

# 商业行业 2011 年 2 季度投资策略

基本面和风细雨，政策面长期利好

可选消费/零售

## 投资要点:

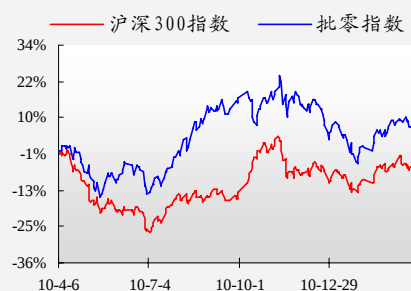
- **零售数据并无惊喜:** 1-2 月我国社会消费品零售总额 29018 亿元，同比增长 15.8%，比 2010 年 12 月份回落 3.3 个百分点，其中，2 月份社零总额为 13769 亿元，同比仅增长 11.6%，增速下滑明显，主要源于汽车、家电及住房相关领域消费降温。
- **居民收入稳步提高:** 2010 年，我国城镇居民家庭人均总收入增长 11.5%。其中城镇增长 11.3%，扣除价格因素，实际增长 7.8%。农村增长 14.9%，实际增长 10.9%，城乡居民收入水平总体呈平稳上升态势，且个人所得税有望在起征点和级次级距两方面进行调节，最低工资标准逐步提高。
- **消费者信心指数持续回落:** 消费者信心指数随着物价上涨连续 8 个月回落，我们认为随着 CPI 年中触及高点、所得税制度调整及内贸政策等扩大内需政策的出台，消费者信心指数会逐步反弹。
- **公司业绩符合预期:** 主要上市公司年报已经公布过半，可比上市公司营业收入同比增长 26.85%，净利润同比增长 36.82%，考虑到基数效应及占比较大的集团公司增速较高，行业整体呈平稳增长的态势。
- **估值水平略显尴尬:** 估值方面，目前百货行业相对沪深 300 指数溢价在 1.6 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，从估值绝对数看，目前百货行业市盈率为 39.69 倍，低于 05 年来平均水平，超市行业市盈率为 38.38 倍，高于历史平均值 16.99%，相对来说，百货行业估值更为合理且成长弹性较大；横向来看，商贸行业整体估值位于市场中等略高水平。
- **政策支持长期利好，看好高端和低端:** 我们认为行业看点主要集中在民生、升级、连锁和并购等方面。看好积极布局二三线城市的连锁类公司及与农超对接相关的公司；高端市场在消费升级的背景下也会吸引更多的受众，且高端消费受网购冲击较小，可能推出的奢侈品进口减税也有助于海外消费的回流。另外，内贸发展规划对流通现代化、打造大集团的支持为连锁企业及并购重组提供了良好的发展环境。

优于大势

维持评级

发布时间: 2011 年 4 月 6 日

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   |
| 中兴商业  | 推荐   |
| 天虹商场  | 推荐   |
| 永辉超市  | 推荐   |
| 友阿股份  | 谨慎推荐 |

分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

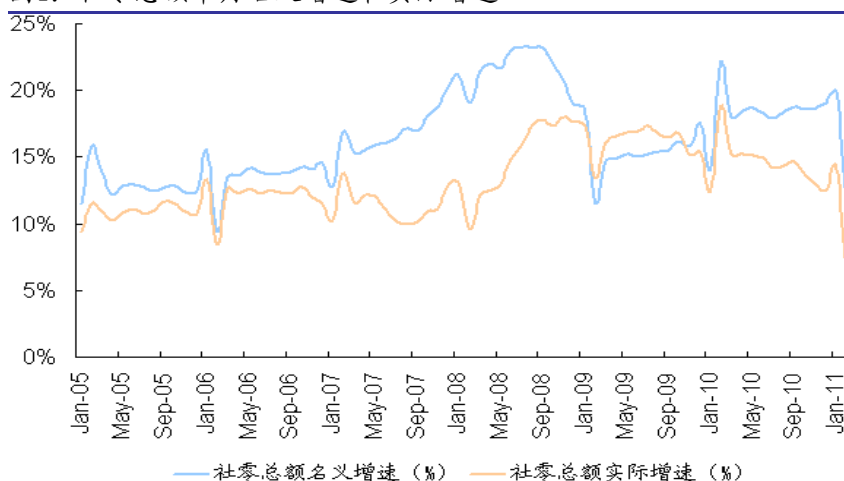
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

## 1. 零售数据并无惊喜

1-2月我国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，2月份社零总额为13769亿元，同比仅增长11.6%，增速下滑明显，主要源于汽车、家电及住房相关领域消费降温。

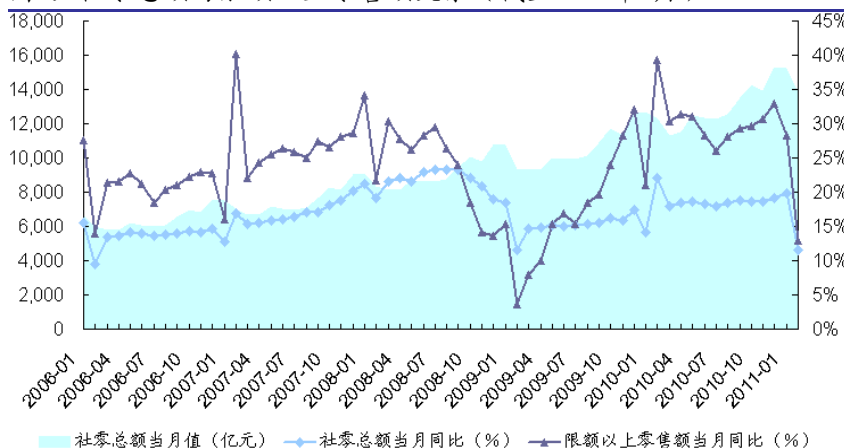
图1：社零总额单月名义增速和实际增速



数据来源：国家统计局，东北证券

由于整体消费下滑，1-2月限额以上企业（单位）商品零售额11741亿元，同比增长20.9%，较2010年12月回落12.1个百分点。

图2：社零总额与限额以上零售额关系（截至2011年2月）



数据来源：国家统计局,东北证券

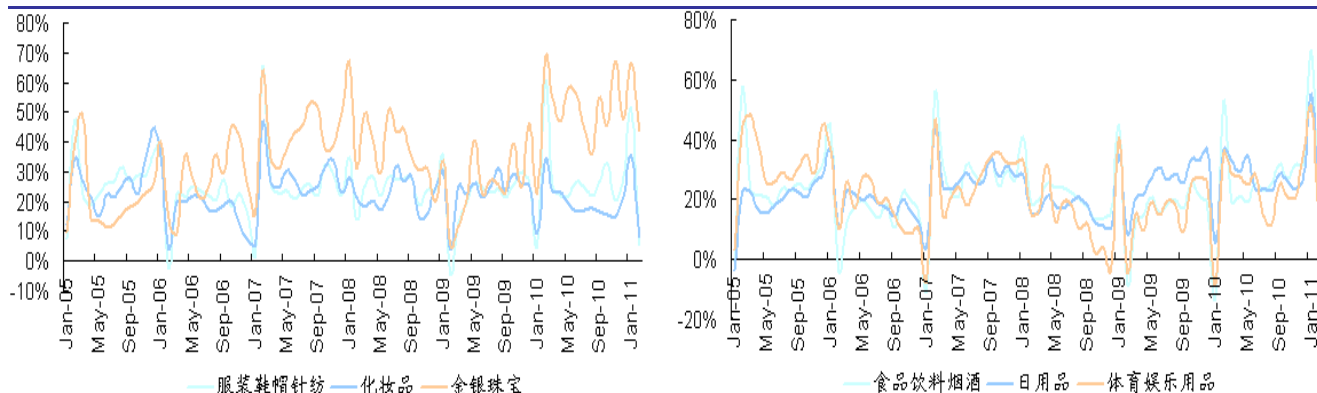
分类别来看，1-2月社零总额中增长最快的仍然为金银珠宝，增速高达51.4%，且2月单月增速也达到43.8%，连续1年增速超过35%，主要受消费及投资的双重需求拉动，另外，石油及制品销售总额增速比较平稳，增速为33.7%。在各品类中，销售增速下降最快的是季节性消费较强的食品饮料烟酒、服装鞋帽、化妆品和娱乐用品以及受政策效应影响较大的家用电器和汽车。

表1: 限额以上零售企业增长情况

| 指标       | 2月       |          | 1-2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 | 5307     | 13.0     | 11741    | 20.9     |
| 粮油食品饮料烟酒 | 881      | 6.2      | 1834     | 22.9     |
| 服装鞋帽针纺织品 | 634      | 5.4      | 1468     | 22.2     |
| 化妆品      | 84       | 8.2      | 179      | 16.1     |
| 金银珠宝     | 176      | 43.8     | 351      | 51.4     |
| 日用品      | 208      | 12.7     | 439      | 24.1     |
| 体育、娱乐用品  | 28       | 7.5      | 60       | 21.6     |
| 家用电器音像器材 | 338      | 6.3      | 827      | 17.9     |
| 中西药品     | 244      | 14.5     | 547      | 21.2     |
| 文化办公用品   | 91       | 16.3     | 204      | 20.7     |
| 家具       | 67       | 22.3     | 145      | 20.4     |
| 通讯器材     | 80       | 17.1     | 166      | 23.2     |
| 石油及制品    | 940      | 37.7     | 1954     | 33.7     |
| 汽车       | 1203     | 4.2      | 2873     | 10.9     |
| 建筑及装潢材料  | 68       | 23.5     | 146      | 20.8     |

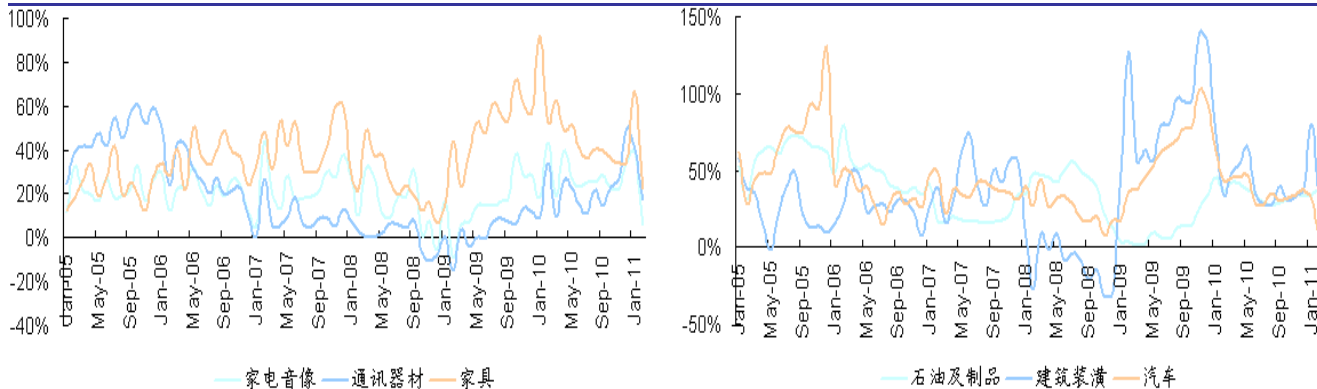
数据来源: 国家统计局, 东北证券

图3: 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

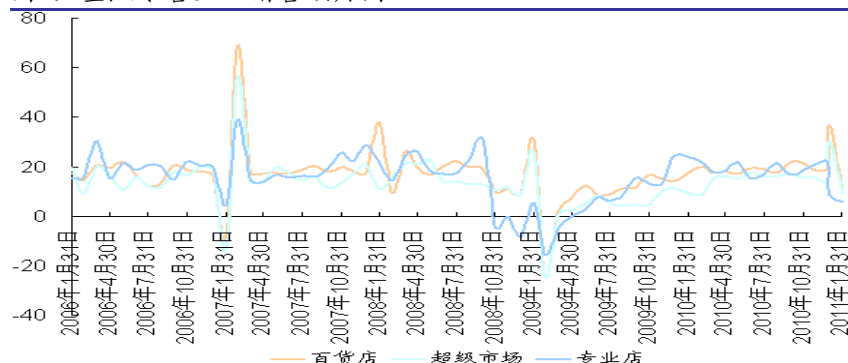
图4: 限额以上企业零售额分类增速 (2)



数据来源: 国家统计局, 东北证券

而与各品类销售情况相对应,2月,零售业百货、超市、专业连锁三大业态销售额分别同比增长9.2%、9.0%和5.6%,百货增速仍然最快,我们认为在政策驱动、价格传导及消费升级带动下,百货子行业成长弹性大于超市。

图5: 重点零售企业销售额月同比

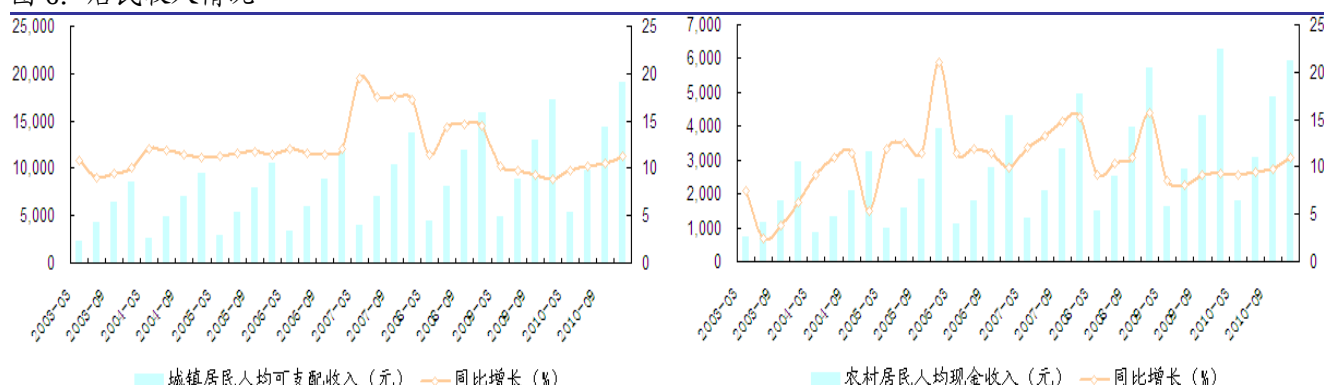


数据来源: 商务部, 东北证券

## 2. 居民收入稳步提高

2010年,我国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 6: 居民收入情况



数据来源: 国家统计局, 东北证券

居民消费支出与实际收入具有最直接的正向关系,目前,国务院已原则通过了《中华人民共和国个人所得税法修正案(草案)》,个人所得税有望在起征点和级次级距两方面进行调节;另外,继去年全国30个省市自治区提高最低工资标准(增幅大约在24%)后,今年已有六个省份再次提高了最低工资标准,其中上海市月最低工资标准4月起将上调至1280元,为全国最高。我们认为居民收入水平的切实提高将引发大量的新生需求及消费升级,有利于有利于高端需求和民生需求的释放。

表2: 个税调整分析(以3000元为例)

| 月收入   | 应纳税金    |         | 少缴税金 |
|-------|---------|---------|------|
|       | 2000元起征 | 3000元起征 |      |
| 2500  | 25      | 0       | 25   |
| 3000  | 75      | 0       | 75   |
| 4000  | 175     | 75      | 100  |
| 5000  | 325     | 175     | 150  |
| 6000  | 475     | 325     | 150  |
| 8000  | 825     | 625     | 200  |
| 10000 | 1225    | 1025    | 200  |

数据来源: 东北证券

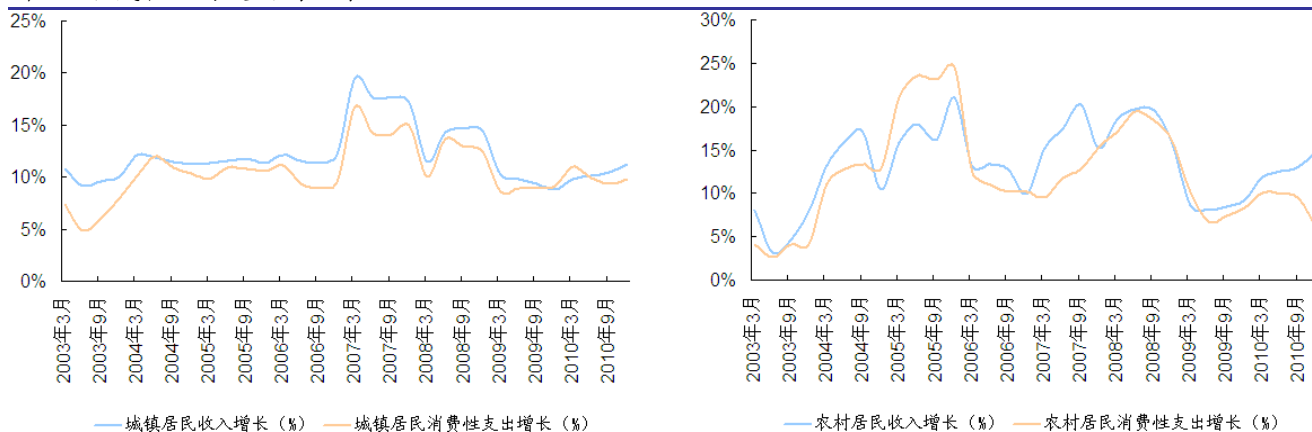
图7: 部分城市最低工资标准



数据来源: 新京报, 东北证券

注: 上海市月最低工资标准4月起将上调至1280元, 不含社保和住房公积金, 同口径则为全国最高。

图8: 居民收入与支出的关系

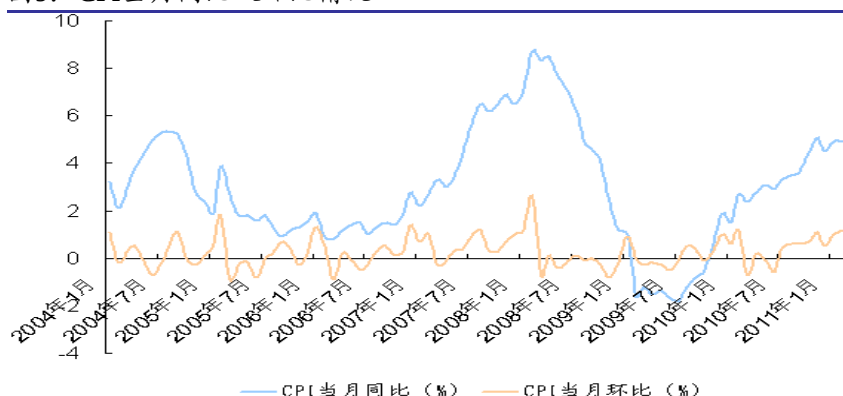


数据来源: 国家统计局, 东北证券

### 3. 消费者信心指数持续回落

2月CPI同比上涨4.9%, 其中城市上涨4.8%, 农村上涨5.5%, 环比来看, 居民消费价格总水平环比上涨1.2%, 增幅有所拉大。

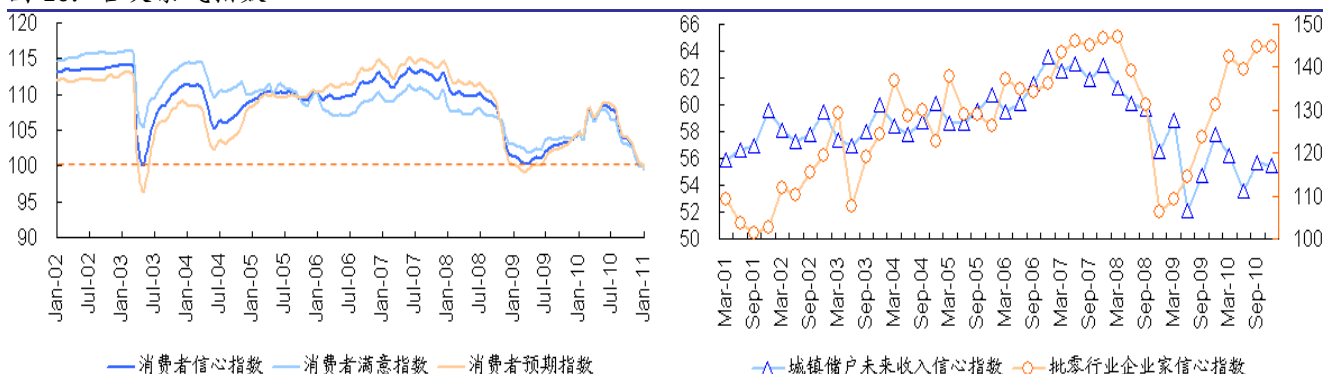
图9: CPI当月同比及环比情况



数据来源: 国家统计局, 东北证券

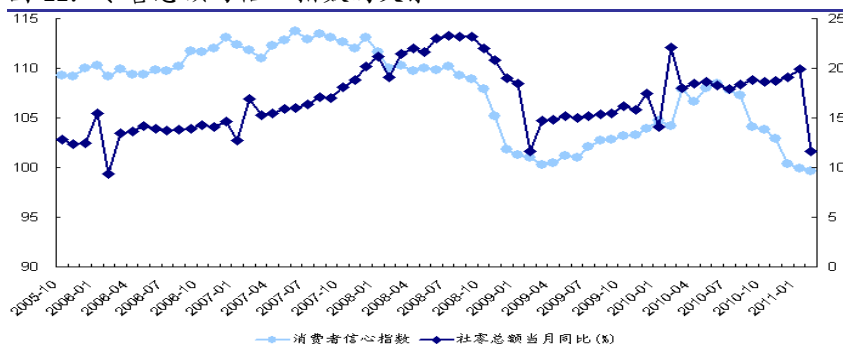
消费者信心指数随着物价上涨连续8个月回落, 且下降幅度明显, 已低于2003年非典期间及金融危机后期的水平, 从历史经验看, 消费者信心指数的下降通常也会伴随社零总额增速下降, 我们认为随着CPI年中触及高点、所得税制度调整及内贸政策等扩大内需政策的出台, 消费者信心指数会逐步反弹。

图 10: 各类景气指数



数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 11: 零售总额与信心指数的关系

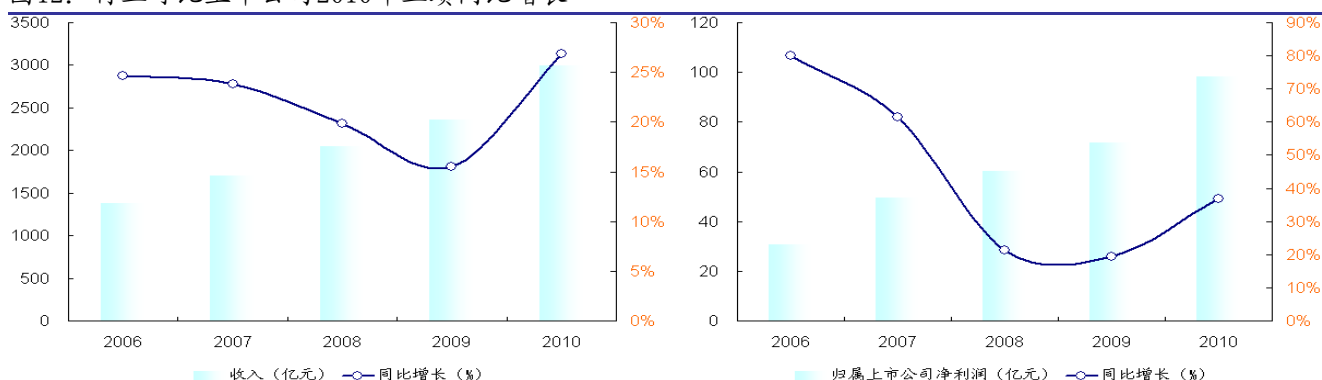


数据来源: 国家统计局, 东北证券

#### 4. 公司业绩符合预期

主要上市公司年报已经公布过半, 可比上市公司营业收入同比增长26.85%, 净利润同比增长36.82%, 考虑到基数效应及占比较大的集团公司增速较高, 行业整体呈平稳增长的态势。

图12: 行业可比上市公司2010年业绩同比增长



数据来源: wind, 东北证券

从公司层面看, 具备规模优势的区域大型集团及前期快速扩张、可复制性较好的连锁类公司业绩增速较快, 我们认为尚未披露年报的这类公司也会有较高的业绩增速, 且从1月及春节黄金周的消费情况看, 我们认为行业1季度经营情况比较乐观。

表3: 已披露上市公司2010年业绩

| 证券代码      | 证券简称  | 营业收入 (万元) | 同比 (%)  | 归属上市公司净利润 (万元) | 同比 (%)  |
|-----------|-------|-----------|---------|----------------|---------|
| 600712.SH | 南宁百货  | 18.58     | 26.14%  | 0.98           | 239.48% |
| 600729.SH | 重庆百货  | 212.13    | 190.10% | 5.27           | 236.41% |
| 600774.SH | 汉商集团  | 7.38      | 18.39%  | 0.13           | 197.98% |
| 600827.SH | 友谊股份  | 310.52    | 6.39%   | 2.98           | 58.38%  |
| 600738.SH | 兰州民百  | 9.21      | 26.30%  | 0.38           | 53.87%  |
| 600631.SH | 百联股份  | 128.44    | 25.02%  | 6.15           | 52.07%  |
| 002277.SZ | 友阿股份  | 35.63     | 29.74%  | 2.16           | 44.47%  |
| 000417.SZ | 合肥百货  | 70.62     | 19.99%  | 2.86           | 42.29%  |
| 002024.SZ | 苏宁电器  | 755.05    | 29.51%  | 40.12          | 38.82%  |
| 002419.SZ | 天虹商场  | 101.74    | 26.28%  | 4.85           | 36.26%  |
| 600723.SH | 西单商场  | 29.93     | 20.41%  | 0.40           | 31.51%  |
| 000785.SZ | 武汉中商  | 37.04     | 10.12%  | 0.68           | 30.40%  |
| 600122.SH | 宏图高科  | 113.11    | 5.19%   | 2.47           | 24.46%  |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 105.37    | 32.75%  | 2.94           | 22.95%  |
| 000564.SZ | 西安民生  | 23.43     | 89.97%  | 0.59           | 21.80%  |
| 601933.SH | 永辉超市  | 123.17    | 45.33%  | 3.06           | 20.15%  |
| 600327.SH | 大厦股份  | 63.45     | 14.13%  | 2.24           | 19.79%  |
| 000759.SZ | 武汉中百  | 118.72    | 17.60%  | 2.51           | 17.64%  |
| 000987.SZ | 广州友谊  | 35.86     | 21.17%  | 3.27           | 14.74%  |
| 002264.SZ | 新华都   | 43.64     | 40.36%  | 0.77           | 12.39%  |
| 600785.SH | 新华百货  | 39.85     | 23.16%  | 2.15           | 12.26%  |
| 002561.SZ | 徐家汇   | 20.45     | 10.01%  | 1.94           | 9.30%   |
| 600280.SH | 南京中商  | 49.38     | 17.31%  | 0.47           | 8.77%   |
| 600828.SH | 成商集团  | 17.11     | -0.67%  | 1.38           | 8.18%   |
| 002187.SZ | 广百股份  | 58.25     | 25.78%  | 1.74           | 5.04%   |

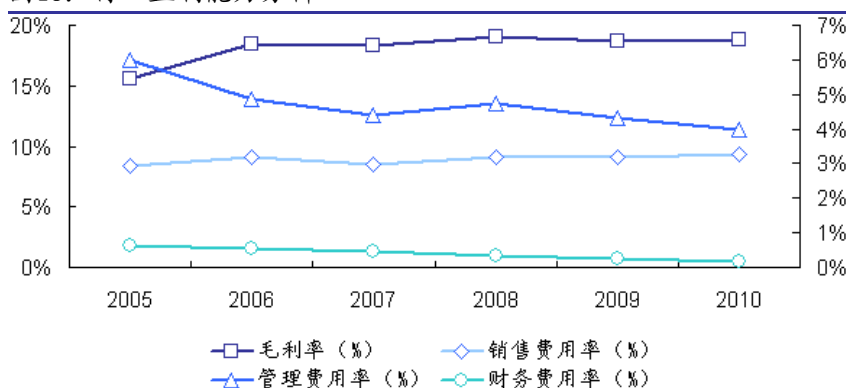
|           |      |        |        |      |         |
|-----------|------|--------|--------|------|---------|
| 002251.SZ | 步步高  | 67.70  | 18.25% | 1.71 | 3.45%   |
| 600859.SH | 王府井  | 139.46 | 25.66% | 3.76 | -2.16%  |
| 600858.SH | 银座股份 | 87.95  | 67.75% | 1.11 | -6.70%  |
| 600861.SH | 北京城乡 | 17.90  | 9.34%  | 0.74 | -14.31% |
| 600682.SH | 南京新百 | 15.40  | 9.27%  | 0.73 | -18.23% |
| 600865.SH | 百大集团 | 11.79  | 6.16%  | 0.78 | -24.46% |
| 000715.SZ | 中兴商业 | 24.44  | -7.49% | 0.66 | -27.63% |
| 600694.SH | 大商股份 | 243.43 | 15.03% | 1.22 | -       |

数据来源: wind, 东北证券

注: 按归属上市公司净利润增长率降序排列

盈利能力方面, 行业毛利率略有提高, 销售费用率有所上升, 主要源于租金成本及人工成本提高, 管理费用率和财务费用率均有所下降, 体现出费用刚性及融资带来的财务费用节约。

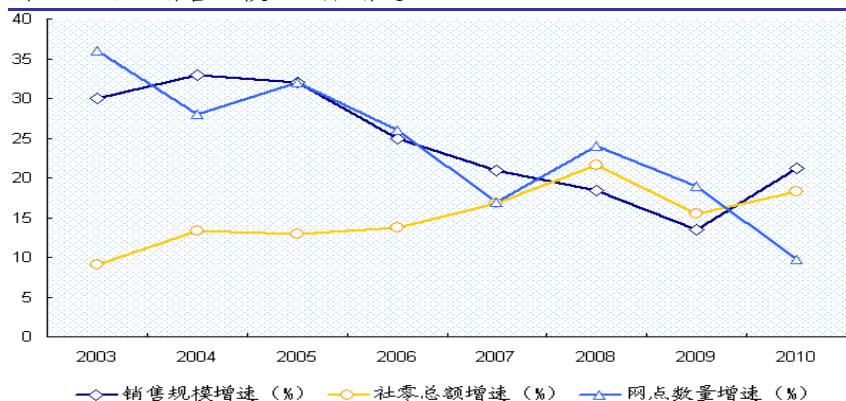
图13: 行业盈利能力分析



数据来源: wind, 东北证券

从最新发布的连锁百强情况看, 2010年, 百强企业销售规模达到1.66万亿元, 同比增长21.2%, 较上年提高7.7个百分点, 百强企业门店总数达15万个, 同比增长9.8%, 为03年以来的最低增速, 且门店增速整体呈下降趋势, 可见随着商圈的逐步饱和及物业成本不断上升, 企业扩张比较谨慎。我们认为在开店数量增幅下降的情况下取得明显的销售上升显示出百强企业经营能力提升, 也在一定程度上反应出单店面积扩大的趋势。2010年, 百强企业销售额占到社零总额的11%, 与上年基本持平。

图 14: 百强销售规模及门店增速



数据来源: 国家统计局, 东北证券

分区域看，东部地区虽然在销售额上保持了主体地位，但增长速度较慢，基数较低的中西部地区企业的增长速度则远快于东部，且区域经济的快速发展将吸引大量劳动力回流将促进消费总量扩大及消费升级，我们长期看好中西部商业企业的成长空间。

表4：百强企业主要上市公司情况

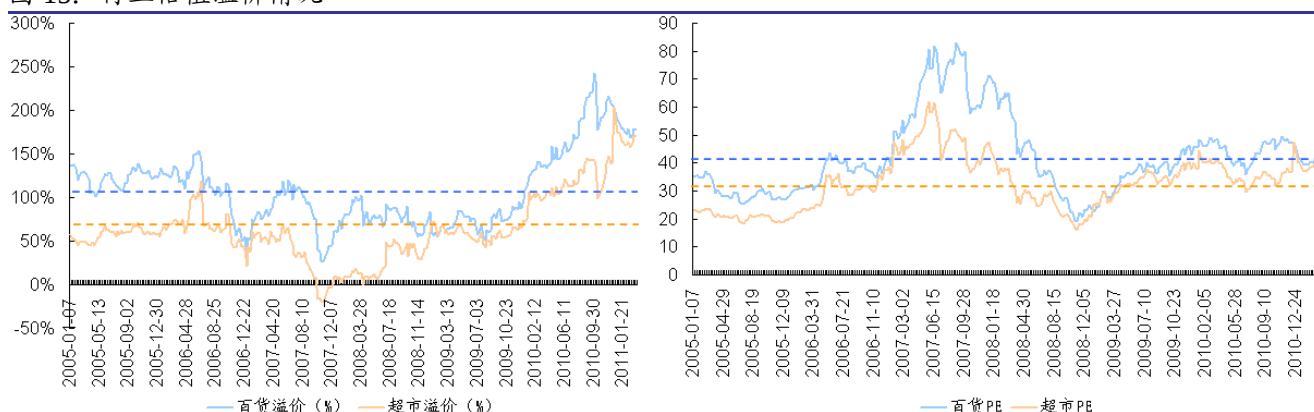
| 公司    | 排名   |      |      | 销售额增长率 (%) |       |      | 门店数增长率 (%) |       |      |
|-------|------|------|------|------------|-------|------|------------|-------|------|
|       | 2008 | 2009 | 2010 | 2008       | 2009  | 2010 | 2008       | 2009  | 2010 |
| 苏宁电器  | 2    | 1    | 1    | 19.7       | 14.3  | 33.5 | 28.5       | 15.9  | 41.4 |
| 百联集团  | 3    | 3    | 3    | 8.3        | 3.8   | 5.9  | -0.6       | -4.1  | -5.6 |
| 大商集团  | 5    | 4    | 4    | 24.6       | 12.8  | 22.1 | 3.4        | 6.7   | 6.3  |
| 重庆商社  | 11   | 11   | 10   | 18.4       | 14.4  | 27.2 | 11.8       | 6.5   | 1.9  |
| 山东银座  | 15   | 16   | 12   | 34.8       | 37    | 44.3 | 69.2       | 25.6  | 28.2 |
| 合肥百货  | 14   | 17   | 17   | 23.8       | 7.7   | 19.1 | 26.3       | 8.8   | 25.7 |
| 武汉中百  | 21   | 19   | 18   | 25.1       | 18.4  | 14.1 | 10.5       | 7     | 5.8  |
| 宏图三胞  | 16   | 21   | 19   | 17.9       | -11.2 | 26.1 | 25.8       | -11.5 | 11.7 |
| 武商集团  | 39   | 25   | 23   | 24.4       | 17.6  | 27.3 | 22.9       | 27.1  | 9.3  |
| 北京王府井 | 28   | 28   | 25   | 13.2       | 10.6  | 25.1 | 6.3        | 18.8  | 15.8 |
| 欧亚集团  | 27   | 26   | 29   | 21.3       | 11    | 20.1 | 63.6       | 66.7  | 16.7 |
| 永辉超市  | 43   | 34   | 30   | 37.7       | 45.6  | 56.4 | 18.5       | 30.7  | 6.7  |
| 天虹商场  | 34   | 33   | 32   | 26.7       | 22.7  | 26.6 | 10.3       | 15.6  | 18.9 |
| 人人乐   | 31   | 37   | 39   | 27.5       | 13.8  | 14.5 | 28.1       | 25    | 20   |
| 武汉中百  | 42   | 43   | 44   | 11.9       | 14.2  | 13.7 | -18        | 2.4   | 4.8  |
| 步步高   | 52   | 54   | 45   | 24.3       | 10    | 46.6 | 24.8       | 11.8  | 65.3 |
| 新华都   | 51   | 47   | 49   | 35.4       | 29.2  | 24.7 | 36.8       | 44.2  | 28   |
| 广百股份  | 55   | 51   | 54   | 17.4       | 9.7   | 5.3  | 0          | 58.3  | 21.1 |
| 三江购物  | 57   | 57   | 60   | 24.5       | 10.4  | 7.9  | 9.3        | 19.8  | 14.2 |
| 南京中商  | 60   | 60   | 61   | 5.4        | 17.9  | 18.3 | 0          | 0     | 0    |
| 广州友谊  | 66   | 66   | 68   | 13         | 6.7   | 21   | 0          | 0     | 25   |
| 友阿股份  | 62   | 55   | 69   | 36.6       | 11.9  | 38   | -13.3      | 15.8  | 0    |
| 长沙通程  | -    | 87   | 74   | -          | 27    | 61.4 | -          | 21.7  | 13   |
| 西单友谊  | -    | 75   | 78   | -          | 5.9   | 20.1 | -          | 16.2  | -0.9 |

数据来源：ccfa，东北证券

## 5. 估值水平略显尴尬

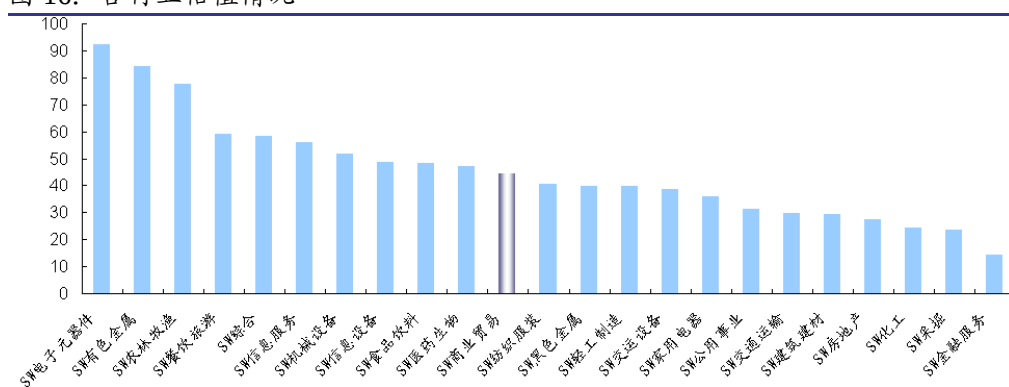
估值方面，目前百货行业相对沪深300指数溢价在1.6倍左右，超市行业相对沪深300溢价在1.5倍左右，处于历史高位，从估值绝对数看，目前百货行业市盈率为39.69倍，低于05年来平均水平，超市行业市盈率为38.38倍，高于历史平均值16.99%，相对来说，百货行业估值更为合理且成长弹性较大；横向来看，商贸行业整体估值位于市场中等略高水平。

图 15: 行业估值溢价情况



数据来源: wind, 东北证券

图 16: 各行业估值情况



数据来源: wind, 东北证券

从公司层面看, 百货行业中, 我们长期关注的天虹商场和友阿股份估值较高, 合肥百货、鄂武商A估值处于中等水平, 广州友谊、中兴商业和新华百货估值处于行业低位; 超市方面, 永辉超市作为特色鲜明的次新股, 估值与成长性逐渐匹配, 武汉中百估值则相对合理。

表5: 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   | 0.16 | 0.19 | 101.55 | 82.65 | 68.07 |
| 600712.SH | 南宁百货 | 0.35   | 0.16 | 0.22 | 27.77  | 62.09 | 44.69 |
| 600865.SH | 百大集团 | 0.15   | 0.17 | 0.19 | 56.04  | 48.16 | 44.18 |
| 600738.SH | 兰州民百 | 0.21   | 0.28 | 0.31 | 49.09  | 36.45 | 33.25 |
| 600694.SH | 大商股份 | 0.74   | 1.14 | 1.75 | 52.53  | 34.19 | 22.33 |
| 000564.SZ | 西安民生 | 0.22   | 0.28 | 0.36 | 39.25  | 30.90 | 23.69 |
| 600858.SH | 银座股份 | 0.62   | 0.73 | 0.99 | 33.17  | 28.34 | 20.77 |
| 600859.SH | 王府井  | 1.19   | 1.42 | 1.77 | 32.88  | 27.48 | 22.17 |
| 600814.SH | 杭州解百 | 0.27   | 0.32 | 0.42 | 32.78  | 26.88 | 20.66 |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 1.21   | 1.63 | 2.11 | 35.62  | 26.59 | 20.47 |
| 002277.SZ | 友阿股份 | 0.65   | 0.85 | 1.24 | 34.70  | 26.34 | 18.20 |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 0.80   | 1.05 | 1.36 | 34.20  | 26.17 | 20.19 |
| 000785.SZ | 武汉中商 | 0.31   | 0.45 | 0.52 | 37.65  | 25.96 | 22.52 |

|           |       |      |      |      |       |       |       |
|-----------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 600778.SH | 友好集团  | 0.35 | 0.46 | 0.59 | 33.05 | 25.22 | 19.95 |
| 000516.SZ | 开元控股  | 0.23 | 0.24 | 0.24 | 25.41 | 24.83 | 24.56 |
| 600729.SH | 重庆百货  | 1.04 | 1.63 | 2.05 | 37.85 | 24.22 | 19.33 |
| 600828.SH | 成商集团  | 0.41 | 0.63 | 0.84 | 37.28 | 24.14 | 18.30 |
| 002187.SZ | 广百股份  | 0.95 | 1.12 | 1.40 | 28.06 | 23.59 | 18.98 |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 0.62 | 0.75 | 1.00 | 28.04 | 23.15 | 17.40 |
| 000417.SZ | 合肥百货  | 0.55 | 0.75 | 0.91 | 30.65 | 22.53 | 18.46 |
| 600682.SH | 南京新百  | 0.27 | 0.46 | 1.03 | 37.60 | 21.96 | 9.93  |
| 600655.SH | 豫园商城  | 0.46 | 0.57 | 0.65 | 26.53 | 21.55 | 18.86 |
| 000419.SZ | 通程控股  | 0.31 | 0.45 | 0.60 | 31.31 | 21.55 | 16.19 |
| 600628.SH | 新世界   | 0.44 | 0.55 | 0.68 | 26.07 | 20.96 | 16.85 |
| 000715.SZ | 中兴商业  | 0.25 | 0.62 | 0.82 | 51.70 | 20.85 | 15.73 |
| 600693.SH | 东百集团  | 0.38 | 0.49 | 0.62 | 26.85 | 20.52 | 16.26 |
| 600327.SH | 大厦股份  | 0.45 | 0.57 | 0.69 | 25.61 | 20.48 | 16.85 |
| 000987.SZ | 广州友谊  | 0.94 | 1.13 | 1.40 | 24.34 | 20.08 | 16.22 |
| 600785.SH | 新华百货  | 1.11 | 1.32 | 1.71 | 22.45 | 18.89 | 14.63 |
| 600280.SH | 南京中商  | 0.48 | 1.31 | 1.73 | 49.63 | 18.01 | 13.70 |
| 600631.SH | 百联股份  | 0.87 | 0.98 | 0.97 | 16.99 | 15.12 | 15.23 |
| 601116.SH | 三江购物  | 0.32 | 0.37 | 0.43 | 51.28 | 45.01 | 38.61 |
| 601933.SH | 永辉超市  | 0.38 | 0.60 | 0.86 | 69.70 | 44.47 | 31.24 |
| 600361.SH | 华联综超  | 0.18 | 0.28 | 0.39 | 55.47 | 35.38 | 25.74 |
| 002251.SZ | 步步高   | 0.69 | 0.83 | 1.08 | 35.32 | 29.60 | 22.75 |
| 002264.SZ | 新华都   | 0.53 | 0.83 | 1.13 | 45.26 | 29.17 | 21.28 |
| 002336.SZ | 人人乐   | 0.65 | 0.79 | 1.00 | 33.68 | 27.82 | 21.84 |
| 000759.SZ | 武汉中百  | 0.41 | 0.50 | 0.63 | 29.83 | 24.52 | 19.38 |
| 600827.SH | 友谊股份  | 1.94 | 2.14 | 2.30 | 8.82  | 8.02  | 7.44  |

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

## 6. 政策支持长期利好, 看好高端和低端

我们认为十二五期间, 在我国发展方式由“国富”导向向“民富”导向的转型过程中, 行业将受益于收入分配改革、社保改革、扩大内需及行业扶持等政策支持, 取得进一步的发展, 而顺应政策导向, 我们认为行业看点主要集中在民生、升级、连锁和并购等方面。收入分配制度改革及社保的健全有利于释放大量受压抑的中低端需求, 积极布局二三线城市的连锁类公司及与农超对接相关的公司将从中受益, 如天虹商场、永辉超市; 另一方面, 高端市场在消费升级的背景下也会吸引更多的受众, 且高端消费受网购冲击较小, 可能推出的奢侈品进口减税也有助于海外消费的回流。另外, 内贸发展规划对流通现代化、打造大集团的支持为连锁企业及并购重组提供了良好的发展环境。

表6: 行业主要政策动态

| 事件                 | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 商务部欲造超级零售航母15家企业入围 | 2004年,商务部就曾出台了一份大型流通企业集团名单,并提出将对名单上的20家企业给予一定支持,将他们打造成中国的“超级零售航母”。但成果寥寥。若干年过去,这份名单再次被写进商务部的“十二五”规划,数量变成了15家,15家名单依然在此前的20家范围之内。但商务部并未透露哪五家被排除在名单之外。<br>原20家企业名单:上海百联集团、浙江物产集团、天津物资集团、大连大商集团、广东物资集团、国美电器、北京华联集团、苏宁电器、山东三联集团、上海农工商超市、安徽徽商集团、深圳华润万家、北京物美投资集团、重庆商社、天津家世界集团、武汉中百集团、深圳新一佳超市、武汉武商集团、北京王府井、苏果超市。 |
| 国务院原则通过个税修正案       | 国务院常务会议讨论并原则通过了《中华人民共和国个人所得税法修正案(草案)》,认为有必要修改个人所得税方法,提高工资薪金减除费用标准。                                                                                                                                                                                                                                       |
| 商务部、农业部全面推进农超对接    | 近日,商务部、农业部联合印发《商务部 农业部关于全面推进农超对接工作的指导意见》,通过推进农超对接,打造安全、高效的流通链条和舒适便捷的消费环境,使超市成为城市居民购买农产品的主要场所之一。                                                                                                                                                                                                          |
| 首个内贸发展规划有望4月出台     | 总体目标是,力争在“十二五”期间,国内贸易发展方式取得实质性进展,贸易规模持续扩大,结构调整取得新突破。到“十二五”末期,社会消费品零售总额比2010年翻一番,年实际增速达12%。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;大力推进流通现代化进程,促进连锁经营发展,加快推动电子商务发展;将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。                                                                                       |

数据来源: 互联网, 东北证券

## 7. 重点公司动态

### 7.1 鄂武商A (000501)

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

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。公司未来仍处于快速扩张期,9月29日国际广场二期项目即将开业,十堰人商也将在年底竣工,将为公司带来新的收入增长点,短期内利润增速可能受到一定影响,但调整门店和次新门店的成熟将成为公司的业绩保障,总体来看风险较小。不考虑黄石、襄樊意向门店及配股影响,预计公司2011年-2013年EPS分别为0.75元、1.02元和1.28元,维持推荐的评级。

### 7.2 中兴商业 (000715)

业绩反转、成长空间打开

公司主要收入和利润来源为位于沈阳市太原街商圈的中兴大厦本部。2010年,公司对门店进行了扩建,经营面积由6.6万平增至12.5万平,进一步稳固了在太原街的领导地位,进入新的成长阶段。目前公司股权结构已经理顺,大股东战略清晰,

为未来扩张打开了空间，且作为国资委下属企业，公司未来发展有望得到政府的进一步支持。我们认为中兴三期的开业将在未来两年为公司带来业绩反转，公司扩张空间打开，同时，股权结构的理清使公司发展摆脱了束缚。我们预计公司2011年-2013年EPS分别为0.59、0.83和1.01元，估值较低，维持推荐评级。

### 7.3 天虹商场（002419）

“百货+超市+X”模式可复制、战略清晰、人才稳定、成长迅速

2010年，公司实现营业收入101.74亿元，同比增长26.28%，归属上市公司股东净利润4.85亿元，同比增长36.25%，基本每股收益1.28元，符合我们的预期。我们认为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2011-2013年每股收益分别为1.62、2.12和2.65元，收入和净利润3年复合增长率分别为22.17%和29.76%，目前估值已调整至合理区间，上调为推荐评级。

### 7.4 永辉超市（601933）

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。我们认为公司以其独特的模式进行全国扩张，进入快速成长的良性循环，预计3年内门店总数翻番，净利润复合增长率45%左右，2010年-2013年每股收益分别为0.59元，0.83元和1.22元，目前已进入合理区间，25元以下建议积极关注。

### 7.5 友阿股份（002277）

内生增长强劲、有序外延扩张、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，门店仍处于快速盈利期，公司未来的成长性将取决于后续项目的跟进，长沙奥莱已于今年1月23日起试营业，天津奥莱预计今年上半年动工，2012年开始体现业绩，收购中山集团资产已获董事会通过，以此为基础的春天百货改造项目有望于2013年投入运营，项目前景乐观，且我们预计公司在长沙及地州市仍有扩张的可能。假设天津房地产业务收入2012年全部实现，我们预计公司2011年-2013年每股收益分别为0.82元、1.35元和1.28元，维持谨慎推荐评级。

## 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。