

估值触底+通胀回落=利好消费

——商业零售行业 2011 年下半年投资策略

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 6 月 24 日

联系人

陈慧

022-28451135

chenhui@bhqz.com

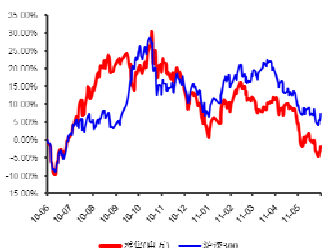
子行业评级

百货	看好
超市	中性
家电连锁	看好
金银珠宝消费	看好
商业物业经营	中性
其他连锁	中性

二季度股票池

苏宁电器	推荐
王府井	推荐
友阿股份	推荐
天虹商场	推荐
老凤祥	推荐
文峰股份	推荐
银座股份	推荐

最近一年行业相对走势



投资要点:

● 寻找零售行业的估值底

当前零售行业的 PE 和溢价率仍比 998、1624 点时高，只比 2364 点时低。零售行业最低 PE17.52 倍，目前 28 倍，仍有 37% 的下降空间。但行业基本环境已经发生改变，行业的增长已经恢复至正常水平，因此受市场情绪影响的估值，也不会再出现那么低的水平。历史上零售估值中枢是 20-40 倍。行业目前动态估值不足 21 倍，已经是历史上最低的动态估值水平，因此仅从估值角度上，目前行业绝对进入安全区域。

● 零售行业面临的利好、利空因素分析

从长周期看，促使行业成长的因素，无非是人口基数、收入增速、消费升级、城镇化等。这些因素时时存在，可以看成是影响行业指数涨跌的固定量。虽然这是老生常谈的内容，却使我们坚定长周期投资零售行业的信念。长周期投资零售业，终将随着行业/企业规模增长而获得正收益。

对行业有影响的短期因素分析：有利空，有利好。高通胀对消费的抑制作用体现为：多个短期消费数据呈现向下的趋势，实际消费情况不如去年。高弹性商品销售显著回落将使对应业态承压，但不至于特悲观。

● 板块业绩预测：二季度不如一季度，下半年好于上半年

一季度的业绩超预期，特别是百货实现高基数下的高增长，百货用规模的增长消化了人工租赁费用的上升。我们也看好受益黄金珠宝持续旺销的相关公司。

高物价及涝灾影响第二季度销售。已公布的 4、5 月份行业数据并不理想，主要是商场明码实价政策、购物卡实名制政策都出自 5 月份，对当月销售或多或少有些不利影响。但我们觉得也不必过分悲观，因为这与五一小长假上移一天在四月份有关。行业数据不好，预示着上市公司数据也难超预期。加之进入 6 月份，南方很多地区由旱转涝，较多的雨水将影响消费者出行，因此 6 月份的消费市场在政策余威和恶劣天气下，加之物价创新高对消费的抑制作用，应该也难有好转。

但我们判断下半年情况好于上半年。当通胀超过 5% 时，明显的抑制消费。而我们认为经济减速而不是衰退、通胀回落至 5% 以内利好于消费市场。

● 行业评级：中性，关注超跌和成长性

零售板块经历了将近三个季度的回调，估值下降至历史低位，具备上行的基础。二季度的高物价有可能使板块业绩低于第一季度。因此从二级市场来说，在披露宏观消费数据和半年报数据的 7、8 月份，零售板块的行情，仍有可能被压制。但我们认为预计 6、7 月份 CPI 见顶，下半年消费者信心指数和社会消费品零售总额将有所反弹。同时个人所得税基调整及其它刺激消费政策出台的预期也会日益增强，成为板块反转的宏观推动因素。预计下半年后半段，将是披露数据和公司经营都转好的时间段。

关注超跌个股的反弹机会：文峰股份、银座股份。

关注高成长个股，就算估值不算最低也无所谓：天虹商场、王府井、友阿股份、苏宁电器、老凤祥

目 录

前言	4
1. 寻找零售行业的估值底	5
1.1 历史上几次大跌时零售行业的估值水平？以及现阶段估值处于什么位置？	5
1.2 零售行业的动态估值底	7
2. 零售行业面临的利好、利空因素分析	10
2.1 零售行业存在长期投资机会：老生常谈的几点	10
长周期投资零售业，将随着行业规模增长而获得正收益。	10
2.2 对行业有影响的短期因素分析：有利空，有利好	13
行业短期因素汇总和影响分析	13
高通胀对消费的抑制作用体现为：多个短期消费数据呈现向下的趋势，实际消费情况不如去年。	15
高弹性商品销售显著回落将使对应业态承压，但不至于特悲观。	16
3. 板块业绩预测：二季度不如一季度，下半年好于上半年	20
3.1 一季度的业绩超预期，特别是百货实现高基数下的高增长	20
规模的增长消化了费用的上升	21
3.2 高物价及涝灾影响第二季度销售	21
已公布的 4、5 月份行业数据并不理想	21
关注已经公布业绩预增个股的投资机会	22
3.3 下半年情况好于上半年	22
当通胀超过 5% 时，明显的抑制消费。	22
经济减速、通胀回落利好于消费市场	23
4. 策略：深挖公司基本面，配以适当估值	24
4.1 二季度股票池回顾：组合负收益但跑赢行业及沪深 300	24
4.2 行业评级：中性，关注超跌和成长性	24
关注超跌个股的反弹机会	25
关注高成长个股，就算估值不算最低也无所谓	25
4.3 下半年股票池	26

图表目录

图表 1: 几次历史低点时, 零售行业的估值和溢价率	6
图表 2: 几次历史低点时, 零售行业的估值和溢价率 2	6
图表 3: 05-10 年零售行业的年度估值变动范围	7
图表 4: 零售行业的动态估值	7
图表 5: 零售行业预测 2011 年市盈率为 21 倍, 处于较低水平	8
图表 6: 国内 A 股重点零售公司的估值水平	8
图表 7: 过去 10 年间行业指数随着行业规模的增长而增长	10
图表 8: 过去 6 年间零售企业股价也随着规模的扩大而上涨	11
图表 9: 伴随经济增长, 消费的驱动力收入水平在提高	12
图表 10: 过去 10 年人口增长给消费市场留足发展空间	12
图表 11: 大量农村人口转化为消费能力更强	12
图表 12: 中产阶层比例提升对消费升级起到了促进作用	12
图表 13: 在经济、人口、收入水平等因素共同作用下, 消费市场增长迅速	13
图表 14: 行业利好利空消息汇总及影响分析	13
图表 15: 社会消费品零售总额当月增速	15
图表 16: 剔除汽车、石油后零售额当月增速	15
图表 17: 核心商业企业销售指数也在下滑	15
图表 18: 高弹性的服装鞋帽类、金银珠宝类、家电类、家具类 5 月份销量显著回落	16
图表 19: 金价上涨和抗通胀特性使金银珠宝商品维持高消费增速	17
图表 20: 2006-2011 老凤祥股价与金价对比图	17
图表 21: 2006-2011 周生生、六福珠宝股价与金价对比图	17
图表 22: 服装类销售增速与百货业态增速高度正相关	18
图表 23: 食品饮料、日用品销售增速与超市业态增速高度正相关	19
图表 24: 房地产成交量与家用电器消费增速的关系	19
图表 25: 2011 年一季度商业行业	20
图表 26: 百货历年一季度收入和净利润增速	20
图表 27: 百货业态近年来单季度的毛利率	21
图表 28: 百货业态近年来期间费用率	21
图表 29: 已经预增的个股需要重点关注	22
图表 30: 通胀超过 5% 消费信心明显减弱	23
图表 31: 消费信心与消费增速正相关	23
图表 32: 下半年通胀见顶回落	23
图表 33: 二季度策略股票池涨跌幅	24
图表 34: 下半年股票池	26

前言

看空？不至于，毕竟估值已在低位，下跌空间按理说不大了。

看多？也不至于，毕竟短期消费数据并不支持。购物卡、明码标价等政策对商场的影响还是长期的。

所以，中性吧，中性偏乐观一点。相对收益或许可以……

本篇我们要解决的问题是：

1. 从估值状态判断零售业（底是多少？现在离底有多远？）
2. 分析行业各种政策和消费数据，对行业基本面给出判断
3. 分析上市公司业绩，认为 2 季度业绩不如 1 季度，但下半年肯定好于上半年
4. 给出行业评级及重点股票池

中性评级的主要理由是：零售板块经历了将近三个季度的回调，估值下降至历史低位，具备上行的基础。二季度的高物价有可能使板块业绩低于第一季度。因此从二级市场来说，在披露宏观消费数据和半年报数据的 7、8 月份，零售板块的行情，仍有可能被压制。但我们认为预计 6、7 月份 CPI 见顶，下半年消费者信心指数和社会消费品零售总额将有所反弹。同时个人所得税基调整及其它刺激消费政策出台的预期也会日益增强，成为板块反转的宏观推动因素。预计下半年后半段，将是披露数据和公司经营都转好的时间段。时间窗口或许在 8、9 月份。

股票池从超跌反弹和成长性两个角度。建议重点关注的品种是：苏宁电器、天虹商场、友阿股份、王府井、老凤祥、文峰股份、银座股份。

1. 寻找零售行业的估值底（何处是零售行业估值底，现在估值还有下跌空间吗？）

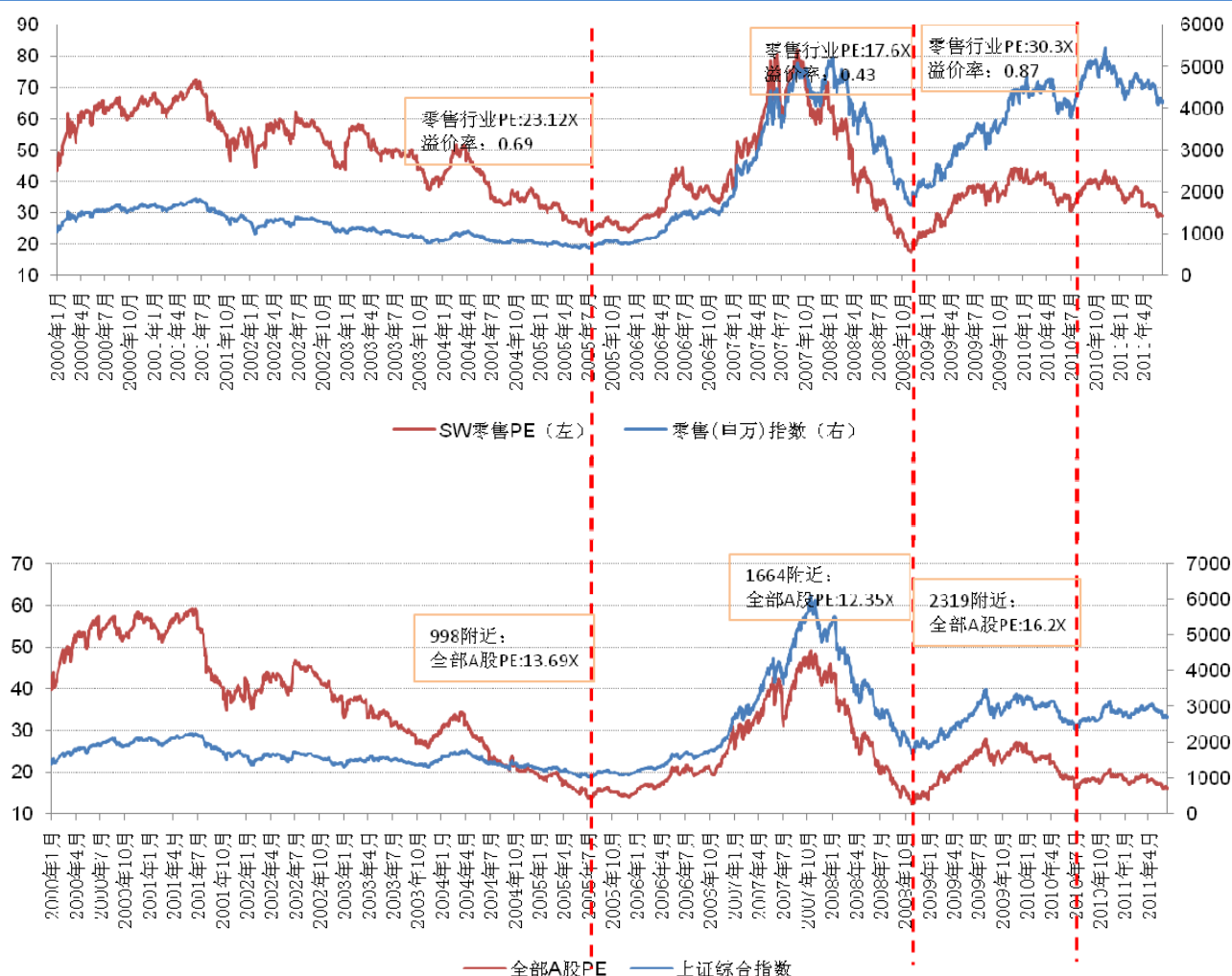
指数的涨跌是由业绩和估值两方面共同影响的。零售行业的自身特点，决定了行业业绩增长具有相对稳定性。估值，则是由市场给予的，受市场情绪影响，估值水平高低往往是市场对行业/企业基本面变化的放大反应和提前反应。

1.1 历史上几次大跌时零售行业的估值水平？以及现阶段估值处于什么位置？

首先回顾一下，历史上几次大跌时，零售行业的估值是多少，看看现在的零售行业的估值水平处在什么位置，还有没有下降空间？有多大的下降空间？

从 2000 年至今的十多年历史情况看，零售行业的估值水平（PE）最低时不足 18 倍，而最高时达到 82 倍，变化区间非常大。从最近几次上证指数低点位置看，05 年 998 点时，零售板块的市盈率为 23.12 倍，全部 A 股为 13.69 倍，溢价率为 69%；08 年金融危机 1664 点附近，零售估值 17.6 倍，全部 A 股 12.35 倍，溢价率 43%；10 年 7 月 2319 点附近，零售估值 30.3 倍，全部 A 股 16.23 倍，溢价率 87%。而目前上证综指在 2700 点附近，零售估值 28.97 倍，溢价率 79%。可见当前零售行业的 PE 和溢价率水平比 05 年 7 月、08 年 11 月两次高，只比 10 年 7 月初那次 2364 低点时低。所以，单从零售行业的估值来看，仍有下降的空间。零售行业最低的估值水平是 17.52 倍，目前 28 倍，仍有 37% 的下降空间。但是行业基本环境已经发生改变。行业的增长已经恢复至正常水平，因此受市场情绪影响的估值，也不会再出现那么低的水平。历史上的估值中枢应该正常的 20-40 倍之间。

图表 1: 几次历史低点时, 零售行业的估值和溢价率



资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 2: 几次历史低点时, 零售行业的估值和溢价率 2

低点点位	低点出现时间	零售板块市盈率	全部 A 股市盈率	溢价率
7-11 最低收盘价 1012 点 (盘中最低 998 点 6-6)	2005-7-11	23.12 倍	13.69	1.69
11-4 最低收盘价 1707 点 (盘中最低 1664 点 10-28)	2008-11-4	17.6 倍	12.35	1.43
7-5 最低收盘价 2364 点 (盘中最低 2319 点 7-2)	2010-7-5	30.3 倍	16.23	1.87
2700 点	2011-6-13	28.97	16.2	1.79

资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 3: 05-10 年零售行业的年度估值变动范围

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011~至今
SW 零售:PE							
MIN	23	26	38	18	24	30	29
AVERAGE	27	35	63	36	35	38	34
MAX	33	45	82	64	44	44	38
全部 A 股:PE							
MIN	14	16	26	12	16	16	16
AVERAGE	16	20	39	23	23	20	18
MAX	20	31	49	44	28	25	19

资料来源: wind 渤海证券研究所

1.2 零售行业的动态估值底

刚才就是用 TTM 整体法, 现在再用动态市盈率。

我们用当年股价除以当年年报业绩得到动态估值水平, 从下图看, 零售行业动态估值最低时大约在 20 倍, 最高时超过了 60 倍。除了 07 年和 08 年年内估值范围变动幅度较大之外 (20-60 倍之间), 其他时段动态估值的变动范围基本在 20-40 倍之间。所以说, 零售行业的估值确定性较强。

图表 4: 零售行业的动态估值



资料来源: wind 渤海证券研究所

而目前用 2011 年预测业绩算, 零售行业的动态估值不足 21 倍, 已经是历史上最低的动态估值水平, 因此仅从估值角度上, 目前行业绝对进入安全区域。

图表 5: 零售行业预测 2011 年市盈率为 21 倍, 处于较低水平

	预测市盈率(整体法)剔除负值			预测市盈率(整体法)剔除负值	
	2011	2012		2011	2012
SW 零售	20.48	15.75	渤海商业	20.91	16.39
SW 百货零售	24.19	18.45	百货	23.79	19
SW 专业连锁	17.77	13.92	超市	20.37	16.42
SW 商业物业经营	19.12	14.21	家电及电子分销	16.34	12.77
			商业物业经营	21.05	15.94
			黄金珠宝消费	25.31	18.77
			其他连锁	25.21	16.33

资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 6: 国内 A 股重点零售公司的估值水平

证券代码	证券简称	股价	总股本 (万)	A 股市值 (不含限售股) 亿	EPS				PE			PS
		2011-6-22	2011-6-22	2011-6-22	2010A	2011E	同比	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A
000759.SZ	武汉中百	12.32	68,102	83.83	0.37	0.47	26%	0.59	33.44	26.45	20.86	0.72
002251.SZ	步步高	22.69	27,036	19.63	0.63	0.82	30%	1.11	35.90	27.54	20.43	1.04
600361.SH	华联综超	8.69	66,581	42.13	0.08	0.17	103%	0.23	105.10	51.70	37.44	0.49
002264.SZ	新华都	21.57	16,032	12.19	0.48	0.83	72%	1.13	44.79	26.11	19.09	0.82
600827.SH	友谊股份	16.69	47,212	40.17	0.63	2.73	333%	3.11	26.44	6.10	5.36	0.28
601933.SH	永辉超市	22.40	76,790	24.64	0.40	0.59	49%	0.85	56.30	37.77	26.44	1.95
601116.SH	三江购物	11.52	41,076	6.91	0.32	0.37	16%	0.43	36.01	31.05	26.65	0.00
超市行业平均									48.28	29.53	22.32	0.76
600694.SH	大商股份	37.26	29,372	109.44	0.41	1.12	171%	1.86	89.87	33.16	20.04	0.57
600859.SH	王府井	37.72	41,764	157.53	0.90	1.44	60%	1.83	41.89	26.11	20.61	1.56
600631.SH	百联股份	14.45	110,103	159.10	0.56	0.97	74%	0.96	25.88	14.83	15.04	1.31
600785.SH	新华百货	25.37	20,743	52.63	1.04	1.24	20%	1.60	24.45	20.41	15.82	1.51
002187.SZ	广百股份	14.55	28,535	13.97	0.61	0.73	20%	0.90	23.88	19.86	16.13	0.78
600697.SH	欧亚集团	26.85	15,909	41.66	0.83	1.07	29%	1.41	32.38	25.18	19.01	0.77
000501.SZ	鄂武商 A	16.94	50,725	85.92	0.58	0.76	31%	1.00	29.28	22.29	16.93	0.89
600693.SH	东百集团	8.28	34,322	24.71	0.29	0.39	32%	0.51	28.17	21.27	16.23	2.13
000987.SZ	广州友谊	20.96	35,896	75.13	0.91	1.11	22%	1.37	23.00	18.87	15.31	2.63
600858.SH	银座股份	19.35	28,893	50.97	0.38	0.66	73%	0.93	50.40	29.15	20.77	0.83
000417.SZ	合肥百货	17.59	51,992	84.20	0.55	0.77	41%	0.88	32.01	22.71	20.05	1.32
600628.SH	新世界	9.60	53,180	51.05	0.37	0.42	12%	0.48	25.70	22.87	20.12	2.09
600655.SH	豫园商城	10.58	143,732	152.07	0.47	0.56	20%	0.66	22.60	18.88	16.09	1.60
600828.SH	成商集团	11.51	43,880	50.34	0.32	0.50	60%	0.66	36.52	22.81	17.46	3.90
002277.SZ	友阿股份	19.85	34,920	40.92	0.62	0.87	40%	1.30	32.07	22.93	15.30	2.33
600729.SH	重庆百货	41.80	37,309	56.92	1.41	1.82	29%	2.31	29.58	23.01	18.13	0.77

600814.SH	杭州解百	7.20	31,038	22.35	0.23	0.32	43%	0.42	31.81	22.24	17.09	1.32
002419.SZ	天虹商场	20.09	80,020	32.91	0.61	0.81	33%	1.05	33.15	24.86	19.09	1.88
002561.SZ	徐家汇	14.60	41,576	10.22	0.47	0.59	27%	0.66	31.25	24.59	22.22	3.44
百货行业平均									33.89	22.95	17.97	1.57
002024.SZ	苏宁电器	12.52	699,621	681.35	0.57	0.75	31%	0.96	21.83	16.66	13.10	1.21
000829.SZ	天音控股	8.86	94,690	83.89	0.33	0.55	67%	0.71	27.00	16.15	12.48	0.53
002416.SZ	爱施德	26.75	49,330	19.11	1.21	1.69	39%	2.16	22.10	15.86	12.39	2.06
600122.SH	宏图高科	5.96	113,279	57.93	0.22	0.33	50%	0.45	27.35	18.27	13.35	0.70
002345.SZ	潮宏基	23.96	18,000	27.93	0.57	0.79	37%	1.11	41.76	30.41	21.54	7.54
600612.SH	老凤祥	32.69	33,533	47.37	0.87	1.26	45%	1.72	37.52	25.87	19.04	0.69
002574.SZ	名牌珠宝	25.66	24,000	12.32	0.90	1.21	34%	1.57	28.41	21.26	16.33	2.11
600415.SH	小商品城	23.12	136,080	139.01	0.59	1.23	106%	1.76	38.89	18.86	13.15	15.04
整体商业行业平均									36.08	23.71	18.21	1.98

资料来源: wind 渤海证券研究所

2. 零售行业面临的利好、利空因素分析

2.1 零售行业存在长期投资机会：老生常谈的几点

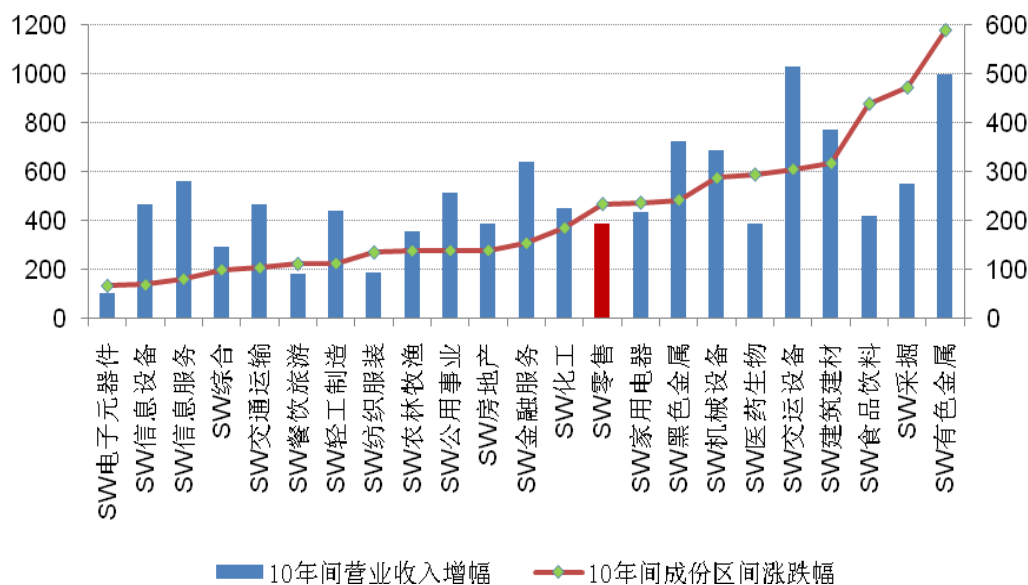
虽然这是老生常谈的内容，却使我们坚定长周期投资零售行业的信念

长周期投资零售业，将随着行业规模增长而获得正收益。

如果我们将投资周期拉长，我们会发现，随着经济增长，消费市场规模的扩大，带来的是行业股价的增长。

过去 10 年间（2000-2010），零售板块收入规模整体增长接近 4 倍，而 10 年间成分区间涨幅为 230%。可见随着消费形势好转，消费市场规模不断扩大，带来的是股价翻了 2.3 倍。当然，主要行业中，有色行业规模增长了 10 倍，股价涨了 6 倍。所以长周期投资消费行业，绝对可以获得正收益。

图表 7：过去 10 年间行业指数随着行业规模的增长而增长

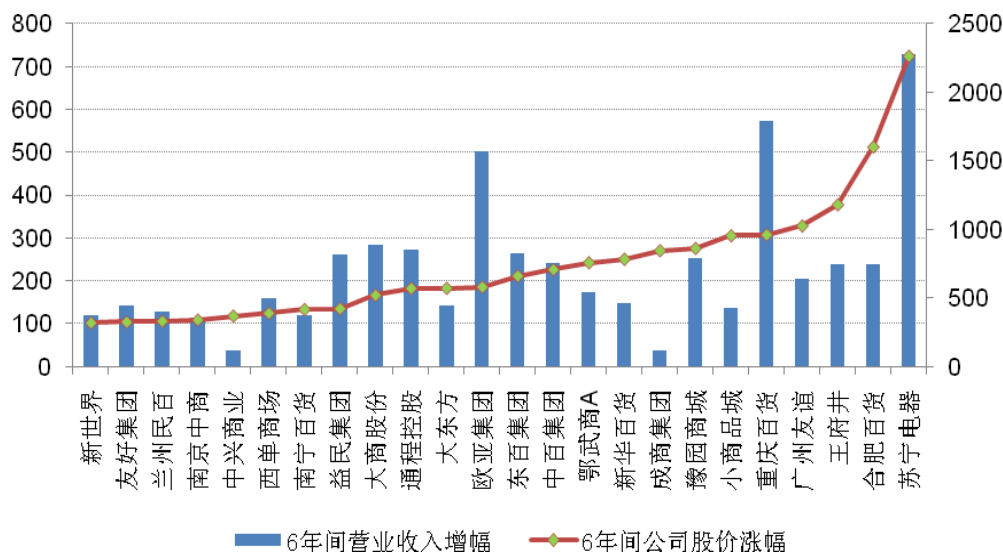


资料来源：wind 渤海证券研究所

从过去 6 年间企业规模看，随着企业规模的增长，股价也伴随增长。最典型的是苏宁电器，6 年间收入增长 7 倍有余，股价增长了 20 倍。就是说，市场以巨大的上涨，对这种成长空间大的公司，给予了肯定。

所以说，能够快速成长的公司（这可能需要好的企业发展模式、适当的行业发展阶段、借力资本市场融资等等一些列因素共同促成企业快速成长），资本市场是给予高度认可的。长周期投资零售行业，给予零售行业和零售企业成长时间，都会获得不错的投资回报！

图表 8：过去 6 年间零售企业股价也随着规模的扩大而上涨



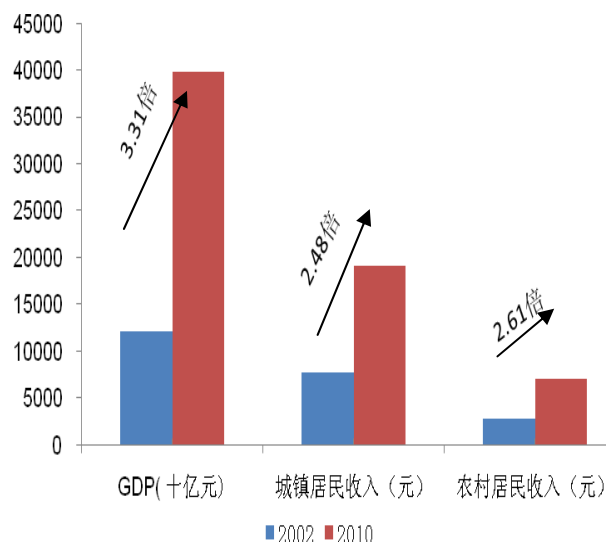
资料来源：wind 渤海证券研究所

既然伴随行业增长，股价也会随之增长。我们就来分析影响零售行业发展的长期因素。

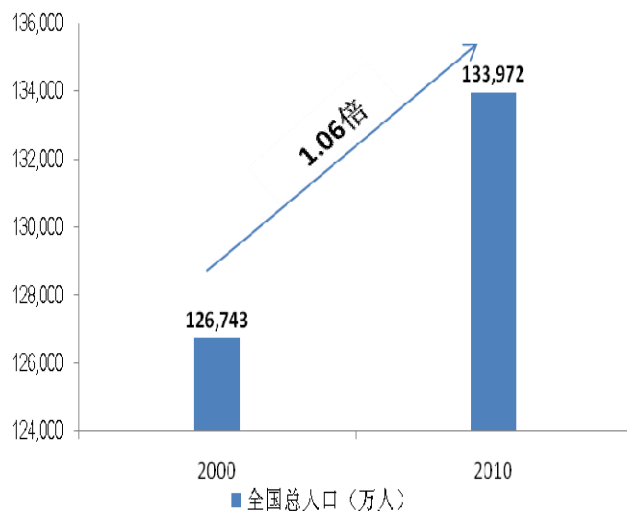
从长周期看，影响消费市场的因素，或者说促使行业成长的因素，无非是人口基数、收入增速、消费升级、城镇化。这些因素时时存在，可以看成是影响行业指数涨跌的固定量。

比如，中国有庞大的人口基数，因此有广阔的消费市场空间；随着城镇化进程，城镇人口数量增多，城镇人口比农村人口对消费的拉动力更强；另外，目前中国按收入阶层划分，中产阶层比例提升，人们对消费品位和生活质量的重视，也对消费升级起到了促进作用。这些因素是长期存在的，影响着行业的长期趋势。

图表 9: 伴随经济增长, 消费的驱动力收入水平在提高

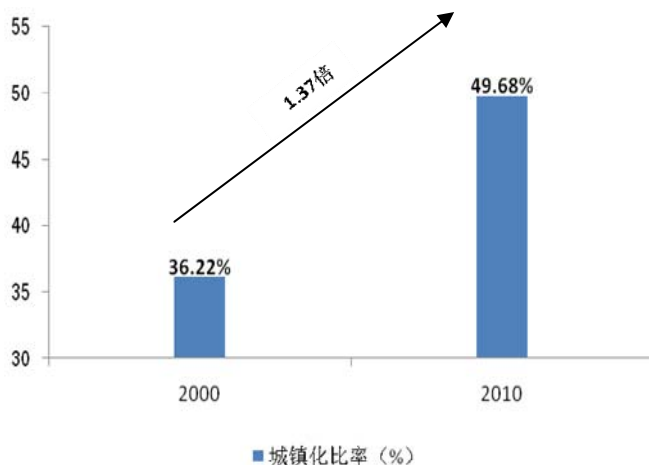


图表 10: 过去 10 年人口增长给消费市场留足发展空间

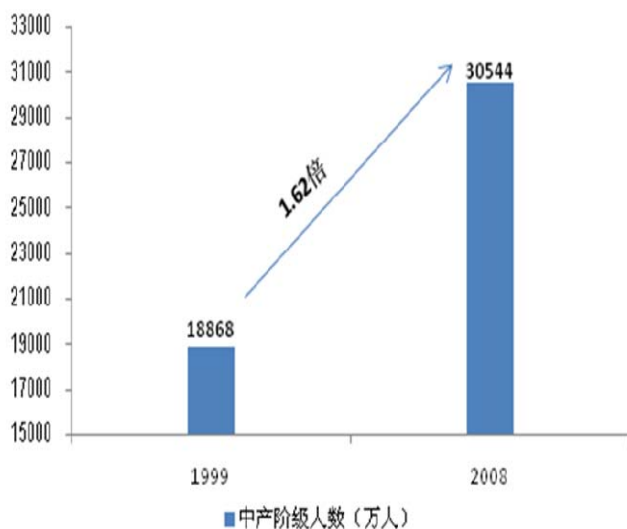


资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 11: 大量农村人口转化为消费能力更强的城镇人口

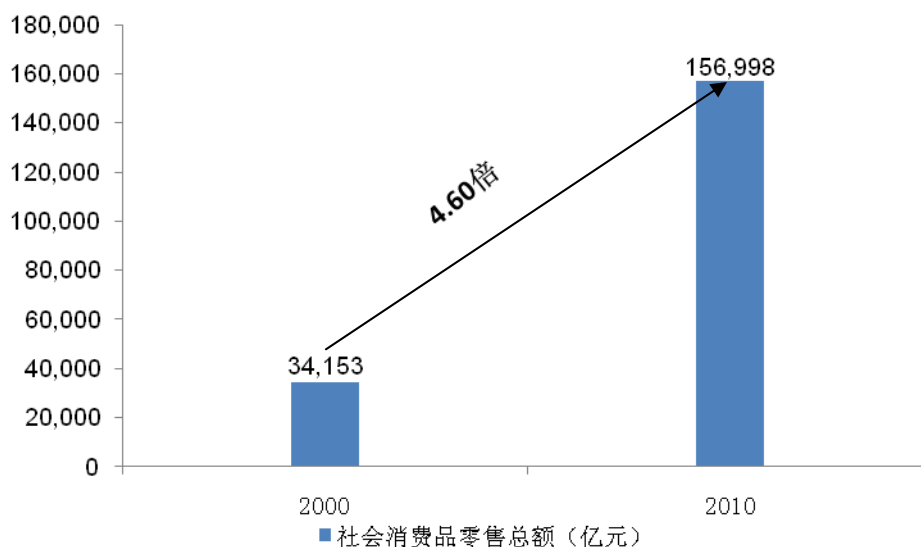


图表 12: 中产阶层比例提升对消费升级起到了促进作用



资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 13: 在经济、人口、收入水平等因素共同作用下, 消费市场增长迅速



资料来源: wind 渤海证券研究所

2.2 对行业有影响的短期因素分析: 有利空, 有利好

行业短期因素汇总和影响分析

除了这些长期因素外, 我们简单总结一下可能对行业构成影响的其他利好利空因素:

图表 14: 行业利好利空消息汇总及影响分析

	规划	内容	影响
利好	流通业十二五规划	首个国家级内贸流通规划——“十二五”流通规划最快将于本月底正式出台。流通业“十二五”规划首次从部级上升到国家级。规划确立了流通业国民经济先导性和基础性产业的地位, 还明确了“十二五”国内贸易发展的具体目标, 其中, 全国社会消费品零售总额将达30万亿元, 网上购物零售额达2万亿元。	从翻一番的目标来看, 应该不难达到。目前我国社会消费品零售总额增速约18%, 如果按照这个增速连续增长五年, 十二五末, 社会消费品零售总额应该是现在的1.94倍, 约等于2倍。因此, 只要年均消费增速不低于现在18%的平均水平, 翻一番的目标应该不难达到。这也意味着, 这个国内贸易“十二五”规划, 关于目标的提法, 可能对二级市场的刺激有限, 但我们不可否认, 这类政策对于消费的刺激应该是一个缓慢释放、循序渐进的过程, 影响肯定是正面的积极的。 在遭遇购物卡、塑化剂、涝灾等多重不利因素后, 规划出台将有助于恢复投资者对零售行业信心。带来些许反弹机会。
	所得税改革	个税调整草案: 个税起征点由现行的每月2000元提高到3000元, 原来9级税级减少到7级, 减少了绝大多数工薪所得纳税人的税收负担。	此举是降低中低收入者税收负担, 加大对高收入者的调节。近年来, 城镇居民真实收入及农村居民真实收入均保持了较快增长。个人所得税改革草案对居民整体可支配收入的增加将进一步利好。根据财务部估算, 免征额提高而减少的个税约990亿元,

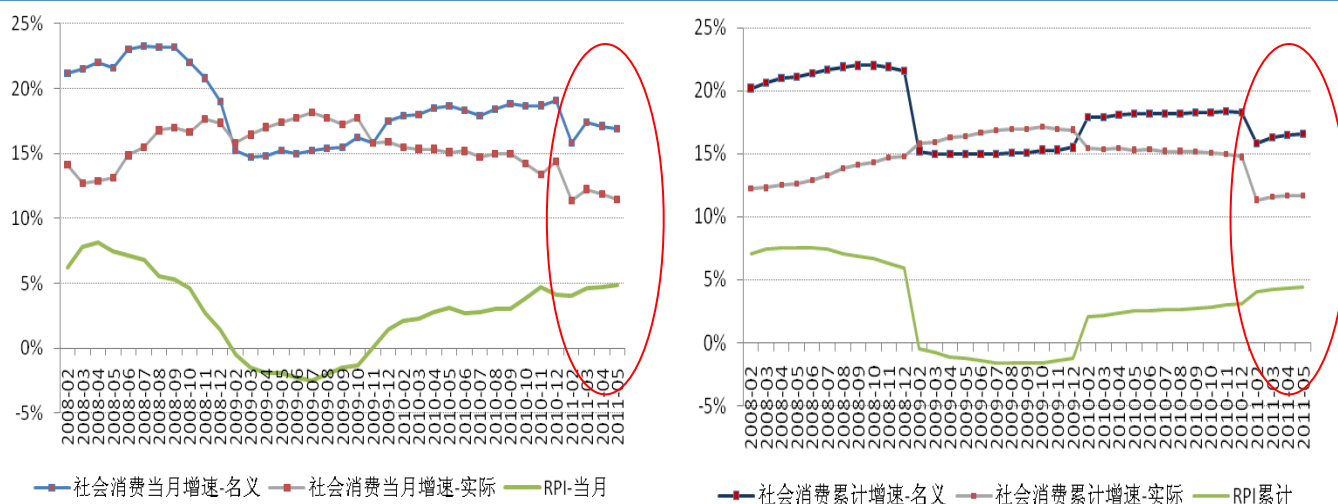
			因税率调整而减少的个税约为100亿元。该1090亿元将转化居民整体可支配收入的增加,有利于提高收入阶层的购买力。
	商务部:降低部分中高档商品的关税	商务部新闻发言人姚坚 6 月 15 日表示,中国将进一步下调进口关税,包括部分中高档商品的关税。	这次进口税调整不会如之前外界传言的那样,采取一步到位关税降低为零,基本降低幅度定在 2%-15%左右,化妆品、高档烟酒品种会先行(我国奢侈品进口关税一般是 15%到 25%之间,有的则高达 50%(比如化妆品和酒类))将解决部分奢侈品在国内的销售价格高于海外的问题。
利空	消费数据不好	5 月份社会消费品零售总额、核心商业企业销售增速、百家重点零售企业销售增速	
	网购的影响	力争到“十二五”期末,网络购物交易额占中国社会消费品零售总额的比重超过 5%。	网购更多集中于配送成本较低的数码类别,对实体店不造成大的影响,且零售商也可自己发展网购业务。苏宁易购、百联E 网、银泰网、天虹网销售快速增长、但并未影响实体店经营。
	全国百货商场推进明码实价	国家发改委在北京、上海、武汉等城市查出 20 多家商场存在“虚高原价再打折”的虚假促销行为后,发改委联合中消协日前发出通知,要求全国百货商场推进明码实价。此后,天津、上海、武汉、广州、深圳等多个地区的百货商场开始施行。	由于百货商场实行联营制,从每一笔成交金额中按合同约定的比例提取利润。因此成交价越高,商场赚取的利润就越多。成交金额越多,商场的毛利额越多。因此商场没有动力去压价。一旦明码标价,会把成本透明化,成本和价格的透明会使商家失去原本靠虚高价格赚到的利润,其次由于顾客喜欢讨价还价,一旦明码实价顾客很容易去比较价格,这也是对商家非常不利的地方。
	购物卡实名制	购卡1 万元以上,须实名登记; 单位购卡5000 元以上,须转账支付; 不记名预付卡,面额限1000 元。	以上几点,将会使零售企业的购物卡业务有所收缩。发卡给商业企业带来的三大好处将降低:一是为发卡商业企业带来巨额免息资金流;二是通过发卡,拉动人流和销售额;三是每年都会有部分预付卡成为商业企业的“沉淀资金”,即有部分购买卡过期、或没人来消费的,这部分将成为企业的直接利润。
	商业用电电价上调	全国15 个重省份将调整上网电价和工业、商业用电价格,居民用电价格不做调整。 这15个省份包括,山西、青海、甘肃、江西、海南、陕西、山东、湖南、重庆、安徽、河南、河北、湖北、四川、贵州。	商业用电电价上调,将增加零售企业经营成本,对零售企业本就较低的利润率来说无疑是雪上加霜。 目前平均来看,商业用电价格基本维持在1 元左右,比普通工业用电价格大约要高出40%左右的水平,部分省份的电价水平虽然较低,但商业电价仍明显要高于工业电价。零售企业用电成本一般约占销售收入的0.8-1%左右,水电、人工、折旧租金各占总费用支出的三分之一左右。如果商业用电电价上调,那么企业利润率将会下降,并随之企业的税后净利润率也将不同程度的下降。

资料来源: 渤海证券研究所

高通胀对消费的抑制作用体现为：多个短期消费数据呈现向下的趋势，实际消费情况不如去年。

通胀高企，消费名义增速不增反降，实际消费增速趋势更差。从大趋势看，CPI趋势与实际消费增速趋势相反，表明居民的实际消费行为受到高物价的压制。而名义消费增速与CPI趋势相同，表明名义消费增速更多的是物价上涨引发的。从2011年当月名义消费增速看，在物价高企的情况下，名义消费增速不增反降，那意味着实际消费增速更差。高物价严重影响了消费者信心，抑制了消费行为，降低了消费意愿。不仅仅社销增速回落，拟合度更强的核心商业企业数据也出现明显回落。

图表 15：社会消费品零售总额当月增速

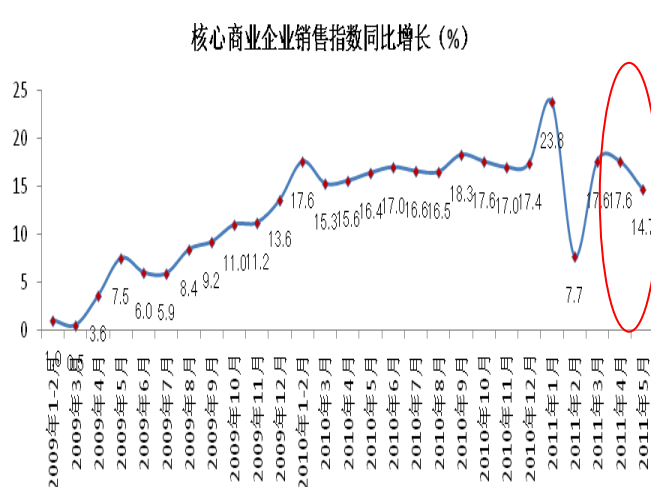


资料来源：wind 渤海证券研究所

图表 16：剔除汽车、石油后零售额当月增速



图表 17：核心商业企业销售指数也在下滑



资料来源：wind 渤海证券研究所

高弹性商品销售显著回落将使对应业态承压，但不至于特悲观。

5月份消费市场的特点是生活必需品需求稳定增长，中高档可选商品消费品增速下滑。这对各业态的影响将不同。我们注意到5月份限额以上企业销售额中纺织服装、家电、金银珠宝等高弹性商品同比增速环比回落更为显著。此外，6月份全国大部分地区遭遇大到暴雨，部分主要城市端午节销售情况平平。我们预计受涝灾影响6月份部分核心商品销售增速环比会有进一步回落的可能。

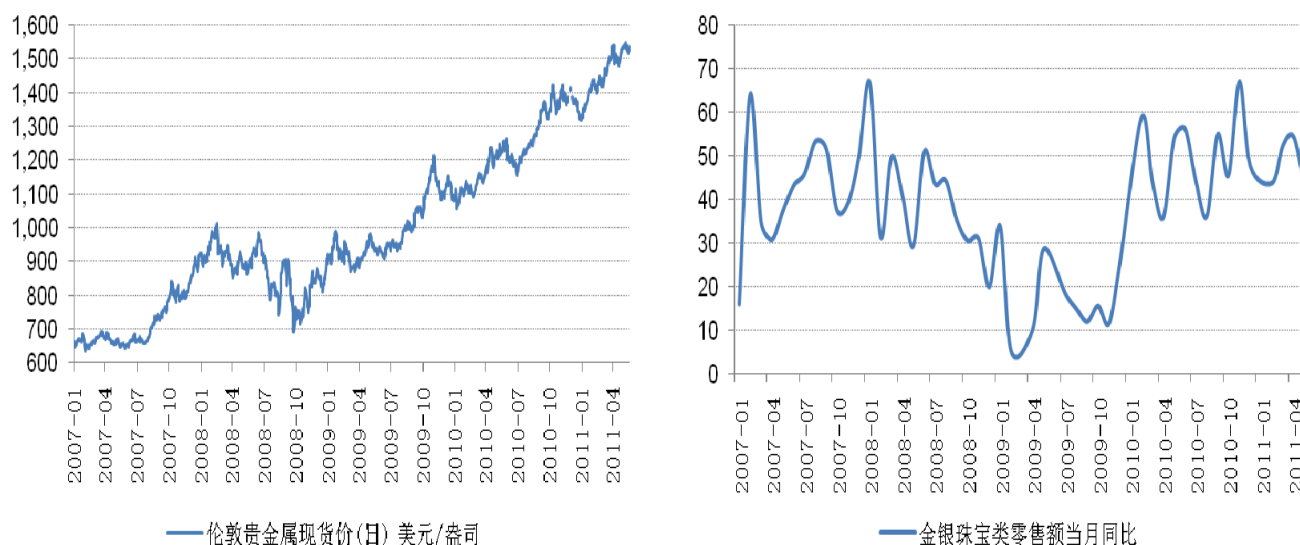
图表 18：高弹性的服装鞋帽类、金银珠宝类、家电类、家具类 5 月份销量显著回落

限额以上批发和零售业零售额:当月增速						
	食品饮料烟酒类	日用品类		服装鞋帽针纺类	化妆品类	金银珠宝类
2010-02	16.80	31.70	2010-02	23.30	15.60	34.70
2010-03	22.9	30.2	2010-03	25.4	15.4	44.0
2010-04	20.3	24.6	2010-04	21.0	17.2	35.9
2010-05	17.60	32.70	2010-05	22.50	14.10	54.00
2010-06	25.40	23.30	2010-06	26.60	16.80	56.20
2010-07	22.70	24.10	2010-07	24.40	16.90	44.20
2010-08	25.50	22.60	2010-08	22.10	17.70	36.20
2010-09	31.90	28.90	2010-09	26.70	16.70	54.90
2010-10	27.30	26.00	2010-10	32.60	15.40	45.60
2010-11	31.80	23.60	2010-11	20.40	15.00	67.00
2010-12	32.10	27.40	2010-12	27.30	21.30	47.70
2011-02	22.90	24.10	2011-02	22.20	16.10	51.40
2011-03	21.80	19.80	2011-03	21.90	21.20	52.40
2011-04	23.10	24.20	2011-04	26.80	23.30	54.30
2011-05	24.20	22.80	2011-05	21.80	20.30	43.00
	家用电器和音像器材类	通讯器材类	家具类	建筑及装潢材料类	汽车类	石油及制品类
2010-02	31.70	20.00	36.30	30.50	41.70	40.80
2010-03	24.8	13.6	40.0	21.00	36.2	39.2
2010-04	34.3	24.4	35.1	29.20	36.9	43.1
2010-05	27.1	19.1	36.7	32.70	39.60	37.20
2010-06	23.4	15.5	40.9	34.00	28.30	33.70
2010-07	25.60	11.20	35.90	28.20	27.60	29.10
2010-08	25.60	21.90	40.40	28.30	35.20	26.60
2010-09	28.50	14.80	39.60	39.00	29.70	29.30
2010-10	22.60	23.30	35.80	30.10	32.20	31.00
2010-11	22.60	26.80	33.60	33.50	33.60	34.40

2010-12	34.90	49.40	34.50	37.80	37.20	32.70
2011-02	17.90	23.20	20.40	20.80	10.90	33.70
2011-03	26.00	21.30	31.90	33.00	18.70	43.80
2011-04	27.60	29.50	30.60	22.90	13.20	39.70
2011-05	15.40	24.80	26.10	23.90	13.60	42.30

资料来源: Wind 渤海证券研究所

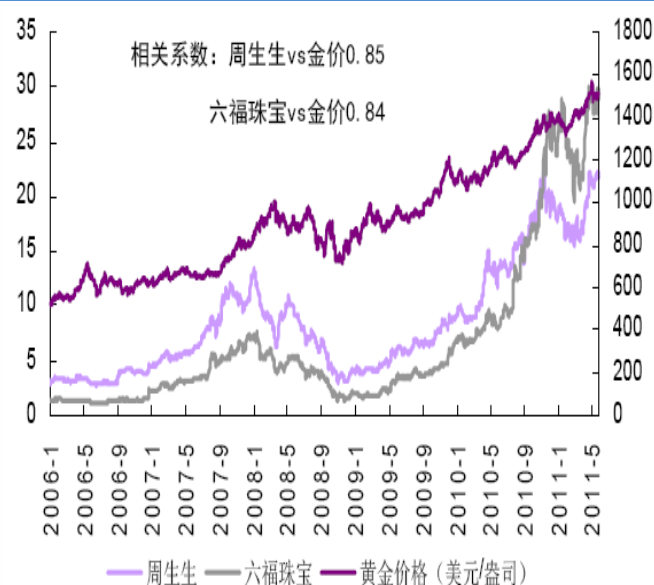
图表 19: 金价上涨和抗通胀特性使金银珠宝商品维持高消费增速



资料来源: wind 渤海证券研究所

图表 20: 2006-2011 老凤祥股价与金价对比图

图表 21: 2006-2011 周生生、六福珠宝股价与金价对比图



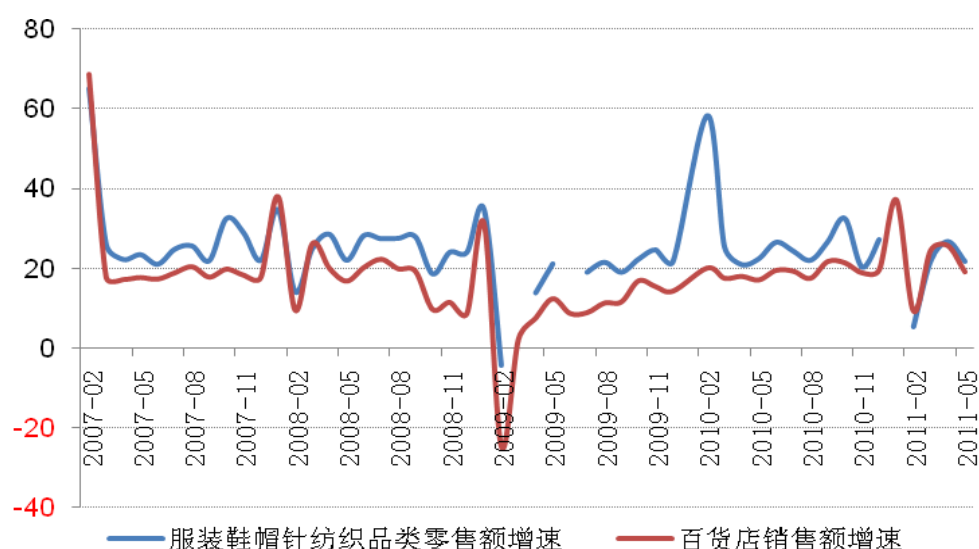
资料来源: 渤海证券研究所

金价的不断上涨以及黄金保值增值的功能,使得金饰品持续旺销,其零售额增速明显高于其他商品品类。而以黄金饰品销售为主的老凤祥、周生生、六福珠宝等公司的股价走势也随着金价的上涨而不断攀升。

根据世界黄金协会预测,中国黄金需求将在未来十年翻一番。根据预测金价有望突破2000美元。金价上涨由多方面原因推动。**首先**,世界大多数经济体都有通货膨胀隐忧,在这种情况下,黄金作为抗通胀的第一选择,需求将会加大。**其次**,由于标普此前下调对美国主权信用前景展望,加重了投资者对美国政府预算赤字问题的担忧。就目前国内外给予的压力,美国政府必然会全力应对。因此在可预见的将来,美联储都会维持极低利率。在低利率的情况下,黄金市场成为吸收过多流动性的一个重要市场。**第三**,黄金开采率在未来十二年内会保持低水平,有限的供应无法跟上日益壮大的需求,将进一步推高黄金价格。**第四**,作为“硬储备”,在美元贬值、通货膨胀的趋势下,各国央行均会增加对黄金的储备比重。

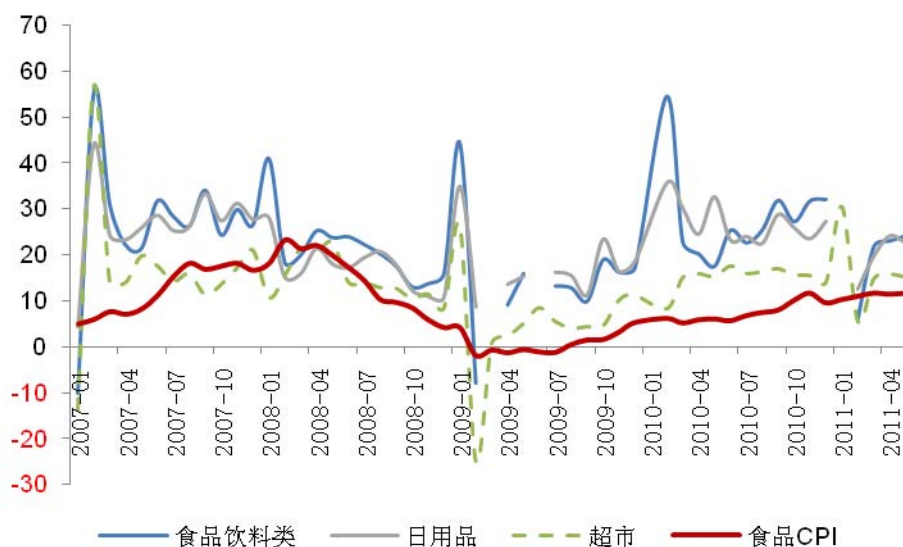
根据我们对商业行业长期向好的判断和短期数据显示特征,我们认为居民收入的提高对于奢侈品消费具有刺激作用,此外,黄金珠宝等奢侈品的抗通胀保值功能被大众普遍接受,在目前通胀预期较高、且地产行业面临政策调整的经济环境下,购买黄金珠宝等奢侈品逐渐成为大众抵御通胀的重要手段之一,这是近年来奢侈品消费持续高企的重要原因,因此,我们看好相关上市公司的发展潜力。

图表 22: 服装类销售增速与百货业态增速高度正相关



资料来源: wind 渤海证券研究所

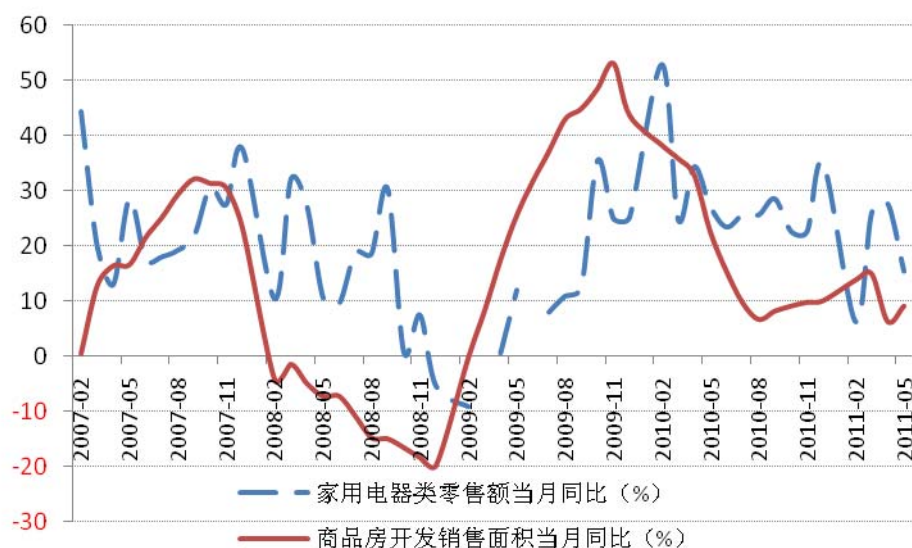
图表 23: 食品饮料、日用品销售增速与超市业态增速高度正相关



资料来源: wind 渤海证券研究所

由于超市类商品的需求量具有一定的刚性,因此价格是主要影响销售额的因素。我们看到物价、特别是食品物价,与超市零售额增速正相关。比如 2007 年,食品物价高位运行,对应的超市销售增速也处于较高的位置,在食品 CPI 快速回落的 2008 年,超市销售增速也随物价下降而减小。

图表 24: 房地产成交量与家用电器消费增速的关系



资料来源: wind 渤海证券研究所

3. 板块业绩预测：二季度不如一季度，下半年好于上半年

图表 25：2011 年一季度商业行业

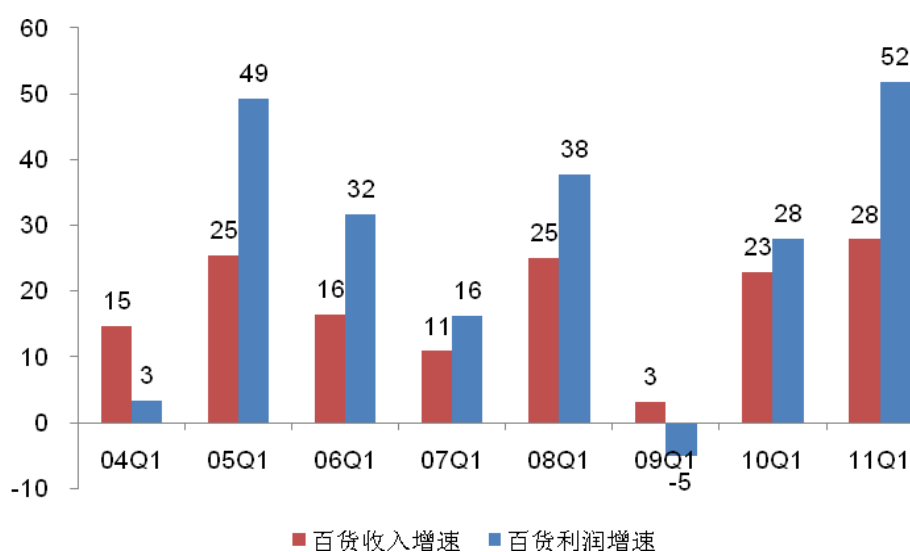
	营业收入（2011 年 Q1）		归属于母公司净利润（2011 年 Q1）	
	收入（万元）	同比（%）	净利润（万元）	同比（%）
百货	7040549	27.86	319914	51.74
超市	2923289	19.19	67823	31.15
家电及电子分销	3157539	13.21	121718	4.41
商业物业经营	132691	-13.38	32953	1.04
黄金珠宝消费	844538	47.25	25329	28.76
其他连锁	222512	32.16	4056	10.25
渤海商业	14321119	23.0	571792	31.42
全部 A 股	483412238	27.66	47773716	24.16
沪深 300	368330861	28.67	42391948	23.72

资料来源：Wind 渤海证券研究所

3.1 一季度的业绩超预期，特别是百货实现高基数下的高增长

子行业中百货利润增速最好，1 季度百货净利润同比增长 51.74%，收入增长 27.86%，费用率下降 1.48 个百分点，带来销售净利率同比提升 0.52 个百分点。

图表 26：百货历年一季度收入和净利润增速



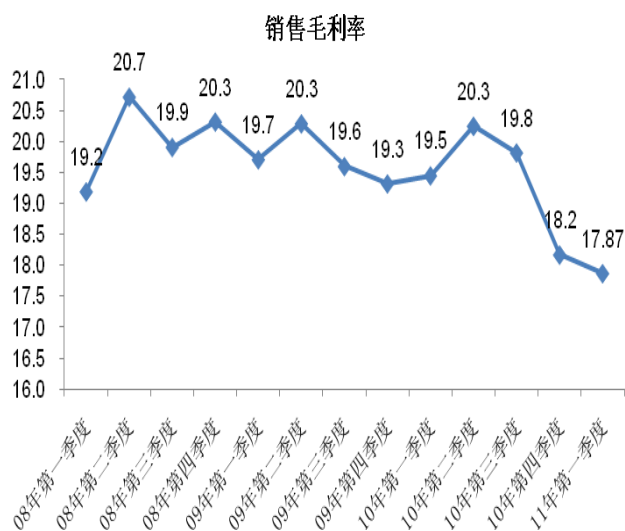
资料来源：Wind 渤海证券研究所

规模的增长消化了费用的上升

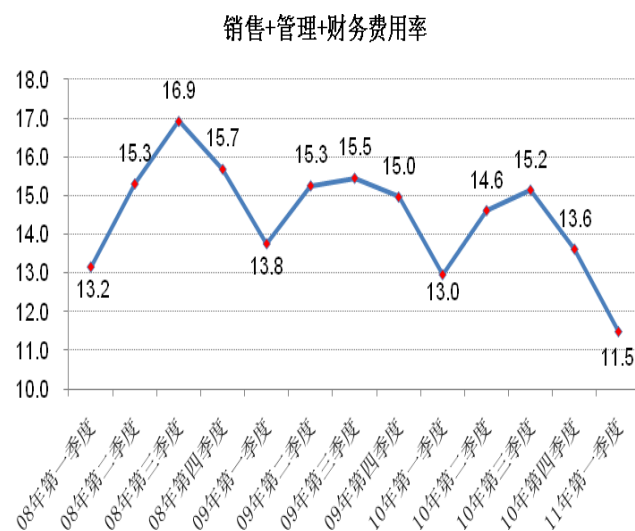
随着企业规模做大，人工成本、租赁成本、营销费用等都有所上升。但本季度百货的营业费用率、管理费用率、财务费用率均有所下降。虽然毛利率的下降幅度同费用率的下降幅度一样，为1.48个百分点。但由于收入增长，使得公司净利润增速快于收入增速。

百货行业1季度毛利率下降是个普遍现象，达到近年来的最低。主要原因一是通胀背景下毛利率较低的黄金珠宝销售增长强劲，二是新店和促销增加拉低了毛利率。由于百货业态竞争加剧且扩张难以减速，我们对行业毛利率趋势保持谨慎。也因此，既有扩张，又能够保持毛利率提升、费用率下降的公司（包括合肥百货、天虹商场、王府井）就显得更加突出。而鄂武商、友阿股份等可以排在第二梯队。

图表 27：百货业态近年来单季度的毛利率



图表 28：百货业态近年来期间费用率



资料来源：Wind 渤海证券研究所

3.2 高物价及涝灾影响第二季度销售

已公布的 4、5 月份行业数据并不理想

从图表17-20看出，社会消费品零售总额增速、核心商业企业零售额增速、以及部分品类销售增速5月份均呈现环比下降的趋势。主要是商场明码实价政策、购物卡实名制政策都出自5月份，对当月销售或多或少有些不利影响。但我们觉得也不必过分悲观，因为这与五一小长假上移一天在四月份有关。行业数据不好，预示着上

市公司数据也难超预期。加之进入6月份，南方很多地区由旱转涝，较多的雨水将影响消费者出行，因此6月份的消费市场在政策余威和恶劣天气下，加之物价创新高对消费的抑制作用，应该也难有好转。

关注已经公布业绩预增个股的投资机会

图表 29：已经预增的个股需要重点关注

证券代码	证券简称	预告净利润变动幅度(%)	收盘价	A 股市值(不含限售股) 十亿	区间涨跌幅	区间涨跌幅
		中报业绩	6 月 23 日	6 月 23 日	4.1-6.22	年初至今
000417.SZ	合肥百货	150.18	17.74	8.5	3.9	-8.0
002264.SZ	新华都	100	21.82	1.2	-8.8	-2.0
002344.SZ	海宁皮城	80	21	3.3	-4.8	-22.6
600280.SH	南京中商	50	23.7	3.2	5.4	-14.1
002277.SZ	友阿股份	50	20.33	4.2	-11.6	-14.0
002419.SZ	天虹商场	50	20.66	3.4	-6.4	-12.2
002345.SZ	潮宏基	40	24.79	2.9	-12.8	-27.7
002024.SZ	苏宁电器	35	12.63	68.7	-1.7	-2.9
002251.SZ	步步高	30	22.75	2.0	-6.2	-11.5
002561.SZ	徐家汇	25	15.18	1.1	-22.8	-27.5
002187.SZ	广百股份	20	14.8	1.4	-18.2	-17.3
002336.SZ	人人乐	10	18.58	1.9	-13.6	-23.2
002556.SZ	辉隆股份	10	18.92	1.1	-19.0	-21.3
002574.SZ	明牌珠宝	-20	26.84	1.3	-28.3	-25.0
002416.SZ	爱施德	-40	27.46	2.0	-31.2	-39.6

资料来源：Wind 渤海证券研究所

3.3 下半年情况好于上半年

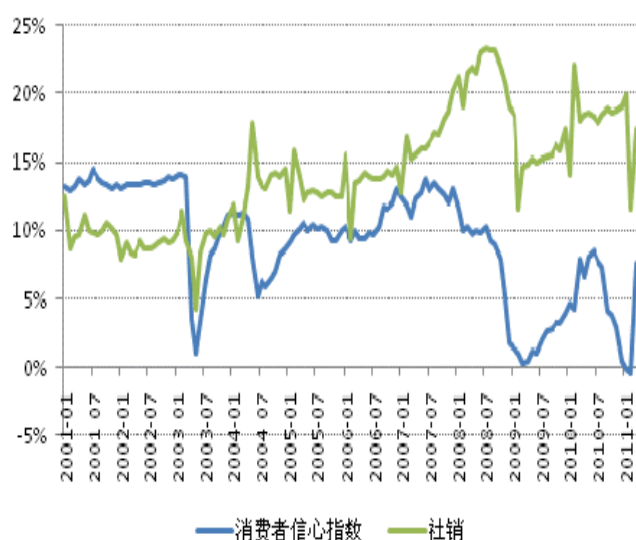
当通胀超过 5%时，明显的抑制消费。

通胀会影响消费者信心，消费信心又影响消费行为。因此我们对下半年消费市场的判断建立在通胀基础上。温和的通胀有利于消费市场，居民的消费行为不受影响，适当的通胀能够带来企业收入的增加。但较高的通胀，将影响消费信心，抑制消费行为，不利于消费市场。

图表 30: 通胀超过 5% 消费信心明显减弱



图表 31: 消费信心与消费增速正相关

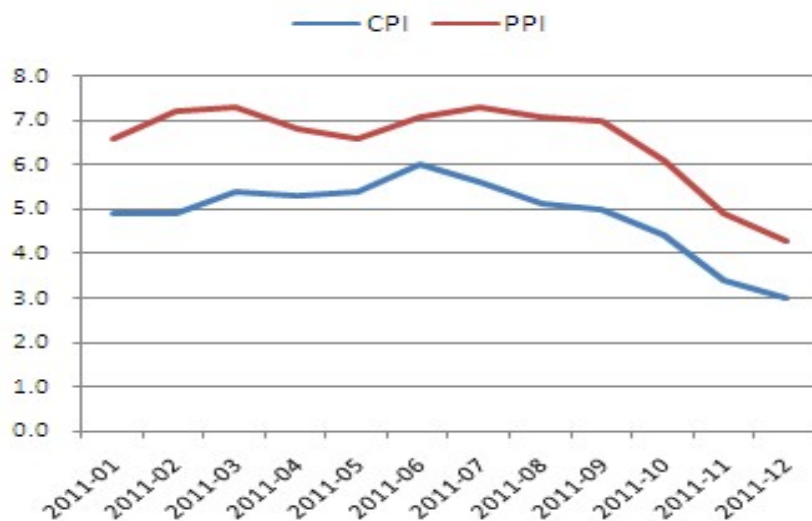


资料来源: Wind 渤海证券研究所

经济减速、通胀回落利好于消费市场

根据我们宏观策略组的观点, 通胀将在下半年见顶回落, 信心回升, 这将利好于消费。

图表 32: 下半年通胀见顶回落



资料来源: Wind 渤海证券研究所

与 08 年 CPI 高位回落 (CPI 从最高 8.7 回落到通缩水平 -1.8, 回落了 10.5 个百分点) 不同的是, 今年经济是减速而不是衰退 (当时受经济危机冲击, GDP 从 14.5% 一下子回落到 7.5%, 回落了 7 个百分点)、预期收入水平还能小幅提升 (当时未来收入信心指数由 63.05% 回落到 52.1%, 回落了 11 个百分点)。因此这样

的通胀回落对消费是利好的。

4. 策略：深掘公司基本面，配以适当估值

4.1 二季度股票池回顾：组合负收益但跑赢行业及沪深 300

二季度我们选股时主要考虑的是高成长的公司和有重组题材的公司。

组合中，友阿股份和津劝业跌幅较大。其中津劝业股权之争使股价上涨，5月20日之前均保持强势走势。而购物卡实名制政策出台后，整个行业急跌，而在行业利空和大盘利空（通胀、电荒、涝灾）共同夹击下，这些之前的强势股纷纷回调，后半月跌幅惨重。

图表 33：二季度策略股票池涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价	收盘价	区间涨跌幅
		2011-3-31	2011-6-22	
002024.SZ	苏宁电器	12.83	12.52	-2.4%
600859.SH	王府井	40.71	37.72	-7.3%
002277.SZ	友阿股份	22.60	19.85	-12.2%
002419.SZ	天虹商场	21.75	20.09	-7.6%
000501.SZ	鄂武商 A	18.07	16.94	-6.3%
002251.SZ	步步高	24.50	22.69	-7.4%
000759.SZ	武汉中百	11.93	12.32	3.3%
600821.SH	津劝业	7.53	6.23	-17.3%
000889.SZ	渤海物流	9.44	8.72	-7.6%
算术平均值				-7.2%
801201.SI	同期申万零售指数涨跌幅			-10.56
000300	同期沪深 300 指数涨跌幅			-10.67

资料来源：wind 渤海证券研究所

4.2 行业评级：中性，关注超跌和成长性

零售板块经历了将近三个季度的回调，估值下降至历史低位，具备上行的基础。正如前面分析，二季度的高物价有可能使板块业绩低于第一季度。因此从二级市场来说，在披露宏观消费数据和半年报数据的7、8月份，零售板块的行情，仍有可能被压制。但我们认为预计6、7月份CPI见顶，下半年消费者信心指数和社会消费品

零售总额将有所反弹。同时个人所得税基调整及其它刺激消费政策出台的预期也会日益增强，成为板块反转的宏观推动因素。预计下半年后半段，将是披露数据和公司经营都转好的时间段。时间窗口可能在第三季度低，8、9月份。

虽然短期看，行业负面因素多于正面因素，但毕竟估值已至低位。而且根据我们之前的分析，通胀回落利好于消费，因此零售行业下半年还是可以获得相对正收益的。不过，不追求短期收益的投资者，可以左侧建仓，因为7、8月份消费数据和半年报披露后，可能会有利空出尽后的行业反弹。

2010年，行业收入增速是21.9%，利润增速是26.7%。由于行业稳定特性，我们判断未来两年，零售行业仍然能保持20-25%的收入增幅，净利润增速略高于收入增速，在25-30%之间。

关注超跌个股的反弹机会

- **文峰股份**：6月2日上市的新股，主营百货，自有物业占比高。目前不足17元的股价较发行价20，折价15%。2011年动态市盈率18.43倍，在行业内较低，2011年业绩增长20-25%，EPS约为0.92元。给予推荐评级。
- **银座股份**：年初以来下跌23%。2008年、2009年和2010年分别新增门店9家、11家和17家。快速开店吞噬了公司利润。预计随着前期新开门店逐步进入成熟期，公司利润有望提升。此外大股东鲁商集团仍有资产注入的强烈预期。从超跌的角度，给予推荐评级。

关注高成长个股，就算估值不算最低也无所谓

- **天虹商场**：全国性轻资产扩张的连锁商业巨头，标准化复制能力极强，目前已在14个城市拥有32家天虹社区购物中心、9家城市中心店、1家君尚百货和3家加盟店；2011年公司业绩增长预计33%，目前股价对应2011年动态市盈率不足25倍。我们觉得公司具有高成长性值得较高的估值水平。
- **王府井**：目前股价38.53元已低于大股东的定性增发价41.51元/股。预计2011年业绩增长60%，目前估值26.11倍，给予推荐评级。
- **友阿股份**：湖南地区消费意愿强烈，公司在当地区域垄断优势强。长沙奥特莱

斯已于年初试营业,而天津奥特莱斯仍处于手续报批阶段,未来也是公司看点。公司拥有隐性资产,持有长沙银行股权7.57%,此外,公司小额贷款公司的成立将会为公司带来较好的业绩回报。预计公司2011年业绩增长40%,EPS0.87元,对应市盈率22.93倍。给予推荐评级。

- **苏宁电器:** 我们看好家电连锁子行业,主要是看好保障房建设对家电的拉动作用。正如我们图表24所示,房地产销售量与家电销售增速正相关。根据我们地产研究员的观点,对下半年房地产销量比较乐观。除了行业层面因素外,公司自有的物流建设,使渠道下沉到三四线城市,能更好的发挥公司网上网下业务的协同作用。苏宁海外市场的尝试使得公司的想象空间更加扩大。预计公司2011、2012年每股收益0.75、0.96元,2011年业绩增长31%,目前股价12.63对应2011年市盈率不足17倍,估值较低。给予推荐评级。
- **老凤祥:** 公司是集研发、设计、生产、销售于一体,拥有完整产业链的黄金珠宝龙头企业。目前拥有近70家银楼、500余家专卖店以及近1000家经销商。2010年实现营业收入143.11亿元、利润总额5.63亿元、净利润2.92亿元,同比增长29.65%、54.7%、68.87%,品牌价值突破40.29亿元,全国市场占有率达到15%。2011年公司计划新发展100家加盟连锁专卖店,新增1至2家老凤祥精品旗舰店。公司管理层在股东会上明确表示有信心力争在2011年实现营业收入160亿元、利润总额6.5亿元、归属于上市公司股东的净利润3.91亿元,同比增长11.80%、15.45%、33.90%。我们认为公司受益于珠宝首饰的持续旺销,作为行业龙头,2011年每股收益有望达1.26元,增长45%。目前34元股价对应2011年动态估值为27倍。给予推荐评级。

4.3 下半年股票池

图表 34: 下半年股票池

证券代码	证券简称	股价	总股本(万)	EPS			PE		
		2011-6-23	2011-6-23	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002419.SZ	天虹商场	20.66	80,020	0.61	0.81	1.05	34.09	25.57	19.63
002277.SZ	友阿股份	20.33	34,920	0.62	0.87	1.30	32.84	23.48	15.67
600859.SH	王府井	38.53	41,764	0.90	1.44	1.83	42.79	26.67	21.05
002024.SZ	苏宁电器	12.63	699,621	0.57	0.75	0.96	22.03	16.80	13.21
600612.SH	老凤祥	34.05	33,533	0.87	1.26	1.72	39.08	26.95	19.83
601010.SH	文峰股份	16.96	49,280	0.72	0.92	1.14	23.69	18.43	14.86
600858.SH	银座股份	19.49	28,893	0.38	0.66	0.93	50.77	29.37	20.92

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做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做出任何形式的担保。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发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部 经理

华南区销售经理

86-22-28451995

13502040941

zhuyanjun@bhq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

86-10-68784269

13811199719

wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

86-10-68784275

13810427284

helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn