

2011 年报前瞻及对近期行情的判断

—零售行业投资策略续 2

民生精品---策略报告/零售行业

2012 年 1 月 20 日

报告摘要:

- **2012年观点重申：基本面看空但不是对行业投资机会看空，恰恰相反，我们认为行业2012年投资机会是绝望中反而孕育希望。**

我们2012年的行业观点可归纳为3点。第一，增长层面上，零售行业2012年业绩增长压力不小，将会成为继2009年后的又一业绩低谷。第二，业绩低谷不表示就没有投资机会，这一点已经在09年被证实。09年是行业增长最慢的一年，但受4万亿推动涨幅是5年来最大的一年。2012年同样存在外力刺激带来的上涨机会。第三，零售行业的投资逻辑有四点：①相对其它周期行业增长稳定，对其它行业有相对投资优势。②超跌反弹机会。2011年零售跌幅排名倒数第10，下跌32%，在非周期股中仅次于交运与医药。如果大盘有超跌反弹，零售是非周期行业中超跌反弹的优选标的。③出现估值底。在外有电商冲击内有增长压力的背景下，只有估值足够便宜才有价值。④消费政策刺激引发的主题投资机会。

- **近日行情及后续判断**

1月6日以来，大盘有一波反弹。从最新涨跌幅排行榜来看，零售排名13位，在非周期行业中仅次于交运。我们认为零售的这波反弹是四点投资逻辑中的第三条，跟随大盘反弹，基本面没有变化，也尚未见到刺激政策出台。作为非周期中跌得最多的行业之一，反弹也较其它非周期行业幅度更大。

后续抛开跟随大盘因素，重庆百货后业绩低于预期的行业利空基本已经反应，我们双调了2011年业绩与2012年增速后，2012年行业估值16x，不能说特别便宜，但也已经进入合理区域。2012年一季度即使出现低于预期，由于业绩已经充分双调，估值下杀也已有底，反而2012年一季度出台政策刺激的可能性非常大。所以如我们在十点思考中所说，无论是从大盘反弹的角度还是从估值角度与政策刺激的角度，行业已经可以逐步建仓。

- **预计年报仍有26家左右公司净利润增长30%以上**

预计有26家公司2011年净利润增速超30%，其中非经常损益，报表合并因素，基数异常的有12家，另外14家公司是主营快速增长所致，14家公司中超市与金银珠宝占去8家。

- **投资建议**

个股方面仍然关注“王天大鄂重银欧，步二友中轻飞首”。特别值得一提的是北京城乡继2008年股价再次接近净资产，可以收藏。

推荐个股	EPS				股价	推荐理由	风险
	2011	2011PE	2012	2012PE			
鄂武商 A	0.71	19.48	0.83	16.51	13.75	公司经营能力强，业绩稳健，摩尔城已经实现盈利	银泰与管理层不合影响公司发展
天虹商场	0.73	23.04	0.95	18.06	16.82	成长性好，门店结构好，管理层踏实	租售比高，新开门店低于预期
欧亚集团	1.00	20.89	1.20	17.71	20.98	基本面稳定，管理层激励到位，高管持续增持	释放业绩动力不足
中百集团	0.42	20.21	0.49	17.13	8.42	基本面稳健，原定重组方案被取消是大概率事件，浙系资金会维护股东利益	武汉市国资委态度
王府井	1.28	22.26	1.52	18.55	28.59	成长性好，门店结构好，经营能力强	机制问题解决低于预期

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

《零售行业 2012 年年度策略——2012 拐点年，绝望中孕育希望》

《零售行业 2012 年年度策略续——继九大猜想后的十点思考》

《2012 能否成为消费政策深化年？——零售行业 2012 年第二期周报》

《2011 年报业绩现隐忧——零售行业 2012 年第三期周报》

一、观点重申与近日行情判断

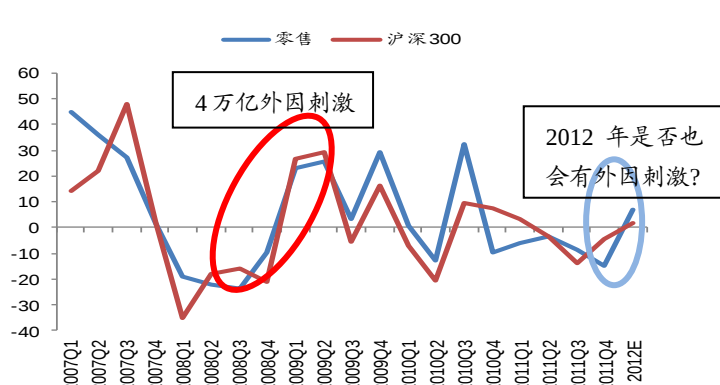
从 2012 年年度策略《2012 年拐点年，绝望中孕育希望》到《继九大猜想后的十点思考》以及近期的周报，我们对行业的观点一直未变，也日益明确。现将我们的观点重申并归纳为以下几点。

第一，增长层面上，零售行业 2012 年业绩增长压力不小，将会成为继 2009 年后的又一业绩低谷。

图 1：千家核心商业企业零售指数



图 2：2007 年以来的行业涨跌幅

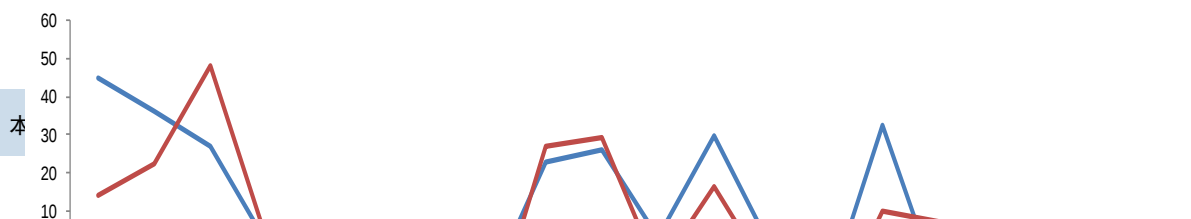
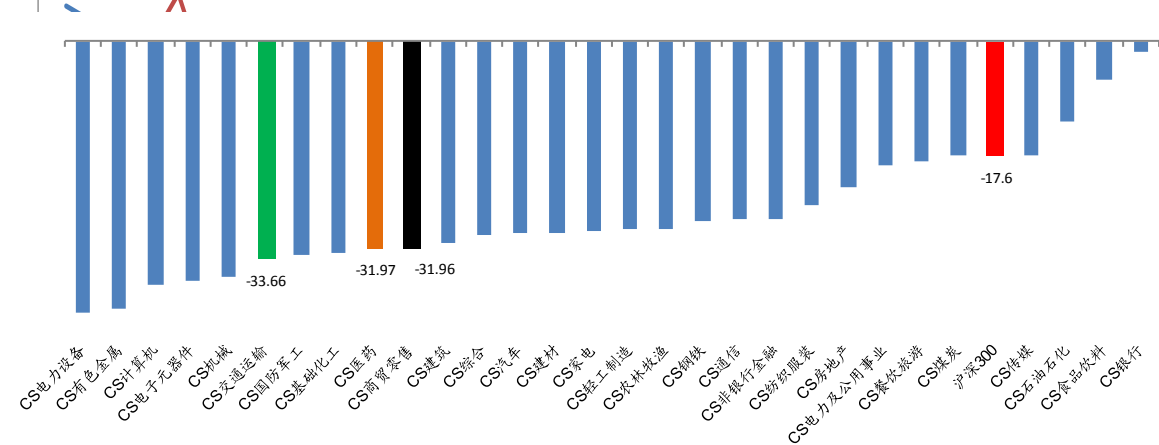


资料来源：wind，民生证券研究所

第二，业绩低谷不表示就没有投资机会，这一点已经在 09 年被证实。09 年是行业增长最慢的一年，但受 4 万亿推动涨跌幅是 5 年来最大的一年。2012 年同样存在外力刺激带来的上涨机会。

第三，零售行业的投资逻辑有四点。①相对其它周期行业增长稳定，对其它行业有相对投资优势。②超跌反弹机会。2012 年零售跌幅排名第 10，下跌 32%，在非周期股中仅次于交运与医药。如果大盘有超跌反弹，零售是非周期行业中超跌反弹的优选标的。③出现估值底。在外有电商冲击内有增长压力的背景下，只有估值足够便宜才有价值。④消费政策刺激引发的主题投资机会。

图 3：2011 年行业涨跌幅排名



三点逻辑里面估值底最难判断。回顾市场 11 月，12 月时已经觉得估值很便宜，结果仍然一路下跌，现在回想继续下跌不无道理。因为估值贵与否，取决于业绩，业绩预测高，估值就下来，业绩预测低，估值就上去，而当时对业绩下调市场预期得并不充分，业绩下调需要双调，既调 2011 年预估业绩，还要下调 2012 年增速，双调后会发现有些看上去便宜的票其实并不便宜。有同学质疑业绩会这么差吗？我们认为市场无人知道明年到底能增长 20% 还是 15%，在不确定的背景下，把业绩下调充分一点，其实是在寻找安全边际。

不对业绩做调整，直接引用 WIND 中信行业数据，2011 年估值 18.01x，2012 年估值 14x。根据民生零售分类，调整业绩后 2011 年估值为 18.77，2012 年估值增速为 20% 时为 15.6x，增速为 18% 时为 15.9x，增速为 15% 时为 16.3x。

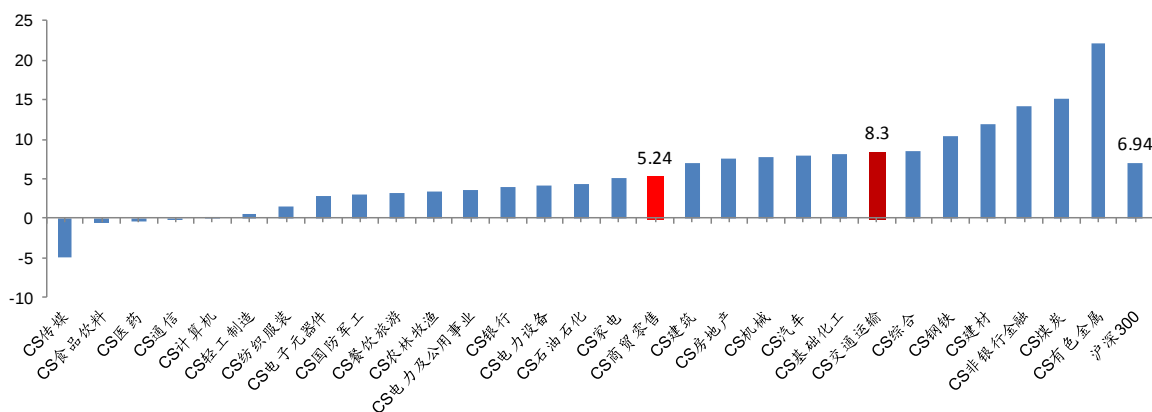
表 1：零售行业估值

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CS 零售	133.68	105.66	73.99	44.23	34.65	32.22	22.89	18.01	14
沪深 300	51.48	45.17	32.84	18.46	17.24	16.65	12.75	10.47	8.73
民生零售	145.99	104.34	73.2	43.97	33.54	31.52	23.9	18.77	15.9

资料来源：wind，民生证券研究所

1 月 6 日以来，大盘有一波反弹。从最新涨跌幅排行榜来看，零售排名 13 位，在非周期行业中仅次于交运。这张图与上一张图正好相反，上一张图交运是 2011 年跌幅最大的非周期行业。

图 4：2012 年 1 月 6 日至 1 月 19 日行业涨跌幅排名



资料来源：wind，民生证券研究所

我们认为零售的这波反弹是 4 点投资逻辑中的第三条，跟随大盘反弹，基本面没有变化，也尚未见到刺激政策出台。作为非周期中跌得最多的行业之一，反弹也较其它非周期行业幅度更大。

对于行情后续发展，我们认为抛开跟随大盘因素，重庆百货业绩出人预期拖累行业整体，已经让业绩低于预期的影响得到反应。人人乐，永辉超市业绩公告后，对行业的带动作用已经非常小，只是个股反应明显。

我们双调了 2011 年业绩与 2012 年增速后，行业估值 16x，不能说特别便宜，但也已

经进入合理区域。2011 年业绩低于预期的利空基本已经反应，2012 年一季度即使出现低于预期，由于我们已经充分双调，估值下杀也已经有底，反而 2012 年一季度出台政策刺激的可能性非常大。所以如我们在十点思考中所说，无论是从大盘反弹的角度还是从估值角度与政策刺激的角度，行业已经可以逐步建仓。

二、2011 年年报前瞻

在充分双调后，我们预计有 26 家公司 2011 年净利润增速超 30%，其中非经常损益，报表合并因素，基数异常的有 12 家，另外 14 家公司是主营快速增长所致，14 家公司中超市与金银珠宝占去 8 家。

表 2：2011 年年报前瞻

证券简称	2011 年前 三季度 EPS	2011 年调 整后的 EPS	2011/2010 年净利润 增速	2011 年调 整后的净 利润增速	预告净利润 变动幅度 (%)	预测市盈	2011 年调整 后 PE	2012 年调 整后 PE (悲观)	2012 年调 整后 PE (中性)	2012 年调 整后 PE (乐观)
						率(PE,最 新预测) 2011				
合肥百货	0.79	0.98	63.31%	78.48%	78.00	15.38	14.40	13.33	13.09	12.86
鄂武商 A	0.54	0.71	26.90%	22.00%		18.63	19.48	16.94	16.51	16.23
开元投资	0.15	0.23	5.50%	5.50%		21.15	21.66	18.84	18.36	18.05
西安民生	0.18	0.22	18.14%	12.53%		22.81	24.30	21.13	20.59	20.25
中兴商业	0.26	0.41	73.46%	72.72%		16.76	17.12	14.88	14.51	14.26
武汉中商	0.31	0.36	36.82%	33.73%		18.26	18.87	16.41	15.99	15.72
渤海物流	0.13	0.22	162.00%	144.00%	140.39	20.15	21.64	24.93	24.30	23.89
广州友谊	0.73	1.04	18.20%	14.27%		13.81	14.94	12.65	12.33	12.13
广百股份	0.54	0.75	17.61%	22.42%	20.00	15.96	15.55	13.52	13.18	12.96
友阿股份	0.73	0.86	41.16%	39.36%	50.00	17.29	17.84	15.51	15.11	14.86
天虹商场	0.55	0.73	33.06%	20.00%	15%-25%	21.39	23.04	18.53	18.06	17.76
徐家汇	0.43	0.60	29.00%	29.17%	35.00	20.51	20.55	17.87	17.42	17.13
南京中商	0.34	0.71	157.05%	117.96%	50.00	26.88	32.32	28.11	27.39	26.94
商业城	0.00	0.02	298.89%	33.20%		193.20	596.50	518.69	505.50	497.08
新世界	0.27	0.39	6.11%	3.53%		18.17	18.82	16.36	15.95	15.68
南京新百	0.15	0.17	19.52%	-16.27%		29.15	41.87	36.41	35.48	34.89
东百集团	0.85	0.96	135.73%	226.41%	250.00	9.91	7.23	10.32	9.64	9.03
大商股份	1.08	1.03	225.36%	151.00%	100%以上	20.88	27.34	17.52	17.07	16.79
欧亚集团	0.68	1.00	24.47%	21.10%		20.06	20.89	18.17	17.71	17.41
南宁百货	0.13	0.12	-27.25%	-57.04%		34.28	59.08	42.20	39.39	38.12
首商股份	0.43	0.55	836.02%	807.71%	大幅向上	16.16	16.96	14.75	14.37	14.13
重庆百货	1.28	1.61	26.42%	14.22%		14.92	16.77	14.58	14.21	13.98
兰州民百	0.15	0.21	NA	44.68%			26.75	23.26	22.67	22.29
汉商集团	0.01	0.01	133.80%	-93.42%		29.34	1067.50	711.67	688.71	889.58
友好集团	0.26	0.47	50.77%	40.67%		17.14	18.74	11.71	11.36	11.02
新华百货	0.97	1.28	21.19%	23.03%		14.98	15.05	13.09	12.76	12.54
杭州解百	0.22	0.26	15.29%	16.66%		23.14	22.99	19.99	19.49	19.16
津劝业	0.01	0.02	222.40%	31.87%		75.72	187.13	162.72	158.59	155.94
益民集团	0.18	0.19	14.60%	12.02%		25.33	26.30	22.87	22.29	21.91
友谊股份	0.68	0.73	314.68%	320.33%	大幅向上	16.18	16.21	14.10	13.74	13.51

成商集团	0.32	0.48	51.85%	51.45%		16.82	17.20	14.95	14.57	14.33
上海九百	0.25	0.33	NA	353.52%	350.00		16.60	14.44	14.07	13.84
长百集团	0.02	0.05	NA	-121.94%			83.72	72.80	70.95	69.77
银座股份	0.23	0.36	28.54%	-6.55%		34.71	49.03	32.68	31.63	30.64
王府井	1.08	1.28	69.75%	42.67%		20.21	22.26	19.36	18.86	18.55
北京城乡	0.19	0.27	NA	16.75%			25.19	21.91	21.35	20.99
百大集团	0.18	0.22	16.82%	7.15%		19.94	22.31	19.40	18.91	18.59
文峰股份	0.66	0.88	23.29%	23.42%		17.65	17.76	15.44	15.05	14.80
通程控股	0.20	0.30	29.65%	28.10%		17.71	18.25	15.87	15.47	15.21
苏宁电器	0.49	0.70	26.30%	22.20%	25.00	11.54	12.13	10.55	10.28	10.11
三联商社	0.21	0.25	NA	170.13%	150.00		22.05	19.17	18.69	18.38
中百集团	0.28	0.42	14.19%	13.11%		19.68	20.21	17.58	17.13	16.84
步步高	0.69	0.95	44.55%	50.61%	55.00	22.98	22.18	19.29	18.80	18.49
新华都	0.35	0.39	82.17%	63.75%	100.00	26.68	27.20	23.65	23.05	22.67
人人乐	0.41	0.46	2.83%	-22.42%	(30.00)	23.68	31.73	27.59	26.89	26.44
华联综超	0.10	0.11	62.43%	31.40%		41.17	51.95	45.17	44.02	43.29
三江购物	0.28	0.37	15.42%	16.32%		27.30	25.8	23.98	23.37	22.98
永辉超市	0.48	0.62	64.21%	56.01%	50.00	43.99	48.67	42.33	41.25	40.56
潮宏基	0.67	0.91	44.39%	57.96%	65.00	27.54	25.49	22.17	21.60	21.24
明牌珠宝	0.99	1.18	22.70%	30.93%	30.00	20.44	19.78	17.20	16.76	16.48
老凤祥	0.99	1.18	76.39%	76.39%	70.00	22.53	23.15	20.13	19.62	19.29
豫园商城	0.49	0.63	23.78%	33.71%		14.62	13.76	11.96	11.66	11.46
飞亚达 A	0.35	0.41	81.55%	69.29%	100.00	24.17	26.36	22.92	22.34	21.97

资料来源: wind, 民生证券研究所

三、投资建议

个股方面仍然关注“王天大鄂重银欧，步二友中轻飞首”。特别值得一提的是北京城乡继 2008 年股价再次接近净资产，可以收藏。

表 3: 2011 年与 2012 年 1 月 1 日至 19 日个股涨跌幅排行

证券简称	2011 年涨跌幅	证券简称	2012 年 1 月 6 日-19 日涨跌幅	证券简称	2011 年涨跌幅	证券简称	2012 年 1 月 6 日-19 日涨跌幅
三江购物	-52.94	武汉中商	9.97	中百集团	-31.84	商业城	-0.81
中兴商业	-52.67	徐家汇	9.83	杭州解百	-30.26	通程控股	-0.92
渤海物流	-50.47	友谊股份	7.74	百大集团	-30.09	中百集团	-1.54
武汉中商	-46.17	文峰股份	7.44	大商股份	-29.77	成商集团	-1.78
华联综超	-46.10	老凤祥	6.28	北京城乡	-29.44	益民集团	-1.79
东方金钰	-45.17	豫园商城	5.01	重庆百货	-27.07	广州友谊	-2.15
成商集团	-44.55	苏宁电器	3.67	友好集团	-27.00	开元投资	-3.25
徐家汇	-43.97	步步高	3.36	合肥百货	-26.74	汉商集团	-3.80
通程控股	-43.11	南宁百货	3.30	益民集团	-26.69	天虹商场	-4.53
东百集团	-41.23	西安民生	2.71	南宁百货	-26.58	兰州民百	-5.25
汉商集团	-41.09	明牌珠宝	2.42	天虹商场	-25.01	首商股份	-5.64
宏图高科	-39.84	杭州解百	2.37	昆百大 A	-24.88	人人乐	-6.06
广州友谊	-38.83	上海九百	2.27	潮宏基	-24.44	永辉超市	-7.03

上海九百	-38.49	东方金钰	2.16	首商股份	-22.85	百大集团	-7.14
友谊股份	-38.27	宏图高科	2.15	银座股份	-22.22	昆百大 A	-7.24
新世界	-38.00	三联商社	2.04	新华百货	-20.50	友好集团	-7.75
王府井	-37.75	长百集团	2.00	步步高	-20.18	鄂武商 A	-9.51
豫园商城	-37.41	南京新百	1.57	三联商社	-18.43	渤海物流	-9.68
人人乐	-37.25	津劝业	1.02	鄂武商 A	-17.07	南京中商	-9.99
津劝业	-35.83	三江购物	0.98	文峰股份	-15.76	潮宏基	-10.15
南京新百	-35.73	广百股份	0.95	商业城	-12.90	王府井	-10.59
明牌珠宝	-35.35	友阿股份	0.90	开元投资	-12.59	新华都	-11.13
苏宁电器	-35.08	东百集团	0.72	南京中商	-8.77	银座股份	-13.91
广百股份	-34.96	华联综超	0.36	永辉超市	-3.09	重庆百货	-14.43
兰州民百	-34.81	北京城乡	0.29	新华都	4.14	飞亚达 A	-15.27
友阿股份	-34.47	新世界	0.00	飞亚达 A	4.26	新华百货	-15.90
西安民生	-33.61	中兴商业	-0.28	欧亚集团	6.05	大商股份	-18.27
长百集团	-33.11	合肥百货	-0.35	老凤祥	14.63	欧亚集团	-19.66

资料来源: wind, 民生证券研究所

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。擅长挖掘黑马个股，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

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
尹瑭	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	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。