

面向未来 春暖花开 渐提仓位 静待回升

——商业行业 2011 年第二季度投资策略

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 3 月 31 日

联系人

陈慧

022-28451135

chenhui@bhqzq.com

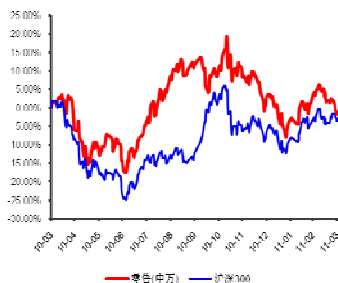
子行业评级

百货零售	看好
专业连锁	看好
商业物业经营	中性

二季度股票池

苏宁电器	推荐
王府井	推荐
友阿股份	推荐
天虹商场	推荐
鄂武商	推荐
步步高	推荐
武汉中百	推荐
渤海物流	推荐
津劝业	推荐
北京城乡	推荐

最近一年行业相对走势



投资要点：

● 市场走势：6 月之久 20%有余，跌幅与估值仍显尴尬。

自去年第四季度以来，零售股共跑输沪深 300 指数 21.59%，我们觉得零售股的下跌是对通货膨胀、成本上升和网购竞争等行业负面影响的担忧。但是虽下跌 6 月之久，但绝对跌幅不足 10%，未能有效稀释行业较高的估值状态。目前零售行业静态估值是 37.25 倍，并没有逼近历史低位 18.6 倍的水平。因此零售板块的估值水平和自身跌幅都略显尴尬。

● 行业数据：利好数据不多

社会消费品零售总额增速 1-2 月份下滑明显。特别是实际消费增速水平，一改以往平稳的走势，也出现了大幅下降，说明居民消费的实际行为确实在减少。消费信心与消费意愿已经降到了有史以来的新低，甚至低于 03 年非典、08 年金融危机时期。虽有内贸专项规划利好政策，但政策的支持将是缓释的，二级市场影响有限。

● 企业数据：年报业绩不尽如人意

年报数据核心商业股的业绩增速都出现了不同程度的下滑，也是没能出现年报行情的理由。

● 市场风格：期待从上半场到下半场的转变

我们大体判断 5 月起流通性宽松局面将终结，二季度通胀将维持高位。目前资金的偏好是低估值和事件性，零售两不靠。我们判断二季度上半季度低估值品种和事件刺激品种仍有可能维持强势，但是后半季度，随着观察期效果的体现，结合这些板块积累的获利压力，资金风格有可能转换成长期未涨的消费板块。其实消费类行业有一个好处，就是估值的把握性较大。如果真的能向历史低点靠拢，就会是不错的配置品种。

● 二季度策略：渐提消费比重，用时间等待空间

关键看一季报有没有超预期的公司；其次是随着年报接近尾声，以高成长和高分配为主题的投资热情消退，这时以稳定增长为主题的投资情绪将重新燃起。那些成长性确定且良好，又有一定估值修复需求的个股需要重新纳入我们的视野范围。

白马股中我们建议关注：网购业务厚积薄发且估值低的苏宁电器、股价低于定增价且成长性良好的王府井，布局快能平衡长短期利益的为未来打下基础的友阿股份和天虹商场；超市和百货业务发展势头都很好的鄂武商。

超市方面，关注门店经营情况有改善的步步高，以及一贯稳健扩张，区域优势明显的武汉中百；

题材股中我们建议关注股权争夺战风口的津劝业、资产注入预期的渤海物流、以及重组概念的北京城乡。

目 录

1. 市场走势：6 月之久 20%有余，跌幅与估值仍显尴尬。	4
零售股下跌已有 6 个月之久，跑输大盘 20%有余	4
由于自身跌幅不大未能有效稀释零售高估值状况	6
2. 行业数据：利好数据不多	8
从行业数据的角度看，利好数据不多	8
但影响消费的中长期因素——收入水平仍处于向好趋势。	10
政策的支持将是缓释的，二级市场影响有限	12
3. 企业数据：年报业绩不尽如人意	12
4. 市场风格：期待从上半场到下半场的转变	15
5 月起流通性宽松局面将终结，二季度通胀将维持高位	15
资金偏好低估值和事件性，零售两不靠。	16
二季度下半场可能转向消费	16
5. 二季度策略：渐提消费比重，用时间等待空间	18
一季度股票池回顾：覆巢之下，未能出现年报行情	18
二季度或将迎来零售股的反弹，现在应该渐提仓位	18
建议重点关注	20

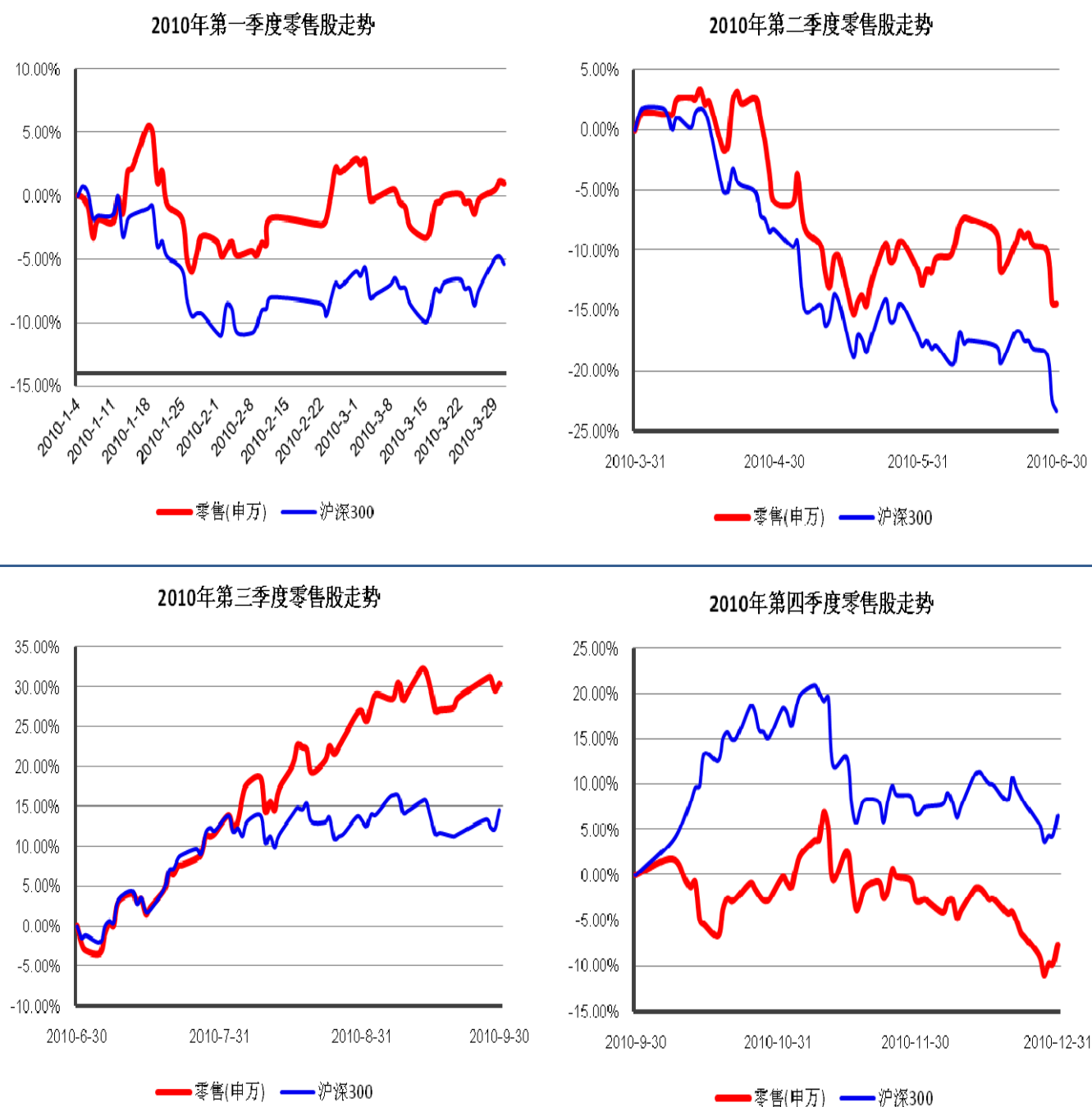
图 表 目 录

图表 1: 零售指数相对沪深 300 走势图	4
图表 2: 近六个月零售跑输大盘 20%有余	5
图表 3: 各板块成分区间涨跌幅中商业贸易板块过去六个月涨幅最小	5
图表 4: 零售行业静态估值水平	6
图表 5: 零售股相对大盘的溢价率水平	7
图表 6: 社会消费品零售总额增速 1-2 月份下滑明显	8
图表 7: 核心商业企业销售额增速同样出现显著下滑	8
图表 8: 消费者信心指数	9
图表 9: 全国城镇储户对物价的满意度调查	9
图表 10: 城镇居民储户问卷调查	10
图表 11: 个人所得税同比增速看, 收入趋势并没发生大变化	11
图表 12: 收入感受指数	11
图表 13: 已公布年报公司收入和利润增速	13
图表 14: 商业股盈利能力分析	13
图表 15: 近两年 CPI 和 PPI 当月同比走势	15
图表 16: 近两年 CPI 和 PPI 当月环比走势	15
图表 17: 二季度 CPI 同比增速难以有效回落	16
图表 18: 年初以来各版块涨跌幅排序	17
图表 19: 年报策略的股票池一季度涨跌幅	18
图表 20: 单季度收入增速	19
图表 21: 年初以来涨幅较好的股票	19
图表 22: 限额以上批零企业商品品类当月同比增速	20
图表 23: 不同业态增速水平	21
图表 24: 2 季度股票池	21

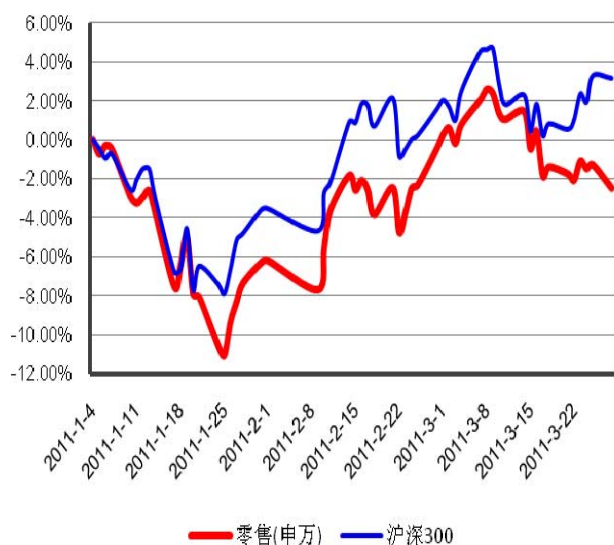
1. 市场走势：6 月之久 20%有余，跌幅与估值 仍显尴尬。

零售股下跌已有 6 个月之久，跑输大盘 20%有余

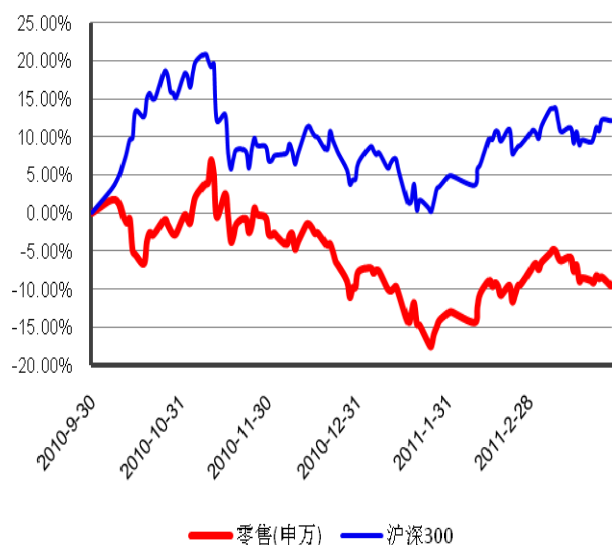
图表 1：零售指数相对沪深 300 走势图



2011年第一季度零售股走势



去年10月以来下跌持续六个月，跑输大盘20%有余



资料来源：wind 渤海证券研究所

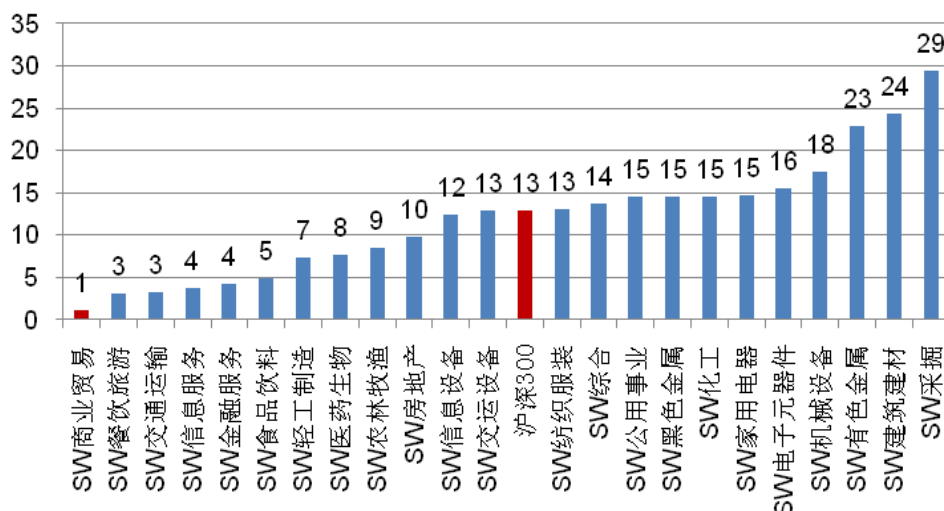
图表 2：近六个月零售跑输大盘 20%有余

单季度	10 年第一 季度	10 年第二 季度	10 年第三 季度	10 年第四 季度	11 年第一 季度	过去六个 月累计
零售指 数涨跌 幅	0.99%	-14.46%	30.38%	-7.69%	-2.47%	-9.50%
沪深 300 涨跌幅	-5.36%	-23.39%	14.53%	6.56%	3.16%	12.09%
零售相 对沪深 300	6.35%	8.93%	15.85%	-14.25%	-5.63%	-21.59%

资料来源：wind 渤海证券研究所

图表 3：各板块成分区间涨跌幅中商业贸易板块过去六个月涨幅最小

成份区间涨跌幅(算术平均)



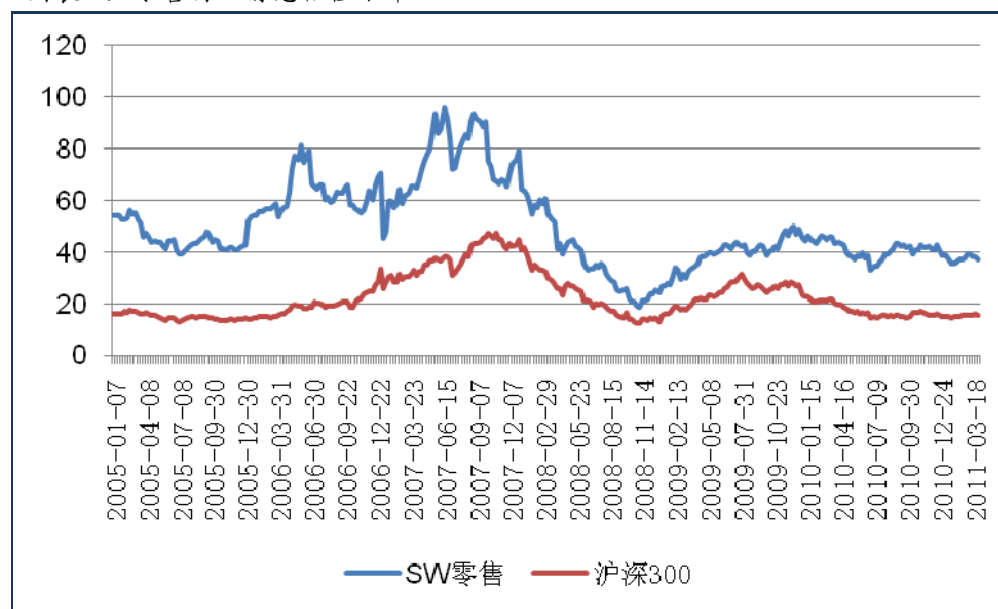
资料来源: wind 渤海证券研究所

我们统计了过去一年和今年一季度零售股的走势。从统计结果来看, 2010 年零售股并没有出现一四季度旺季指数上涨, 二三季度淡季指数下跌的走势。全年零售股涨 3.97%, 沪深 300 下跌 11.51%, 零售股全年涨幅很小, 但却跑赢沪深 300 指数 15.48 个百分点; 其中, 第三季度零售行业的绝对和相对涨幅都是最好的 (绝对涨幅 30.38%, 相对涨幅 15.85%)。之后, 零售股便一直下跌, 去年四季度下跌 7.69%, 今年一季度下跌 2.47%, 下跌持续六个月之久。自去年第四季度以来, 零售股共跑输沪深 300 指数 21.59%, 其中今年零售跑输沪深 300 指数 5.63 个百分点。我们觉得零售股的下跌是对通货膨胀、成本上升和网购竞争等对行业负面影响的担忧。

由于自身跌幅不大未能有效稀释零售高估值状况

虽然相对涨跌幅跑输大盘很多 (20%有余), 但绝对涨跌幅下降程度不大, 6 个月仅下跌 9.50%。不足 10% 的下跌幅度使得零售行业的估值仍然较高。目前零售行业静态估值 (TTM 整体法) 是 37.25 倍, 而历史上零售股最低的市盈率是 2008 年 11 月份的 18.6 倍。零售行业的估值并没有逼近历史低位水平。

图表 4: 零售行业静态估值水平

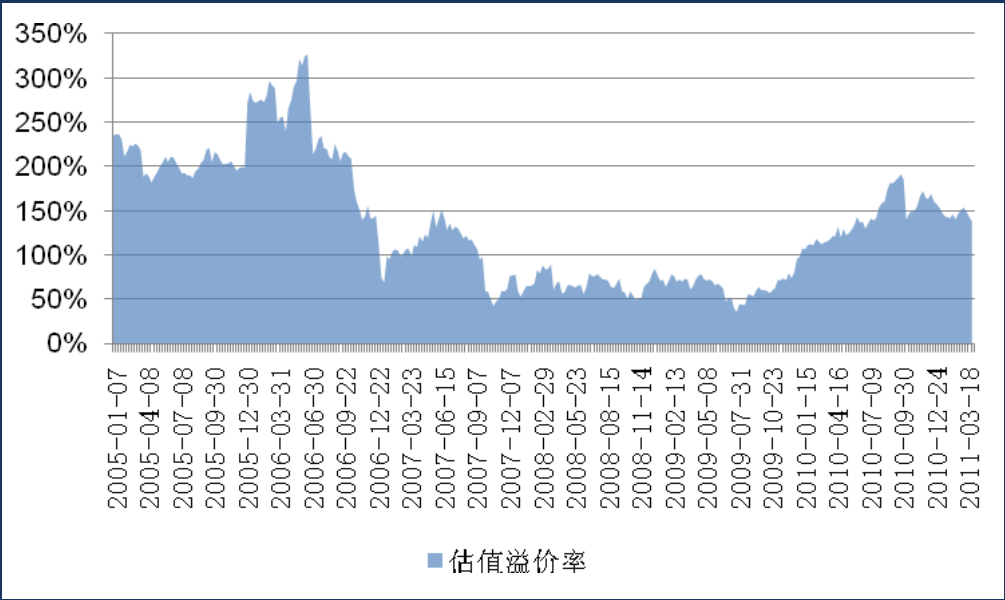


资料来源: wind 渤海证券研究所

零售股相对沪深 300 的估值溢价率, 最低时约 40%, 最高时达到 300%以上, 目前零售板块相对于沪深 300 的估值溢价率为 138%, 比 2010 年一季度时高出很多。虽然六个月下跌, 但由于跌幅不大, 并没有稀释零售板块的高估值。

所以说，零售板块无论是相对自身历史的市盈率水平，还是与大盘比的估值溢价率，都处于并不低的位置。因此零售板块的估值水平和自身跌幅都略显尴尬。

图表 5：零售股相对大盘的溢价率水平



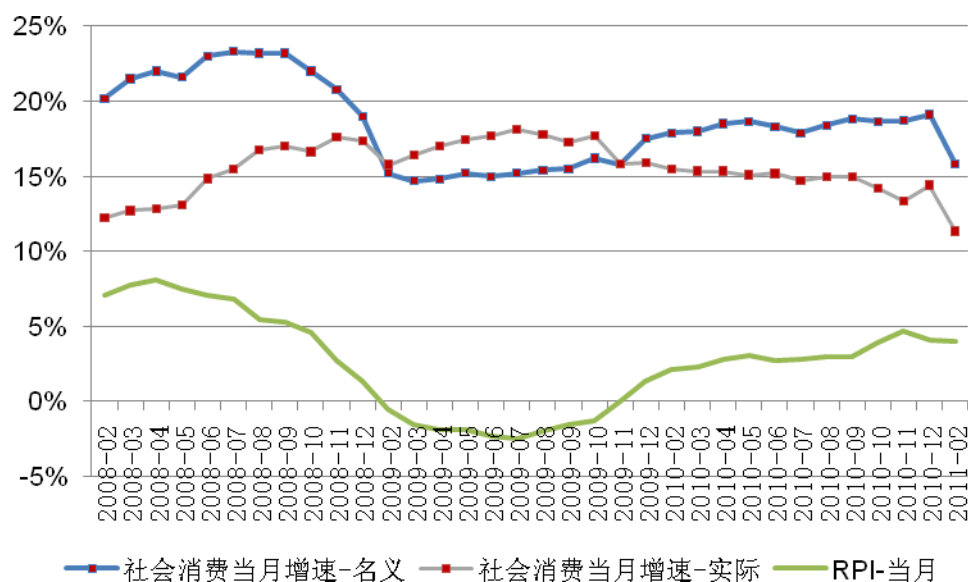
资料来源：wind 渤海证券研究所

2. 行业数据：利好数据不多

从行业数据的角度看，利好数据不多

1-2 月份，社会消费品零售总额29018 亿元，同比增长15.8%，比2010 年12 月份回落3.3 个百分点（其中1 月份同比增长19.9%，2 月份增长11.6%）。扣除价格因素影响，1-2月份实际增速为11.3%，比2010年12月份回落3.1个百分点。统计显示，今年1-2月份社会消费品零售总额无论名义还是实际增速都出现显著下滑。特别是实际消费增速水平，一改以往平稳的走势，也出现了大幅下降，说明居民消费的实际行为确实在减少。

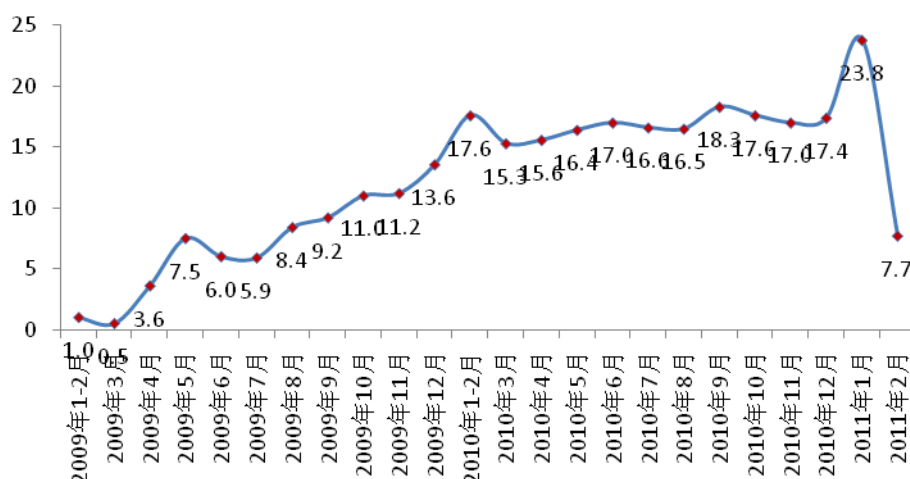
图表 6：社会消费品零售总额增速 1-2 月份下滑明显



资料来源：wind 渤海证券研究所 注：为剔除春节错月的影响，我们将 1-2 月份合并。

图表 7：核心商业企业销售额增速同样出现显著下滑

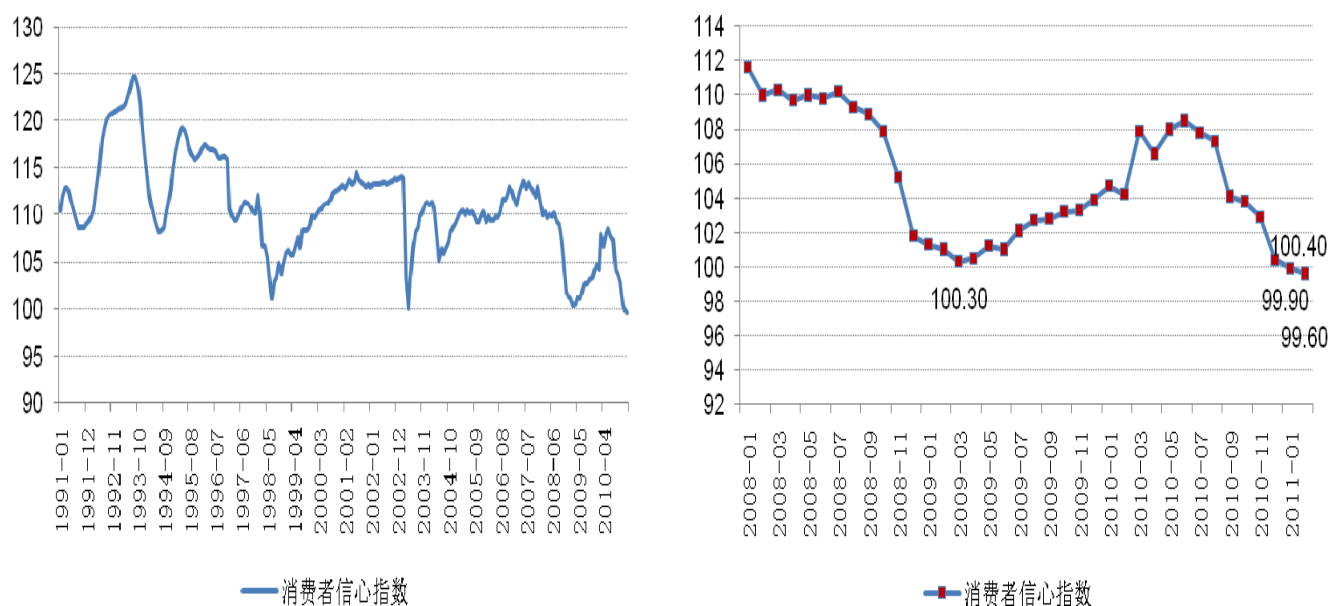
核心商业企业销售指数同比增长 (%)



资料来源: wind 渤海证券研究所

消费驱动能力的短期指标（消费意愿）也不尽理想，但长期指标（收入）尚可。

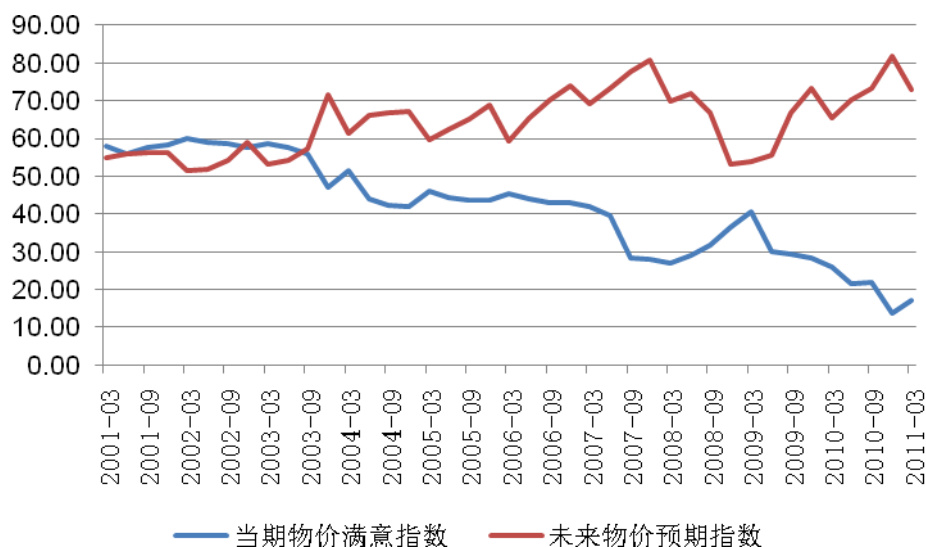
图表 8: 消费者信心指数



资料来源: wind 渤海证券研究所

从消费者信心指数看，消费信心已经降到了有史以来的新低，甚至低于03年非典、08年金融危机时期。自去年7月份以来，消费信心已经连续8个月下滑，目前低于100%。我们觉得消费信心的下滑主要是对高通胀不满意。从下图看出由于较高的通胀水平，居民对物价满意度下降，影响居民消费信心，从而导致今年1、2月份销售数据的下降。

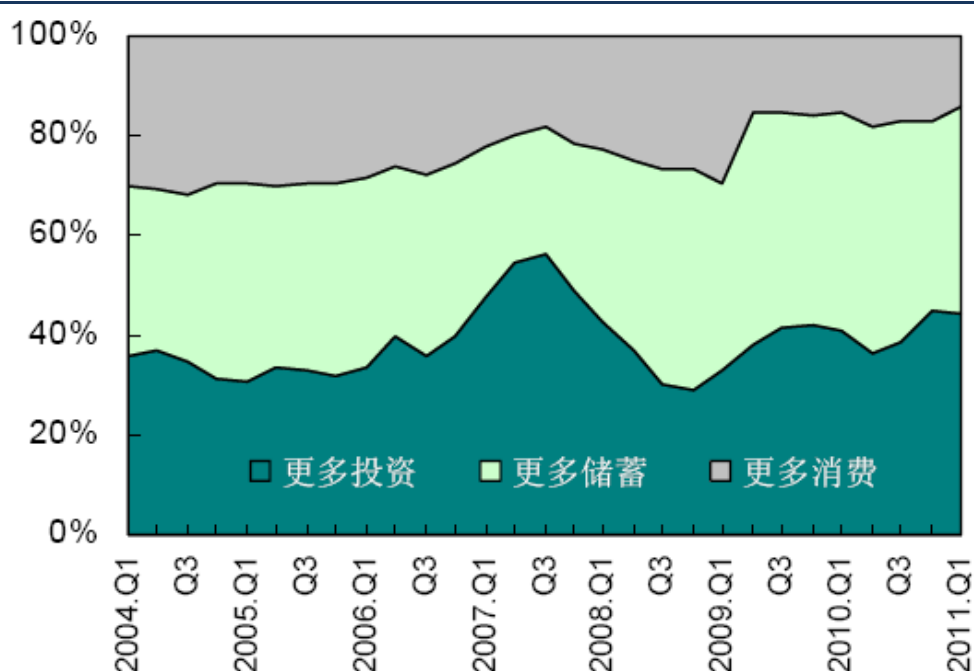
图表 9: 全国城镇储户对物价的满意度调查



资料来源: 中国人民银行

与统计局公布的消费数据相吻合，央行于 3 月份发布的居民消费意愿调查同样显示消费者的消费意愿显著回落。2011 年第 1 季度，由中国人民银行在全国 50 个城市进行的 2 万户城镇储户问卷调查显示：在当前物价、利率以及收入水平下，85.8%的城镇居民倾向于储蓄（其中，44.2%偏好“投资债券、股票、基金等”的变相储蓄，41.6%偏好“储蓄存款”），**14.2%的倾向于“更多消费”，消费意愿降至 1999 年以来的 12 年最低值**，甚至低于 2008 年次贷危机爆发之时。在各类消费中，居民购车仍为主要消费热点，其他消费意愿不旺。其中购车意愿为 13.2%，处于调查以来较高位；**大额商品消费意愿与旅游意愿**分别为 25.7%和 22.6%，**各低于同期 2.3 和 0.9 个百分点。**

图表 10: 城镇居民储户问卷调查



资料来源：中国人民银行

总体来说，1-2 月零售增速的回落体现了物价持续走高背景下消费者消费意愿的回落。

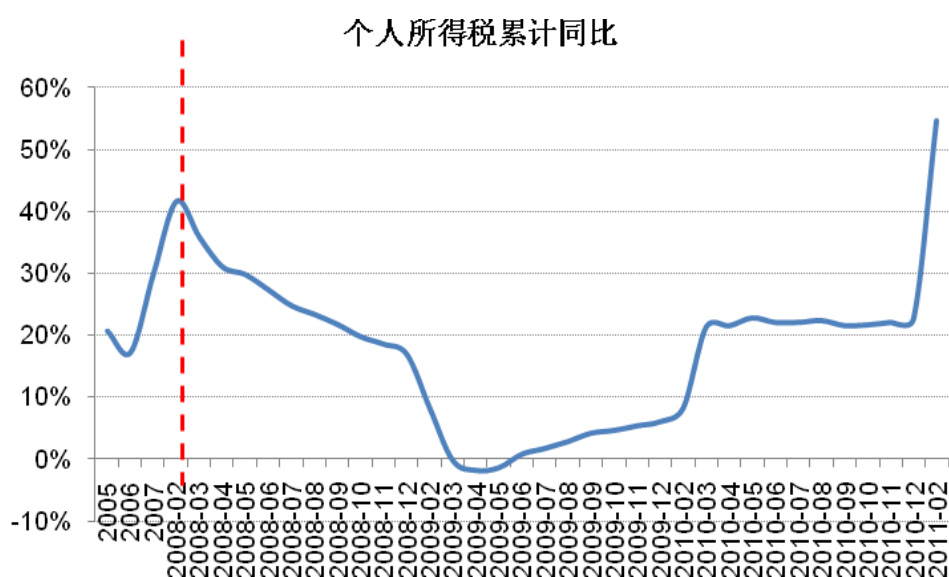
但影响消费的中长期因素——收入水平仍处于向好趋势。

“十二五”期间，我们要全面改善人民生活，逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入年均实际增长超过 7%；加快完善社会保障制度，进一步提高保障水平。城乡基本养老、基本医疗保障制度实现全覆盖，提高并稳定城乡三项基本医疗保险参保率，政策范围内的医保基金支付水平提高到 70%以上，全国城镇保障性住房覆盖面达到 20%左右。

保障水平的提高和覆盖人群的不断扩大，及对低收入人群的社会保障不断完善，将使得这部分人群的消费意愿和能力逐步得到释放。此外，保障房政策的集中推进，未来也会使得高价商品房对于其它消费的挤出效应逐步下降，提升居民整体消费意愿。当前零售增速暂时回落，但从中长期来看，随着十二五规划关于居民收入增长、城市率提高、城乡差距缩小等指标的落实，消费将持续高速扩容的态势，而零售板块也将持续收益。

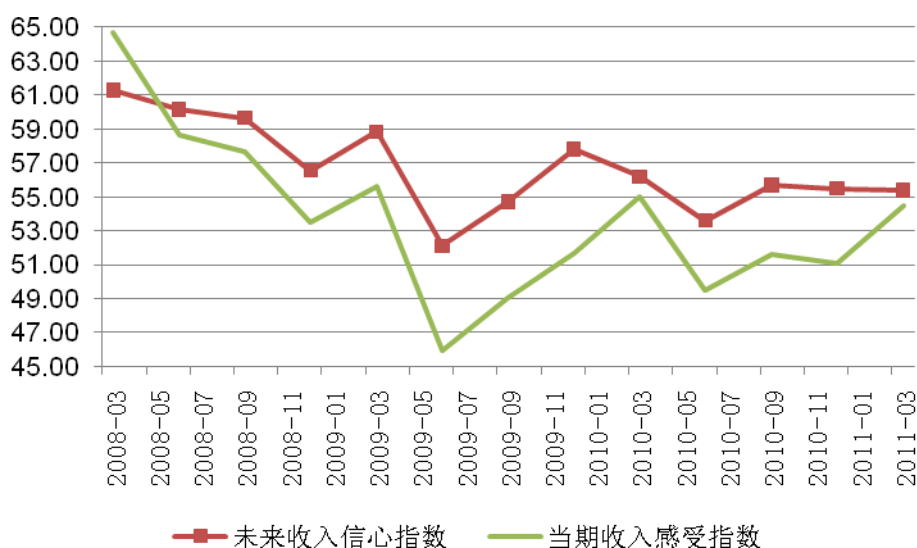
因此，从中长期的角度来看，我们持续看好消费率提升和零售业态创新下零售行业的投资机会。

图表 11：个人所得税同比增速看，收入趋势并没发生大变化



资料来源：wind 渤海证券研究所

图表 12：收入感受指数



资料来源：wind 渤海证券研究所

政策的支持将是缓释的，二级市场影响有限

近期有新闻报道，国内贸易十二五规划预计将于4月底出台，这将给目前疲弱的零售市场带来一些积极的信号，给正面影响。

目标是社会消费品零售总额翻一番。商务部新闻发言人姚坚3月22日说，商务部正牵头编制关于国内贸易的“十二五”发展规划，这项规划提出了要在“十二五”期末使我国社会消费品零售总额、生产资料销售总额、批发、零售、住宿、餐饮等重要消费品市场的经营规模比“十一五”期末翻一番。

规划预计将在4月底出台。有消息人士说，国内贸易“十二五”发展规划将争取在4月底出台。据了解，规划将明确，进一步扩大国内消费需求，大力促进城乡居民消费，积极培育消费热点；大力推进流通企业现代化进程，促进连锁经营发展，加快推动电子商务发展；支持流通企业做大做强，鼓励和引导企业整合产业链，完善服务链，实现跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组。

包含12项国内贸易+11个海外等方面的专项规划。除了国内贸易的专项规划以外，姚坚表示，商务部还正编制另外11个涉及海外投资、服务贸易发展、边境合作区和特殊经济区发展、沿边地区的开放开发等方面的专项规划。并且这项规划已经列入了国家级的专项规划。

从翻一番的目标来看，应该不难达到。目前我国社会消费品零售总额增速约18%，如果按照这个增速连续增长五年，十二五末，社会消费品零售总额应该是现在的1.94倍，约等于2倍。因此，只要年均消费增速不低于现在18%的平均水平，翻一番的目标应该不难达到。这也意味着，这个国内贸易“十二五”规划，关于目标的提法，可能对二级市场的刺激有限，但我们不可否认，这类政策对于消费的刺激应该是一个缓慢释放、循序渐进的过程，影响肯定是正面的积极的。对于目前零售业缺乏热点刺激、行情疲弱的环境下，仍会得零售股带来些许反弹机会。

3. 企业数据：年报业绩不尽如人意

从公布的年报情况看，核心商业股的业绩增速都出现了不同程度的下滑，比如合肥百货、武汉中百、鄂武商、大厦股份、新华百货、成商集团、王府井、银座股份。即便新上市的永辉超市，业绩增速都不太理想。**业绩增速不尽如人意，也是没能**

出现年报行情的理由。

图表 13: 已公布年报公司收入和利润增速

证券代码	证券简称	营业收入同比增速					归属母公司股东的净利润同比增长率				
		2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
000889.SZ	渤海物流	42.48	-3.68	34.67	9.40	20.48	104.18	0.58	7.69	-1753.98	151.26
600827.SH	友谊股份	17.00	8.27	11.46	2.91	6.39	-7.97	146.61	-54.36	27.10	58.38
600631.SH	百联股份	-2.74	-3.70	8.89	11.95	22.80	38.08	28.87	0.48	13.40	47.92
002277.SZ	友阿股份	-31.66	-1.75	35.69	23.76	29.76	122.24	-36.67	31.00	24.60	44.46
000417.SZ	合肥百货	30.99	21.27	27.14	16.82	19.99	43.11	110.47	20.14	66.93	42.31
002024.SZ	苏宁电器	64.16	53.48	24.27	16.84	29.51	116.08	93.42	48.09	33.17	38.82
002419.SZ	天虹商场	27.54	53.10	24.05	17.41	26.28	39.56	48.75	2.44	13.50	36.25
600729.SH	重庆百货	35.64	10.21	17.00	13.89	19.05	1.94	27.87	61.36	-3.63	30.50
000785.SZ	武汉中商	10.11	12.08	13.06	6.40	10.12	115.62	113.41	16.70	35.22	30.19
002264.SZ	新华都	42.16	54.53	38.77	36.41	40.95	82.94	90.01	-11.71	6.54	26.02
600122.SH	宏图高科	30.28	35.92	33.03	-3.57	5.19	29.54	189.14	161.05	15.23	24.46
000501.SZ	鄂武商 A	11.20	13.53	25.16	19.73	32.75	328.87	230.27	15.56	32.34	22.95
601933.SH	永辉超市			54.58	49.25	45.33			64.62	18.99	20.15
600327.SH	大厦股份	9.80	3.71	27.31	30.57	14.13	-12.81	12.66	29.02	72.74	19.79
000564.SZ	西安民生	8.10	5.41	15.06	9.55	7.63	58.53	-13.91	150.42	-14.49	18.01
000759.SZ	武汉中百	31.05	29.24	24.28	16.73	17.60	67.09	53.33	36.62	24.09	17.59
000987.SZ	广州友谊	22.59	21.12	14.35	12.96	21.17	48.03	35.18	34.62	10.89	14.74
600785.SH	新华百货	27.02	5.55	12.11	14.55	23.16	44.82	32.66	41.07	77.45	12.25
600824.SH	益民集团	20.65	18.63	46.58	22.49	28.65	103.83	-48.14	28.27	10.31	10.87
002561.SZ	徐家汇		3.61	5.67	6.61	10.01		35.15	-17.38	1.22	9.30
600828.SH	成商集团	3.54	14.49	5.12	20.82	-0.67	55.77	165.98	41.29	24.91	8.19
002187.SZ	广百股份	21.21	37.84	14.11	8.84	25.78	21.94	52.26	30.43	2.05	5.04
002251.SZ	步步高	48.54	31.96	24.30	10.07	18.25	18.25	41.42	31.67	1.45	3.45
600859.SH	王府井	29.67	37.58	13.85	9.09	25.66	620.59	37.11	29.22	11.71	-2.16
600861.SH	北京城乡	9.63	9.63	5.71	-1.01	9.34	60.75	14.10	12.47	-2.45	-14.30
600682.SH	南京新百	-8.22	-39.92	3.95	-14.63	9.27	300.61	49.01	20.63	19.65	-18.23
600865.SH	百大集团	5.40	10.91	-14.34	-15.36	6.16	40.79	87.01	1.51	35.87	-24.46
000715.SZ	中兴商业	9.48	5.99	7.64	8.69	-7.49	7.28	8.82	-18.51	46.35	-27.63
600858.SH	银座股份	52.12	27.71	36.42	24.99	38.29	89.91	37.59	14.62	-16.37	-39.27
	算术平均	21.03	17.03	20.34	13.32	19.16	94.06	58.68	28.59	21.03*	19.55

资料来源: wind 渤海证券研究所 *剔除异常值渤海物流

图表 14: 商业股盈利能力分析

证券简称	销售毛利率					销售净利率					销售期间费用率				
	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010
渤海物流	20.53	24.12	21.12	17.73	16.87	0.42	0.35	-5.07	2.16	0.44	18.56	22.33	18.68	18.26	12.50
友谊股份	20.92	20.21	20.97	21.08	21.89	1.41	2.57	1.83	2.10	2.67	19.45	18.45	18.58	18.03	18.52

商业零售行业投资策略

百联股份	23.76	26.38	27.77	26.19	25.21	3.90	5.50	4.71	4.93	6.11	17.67	18.81	20.87	19.67	17.90
友阿股份	19.14	18.98	20.86	19.37	18.67	9.10	5.61	5.42	5.50	6.17	13.23	10.96	12.31	10.82	9.35
合肥百货	13.12	14.69	15.86	16.51	16.66	2.06	3.56	3.75	4.91	5.20	9.90	9.39	10.17	9.82	9.41
苏宁电器	14.88	14.46	17.16	17.35	17.83	3.05	3.79	4.53	5.13	5.44	10.03	8.45	10.71	10.17	10.20
天虹商场	24.33	23.78	24.30	22.96	23.02	5.69	5.65	4.57	4.42	4.77	16.83	17.73	18.15	16.90	16.44
重庆百货	14.39	15.37	15.82	15.86	14.90	1.60	1.86	2.57	2.18	2.50	12.04	12.70	12.45	12.91	11.52
武汉中商	17.62	17.82	18.51	17.93	19.44	-0.48	0.55	0.90	1.60	2.09	16.69	15.64	16.51	15.17	16.02
新华都	17.96	18.95	19.01	18.84	20.07	3.61	4.43	2.85	2.11	1.48	13.77	14.63	14.72	15.71	17.23
宏图高科	12.64	9.67	8.19	9.16	9.06	0.63	1.35	2.35	1.93	2.35	11.65	8.00	6.36	6.34	6.87
鄂武商 A	19.71	20.80	21.13	20.16	19.87	1.66	4.16	4.14	4.00	3.59	15.21	13.92	14.75	14.54	14.29
永辉超市		17.20	17.88	17.90	19.12		3.58	3.82	3.03	2.48		11.54	12.46	13.63	15.51
大厦股份	12.00	13.02	13.11	12.82	13.47	2.82	2.99	3.02	4.27	4.55	6.94	7.89	8.60	7.37	7.20
西安民生	20.16	21.59	21.69	20.76	22.36	2.87	2.33	5.07	3.95	2.53	13.94	15.64	12.88	15.95	18.27
武汉中百	17.41	17.35	18.23	18.15	19.02	1.44	1.82	1.98	2.12	2.11	14.98	14.68	15.00	14.90	15.70
广州友谊	24.13	24.16	24.06	22.62	21.84	7.47	8.34	9.83	9.64	9.12	11.49	10.62	9.90	8.79	8.38
新华百货	18.51	18.90	17.29	18.72	19.32	2.72	3.33	4.27	6.55	5.98	14.45	13.80	11.53	10.08	11.29
益民集团	46.17	43.04	39.99	35.95	33.37	22.27	9.58	8.49	7.65	6.63	31.00	27.50	25.62	23.54	21.77
徐家汇	28.06	29.05	28.99	28.37	28.55	12.11	15.14	12.44	11.75	11.67	10.00	10.13	11.84	12.35	12.14
成商集团	17.02	18.81	22.76	20.94	23.03	-9.15	5.29	7.12	7.28	8.01	27.39	13.33	15.29	13.58	13.07
广百股份	22.51	22.64	22.10	20.74	19.65	3.60	4.02	4.58	3.59	2.99	15.95	16.37	15.48	14.85	14.71
步步高	18.51	19.50	19.73	19.61	20.48	2.75	2.98	3.14	2.90	2.52	14.86	15.06	15.21	15.18	16.41
王府井	19.15	18.65	18.93	18.67	18.20	3.35	3.11	3.66	3.78	3.14	14.79	12.09	12.52	13.19	12.50
北京城乡	22.30	22.87	21.60	21.09	21.26	6.12	4.48	5.31	5.52	4.38	16.80	13.88	15.75	18.07	16.36
南京新百	15.69	23.57	24.95	26.71	23.33	1.73	3.86	4.49	6.29	4.71	10.49	15.98	18.73	17.80	15.63
百大集团	15.61	16.62	20.99	23.74	23.03	2.91	4.91	5.82	9.34	6.59	11.00	9.34	12.84	13.89	13.74
中兴商业	19.55	18.97	18.99	18.08	18.50	3.32	3.41	2.58	3.47	2.72	13.82	13.05	15.66	12.65	14.71
银座股份	18.08	18.22	18.49	18.68	18.19	3.77	4.08	3.34	2.19	1.39	11.80	10.97	13.74	14.92	15.39
算术平均	19.78	20.32	20.71	20.23	20.21	3.67	4.23	4.19	4.63	4.29	14.81	13.89	14.39	14.11	13.90

资料来源：wind 渤海证券研究所

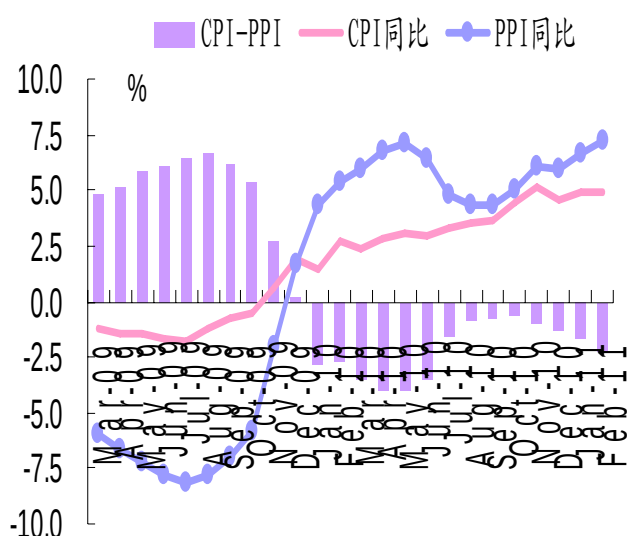
4. 市场风格：期待从上半场到下半场的转变

5 月起流通性宽松局面将终结，二季度通胀将维持高位

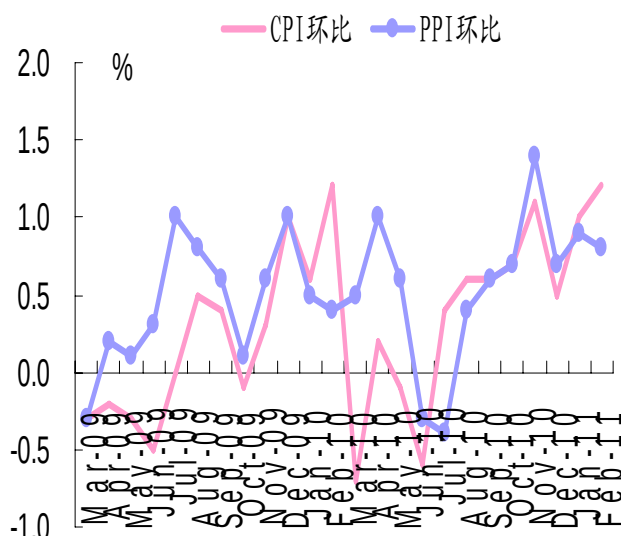
流动性方面，从春节前开始，央行连续 16 周在公开市场进行了累计 1.16 万亿的货币净投放，加上公开市场到期资金本来就很大，市场出现了流动性比较充裕的局面，但净投放在 3 月 4 日后戛然而止。之后三周，央行在公开市场均实施了净回笼，并在两会结束后立刻上调了存准率至历史新高 20%。即便如此，市场主流观点仍然认为 4 月份的流动性会继续充裕，因为 4 月份的央行公开市场到期资金量更加庞大，超过 8000 亿元。在不考虑央行会完全对冲到期资金的情况下，4 月流动性应该不差。从公开市场到期资金的趋势来看，预计 4 月流动性仍相对充裕，但 5 月起情况将变得不太乐观，流动性的“紧箍咒”将越来越紧。5 月起，这种宽松局面终结的概率极大。

物价方面，2 月份数据显示，通胀压力并未减弱，CPI 环比增速再创新高的同时，PPI 同比的持续走高则进一步强化了 CPI 同比增速的上行压力。考虑到 3 月份后翘尾因素将再度增强，于是二季度内 CPI 同比增速难以有效回落。而且考虑到劳动力成本增长以及国际大宗商品价格的上涨，二季度内 CPI 环比增速可能将高于历史平均值，二季度通胀将维持高位。

图表 15: 近两年 CPI 和 PPI 当月同比走势

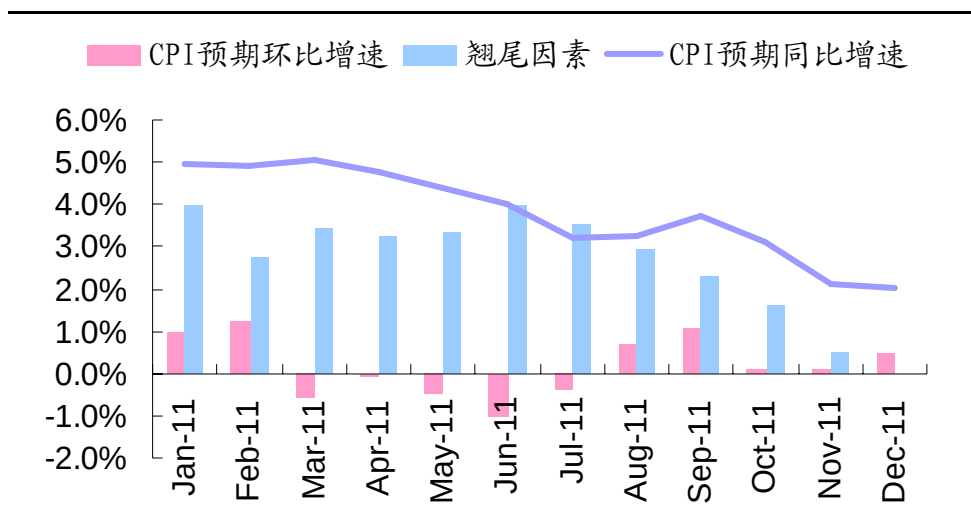


图表 16: 近两年 CPI 和 PPI 当月环比走势



资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 17：二季度 CPI 同比增速难以有效回落



资料来源：Wind 渤海证券研究所

资金目前的偏好是低估值和事件性，零售两不靠。

观察过去一个季度股票市场的热点，我们发现：建材、煤炭、家电、房地产、钢铁等在不同时段出现过不同程度的上涨。具体而言，房地产板块上涨源自保障房政策和自身低估值两方面因素；建材年初以来涨幅最大，主要理由供需关系改善、产品提价、板块估值历史低位；由于原油和国际煤价持续走高，煤炭在比价效应下上涨，而股指上有一定的优势。而钢铁是保障房带动下、以及低估值双重因素下上涨。另一个上涨较好的板块化工板块，主要是受益于产品提价。

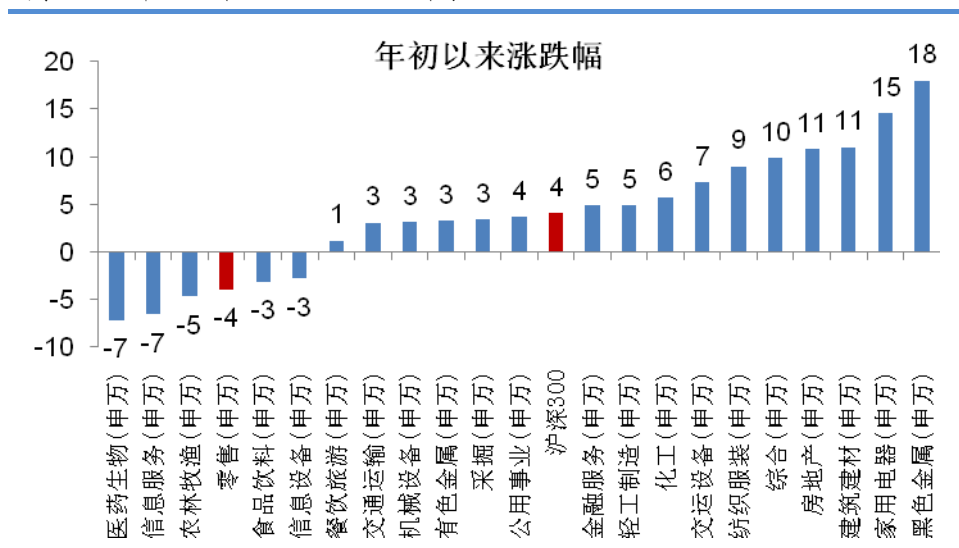
总结而言，我们认为资金最近的关注点有二：一是选择低估值的品种。其实大部分周期股的估值相对自身而言都是比较低的；二是选择具有产品提价预期等有消息刺激的板块。

二季度下半场可能转向消费

纵观已经公布了二季度策略的几家机构，多家机构对今年二季度市场的走势持乐观情绪，认为市场将走出震荡上行的行情，而机构二季度配置方向则回归传统（**申银万国**：青睐周期股和金融股；**广发证券**：估值修复+主题投资，传统蓝筹如家电，以及事件型引发的军工、新能源、新三板等品种；**国信证券**：看好机械和建材，还看好煤炭和部分化工以及汽车及其配件板块；**中信证券**：关注四类战略产业）。行业配置上，已公布的这几家主流机构，没有一家提到看好消费行业。

但是我们觉得二季度是诸多经济事件的观察期，比如内部看，需要调研保障房和水利建设的资金配套情况；外部看，需要观察原油等对输入性通胀的具体影响，QE2政策变化对全球资金流向的影响。从流动性充裕和通胀情况判断，上半季度低估品种和事件刺激品种仍有可能维持强势，但是后半季度，随着观察期效果的体现，结合这些板块积累的获利压力，资金风格有可能转换成长期未涨的消费板块。

图表 18: 年初以来各版块涨跌幅排序



资料来源: wind 渤海证券研究所

消费板块，特别是零售板块虽然跌幅时间较长，但幅度仅 10%，估值尚未到达历史地位。从成长性角度看，又是稳定的 20-30%的业绩增长，未超预期。从事件性角度看，也缺少刺激因素。因此走势很弱，属于上述投资偏好里面，两不沾的局面，缺乏投资亮点。除非有重组之类的题材。其实消费类行业有一个好处，就是估值的把握性较大。如果真的能向历史低点靠拢，就会是不错的配置品种。

5. 二季度策略：渐提消费比重，用时间等待空间

一季度股票池回顾：覆巢之下，未能出现年报行情

一季度我们选股时主要考虑的是高成长的公司和有重组题材的公司。事实上，我们所选的这些股票，年报业绩在行业中确实增速靠前。但我们忽略了一点，在杀跌消费时，正是这些业绩较好，去年四季度跌幅不大的公司最早开始下跌。而在 1-2 月份行业数据不好的背景下，带动整个零售板块的下跌，因此这些业绩好的股票也未能出现年报行情，反而因年报披露，出现了“利好兑现”的趋势。

图表 19：年报策略的股票池一季度涨跌幅

	一季度涨跌幅
天虹商场	-7.97%
友阿股份	-5.71%
鄂武商	0.54%
合肥百货	-12.89%
渤海物流	-10.15%
涨跌幅算术平均	-7.23%

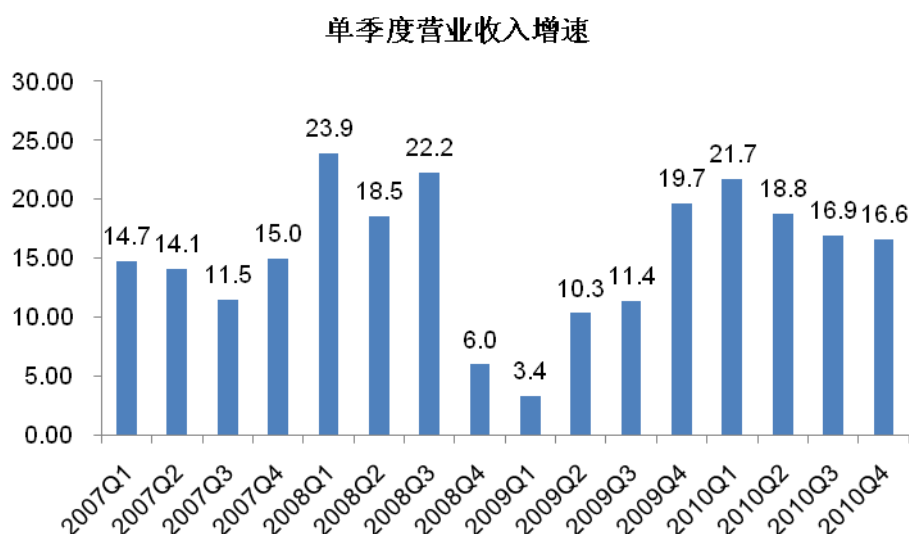
资料来源：wind 渤海证券研究所

二季度或将迎来零售股的反弹，现在应该渐提零售仓位。

关键看一季报情况。

从单季度企业销售数据看，2010 年四季度行业增速未能出现以往那种四季度旺销的局面，反而出现回落，是高通胀引发的消费信心下滑。如果今年一季报并未出现好转，可能零售还不会出现板块性行情。所以，关键看一季报有没有超预期的公司。

图表 20: 单季度收入增速



资料来源: 渤海证券研究所

另一方方面是, 年报接近尾声, 以高成长和高分配为主题的投资热情消退, 这时以稳定增长为主题的投资情绪将重新燃起。

之前, 涨幅较好的几只个股都有各种题材, 比如宏图高科(10送2转增8的原因)、欧亚集团(股权激励的原因), 再或者是各种低价题材股。但我们认为这种以高成长和高分配为主题的投资热情将随着年报披露接近尾声而消退。反而那些成长性确定且良好, 又有一定估值修复需求的个股需要重新纳入我们的视野范围。

图表 21: 年初以来涨幅较好的股票

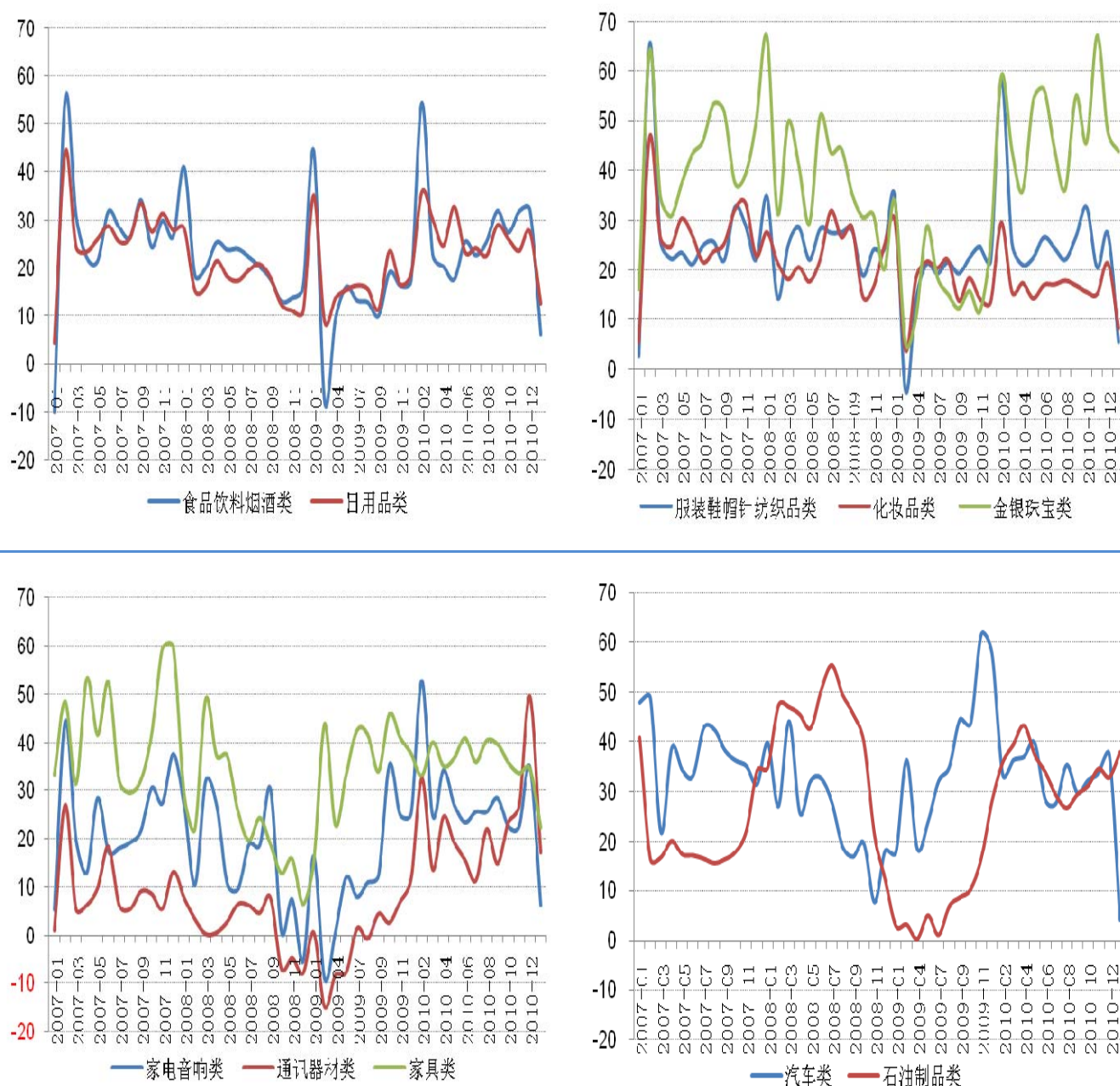
年初以来涨幅榜前 10			年初以来跌幅榜前 10		
600821.SH	津劝业	23.94	600859.SH	王府井	-22.99
600856.SH	长百集团	17.73	002345.SZ	潮宏基	-20.21
600861.SH	北京城乡	15.07	600858.SH	银座股份	-17.68
600865.SH	百大集团	14.32	600280.SH	南京中商	-17.50
000882.SZ	华联股份	14.09	601933.SH	永辉超市	-15.97
000564.SZ	西安民生	13.56	600694.SH	大商股份	-15.68
600122.SH	宏图高科	12.36	000715.SZ	中兴商业	-15.17
600738.SH	兰州民百	9.83	600693.SH	东百集团	-14.91
600774.SH	汉商集团	9.29	600828.SH	成商集团	-14.87
600697.SH	欧亚集团	9.17	002416.SZ	爱施德	-14.86

资料来源: 渤海证券研究所

建议重点关注

虽然整体零售增速回落，但从分商品零售数据来看仍有惊喜。金银珠宝继续蝉联品类增速排行榜一位，2 月份零售额同比增长 43.8%，这已经是 10 年 2 月份以来连续 12 个月保持 35%以上的增速。此外，建筑装潢材料、家具、通讯器材、日用品零售额也有超越平均的表现，分别增长 23.5%、22.3%、17.1%、12.7%。

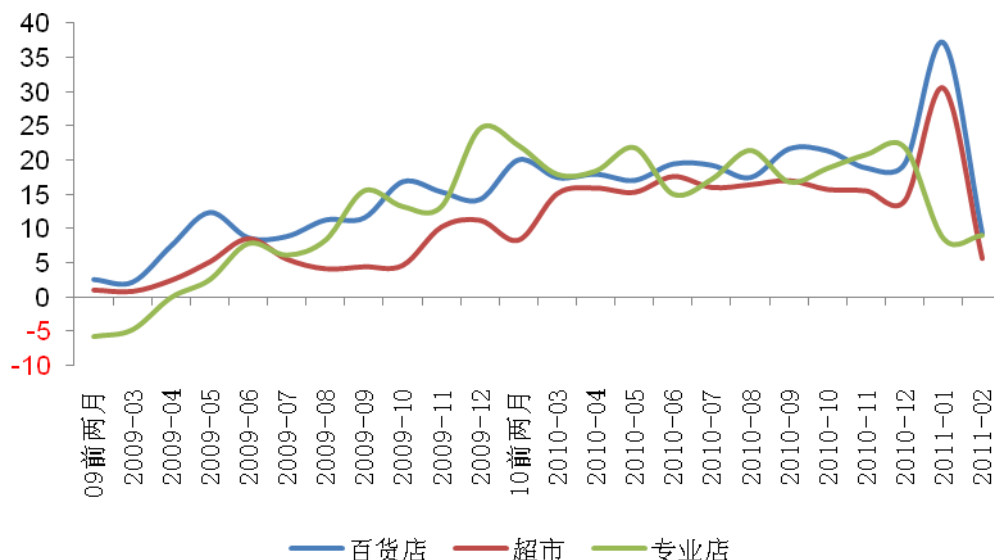
图表 22：限额以上批零企业商品品类当月同比增速



资料来源：wind 渤海证券研究所

从流通渠道上看，随着居民收入提高、消费观念的升级，大型百货超市越来越成为居民消费首选。

图表 23：不同业态增速水平



资料来源：wind

白马股中我们建议关注：网购业务厚积薄发且估值低的**苏宁电器**、股价低于定增价且成长性良好的**王府井**，布局快能平衡长短期利益的为未来打下基础的**友阿股份**和**天虹商场**；超市和百货业务发展势头都很好的**鄂武商**。

超市方面，关注门店经营情况有改善的**步步高**，以及一贯稳健扩张，区域优势明显的**武汉中百**；

题材股中我们建议关注股权争夺战风口的**津劝业**、资产注入预期的**渤海物流**、以及重组概念的**北京城乡**。

图表 24：2 季度股票池

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益 EPS-最新股本摊薄			PE		
		2011-3-31	2009A	2010A	2011E	2009A	2010A	2011E
002024.SZ	苏宁电器	12.83	0.41	0.57	0.75	31.06	22.38	17.11
600859.SH	王府井	40.71	0.92	0.90	1.4	44.24	45.21	29.08
002277.SZ	友阿股份	22.6	0.43	0.62	0.85	52.74	36.51	26.59

002419.SZ	天虹商场	43.5	0.89	1.21	1.62	48.89	35.89	26.85
000501.SZ	鄂武商 A	18.07	0.47	0.58	0.69	38.40	31.23	26.19
002251.SZ	步步高	24.5	0.61	0.63	0.83	40.10	38.76	29.52
000759.SZ	武汉中百	11.93	0.31	0.37	0.49	38.09	32.37	24.35
600821.SH	津劝业	7.53	0.01	0.01	0.1	NA	753.00	75.30
000889.SZ	渤海物流	9.44	-0.18	0.09	0.2	NA	104.77	47.20
600861.SH	北京城乡	11.04	0.27	0.23	0.3	40.35	47.08	36.80

资料来源：渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分