

2011-04-13

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

商贸零售

春播待收获

增持/维持评级

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

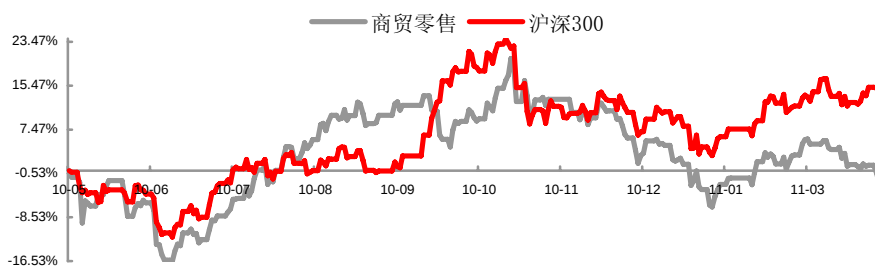
赖宇鸥

(0755)8212 5076

laiyo@mail.htlhsc.com.cn

- 我们再次强调此前公布的 2011 年 1-2 月份社消数据及消费者信心指数有失真的嫌疑,从我们近期调研及参加股东大会反馈的情况来看,零售公司一季度基本面无虞,市场悲观情绪过度。
- 从微观层面来看,我们了解的十家公司一季度经营收入增长均超过 20%,且打折力度弱于去年同期。如没有大幅的费用计提,不少公司将报出令市场满意的一季报。
- 从宏观数据来看,汽车和石油商品今年 1-2 月增速下降较快,成为扰动项。如仅剔除限额以上汽车销售,则 2011 年 1-2 月限额以上企业(不含汽车)零售额增速为 24.46%,而 2010 年 1-2 月这一数据为 25.26%。
- 如剔除汽车及石油商品两项之后,2011 年 1-2 月限额以上企业(不含汽车及石油商品)零售额增速维持在 21.86%的高位,而 2010 年 1-2 月这一数据为 21.49%。
- 虽然消费者信心指数高位回落,但考虑到这一指数包含了消费者对于购房、购车预期及未来股市判断的预期,不能简单以此推测其消费支出会有大幅下降。从历史数据来看,虽然消费者信心指数有一定借鉴意义,但其与月度零售数据并无很好的线性关系。
- 近期有部分零售公司出现催化剂,如欧亚集团的管理层激励预案、合百鄂武商的再融资方案以及鄂武商股权之争。我们在《等待戈多》报告里指出,2011 年许多零售公司对资本市场诉求加强、资本运作事件将频现、业绩释放动力加强。2011 年行业不缺催化剂。
- 市场过度悲观的情绪和基金较低的持仓零售比例提供了极好的建仓时机,我们再次建议投资者逢低买入,春播待收获。
- 我们重点推荐以王府井、大商、重百、苏宁为首的大市值个股及部分中小市值斑马股&区域龙头如合百、南京中商、鄂武商、欧亚集团等;CPI 高涨有望带来超市行业个股的主题投资机会。
- 风险提示:通胀超预期恶化抑制消费者需求

最近 52 周行业表现



1-2 月社销及消费者信心指数失真

2011 年 1-2 月份社会消费品零售总额增速下滑到 15.8%，增速看上去低于市场预期。但是进一步深入分析限额以上企业的分类商品零售数据，我们发现主要是由于占比较高的汽车和石油商品增速下滑较大，剔除该两项商品后，2011 年 1-2 月限额以上企业商品零售同比增速仍然维持在 21.86% 的高位！而 2010 年这一数据为 21.49%。

由于 2011 年的限额以上企业数、尤其是销售各个商品的限额以上企业占比发生变化，因此直接用 2011 年限额以上商品零售绝对值除以 2010 年的的限额以上商品零售绝对值得出的不是同比增长值。

我们对同比增速数值具体推算过程如下：

- 1、 Σ 限额以上各类商品零售占比 * (1 + 各自增速) = 1 + 限额以上商品零售增速 →
- 2、 Σ 限额以上各自商品占比 * 各自增速 = 限额以上商品零售增速 →
- 3、 $(33.7 * 0.162 + 10.9 * 0.263 + g * (1 - 0.162 - 0.263)) = 20.9$, g 为 2011 年限额以上企业的剔除石油、汽车后商品零售增速 →
- 4、g = 21.86，即 2011 年 1-2 月限额以上企业（不包含汽车及石油制品）商品零售同比增速为 21.86%。

同理我们也测算了 2010、2011 年 1-2 月限额以上企业剔除汽车后的商品零售同比增长。2011 年这一数据为 24.46%，2010 年这一数据为 25.26%。虽然 2011 年限额以上企业的同比数据不能和该数值完全可比，但是至少反映 2011 年的限额以上企业剔除汽车、石油后商品零售整体取得了较好增长！

表格 1：1-2 月限额以上企业的剔除石油、汽车后商品零售增速测算

	2010.1-2 年同 比增速	2011.1-2 年同 比增速	2009 年占 比	2010 年占 比	2011 年占 比
限额以上企业商品零售	29.2	20.9			
其中石油及制	40.8	33.7	100.0%	100.0%	100.0%
品			14.9%	16.2%	16.6%
其中汽车	41.7	10.9	23.9%	26.3%	24.5%
其中其它商品	21.49	21.86	61.2%	57.5%	58.9%
剔除汽车后限额以上 企业其它商品零售	25.26	24.46	76.1%	73.7%	75.5%

资料来源：中国统计局，华泰联合证券研究所

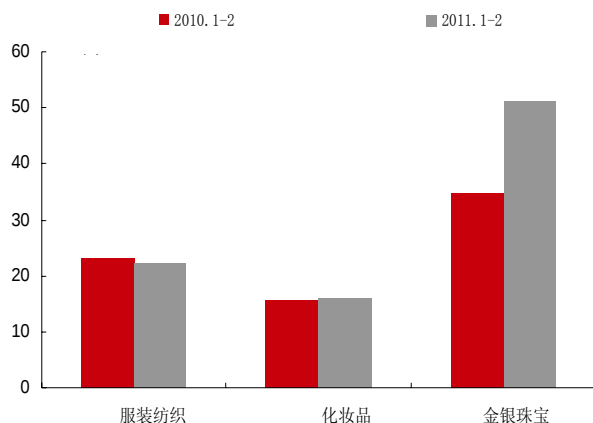
消费者信心指数包含消费者满意指数和消费者预期指数，众多因素影响消费者信

心指数，其中包括未来两年在购买住房及装修、购买汽车和未来 6 个月股市变化的预期。国家加大房地产调控造成人们购房趋于观望；购车补贴退出也促使购车需求大幅下降；通胀高企造成消费者满意度下降，都拖累了消费者信心指数。

分类别来看，百货、超市、家电零售的主要商品类别增速都不错，实则喜多于忧：

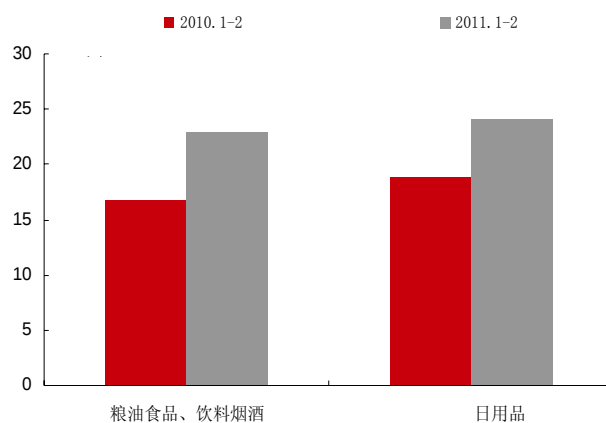
- 1、服装纺织品增速略微下滑 1.1 个百分点，仍然维持在 22% 的高位；化妆品和金银珠宝类商品增速比去年还高，特别是金银珠宝类商品增速大幅提高 16.7 个百分点至 51.4%；
- 2、日用品、粮油食品和饮料烟酒今年增速都比去年高出 5-6 个百分点，暗示超市的收入有较好的增长；
- 3、家电类商品相对于其它消费品受经济周期影响较大，波动较大，今年增速虽然下滑，但是仍然在 17.9% 的高位，仅比 2008 年低 0.9 个百分点。

图 1： 近两年 1-2 月限额以上商品零售变化（百货类）



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

图 2： 近两年 1-2 月限额以上商品零售变化（超市类）



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

图 3： 近两年 1-2 月限额以上商品零售变化（家电类）

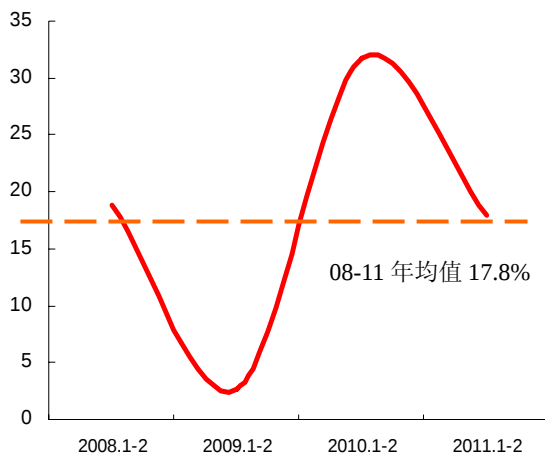
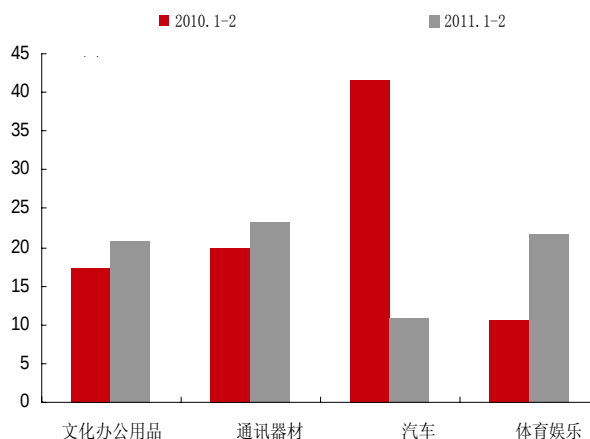


图 4： 近两年 1-2 月限额以上商品零售变化（其他类）



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

一季度企业微观数据喜人

我们根据近期调研及股东大会的交流，大致了解了约 10 家公司一季度经营情况。所有公司收入增长均超过 20%，且打折力度至多与去年持平，因此行业毛利额增速将超过收入增速。

如没有大幅的费用计提（当然许多公司一季度仍然存在计提费用的可能性，但这仅体现在费用率上，不会影响收入、毛利额，对经营性现金流等影响也有限），不少公司将报出令市场满意的一季报。

表 2：部分上市公司 1-2 月销售情况

销售情况	毛利率判断	对未来发展判断	净利润预计
大商股份 1-2 月份集团销售口径增速 27%		极度渴望扩张，希望能收购一些区域小龙头或小连锁，关注如何以新的业态模式实现盈利。从市场竞争情况来看，认为外延扩张的空间还很大	
成商集团 一季度收入增速 27%			
友阿股份 一季度百货业态增长 30%，友谊 AB 馆 和以往比促销力 40% 同店增长，其他百货 20% 同店增长度没有什么变化			净利润增长 50-60%（有预增公告）
王府井 一季度收入增速 20%		极度渴望扩张	
南京中商 一季度所有门店同店增长均超过 20%		未来将加大与集团公司合作，储备和在建多个商业地产项目	
合肥百货 1-2 月份收入增长超过 20%，百货同店增长 15% 左右	毛利率保持上升趋势，打折力度小于去年	注重品牌档次的升级和业态的提升，认为近几年行业有望进入整合	主业净利润增长 40% 以上（有预增公告）
天虹商场 1-2 月份同店增长超过 18%，深圳成熟门店同店增长超过 14%		连锁发展+品牌代理+电子商务	
鄂武商 1-2 月份收入增长 20%，同店增长 10-15% 之间	打折力度减小，但引进了高档品牌，因此毛利率持平	仍然看好未来几年的发展，认为市场空间还很广阔	
步步高 预计一季度收入增长 28%			预计净利润增长超过 30%
苏宁电器 一季度收入增长 20%，同店增长 6-7% 微升		今年将极大的提高苏宁易购 B2C 业务的战略定位	

资料来源：华泰联合证券研究所

2011 资本运作绯闻年

在制度变革与行业整合这两股必然趋势的共同推动下，行业内资本运作的事件必将频繁发生。我们统计了截止报告日已经通过股东大会待实施的存在融资意向的上市公司就包括合肥百货、王府井等 9 家；除此之外，根据我们的跟踪，包括大商股份、南京中商、百联系等都存在融资预期。无论是从融资公司数来看，还是从融资额度来看，2011 年都有可能迎来零售板块的融资高峰年。

回顾行业历史上存在资本运作预期或诉求的上市公司股价表现，零售公司一旦进行资本运作，常伴随着牛股的诞生这些公司往往因业绩释放动力充足或存在良好的业绩改善预期而成为牛股。

我们预计 2011 年零售行业在产业资本的持续催化下，行业大戏不断。

详请查阅我们此前的深度报告《等待戈多》-2011-03-07

我们重点推荐以王府井、大商、重百、苏宁为首的大市值个股及部分中小市值白马股&区域龙头如合百、南京中商、鄂武商、欧亚集团等；CPI 高涨有望带来超市行业个股的主题投资机会。

风险提示

通胀超预期恶化抑制消费者需求。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn