

零售行业 2012 年投资策略

拨开迷雾选个股

可选消费/零售

投资要点：

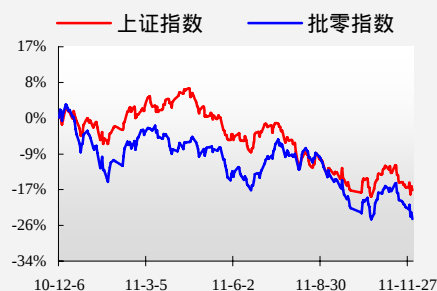
- **板块行情回顾——走势相对疲软**：2011 年 1-11 月，申万商贸指数累计下跌 23.51%，跌幅超过沪深 300 同期 14.62% 的跌幅，走势相对疲弱。我们认为行业 2010 年的涨幅过大对今年表现有所透支，行业存在估值压力，且伴随市场对明年业绩的担忧，行业指数表现欠佳，我们认为 2012 年在通胀回落和高基数的压力下，行业业绩难有超预期的表现，我们的投资策略也更偏向于个股的选择。
- **行业经营现状——社零增速平稳，业绩增长稳定**：1-10 月，我国社会消费品零售总额 147357 亿元，同比增长 17%，与前 3 季度持平。其中，10 月社零总额为 16546 亿元，同比增长 17.2%，比 9 月下降 0.5 个百分点，实际增速较 9 月略有提高。从上市公司 3 季报数据看，2011 年前 3 季度，行业可比上市公司营业收入同比增长 38%，归属上市公司股东净利润同比增长 66%，扣除非经常性损益净利润增长也在 45% 左右，在通胀环境下，上市公司经营情况乐观。
- **未来预期——利好不瘟不火，利空引发担心**：我们认为行业发展在未来仍处于城镇化进程和消费升级的有利环境下，“十二五”期间政策向消费的倾斜也使行业面临新的发展机遇；与乐观因素放眼于长远相比，行业短期也面临着一些令市场担心的悲观因素，如国内外经济的不确定性对就业和收入造成负面影响进而影响消费；CPI 下行及成本上涨的单向性对公司业绩造成一定压力；行业增速基数已经偏高；市场对电子商务冲击实体店经营的担忧加剧等。
- **投资策略——拨开迷雾选个股**：从中短期看，我们认为抗风险能力是最值得关注的因素，偏向于选择业绩有保障、估值较低及超跌的公司，如欧亚集团、文峰股份、鄂武商 A 和王府井；从中长期看，良好的盈利模式和清晰领先的发展战略是企业发展的王道，区域性百货由于跨区扩张难度较高，我们更看重其区域垄断能力，其中包括对核心商圈的掌控、高端品牌的引进及渠道下沉的效果，长期看好鄂武商 A、友阿股份；全国连锁性公司我们更看重其扩张的有效性 & 可持续发展的能力，长期看好天虹商场、王府井和永辉超市。
- **风险提示**：经济增长的不确定性带来的系统性风险，购物卡规制、电子商务增长等因素对行业发展及市场预期影响超出预期、上市公司业绩低于预期等。

同步大势

下调评级

发布时间：2011 年 12 月 5 日

走势图



子行业	评级
百货	同步大势
超市	同步大势

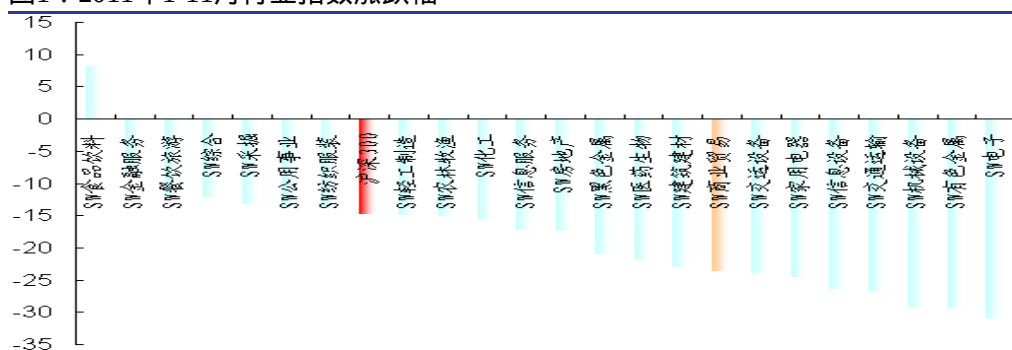
重要公司	评级
欧亚集团	推荐
文峰股份	推荐
鄂武商 A	推荐

分析师：罗旷怡
执业证书编号：S0550511020002
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: luoky@nesc.cn
地址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮编：200002

1. 板块行情回顾——走势相对疲软

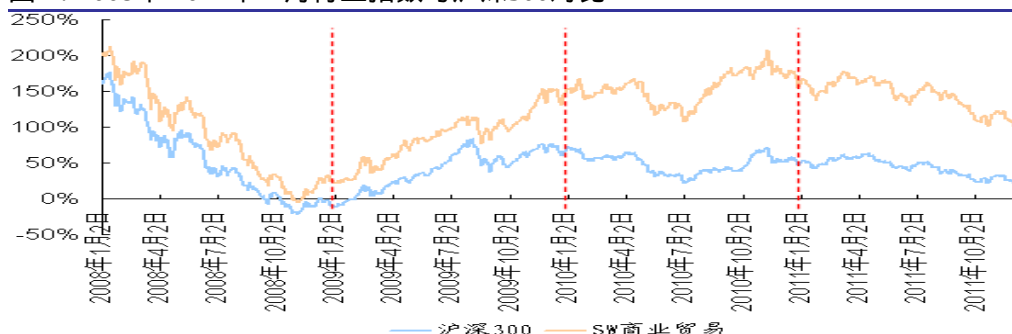
2011年1-11月，申万商贸指数累计下跌23.51%，跌幅超过沪深300同期14.62%的跌幅，走势也明显弱于食品饮料和医药，并未体现出传统的防御性特征，走势相对疲弱。从行业历史走势看，无论是在2008年的下跌行情中还是在2009-2010年的上涨行情中，行业都有优于沪深300的表现，尤其是2010年，行业表现抢眼。而对应行业业绩看，行业收入增速在2010年4季度已经达到高点，2011年在通胀作用下，保持了高基数下的稳定增长；行业利润增速则在今年1季度回调后逐季攀升，若扣除非经常性损益因素，增速也趋于平稳。因此，我们认为行业2010年的涨幅过大对今年表现有所透支，行业存在估值压力，且伴随年内时有购物卡規制、食品安全、价格欺诈等不利于行业的事件出现及后期开始对明年业绩的担忧，行业指数表现欠佳。我们认为2012年在通胀回落和高基数的压力下，行业业绩难有超预期的表现，我们的投资策略也更偏向于个股的选择。

图1：2011年1-11月行业指数涨跌幅



数据来源：国家统计局，东北证券

图2：2008年-2011年11月行业指数与沪深300对比



数据来源：国家统计局，东北证券

2. 行业经营现状——社零增速平稳，业绩增长稳定

2.1 社零增速平稳，CPI稳步回落

国家统计局发布数据显示，1-10月，我国社会消费品零售总额147357亿元，同比增长17%，与前3季度持平。其中，10月社零总额为16546亿元，同比增长17.2%，比9月下降0.5个百分点，实际增速较9月略有提高。社零增速有所下降主要由于汽车销售的明显回落，符合我们的预期，而文化办公、体育娱乐、通讯器材、家具建材等品类的平稳增长使社零增速保持平稳。我们认为随着年底消费旺季的到来，消费将保持这一稳定的增长趋势，实际消费增速将随CPI下降有所提升。

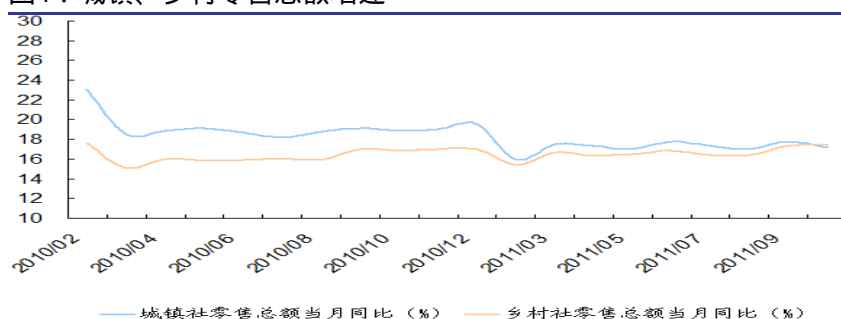
图3：社零总额单月名义增速和实际增速



数据来源：国家统计局，东北证券

按经营单位所在地分，10月，城镇消费品零售额14355亿元，同比增长17.2%，比9月下降0.6个百分点，乡村消费品零售额2191亿元，同比增长17.4%，比9月提高0.1个百分点，乡村消费稳步提升。

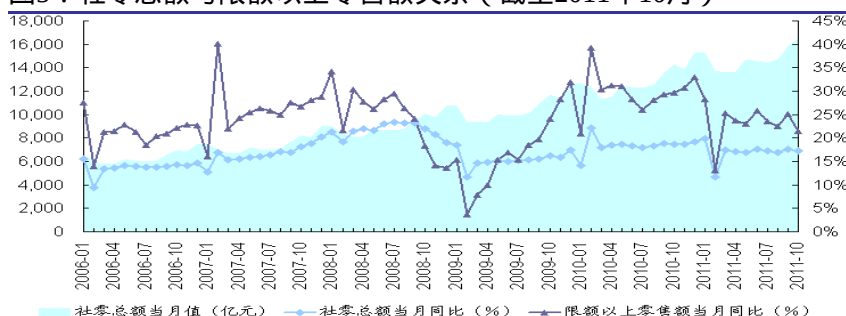
图4：城镇、乡村零售总额增速



数据来源：国家统计局，东北证券

按消费形态分，10月，餐饮收入1945亿元，同比增长17.1%，商品零售14602亿元，同比增长17.3%，在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额7027亿元，同比增长25.1%，较9月下降3.6个百分点。

图5：社零总额与限额以上零售额关系（截至2011年10月）



数据来源：国家统计局,东北证券

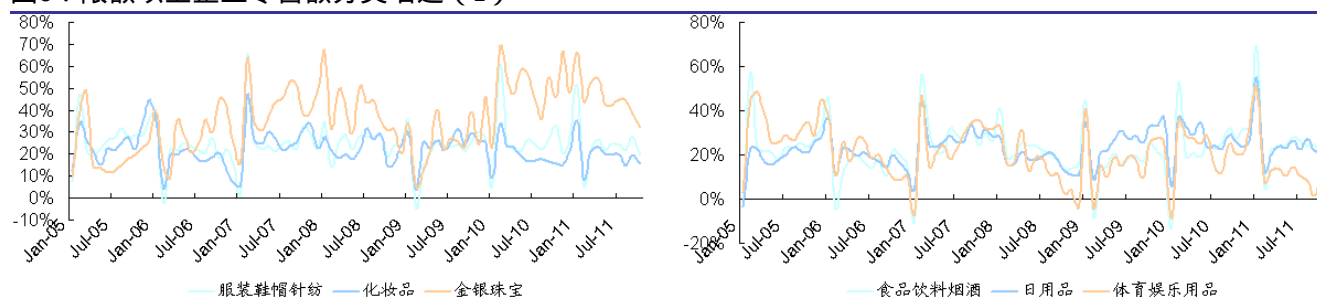
分类别来看，10月销售增长最快的为办公文化用品，增速为35.7%，比上月提高0.4个百分点；金银珠宝同比增长32.3%，增速下降6.2个百分点，主要由金价下降所致；家具、石油及制品销售增速也在30%以上；服装鞋帽、化妆品、家电音像增速下滑明显。

表1：限额以上零售企业增长情况

指标	10月		1-10月	
	绝对量(亿元)	同比增长(%)	绝对量(亿元)	同比增长(%)
限额以上商品零售	7027	21.5	62632	23.4
粮油食品饮料烟酒	903	22.7	8337	24.9
服装鞋帽针纺织品	750	19.5	6200	24.1
化妆品	100	15.5	893	19.1
金银珠宝	161	32.3	1515	46.0
日用品	249	20.4	2239	24.2
体育、娱乐用品	34	9.8	300	12.6
家用电器音像器材	534	15.3	4365	19.9
中西药品	326	24.6	3002	20.7
文化办公用品	160	35.7	1268	25.8
家具	118	33.3	919	31.6
通讯器材	99	24.5	865	27.4
石油及制品	1303	34.2	11870	38.7
汽车	1746	12.6	16569	15.6
建筑及装饰材料	144	26.1	1068	29.3

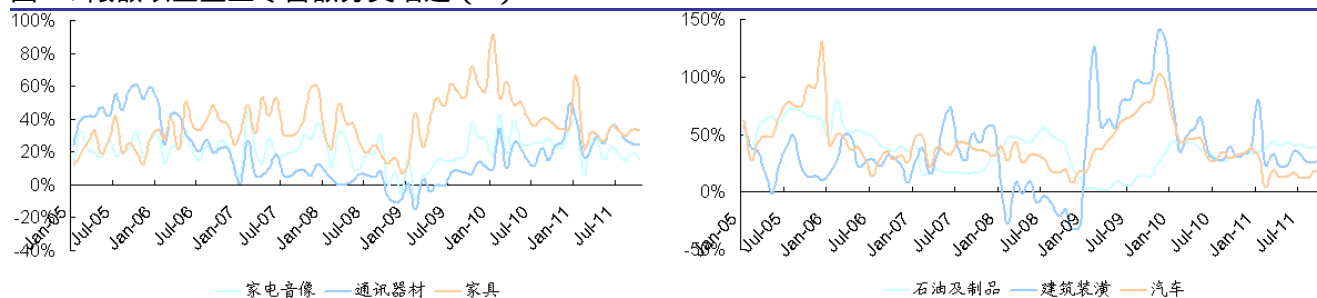
数据来源：国家统计局，东北证券

图6：限额以上企业零售额分类增速（1）



数据来源：国家统计局，东北证券

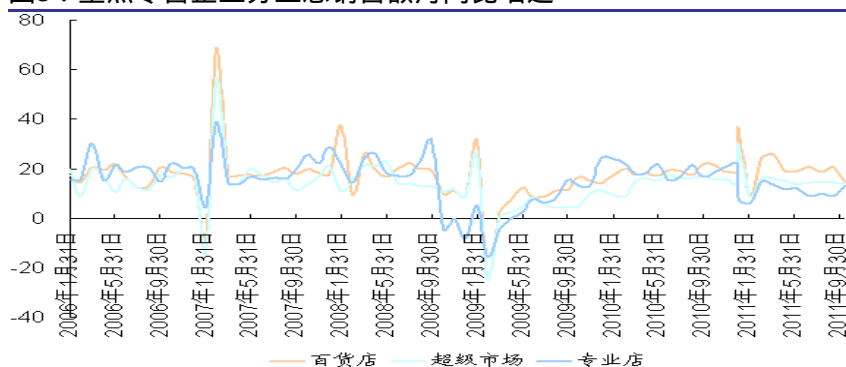
图7：限额以上企业零售额分类增速（2）



数据来源：国家统计局，东北证券

与各品类销售情况相对应，据商务部监测，10月份重点零售企业零售额同比增长13.5%，增速下降1.8个百分点。分业态来看，百货店、超市和专业店零售额同比分别增长14.5%、13.9%和11.8%，其中百货业态增速下降6.2个百分点，波动较大；超市业态增速下降0.4个百分点，相对平稳；专业连锁业态增速有所恢复，增速提高2.8个百分点。分商品类别来看，金银珠宝、食品、服装和饮料涨幅居前，零售额同比分别增长31.1%、16.7%、14.7%和14.3%，烟酒、家用电器和音像器材、文化办公用品和日用品零售额同比分别增长14.3%、14.1%、13.9%和13.2%。

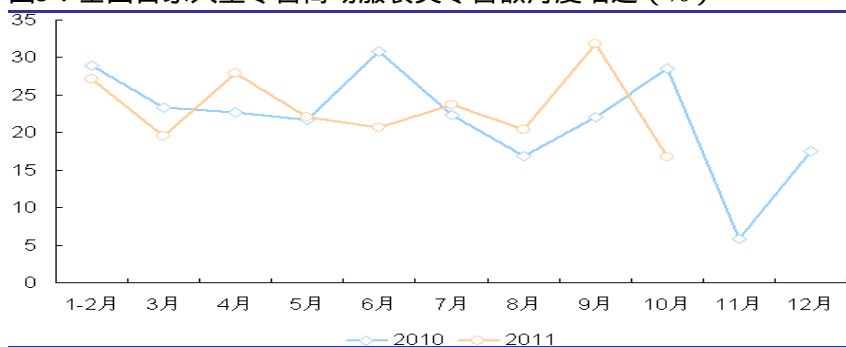
图8：重点零售企业分业态销售额月同比增速



数据来源：商务部，东北证券

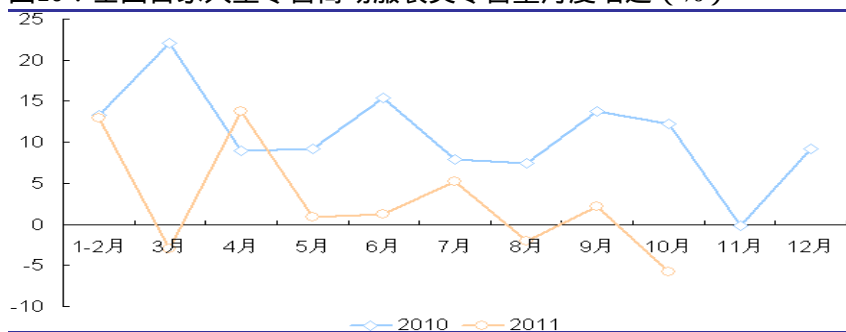
根据中华全国商业信息中心对全国百家重点大型零售企业的统计数据，2011年10月份服装类商品零售额、量增速呈现双双放缓态势。其中，零售额同比增长16.73%，相比上月回落了15.12个百分点，相比2010年同期回落了11.86个百分点；零售量同比增长-5.82%，相比上月回落了8.02个百分点，相比2010年同期回落了18.06个百分点，高物价对消费的抑制作用显现。

图9：全国百家大型零售商场服装类零售额月度增速（%）



数据来源：cncic，东北证券

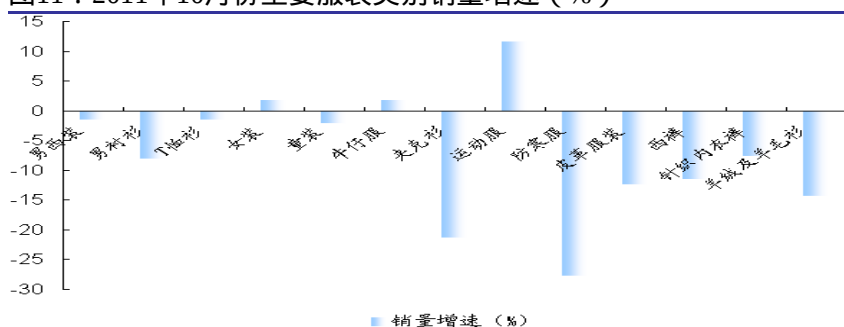
图10：全国百家大型零售商场服装类零售量月度增速（%）



数据来源：cncic，东北证券

受物价全面上涨居民实际购买力有所缩减、外资服装快时尚品牌对市场的进一步挤占及暖冬等因素影响，10月份作为传统的消费旺季，虽然商家促销热情高涨，但多数服装销量仍呈现负增长，整体销售也创下了年初以来的最低增速。

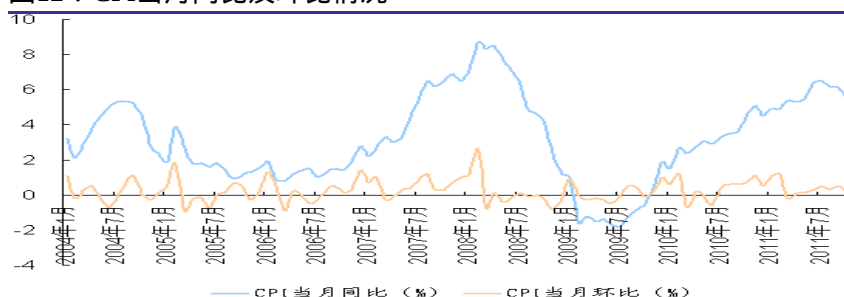
图11：2011年10月份主要服装类别销量增速（%）



数据来源：cncic，东北证券

价格方面，10月份居民消费价格同比上涨5.5%，涨幅比9月下降0.6个百分点，环比上涨0.1%。其中城市同比上涨5.4%，农村同比上涨5.9%，涨幅明显收窄；食品价格上涨11.9%，非食品价格上涨2.7%；消费品价格上涨6.6%，服务项目价格上涨2.8%。我们认为随着食品价格进一步下降、非食品价格逐步得到控制及成本下降，11月以后，CPI仍将呈平稳回落趋势。

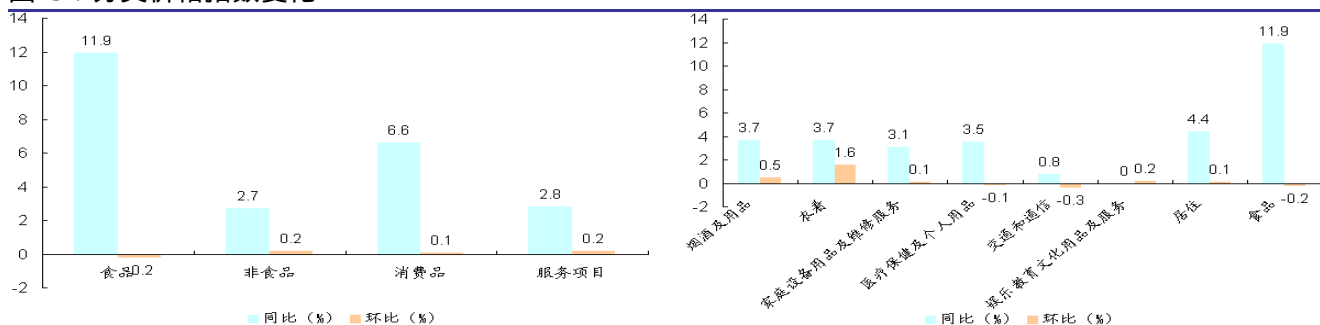
图12：CPI当月同比及环比情况



数据来源：国家统计局，东北证券

分类别看，9月，八大类商品价格同比7涨1平，其中食品上涨11.9%，涨幅比上月下降1.5个百分点，烟酒及用品类上涨3.7%，衣着类上涨3.7%，家庭设备用品及维修服务上涨3.1%，医疗保健及个人用品类上涨3.5%，交通和通信类上涨0.8%，娱乐教育文化用品及服务类价格同比持平，居住价格上涨4.4%。从环比数据看，食品价格下降0.2%，影响价格总水平下降约0.06个百分点，非食品价格上涨0.2%，影响居民消费价格总水平环比上涨约0.15个百分点。其中，烟酒、衣着、家庭设备用品及维修服务、娱乐教育文化用品及服务、居住等类别价格环比分别上涨0.5%、1.6%、0.1%、0.2%和0.1%，医疗保健和个人用品、交通和通信类价格环比分别下降0.1%和0.3%。

图13：分类价格指数变化

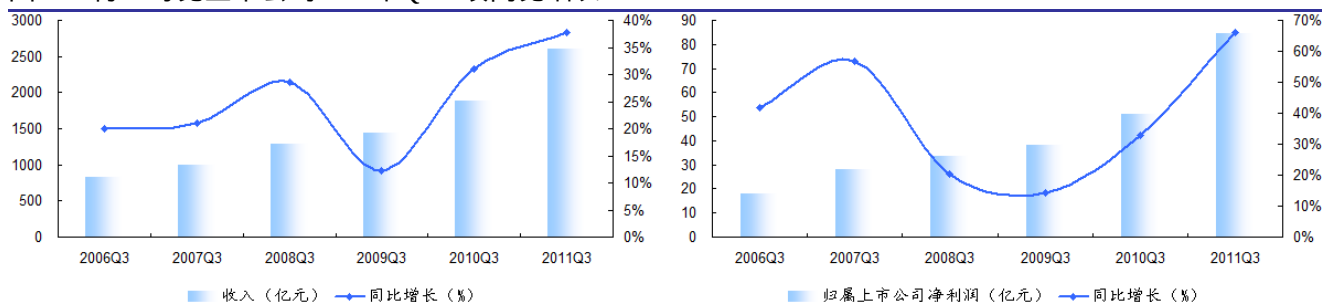


数据来源：国家统计局，东北证券

2.2 业绩增长稳定，信心指数下降

从上市公司3季报数据看，2011年前3季度，行业可比上市公司营业收入同比增长38%，归属上市公司股东净利润同比增长66%，扣除非经常性损益净利润增长也在45%左右，在通胀环境下，上市公司经营情况乐观。

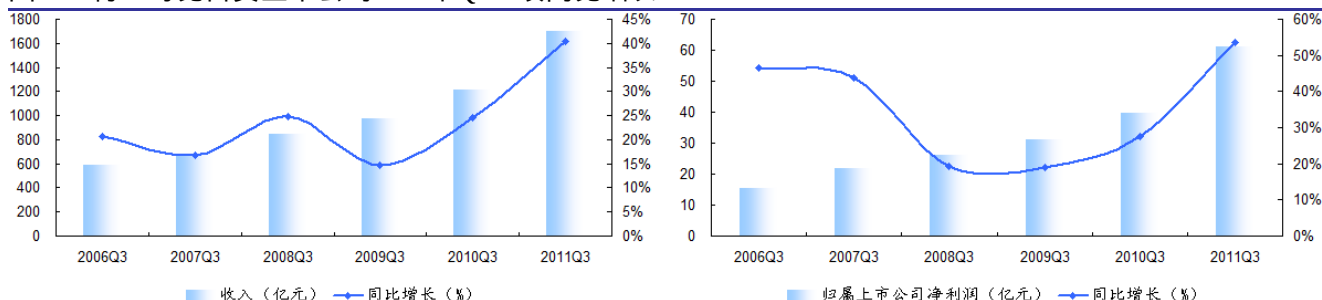
图14：行业可比上市公司2011年Q3业绩同比增长



数据来源：wind,东北证券

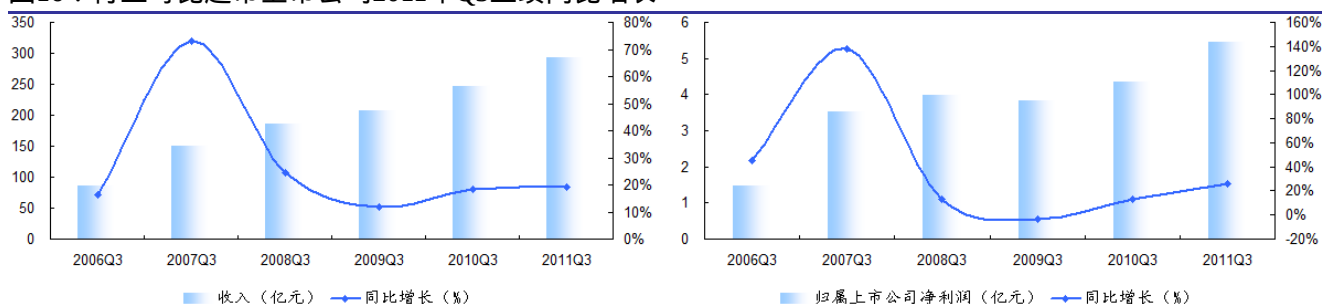
其中，百货子行业收入同比增长40%，利润增长54%，超市子行业收入同比增长19%，利润增长26%。百货类上市公司价格传导性强，业绩弹性较大，增速快于超市，而以销售生活必需品为主的超市类公司业绩提升则主要表现为同店增速提高及规模效应体现。

图15：行业可比百货上市公司2011年Q3业绩同比增长



数据来源：wind,东北证券

图16：行业可比超市上市公司2011年Q3业绩同比增长



数据来源：wind,东北证券

从利润增速靠前的百货类公司看，完成并购整合的大型商业集团及业绩拐点型公司增速最为明显，东百集团和合肥百货则主要受益于非经常性损益。总体来看，中西部及经济欠发达地区上市公司业绩增速更快，全国布局，扩张模式较好及战略清晰的公司优势也逐步显现。

表2：2011年Q3超市类上市公司业绩增速

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	同比(%)	归属上市公司净利润(亿元)	同比(%)
600723.SH	首商股份	85.04	307.40%	2.86	966.09%
000715.SZ	中兴商业	26.01	56.67%	0.73	318.72%
600693.SH	东百集团	15.11	15.11%	2.91	278.65%
600729.SH	重庆百货	188.86	205.62%	4.76	246.03%
600694.SH	大商股份	227.29	27.70%	3.17	187.65%
600280.SH	南京中商	43.23	25.90%	0.49	181.22%
000417.SZ	合肥百货	65.35	26.30%	3.87	103.51%
600828.SH	成商集团	14.55	20.33%	1.40	52.19%
600738.SH	兰州民百	8.82	35.17%	0.40	42.91%
600859.SH	王府井	121.85	22.70%	4.53	39.92%
002277.SZ	友阿股份	34.05	36.97%	2.55	39.62%
600821.SH	津劝业	5.92	-1.23%	0.04	39.19%
600778.SH	友好集团	25.98	31.40%	0.79	38.63%
600655.SH	豫园商城	134.53	50.28%	6.99	36.59%
000785.SZ	武汉中商	30.12	13.07%	0.77	36.44%
002419.SZ	天虹商场	92.51	30.25%	4.41	32.86%
000419.SZ	通程控股	27.36	17.05%	0.91	32.37%
002561.SZ	徐家汇	15.64	8.69%	1.78	30.05%
000501.SZ	鄂武商 A	91.94	21.50%	2.75	29.87%
601010.SH	文峰股份	47.65	14.21%	2.87	24.50%
600697.SH	欧亚集团	48.30	33.58%	1.08	24.30%
600774.SH	汉商集团	6.06	14.03%	0.01	23.61%
600785.SH	新华百货	38.26	33.80%	2.02	21.43%
600814.SH	杭州解百	15.33	13.88%	0.68	17.88%
002187.SZ	广百股份	49.17	22.96%	1.51	16.96%
000987.SZ	广州友谊	30.83	25.06%	2.63	14.35%
600861.SH	北京城乡	15.46	16.07%	0.60	13.39%
000564.SZ	西安民生	20.79	18.99%	0.55	10.09%
000560.SZ	昆百大 A	10.88	10.66%	0.15	4.35%
600865.SH	百大集团	8.98	13.54%	0.67	2.44%
600628.SH	新世界	22.73	7.46%	1.41	-0.75%
600327.SH	大东方	52.21	16.37%	1.62	-1.08%
000516.SZ	开元投资	22.12	22.27%	1.07	-10.99%
600682.SH	南京新百	12.91	18.10%	0.54	-24.45%
600306.SH	商业城	11.08	8.08%	0.01	-27.47%
600858.SH	银座股份	79.19	23.82%	0.68	-39.36%
600712.SH	南宁百货	16.14	26.22%	0.35	-63.40%

数据来源：wind,东北证券 注：按归属上市公司净利润增长率降序排列

超市方面，以生鲜为特色的永辉超市受益于外延扩张及通胀推动，业绩增幅最为明显，步步高在前期门店及流程标准化调整后，正处于业绩拐点期，以进入成熟期的中百集团受益于比较完善的后台系统，业绩增速比较平稳。

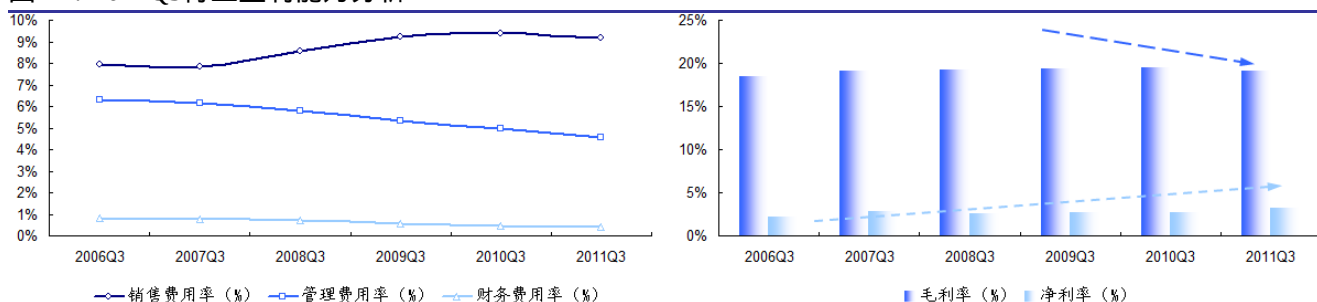
表3：2011年Q3超市类上市公司业绩增速

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	同比(%)	归属上市公司净利润(亿元)	同比(%)
601933.SH	永辉超市	124.74	42.68%	3.72	75.88%
002264.SZ	新华都	42.20	33.81%	1.13	72.06%
002251.SZ	步步高	62.83	26.30%	1.85	47.23%
601116.SH	三江购物	38.57	6.69%	1.13	31.28%
000759.SZ	中百集团	102.90	16.79%	1.92	5.29%
002336.SZ	人人乐	90.20	21.95%	1.63	3.61%
600361.SH	华联综超	84.71	11.01%	0.56	-7.73%

数据来源：wind,东北证券 注：按归属上市公司净利润增长率降序排列

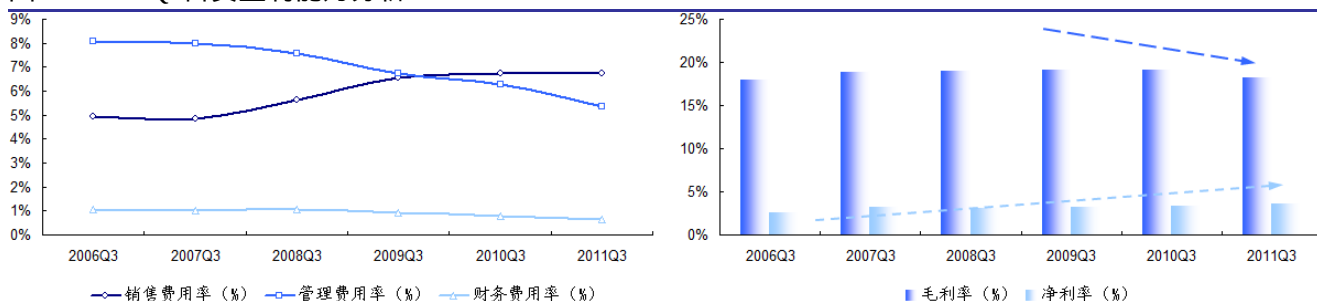
盈利能力方面，在行业收入增速较快的背景下，费用刚性体现，行业三项费用率均有所下降，其中管理费用率降幅最大，行业收入增长可基本覆盖租金及人力成本的上升。而由于竞争环境日益白热化以及年内黄金珠宝销售占比提高，百货行业在消费升级背景下档次提升明显，毛利率出现结构性下降，但在费用的合理控制下，行业净利率仍处于上升通道；超市行业在通胀环境下毛利率有所提升。

图17：2011Q3行业盈利能力分析



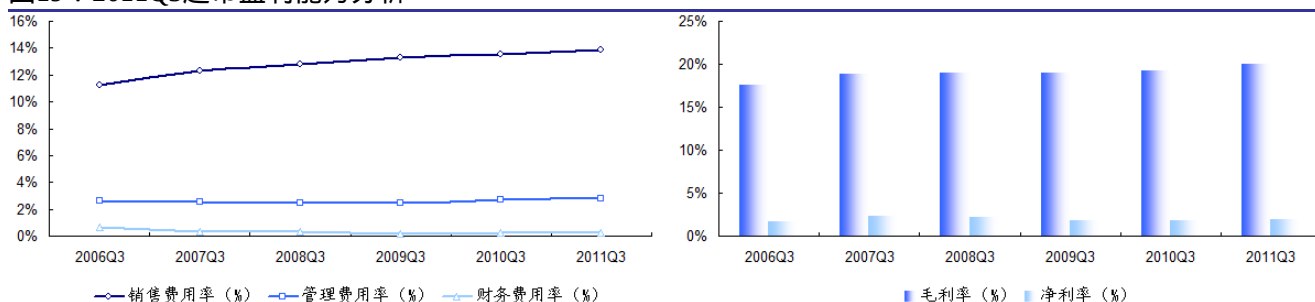
数据来源：wind,东北证券

图18：2011Q3百货盈利能力分析



数据来源：wind,东北证券

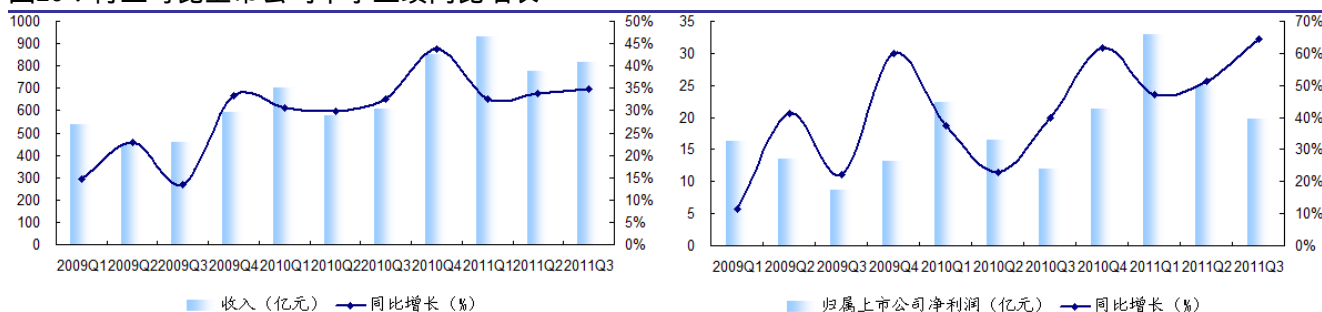
图19：2011Q3超市盈利能力分析



数据来源：wind,东北证券

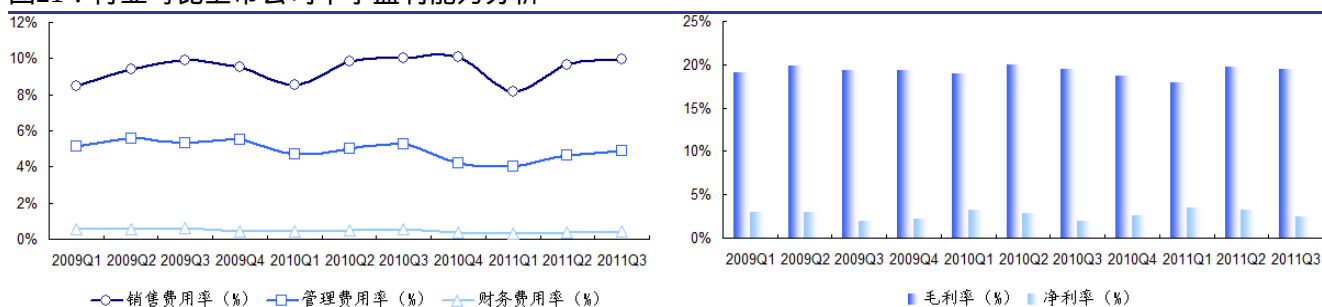
2011年3季度，行业实现了35%的收入增长和65%的利润增长，在去年同期高基数的基础上，仍呈逐季提高趋势，我们认为4季度在量价下行及基数效应的双重作用下，行业增速会有所下降，全年行业收入增速将在35%左右，净利润增速约50%；明年行业业绩增速将有所下降，我们预计行业收入增速将在25%左右，利润增速30%左右。

图20：行业可比上市公司单季业绩同比增长



数据来源：wind,东北证券

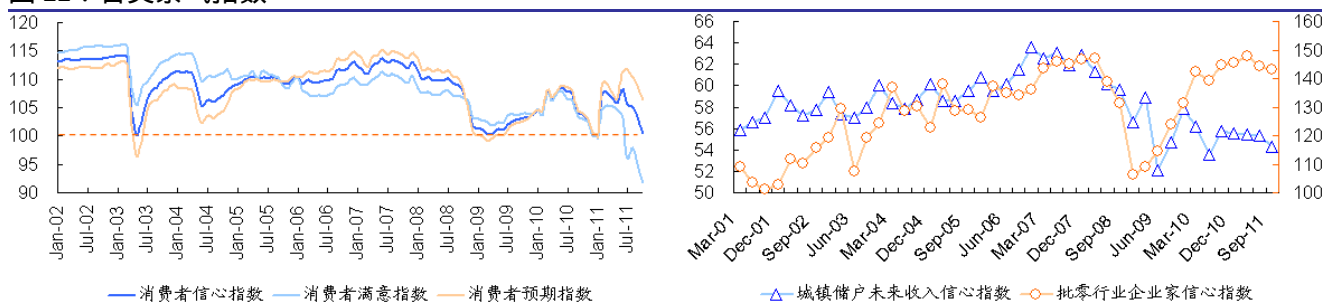
图21：行业可比上市公司单季盈利能力分析



数据来源：wind,东北证券

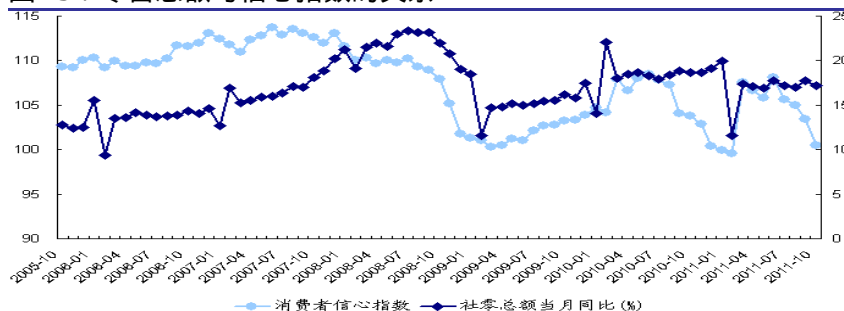
10月消费者信心指数继续下降至100.5，虽然仍在景气水平之上，但已几乎与2003年非典期间及2009年1季度行业收入增速最慢时相当，主要由于10月CPI仍在高位，通胀后期消费者容忍度逐步下降。我们认为目前抑制消费者信心的因素已逐步从担心通胀转向对经济前景、就业和收入增长的担忧，在通胀稳步下行的趋势下，消费者信心有望维持在合理水平。

图 22：各类景气指数



数据来源：国家统计局，东北证券

图 23：零售总额与信心指数的关系



数据来源：国家统计局，东北证券

3. 未来预期——利好不温不火，利空引发担心

我们认为行业发展在未来仍处于城镇化进程和消费升级的有利环境下，“十二五”期间政策向消费的倾斜也使行业面临新的发展机遇；横向来看，虽然2012年经济不确定性有所增加，但零售行业以销售生活必需品为主要盈利模式，相对来说具备业绩稳定的特点；从行业本身看，目前行业估值处于合理区间。与乐观因素的不温不火更放眼于长远相比，行业短期也面临着一些令市场担心的悲观因素，如国内外经济的不确定性对就业和收入造成负面影响进而影响消费；CPI下行及成本上涨的单向性对公司业绩造成一定压力；行业增速基数已经偏高；市场对电子商务冲击实体店经营的担忧加剧等。

表 4：行业发展环境分析

行业乐观因素	行业悲观因素
➢ 城镇化进程及消费升级是长远方向，宏观环境支持行业长期发展； ➢ 政策向消费倾斜； ➢ 在经济不确定性增加的形势下，行业业绩比较稳定； ➢ 行业估值相对合理。	➢ 国内外经济的不确定性对就业和收入造成负面影响进而影响消费； ➢ CPI 下行及成本上涨的单向性对公司业绩造成压力； ➢ 行业增速基数较高； ➢ 对电子商务冲击实体店经营的担忧加剧。

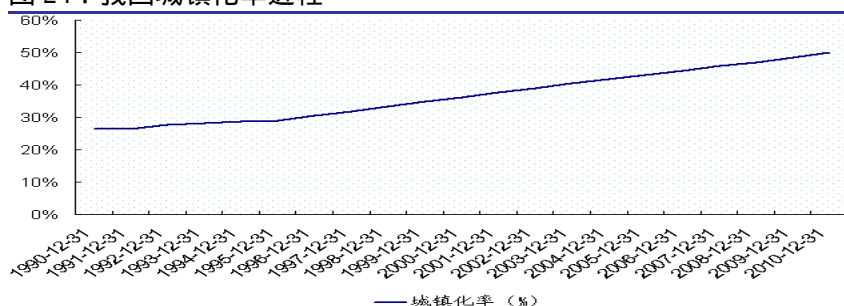
数据来源：东北证券

3.1 利好不温不火

3.1.1 宏观环境支持行业长期发展

从大环境看，行业将充分受益于不断推进的城镇化进程所带来的消费总量增加。近年来，我国城镇化率逐年提高，而城镇化率每提高1个百分点，将新增约1300万消费能力较强的城镇消费群，“十二五”期间我国城镇化率将由现在的47.5%提高到51.5%，新增市场空间巨大。

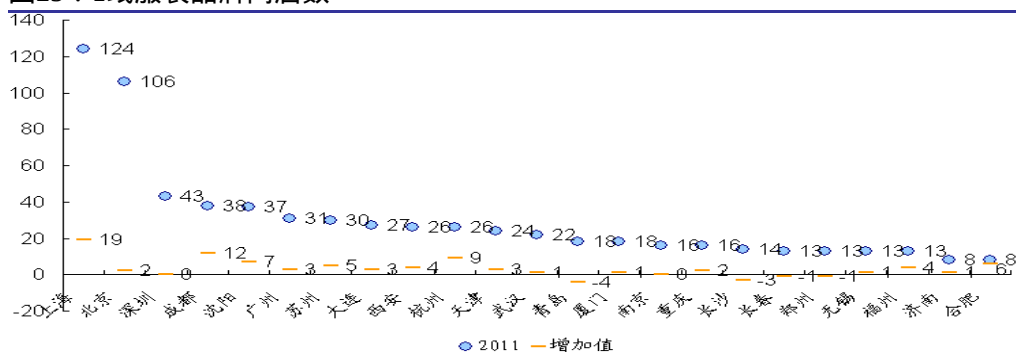
图 24：我国城镇化率进程



资料来源：WIND，东北证券

另外，消费升级也是行业发展的必然方向，目前，行业已呈现出沿海消费高端化，内地消费沿海化，购物环境多元化等升级趋势。消费升级一方面源于百货店经营成本不断上升，低端消费竞争过于激烈所带来的被动升级，一方面则源于消费者收入提高，对品牌认知程度增强所带来的主动升级，另外，消费者对购物环境及购物体验等附加值的追求也促成了购物中心的快速发展。我们认为虽然百货行业已经渐入成熟期，但品牌结构的再调整及业态的演变仍有很大空间。其中奢侈品消费就是消费升级的一种体现，世界奢侈品协会发布的2011最新报告显示，中国内地去年的奢侈品市场消费总额已经达到107亿美元，占全球份额的1/4。预计中国将在2012年超过日本，成为全球第一大奢侈品消费国。咨询公司麦肯锡最新发布的《崛起的中国奢侈品市场》报告也预测，到2015年，奢侈品在中国市场的销售额预计达到270亿美元，占全球奢侈品市场20%份额。我们认为，在政策环境更为宽松的背景下，更多品牌的进入和款式的增加将带动消费市场的整体升级，促进国内百货业绩新一轮的结构化增长。业态演变方面，越来越多的上市公司以经营购物中心为未来的发展方向，已经或正在取得良好的成效。

图25：1线服装品牌门店数



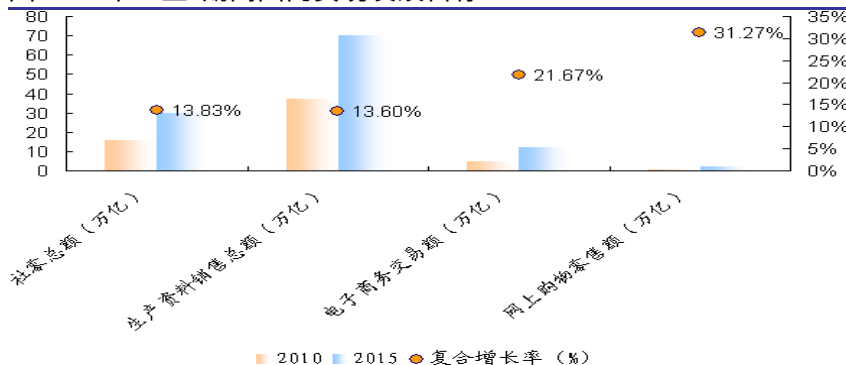
资料来源：公开资料，东北证券

3.1.2 政策向消费倾斜

扩大内需将是贯穿“十二五”期间的政策基调，继个税改革和最低工资标准上调后，10月25日，商务部、财政部和中国人民银行25日联合发布《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》，明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。由商务部牵头制定的国内贸易“十二五”规划也已基本定稿，近期将正式出台。这是我国首部国家级内贸发展规划，规划明确了“十二五”期间中国国内贸易发展的具体目标：2010年到2015年，全国社会消费品零售总额从15.7万亿上升到30万亿；生产资料销售总额从37万亿上升到70万亿；电子商务交易额从4.5万亿上升到12万亿；网上购物零售额规模从5131亿上升到2万

亿。另外，增值税改革对物流企业的减负也有望起到间接降低零售企业成本的作用。

图26：“十二五”期间国内贸易发展目标

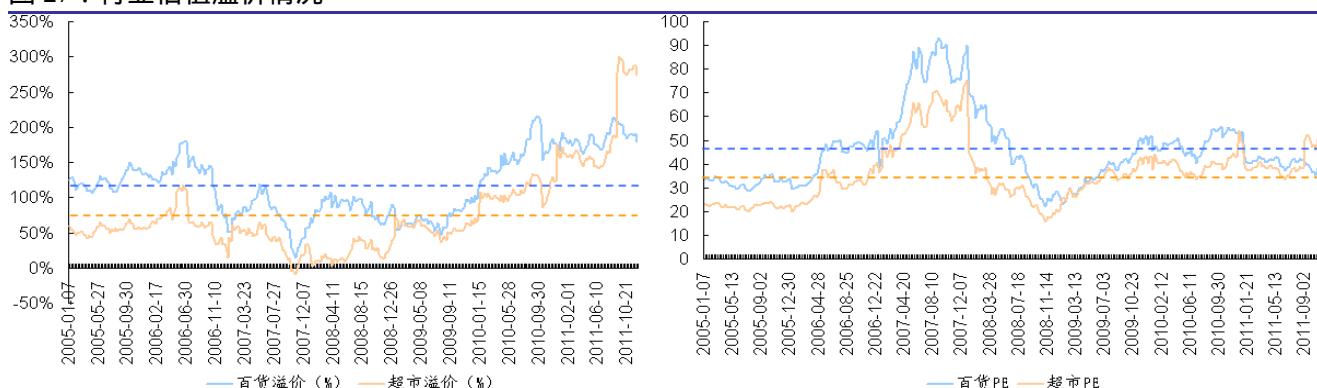


资料来源：公开资料，东北证券

3.1.3 行业估值相对合理

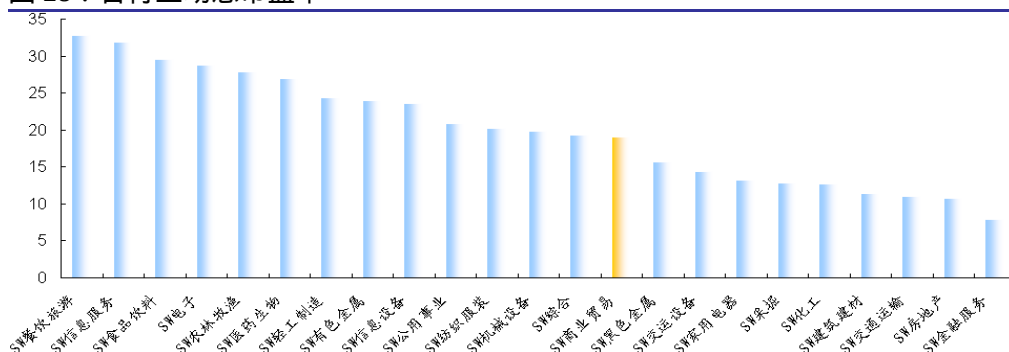
从估值方面看，目前百货行业相对沪深300指数溢价在1.8倍左右，超市行业相对沪深市盈率为35.14倍，低于05年来平均水平，超市行业静态市盈率为46.97倍，高于历史平均值，相对来看，百货行业估值无论从溢价和绝对估值上均更为合理；横向比较，商贸行业整体动态估值18.97倍处于市300溢价在2.7倍左右，均处于历史高位；从估值绝对数看，目前百货行业静态场中等偏下水平，我们认为在2011年业绩稳定的背景下，行业估值具备一定优势。

图 27：行业估值溢价情况



数据来源：wind,东北证券

图 28：各行业动态市盈率



数据来源：wind，东北证券

表5：行业内主要上市公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	预测 EPS			预测 PE		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
600306.SH	商业城	0.02	0.06	0.10	855.93	214.58	131.13
600821.SH	津劝业	0.02	0.05	0.12	297.40	92.25	38.53
600712.SH	南宁百货	0.37	0.21	0.32	29.72	40.85	26.61
600774.SH	汉商集团	0.08	0.18	0.26	87.29	37.34	25.72
600858.SH	银座股份	0.39	0.51	0.84	47.90	36.10	21.92
600682.SH	南京新百	0.20	0.24	0.41	39.83	33.32	19.66
600280.SH	南京中商	0.33	0.87	1.71	86.73	32.24	16.51
600865.SH	百大集团	0.21	0.23	0.29	33.38	29.77	24.24
600694.SH	大商股份	0.41	1.37	1.94	90.83	27.41	19.43
000564.SZ	西安民生	0.20	0.23	0.24	31.46	27.08	20.09
600859.SH	王府井	0.95	1.39	1.85	46.15	27.05	20.23
000516.SZ	开元投资	0.21	0.22	0.30	28.17	26.80	20.03
600814.SH	杭州解百	0.23	0.26	0.24	30.35	26.33	28.82
600697.SH	欧亚集团	0.83	1.04	1.37	31.68	25.35	19.11
002419.SZ	天虹商场	1.28	0.81	1.06	32.17	24.14	18.36
600778.SH	友好集团	0.34	0.49	0.81	33.49	23.08	13.97
002277.SZ	友阿股份	0.62	0.88	1.18	32.02	22.65	16.85
002561.SZ	徐家汇	0.56	0.60	0.67	28.94	22.44	20.15
000501.SZ	鄂武商 A	0.58	0.71	0.94	27.31	21.44	16.10
000715.SZ	中兴商业	0.24	0.41	0.58	36.72	21.17	15.09
600729.SH	重庆百货	1.41	1.82	2.34	27.14	21.09	16.42
600828.SH	成商集团	0.38	0.48	0.60	32.01	21.08	16.92
000419.SZ	通程控股	0.30	0.31	0.43	28.42	21.03	15.33
600628.SH	新世界	0.37	0.40	0.46	22.27	20.99	18.03
600723.SH	首商股份	0.10	0.57	0.72	194.87	20.74	16.43
000785.SZ	武汉中商	0.27	0.37	0.46	28.02	20.48	16.38
600785.SH	新华百货	1.04	1.26	1.58	22.73	18.75	14.89
002187.SZ	广百股份	1.03	0.72	0.90	22.21	18.69	15.01
600327.SH	大东方	0.43	0.47	0.60	18.91	17.14	13.46
000987.SZ	广州友谊	0.91	1.08	1.35	20.26	17.09	13.73
000417.SZ	合肥百货	0.60	0.97	1.01	29.71	16.75	16.14
600655.SH	豫园商城	0.47	0.58	0.70	20.28	16.45	13.48
600693.SH	东百集团	0.29	0.69	0.48	27.86	11.82	17.17
601933.SH	永辉超市	0.46	0.65	0.92	80.60	49.35	34.99
600361.SH	华联综超	0.11	0.13	0.21	79.70	49.07	31.71
601116.SH	三江购物	0.37	0.37	0.42	40.13	34.77	30.31
002264.SZ	新华都	0.48	0.44	0.59	54.58	29.91	22.24
002251.SZ	步步高	0.63	0.91	1.23	37.46	26.14	19.25
002336.SZ	人人乐	0.61	0.66	0.81	26.51	23.86	19.42
600827.SH	友谊股份	0.63	0.72	0.84	83.53	20.14	17.28
601010.SH	文峰股份	0.92	0.90	1.22	25.21	19.99	14.84
000759.SZ	中百集团	0.37	0.43	0.53	22.85	19.77	15.88

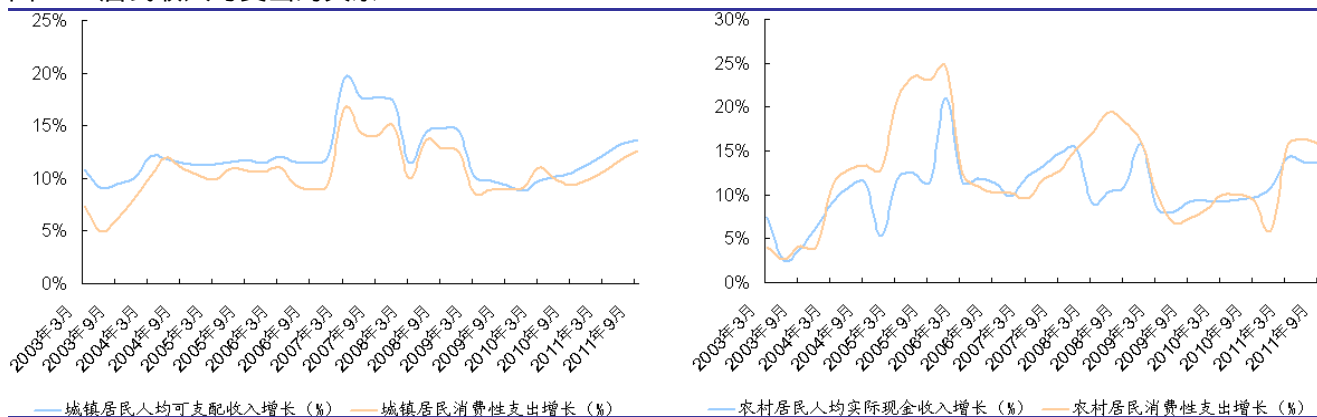
数据来源：wind,东北证券 注：分子行业，按2011年动态市盈率降序排列

3.2 利空引发担心

3.2.1 济不确定性影响消费

前三季度，我国国内生产总值320692亿元，按可比价格计算，同比增长9.4%。分季度看，一季度同比增长9.7%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%。呈逐季回落的态势，预计明年GDP增速将回落到8.5%左右。国内经济增速放缓及欧债危机等国际经济的不确定性会影响就业及收入增长，并增添消费者的悲观预期，从而影响消费。另外股市和楼市的不振也使得消费者财富效应缩水，可选消费需求会受到一定程度的抑制。

图 29：居民收入与支出的关系

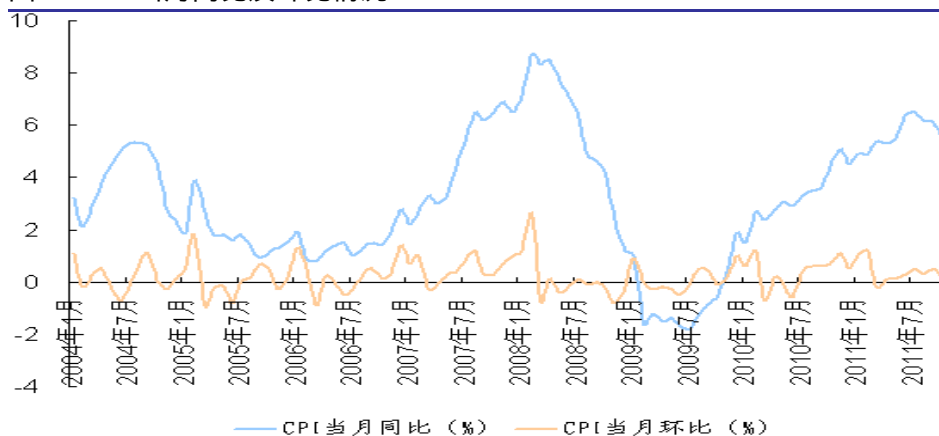


数据来源：国家统计局，东北证券

3.2.2 CPI下行带来负面影响

10月份我国居民消费价格同比上涨5.5%，涨幅比9月下降0.6个百分点，环比上涨0.1%，预计11月以后，CPI仍将呈平稳回落趋势。

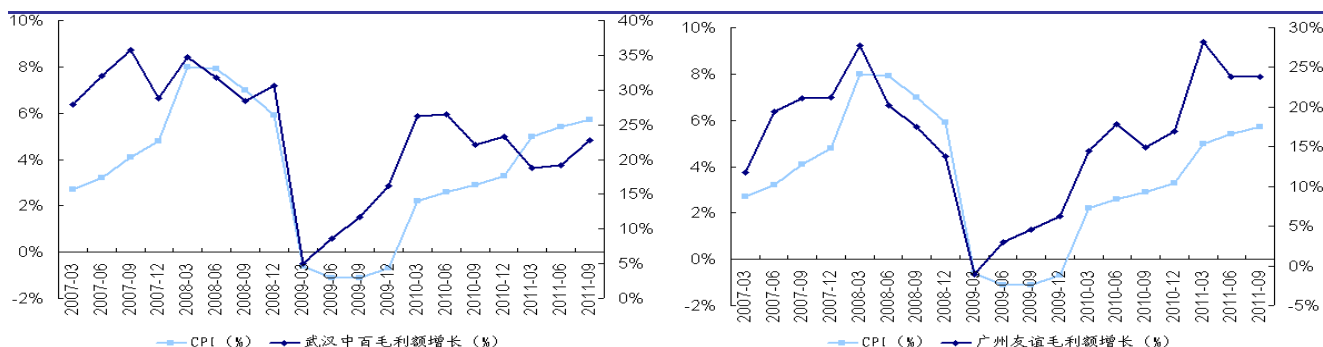
图30：CPI当月同比及环比情况



数据来源：国家统计局，东北证券

通常情况下，零售企业业绩与CPI增速呈正相关关系，然而若过高的物价抑制了需求，则会起到过犹不及的效果。我们以超市中典型上市公司中百集团和高端百货中典型上市公司广州友谊为例，可以看出当CPI增速处于下行阶段时，企业毛利润增速也会有所下降。

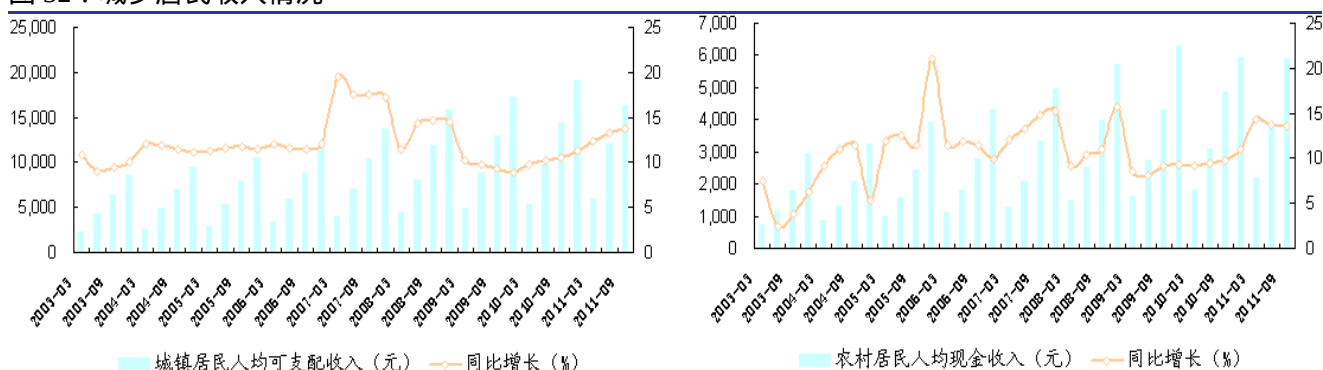
图 31：CPI 与上市公司毛利额关系



数据来源：国家统计局，公司公告，东北证券

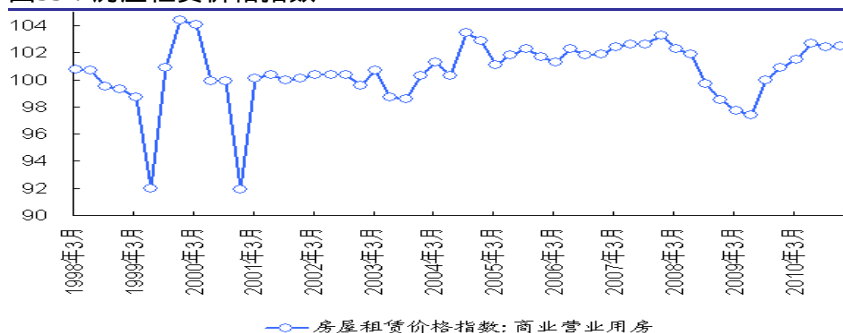
而另一方面，在过去一轮CPI上涨中提高的人工成本和租赁成本上升具备单向性的特点，已经提高的经营成本将在明年进一步消化。

图 32：城乡居民收入情况



数据来源：国家统计局，东北证券

图33：房屋租赁价格指数

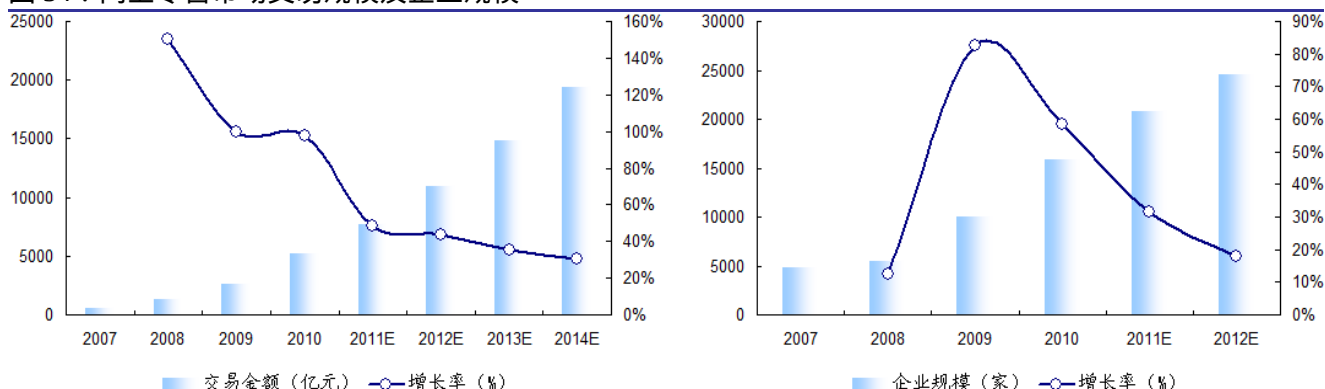


数据来源：wind,东北证券

3.2.3 对电子商务冲击实体店经营的担忧加剧

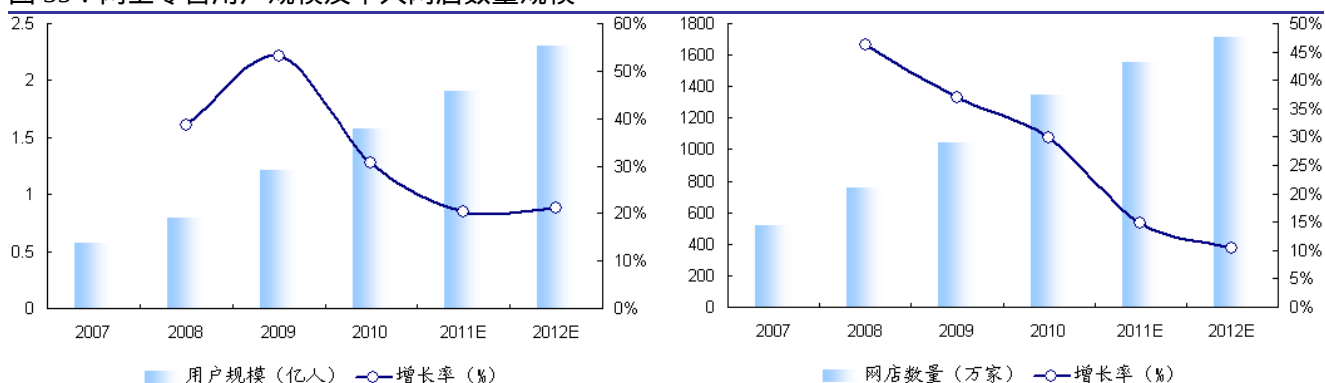
发展迅猛的网络零售已成为市场对实体百货经营前景担忧的一个重要方面，今年，中国政府在国民经济和社会发展规划纲要中也明确提出要求，要积极发展电子商务。据中国电子商务研究中心最新数据显示，截止到2011年6月，中国电子商务市场交易额已达2.95万亿，同比增长31%，其中，网上零售市场交易规模达3492亿元，同比增长74.6%，预计2011年我国网络零售市场交易规模将达到7634亿元。

图 34：网上零售市场交易规模及企业规模



数据来源：中国电子商务研究中心，东北证券

图 35：网上零售用户规模及个人网店数量规模



数据来源：中国电子商务研究中心，东北证券

我们认为网络零售确实会对实体百货收入产生一定分流，尤其是标准化、价格便宜、配送要求低的商品，网购更易得到青睐，但实体百货除购物外的体验性、娱乐性等非购物消费属性是不能被网络替代的。目前，我国网络零售正处于野蛮生长的阶段，且基数较低，增速较快，未来必将面对行业整合及增速下降的趋势，并形成较为固定的客户群。从长期看，网络零售与实体零售将呈共生共荣、均衡发展的态势，且实体百货触网也是未来的发展方向。

4. 投资策略——拨开迷雾选个股

在行业短期无明显刺激因素的前提下，我们认为行业难有整体性机会，在投资策略上，我们也更倾向于个股的选择。从中短期看，我们认为抗风险能力是最值得关注的因素，偏向于选择业绩有保障、估值较低及超跌的公司，如欧亚集团、文峰股份、鄂武商A和王府井；从中长期看，良好的盈利模式和清晰领先的发展战略是企业发展的王道，区域性百货由于跨区扩张难度较高，我们更看重其区域垄断能力，其中包括对核心商圈的掌控、高端品牌的引进及渠道下沉的效果，长期看好鄂武商A、友阿股份；全国连锁性公司我们更看重其扩张的有效性及其可持续发展的能力，长期看好天虹商场、王府井和永辉超市。

5. 重点公司看点

5.1 欧亚集团（600697）

激励基金保业绩、自有物业保边际

公司是吉林省商业龙头，目前省内布局基本完成，垄断地位明显，且公司已经进入沈阳、济南和郑州，稳步跨区扩张，“三星战略”清晰。公司目前所有门店均盈利，新店培育顺利，储备项目有拟于年底开业的梅河欧亚，拟于明年开业的通辽店、松原店，可适时扩场的通化、白城店及2013年左右竣工的欧亚城市综合体。公司是典型的重资产扩张公司，近100%的自有物业面积超过140万平米，且老店折旧基本完成，新店拿地成本低，升值空间巨大，具备较高的安全边际。我们认为公司在前期积累及激励基金的双重作用下进入业绩释放期，较高的物业重估价值更为公司提供了安全边际，预计公司2011-2013年EPS分别为1.01、1.35和1.83元，维持推荐评级。

5.2 文峰股份（601010）

市场空间大、自建购物中心、业绩进入释放期、模式可复制

公司主要门店布局于江苏省二三线城市，既避开了一线城市的激烈竞争，又能充分受益于江苏省良好的经济环境和逐步提升的消费能力。公司主营购物中心业态并采取自建的方式对外扩张，自有物业约25万平米，占比达68%，未来启东店、海安店和南通二店建成后，自有物业比例将提高到80%以上。2009年如东店扩建和靖江大世界开业经历1-2年培育业绩增速加快；如皋店去年底扩建完毕，今明两年进入快速增长期；今年完成的海安项目、连云港项目和宝应店以及明年投入使用的启东1期、未来储备计划中的南通二店、海门店和大丰店的滚动开发将促进公司进入新一轮的业绩释放期。公司未来将继续以自建购物中心的模式对外扩张，成本较低且储备门店丰富。预计公司2011-2013年EPS分别为0.82元、1.24元、1.46元，其中零售主业EPS分别为0.79元、0.97元、1.35元，估值比较合理，给予推荐评级。

5.3 鄂武商A（000501）

区域龙头、购物中心+大卖场均衡发展、渠道下沉有效

公司是武汉商业龙头企业，两项主营业务均发展较好，摩尔城项目已于9月29日开业，是武汉目前最高端的百货购物中心，前景乐观；十堰人商也将于11月29日开业，新增两店将为公司贡献一定的销售收入，改善收入增速逐季下滑的局面，为公司带来新的增长点，但初期亏损可能对当年业绩造成一定负面影响，经营效果在明年将更为明朗。公司目前的储备项目还有襄阳现代商业城、黄石现代商业城及仙桃现代商业城，在省内三四线城市扩张意愿强烈，我们认为公司作为区域龙头，凭借其明显的品牌优势及对当地市场和资源的掌控，率先在三四线城市以大型购物中心形式扩张，有利于形成垄断优势，且公司大卖场部分的配合也有利于公司全面占领市场。我们看好公司的经营业态及扩张战略，预计公司2011年-2013年EPS分别为0.75元、1.02元和1.28元，维持推荐评级。

6. 风险提示

经济增长的不确定性带来的系统性风险，购物卡规制、电子商务增长等因素对行业发展及市场预期的影响超出预期、上市公司业绩低于预期等。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。