

从业绩和估值角度，为 A 股零售行业正名

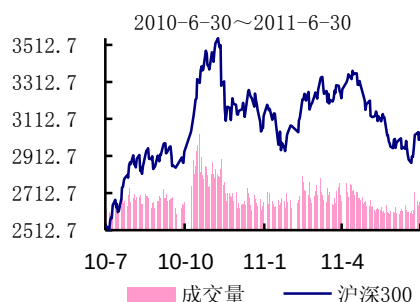
——2011 年 3 季度零售行业投资策略

研究员：耿焜
执业证书编号：S0570510120045
电话：025-83290907
E-mail: gengkun4055@126.com
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(维持评级)

零售 II

市场走势图



相关研究

- 1 《苏宁电器(002024):大股东溢价参与增发,彰显对公司发展和股价的信心》2011.6
- 2 《南京新百(600682):金鹰转让公司 17%的股权,三胞集团成为公司第一大股东》2011.6
- 3 《小商品城(600415):短期有业绩释放,长期有政策保障》2011.5
- 4 《文峰股份(601010):拥有较强自有物业开发能力的苏中零售龙头》2011.5
- 5 《零售 II(301801):消费数据转暖,板块触底反弹》2011.5

投资要点:

- 我们选取了美国标普 500 中的零售企业作为样本,比较了 1990 年至今 20 年间的估值水平及业绩,发现确定的成长性可以对行业的相对高估值形成合理的支撑,特别是对绩优蓝筹公司而言更是如此。1997-1999 年与 2002-2007 年两个时间段,前阶段业绩增速普遍维持在 20%~30%,后阶段维持在 15%~25%,而同期零售企业估值位于 20~35 倍之间,呈现出高业绩增速同时伴随着高估值的特征。
- 我们在对所选取的 A 股零售行业主要上市公司 2000-2010 年的业绩分析发现,以苏宁电器、王府井等为代表的 A 股零售行业在过去的 10 年时间里实现了快速的业绩增长。近三年大多数零售公司的年复合增长率均超过 20%,33 家样本公司合计扣非净利润的年复合增长率达到 30.6%;且有近半数的公司呈现加速增长的态势。我们认为, A 股零售行业在未来几年仍将保持快速增长,理应拥有相对较高的估值,而结合标普 500 参照公司在过去 20 年间业绩高成长阶段的估值水平,目前 A 股零售行业已在合适的投资区间。
- 当前美国零售百强合计营收对美国零售总额的比值达到近 40%,而中国连锁百强合计营收占我国社零总额商业零售部分的比重仅为约 12%;从零售百强的营收层次分布来看,美国零售行业的集中度也明显高于中国约 10~15 个百分点。美国零售行业集中度明显高于我国,我国的零售行业集中度有进一步提升空间。
- 我们认为零售行业仍然处于较为安全的投资区间内,维持对行业的“增持”评级。综合考量零售企业的基本面、业绩成长性以及估值水平,建议遵循如下投资思路:首先,从安全边际考虑,具有稳健的成长性和低估值的个股中长线投资价值凸显,包括苏宁电器、小商品城、王府井、百联股份、大东方。其次,处于业绩拐点的公司,可关注南京新百、银座股份、西单商场、大商股份。第三,业绩增长确定、估值合理的中西部零售企业,这些企业具有区域龙头地位,具有较大的区域消费升级空间,成长性可期,包括步步高、成商集团、重庆百货、鄂武商、新华百货。

重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
苏宁电器	12.81	买入	0.57	0.74	0.95	1.18	22.47	17.31	13.48	10.86
步步高	23.13	推荐	0.63	0.82	1.12	1.49	36.71	28.21	20.65	15.52
小商品城	12.29	买入	0.30	0.49	0.68	1.07	40.97	25.34	18.21	11.54
西单商场	12.55	推荐	0.10	0.50	0.62	0.85	125.50	25.10	20.24	14.76
重庆百货	43.22	推荐	1.41	1.75	2.02	2.68	30.65	24.70	21.40	16.13

一、“低估” or “高估”？：基于可比业绩增速的中美零售行业对比

在近期的震荡和整理中，市场弥漫着估值中枢是否会因国际板临近等因素而持续下行的恐惧和疑惑。面对这样的疑惑，我们认为有必要对 A 股零售行业目前估值水平的合理性进行探究，判断其是否存在进一步的下行空间，抑或是可能已经被矫枉过正。

我们选取 A 股零售行业中 34 家主要上市公司（剔除了估值异常公司）作为研究样本，同时选取美国标普 500 指数零售类代表公司作为参照，对当前 A 股市场零售行业的估值进行对比分析。目前，A 股零售行业主要上市公司静态市盈率分布在 20~35 倍区间，而我们所选取的 10 家美股参照公司的静态市盈率分布区间则为 12~20 倍。用静态的眼光来看，当下 A 股零售行业估值高于标普 500 公司，A 股零售行业可能存在高估。但是，如果我们将时间拉长，发现其实不然。在将标普 500 参照公司 1990 年至今 20 年间的估值水平及业绩进行关联分析后我们发现，确定的成长性可以对行业的相对高估值形成合理的支撑，特别是对绩优蓝筹公司而言更是如此。我们认为，行业或者公司的估值水平需要与其成长性或业绩增速进行匹配方才合理。结合 A 股零售行业目前所处的高速成长阶段，我们认为目前 A 股零售行业的估值水平处于合理的估值区间，个别零售企业已经出现了低估。

表 1 A 股零售行业主要上市公司的估值情况

代码	证券简称	市盈率（2010 年报）	市盈率（TTM）	预测市盈率（未来 12 个月）
600859.SH	王府井	44.04	38.24	24.47
600828.SH	成商集团	37.34	36.13	20.47
600697.SH	欧亚集团	33.15	32.24	22.41
600778.SH	友好集团	34.94	31.38	20.18
600814.SH	杭州解百	33.31	31.24	20.49
002419.SZ	天虹商场	35.04	31.12	23.11
002561.SZ	徐家汇	32.47	31.06	24.37
000419.SZ	通程控股	32.20	29.93	19.74
600693.SH	东百集团	29.90	29.70	19.79
002277.SZ	友阿股份	34.59	28.29	20.16
000501.SZ	鄂武商 A	30.76	27.90	20.47
600628.SH	新世界	27.01	26.12	22.63
002187.SZ	广百股份	24.62	23.49	18.53
600785.SH	新华百货	25.02	23.32	18.45
600729.SH	重庆百货	29.86	22.85	20.70
600655.SH	豫园商城	23.89	22.67	18.49
000516.SZ	开元投资	24.98	22.12	23.45
000987.SZ	广州友谊	23.31	21.80	17.30
600327.SH	大东方	22.30	21.77	15.58
000417.SZ	合肥百货	30.29	19.33	21.11
600631.SH	百联股份	26.18	18.05	12.42
600415.SH	小商品城	38.37	39.45	15.54
002344.SZ	海宁皮城	46.09	36.92	21.72
600824.SH	益民集团	36.53	35.25	30.37
601116.SH	三江购物	38.23	35.66	30.66
002264.SZ	新华都	46.75	34.36	23.34
000759.SZ	中百集团	33.44	32.32	23.58
002251.SZ	步步高	36.77	32.06	24.35
002336.SZ	人人乐	31.14	30.67	22.62

600122.SH	宏图高科	30.66	28.40	17.54
002416.SZ	爱施德	23.66	26.29	15.06
600827.SH	友谊股份	26.65	24.72	5.79
601010.SH	文峰股份	23.22	23.22	16.28
002024.SZ	苏宁电器	20.89	19.72	14.11
算术平均		31.40	28.46	20.15

注：市盈率为 2011-6-16 日数据

资料来源：Wind 华泰证券研究所

表 2 选取的标普 500 指数成份股中 10 家零售类参照公司

上市公司	代码	主营业务/业态	会计年度结束日	总市值	2010 年营收	静态市盈率
Wal-mart Stores	WMT	超级购物中心，会员折扣店	1 月 31 日	1,835 亿美元	4,218 亿美元	12.69
Costco Wholesale	COST	会员仓储店	8 月 29 日	345 亿美元	779 亿美元	24.69
CVS Caremark	CVS	连锁药店	12 月 31 日	506 亿美元	964 亿美元	14.87
Target	TGT	综合购物中心	1 月 29 日	320 亿美元	674 亿美元	11.91
J.C. Penney	JCP	百货商店	1 月 29 日	73 亿美元	178 亿美元	20.10
Sears Holdings	SHLD	百货商店	1 月 29 日	77 亿美元	433 亿美元	-- (亏损)
Family Dollar	FDO	廉价折扣店	8 月 28 日	64 亿美元	79 亿美元	18.24
Macy's	M	百货商店	1 月 29 日	115 亿美元	250 亿美元	12.02
Big Lots	BIG	降价促销品店	1 月 29 日	24 亿美元	50 亿美元	11.33
Best Buy	BBY	电器连锁	2 月 26 日	117 亿美元	503 亿美元	8.71
算术平均				348 亿美元	813 亿美元	14.95

注：1、总市值及静态市盈率为 2011-6-15 日数据；2、静态市盈率=股价/TTM 摊薄持续经营 EPS

资料来源：Bloomberg 华泰证券研究所

（一）标普 500 零售类公司历史回顾：高成长时亦可享受高估值

在过去 20 年中，美国零售行业的估值水平曾经出现两次高位上行阶段，分别是 1997-1999 年（平均静态市盈率为 20~35 倍）和 2002-2007 年（平均静态市盈率为 20~25 倍）。作为绩优蓝筹股，沃尔玛静态市盈率在 1997-1999 年间甚至一度达到了 50 余倍的历史高位。

图 1 1997-2010 年间选取的 10 家参照公司静态市盈率算术平均值（剔除异常值）



资料来源：Bloomberg 华泰证券研究所

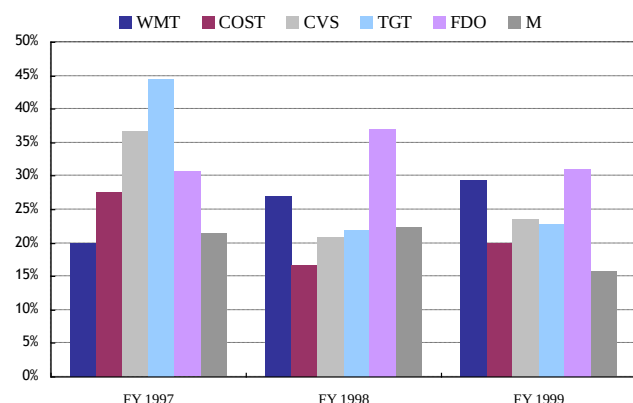
图 2 Wal-mart Stores (WMT) 静态市盈率 (1997-2003)



资料来源: Bloomberg 华泰证券研究所

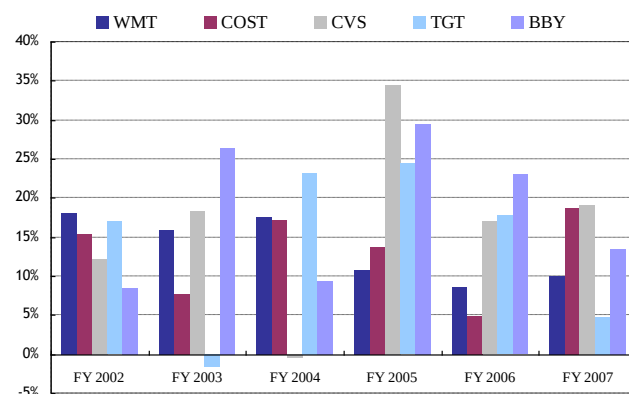
我们将参照公司过去 20 年业绩增长情况与其估值进行对照和关联分析,发现 1997-1999 年与 2002-2007 年两段估值高位运行时期内均伴随着公司业绩的较快增长。其中,1997-1999 年间,以沃尔玛为代表的标普 500 零售类公司业绩增速普遍在 20%~30%之间;2002-2007 年间,标普 500 零售类公司业绩增速也维持在 15%~25%。

图 3 1997-1999 标普 500 公司参照业绩同比增速



资料来源: Bloomberg 华泰证券研究所

图 4 2002-2007 标普 500 公司参照业绩同比增速



资料来源: Bloomberg 华泰证券研究所

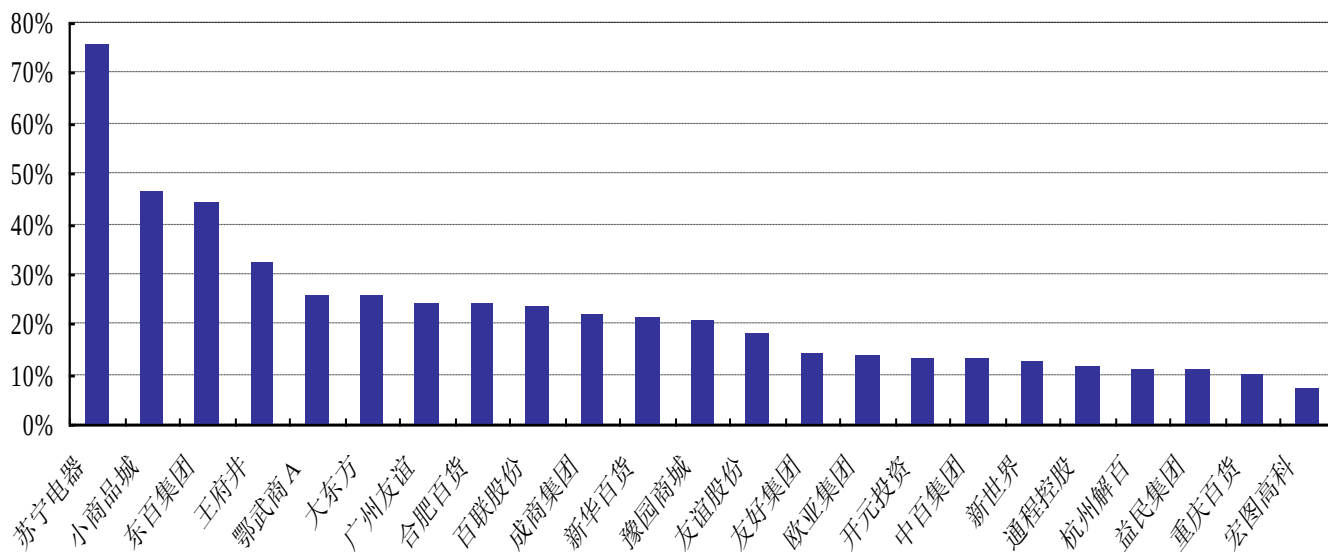
但近 4 年来美国样本零售企业的业绩增速大幅放缓,在 2008-2010 年财报期样本零售企业出现了负增长,即便到 2011 年财报期样本企业的业绩增速才恢复缓慢的提升,而且大部分企业业绩尚未恢复到金融危机之前的水平。因此我们认为,目前美国样本零售企业的低估值是由于经营业绩处于低谷,消费提升乏力所致。

(二) A 股零售行业: 业绩保持快速增长, 应该享有更高估值

我们在对所选取的 A 股零售行业主要上市公司 2000-2010 年的业绩分析发现,以苏宁电器、王府井等为代表的 A 股零售行业在过去的 10 年时间里实现了快速的业绩增长: 苏宁电器 2001-2010 年扣除非经常性损益后归属母公司股东净利润(以下简称“扣非净利润”)年复合增长达到 75.44%,王府井 2000-2010 年扣非净利润年复合增长率亦达到 32.26%。最近三年(2007-2010 年),大多数公司的年复合增长率均超过 20%,33 家样本公司(不含文峰股份)合计扣非净利润的年复合增长率达到 30.6%;且有近半数的公司最近三年业绩年复合增长高于前期,

呈现加速增长的态势。我们认为，A 股零售行业将在未来几年时间内保持快速增长，理应拥有相对较高的估值，而结合标普 500 参照公司在过去 20 年间业绩高成长阶段的估值水平，目前 A 股零售行业已在合适的投资区间。

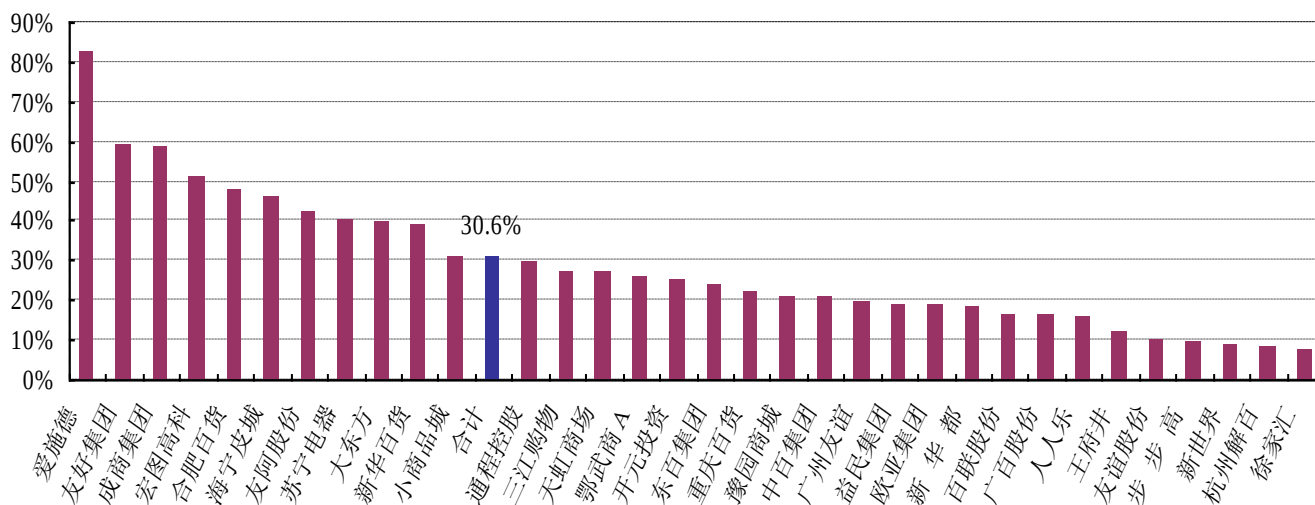
图 5 A 股零售公司 2000-2010 年间扣非净利润复合增长率



注：苏宁电器为 2001-2010 年间业绩增速，小商品城与大东方为 2002-2010 年间增速，其余均为 2000-2010 年间业绩增速。

资料来源：Wind 华泰证券研究所

图 6 A 股零售公司近 3 年扣非净利润复合增长率



资料来源：Wind 华泰证券研究所

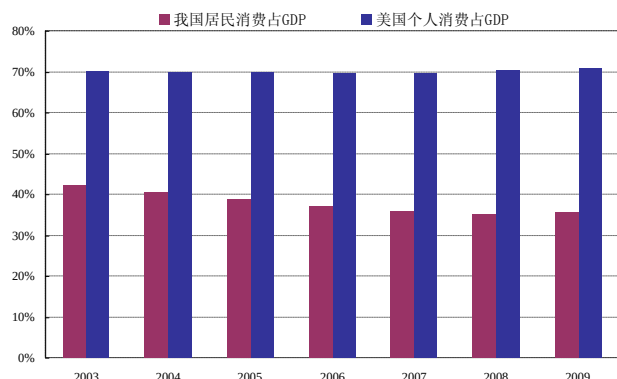
(三) 我国零售行业发展空间巨大，内贸企业将成十二五重点扶持对象

我国零售行业现行发展阶段明显滞后于美国同行业。美国的现代零售业发展已逾百年，诞生了众多现已遍布全球的新兴零售业态，目前大多数零售子业态已经由成长期进入成熟期；而我国现代零售业起步于改革开放之后，经过近 30 年间从模仿跟随学习向独立自主竞争的蜕变，行业已逐步走出幼稚期，正进入高速成长期。

我国消费水平与美国相比有较大差距。美国 2010 年 GDP 支出法构成中，个人消费占比达到 70.59%，而同期中国居民消费占 GDP 比例仅为 33.80%。我国人均商业零售总额在 2010 年达到 1.02 万元/人，远低于美国同期的人均 1.26 万美元/人；但从消费能力的增速来看，2003-2010 年我国人均商业零售总额复合增长达到 18.67%，

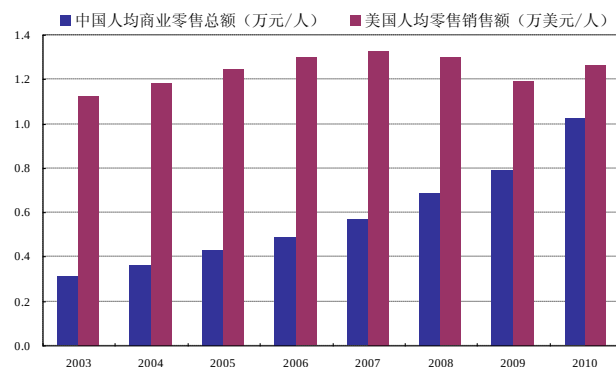
远高于同期美国零售总额 1.71% 的年复合增速。

图 7 中美两国居民（个人）消费对 GDP 贡献比较



资料来源：Wind 华泰证券研究所

图 8 中美两国人均零售额比较



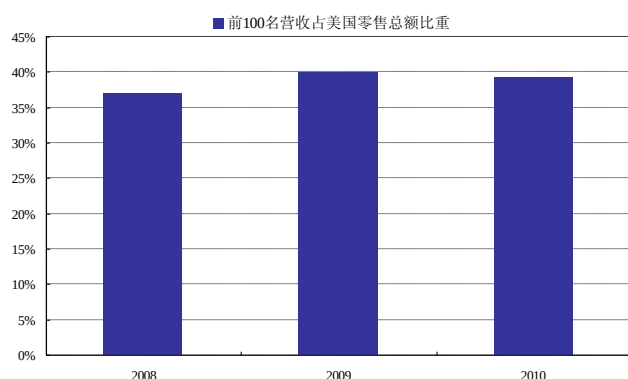
资料来源：Wind 华泰证券研究所

我国零售行业集中度有进一步提升空间。从美国 BICS 标准（彭博分类标准）下零售行业 2008-2010 年营收排名前 100 名的公司以及由中国连锁经营协会发布的连锁经营百强的营收数据分析中我们可以看到，美国零售百强合计营收对美国零售总额的比值达到近 40%，其中，零售百强本土实现营收占美国零售总额比重合理估计应达到 30% 左右。相较而言，中国连锁百强合计营收占我国社零总额商业零售部分的比重仅为约 12%。美国零售行业集中度明显高于我国。

我们还对比分析了中美两国连锁零售前百强企业内的集中度情况。目前，美国连锁零售百强中前 5 名、前 10 名以及前 20 名企业的合计营收占百强总营收的比例分别约为 48%、64% 和 76%，而我国连锁百强中前 5 名、前 10 名以及前 20 名企业的合计营业收入占比则分别仅为 35%、47% 和 65% 左右。这意味着从零售百强的营收层次分布来看，美国零售行业的集中度也明显高于中国约 10~15 个百分点。

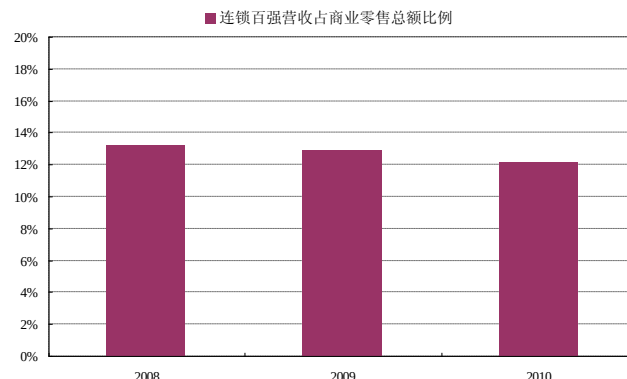
将对连锁百强经营数据的考察时限拉长至 2000 至 2010 年 11 年间，我们还发现在经历 2000-2006 期间的快速提高之后，十一五期间连锁百强合计营收占我国社零总额商业零售部分呈现逐年下降的趋势，我们认为这一趋势将在十二五期间得到缓解以及扭转。根据已经披露的《国内贸易发展规划（2011-2015）》相关内容，十二五期间，积极扶持大型内贸企业、支持中小内贸企业创新发展将成为六项重要任务之一。与此同时，内贸发展十二五规划并没有延续十一五规划中所提出的“提高对外开放水平”这一内容，我们认为这其中另有深意，对于零售行业而言，这意味着十二五期间，内资零售企业将受到重点扶持，政府将在政策、税收、投资等方面向内资零售企业倾斜，推动其更快、更好的发展。

图 9 美国零售百强营收对美零售额比值 40% 左右



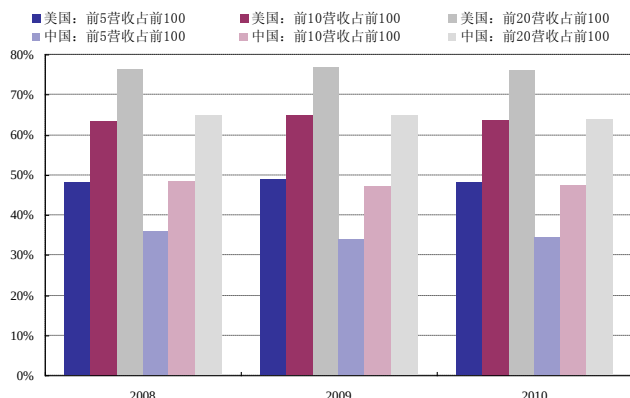
资料来源：Bloomberg Wind 华泰证券研究所

图 10 中国连锁百强营收占全国零售总额 12% 左右



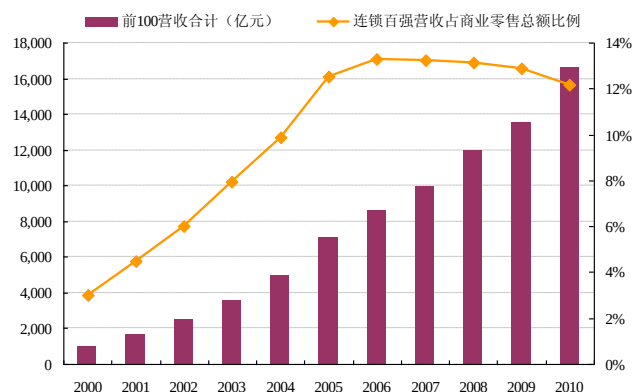
资料来源：中国连锁经营协会 Wind 华泰证券研究所

图 11 美股零售与中国连锁百强营收层次分布比较



资料来源：中国连锁经营协会 华泰证券研究所

图 12 连锁百强占全国零售总额比例有下降趋势



资料来源：中国连锁经营协会 Wind 华泰证券研究所

二、提振消费政策接踵而至，传统零售商电子商务也有用武之地

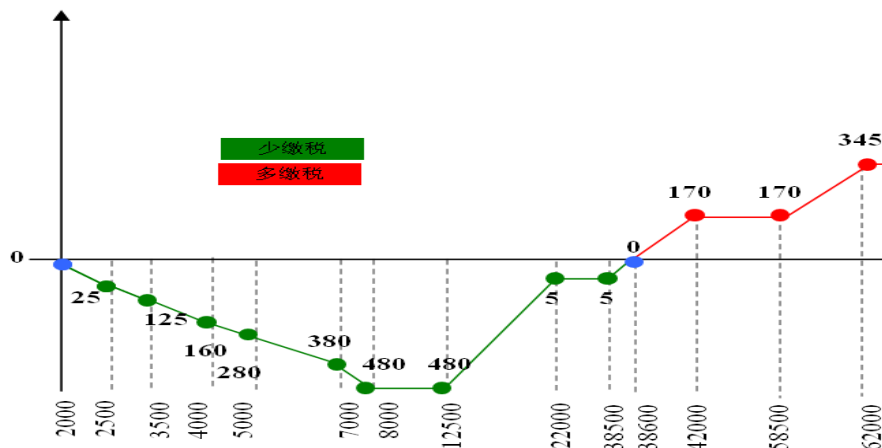
(一) 个税改革箭在弦上

6月30日，十一届全国人大常委会第二十一次会议审议通过了关于修改《个人所得税法》的决定，将个税免征额由现行法案的2,000元提高到3,500元，税率结构由9级累进税率调整为7级累进税率。新法案将于2011年9月1日起施行。与4月份待审议的个税改革方案相比的区别在于，本次通过的方案将免征额由3,000元提高至3,500元，且在税率上有所调整，即将第一级月纳税所得额1,500元以内的税率由5%调整至3%。

我们根据最新方案进行了测算，当每月计税工资薪金所得在2,000元至38,600元之间时，应缴个人所得税将有所降低（减税最高额为480元）；而当计税工薪高于38,600元时，应缴个人所得税将有所增加（增税最高额为1,195元）。根据财政部披露的数据，目前我国城镇居民计税工薪在2,000至3,000元之间的人数占比约为16%，高于3,000元的人数占比约为12%。高于3,500元的人数占比7.7%。本次个税改革后，纳税人数由约8,400万人减至约2,400万人，有近6,000万人将不再需要缴纳个税。我们估算个税改革最新方案如若实施，将每年增加社会总消费额达到逾1,000亿元。

此次个税改革将重点减少中低收入者的税负负担，从而提高其消费能力；与4月份的方案相比，高收入群体个税多缴额也有较大幅度的降低。综合来看，本次个税改革的顺利实施将为社会消费，特别是零售行业的业绩提升带来积极影响。

图 13 个税改革（最新方案）前后各收入段应缴个税变化情况



资料来源：华泰证券研究所

（二）保障房建设：释放可观消费，带动商圈新生

我们应关注保障房大规模推进建设对零售行业带来的业绩增长机会。保障房指政府为中低收入住房困难家庭所提供的限定标准、限定价格或租金的住房，包括经济适用房、廉租房、棚户区改造等。根据保障房建设规划，十二五期间，全国需开工建设 3,600 万套保障房，其中，2011-2015 年分别开工 1,000 万套、1,000 万套、600 万套、500 万套和 500 万套。假设实际开工数为当年计划数 80%，开工建设保障房当年和次年竣工率分别达到 50%，每套保障房解决 3 口人住房，由此估算得十二五期间总计将解决近 8,700 万人住房。

我们认为，保障房的建成和供应将在解决众多中低收入者住房困难的同时，节约其居住开支，由此释放出在非居住领域的可观消费能力。与此同时，我们认为对于保障房建设而言，还应关注其带来的商圈新生效应。居住区附近通常会规划建设有商业配套以提高住户生活便利性，保障房建设将有望创造出数万个新兴商圈，为百货、超市等零售业态创造更多的扩张空间。

表 3 十二五保障房建设进度

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	十二五总计
计划开工数（万套）	-	1,000	1,000	600	500	500	3,600
实际开工数（万套）	590	800	800	480	400	400	2,880
竣工套数（万套）	370	620	800	640	440	400	2,900
解决住房人数（万人）	-	1,860	2,400	1,920	1,320	1,200	8,700

资料来源：华泰证券研究所

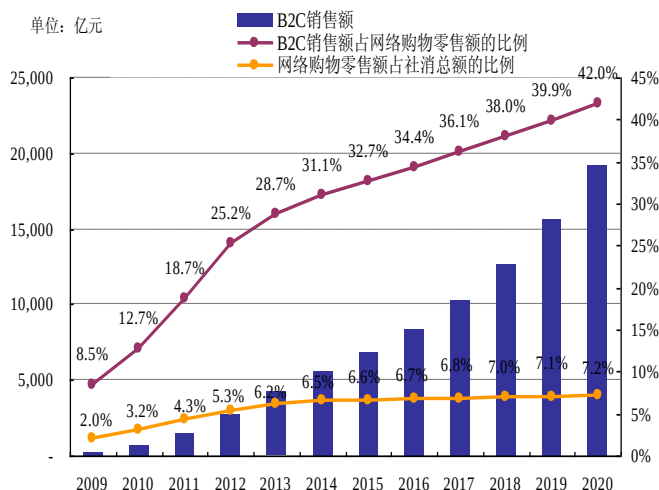
（三）不惧“网购冲击波”：传统零售商亦可大有作为

随着网络的普及和电子商务的发展，“网购”已成为当下流行的购物方式。人们普遍认为，传统零售商的地位正在受到网购，特别是 B2C 的严峻的挑战。我们认同以网购为代表的电子商务将越来越普及的观点，但是我们同时更认为传统零售商亦可在电子商务领域大有作为。从目前传统零售纷纷开设旗下电商网站如苏宁易购、联华 OK 网上购物中心等行动来看，传统零售商已经意识到发展电子商务对其的战略意义。

CNNIC（中国互联网研究中心）提供的数据显示，2010 年我国网民规模已达 4.6 亿，互联网普及率达 34.3%，互联网经济中发展最快的电子商务占比达到 43.3%，其主要贡献因素为 B2B 市场的平稳增长和 B2C 市场的快速增长。我们认为，随着我国互联网硬件设施、物流体系以及网购支付方式的不断完善，居民消费习惯由线下向线上转移，未来三年我国电子商务将迎来爆发式增长。

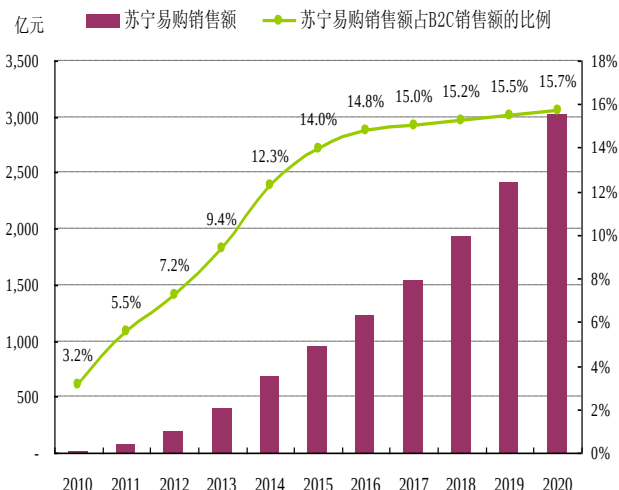
此外，我们发现发展阶段已渐趋成熟的美国电子商务市场中，前 20 名电子商务网站中纯电商企业仅有 3 家，而目前我国前 10 名的电子商务网站中全部是纯电商企业。我们认为，随着网购市场的不断发展，网络购物市场的竞争正逐渐由单纯的“价格战”向消费者“综合购物体验”转移，而像苏宁易购这种依托已有线下庞大实体店网络以及品牌资源，能够为消费者提供更加便捷的物流以及更加优质的售后服务的传统零售商旗下电商将更有优势。

图 14 未来十年我国 B2C 销售额占比逐渐提高



资料来源：艾瑞咨询 华泰证券研究所

图 15 苏宁易购 2020 年 B2C 市场占有率可达 15.7%



资料来源：艾瑞咨询 华泰证券研究所

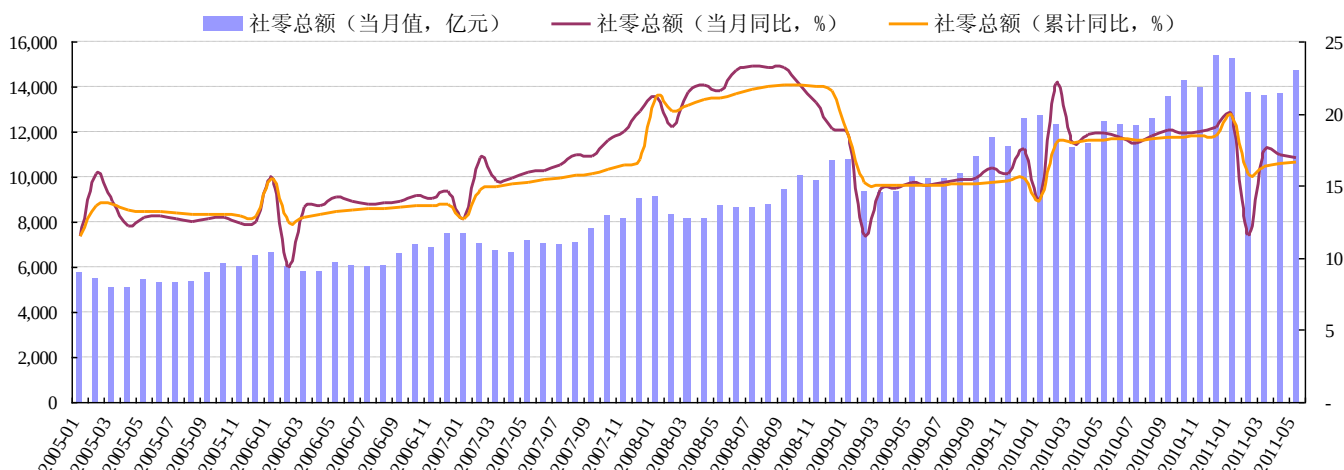
三、消费增长渐转稳健，通胀高点料至眼前

2011 年上半年，消费数据和通胀水平为市场对零售行业业绩增长的判断带来了较多的疑惑。2011 年前 5 个月，社零总额当月同比增速分别为 19.9%、11.6%、17.4%、17.1%及 16.9%。截至 5 月底，社零总额达到 7.95 万亿，累计同比增长 16.6%，从数据表面看，2011 年消费增速较 2010 年出现下滑。

但是，我们通过分析近 8 年来社会消费品零售总额商品别的数据可以看出，其中贡献权重较大的汽车品类增速下滑是社零总额增速放缓的主要原因。2003 年以来限额以上社会消费品零售总额中贡献度在 10% 以上的主要是食品饮料烟酒类商品、服装鞋帽类商品、石油及制品类商品以及汽车类商品。同时，随着消费的升级品类别的贡献度也逐年出现变化，例如食品饮料烟酒类商品和服装鞋帽类商品 8 年来贡献度呈下降趋势，前者已经从 2003 年的 18.3% 的贡献度下降至 12.76%，后者已经从 12.92% 的贡献度下降至 9.89%。而汽车品类的贡献度从 2003 年的 14.5% 上升至 2010 年的 28.27%。但是随着汽车消费税等刺激政策的退出，2011 年汽车销售的增速从上年 30% 以上的增速水平骤减至 2011 年 2 月的 4.2%。这无疑对整个社零总额的增速水平产生显著的拉低作用。

从总体数据来看，社零总额增速水平低于去年同期。但汽车消费增速下降等因素是社零总额增速放缓的重要因素。剔除汽车消费增速起伏较大这一影响之后，社零总额增长仍保持了 2009 年以来一以贯之的较高水平。我们认为，消费增速放缓是表面，增长风格转向稳健方为本质。

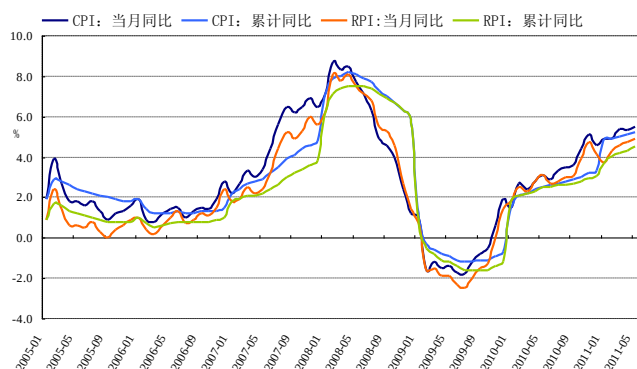
图 16 社会消费品零售总额及增速



资料来源: Wind 华泰证券研究所

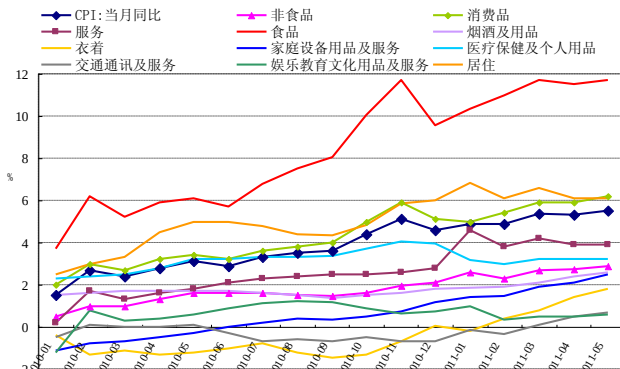
5 月份 CPI 同比上涨 5.5%, RPI 同比上涨 4.9%, CPI 同比涨幅连续第三个月超过 5%。食品价格持续大幅上涨是通胀水平连番创出新高的主要驱动因素之一, 5 月份同比涨幅达到 11.7%。在食品之外的其他商品类别中, 衣着、家庭设备用品及服务及烟酒及用品价格涨幅继续保持上行, 分别达到 1.8%、2.5%和 2.6%; 医疗保健及个人用品、交通通讯及服务、娱乐教育文化用品及服务及居住等类别价格涨幅渐趋平稳, 分别达到 3.2%、0.7%、0.6%和 6.1%。根据市场的普遍预期, 6 月份物价涨幅将继续创出年内新高, 达到 6%左右。我们认为, 今年上半年覆盖全国大部的恶劣气候将促使粮食等食品供应趋紧进而加剧通胀预期, 但是随着中央政府加大物价调控力度、美联储近期不推出 QE3 和美元走势起底回升等因素的带动, 下半年物价涨幅将呈现前高后低的态势, 年中将是通胀水平的年内高点。必须承认, 3 月份至今 CPI 指数的连续“超 5”高位运行的确已经对消费及零售行业增长形成一定负面影响, 但是我们认为, 随着通胀高点渐行渐至, 这层疑云将逐步散去, 消费及零售行业将继续在既有的轨迹上稳健增长。

图 17 CPI 和 RPI 变化情况



资料来源: Wind 华泰证券研究所

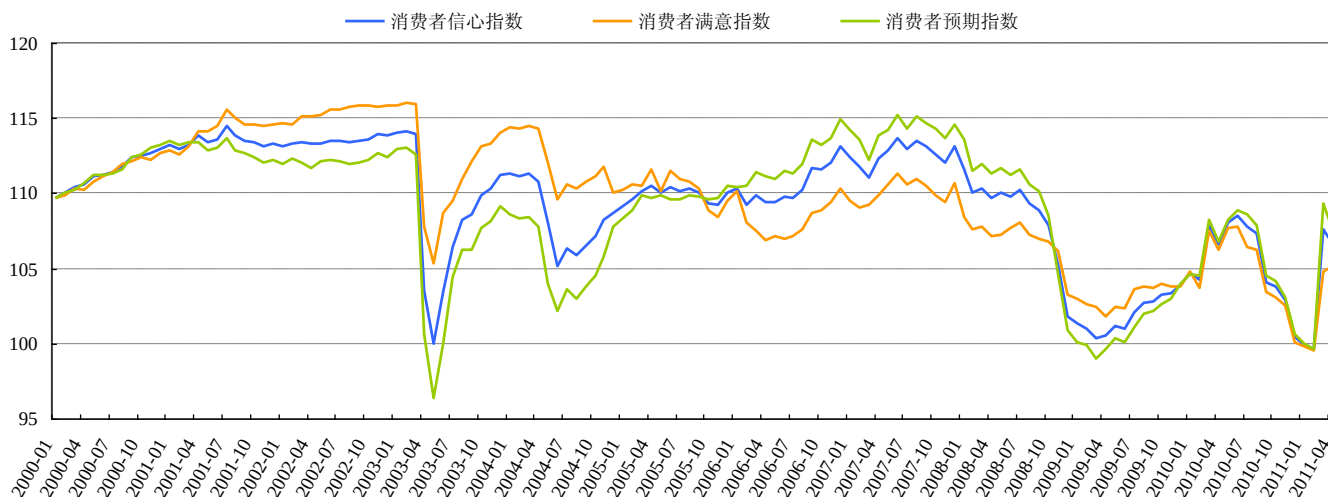
图 18 CPI 按商品类别分同比增速



资料来源: Wind 华泰证券研究所

3 月份消费者信心指数突破连续 8 个月度的跌势, 反弹至 107.6, 其中满意指数和预期指数分别达到 104.8 和 109.3。在 CPI “超 5” 等负面因素的影响下, 4 月份消费者信心指数微降至 106.6, 其中满意指数和预期指数分别降至 105.1 和 107.5。我们预计, 随着通胀触顶下降、十二五规划中各项刺激消费措施提上推行日程等预期因素的兑现, 5 月份至下半年期间的消费者信心指数将呈现回升趋稳的态势。

图 19 消费者信心指数 (截至 2011 年 4 月)

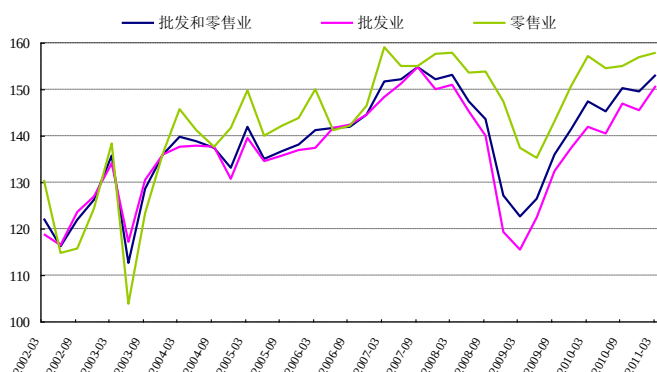


资料来源: Wind 华泰证券研究所

具体来看零售业的相关数据。2011 年 1 季度, 零售业景气指数延续了 2009 年初至今的连续向好局面, 达到 157.8, 仅次于 2007 年 1 季度所创下的 159.1, 为近 10 年内次高点。我们认为, 长远来看, 零售行业目前仍处于景气繁荣期的起点, 随着居民收入水平和消费能力的持续提高和现代零售企业的不断扩张, 零售业将在未来 5 至 10 年维持旺盛的繁荣程度和较高的景气指数。

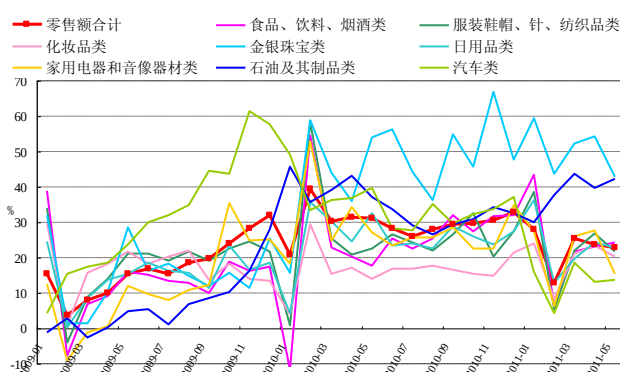
2011 年前 5 个月, 限额以上批发和零售业实现零售额累计达到 2.98 万亿, 累计同比增速达到 23.3%, 其中 5 月份同比增长 23.0%, 较 4 月份 23.8% 的同比增幅略有下降。从主要商品分类来看, 食品、饮料、烟酒类 5 月份同比增长 24.2%, 较 4 月份增加 1.1 个百分点; 石油及其制品类 5 月份同比增长 42.3%, 增速环比增加 2.6 个百分点; 服装鞋帽、针、纺织品类、金银珠宝类及家用电器类等增速均出现了环比下降, 5 月份同比增速分别为 21.8%、43.0% 及 15.4%。从商务部跟踪监测的重点零售企业按商品分零售额增速变化情况我们可以看到类似的变化趋势。从商务部监测的千家商业企业零售数据来看, 超级市场、专业店及百货店零售额 5 月份同比增速出现了不同程度的环比下降, 其中百货店下降幅度最大, 达到 6.6 个百分点。我们认为发改委的对百货促销政策和明码标价的管制以及预付卡政策的出台, 给百货行业带来了短期的扰动, 加之 4—5 月属于商业的淡季, 行业基本面和政策面是使得销售增速降低的主要原因。预计在政策落实以及企业的经营度过适应期后, 百货行业增速有望在下半年恢复。

图 20 批发与零售业景气指数 (截至 2011 年 1 季度)



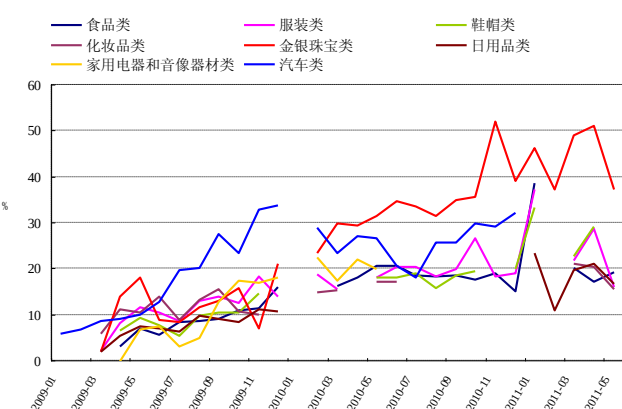
资料来源: Wind 华泰证券研究所

图 21 限额以上批零售业按商品分零售额当月同比



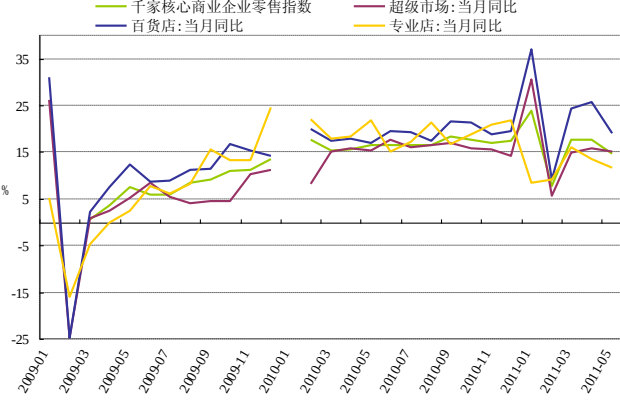
资料来源: Wind 华泰证券研究所

图 22 重点零售企业零售额按商品分当月同比增速



资料来源: Wind 华泰证券研究所

图 23 重点零售企业零售额按业态分当月同比增速



资料来源: Wind 华泰证券研究所

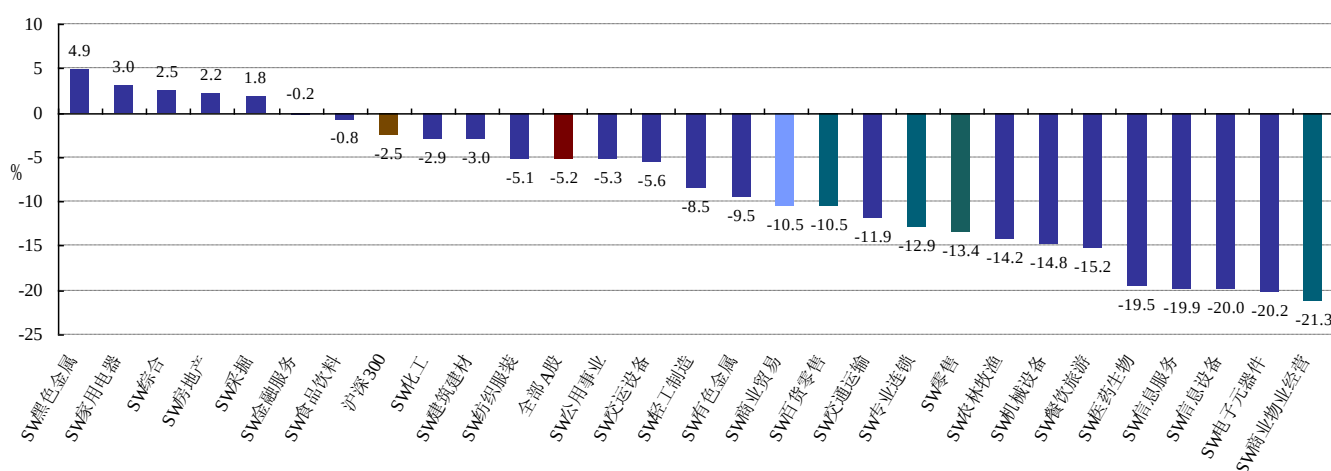
综合上述数据分析, 消费总体和零售行业的增长可以总结为“有近虑, 无远忧”。我们认为, 随着通胀水平

逐步度过年中高点，下半年消费总体和零售行业将继续以稳健的步伐保持增长。我们对零售行业的增长态势继续保持乐观。

四、上半年行业表现回顾：股价大幅下降，估值水平实现回调

2011 年上半年 A 股市场表现可谓差强人意。截至 6 月 22 日收盘，除了黑色金属、家用电器等少数几个板块收获阶段上涨之外，其余多数板块均遭遇了下跌，全部 A 股整体跌幅达到 5.2%，沪深 300 跌幅亦达到了 2.5%。商业贸易板块整体下跌 10.5%，其中零售板块下跌 13.4%，虽均跑输大盘，但跌幅在所有下跌行业板块中排名中等偏下。零售行业的三个子行业板块中，百货零售跌幅最少，表现出了一贯的相对防御性；专业连锁下跌 12.9%；弹性相对最大的商业物业经营跌幅最深，达到 21.3%。

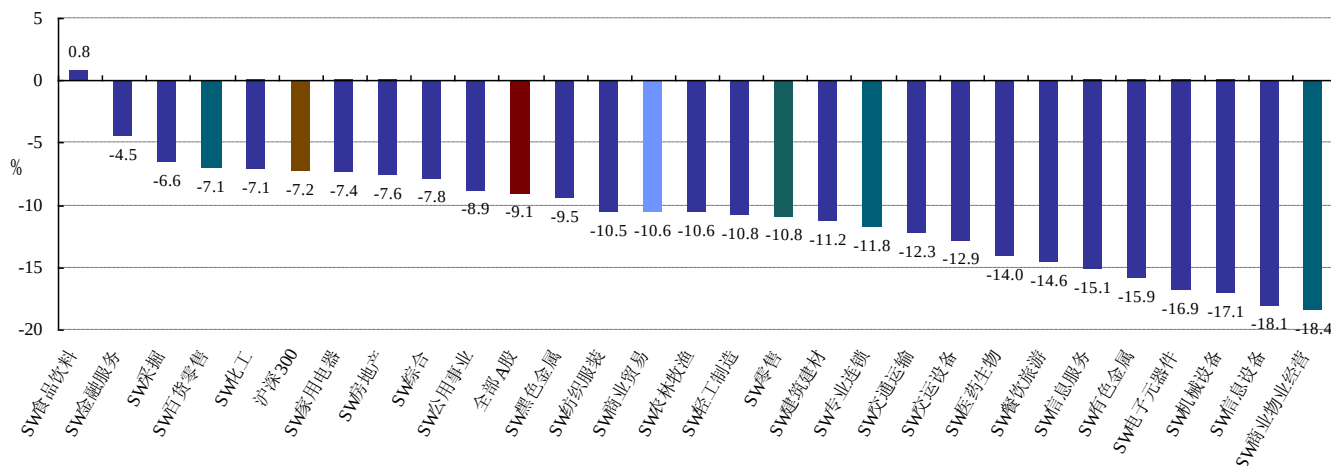
图 24 A 股各板块及零售行业子版块 2011 年上半年区间涨跌幅（1.4-6.22）



资料来源：Wind 华泰证券研究所

上半年的下跌主要集中在第二季度。4 月 1 日至 6 月 22 日，A 股所有一级板块中只有食品饮料行业取得阶段正收益。零售行业下跌 10.8%，其中，百货零售跌幅为 7.1%，专业连锁跌幅达到 11.8%，上半年累计跌幅最深的商业物业经营在第二季度的跌幅则达到 18.4%。

图 25 A 股各板块及零售行业子版块 2011 年第二季度区间涨跌幅（4.1-6.22）

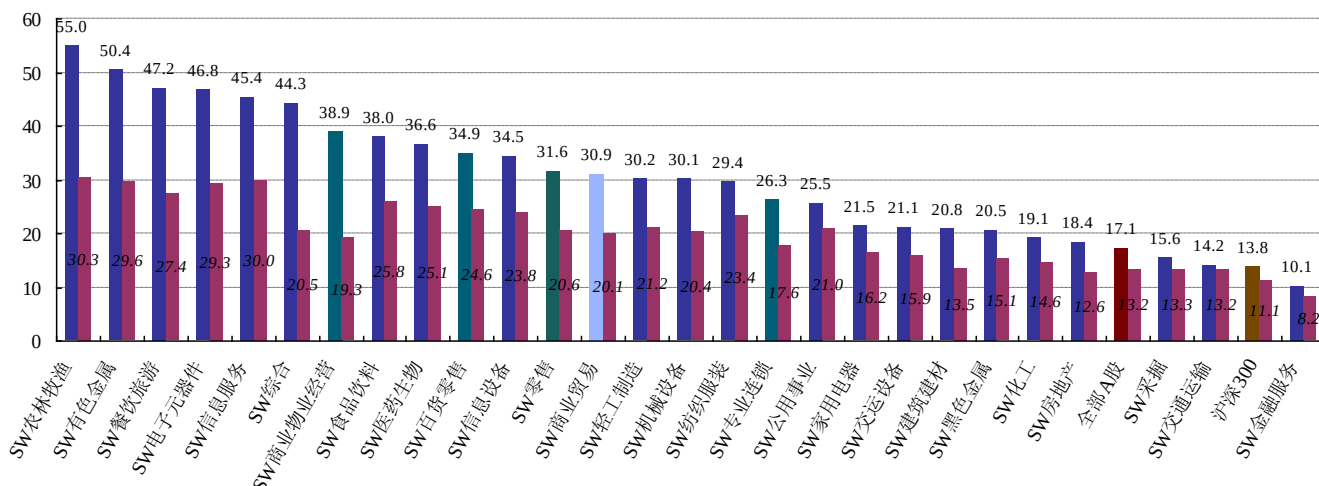


资料来源：Wind 华泰证券研究所

经过上半年较大幅度的股价下跌，A 股众多行业板块的估值水平均实现了理性回调，前期估值水平相对较高

板块的估值降幅相对更大，否则反之。截至 6 月 16 日，零售行业的静态和动态市盈率已分别达到 31.6 倍和 20.6 倍，其中，百货零售子行业的静态和动态市盈率分别达到 34.9 倍和 24.6 倍，动态市盈率为零售行业最高；专业连锁板块静态和动态市盈率分别调整至 26.3 倍和 17.6 倍，均为零售行业各子板块的最低水平；上半年股价跌幅相对最深的商业物业经营子行业静态市盈率达到 38.9，仍为零售行业内最高，但动态市盈率已达到 19.3，低于零售行业整体水平。

图 26 A 股各板块及零售行业子版块静态及动态市盈率（6.16）



资料来源：Wind 华泰证券研究所

五、投资策略

综上所述，我们对最近及下半年消费和零售行业主要提出了 3 个不同于市场普遍观点的看法，分别是：

(1) 市场普遍认为，上半年社零总额增速较大幅度的同比下降可能表明消费增长已经陷入疲软。我们的观点是，剔除汽车消费增速起伏较大这一影响之后，社零总额增长仍保持了 2009 年以来的较高水平。我们认为，消费增长风格已经逐步转向稳健，下半年消费总体和零售行业将继续以稳健的步伐保持增长。我们维持全年 14%~15% 的社会消费品零售总额增速预期，同时对零售行业的增长态势继续保持乐观。

(2) 市场普遍认为，国际板临近等因素可能将导致包括零售行业在内的估值中枢持续下行。我们的观点是，结合我国零售业目前所处的高速成长阶段，A 股零售行业应参考美国等国家可比业绩增速时期的估值水平，经过比较我们发现，目前 A 股零售行业如果考虑到平均业绩增长水平来看，目前行业已经处于较低的估值区间，甚至个别龙头企业的已经出现超跌。

(3) 市场普遍认为，“网购冲击波”正给传统零售商的市场地位带来严峻挑战。我们的观点是，包括苏宁电器在内的传统零售商正逐步加大对电子商务的重视和投入，依托已有线下庞大实体店网络以及品牌资源，苏宁易购等传统零售商旗下的电商将成为未来 B2C 市场的重要参与者之一。

结合目前的行业发展态势以及估值水平，我们认为零售行业仍然处于较为安全的投资区间内，维持对行业的“增持”评级。个股方面，我们综合考量零售企业的基本面、业绩成长性以及估值水平，建议遵循如下投资思路：

首先，从安全边际考虑，具有稳健的成长性和低估值的个股中长线投资价值凸显，包括苏宁电器、小商品城、王府井、百联股份、大东方。

其次，处于业绩拐点的公司，可关注南京新百、银座股份、西单商场、大商股份。

第三，业绩增长确定、估值合理的中西部零售企业，这些企业具有区域龙头地位，具有较大的区域消费升级空间，成长性可期，包括步步高、成商集团、重庆百货、鄂武商、新华百货。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。