



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

业绩优秀、股价低估，板块迎来配置时机

德邦证券研究所

李项峰 (Lixf@tebon.com.cn)

SAC执业证书编号:S0120109030554

刘晓华 (Liuxh@tebon.com.cn)

8621-68761616-8316/8515

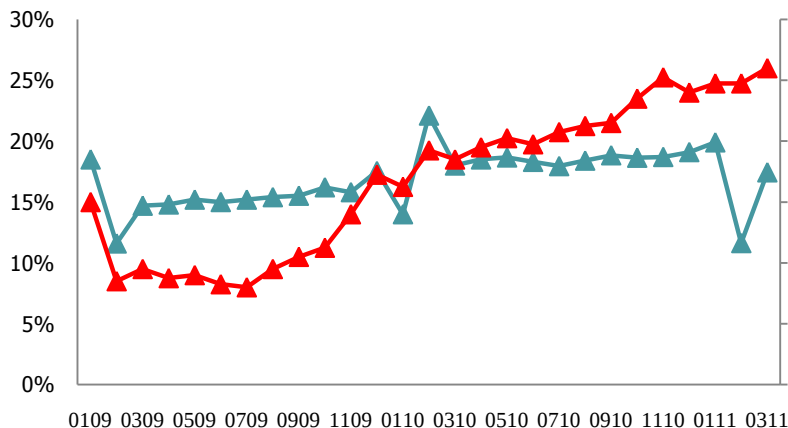
2011-05-09

1. 一季度业绩回顾及点评

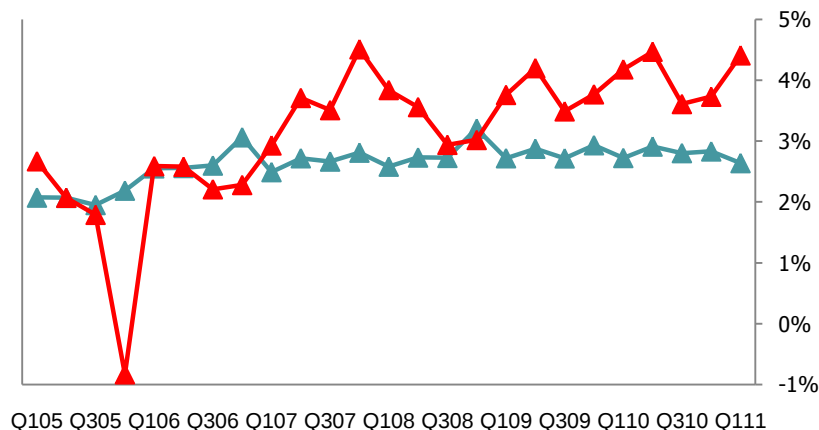
1.1 行业景气再现，预示着11年上市公司业绩有望超出预期

► 行业层面：尽管2010年部分零售公司年报业绩低于预期，但从整个行业趋势来看，我们预计11年大部分零售公司无论是收入增长还是业绩提升均将有望出现比较明显地改善：

2011年1季度全国社会消费品零售额达到42921亿元，同比增幅16.34%。单月数据来看，1~3月份零售额同比增速分别为19.9%、11.6%和17.4%，行业波动明显加剧，尤其是2月份单月同比增速出现较大幅度下滑（如图所示），其原因：一方面是上年同期较高的基数效应，2010年2月国内零售额同比增幅为22.1%；另一方面则是CPI对行业的负面影响，我们认为国内CPI指数一旦接近或超过5%，将确定地抑制居民的消费需求。此外，1季度汽车等部分产品销售增速的下降也对零售总额整体趋势产生了一定影响。



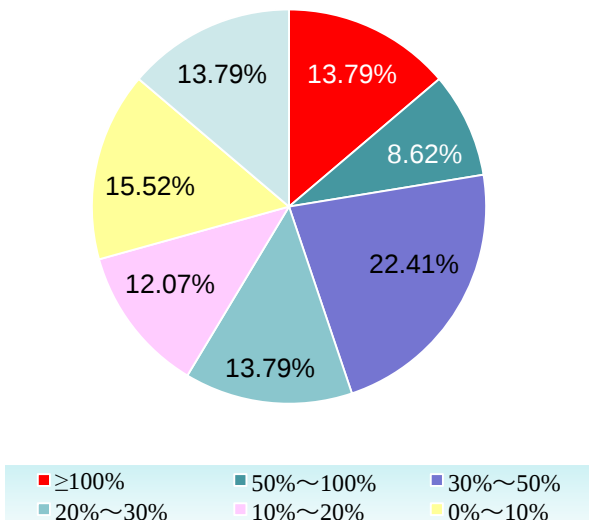
—零售额 —CPI



—毛利率 —净利率

1季度A股四成以上零售公司业绩同比增速超过30%，接近六成超过20%

在我们统计的58家A股零售公司中，2011年1季度扣除了非经常性损益后的净利润同比增速超过100%的公司有8家，占13.79%；业绩增幅在50%~100%之间的有5家，占8.62%；业绩增幅在30%~50%之间的有13家，占22.41%；其它增幅在20%~30%、10%~20%和0%~10%的零售公司分别占比为13.79%、12.07%和15.52%；此外仅13.79%的公司业绩同比出现了下滑。我们认为，季报数据基本能够反映零售公司11年全年的整体业绩表现。



➤ 百货公司：整体来看，业绩同比增长接近50%，既好于之前预期，也优于超市和家电连锁

与连锁超市、家电连锁等其它业态相比，百货零售企业在1季度的业绩表现尤为突出，百货行业销售同比增幅达到28%左右，37家代表性百货公司扣除非经常损益后的净利润规模为25亿元，同比增长42%，大部分公司的业绩均超市场预期。下表是我们选取的4家最具代表性连锁百货企业，1季度30%的收入增幅和40%的净利增幅均为近年的历史高点：友阿股份业绩同比增幅超过50%，天虹和王府井40%左右，广百略低，为14%。我们判断，11年A股百货公司整体业绩增幅有望达到30%-35%的历史较高水平。

		Q109	Q209	Q309	Q409	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111
收入同比	连锁百货	-1.31%	20.37%	12.68%	19.89%	29.82%	26.60%	27.39%	24.22%	30.47%
	广百股份	-2.01%	33.19%	14.74%	3.63%	25.48%	28.58%	24.81%	24.90%	23.75%
	天虹商场					31.04%	26.08%	26.93%	22.08%	34.38%
	王府井	-0.60%	7.56%	7.13%	22.89%	29.91%	25.38%	24.38%	23.03%	26.38%
	友阿股份			16.17%	33.15%	32.86%	26.35%	33.45%	26.89%	37.35%
净利同比	连锁百货	-0.85%	-7.65%	20.42%	33.76%	29.12%	17.87%	37.07%	7.40%	37.17%
	广百股份	3.60%	-30.99%	60.44%	3.74%	2.85%	0.63%	-0.18%	17.40%	14.55%
	天虹商场					14.87%	42.85%	80.60%	34.09%	43.52%
	王府井	-5.30%	15.69%	13.68%	26.94%	41.93%	-6.10%	22.37%	-52.88%	39.83%
	友阿股份			-12.85%	70.60%	56.83%	34.08%	45.48%	30.99%	50.80%

连锁超市：业绩增速分化明显，重点关注公司网点扩张与费用控制之间的协调能力

1季度A股8家超市企业收入、净利分别同比增长了19%和31%，与10年相比，均有所上升。超市公司业绩表现呈现分化趋势，下表是我们选取的4家代表性连锁超市：新华都受股权激励催化，1季度业绩增长抢眼，同比增幅112%；步步高、中百分别增长31%和10%；人人乐仅4%，低于预期。我们认为，与百货店相比，连锁超市作为强势型扩张业态，未来经营压力更趋加大，其中包括近几年上涨明显的租金成本和人工成本。我们预计11年国内连锁超市平均业绩增幅将达30%左右。

		Q109	Q209	Q309	Q409	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111
收入同比	连锁超市	13.89%	19.94%	20.63%	25.80%	21.09%	23.35%	24.21%	23.05%	27.66%
	武汉中百	7.58%	14.48%	15.90%	31.15%	20.97%	19.48%	18.80%	11.58%	16.52%
	步步高	6.46%	10.18%	12.32%	12.18%	14.29%	15.00%	21.43%	22.66%	28.53%
	新华都	27.63%	35.15%	39.36%	44.29%	37.48%	41.88%	41.06%	43.48%	40.59%
	人人乐			14.92%	15.59%	11.60%	17.03%	15.53%	14.47%	25.00%
净利同比	连锁超市	-3.87%	20.04%	17.12%	13.52%	20.56%	10.92%	-8.35%	38.25%	39.57%
	武汉中百	15.61%	26.04%	20.73%	34.39%	30.16%	30.15%	23.32%	-3.21%	10.28%
	步步高	3.03%	8.29%	-8.77%	0.07%	0.59%	2.25%	0.61%	11.18%	31.40%
	新华都	-30.24%	25.79%	72.24%	6.73%	37.49%	-3.95%	23.56%	126.67%	112.40%
	人人乐			-15.74%	12.88%	14.00%	15.22%	-80.88%	18.35%	4.20%

		Q109	Q209	Q309	Q409	Q110	Q210	Q310	Q410	Q111
收入同比	家电连锁	-0.41%	-12.63%	6.60%	37.78%	34.43%	30.91%	17.08%	4.04%	8.24%
	苏宁电器	15.72%	10.50%	8.02%	54.94%	32.02%	31.80%	28.14%	26.77%	23.16%
	宏图高科	2.36%	-36.02%	-1.23%	-0.75%	0.98%	15.66%	19.72%	-13.39%	31.82%
	天音控股	-19.32%	-12.36%	13.02%	59.15%	55.04%	45.82%	6.70%	-9.48%	-18.11%
	爱斯德					49.67%	30.36%	13.77%	12.26%	-3.90%
净利同比	家电连锁	-0.73%	-22.19%	69.64%	157.06%	95.80%	273.40%	-3.03%	7.43%	-37.24%
	苏宁电器	10.20%	17.90%	15.38%	100.75%	86.08%	37.96%	21.23%	28.64%	27.05%
	宏图高科	32.43%	-74.86%	-37.03%	159.60%	26.70%	307.02%	-0.55%	18.97%	47.88%
	天音控股	-44.82%	-9.61%	230.57%	210.83%	231.40%	680.94%	-61.55%	-5.00%	-153.68%
	爱斯德					39.03%	67.68%	28.74%	-12.88%	-41.24%

家电连锁公司业绩稳步推进，手机分销商出现同比下滑

1季度苏宁电器收入和净利分别同比增长23%和27%，继续保持稳健扩张趋势。同期宏图高科净利润同比增长48%，预计11年将进入业绩爆发时期。而手机分销商天音控股和艾斯德的收入、净利均出现了较大幅度的下降（如图所示），预计2季度开始业绩有望反转。

1.2 宏观契机、行业演进及公司基本面的驱动因素

从宏观层面来看，近期个人所得税税基调整及工资上涨预期的存在将构成11年国内居民消费力扩张的重要力量。中国政府正力图构建消费驱动型经济，以取代长期存在的投资拉动型经济，预计未来一段时间消费对GDP的贡献度将不断提升。

从行业层面来看，国家对零售这一消费终端的扶持力度也在增大，包括《国内贸易发展规划》和《商贸物流发展专项规划》等相继出台都为零售业长期发展提供了实实在在的政策利好。

公司基本面来看，资产重组、股权激励等将成为A股零售公司11年业绩保持快速增长的重要催化剂，而稳健的销售模式及良好的现金流则是零售企业未来较长时期业绩持续释放的内在条件。另一方面，我们认为国内零售企业尤其是连锁企业的经营成本及风险程度正在加大，其中租金费用、人工成本等是重要方面。

鉴于宏观、行业及公司层面所具备的多重条件，我们继续看好A股零售公司11年的业绩表现。我们认为，目前零售股股价与其基本面呈现明显分化，未来一段时期内板块整体具备大幅上行的内在动力。

2. 行业估值及投资评级

2.1 行业经历连续回调，下行空间已经不大

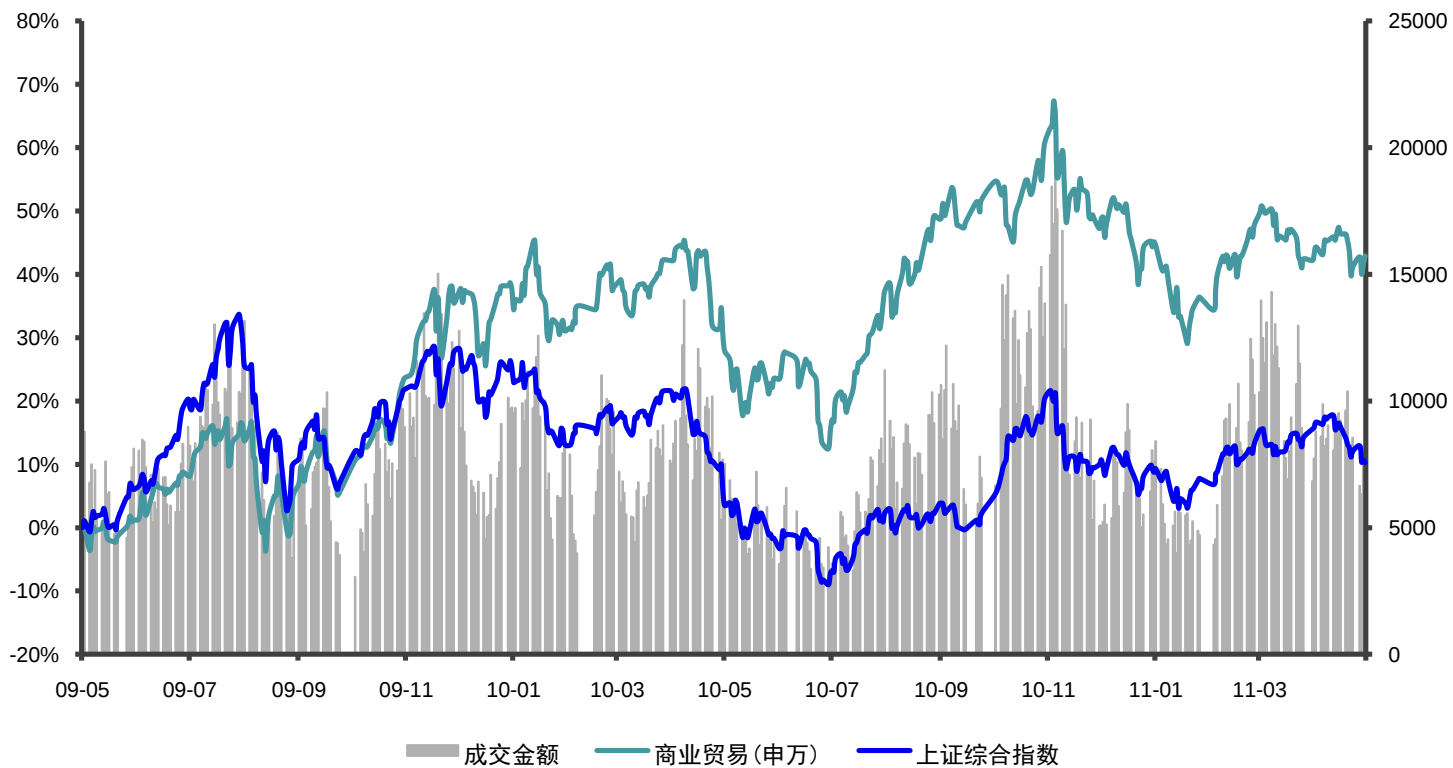
11年初至今，A股市场整体涨幅为1.69%，而同期零售板块则下调了1.49%，我们认为主要原因可以归结于以下几个方面：

■ 板块轮动效应。11年以来A股市场涨幅居前的板块主要包括钢铁、家电、公共事业、房地产和金融等，而这些板块在10年表现普遍靠后（如表所示）。

■ 市场热点转移。基于宏观环境和政策规划等多种因素，年初以来A股市场热点不断呈现，而零售板块则因缺乏新的亮点而一度被市场忽略。

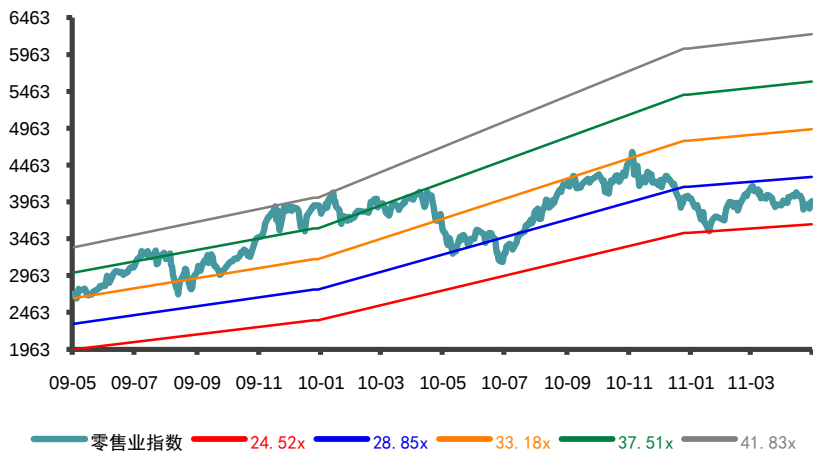
■ 从基本面上来看，部分零售公司年报数据确实低于预期，加上持续不下的物价指数，市场可能担心零售行业之经营风险及不确定性正趋加大。

板块名称	涨跌幅(11年初至今)	涨跌幅(2010年)
SW黑色金属	18.28	-28.57
SW家用电器	10.43	2.24
SW房地产	7.68	-23.63
SW金融服务	5.37	-23.8
SW纺织服装	4.65	12.34
SW化工	4.22	-19.64
SW建筑建材	3.67	2.44
SW交通运输	1.53	-9.92
SW采掘	1.52	-13.83
SW轻工制造	1.33	1.36
SW食品饮料	0.51	24.37
SW交运设备	-0.64	5.64
SW零售	-1.49	4.43
SW餐饮旅游	-3.04	10.85
SW有色金属	-4.28	14.3
SW机械设备	-4.93	22.88
SW农林牧渔	-6.83	18.9
SW医药生物	-7.66	29.81
SW信息设备	-8.85	14.94
SW信息服务	-9.67	3.05
SW电子元器件	-10.81	37.68



2.2 估值处于历史低位，投资安全边际凸现

我们认为目前是配置零售股的绝好时机，主要理由包括：①目前A股零售板块11年平均PE为23倍左右，已接近历史底部。尽管该板块相对A股市场整体（14倍）仍有一定溢价，但行业投资安全边际已经明显凸现。②在大盘指数近期一轮大幅下调的过程中，零售板块仅下跌2%，跑赢上证指数超过4个百分点，板块对市场的吸引力正趋加大。③最重要的是，11年零售行业景气加速，上市公司业绩有望普遍超越预期，我们认为，未来12个月零售板块上行是大概率事件，零售股估值具备坚实的修复基础，我们给予行业整体“推荐”评级。



板块名称	11年PE	最新PB
SW金融服务	8.91	1.81
SW房地产	12.67	2.59
SW交通运输	14.46	2.21
SW交运设备	16.33	3.09
SW家用电器	17.49	3.41
SW综合	17.96	4.18
SW轻工制造	22.05	2.93
SW纺织服装	23.28	3.42
SW零售	23.42	4.24
SW公用事业	23.53	2.54
SW信息设备	25.54	4.01
SW医药生物	27.51	4.96
SW食品饮料	28.15	6.96
SW餐饮旅游	31.02	4.22
SW电子元器件	31.89	3.99
SW信息服务	33.03	3.4

3. 重点公司推荐

个股方面，我们建议重点配置那些具有成长性稳定且安全边际高的龙头企业，具体包括：永辉超市（601933）、西单商场（600723）、天虹商场（002419）和广百股份（002187）等。

代码	简称	收盘价	总市值	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PEG
■ 601933.SH	永辉超市	27.18	208	0.625	0.877	1.164	43	31	23	1.22
目标价：35元 评级：买入		推荐理由：①国内生鲜卖场的领军者，生鲜模式具备强大竞争优势；②较强的异地复制能力；③国家对“农超对接”的政策扶持；④未来3年40%以上的业绩复合增长率。								
■ 600723.SH	西单商场	13.35	54	0.46	0.54	0.61	29	24	21	1.45
目标价：16元 评级：买入		推荐理由：①通过资产重组，公司盈利能力和扩张能力获得大幅提升；②各种业态及两种品牌之间能够实现优势互补，提升公司的行业竞争力。								
■ 002419.SZ	天虹商场	23.05	178	0.825	1.100	1.375	28	21	17	1.00
目标价：30元 评级：买入		推荐理由：①较强的异地复制能力；②战略定位明确，内外兼修								
■ 002187.SZ	广百股份	26.11	49	1.040	1.227	1.481	25	21	18	1.10
目标价：38元 评级：买入		推荐理由：①具备明显估值优势；②积极门店布局，为未来业绩释放奠定基础								

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
- 中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。