

日期: 2011 年 4 月 29 日

行业: 零售业



刘丽

021-53519888-1923



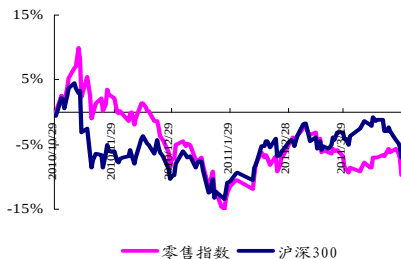
liuli@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120018

国内消费数据

社会消费品零售总额(2010 年)	154,554 亿
累计同比增长	18.40%
社会消费品零售总额(11 年 Q1)	42,922 亿
累计同比增长	16.30%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: LL11-MIT03

估值低位, 价值显现

——2011 年 5 月零售业投资策略

■ 主要观点:

年报及季报数据显示良好基本面

已公布 2010 年报及 2011 年一季报的零售类公司业绩增长依然稳健, 显示其良好基本面。尤其是二三线城市的百货龙头如合肥百货、重庆百货、友阿股份、友好集团等公司业绩增势强劲。

估值低位, 价值显现

目前零售板块市盈率 (TTM) 为 32.40 倍, 为沪深 300 估值的 2.23 倍, 估值溢价逐渐向历史均值回归。百货类上市公司 2011 年动态市盈率均值在 25 倍左右, 且相当一部分处于 20-25 倍之间; 超市类中除华联综超估值偏高外, 永辉超市、三江购物上市不久, 估值也相对高位, 其余四家 2011 年动态市盈率均值为 28 倍。我们认为, 零售业上市公司的估值已处于相对低位, 价值显现。

■ 投资建议:

未来十二个月内, 零售业: 有吸引力。

我们认为, 随着零售业上市公司 2010 年报和 2011 年一季报的披露, 其良好的业绩增长显示的基本面情况将会重获市场认同。尽管当前市场投资风格尚未转至消费类, 但目前零售股估值已经处于低位, 零售板块中长期价值已显现, 进入可投资区间, 可逐步加大对估值合理的消费行业的配置, 维持行业“有吸引力”评级。选取投资标的的角度, 建议从中长期价值的角度关注中西部二三线城市的百货类上市公司。

■ 数据预测与估值:

零售业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
合肥百货	000417.SZ	18.59	0.60	1.03	0.91	31.21	18.05	20.39	7.06	跑赢大市
鄂武商 A	000501.SZ	19.24	0.58	0.72	1.00	33.25	26.72	19.27	5.71	跑赢大市
成商集团	600828.SH	15.84	0.38	0.65	0.80	41.88	24.37	19.80	9.49	跑赢大市
新华百货	600785.SH	26.53	1.04	1.30	1.66	25.57	20.44	16.02	5.38	跑赢大市
武汉中百	000759.SZ	12.32	0.37	0.45	0.60	33.43	27.38	20.58	3.37	跑赢大市
苏宁电器	002024.SZ	12.91	0.57	0.74	0.93	22.51	17.51	13.92	4.93	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所; 股价数据为 2011 年 4 月 28 日收盘价

一、3月消费增速较前两月有所回升

2011 年第一季度，社会消费品零售总额为 42,922 亿元，同比增长 16.3%；其中商品零售 38,139 亿元，同比增长 16.5%。仅就 3 月份单月而言，社会消费品零售总额同比增长 17.4%，环比增长 1.34%。与今年前 2 月相比，3 月份消费的增速有所回升，市场对消费增长的担心也有所缓解。

图 1 社会消费品零售总额单月增速（2002-2011Y）

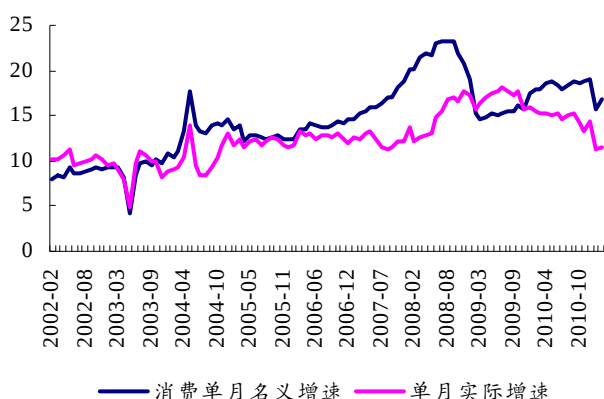
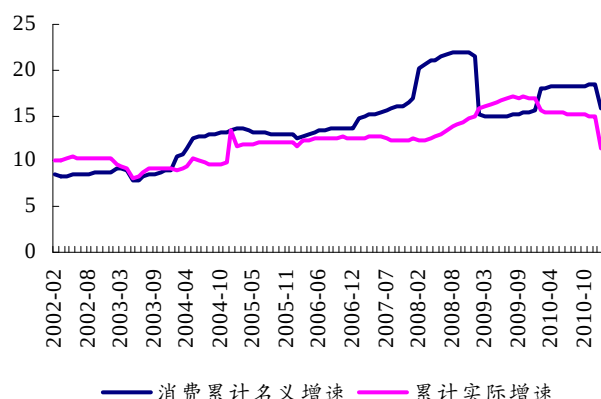


图 2 社会消费品零售总额累计增速（2002-2011Y）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所
注：每年 1-2 月合计计算以避开春节因素

数据来源：国家统计局 上海证券研究所
注：每年 1-2 月合计计算以避开春节因素

图 3 居民消费价格指数（2007-2011Y）

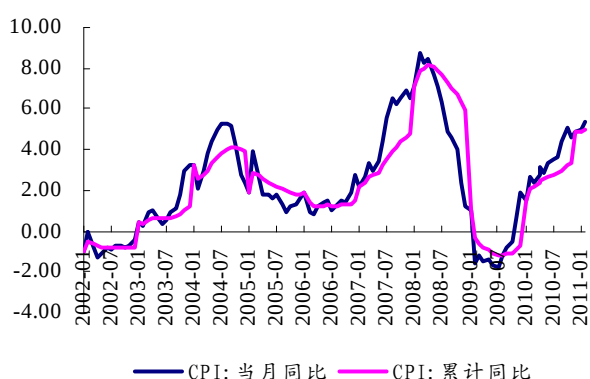
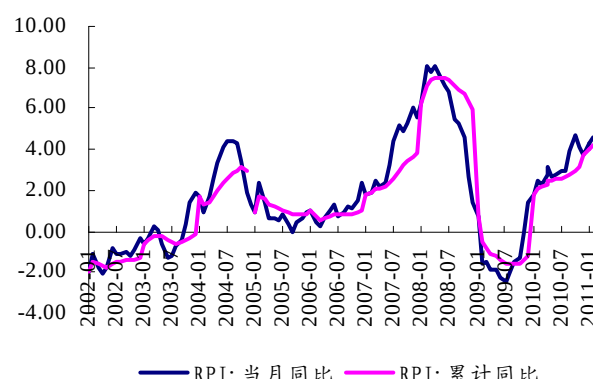


图 4 商品零售价格指数（2007-2011Y）



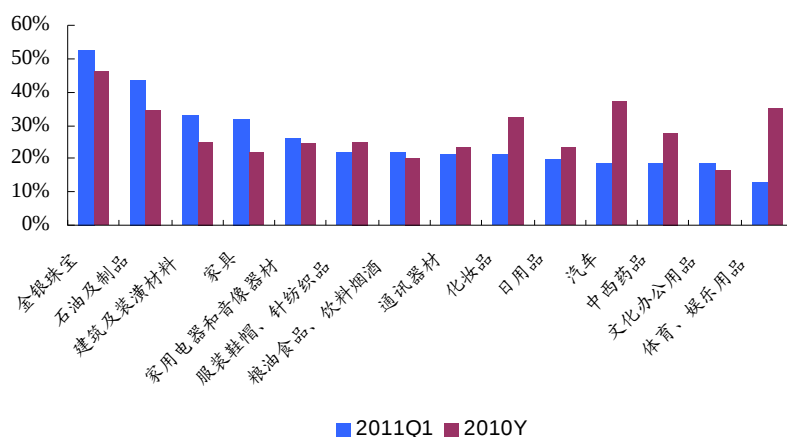
数据来源：国家统计局 上海证券研究所

数据来源：国家统计局 上海证券研究所

2011 年前三个月，在限额以上企业商品零售商品品类中，增长最快的仍然是金银珠宝类，同比增长 52.4%；石油制品、建筑装潢材料等次之。与超市业态相关的食品、饮料、烟酒类商品零售额同比增

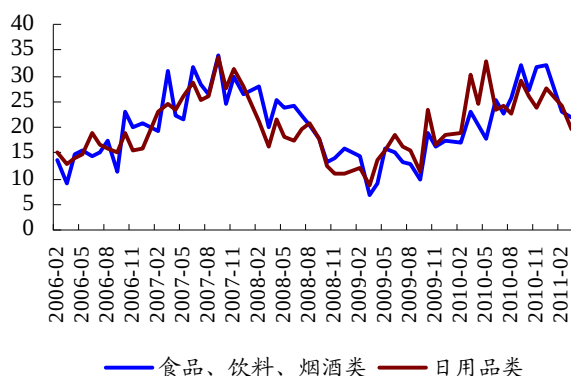
长 21.8%，日用品零售额同比增长 19.8%；与百货子业态相关的服装、鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长 21.9%，化妆品零售额同比增长 21.2%，金银珠宝类同比增长 52.4%；家电类零售额同比增长 26%。超市业态相关的食品饮料及日用品类零售额增速与去年全年增速相比，分别下滑 1.4 个和 2.4 个百分点，再考虑到食品价格上涨较快因素（前三月食品类 RPI 为 11.2%；饮料、烟酒类 RPI 为 2.3%；日用品 RPI 为 1.2%），食品类的实际消费下滑明显；百货业态相关的商品零售额前三个月的增速与去年全年增速相比，服装类下降 2.5 个百分点、化妆品类提升 1.2 个百分点，金银珠宝类零售额增速则随着金价的上涨节节攀升，前三月增速比去年全年增速提高 5.8 个百分点，总体而言，我们认为百货子业态相关商品品类的零售额增速较为稳定；家电类商品零售额前三月增速比去年全年增速下降 7.2 个百分点。

图 5 限额以上批发零售业主要类别增速（2011 年一季度 vs 2010 年）

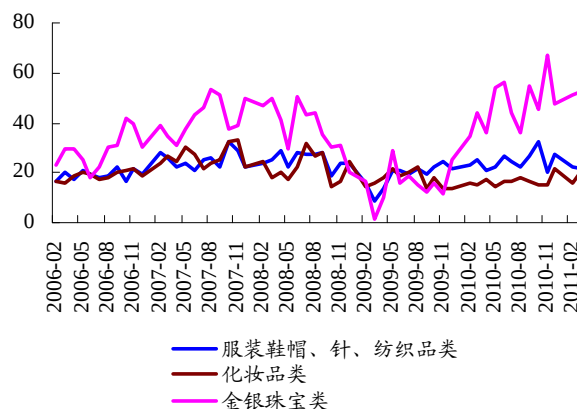


数据来源：国家统计局 上海证券研究所

图 6 限额以上批发零售业分类别商品零售额增速（超市相关） 图 7 限额以上批发零售业分类别商品零售额增速（百货相关）

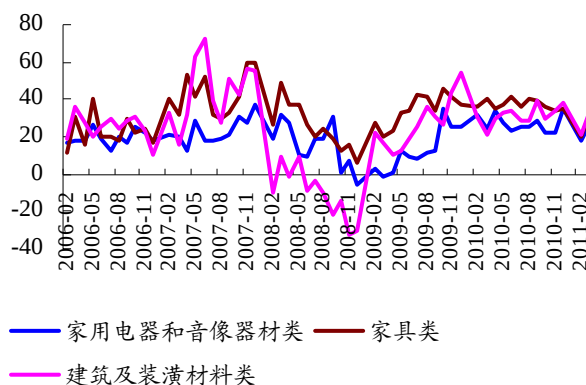


数据来源：acmr 上海证券研究所



数据来源：acmr 上海证券研究所

图 8 限额以上批发零售业分类别商品零售额增速（家电销售相关）



数据来源: acmr 上海证券研究所

二、核心商企收入增长稳定，百货店增长较优

2011 年 3 月千家核心商业企业零售指数为 17.60%，总体销售增长水平与去年四季度相当。分业态看，3 月份重点商业企业中的百货店、超级市场、专业店的销售额同比增长分别为 24.4%、14.8%和 16.1%，百货店的销售增长明显好于超级市场和专业店两个业态。核心商企的销售数据与限额以上的零售企业相关的商品类别销售数据基本得到相互印证。

图 9 千家核心商业企业零售指数（2008 年至今）

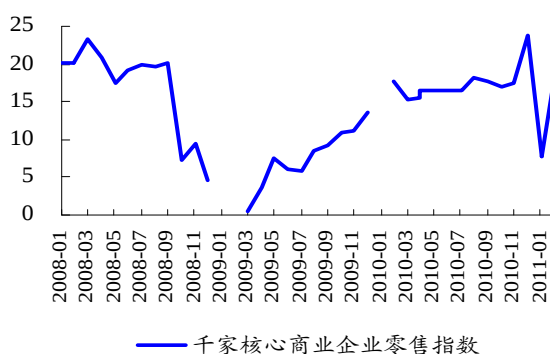
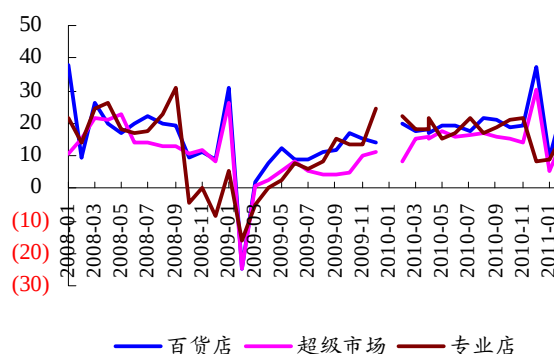


图 10 重点商业企业销售额月同比增长（分业态，2008 年至今）



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

三、近期业绩报告仍然反映良好基本面

截至4月28日,已公布2010年年报的28家百货类上市公司2010年合计实现营业收入1,701.88亿元,同比增长20.53%;合计实现归属于上市公司股东的净利润51.75亿元,同比增长22.19%。其中25家已公布2011年一季报,第一季度合计实现营业收入500.74亿元,同比增长25.80%,归属于上市公司股东的净利润20.52亿元,同比增长49.16%。百货类上市公司在一季度仍然显示了良好的增长态势,尤其是二三线城市的百货龙头如合肥百货、重庆百货、友阿股份、友好集团等公司业绩增势强劲。

表1 已公布百货类上市公司2010年及2011年一季度业绩概况(单位:亿元)

代码	简称	营业收入10Y	收入增长%	归属于上市公司股东 的净利润10Y	净利增长%	营业收入11Q1	收入增长%	归属于上市公司股东 的净利润11Q1	净利增长%
000785.SZ	武汉中商	37.04	10.12%	0.68	30.19%	11.97	11.47%	0.42	16.71%
000564.SZ	西安民生	23.43	7.63%	0.59	18.01%	8.31	17.85%	0.24	8.52%
002419.SZ	天虹商场	101.74	26.28%	4.85	36.25%	35.87	34.38%	2.02	43.52%
600729.SH	重庆百货	212.13	19.05%	5.27	30.50%	79.20	23.73%	2.43	33.41%
600828.SH	成商集团	17.11	-0.67%	1.38	8.19%	5.79	20.43%	0.48	10.84%
000417.SZ	合肥百货	70.62	19.99%	2.86	42.31%	26.79	28.02%	2.25	255.11%
600861.SH	北京城乡	17.90	9.34%	0.74	-14.30%	6.31	11.61%	0.31	2.08%
600631.SH	百联股份	128.44	22.80%	6.15	47.92%	-	-	-	-
600785.SH	新华百货	39.85	23.16%	2.15	12.25%	14.12	30.59%	0.91	20.70%
600723.SH	西单商场	29.93	20.41%	0.40	28.70%	9.60	31.04%	0.32	67.06%
600858.SH	银座股份	87.95	38.29%	1.11	-39.27%	30.73	27.18%	0.66	-7.21%
000715.SZ	中兴商业	24.44	-7.49%	0.66	-27.63%	9.98	23.86%	0.33	10.25%
600859.SH	王府井	139.46	25.66%	3.76	-2.16%	48.19	26.38%	2.00	39.83%
000501.SZ	鄂武商A	105.37	32.75%	2.94	22.95%	-	-	-	-
002187.SZ	广百股份	58.25	25.78%	1.74	5.04%	19.02	23.75%	0.66	14.55%
600327.SH	大东方	63.45	14.13%	2.24	19.79%	18.51	13.79%	0.74	8.10%
600682.SH	南京新百	15.40	9.27%	0.73	-18.23%	5.02	12.75%	0.38	1.65%
000987.SZ	广州友谊	35.86	21.17%	3.27	14.74%	12.13	27.58%	1.17	24.21%
002277.SZ	友阿股份	35.64	29.76%	2.16	44.46%	13.63	37.35%	1.43	50.80%
600694.SH	大商股份	243.43	15.03%	1.22	1153%	87.87	33.13%	1.40	254.60%
600280.SH	南京中商	49.38	17.31%	0.47	8.77%	17.60	24.96%	0.03	47.80%
600697.SH	欧亚集团	52.28	33.58%	1.32	18.54%	15.17	31.94%	0.25	17.54%
600778.SH	友好集团	29.17	45.82%	1.05	73.92%	9.26	34.68%	0.38	45.28%
600693.SH	东百集团	18.92	21.36%	1.01	21.73%	6.53	25.72%	0.44	1.61%

600628.SH	新世界	30.30	10.97%	1.99	10.13%	-	-	-	-
600306.SH	商业城	13.07	-16.02%	0.03	23.88%	2.96	-42.48%	0.01	-72.72%
600814.SH	杭州解百	19.83	16.12%	0.70	7.27%	5.80	19.47%	0.33	15.26%
600838.SH	上海九百	1.51	-15.19%	0.29	126.23%	0.38	-23.96%	0.94	3496.9%
合计		1,701.88	20.53%	51.75	22.19%	500.74	25.80%	20.52	49.16%

数据来源: Wind, 公司年报, 上海证券研究所

7家超市类上市公司已公布年报,合计实现营业收入605.26亿元,同比增长21.36%,归属于上市公司股东的净利润12.28亿元,同比增长11.04%,利润增速大多不及收入的增长。目前已有6家公布2011年一季报,第一季度合计实现营业收入170.21亿元,同比增长28.29%,归属于上市公司股东的净利润4.56亿元,同比增长33.29%。

表 2 已公布超市类上市公司 2010 年及 2011 年一季度业绩概况 (单位: 亿元)

代码	简称	营业收入 10Y	收入增长 %	归属于上市公司股东 的净利润 10Y	净利增长 %	营业收入 11Q1	收入增长 %	归属于上市公司股东 的净利润 11Q1	净利增长 %
002264.SZ	新华都	43.64	40.95%	0.77	26.02%	15.86	40.59%	0.53	112.40%
002251.SZ	步步高	67.70	18.25%	1.71	3.45%	23.97	28.53%	1.05	31.40%
601933.SH	永辉超市	123.17	45.33%	3.06	20.15%	42.31	49.18%	1.55	67.25%
002336.SZ	人人乐	100.41	14.53%	2.37	3.22%	33.11	25.01%	0.89	4.20%
601116.SH	三江购物	48.24	8.27%	1.31	8.18%	14.88	10.26%	0.54	21.17%
000759.SZ	武汉中百	118.72	17.60%	2.51	17.59%	40.09	16.52%	0.93	10.28%
600361.SH	华联综超	103.39	11.68%	0.55	-9.42%	-	-	-	-
合计		605.26	21.36%	12.28	11.04%	170.21	28.29%	4.56	33.29%

数据来源: Wind, 公司年报, 上海证券研究所

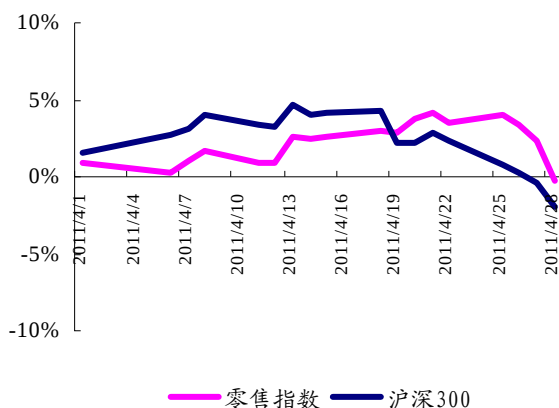
四、四月份零售板块表现依然平淡

截至4月28日,零售板块微跌0.31%,略小于沪深300指数1.91%的跌幅。年初至今,零售板块累计跌幅为4.87%,同期沪深300指数上涨1.07%,零售板块累计跑输沪深300指数5.94个百分点。

目前零售板块市盈率(TTM)为32.40倍,为沪深300估值的2.23倍,估值溢价逐渐向历史均值回归。百货类上市公司2011年动态市盈率均值在25倍左右,且相当一部分处于20-25倍之间;超市类中除华联综超估值偏高外,永辉超市、三江购物上市不久,估值也相对高位,其余四家2011年动态市盈率均值为28倍。我们认为,零售业

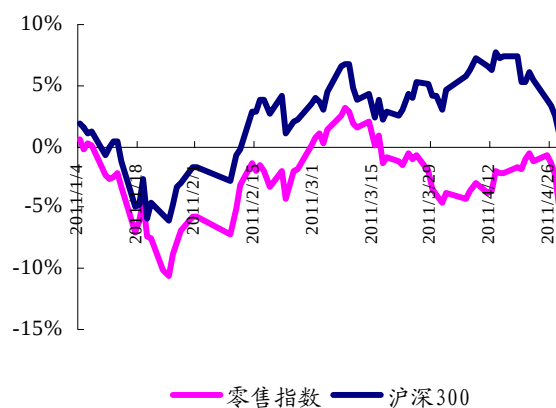
上市公司的估值已处于相对低位，价值显现。

图 11 零售指数与沪深 300 指数走势对比（2011 年 2 月）



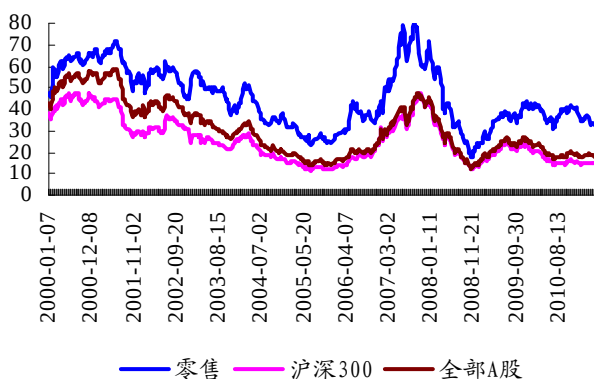
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 零售指数与沪深 300 指数走势对比（年初至今）



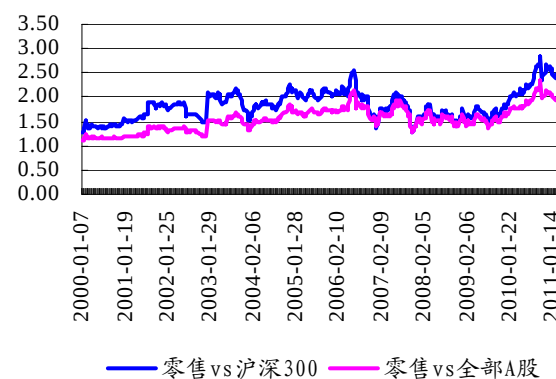
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 13 零售板块与沪深 300 及全部 A 股估值水平历史对比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 14 零售板块相对沪深 300 估值溢价高位回落



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

五、行业评级、策略及重点股票

我们认为，随着零售业上市公司 2010 年报和 2011 年一季报的披露，其良好的业绩增长显示的基本面情况将会重获市场认同。尽管当前市场投资风格尚未转至消费类，但目前零售股估值已经处于低位，零售板块中长期价值已显现，进入可投资区间，可逐步加大对估值合理的消费行业的配置，维持行业“有吸引力”评级。选取投资标的的角度，建议从中长期价值的角度关注中西部二三线城市的百货类上市公司。

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。