

中性

——维持

证券研究报告/行业研究/月度策略

日期：2011年8月1日

行业：零售业

业绩稳增长 具备防御性

——2011年8月零售业投资策略



刘丽

021-53519888-1923



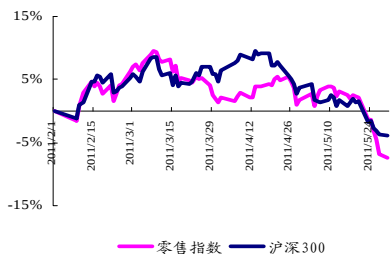
liuli@sigchina.com

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（1-6月）	85,833 亿
累计同比增长	16.80%

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号：LL11-MIT05

■ 主要观点：

维持零售业“中性”评级

我们维持零售业中期策略观点：综合零售业基本面及估值情况，中国消费市场未来成长的光明前景仍然是零售业能够持续增长的最大基本面，仍可看好行业中长期价值，防御性佳。鉴于我们的评级需与大盘指数（沪深300指数）作对比，而从市场估值的结构看，零售板块的估值溢价并不能算低，进攻性略显不足。从未来的发展看，传统零售业公司将面临网络购物与租金、人力等成本上升的双重压力。维持行业“中性”评级。

短期内正面因素仍多

短期看，对零售业上市公司而言可能面临的正面因素亦存在：（1）九月份，个税起征点将正式提高；（2）中报稳定增长的业绩披露；（3）步入下半年，估值基础将向2012年业绩转移；同等估值水平下，目标股价可得以提升。

■ 投资建议：

在零售业投资标的的选择上，我们建议关注以下两类公司：（1）从当前业绩增长稳定角度，仍建议关注区域型龙头百货，如友阿股份、成商集团、新华百货等；（2）从未来行业发展趋势看，建议关注寻求业态突破与新发展的上市公司，如苏宁电器、友阿股份等。

■ 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	18.50	0.55	1.03	0.91	33.66	17.96	20.29	6.44	跑赢大市
友阿股份	002277.SZ	22.99	0.62	0.89	1.16	37.14	25.83	19.82	4.45	跑赢大市
成商集团	600828.SH	12.45	0.32	0.50	0.67	39.50	24.90	18.58	8.44	跑赢大市
鄂武商A	000501.SZ	19.99	0.58	0.72	0.99	34.55	27.76	20.19	5.50	跑赢大市
新华百货	600785.SH	27.44	1.04	1.30	1.66	26.45	21.15	16.56	5.11	跑赢大市
苏宁电器	002024.SZ	12.42	0.57	0.74	0.93	21.66	16.84	13.39	4.46	跑赢大市

资料来源：上海证券研究所；股价数据为2011年7月29日收盘价

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

一、消费实际增速未现改观

2011 年上半年，国内实现社会消费品总额 85,838 亿元，同比增长 16.8%，其中限额以上企业消费品零售总额为 39,034 亿元，同比增长 23.7%。6 月份单月消费名义增速为 17.7%，比 5 月份名义增速提升 0.8 个百分点，但若考虑到价格指数迭创新高，6 月份消费实际增速（以 RPI 计算）为 11.25%，与前五个月相比并未有所改观，还略有下降。

图 1 社会消费品零售总额单月增速（2002-2011Y）

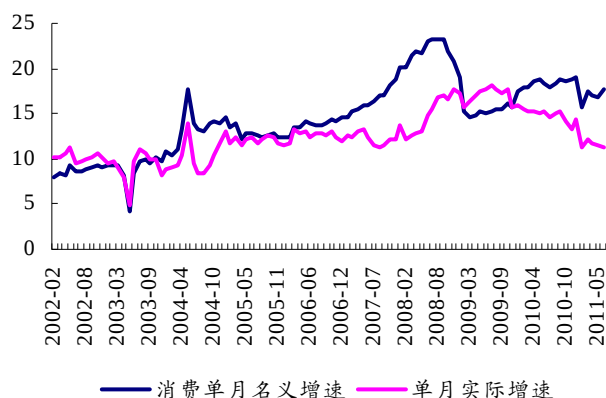
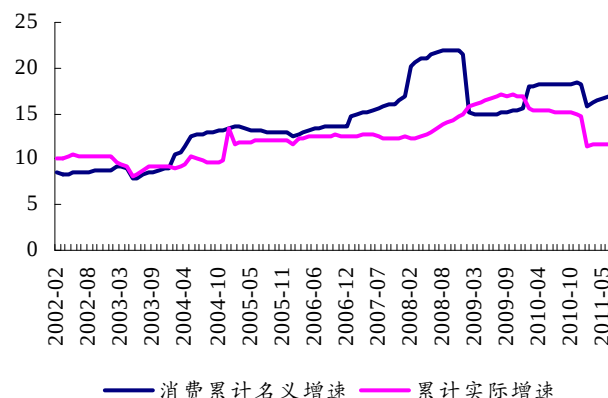


图 2 社会消费品零售总额累计增速（2002-2011Y）



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）

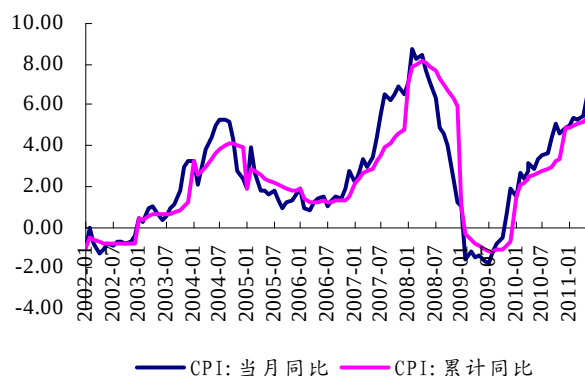
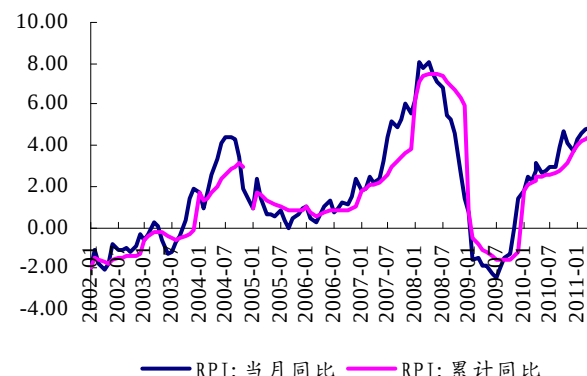


图 4 商品零售价格指数（2007-2011Y）



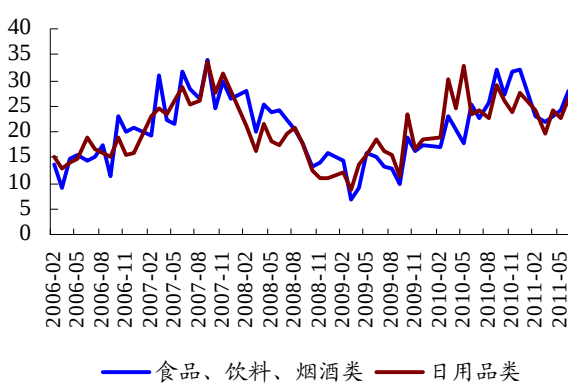
数据来源：国家统计局 上海证券研究所

数据来源：国家统计局 上海证券研究所

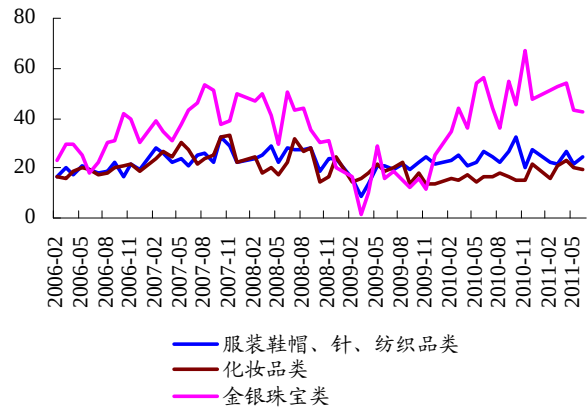
2011 年上半年，在所公布的 14 类限额以上商品类别的零售额增速中，与 2010 年全年相比，5 类商品增速高于去年，9 类商品增速则

低于去年。与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 24.7%、日用品类同比增 24.5%；百货业态相关的服装鞋帽类同比增 23.9%、化妆品类同比增 20.0%、金银珠宝类同比增 49.6%；家用电器和音像器材类同比增 21.5%。

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）

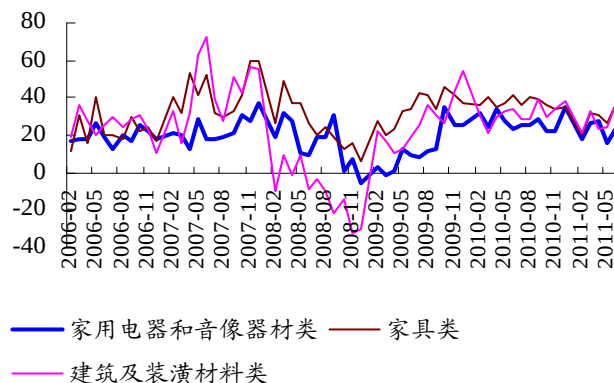


数据来源: acmr 上海证券研究所



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）



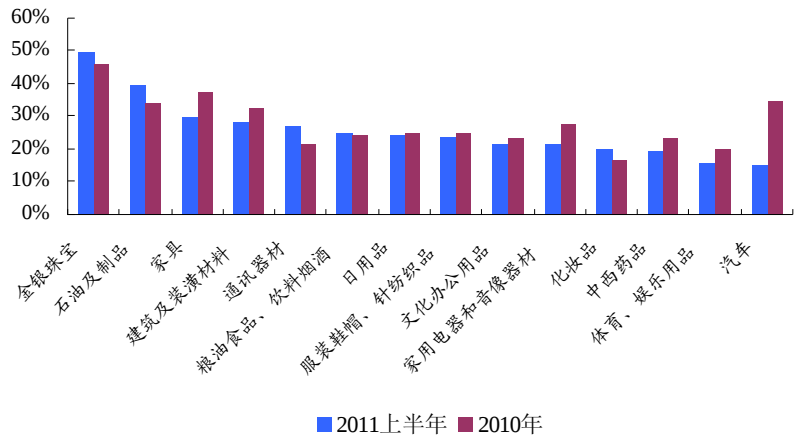
数据来源: acmr 上海证券研究所

相较而言，百货、超市业态相关的商品零售额增速变动较小，食品饮料烟酒类、日用品类、服装鞋帽类、化妆品类、金银珠宝类今年上半年零售额增速与 2010 年全年比，变动分别为 0.2、-0.6、-0.9、3.4、3.6 个百分点；家用电器和音像器材增速则下滑 6.2 个百分点。

若考虑到扣除价格因素（2011 年上半年食品类、饮料烟酒类、日用品类、服装鞋帽类 RPI 分别为 11.9、2.7、1.6、0.7；化妆品类和金银珠宝类 RPI 分别为 1.1 和 13.8），几类主要商品除化妆品和金银珠宝外，其他四类商品消费量的增速与 2010 年相比均有不同程度下滑。其中食品饮料烟酒类的实际增速较其他品类而言最低，物价上涨

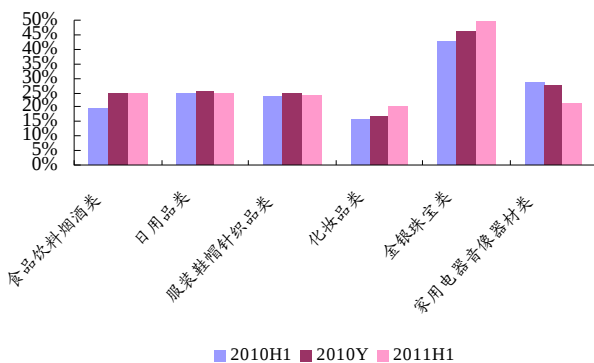
对于消费者实际需求的抑制作用明显。

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



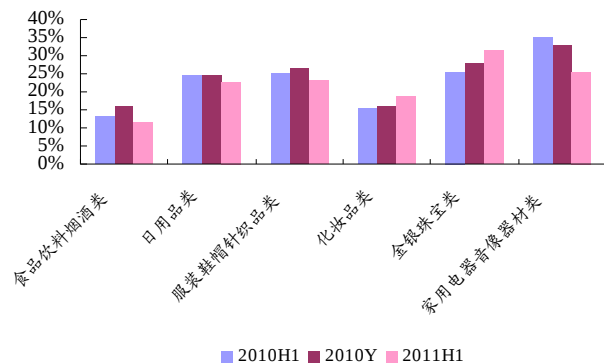
数据来源：国家统计局 上海证券研究所

图 9 限额以上批发零售业主要类别名义增速（2011vs2010）



数据来源：acmr 上海证券研究所

图 10 限额以上批发零售业主要类别实际增速（2011vs2010）

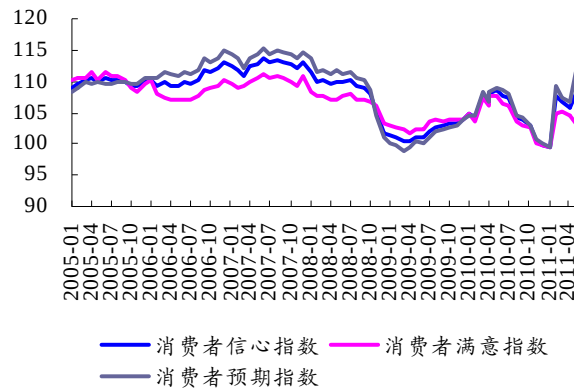


数据来源：acmr 上海证券研究所

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

我们延续中期策略观点，中国经济的转型并非一蹴而就，消费成为拉动经济增长的主要力量这一目标，需要时间的锤炼。城镇化、消费升级等因素推动下的国内消费中长期发展前景毋庸置疑，但短期内我们不可能寄望于消费的爆发性增长，毕竟通货膨胀、经济快速增长的持续性、居民收入实质性增长等扰动消费增长的问题亟待解决。后期我们需要关注通胀是否会持续，若通胀难以解决，势必会影响到消费者信心，消费增速呈现下滑趋势的风险也将变大。

图 11 消费者信心指数（2005 年至今）

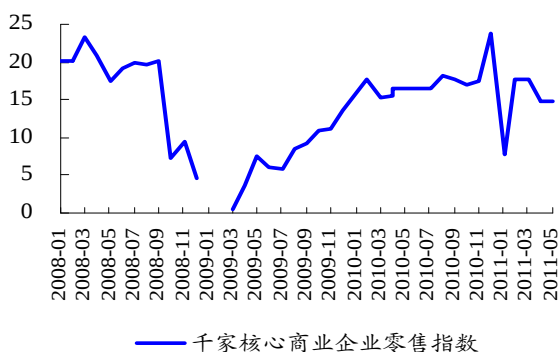


数据来源：国家统计局 上海证券研究所

二、6 月份核心商企增速继 5 月下滑后趋于平稳

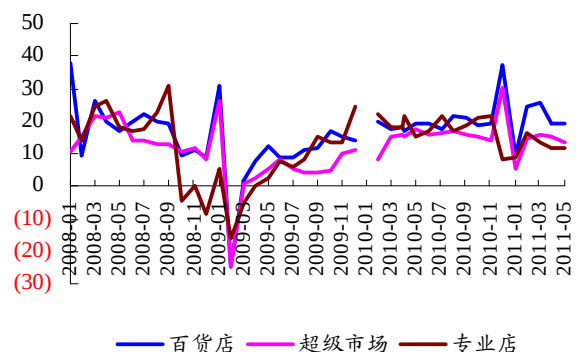
2011 年 6 月千家核心商业企业零售指数为 14.70%，与 5 月数据持平。核心商企销售额增速继 5 月份下滑明显后，6 月份未继续下滑，趋于平稳；但其增速仍明显低于今年前几个月。分业态看，6 月份重点商业企业中的百货店、超级市场、专业店的销售额同比增长分别为 19.1%、13.4%和 11.9%，百货店的销售增长仍明显好于超级市场和专业店两个业态。

图 12 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 13 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

根据中华全国商业信息中心的数据，全国 50 家重点大型零售企业 6 月份销售增速进一步大幅放缓，零售额同比增长 16.1%，相比较前 5 个月 27.1%的增速降低了 11 个百分点。而同时我们看到，艾瑞咨询的数据显示，今年上半年国内网购规模达到 3412 亿元，同比增

长 83.4%。网购规模持续如此高的增长速度，给传统零售商带来的压力显而易见；我们认为在未来的发展中，网络购物必会成为零售的主要渠道之一，不可忽视。

三、七月份零售板块弱市中跑赢大盘指数

截至 7 月最后一个交易日，7 月份零售板块上涨 2.59%，而同期沪深 300 指数下跌 2.37%，零售板块明显跑赢沪深 300 指数；在整个市场持续低迷的七月，消费类板块因其防御性重新得到认可，这也是零售板块 7 月表现较好的主要原因。年初至今，零售板块累计跌幅为 8.45%，同期沪深 300 指数下跌 4.99%，零售板块累计跑输沪深 300 指数 3.46 个百分点；零售板块今年的整体表现仍逊于大盘指数。

图 14 零售指数与沪深 300 指数走势对比（2011 年 7 月）

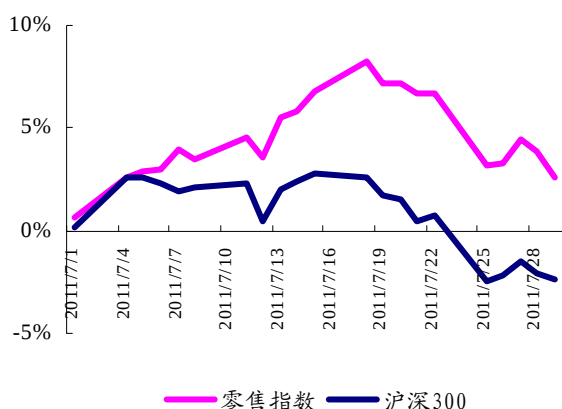
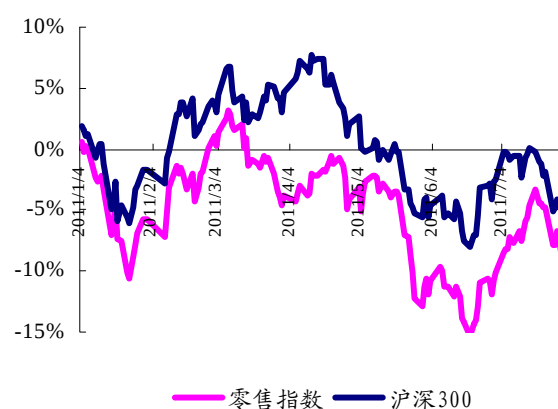


图 15 零售指数与沪深 300 指数走势对比（年初至今）



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 16 零售板块与沪深 300 及全部 A 股估值水平历史对比

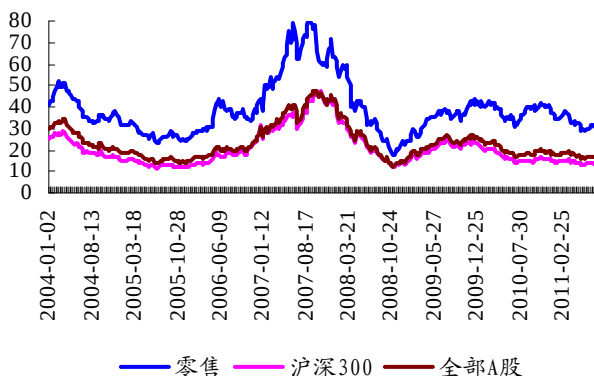
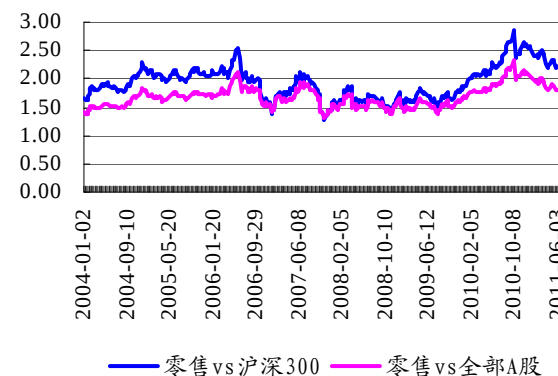


图 17 零售板块相对沪深 300 估值溢价高位回落



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

目前零售板块市盈率（TTM）为 30.91 倍，为沪深 300 市盈率（TTM）的 2.34 倍。随着近期消费类股票的上涨，零售板块的相对于大盘指数的估值溢价又有所回升，高于历史均值（1.94 倍）。目前主要百货类上市公司 2011 年、2012 年动态市盈率均值分别为 25 倍和 19 倍；超市类上市公司 2011 年、2012 年动态市盈率均值分别为 34 倍和 26 倍（永辉超市、华联综超、三江购物相对估值较高；其他四家超市类公司 2011、2012 动态市盈率均值在 27 倍和 20 倍左右）。

四、行业评级、策略及重点股票

我们维持零售业中期策略观点：综合零售业基本面及估值情况，中国消费市场未来成长的光明前景仍然是零售业能够持续增长的最大基本面，仍可看好行业中长期价值，防御性佳。鉴于我们的评级需与大盘指数（沪深 300 指数）作对比，而从市场估值的结构看，零售板块的估值溢价并不能算低，进攻性略显不足。从未来的发展看，传统零售业公司将面临网络购物与租金、人力等成本上升的双重压力。维持行业“中性”评级。

短期看，对零售业上市公司而言可能面临的正面因素亦存在：（1）九月份，个税起征点将正式提高；（2）中报稳定增长的业绩披露；（3）步入下半年，估值基础将向 2012 年业绩转移；同等估值水平下，目标股价可得以提升。

在零售业投资标的的选择上，我们建议关注以下两类公司：（1）从当前业绩增长稳定角度，仍建议关注区域型龙头百货，友阿股份、成商集团、新华百货等；（2）从未来行业发展趋势看，建议关注寻求业态突破与新发展的上市公司，如苏宁电器、友阿股份。

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。