

日期：2011年5月31日

行业：零售业



刘丽
021-53519888-1923

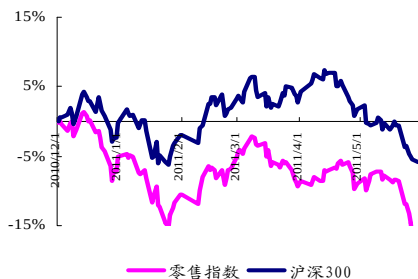
liuli@sigchina.com

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（1-4月）	56,571 亿
累计同比增长	16.50%

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号：LL11-MIT04

估值低位，扰动因素不断

——2011年6月零售业投资策略

■ 主要观点：

已公布消费数据维持稳定，关注未来消费增速减缓风险

从年初至今的运行态势来看，国内消费市场增速1月、2月份下滑明显，3月和4月有所回升，但与去年同期或全年相比，整体增速放缓。尽管当前宏观消费数据仍平稳，上市公司一季报业绩尚良好，不可忽视的隐忧还是存在：首先，从宏观层面看，经济减速、通胀持续等因素将影响消费者信心，使消费增速面临下滑风险；其次，从零售业竞争格局来看，如我们在春季策略中所述，多元化竞争新时代中的传统零售企业，面临品牌商自建门店、网络购物等新业态的冲击。

估值低位，短期扰动因素不断

零售业上市公司的估值已处于相对低位，但近期因进场费、购物卡规范等负面因素扰动，在增长仍稳健且估值相对便宜的情况下，股价仍然一直未见起色。我们认为，这也部分反映了市场对于零售企业未来增长的担心。对于传统零售企业而言，这仍是一个危机并存的年代，唯有因势而变，涉足新业态或者走特色化路线，才能维持或者继续扩大市场份额。

■ 投资建议：

未来十二个月内，零售业：有吸引力。

在当前负面影响尚未显现的情况下，稳定增长的零售业仍可作为防御配置。我们暂维持行业“有吸引力”评级；仍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。同时关注零售企业未来销售收入的增长，是否能够消化人工、租金等成本上升的影响。

■ 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	17.20	0.60	1.03	0.91	28.88	16.70	18.87	5.52	跑赢大市
鄂武商A	000501.SZ	19.24	0.58	0.72	0.99	33.25	26.72	19.42	5.30	跑赢大市
成商集团	600828.SH	11.30	0.32	0.65	0.80	35.85	17.38	14.13	7.66	跑赢大市
新华百货	600785.SH	26.40	1.04	1.30	1.66	25.45	20.34	15.94	4.92	跑赢大市
武汉中百	000759.SZ	12.32	0.37	0.45	0.60	33.43	27.38	20.58	3.24	跑赢大市
苏宁电器	002024.SZ	11.94	0.57	0.74	0.93	20.82	16.19	12.87	4.28	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所；股价数据为2011年5月30日收盘价

一、4 月消费增速环比略放缓

根据国家统计局最新统计数据，2011 年前 4 月，国内社会消费品零售总额累计为 56,571 亿元，同比增长 16.5%。4 月份，社会消费品零售总额为 13,649 亿元，同比增长 17.1%，增速环比下滑 0.3 个百分点。其中，商品零售额 12,152 亿元，同比增长 17.2%，环比下降 0.5 个百分点。扣除价格因素（以 RPI 计算），4 月份消费实际增速 11.8%，1-4 月累计实际增速 11.7%。从实际增速看，与 2010 年相比，今年以来的消费实际增速明显放缓。

图 1 社会消费品零售总额单月增速（2002-2011Y）

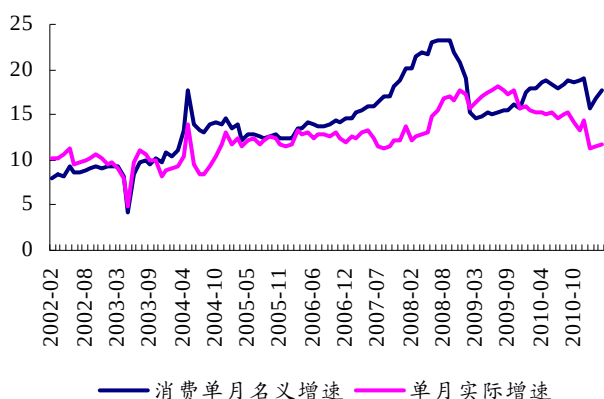
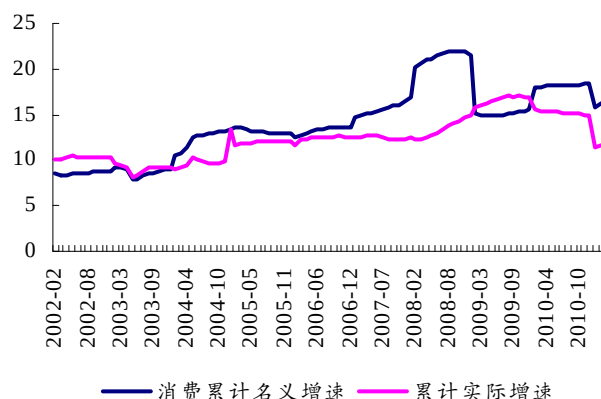


图 2 社会消费品零售总额累计增速（2002-2011Y）



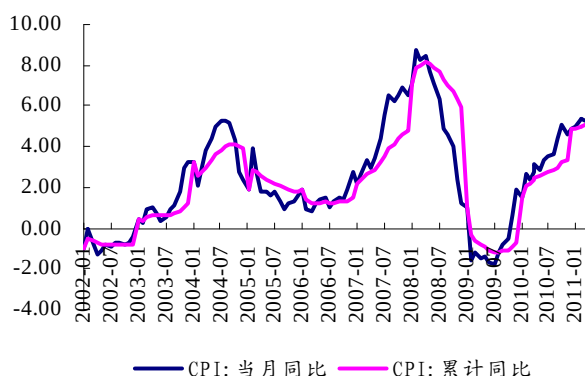
数据来源：国家统计局 上海证券研究所

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

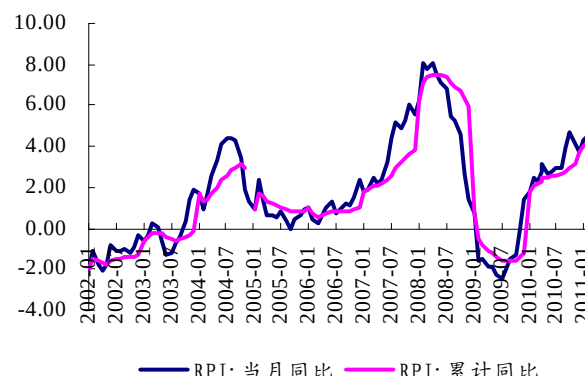
注：每年 1-2 月合计计算以避开春节因素

图 3 居民消费价格指数（2007-2011Y）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

图 4 商品零售价格指数（2007-2011Y）

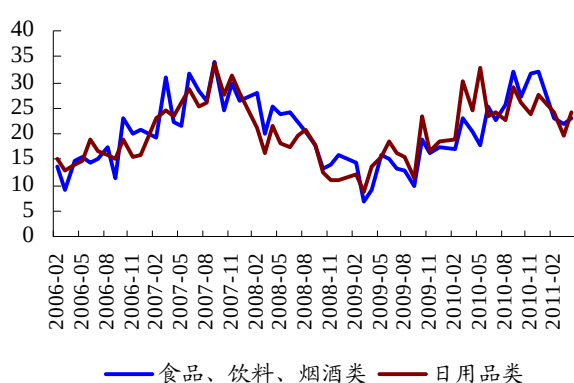


数据来源：国家统计局 上海证券研究所

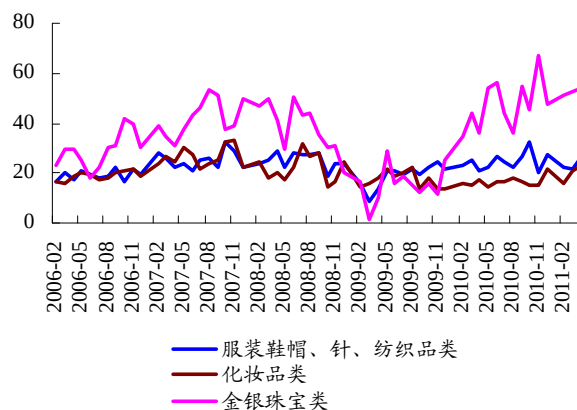
2011 年 4 月单月，从与零售业相关的限额以上商品零售额增速

上看，超市业态相关的食品饮料烟酒类同比增 23.1%、日用品同比增 24.2%；百货业态相关的服装鞋帽类同比增 26.8%、化妆品同比增 23.3%、金银珠宝同比增 54.3%；家用电器和音像器材类同比增 27.6%。仅从单月数据看，4 月份相关品类的零售额增长比 3 月略高。

图 5 限额以上批发零售业分类别商品零售额增速（超市相关） 图 6 限额以上批发零售业分类别商品零售额增速（百货相关）

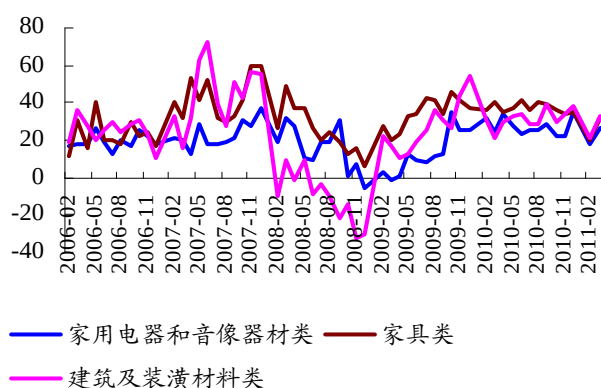


数据来源：acmr 上海证券研究所



数据来源：acmr 上海证券研究所

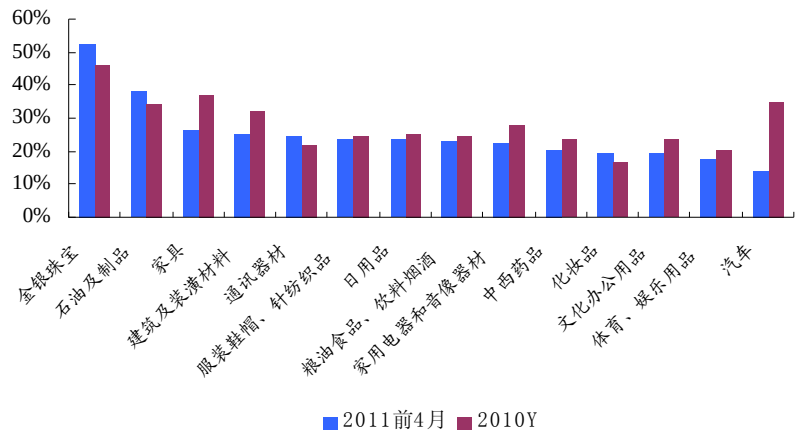
图 7 限额以上批发零售业分类别商品零售额增速（家电销售相关）



数据来源：acmr 上海证券研究所

从前四月整体情况看，超市业态相关的食品饮料烟酒类累计同比增 23.3%、日用品累计同比增 23.4%；百货业态相关的服装鞋帽类累计同比增 23.5%、化妆品累计同比增 19.2%、金银珠宝累计同比增 52.5%；家用电器和音像器材类累计同比增 22.4%。与 2010 年全年情况相比，食品饮料烟酒类、日用品类、服装鞋帽类、家用电器和音响器材类的增速分别下滑 1.2、1.7、1.3 和 5.3 个百分点；化妆品类和金银珠宝类增速分别提升 2.6 和 6.5 个百分点。

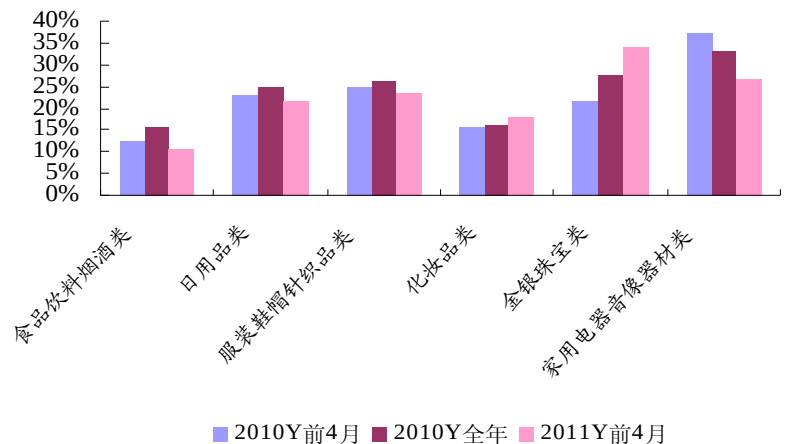
图 8 限额以上批发零售业主要类别名义增速（2011 年 vs 2010 年）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

考虑到价格因素（前 4 月食品类、饮料烟酒类、日用品类、服装鞋帽类 RPI 分别为 11.3、2.4、1.3 和 0.2；化妆品类和金银珠宝类 RPI 分别为 1 和 13.7），目前食品饮料烟酒类、日用品类、服装鞋帽针纺织品类、家用电器和音像器材类商品品类的实际增速与 2010 年前 4 月以及 2010 年全年相比，均有所下滑，其中食品饮料烟酒类的实际增速较其他品类而言最低；化妆品类和金银珠宝类增速则有所提升。

图 9 限额以上批发零售业主要类别实际增速（2011 年 vs 2010 年）



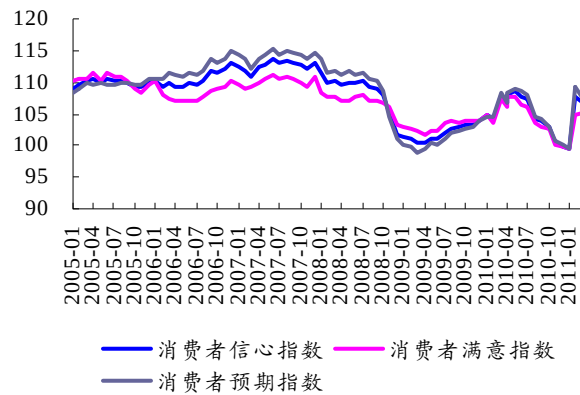
数据来源：国家统计局 上海证券研究所

注：食品饮料烟酒类实际增速以 RPI-食品类、服装鞋帽针纺织品类实际增速以 RPI-服装鞋帽估计测算

从年初至今的运行态势来看，国内消费市场增速 1 月、2 月份下滑明显，3 月和 4 月有所回升，但与去年同期或全年相比，整体增速放缓。在通胀持续、宏观经济增长或将放缓的背景下，消费增速呈现

下滑趋势的风险也将变大。

图 10 消费者信心指数 (2005 年至今)

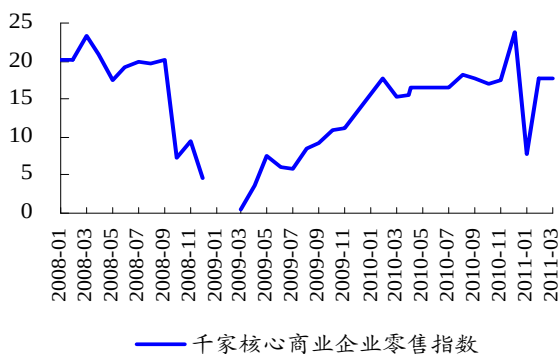


数据来源: 国家统计局 上海证券研究所

二、当前数据显示核心商企销售额增长仍稳定

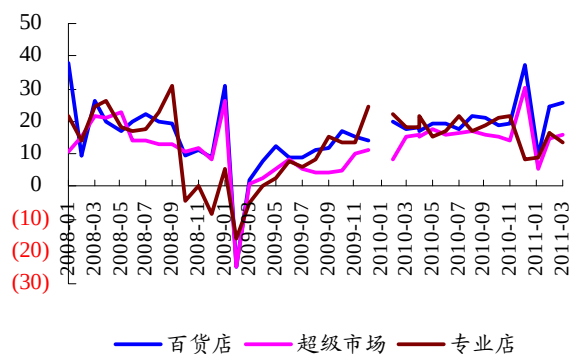
2011 年 4 月千家核心商业企业零售指数为 17.60%，与 3 月数据持平。分业态看，4 月份重点商业企业中的百货店、超级市场、专业店的销售额同比增长分别为 25.6%、15.8%和 13.5%，百货店的销售增长仍明显好于超级市场和专业店两个业态。

图 11 千家核心商业企业零售指数 (2008 年至今)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 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

三、五月份零售板块表现依然平淡

截至 5 月 30 日，5 月份零售板块下跌-9.13%，相较于沪深 300

指数 7.46% 的跌幅，跑输沪深 300 指数 1.67 个百分点。年初至今，零售板块累计跌幅为 12.85%，同期沪深 300 指数下跌 5.55%，零售板块累计跑输沪深 300 指数 7.30 个百分点。

目前零售板块市盈率 (TTM) 为 28.87 倍，为沪深 300 估值的 2.19 倍，估值溢价继续向历史均值回归。主要百货类上市公司 2011 年、2012 年动态市盈率均值分别为 24 倍和 18 倍；超市类上市公司 2011 年、2012 年动态市盈率均值分别为 33 倍和 25 倍；零售业上市公司的估值已处于相对低位。

图 13 零售指数与沪深 300 指数走势对比 (2011 年 5 月)

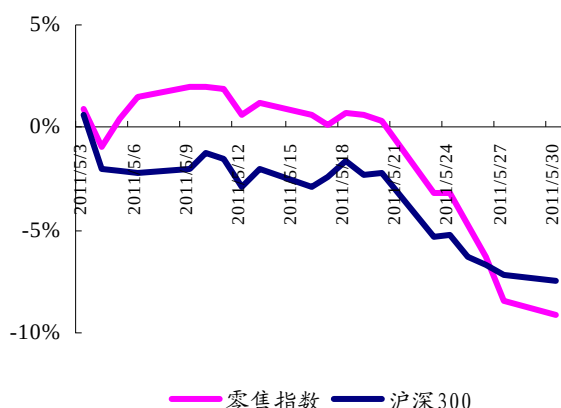
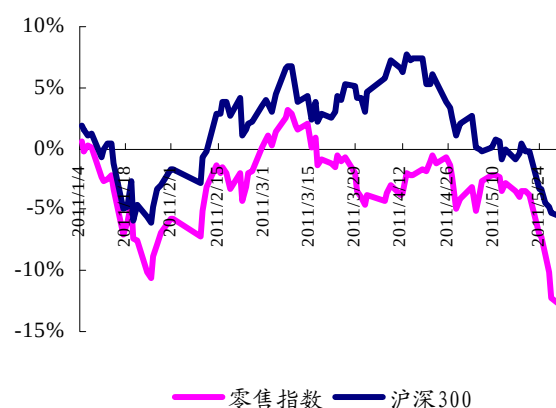


图 14 零售指数与沪深 300 指数走势对比 (年初至今)



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 15 零售板块与沪深 300 及全部 A 股估值水平历史对比

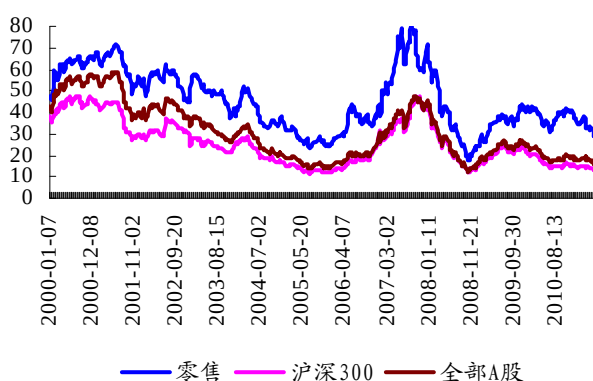
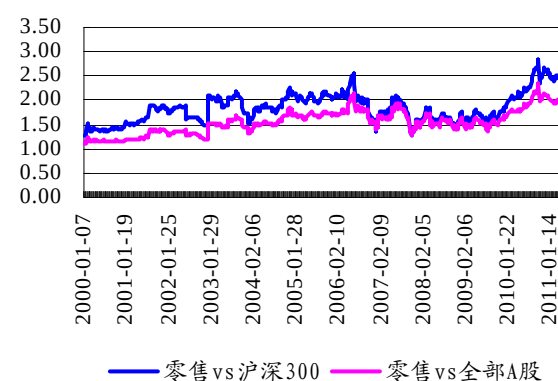


图 16 零售板块相对沪深 300 估值溢价高位回落



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、行业评级、策略及重点股票

尽管当前宏观消费数据仍平稳，上市公司一季报业绩尚良好，但我们一直认为不可忽视的隐忧还是存在：首先，从宏观层面看，经济

减速、通胀持续等因素将影响消费者信心,使消费增速面临下滑风险;其次,从零售业竞争格局来看,如我们在春季策略中所述,多元化竞争新时代中的传统零售企业,面临品牌商自建门店、网络购物等新业态的冲击。

近期零售股也因进场费、购物卡规范等负面因素扰动,在增长仍稳健且估值相对便宜的情况下,股价仍然一直未见起色。我们认为,这也部分反映了市场对于零售企业未来增长的担心。对于传统零售企业而言,这仍是一个危与机并存的年代,唯有因势而变,涉足新业态或者走特色化路线,才能维持或者继续扩大市场份额。

在当前负面影响尚未显现的情况下,稳定增长的零售业仍可作为防御配置,我们暂维持行业“有吸引力”评级;仍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。同时关注零售企业未来销售收入的增长,是否能够消化人工、租金等成本上升的影响。

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。