

商业行业 2011 年 5 月月报

业绩有保障，信心有回升

可选消费/零售

优于大势

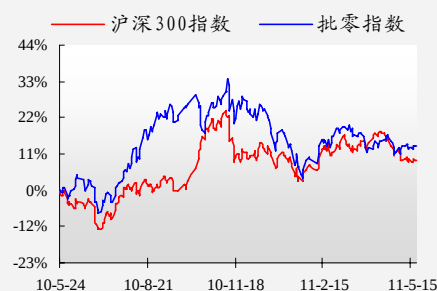
维持评级

发布时间：2011 年 5 月 23 日

投资要点：

- **社零增速平稳，CPI 持续高位。**1-4 月，我国社会消费品零售总额 56571 亿元，同比增长 16.5%，比 1 季度快 0.2 个百分点。其中，4 月社零总额同比增长 17.1%；价格方面，4 月份居民消费价格同比上涨 5.3%，涨幅比 3 月份回落 0.1 个百分点，环比上涨 0.1%。
- **消费者信心指数明显回升。**3 月消费者信心指数在连续回落 8 个月后触底反弹，并回到去年同期水平，符合我们的预期，主要由于控通胀政策出台及所得税制度调整提上日程带来的对未来物价和收入水平相对乐观的预期。我们认为随着 CPI 逐步得到控制及进一步扩大内需政策的出台，消费者消费意愿会恢复正常水平，从而保证零售行业处于相对有利的发展环境。
- **业绩受益通胀，百货估值相对合理。**2010 年行业营业收入同比增长 24% 左右，归属上市公司股东净利润同比增长 33% 左右，经营情况较好。2011 年 1 季度，行业在去年同期较高基数的基础上仍实现了 27% 的收入增长和 41% 的利润增长，环比上年 4 季度分别增长了 13% 和 42%，在温和通胀的背景下，行业增长比较稳健，且中西部上市公司及扩张形成良性循环的公司业绩增速更快。估值方面，百货行业估值更为合理，我们认为在 2011 年业绩乐观的背景下，行业估值仍有提升空间。
- **业绩保障安全边际。**我们认为在通货膨胀及经济增速有所放缓的环境下，零售行业相对稳定的业绩增速使得行业更具确定性，1 季度较好业绩为公司全年业绩提供了保障，消费市场仍然畅旺且经济欠发达地区增速更为明显。我们看好积极布局二三线城市的连锁类公司及全业态发展的中西部区域龙头，关注合肥百货、欧亚集团、友阿股份和天虹商场。

走势图



子行业	评级
百货	优于大势
超市	同步大势

重要公司	评级
合肥百货	推荐
欧亚集团	推荐
友阿股份	推荐
天虹商场	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

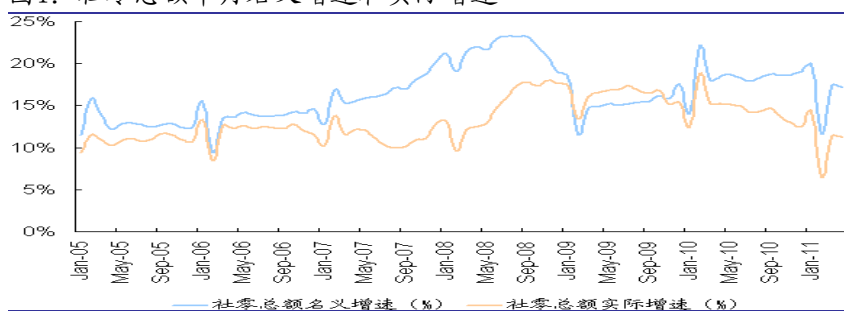
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

1. 社零增速平稳，CPI持续高位

国家统计局发布数据显示，1-4月，我国社会消费品零售总额56571亿元，同比增长16.5%，比1季度快0.2个百分点。其中，4月社零总额为13649亿元，同比增长17.1%，比3月回落0.3个百分点，实际增速为11.21%，较3月回落0.18个百分点，仍处于较低水平，我们认为随着个税改革等促消费政策的陆续出台及CPI逐步见顶，社零总额名义及实际增速将呈平稳上升趋势。

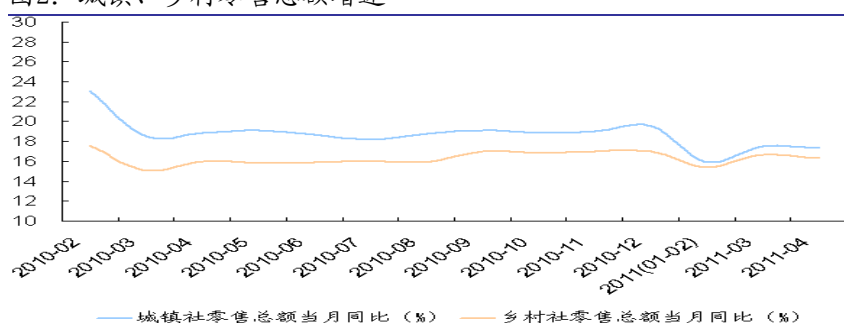
图1：社零总额单月名义增速和实际增速



数据来源：国家统计局，东北证券

按经营单位所在地分，4月，城镇消费品零售额11846亿元，同比增长17.3%，比3月回落0.2个百分点，乡村消费品零售额1803亿元，同比增长16.3%，较3月回落0.4个百分点。

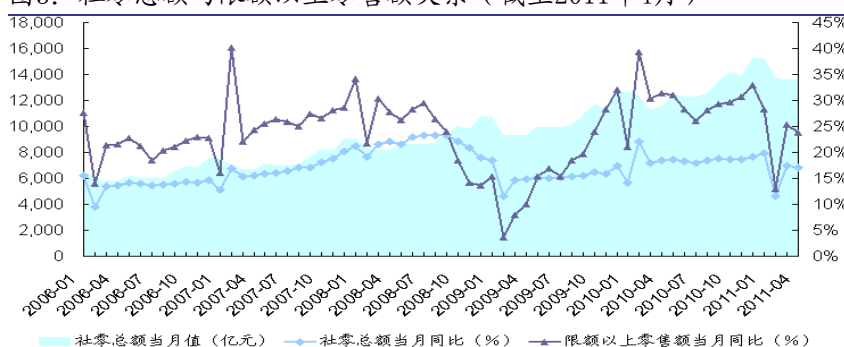
图2：城镇、乡村零售总额增速



数据来源：国家统计局，东北证券

按消费形态分，4月，餐饮收入1497亿元，同比增长16.7%，商品零售12152亿元，同比增长17.2%，在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额5954亿元，同比增长23.8%，较3月回落1.5个百分点。

图3：社零总额与限额以上零售额关系（截至2011年4月）



数据来源：国家统计局,东北证券

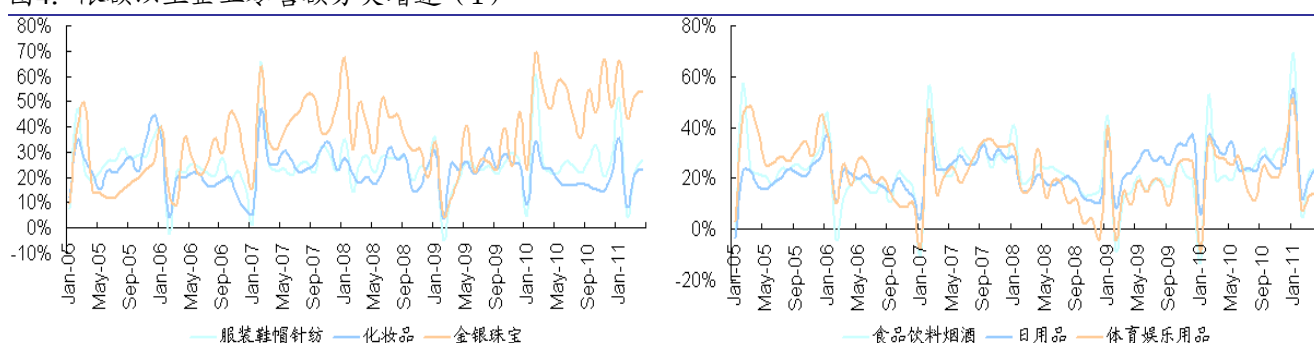
分类别来看，4月销售增长最快的仍然为金银珠宝，增速高达54.3%，石油及制品也保持了较高的增速，4月同比增长39.7%，汽车销售降幅最为明显，服装、家电、家具和通讯器材销售增速继续提升。

表1：限额以上零售企业增长情况

指标	4月		1-4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	5954	23.8	23517	23.4
粮油食品饮料烟酒	722	23.1	3287	23.3
服装鞋帽针纺织品	551	26.8	2562	23.5
化妆品	85	23.3	356	19.2
金银珠宝	138	54.3	633	52.5
日用品	204	24.2	850	23.4
体育、娱乐用品	28	13.5	117	17.8
家用电器音像器材	412	27.6	1605	22.4
中西药品	289	17.4	1116	20.1
文化办公用品	105	14.6	419	19.2
家具	82	30.6	310	26.3
通讯器材	75	29.5	314	24.7
石油及制品	1209	39.7	4312	38.1
汽车	1668	13.2	6163	14.1
建筑及装潢材料	95	22.9	333	25.2

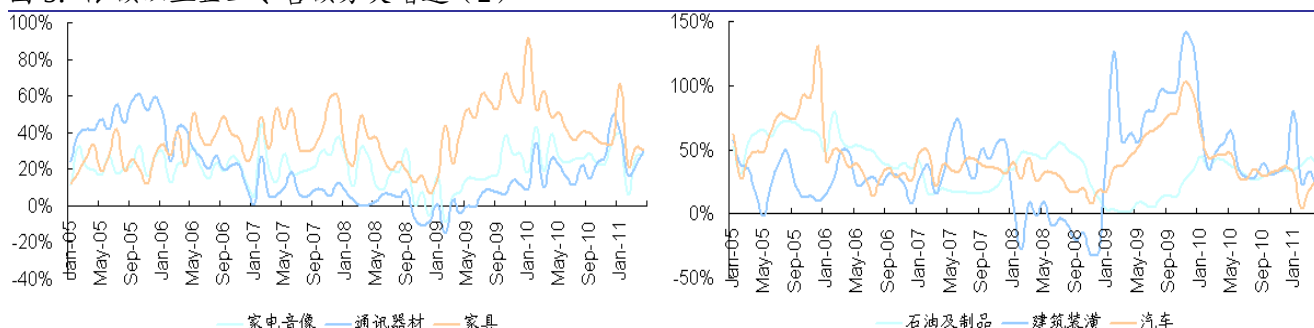
数据来源：国家统计局，东北证券

图4：限额以上企业零售额分类增速（1）



数据来源：国家统计局，东北证券

图5：限额以上企业零售额分类增速（2）

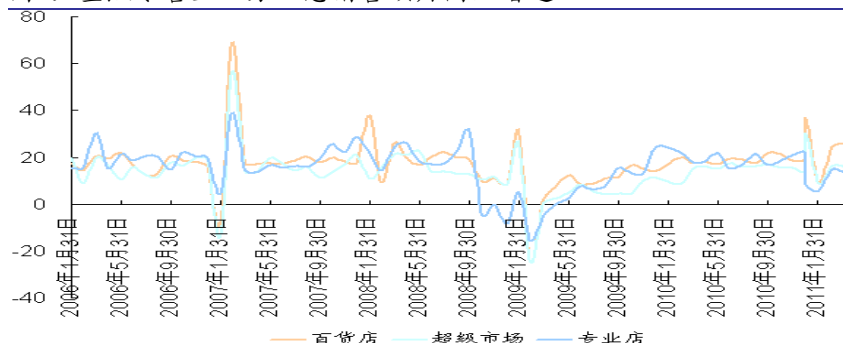


数据来源：国家统计局，东北证券

与各品类销售情况相对应，据商务部监测，4月份重点零售企业零售额同比增长19.2%，同比下降0.2个百分点。分业态来看，百货店、专业店和超市零售额同比分别增长25.6%、15.8%和13.5%，百货行业销售增速呈持续上升态势；分商品类别来看，

金银珠宝、鞋帽、服装和日用品增幅居前，零售额同比分别增长50.9%、29.1%、28.7%和21.1%。我们认为在政策驱动、价格上涨及消费升级带动下，以上述可选消费品为主要经营标的的百货子行业业绩提升空间较大。

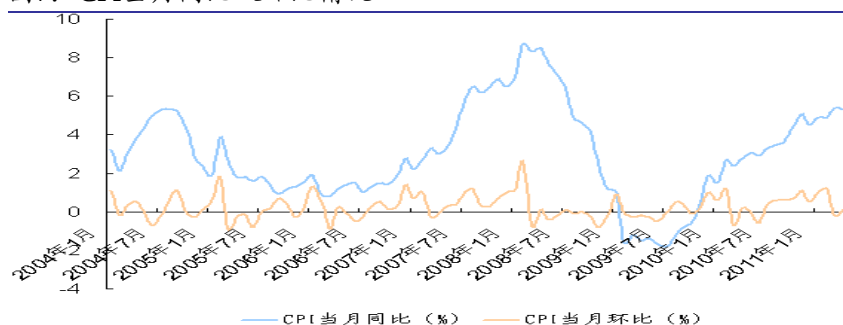
图6：重点零售企业分业态销售额月同比增速



数据来源：商务部，东北证券

价格方面，4月份居民消费价格同比上涨5.3%，涨幅比3月份回落0.1个百分点，环比上涨0.1%。其中城市同比上涨5.2%，农村同比上涨5.8%；食品价格上涨11.5%，非食品价格上涨2.7%；消费品价格上涨5.9%，服务项目价格上涨3.9%。

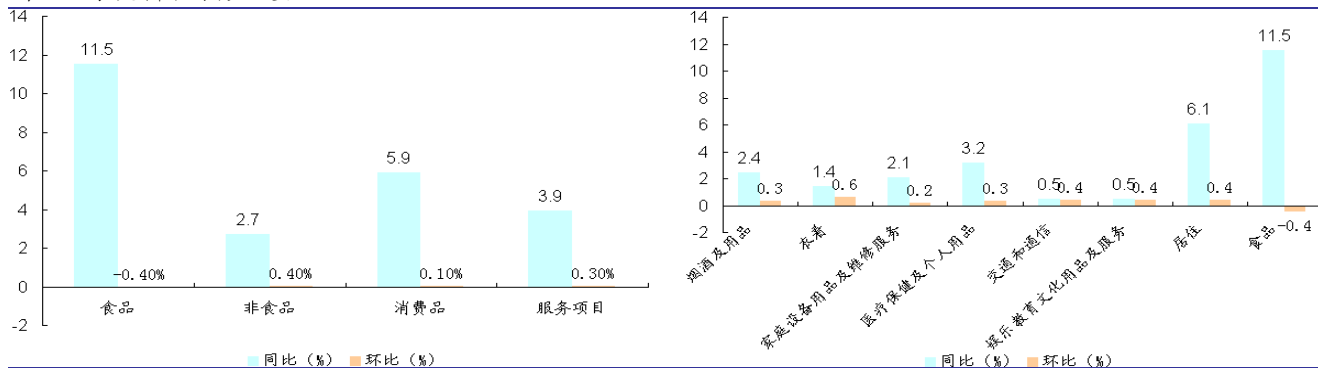
图7：CPI当月同比及环比情况



数据来源：国家统计局，东北证券

分类别看，4月，八大类商品价格全面上涨，食品价格同比上涨11.5%，烟酒及用品类价格同比上涨2.4%，衣着类价格同比上涨1.4%，家庭设备用品及维修服务价格同比上涨2.1%，医疗保健及个人用品类价格同比上涨3.2%，交通和通信类价格同比上涨0.5%，娱乐教育文化用品及服务类价格同比上涨0.5%，居住价格同比上涨6.1%。从环比数据看，食品价格较上月回落0.4个百分点，非食品类价格环比均有上涨。

图8：分类价格指数变化

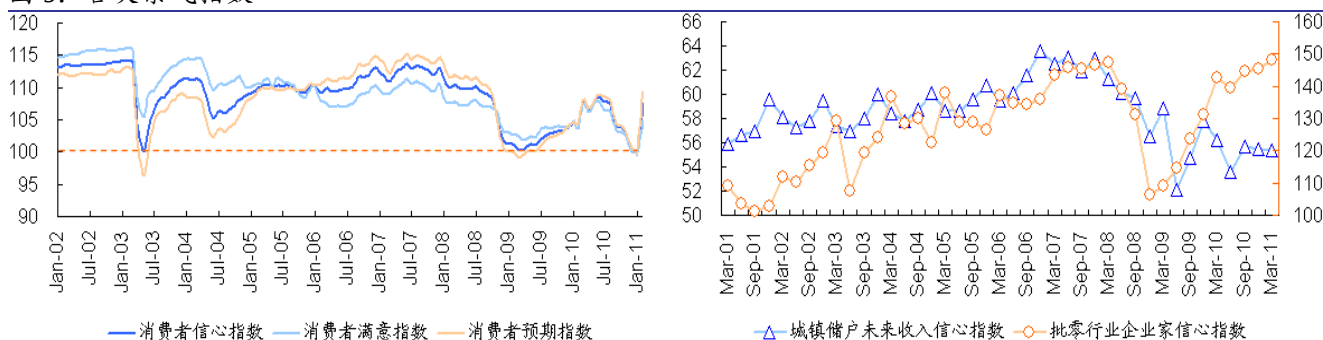


数据来源：国家统计局，东北证券

2. 消费者信心指数明显回升

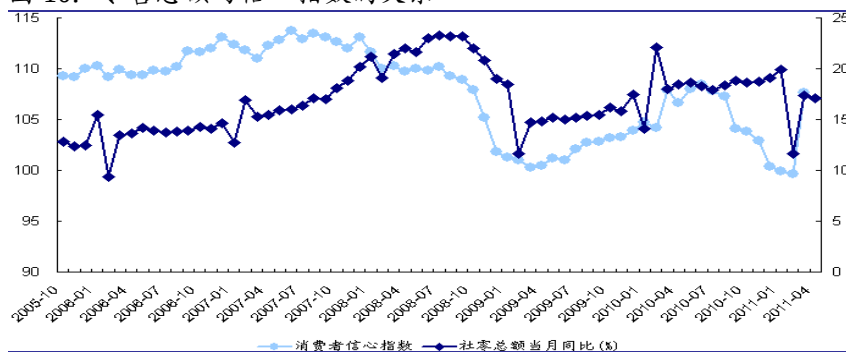
3月消费者信心指数在连续回落8个月后触底反弹，并回到去年同期水平，符合我们的预期，主要由于控通胀政策出台及所得税制度调整提上日程带来的对未来物价和收入水平相对乐观的预期。我们认为随着CPI逐步得到控制及一系列扩大内需政策的出台，消费者消费意愿会恢复正常水平，从而保证零售行业处于相对有利的发展环境。

图 9：各类景气指数



数据来源：国家统计局，东北证券

图 10：零售总额与信心指数的关系

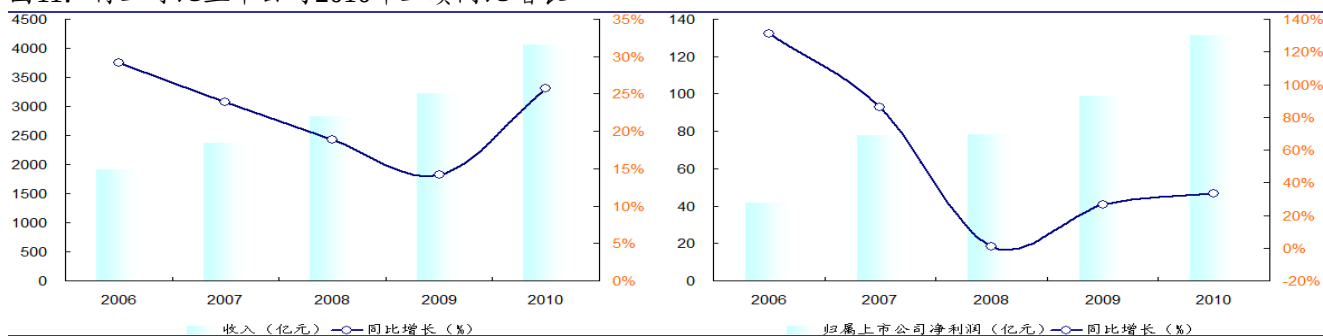


数据来源：国家统计局，东北证券

3. 业绩受益通胀，百货估值相对合理

从上市公司年报和1季报数据看，2010年行业营业收入同比增长24%左右，归属上市公司股东净利润同比增长33%左右，公司经营情况较好。从区域上看，中西部上市公司业绩增速较快，而从规模上看，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长明显。

图11：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

表2: 2010年业绩增速靠前的上市公司

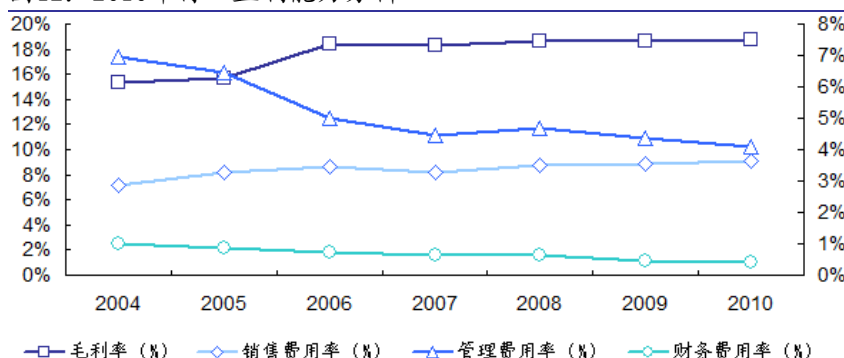
证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	同比(%)	归属上市公司净利润(亿元)	同比(%)
600827.SH	友谊股份	310.52	6.39%	2.98	58.38%
600631.SH	百联股份	128.44	25.02%	6.15	52.07%
002277.SZ	友阿股份	35.63	29.74%	2.16	44.47%
000417.SZ	合肥百货	70.62	19.99%	2.86	42.29%
002419.SZ	天虹商场	101.74	26.28%	4.85	36.26%
600723.SH	西单商场	29.93	20.41%	0.40	31.51%
000785.SZ	武汉中商	37.04	10.12%	0.68	30.40%
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%
600693.SH	东百集团	18.92	21.36%	1.01	21.72%
601933.SH	永辉超市	123.17	45.33%	3.06	20.15%
600697.SH	欧亚集团	52.28	33.58%	1.32	18.54%
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%
600785.SH	新华百货	39.85	23.16%	2.15	12.26%

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, 通胀背景下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。

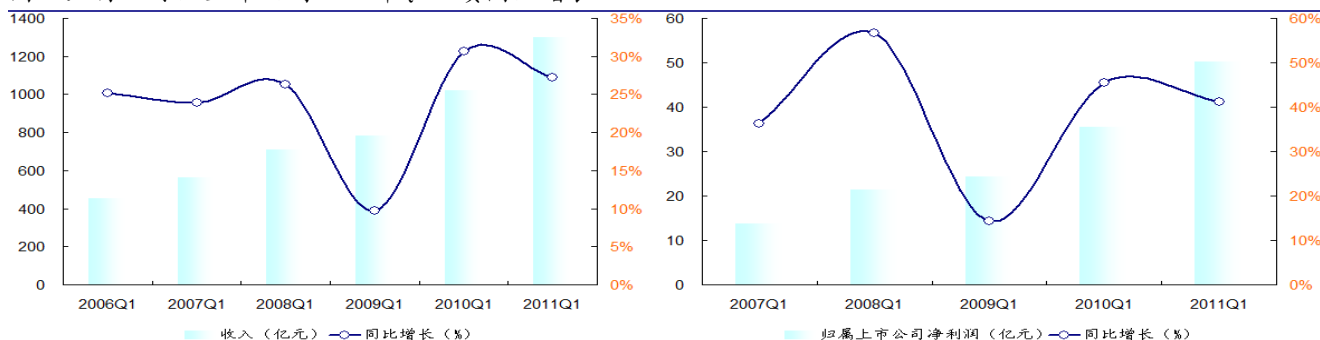
图12: 2010年行业盈利能力分析



数据来源: wind, 东北证券

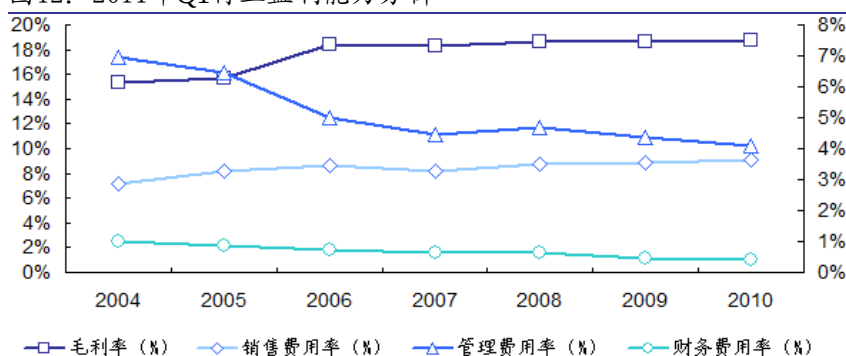
2011年1季度, 行业在去年同期较高基数的基础上仍实现了27%的收入增长和41%的利润增长, 环比上年4季度分别增长了13%和42%, 在温和通胀的背景下, 行业增长比较稳健, 且中西部上市公司及扩张形成良性循环的公司业绩增速更快。

图11: 行业可比上市公司2011年Q1业绩同比增长



数据来源: wind, 东北证券

图12: 2011年Q1行业盈利能力分析



数据来源: wind, 东北证券

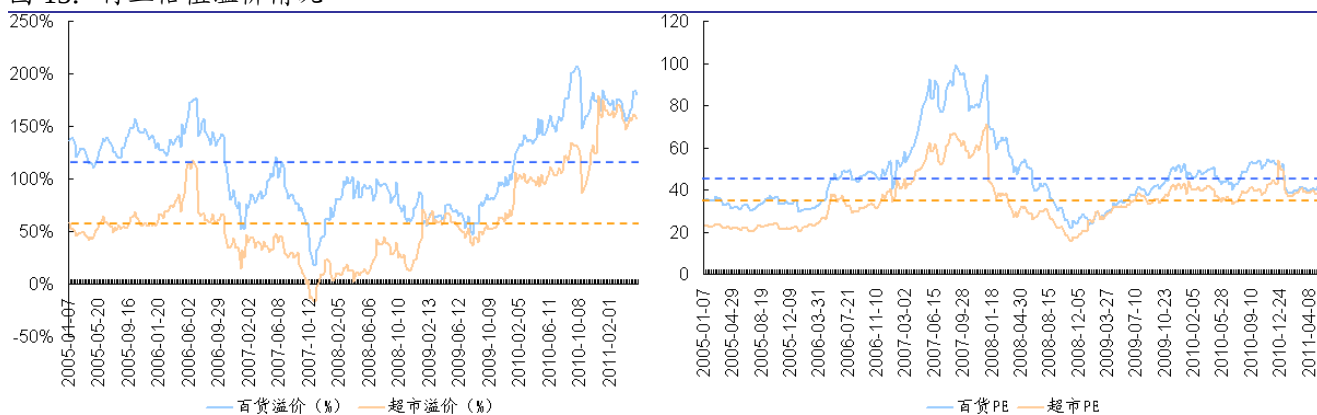
表2: 2011年Q1业绩增速靠前的上市公司

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	同比(%)	归属上市公司净利润(亿元)	同比(%)
000417.SZ	合肥百货	26.79	28.02%	2.25	255.11%
600729.SH	重庆百货	79.20	214.71%	2.43	198.17%
600631.SH	百联股份	46.74	18.95%	4.46	164.45%
000516.SZ	开元控股	8.56	20.75%	0.43	83.64%
600723.SH	西单商场	9.60	31.04%	0.32	67.40%
601933.SH	永辉超市	42.31	49.18%	1.55	67.25%
002277.SZ	友阿股份	13.57	36.68%	1.43	50.80%
600712.SH	南宁百货	6.12	30.09%	0.19	50.12%
600778.SH	友好集团	9.26	34.68%	0.38	45.31%
002419.SZ	天虹商场	35.87	34.38%	2.02	43.52%
600859.SH	王府井	48.19	26.38%	2.00	39.82%
000419.SZ	通程控股	9.94	22.15%	0.33	32.22%
002251.SZ	步步高	23.97	28.53%	1.05	31.40%
000501.SZ	鄂武商 A	35.52	23.35%	1.32	29.61%
600827.SH	友谊股份	91.59	7.85%	1.03	29.30%

数据来源: wind, 东北证券

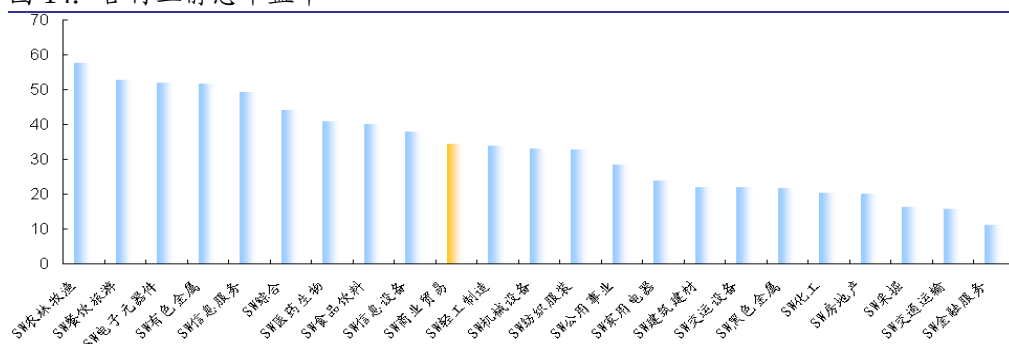
估值方面,目前百货行业相对沪深300指数溢价在1.8倍左右,超市行业相对沪深300溢价在1.6倍左右,均处于历史高位;从估值绝对数看,目前百货行业静态市盈率为41倍,略低于05年来平均水平,超市行业静态市盈率为37倍,高于历史平均值,相对来说,百货行业估值更为合理;横向来看,商贸行业整体估值处于市场中等偏高水平。我们认为在2011年业绩乐观的背景下,行业估值仍有提升空间。

图 13: 行业估值溢价情况



数据来源: wind, 东北证券

图 14: 各行业静态市盈率



数据来源: wind, 东北证券

从公司层面看, 百货行业中, 我们长期关注的合肥百货、天虹商场和友阿股份估值处于行业平均水平, 广州友谊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, 估值仍不便宜, 但与成长性比较匹配, 步步高进入估值合理区间且业绩有望反转, 武汉中百估值则相对较低。

表3: 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
600821.SH	津劝业	0.02	0.05	0.12	362.42	168.16	70.23
600774.SH	汉商集团	0.04	0.13	0.23	221.26	72.28	41.06
600723.SH	西单商场	0.13	0.16	0.19	106.94	87.04	71.69
600694.SH	大商股份	0.74	1.12	1.86	58.21	38.58	23.31
600280.SH	南京中商	0.48	1.31	1.73	52.76	19.20	14.56
000715.SZ	中兴商业	0.25	0.61	0.80	49.38	20.44	15.38
600738.SH	兰州民百	0.21	0.28	0.31	44.55	33.08	30.18
600682.SH	南京新百	0.27	0.43	0.87	41.29	25.78	12.84
600828.SH	成商集团	0.34	0.50	0.66	39.37	26.56	20.33
600778.SH	友好集团	0.35	0.44	0.61	39.11	31.54	22.61
600697.SH	欧亚集团	0.80	1.07	1.41	36.89	27.57	20.94
000785.SZ	武汉中商	0.31	0.45	0.52	36.88	25.43	22.06
000564.SZ	西安民生	0.22	0.25	0.30	36.75	32.13	26.93
002277.SZ	友阿股份	0.65	0.86	1.28	36.73	27.63	18.63
600859.SH	王府井	1.19	1.44	1.83	36.11	29.76	23.50
000419.SZ	通程控股	0.24	0.33	0.44	35.53	25.72	19.48
600858.SH	银座股份	0.62	0.67	0.93	35.33	32.75	23.69
002419.SZ	天虹商场	0.61	0.81	1.06	35.29	26.62	20.43
000417.SZ	合肥百货	0.55	0.80	0.92	33.60	23.01	20.10
600814.SH	杭州解百	0.27	0.32	0.42	31.91	26.17	20.11
600729.SH	重庆百货	1.40	1.82	2.31	31.79	24.45	19.25
000501.SZ	鄂武商 A	0.62	0.75	0.99	31.06	25.76	19.42
002187.SZ	广百股份	0.95	1.09	1.36	27.86	24.10	19.42
600693.SH	东百集团	0.38	0.39	0.52	27.33	26.48	20.01
600785.SH	新华百货	1.11	1.27	1.63	26.30	23.04	17.94

600628.SH	新世界	0.44	0.42	0.48	25.91	27.16	23.89
000516.SZ	开元控股	0.22	0.22	0.25	25.90	25.79	23.46
000987.SZ	广州友谊	0.94	1.12	1.38	25.68	21.51	17.40
600655.SH	豫园商城	0.46	0.56	0.66	25.67	21.20	18.07
600327.SH	大东方	0.45	0.56	0.69	22.84	18.68	15.11
600631.SH	百联股份	0.87	1.12	1.25	17.87	13.93	12.47
600361.SH	华联综超	0.13	0.17	0.23	76.78	59.62	43.17
601933.SH	永辉超市	0.38	0.59	0.85	68.61	44.50	31.15
002264.SZ	新华都	0.53	0.83	1.13	48.72	31.38	22.94
601116.SH	三江购物	0.32	0.37	0.43	44.27	38.92	33.42
002251.SZ	步步高	0.69	0.82	1.10	34.22	28.90	21.48
002336.SZ	人人乐	0.65	0.75	0.92	31.05	26.82	21.95
000759.SZ	武汉中百	0.41	0.47	0.60	30.27	26.32	20.58

数据来源: wind, 东北证券

注: 分子行业, 按 2010 年静态市盈率降序排列

4. 业绩保障安全边际

我们认为在通货膨胀及经济增速有所放缓的环境下, 零售行业相对稳定的业绩增速使得行业更具确定性, 1 季度较好业绩为公司全年业绩提供了保障, 同时据商务部监测, 4 月 30 日—5 月 2 日“五一”小长假期间, 重点零售企业销售额同比增长 19.7%, 日均销售额比节前(4 月 29 日)增长 51.2%, 消费市场仍然畅旺且经济欠发达地区增速更为明显。我们看好积极布局二三线城市的连锁类公司及全业态发展的中西部区域龙头, 关注合肥百货、欧亚集团、友阿股份和天虹商场。

5. 重点公司动态

5.1 合肥百货 (000417)

区域龙头、受益区域经济、增发具备业绩释放动力、估值合理

公司在“十二五”期间面临新的发展机遇, 在经济增长和消费升级的大背景下, 公司品牌结构调整相比竞争对手仍有较大的提升空间, 内生增长可期; 从长期来看, 公司外延扩张步伐稳健, 且以百货为依托, 超市和家电配套经营, 在省内其他地级市具备先发优势, 是公司长期发展的保障。预计公司 2011-2013 年每股收益(增发后)分别为 1.01 元(剔除投资收益 0.75 元)、1.00 元和 1.20 元, 对应 PE 24.6 倍、18.45 倍和 15.38 倍, 估值较低, 维持推荐评级。

5.2 欧亚集团 (600697)

激励基金保业绩、自有物业保边际

公司省内布局基本完成, 垄断地位愈发明显, 随着次新门店的成熟及原有门店的调整, 公司将进入业绩释放期, 在激励基金计划的推动下, 公司未来 3 年净利润年增长率有望达到 30% 以上。同时, 公司是典型的重资产扩张公司, 自有物业面积超过 140 万平米, 且老店折旧基本完成, 新店拿地成本低, 升值空间巨大, 具备较高的安全边际。我们认为公司在前期积累及激励基金的双重作用下进入业绩释放期, 较高

的物业重估价值更为公司提供了安全边际，预计公司2011-2013年EPS分别为1.04、1.36和1.78元，维持推荐评级。

5.3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

内生增长仍可保证公司今年较好的业绩，且未来成长也有后续项目跟进。长沙奥莱将在2012-2013年渐入成熟；天津奥莱地产部分2012年将贡献业绩，商业部分2013年起逐步成熟；中山路百货大楼部分预计2012年开业，将用于经营黄金、珠宝、玉器、湘绣等专卖场，有望受益于消费升级；新春天百货改造项目预计2013年下半年投入运营，前景乐观；另外我们预计公司在长沙及地州市仍有扩张的可能。假设天津项目房地产部分收入2012年全部实现，奥特莱斯部分下半年开业，预计公司2011年-2013年EPS至0.89元、1.48元和1.45元，维持推荐评级。

5.4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

公司是零售行业中比较有特色的跨区域连锁企业，其定位社区百货、标准化模式可复制、同时注重创新和细节，已经找到了适合自身的扩张方式，形成良性循环。按照公司每年新开10家门店的速度，以最新股本计算，我们预计公司2011-2013年每股收益分别为0.81元、1.06元和1.32元，收入和净利润3年复合增长率分别为22.17%和29.76%，维持推荐评级。

表4：行业动态

事件	内容
人力高过房租，零售业面临成本大考	零售企业普遍加薪带来成本上升和经营压力。3月29日，中国连锁经营协会针对零售百强企业的抽样统计显示，2010年零售企业人工成本平均上涨15%。
首季消费增速放缓，个税改革“给力”消费	由个税起征点提高带来的中低端收入人群可支配收入即购买力增加，将能有效带动大众消费市场扩容。
去年中国电商交易额4.5万亿	根据IDC的统计，中国电子商务在2010年的交易额已达4.5万亿人民币，平均年增长约30%，预计2013年将超过10万亿元。而中国商务部也提出目标，到“十二五”末，中国电子商务的市场规模将有望占到中国GDP的5%。
重庆：10大商贸流通企业首季销售增26.5%	17个商圈一季度实现零售额397.6亿元，增长26.5%，其中主城八大商圈288.1亿元，增长24.7%，10家重点商贸流通企业实现销售额238.6亿元，同比增长26.5%，其中总量第一的商社集团增长33.1%。
合肥：一季度销售超亿元零售企业新增9家	一季度，合肥社零总额249.13亿元，占全省比重为21.5%，同比增长18.5%，增速居全省各市首位。零售额超亿元的企业同比增加9家，累计共34家。
商务部：五一重点零售企业销售额增19.7%	据商务部监测，4月30日—5月2日，重点零售企业销售额同比增长19.7%，日均销售额比节前(4月29日)增长51.2%。
上海五一日均销售达11.67亿 创历史新高	全市453家大中型商业企业4000多家营业网点节日3天(4月30日-5月2日)共实现营业收入35亿元，日均销售达到11.67亿元。据悉，这一数字比2000年实行长假制度时的“五一”节平均日销售额(1.39亿元)增长了7.4倍，创下1999年实行节日统计制度以来历史新高。

广州 9 大百货 3 天揽金 4.2 亿	“五一”期间，广百、友谊商店、天河城百货、新大新、摩登、新光、东山百货、中华百货以及新开业的美东百货等羊城 9 大百货，假期 3 天销售额总计达 4.201 亿元。其中，广百 3 天进账 2.1 亿元，同比上升 15.8%；友谊、天河城百货销售额均超过 6000 万元，摩登、东山百货销售额分别同比上升 39%、40%。
北京重点商企五一假期三天销售增长 22%	127 家受监测的重点商业服务业企业实现销售额 34.2 亿元，同比增长 22.1%。其中百货商场销售额增长 28.5%，餐饮企业增长 27.9%，各类专业店、专业市场增长 22.1%，超市增长 13%。

数据来源：互联网，东北证券

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。