.6%, 接掌领跑大旗。金银珠宝类产品增速虽然相比上月下滑20%, 但仍然保持高位运行, 增速为47.7%, 位列增速榜第二。化妆品增速继续垫底。除服装纺织、化妆品、日用品增速在20%-30%的区间外, 其余品类均有30%以上的火爆增速。

图 10、限额以上企业分商品消费零售额增速

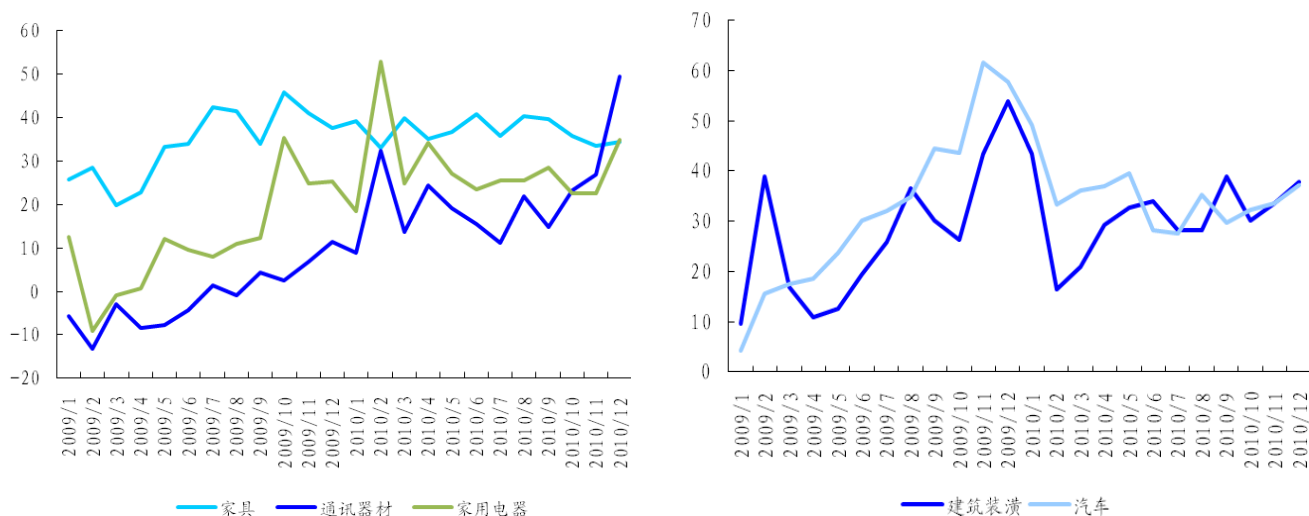
图 11、限额以上企业分商品消费零售额增速



资料来源: CEIC、东海证券研究所

图 12、限额以上企业分商品消费零售额增速

图 13、限额以上企业分商品消费零售额增速



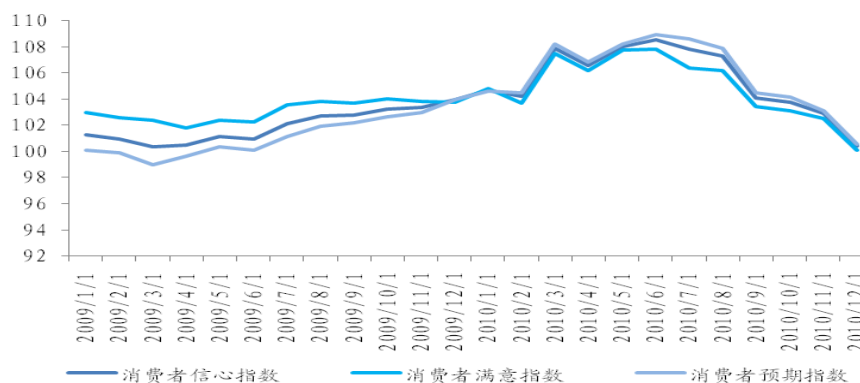
资料来源: CEIC、东海证券研究所

3、消费者信心指数持续 6 个月下降，预期消费平稳增长

消费者信心指数、消费者满意指数和消费者预期指数自 2010 年 6 月以来一路下跌，但仍保持在 100%以上，12 月数据分别为 100.415%、100.114%、100.570%；体现消费者整体对目前经济状况、未来经济形势中性偏好的看法，但乐观程度不断减弱。

消费者预期指数和消费者满意指数的剪刀叉预示绝大多数消费者对未来 6 个月中国经济中性看好，预期消费市场会保持平稳增长。

图 14、消费者信心指数、满意指数及预期指数



资料来源: CEIC、东海证券研究所

4、食品权重下调背景下 CPI 同比上涨 4.9%，温和通胀下百货持续利好

2011 年 1 月当月居民消费价格同比上涨 4.9%，环比上涨 1 个百分点。其中食品价格上涨 10.3%，环比上涨 2.8 个百分点，居住类价格同比上涨 6.8%。食品、居住类价格上涨是推动物价上涨主力。本月统计局对各商品品类权重构成进行了相应调整：居住提高 4.22 个百分点，食品降低 2.21 个百分点、其他品类亦有不同程度下调。因此 1 月 CPI 数据同比增速放缓与商品品类权重调整、食品权重下调有关。

图 15、消费价格指数

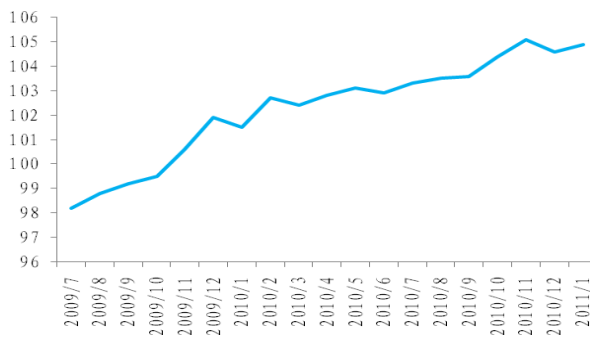
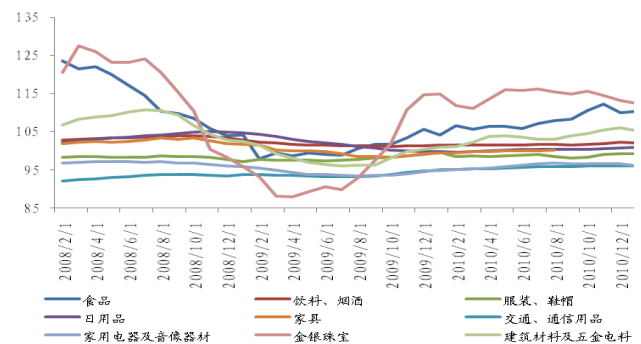


图 16、零售商品价格指数



资料来源：CEIC、东海证券研究所

结构性食品价格及居住价格上涨预计将维持，未来 CPI 依然将维持高位。温和通胀背景下，零售行业中百货行业受益最大。

图 17、零售子行业盈利模式

类型	消费层次	商品类型	盈利模式	通胀下
百货	中高端消费	珠宝等 (10-20%)	自营-收入差价	联营为主的方式更容易
		服装等 (70%)	联营-扣点收入	转嫁成本压力，温和通
		其他 (10%)	租金	胀下最为受益
超市	低端消费	食品生活用品等	自营-收入差价 通道费	主要销售基本生活品，在 严重通胀下防御性更强
专业连锁	品牌消费	专业类产品	逐步转向零工采购合作模式	品牌连锁企业较为受益

资料来源：东海证券研究所

三、百货行业处于 10 年 8 月份以来的估值洼地

2011 年 1 月零售板块绝对下跌 5.83%，跑输大盘 4.18 个百分点；百货、超市、连锁三个子行业分别下跌：6.45%、5.68%、5.44%，百货板块垫底。

从估值看，1月底零售板块相对大盘估值溢价98.08%，处于10年8月份以来的最低位置，其06年以来的历史平均溢价71.68%。值得注意的是百货子行业在1月份大幅下调后、2月份继续延续下行的态势，目前估值处于10年8月份以来的阶段性低点。目前连锁板块相对大盘估值溢价为55.92%，06年以来历史平均溢价为74.2%，系绝佳介入机会。

图 18、百货行业 VS 大盘表现

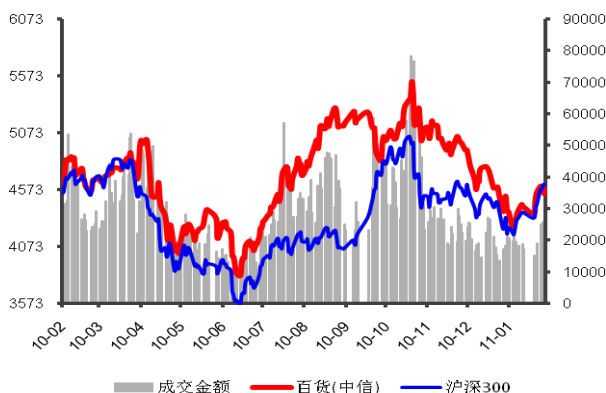
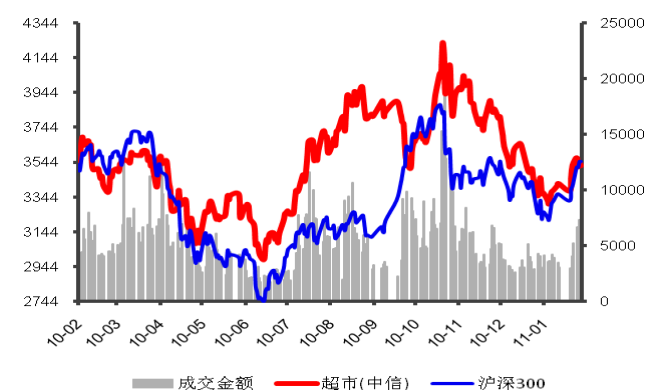


图 19、超市行业 VS 大盘表现



资料来源：wind 资讯、东海证券研究所

图 20、连锁行业 VS 大盘表现

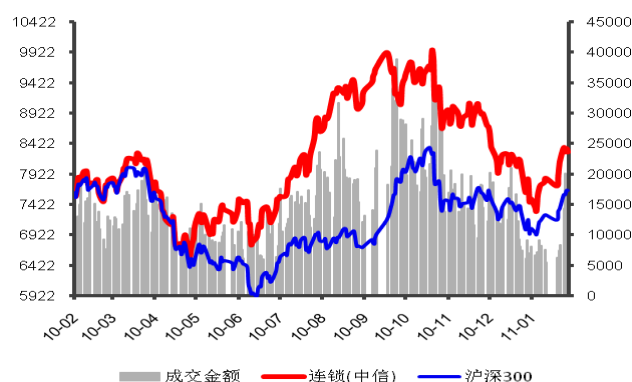
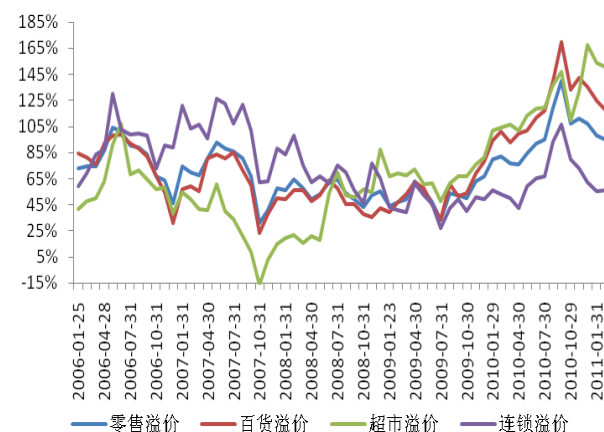


图 21、零售行业相对于大盘估值溢价



资料来源：wind 资讯、东海证券研究所

四、行业投资策略

温和通胀、消费升级背景下零售行业持续受益，目前行业估值处于阶段性低点，维持行业“超配”评级。建议重点关注：

- 1、受益于通胀、估值处于阶段性低点的高端百货：鄂武商、中兴商业、广州友谊、银座股份；
- 2、受益金银珠宝、通讯、汽车热销，且处于估值洼地的公司：潮宏基、老凤祥、豫园商城、天音控股、

中大股份；

3、受益于通胀、租金上涨、外延扩张的公司：小商品城。

作者简介

张先萍：三年行业工作经验

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897