



宏源证券
HONGYUAN SECURITIES

商业贸易行业/动态报告

2012年2月6日

守得云开见月明——2011 年报速递 推荐维持

投资要点:

- 板块将迎来业绩稳定增长及估值修复的双驱动反弹
- 重点关注 PE 和 PEG 双低的公司,一旦业绩回暖,将形成戴维斯双击
- 推荐业绩拐点、安全边际高、业务综合但有转型机会的公司

报告摘要:

- 已公告业绩商贸企业 2011 年度业绩总结:** 预告净利润涨幅超过 100% 的企业有 9 家: 上海九百、东百集团、工大首创、轻纺城、渤海物流、民生投资和海宁皮城; 涨幅在 50%(含)-100%(含)的企业有 8 家: 大商股份、新华都、合肥百货、东方市场、步步高、南京中商、友阿股份和永辉超市; 涨幅低于 50% 的企业有 6 家: 吉峰农机、徐家汇、江苏国泰、天虹商场、苏宁电器和广百股份。另外,首商股份和长百集团分别公告预增和扭亏,但尚未有确切数字。人人乐和爱施德则公告业绩略减。
- 2011 年预告业绩与原一致预期业绩比较总结:** 预告业绩超过原一致预期业绩的企业有 11 家: 民生投资、上海九百、东方市场、徐家汇、海宁皮城、友阿股份、步步高、轻纺城、广百股份、苏宁电器和东百集团。预告业绩低于原一致预测的企业有 10 家: 合肥百货、天虹商场、吉峰农机、渤海物流、永辉超市、新华都、爱施德、南京中商、人人乐和大商股份。其中大商股份预告业绩低于原一致预期接近 50%。
- 当前观点:** 市场热情降至冰点,交易不够活跃,市场有效性大幅降低,导致消费类各个子行业 PE 估值出现收敛,市场底部已经形成。重点关注 PE 和 PEG 双低的公司,一旦业绩回暖,将形成戴维斯双击。同时也可以关注 PE 稍高但 PEG 较低的高成长公司。关注具有安全边际、成长确定、事件驱动、改善型公司。安全边际主要来自低估值和公司自有物业价值; 成长确定性主要来自于三四线城市消费增长; 事件驱动来自资产注入、高管和大股东增持、良好的股权激励政策以及毛利等指标持续改善。

消费服务研究组

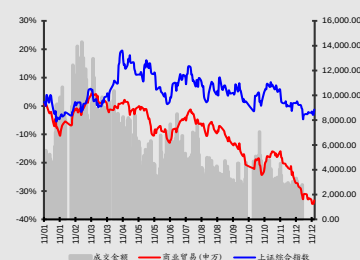
高级分析师:

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

2011 年度商贸行业市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券*行业报告*2012 年度策略报告: 防御中寻找成长*商业贸易行业*陈旭, 2011.12
- 2 《宏源证券*行业报告*2011 年 4 季度策略报告: 后通胀时代, 名义增速及利润率下行*商业贸易行业*陈旭, 2011.10
- 3 《宏源证券*行业报告*周报报告: 悲观市场中坚守成长*商业贸易行业*陈旭, 2011.9
- 4 《宏源证券*行业报告*周报报告: 奢侈品或分层调税, 高端消费行情可延续*商业贸易行业*陈旭, 2011.9
- 5 《宏源证券*行业报告*深度报告: 高端品牌消费崛起的黄金十年*商业贸易行业*陈旭, 2011.9
- 6 《宏源证券*行业报告*周报报告: 弱势市场中, 板块难有作为*商业贸易行业*陈旭, 2011.9

目录

一、2011 年度重点公司业绩预告总结.....	3
二、2011 年度预告业绩与原一致预期比较.....	4
三、商贸零售行业 2011 年度总结	5
(一) 板块比较: 商贸零售行业跌幅较大	5
(二) 行业估值分析: 市场底部已然形成	5
(三) 行业内年度涨跌幅前五名排行	6
四、投资建议总结与重申	7

插图

图 1: 各板块 2011 年度涨跌幅(%), 商贸行业排名靠后	5
图 2: 商贸零售行业动态 PE 及估值溢价	6
图 3: 商贸零售行业及其他消费行业估值偏离度	6

表格

表 1: 重点公司 2011 年度业绩预告一览.....	3
表 2: 重点公司 2011 年度业绩预期调整一览.....	4
表 3: 21 家商贸企业按子行业总结.....	4
表 4: 商贸零售行业 2011 年度涨跌幅前五名排行.....	6

一、2011 年度重点公司业绩预告总结

我们对到目前为止在季报或者业绩预告中公布了 2011 预告业绩的企业及其数据进行总结。预告净利润涨幅超过 100% 的企业有 9 家：上海九百、东百集团、工大首创、轻纺城、渤海物流、民生投资和海宁皮城；涨幅在 50%（含）-100%（含）的企业有 8 家：大商股份、新华都、合肥百货、东方市场、步步高、南京中商、友阿股份和永辉超市；涨幅低于 50% 的企业有 6 家：吉峰农机、徐家汇、江苏国泰、天虹商场、苏宁电器和广百股份。另外，首商股份和长百集团分别公告预增和扭亏，但尚未有确切数字。人人乐和爱施德则公告业绩略减。

表 1：重点公司 2011 年度业绩预告一览

证券代码	名称	预警类型	预告净利润变动(%)	预告日期	行业分类
600838.SH	上海九百	预增	350.00	1/13/2012	百货零售
600693.SH	东百集团	预增	250.00	10/22/2011	百货零售
600790.SH	轻纺城	预增	190.00	1/10/2012	商业物业经营
000889.SZ	渤海物流	预增	140.39	1/30/2012	商业物业经营
000416.SZ	民生投资	预增	130.23	1/19/2012	百货零售
002344.SZ	海宁皮城	预增	125.00	10/28/2011	商业物业经营
600694.SH	大商股份	预增	100.00	1/30/2012	百货零售
002264.SZ	新华都	预增	100.00	10/28/2011	专业连锁
000417.SZ	合肥百货	预增	78.00	10/21/2011	百货零售
000301.SZ	东方市场	预增	60.00	1/18/2012	商业物业经营
002251.SZ	步步高	预增	55.00	1/19/2012	专业连锁
600280.SH	南京中商	预增	50.00	10/26/2011	百货零售
002277.SZ	友阿股份	略增	50.00	10/27/2011	百货零售
601933.SH	永辉超市	预增	50.00	1/19/2012	超市
300022.SZ	吉峰农机	略增	40.00	1/13/2012	专业连锁
002561.SZ	徐家汇	略增	35.00	10/19/2011	百货零售
002419.SZ	天虹商场	略增	25.00	1/30/2012	百货零售
002024.SZ	苏宁电器	略增	25.00	10/29/2011	专业连锁
002187.SZ	广百股份	略增	20.00	10/26/2011	百货零售
600723.SH	首商股份	预增	n.a.	10/31/2011	百货零售
600856.SH	长百集团	扭亏	n.a.	1/12/2012	百货零售
002336.SZ	人人乐	略减	(30.00)	1/18/2012	超市
002416.SZ	爱施德	略减	(20.00)	10/28/2011	专业连锁

资料来源：Wind，宏源证券研究所整理

其中，我们将需要投资者注意的造成预告净利润变动的特殊原因整理如下(其他个股的变动原因则皆来自于经营层面)：

- 上海九百：业绩同比增长的主要原因系公司于 2011 年第一季度出售北京西路 1829 号 1-4 层（中乐大厦裙房）房产所获净收益 8,467.15 万元所致。剔除这一非经常性因素，该公司 2011 年预告净利润也有 55.92% 的增幅。
- 东百集团：业绩同比增长的主要原因系政府拆迁补偿款净收益及经营利润的增长。
- 轻纺城：公司业绩增长的主要原因是 2010 年汇金国际广场项目处置亏损致 2010 年净利润下降，2011 年投资收益增加及股权、债权款收回同步利息收入增加等致公司业绩大幅增长。
- 渤海物流：公司 2011 年度业绩增长的主要原因是商业零售收入较上年同期增加约 22,000 万元，控股子公司安徽国润投资发展有限公司利润同比增加约 1,400 万元。
- 民生投资：由于公司 2011 年交易性金融资产投资收益和公允价值变动收益增加及子公司净利润增加，致使公司 2011 年业绩同比大幅增长。
- 合肥百货：公司及子公司完成转让所持合肥拓基房地产开发有限责任公司 19.6% 股权、蚌埠百大置业有限责任公司 55% 股权以及铜陵拓基房地产开发有限责任公

司 10%股权，本次股权转让增加报告期投资净收益 13,442.02 万元。若剔除这一项股权转让相关收益，公司 2011 年度净利润增幅约为 2.3%。

- 徐家汇：除营业收入增长外，同时存在本期收购子公司少数股东权益带来的并表收益。
- 首商股份：预增除报告期内公司所属企业主营业务增长的因素外，还有实施重大资产重组，合并报表范围增加北京新燕莎控股（集团）有限责任公司这一因素。

二、2011 年度预告业绩与原一致预期比较

我们将总结到的企业发布的预告业绩与之前的一致预期业绩进行了比较。预告业绩超过原一致预期业绩的企业有 11 家：民生投资、上海九百、东方市场、徐家汇、海宁皮城、友阿股份、步步高、轻纺城、广百股份、苏宁电器和东百集团。预告业绩低于原一致预期的企业有 10 家：合肥百货、天虹商场、吉峰农机、渤海物流、永辉超市、新华都、爱施德、南京中商、人人乐和大商股份。其中大商股份预告业绩低于原一致预期接近 50%。

表 2：重点公司 2011 年度业绩预期调整一览

证券代码	名称	预告净利润变动 (%)	预告净利润估算 (万元)	原一致预测利润 (万元)	预期调整 (%)	行业分类
000416.SZ	民生投资	130.23	3,300	-	n.a.	百货零售
600838.SH	上海九百	350.00	12,957	-	n.a.	百货零售
000301.SZ	东方市场	60.00	12,248	-	n.a.	商业物业经营
002561.SZ	徐家汇	35.00	32,212	25,290	27.37	百货零售
002344.SZ	海宁皮城	125.00	56,496	49,840	13.35	商业物业经营
002277.SZ	友阿股份	50.00	32,963	30,031	9.76	百货零售
002251.SZ	步步高	55.00	26,488	24,900	6.38	专业连锁
600790.SH	轻纺城	190.00	11,224	10,650	5.39	商业物业经营
002187.SZ	广百股份	20.00	20,895	20,478	2.04	百货零售
002024.SZ	苏宁电器	25.00	513,189	503,043	2.02	专业连锁
600693.SH	东百集团	250.00	35,306	35,000	0.87	百货零售
000417.SZ	合肥百货	78.00	51,000	51,200	(0.39)	百货零售
002419.SZ	天虹商场	25.00	60,625	63,800	(4.98)	百货零售
300022.SZ	吉峰农机	40.00	9,299	10,002	(7.03)	专业连锁
601933.SH	永辉超市	50.00	45,763	49,800	(8.11)	超市
000889.SZ	渤海物流	140.39	7,340	8,000	(8.25)	商业物业经营
002264.SZ	新华都	100.00	12,930	14,200	(8.94)	专业连锁
002336.SZ	人人乐	(30.00)	18,900	25,800	(26.74)	超市
002416.SZ	爱施德	(20.00)	58,210	83,210	(30.04)	专业连锁
600280.SH	南京中商	50.00	6,934	10,606	(34.62)	百货零售
600694.SH	大商股份	100.00	20,623	39,100	(47.26)	百货零售

资料来源：Wind，宏源证券研究所整理

其中，民生投资、上海九百和东方市场均有超预期表现，由于缺乏分析员覆盖，其原一致预测利润数据不可得。我们将表 2 中这三支个之外的其它 18 支个股按照行业进行总结，结果见如下表 3。总体看来，商业物业经营企业超预期幅度较大（9.59%），超市则低于预期 17.52%。虽然此统计由于样本个股数量的限制不能够反应各子行业整体情况，但我们希望投资者可以从中寻到一些思路。

表 3：21 家商贸企业按子行业总结

行业分类	预告净利润估算 (万元)	原一致预测利润 (万元)	预期调整 (%)	2011 年预告盈利变动幅度
商业物业经营	75,060	68,490	9.59%	134%
专业连锁	620,115	635,354	-2.40%	20%
百货零售	260,557	275,505	-5.43%	50%
超市	64,663	75,600	-14.47%	19%

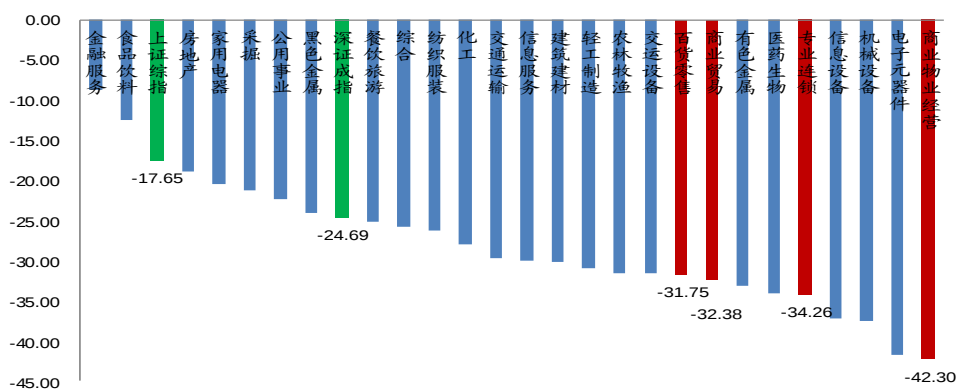
资料来源：Wind，宏源证券研究所整理

三、商贸零售行业 2011 年度总结

(一) 板块比较：商贸零售行业跌幅较大

2011 年度股市各版块均有一定幅度的下跌。总体看来,上证综指在年内变动幅度为-17.65%,而深证成指则为-24.69%。从申万板块指数来看,金融服务和食品饮料等行业表现较好,而商贸零售行业下的几个子行业均未能跑赢大盘且排名靠后:百货零售-31.75%,商业贸易-32.38%,专业连锁-34.26%,而商业物业经营更是以-42.3%排在最后。在这个估值下移形成市场底部的时候,我们认为目前股价已充分消化税改低于预期、网购快速扩张等多重负面因素影响,板块将迎来业绩稳定增长及估值修复的双驱动反弹。短期内不会出现板块性行情,精选个股能够获得一定的绝对收益。

图 1: 各板块 2011 年度涨跌幅(%), 商贸行业排名靠后

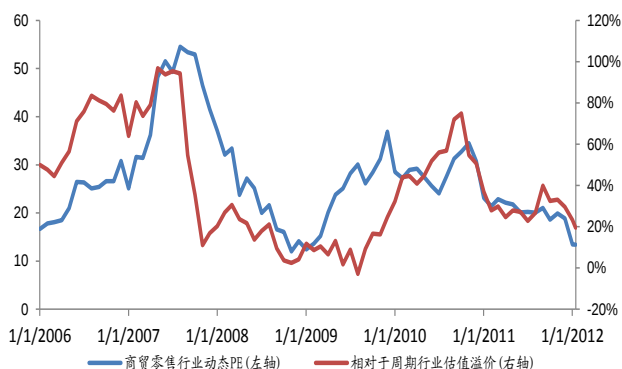


资料来源: Wind, 宏源证券研究所整理

(二) 行业估值分析:市场底部已然形成

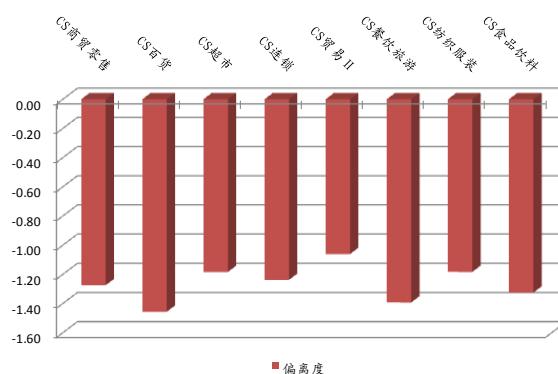
从历史估值来看,目前商贸零售行业已经见底,与 09 年底估值持平。行业相对于周期行业估值溢价也处于历史较低水平,只有 19%,而历史最高值达到 106%。从偏离度来看,消费类行业普遍低估,其中百货行业低估最严重,偏离度达到-1.46。这些数据也印证了我们关于市场底部已经形成的观点。

图 2：商贸零售行业动态 PE 及估值溢价



资料来源：Wind，宏源证券研究所整理

图 3：商贸零售行业及其他消费行业估值偏离度



资料来源：Wind，宏源证券研究所整理

（三）行业内年度涨跌幅前五名排行

2011 年度内，深国商以 20.62% 的年度涨幅领跑商贸行业，老凤祥、索菲亚、欧亚集团和飞亚达则分居第二至五名；而小商品城、三江购物、中兴商业、腾邦国际和渤海物流则以超过 50% 的跌幅位于榜末。

表 4：商贸零售行业 2011 年度涨跌幅前五名排行

证券代码	证券简称	2011 年度涨跌幅 (%)	年度最高价 (元)	年度最低价 (元)
000056.SZ	深国商	20.62	28.98	9.36
600612.SH	老凤祥	14.63	38.78	24.01
002572.SZ	索菲亚	6.97	96.40	35.81
600697.SH	欧亚集团	6.05	32.00	23.55
000026.SZ	飞亚达 A	4.26	20.10	12.08
600415.SH	小商品城	-55.25	37.28	6.55
601116.SH	三江购物	-52.94	22.80	9.70
000715.SZ	中兴商业	-52.67	15.50	6.79
300178.SZ	腾邦国际	-50.51	35.56	15.52
000889.SZ	渤海物流	-50.47	12.98	5.05

资料来源：Wind，宏源证券研究所整理

四、投资建议总结与重申

综上所述,从整体角度来看,商贸零售行业基本面良好,部分个股的净利润存在超预期的良好表现。同时,从经济转型、国家政策以及消费升级等宏观因素看,我们对中国未来的消费保持乐观。

但是与此相对的,由于市场热情降至冰点,交易不够活跃,市场有效性大幅降低,导致消费类各个子行业 PE 估值出现收敛,市场底部已经形成。但我们认为目前股价已充分消化了人工及租金费用增加、税改低于预期和网购快速扩张等多重负面因素影响,板块将迎来业绩稳定增长及估值修复的双驱动反弹。短期内不会出现板块性行情,预计精选个股能够获得一定的绝对收益。

另外,几个月前我们已经提出:在后通胀时代,消费者买涨不买跌,我们对金银珠宝消费保持谨慎的态度。到目前为止,全国零售数据和黄金珠宝股股价都已经印证了我们的观点。我们继续维持年度策略中对高端消费中性的观点。

目前对应 12 年 PE 已经见底,我们建议投资者重点关注 PE 和 PEG 双低的公司,一旦业绩回暖,将形成戴维斯双击。同时也可以关注 PE 稍高但 PEG 较低的高成长公司。关注具有安全边际、成长确定、事件驱动、改善型公司。安全边际主要来自低估值和公司自有物业价值;成长确定性主要来自于三四线城市消费增长;事件驱动来自资产注入、高管和大股东增持、良好的股权激励政策以及毛利等指标持续改善。

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师，消费服务组组长，4 年证券行业从业经验。2011年新财富最佳分析师商贸零售行业排名第9。

主要覆盖公司：永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、王府井、秋林集团、东方金钰、友阿股份、东百集团、大连友谊

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
华东区域	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云
华南区域	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaozen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
	方芳	胡玉峰		
QFII	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。