

2012 拐点年，绝望中孕育希望 ——零售行业 2012 年年度策略

民生精品---投资策略报告/商贸零售行业

2011 年 11 月 10 日

报告摘要:

➤ 2011 年回顾关键词：高CPI，金银珠宝，低迷市场，网络零售

从 2010 年 10 月 CPI 超 4 以来，一直不断攀升，10 月为 5.5%，首次回落到 6 以下。1-10 月 CPI 累计增长 5.6%，预计仍将继续回落，但全年均处高位运行。

➤ 金银珠宝增长与市场表现均一枝独秀

金银珠宝类零售额从 09 年 12 月份开始一直处于同比领涨态势，11 年 9 月同比增长 32.40%，1-9 月平均增速为 41.37%。目前为止，老凤祥比年初上涨 46%，飞亚达上涨 37%，涨幅领先全行业。

➤ 除老凤祥与飞亚达外，行业其它公司表现相当低迷，估值达5年来最低

2011 年 1-10 月，中信商贸零售行业板块共下跌 17.21%，在所有行业中排名 17，跌幅超出沪深 300 指数 7.44%。前 10 个月中仅 2 月、7 月和 8 月零售行业指数显著跑赢沪深 300。公司方面，涨幅最大的是新华都（16%），与商业城（13%）。2011 年行业估值仅为 20 倍，2012 年为 16 倍，估值溢价率 1.81，为 5 年最低。

➤ 2012 年展望：拐点来临，难过的一年，但仍有希望

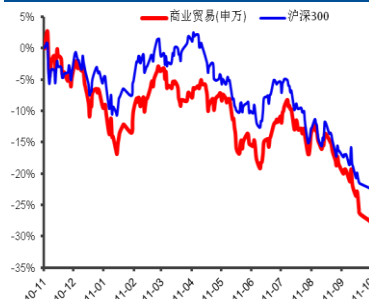
2012 年九大猜想：增速下滑；网络零售更火热；打折促销增多；商业地产价格下调；市场倒逼百货商转型；可选消费降温；兼并收购难度缓和；必选消费增长有保障；或有利好政策出台。

➤ 投资建议

正面因素：1、尽管行业增速下滑，但增长相对其它行业仍有确定性及稳定性优势。2、2011 年表现疲软，部分公司以时间换取空间。3、预计明年 1 季度后，市场担心会逐步消化。负面因素：增长低于预期，引发市场担忧。维持行业推荐评级，建议关注王府井，天虹，鄂武商，首商股份，重庆百货，友阿股份，欧亚集团，与成商集团，此外大商与友好集团作为长期品种可持续关注。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝
执业证书编号：S0100511060002
电话：(86755)22662074
Email: tianhuilan@mszq.com

联系人：王羽
电话：(86755)22662070

联系人：陈玉蓉
电话：(86755)22662096

相关研究

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
首商股份	12.66	0.59	0.75	0.94	21.46	16.88	13.47	强烈推荐
重庆百货	41.59	1.70	2.15	2.64	24.44	19.34	15.77	强烈推荐
天虹商场	23.19	0.81	1.05	1.35	28.75	22.09	17.15	强烈推荐
鄂武商 A	17.73	0.76	1.00	1.34	23.33	17.73	13.23	强烈推荐
王府井	41.18	1.46	1.91	2.44	28.25	21.55	16.85	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

目 录

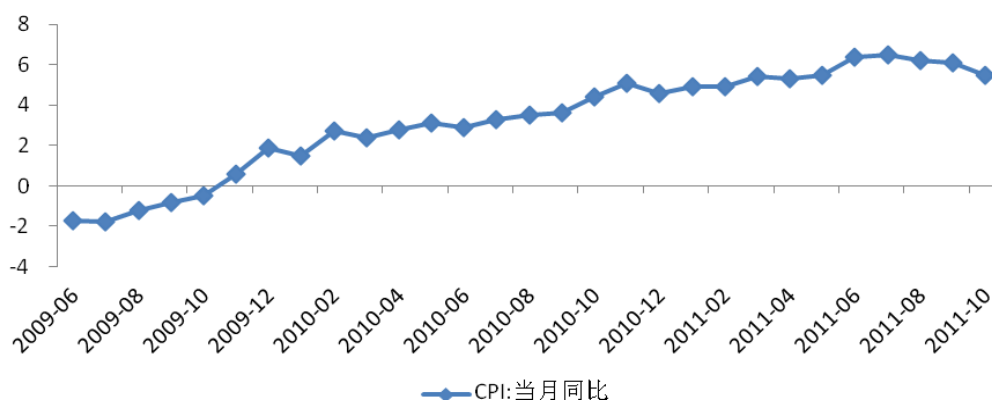
一、2011 年度回顾关键词：高 CPI，金银珠宝，低迷市场，网络零售	3
1、2011 年 CPI 高位运行，消费者满意指数走低破百	3
2、11 年社零总额稳定增长，金银珠宝类为中坚力量	4
3、5 月千家核心商业指数增速放缓，专卖店业态尤其明显	5
4、今年行业市场表现不佳，行业估值达 5 年最低	5
5、2011 年行业大事记	8
6、2011 年策略报告观点检验	8
二、2012 年展望篇：拐点来临，难过的一年，但仍有希望	10
1、2012 的九大猜想	10
2、行业投资机会仍然是相对优势+确定性品种+超跌翻身	12
3、重点推荐公司点评	15
插图目录	17
表格目录	17

一、2011 年度回顾关键词：高 CPI，金银珠宝，低迷市场，网络零售

1、2011 年 CPI 高位运行，消费者满意指数走低破百

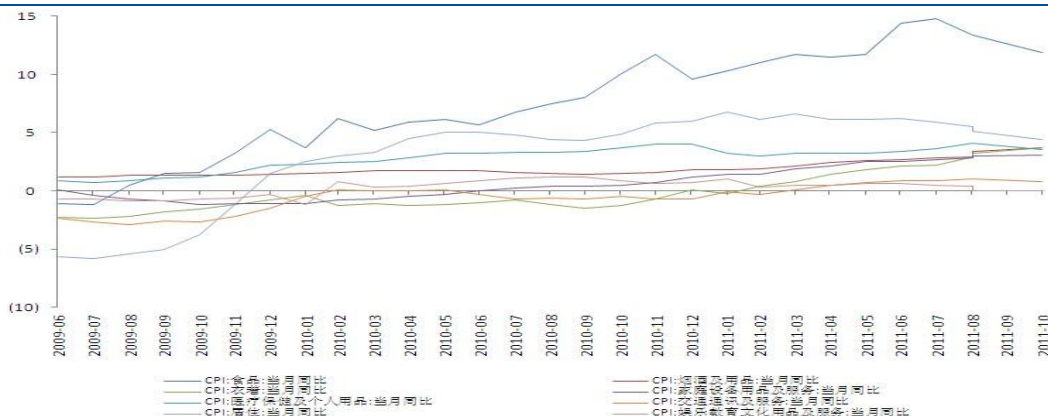
从 2010 年 10 月 CPI 开始超 4 以来，CPI 一直不断攀升，居高不下，10 月首次回落至 6 以下，单月同比为 5.5%，1-10 月 CPI 累计同比增长 5.6%。预计 11-12 月还将继续回落，但全年 CPI 高位运行。CPI 主要是受食品类价格上涨推动。

图 1: CPI 指数



资料来源：wind，民生证券研究所

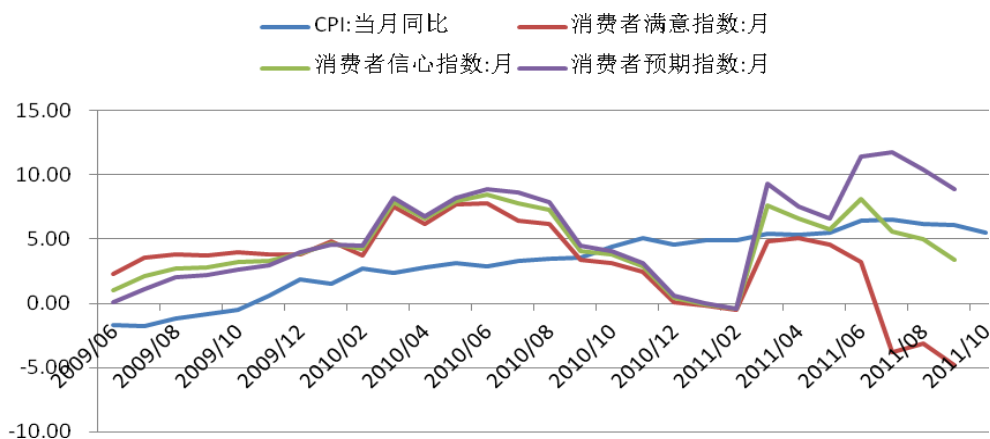
图 2: 分类别 CPI 指数



资料来源：wind，民生证券研究所

从 2010 年 7 月开始，三大指数开始掉头向下，到 2011 年春节跌到底部开始反弹，但仅仅只过了 5 个月，2011 年 7 月消费者满意指数跌破 100，并连续 3 月运行在 100 以下。紧跟着 8 月消费者信心指数与预期指数也掉头向下。

图 3：消费者信心指数、满意指数、预期指数



资料来源：wind，民生证券研究所

2、11 年社零总额稳定增长，金银珠宝类为中坚力量

2011 年 1-10 月份，社会消费品零售总额累计实现 147,357 亿元，同比增长 17.90%；实际增速 11.3%。10 月份社零总额实现 16,546 亿元，同比增长 17.2%，与 9 月相比减少 0.5 个百分点。剔除物价上涨因素，10 月份社会消费品零售总额增速为 11.7%，与 9 月相比上升 0.1 个百分点。

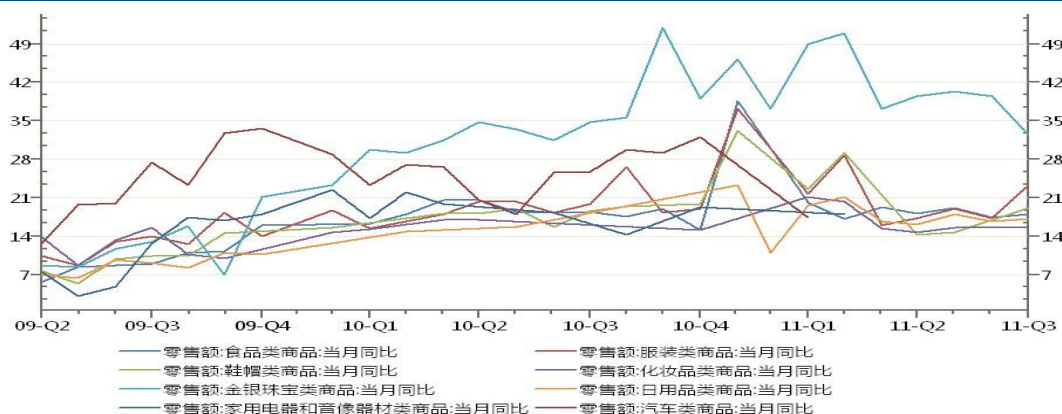
图 4：月度社会消费品零售总额



资料来源：wind，民生证券研究所

从品类来看，金银珠宝类零售额从 09 年 12 月份开始一直处于同比领涨态势，11 年 9 月同比增长 32.40%，1-9 月平均增速为 41.37%，是消费增长的中坚力量，但第三季度开始增速有放缓迹象。

图 5：重点品类零售额增速

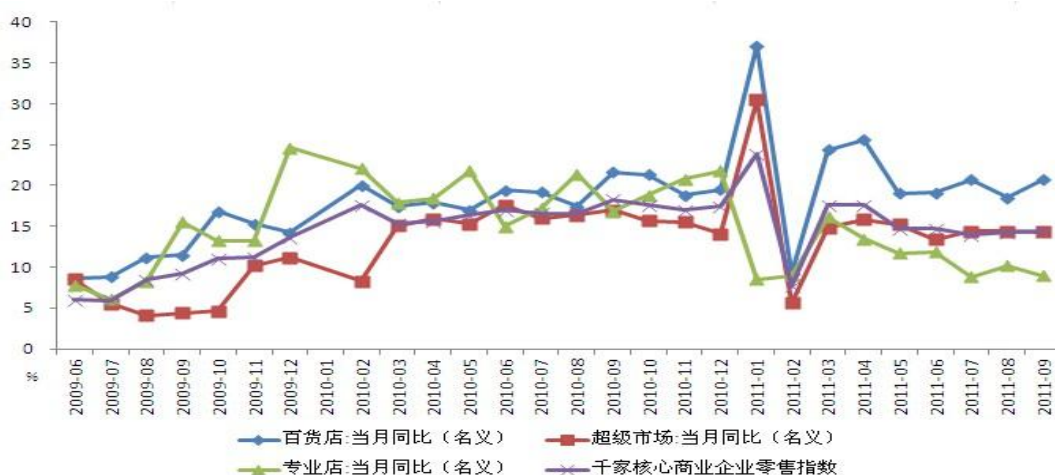


资料来源：wind，民生证券研究所

3、5 月千家核心商业指数增速放缓，专卖店业态尤其明显

千家核心商业企业零售指数 5 月相对于 4 月显著下滑，5-8 月增速一直在 14% 左右波动，且与 10 年 5-8 月同比增速相比呈下滑态势。分业态看，百货行业增速好于超市与专业店。11 年 1-9 月百货平均增速为 21.59%，同比上升 2.85 个百分点；超市行业与专业店平均增速分别仅为 15.38%/10.94%，同比上升 0.18/-7.86 个百分点。

图 6：分业态零售额增速及千家核心商业企业零售指数

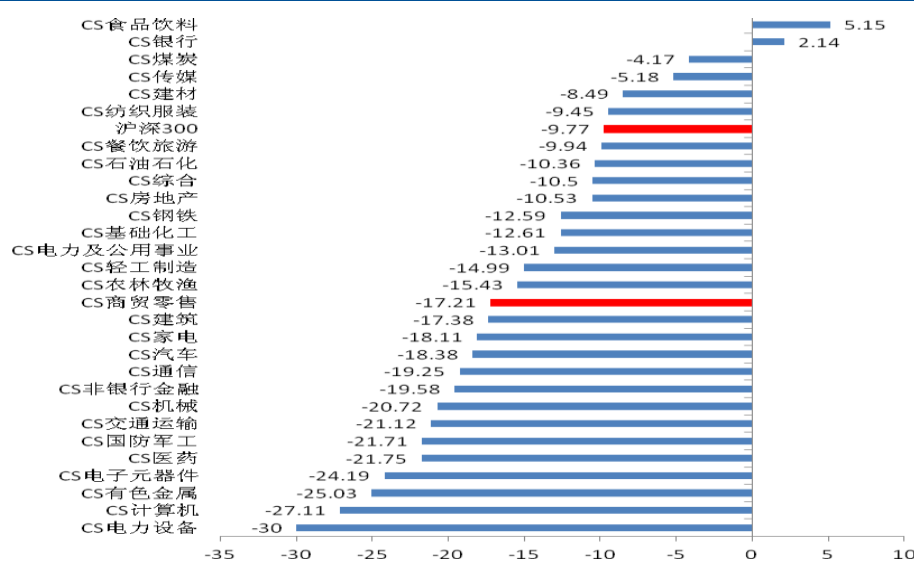


资料来源：wind，民生证券研究所

4、今年行业市场表现不佳，行业估值达 5 年最低

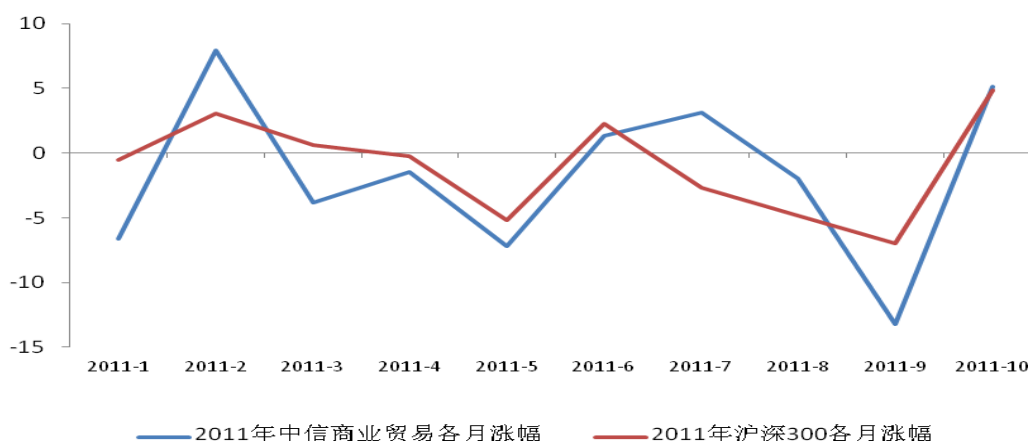
2011 年 1-10 月，中信商贸零售行业板块累计共下跌 17.21%，在所有行业中排名 17，跌幅超出沪深 300 指数 7.44%。前 10 个月中仅 2 月、7 月和 8 月零售行业指数显著跑赢沪深 300，9 月份受欧债危机的影响和市场对宏观经济的悲观预期影响，创下本年最大跌幅 13.21%。10 月份在大盘与三季报业绩带动下小幅反弹，上涨 5.16%，略跑赢沪深 300 指数 0.27 个百分点。

图 7：2011 年 1-10 月各行业涨跌幅和沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：wind，民生证券研究所

图 8：2011 年 1-10 月零售行业涨跌幅和沪深 300 涨跌幅比较



资料来源：wind，民生证券研究所

从我们覆盖的 47 家上市公司来看，2011 年 1 月 1 号至 11 月 10 号期间，共有 20 家公司跑赢行业涨幅，其中奢侈品行业飞亚达 A 涨幅遥遥领先，超市行业涨幅最大的是新华都，百货行业涨幅最大的是商业城。

表 1：2011 年 1 月 1 号至 11 月 10 号零售板块个股涨跌幅

	涨跌幅		涨跌幅		涨跌幅		涨跌幅		涨跌幅
飞亚达 A	37.53	南宁百货	-0.63	津劝业	-14.82	王府井	-20.69	华联综超	-29.53
新华都	16.18	首商股份	-2.13	新华百货	-15.35	广州友谊	-22.97	成商集团	-31.04
商业城	12.69	步步高	-3.96	益民集团	-15.74	银座股份	-24.99	大东方	-32.83
欧亚集团	8.63	天虹商场	-4.19	宏图高科	-16.67	武汉中商	-25.77	中兴商业	-32.86
美克股份	6.73	鄂武商 A	-4.40	西安民生	-17.52	新世界	-26.37	三江购物	-41.93
南京中商	6.00	重庆百货	-5.93	广百股份	-18.03	渤海物流	-26.79	小商品城	-47.15
永辉超市	4.98	友阿股份	-6.35	南京新百	-18.63	通程控股	-27.32	CS 零售	-14.58

合肥百货	0.74	长百集团	-9.20	上海九百	-18.84	人人乐	-27.78
友好集团	0.22	大商股份	-11.71	杭州解百	-19.15	东百集团	-28.45
百大集团	-0.26	开元投资	-12.59	苏宁电器	-19.54	徐家汇	-29.46

资料来源: wind, 民生证券研究所

鉴于 9 月份零售板块的大幅下跌, 2011 年行业整体估值仅为 20 倍, 行业估值与沪深 300 估值的溢价率也达到 5 年的最低, 11 年的超跌状态或将成为明年股价的刺激因素。

表 2: 2007 年-2012 年行业估值与行业估值对沪深 300 溢价率

	市盈率						行业估值/沪深 300					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CS 商贸零售	42.65	34.22	36.44	27.41	20.06	16.23	2.24	1.94	2.11	2.08	1.86	1.81
CS 煤炭	34.98	20.21	20.43	16.53	14.17	11.88	1.84	1.14	1.19	1.25	1.32	1.32
CS 非银行金融	16.35	32.23	20.6	18.08	19.08	15.47	0.86	1.82	1.19	1.37	1.77	1.72
CS 银行	17.87	12.41	11.71	9.14	6.83	5.67	0.94	0.70	0.68	0.69	0.63	0.63
CS 综合	39.46	28.53	26.04	25.31	23.77	17.06	2.07	1.61	1.51	1.92	2.21	1.90
CS 建材	46.85	36.54	31.17	22.34	12.98	10.27	2.46	2.07	1.81	1.69	1.21	1.14
CS 电力及公用事业	21.9	37.61	23.96	23.73	22.88	18	1.15	2.13	1.39	1.80	2.13	2.01
CS 汽车	31.51	38.2	22.55	13.13	12.71	10.93	1.66	2.16	1.31	0.99	1.18	1.22
CS 有色金属	24.25	38.87	56.84	39.76	25.13	20.15	1.27	2.20	3.30	3.01	2.34	2.25
CS 钢铁	9.67	11.25	28.56	16.35	15.73	11.92	0.51	0.64	1.66	1.24	1.46	1.33
CS 机械	28.66	27.78	32.11	22.67	17.49	13.76	1.51	1.57	1.86	1.72	1.63	1.53
CS 轻工制造	24.32	20.85	22.98	21.62	21.15	15.05	1.28	1.18	1.33	1.64	1.97	1.68
CS 食品饮料	85.65	60.62	52.89	37.3	27.83	19.71	4.50	3.43	3.07	2.83	2.59	2.20
CS 石油石化	12.09	16.17	14.28	12.52	11.62	10.22	0.64	0.92	0.83	0.95	1.08	1.14
CS 房地产	25.71	21.23	17.96	14.86	10.86	8.28	1.35	1.20	1.04	1.13	1.01	0.92
CS 建筑	33.94	31.38	18.06	14.76	12.02	9.75	1.78	1.78	1.05	1.12	1.12	1.09
CS 基础化工	42.08	31.84	43.33	36.6	21.5	15.52	2.21	1.80	2.51	2.77	2.00	1.73
CS 电力设备	50.06	43.91	31.54	27.69	26.5	19.82	2.63	2.49	1.83	2.10	2.46	2.21
CS 医药	59.86	47.08	37	31.41	25.98	21.40	3.15	2.66	2.15	2.38	2.41	2.39
CS 通信	40.00	22.27	31.65	35.71	28.85	18.80	2.10	1.26	1.84	2.71	2.68	2.10
CS 家电	39.81	33.73	26.35	18.03	14.56	12.01	2.09	1.91	1.53	1.37	1.35	1.34
CS 餐饮旅游	34.77	32.52	35.31	28	22.1	17.6	1.83	1.84	2.05	2.12	2.05	1.96
CS 国防军工	79.81	88.41	89.34	57.28	60.9	49.01	4.19	5.00	5.18	4.34	5.66	5.46
CS 传媒	66.75	62.75	54.62	48.29	32.88	26.44	3.51	3.55	3.17	3.66	3.06	2.95
CS 计算机	61.5	48.17	41.52	38.29	30.51	21.84	3.23	2.73	2.41	2.90	2.84	2.43
CS 纺织服装	32.85	28.12	30.13	29.56	20.26	16.01	1.73	1.59	1.75	2.24	1.88	1.78
CS 电子元器件	50.01	67.01	79.18	43.07	30.61	22.65	2.63	3.79	4.59	3.26	2.84	2.53
CS 交通运输	15.29	11.68	22.58	12.42	11.43	10.97	0.80	0.66	1.31	0.94	1.06	1.22
CS 农林牧渔	56.86	49.48	52.33	39.08	28.92	21.07	2.99	2.80	3.04	2.96	2.69	2.35
沪深 300	19.03	17.67	17.24	13.2	10.76	8.97						

资料来源: wind, 民生证券研究所

5、2011 年行业大事记

2011 年行业遭遇网络零售以及监管政策利空，整体大蛋糕仍然在快速膨胀，但增长有分化。

表 3：2011 年每月行业事

2011	
1 月	网络零售报道铺天盖地。
2 月	商务部农业部发布关于全面推进农超对接工作的指导意见，降低农产品的流通成本，争取在十二五期间解决农产品产销过程中‘最后一公里’的问题。”
3 月	中国国家发改委联合中消协发出通知，在北京、上海、武汉、广州、深圳等零售重镇全面开展整顿规范零售商业行业价格行为的专项整治行动，推进明码实价。
4 月	温家宝总理在国务院第四次廉政工作会议上明确提出，要重点整治查处收送礼金问题，对收送各类有价证券、支付凭证和商业预付卡的，以收送同等数额的现金处理。
5 月	国务院办公厅转发人民银行、监察部等七部门《关于规范商业预付卡管理的意见》，要求商业预付卡实名制，特别要求不记名商业预付卡面值不超过 1000 元，记名商业预付卡面值不超过 5000 元。
6 月	2011 年 6 月 15 日，商务部新闻发言人姚坚率先表态，中国将进一步下调进口关税，包括部分中高档商品的关税，基本降低幅度定在 2%-15%左右，化妆品、高档烟酒品种会先行。
7 月	财政部网站针对性地刊发了文章《不应取消或降低奢侈品进口消费税》，与商务部有分歧。
8 月	无
9 月	无
10 月	淘宝商城涨价。
11 月	商务部、发改委等 34 个部门联合发布了《服务贸易发展“十二五”规划纲要》。

资料来源：民生证券研究所

6、2011 年策略报告观点检验

观点 1：在 2011 年策略报告中，我们提出了 2011 年是零售业发展的美丽时光，给予行业强烈推荐评级。

点评：看对了开始，没看对结局。受益通胀，到目前为止零售业的业绩都不错，但对消费减速以及利空政策的担心一直笼罩市场，导致行业今年业绩很好，但市场表现很差的冰火两重天格局。

观点 2：2010 年我们就强调奢侈品消费，休闲娱乐传媒板块是消费升级投资主题的深度挖掘机会，在 2011 年策略报告中，继续推荐消费升级主线。

点评：观点验证且消费升级与抗通胀投资机会超预期。名表消费依然保持快速增长，甚至超出之前预期，但对黄金首饰标的投资机会没有把握住。年底传媒板块爆发不仅是消费升级主题还有更深层次意义。

观点 3：在年中我们提出如果消费下滑，不仅是因为 CPI 回落，还有价格过高抑制消

费所致。

点评：观点正在验证。CPI 回落对黄金珠宝类抗通胀消费与针对日常生活的超市销售有影响，但目前百货销售放缓与 CPI 回落无关，而是因为服饰类商品价格过高购买力不足，暖冬以及经济不景气预期所致。

观点 4：看好汽车售后服务市场，汽车 4S 业态快速增长

点评：判断失误。汽车售后服务市场固然巨大，但在国内汽车 4S 店仍以汽车整车销售为主的情况下，今年汽车行业销售不景气，4S 行业增长低于预期。

观点 5：兼并收购动作频频

点评：判断失误。兼并发展是行业发展大势所趋，但 2011 年兼并收购成功案例数并不多，高昂的收购价是主要障碍，可见兼并收购潮还需等待，但应该为时不远。

表 4：2011 年零售并购案例

零售商	被收购方
西单商场	2011 年 6 月，西单商场股份以 9.92 元/股向首旅集团定向增发 2.49 亿股购买其旗下新燕莎控股 100% 的股权。增发完成后，首旅集团将直接和间接持有西单商场 57.78% 的股权，成为公司的控股股东。2011 年 6 月 7 日，首旅集团持有的新燕莎控股 100% 股权已经在北京市工商行政管理局完成股权过户手续，股权持有人变更为西单商场。2011 年 7 月 9 日，董事会通过变更公司名称的议案，将公司名称变更为“北京首商集团股份有限公司”。
海航商业	4 月中旬，海航商业公布，已完成了对乐万家 51% 股权的收购，成功挺进华南市场。4 月底，海航商业收购家润多 80% 股权。8 月 9 日，海航商业再次传出消息，拟收购南通超越超市 100% 股权。
银泰百货（并购失败）	8 月 2 日，鄂武商发布公告称，武汉国资委旗下的武商联、武汉国资公司及武汉经发投集团一起，向全体股东发出要约收购申请，再次增持鄂武商 5% 股权，使武汉国资方控股鄂武商的比例提高到 34.99%，这使银泰彻底不敌武商联，不得不从“股权大战”中退出，其“大股东”梦也由此被粉碎。
高鑫零售（合并上市）	7 月 3 日，大润发与欧尚的捆绑上市公司主体——高鑫零售宣布，公司全球发售 11.44 亿股股份。至此，筹划 2 年之久的大润发上市计划终于尘埃落定。大润发和欧尚合并上市，也成为近年来国内综超企业上市的第一大单。
华润创业	8 月初，华润创业发布公告称，将以总价 36.9 亿元，向江西洪客隆集团以及两位独立第三方收购洪客隆百货投资有限公司的全部股权，藉以提高其在江西省零售业务的市场份额。
步步高（拟收购）	4 月 18 日，步步高发布公告称，其控股股东步步高投资集团股份有限公司与台湾统一集团旗下统一超商签署合作意向书，拟收购四川统一量贩超市及成都统一量贩超市各 60% 股权，利用双方优势共同在四川经营量贩超市。
友谊股份	8 月 29 日，友谊股份发布《上海友谊集团股份有限公司关于换股吸收合并上海百联集团股份有限公司完成结果、股份变动暨新增股份上市公告》。公告指出，友谊股份以新增 A 股股份换股吸收合并百联股份已于 8 月 26 日完成。这正式宣告历时 1 年的重组历程终于画下一个圆满句号。
新华都、永辉	10 月 28 日，新华都董事会审议通过了对易买得旗下 4 家子公司的收购协议。新华都也成了第一家并购外资卖场的本土零售企业。11 月 1 日，永辉超市全资子公司北京永辉超市有限公司与韩国株式会社易买得签署了收购北京易买得商业有限公司的协议。

资料来源：民生证券研究所

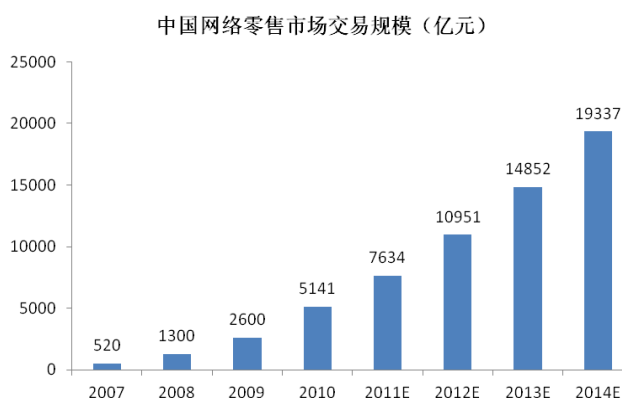
观点 6：OUTLETS 业态快速发展

点评：判断失误。OUTLETS 业态未来确实有发展空间，但要想开一个标准意义的 OUTLETS 并不容易，反而如果把 OUTLETS 开成一个打折店更有市场。

观点 7：网络零售仍将快速增长

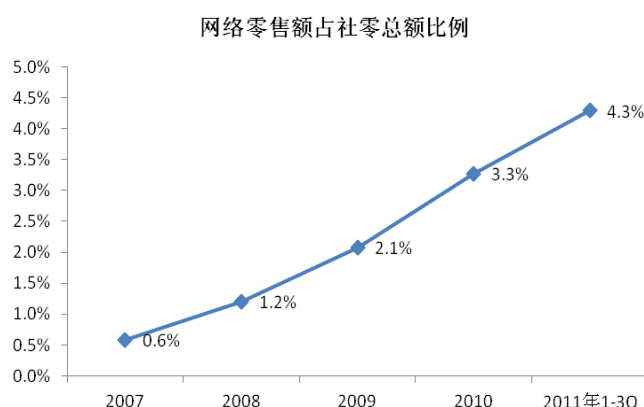
点评：正确。2011 年网络零售高速发展，1-3 季度累计网络零售总额达 5612 亿，同比增长 61.5%。网络零售一直保持着惊人的增长速度，07 至 10 年 3 年复合增长率为 114.6%，中国电子商务研究中心预测，到 2011 年底，中国网络零售总额将达 7634 亿，明年将突破 10000 亿大关。网络零售占社零总额的占比也不断提高，从 07 年的 0.6%到截止今年 3 季度的 4.3%。

图 9：2007 至 2014E 网络零售市场交易规模



资料来源：民生证券研究所

图 10：2007 至 2011 年 3 季度网络零售占比



资料来源：民生证券研究所

二、2012 年展望篇：拐点来临，难过的一年，但仍有希望

1、2012 的九大猜想

猜想 1：全行业收入平均增速下调至 17%，净利润平均增速下调至 24%

理由：第一，经济不景气影响消费支出；第二，2010 与 2011 年连续两年高增长提升基数；第三 CPI 回落导致价格推动型增长失去基础。

表 5：2012 年行业收入增速预测

	2008	2009	2010	2011(1-3Q)	2012E
百货	16.72%	12.38%	26.96%	20.65%	18%
超市	26.68%	18.43%	21.33%	23.22%	20%
家电连锁	23.84%	17.72%	25.86%	23.33%	18%
金银珠宝	43.78%	13.92%	38.43%	49.71%	16%
行业平均	21.50%	14.69%	26.63%	23.94%	17%

资料来源：民生证券研究所

表 6：2012 年行业净利润增速预测

	2008	2009	2010	2011(1-3Q)	2012E
百货	0.60%	10.38%	35.31%	40.21%	25%

超市	10.32%	5.77%	10.30%	34.28%	25%
家电连锁	43.25%	38.78%	41.18%	22.95%	23%
行业平均	12.64%	18.64%	34.17%	33.73%	24%

资料来源：民生证券研究所 说明：金银珠宝行业净利润增速由于上市公司数量少且非经常损益较多，故不单独计算

猜想 2：网购发展更迅速

理由：第一，经济不景气预期下的消费支出会对价格更敏感，即使存在质量等担忧，但商场过高的价格仍令消费者望而却步，更愿意网购。第二，政策支持。国家即将出台的内贸十二五规划明确电子商务交易额从 2010 年的 4.5 万亿上升到 12 万亿；网上购物零售额规模从 2010 年的 5131 亿上升到 2 万亿，复合增速将分别达到 22%与 31%，远高于社零复合增速。

猜想 3：价格临界值显现，客流量下降，百货打折促销增多，商品价格下降，以打折为主的 OUTLETS 更受欢迎，毛利率下滑

理由：第一：产品价格超越品牌价值，且受棉花，租金，人工，运输等费用影响，服装价格畸高，消费者买不起，客流下降，导致存货激增，要盘活资金必须要打折促销。第二：收入增速放缓，购买力下降。

表 7：近期各地关于商场价格的报道

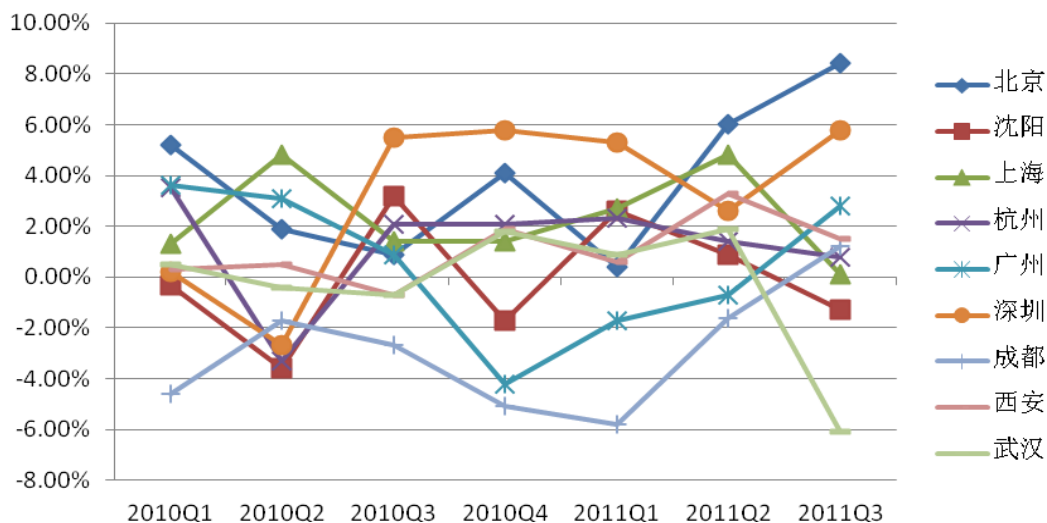
2011	
烟台	今秋服装价格普涨 20%，千元一件衣服极其平常
海口	秋冬装价格较去年同期上涨一成，服装销量下降
北京	某牌服装去年和今年的夏款服装报价表，去年一女款 T 恤的价格是 473 元，今年的价格是 573 元。衬衫、连衣裙、短裙也比以前高了 70 元到 180 元。
太原	冬装每年都会涨，今年平均涨幅在 10%至 20%之间。常见品牌的外套，500 元一件的已难以觅得，多数品牌外套标价都突破了 1000 元。衬衣、内衣的价格也高得非一般工薪族所能承受。在商场内，多数单衬衣的标价都在 500 元以上，而加厚的棉衬衣，标价则高到 1100 元。
深圳	根据市国家统计局深圳调查队近日公布的数据，5 月服装价格同比去年上涨 6.2%，6 月上涨 6.3%，7 月上涨 11%，8 月上涨 11%，9 月上涨 8.4%。
滨州	今年与去年相比，衣服吊牌上的定价上涨了 100~500 元不等。
南昌	新款羽绒服上市，只能打 8.8 折，打完折都要 1000 多元。去年同一品牌的一件羊绒大衣只要 700 多元。
济南	蚕丝被价格上涨 10%，韩国服饰同类价格比以往涨了约 30%

资料来源：民生证券研究所

猜想 4：商业地产价格降低，租金有望下调

理由：第一：对地产调控政策不放松，资金紧缩压力大，令部分地产商不得不降价出售或出租；第二：商业地产价格上涨过快，零售商成本增加导致租不起或买不起，需求下降，另一方面商业地产供给增多，供求失衡。

图 11: 2010-2011Q3 年重点城市商业首层租金走势周期



资料来源：民生证券研究所

猜想 5: 市场环境倒逼百货商加速自营步伐

理由: 长期看自营是趋势, 网购, 高价, 同质化与竞争加剧都是催化剂逼迫百货商加快转型, 做差异化运营。

猜想 6: 兼并收购难度较之前缓和

理由: 由于收购价格不便宜, 收购成功不容易, 但从明年开始若生意难做, 赚钱越来越难, 个体与单体店的零售商会考虑转让出手。

猜想 7: 可选消费降温

理由: 2011 年名表, 黄金珠宝首饰等可选消费火爆, 2012 年若宏观经济不景气预期, 可选消费受影响较大, 除非货币政策再次放宽松, 或者国内富裕阶层与公款消费超出市场想象, 不然可选消费降温是大概率事件。

猜想 8: 超市收入增速受冲击相对小, 但净利润增速不一定比其它行业高

理由: 必需消费比可选消费确定性更强, 收入增速有望高于其它业态, 但受成本上升及管理水平影响, 净利润增速不一定能高于其它业态。

猜想 9: 有利好政策出台

理由: 出口, 投资两驾马车熄火, 只剩消费一条腿, 必须要加大消费支持力度。

2、行业投资机会仍然是相对优势+确定性品种+超跌翻身

行业投资机会有三类: 第一类, 在明年不确定背景中, 确定性相对更强的行业或公司。第二类, 今年超跌的公司具备一定刺激因素有望在明年翻身。第三类, 可能会发生重组等

事件刺激的公司（重组，激励）。

从行业角度来看，我们认为超市行业明年的收入增长更具确定性，但净利润增长难确定。

表 8：2012 年行业增长判断

2012	
百货	明年收入增速下滑，前低后不高
超市	明年收入增速稳定
家电连锁	明年收入增速下滑，前低后高
黄金珠宝首饰	明年收入增速快速下滑
家具	明年收入增速下滑

资料来源：民生证券研究所

从公司角度看，我们认为确定性增长分为两种，一种是制度刺激增长，一种是结构合理性增长，但必须要说明，制度刺激并不是公司业绩增长的充分必要条件。此外，翻遍整个板块，想讲重组整合类型故事的公司已经少之又少，目前来看仅剩东百与南京新百两家。

表 9：2012 年公司增长动力判断

百货类公司		超市类公司		珠宝奢侈品可选类公司		电器连锁及服务类公司	
公司名称		公司名称		公司名称		公司名称	
合肥百货		中百集团		东方金钰		通程控股	
鄂武商 A	结构增长	华联综超		老凤祥		天音控股	
开元投资		北京城乡		飞亚达		苏宁电器	股权激励
昆百大 A		步步高	结构增长	潮宏基	股权激励	宏图高科	
西安民生		新华都	股权激励	明牌珠宝		ST 三联	
中兴商业		人人乐		豫园商城		爱施德	
武汉中商		永辉超市	结构增长				
渤海物流							
广州友谊							
友谊股份	结构增长						
南京中商							
商业城							
新世界							
南京新百	整合可能						
东百集团	股权激励						
	整合可能						
大商股份	结构增长						
欧亚集团	现金激励						
	结构增长						
南宁百货							
首商股份							
重庆百货	结构增长						
兰州民百							
汉商集团							
友好集团							
新华百货							

杭州解百			
津劝业			
益民集团			
成商集团	股权激励		
上海九百			
长百集团			
银座股份			
王府井	结构增长 激励可能		
百大集团			
广百股份			
友阿股份	股权激励 结构增长		
天虹商场	结构增长		
徐家汇			
文峰股份			
三江购物			

资料来源：民生证券研究所

今年行业市场表现不佳是否能以时间换空间，明年咸鱼翻身？做极端假设，假设明年行业净利润仅增长 24%，56 家样本公司中 25 家明年估值不到 20 倍，14 家估值在 20-25 倍之间。

从超跌与估值的角度看，低于 20 倍的公司 25 家公司中确有部分公司具有投资价值。

表 10：2011 年涨跌幅及 2012 年预测市盈率

证券简称	区间涨跌幅	预测市盈率 2011	预测市盈率 2012	预测市盈率 2012*
合肥百货	0.74	19.93	19.20	18.99
鄂武商 A	-4.40	23.58	17.81	19.78
开元投资	-12.59	22.15	16.80	17.86
昆百大 A	-13.55			
西安民生	-17.52	28.27	20.97	22.79
中兴商业	-32.86	23.86	16.93	19.24
武汉中商	-25.77	22.90	18.31	18.47
渤海物流	-26.79	32.98	26.00	26.60
广州友谊	-22.97	18.30	14.68	14.76
广百股份	-18.03	20.18	16.29	16.28
友阿股份	-6.35	25.31	18.83	20.41
天虹商场	-4.19	27.89	21.22	22.50
徐家汇	-29.46	24.03	21.58	19.38
南京中商	6.00	33.27	17.04	26.84
商业城	12.69	258.95	158.25	209.00
新世界	-26.37	21.87	18.79	17.64
南京新百	-18.63	33.12	19.25	26.71
东百集团	-28.45	12.12	17.61	24.00
大商股份	-11.71	30.46	21.59	24.57
欧亚集团	8.63	26.32	19.83	21.22

南宁百货	-0.63	45.16	29.42	36.42
首商股份	-2.13	21.84	17.30	17.61
重庆百货	-5.93	22.65	17.63	18.26
兰州民百	-10.06		26.36	
汉商集团	-20.92	41.73	28.75	33.65
友好集团	0.22	26.38	16.93	21.27
新华百货	-15.35	19.34	15.36	15.60
杭州解百	-19.15	26.21	28.69	21.13
津劝业	-14.82	100.51	41.98	120.11
益民集团	-15.74		26.40	
友谊股份	-12.54	22.46	19.26	18.11
成商集团	-31.04	21.86	17.54	17.63
上海九百	-18.84		433.15	
长百集团	-9.20		85.01	
银座股份	-24.99	34.66	21.61	27.96
王府井	-20.69	29.53	22.11	23.81
北京城乡	-7.34			
百大集团	-0.26	32.51	26.48	26.21
文峰股份	5.18	20.87	16.29	16.83
家电连锁				
通程控股	-27.32	22.11	16.12	17.83
苏宁电器	-19.54	14.29	11.24	11.84
宏图高科	-16.67	18.61	13.07	15.01
ST 三联	6.19			
超市				
中百集团	-26.20	21.07	16.84	16.99
步步高	-3.96	27.31	20.10	22.02
新华都	16.18	29.43	21.88	23.73
人人乐	-27.78	26.54	21.60	21.40
华联综超	-29.53	54.13	34.98	43.66
三江购物	-41.93	33.75	29.26	27.22
永辉超市	4.98	50.26	35.63	40.53
可选类				
潮宏基	-14.85	35.16	25.15	28.36
明牌珠宝	-24.12	24.50	18.20	19.76
东方金钰	-34.11	45.35	27.57	36.57
老凤祥	46.82	28.77	21.41	23.20
豫园商城	-24.86	17.60	14.28	14.19
飞亚达 A	37.53	39.26	27.30	31.66
美克股份	6.73	33.35	22.28	26.91

资料来源：wind,民生证券研究所 预测市盈率 2012*是表示 2012 年净利润增速为 24%的估值

3、重点推荐公司点评

综合以上考虑，我们建议关注王府井，天虹，大商，鄂武商，首商股份，友阿股份，

欧亚集团，重庆百货与成商集团，此外友好集团作为长期品种可持续关注。

表 11: 重点公司推荐理由简述

		简评
王府井	2011 年是所有白马股中表现最弱，2012 年或有股权激励刺激，业绩增长稳定	
天虹商场	业绩稳定增长的保障型公司，管理效益高	
大商股份	业绩进入释放期	
鄂武商	摩尔城 3 期开业略超预期	
首商股份	业绩释放有动力，估值便宜	
友阿股份	业绩内生增长性强，outlets 超预期	
欧亚集团	业绩稳定增长，有管理层激励刺激	
重庆百货	业绩稳定增长，估值便宜	
成商集团	业绩稳定增长，估值便宜	
友好集团	区域零售商最具发展潜力的公司	

资料来源：民生证券研究所

表 12: 重点公司盈利预测

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
600723	首商股份	12.66	0.59	0.75	0.94	21.46	16.88	13.47	强烈推荐
600729	重庆百货	41.59	1.70	2.15	2.64	24.44	19.34	15.77	强烈推荐
002419	天虹商场	23.19	0.81	1.05	1.35	28.75	22.09	17.15	强烈推荐
000501	鄂武商 A	17.73	0.76	1.00	1.34	23.33	17.73	13.23	强烈推荐
600778	友好集团	13.30	0.48	0.60	0.88	27.71	22.17	15.11	强烈推荐
600859	王府井	41.18	1.46	1.91	2.44	28.25	21.55	16.85	强烈推荐
000026	飞亚达 A	17.66	0.47	0.64	1.04	37.74	27.59	16.96	谨慎推荐
600337	美克股份	11.20	0.31	0.45	0.60	35.73	24.89	18.61	谨慎推荐
600858	银座股份	19.23	0.25	0.32	0.40	78.10	60.08	47.69	谨慎推荐
600828	成商集团	10.63	0.50	0.69	0.94	21.44	15.45	11.35	强烈推荐
601933	永辉超市	32.66	0.69	0.97	1.34	47.63	33.77	24.29	谨慎推荐
600697	欧亚集团	27.30	0.99	1.31	1.74	27.55	20.85	15.67	强烈推荐
002277	友阿股份	22.17	0.86	1.18	1.57	25.73	18.81	14.15	强烈推荐
600785	新华百货	25.18	1.23	1.55	1.93	20.49	16.28	13.07	谨慎推荐
600694	大商股份	42.03	1.20	1.69	2.27	35.03	24.83	18.53	强烈推荐

插图目录

图 1: CPI 指数	3
图 2: 分类别 CPI 指数	3
图 3: 消费者信心指数、满意指数、预期指数	4
图 4: 月度社会消费品零售总额	4
图 5: 重点品类零售额增速	5
图 6: 分业态零售额增速及千家核心商业企业零售指数	5
图 7: 2011 年 1-10 月各行业涨跌幅和沪深 300 涨跌幅比较	6
图 8: 2011 年 1-10 月零售行业涨跌幅和沪深 300 涨跌幅比较	6
图 9: 2007 至 2014E 网络零售市场交易规模	10
图 10: 2007 至 2011 年 3 季度网络零售占比	10
图 11: 2010-2011Q3 年重点城市商业首层租金走势周期	12

表格目录

表 1: 2011 年 1 月 1 号至 11 月 10 号零售板块个股涨跌幅	6
表 2: 2007 年-2012 年行业估值与行业估值对沪深 300 溢价率	7
表 3: 2011 年每月行业事	8
表 4: 2011 年零售并购案例	9
表 5: 2012 年行业收入增速预测	10
表 6: 2012 年行业净利润增速预测	10
表 7: 近期各地关于商场价格的报道	11
表 8: 2012 年行业增长判断	13
表 9: 2012 年公司增长动力判断	13
表 10: 2011 年涨跌幅及 2012 年预测市盈率	14
表 11: 重点公司推荐理由简述	16
表 12: 重点公司盈利预测	16

分析师简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。