



新消费到底新在哪里？（系列之二）——三阶段投资逻辑：同舟才能共济，老骥志在千里

新消费主题研究

维持评级：强于大市

重点公司	6m%	YTD%	评级
华谊兄弟	-11.66	-22.30	买入
大唐电信	-41.65	-16.59	买入
天威视讯	-26.08	-5.33	买入
博瑞传播	-30.00	-28.34	增持
锦江股份	-31.16	-8.41	买入
潮宏基	-35.14	-31.97	增持
广州国光	-43.56	-35.49	增持
友阿股份	-19.50	13.34	买入
步步高	-14.91	-1.46	增持
百联股份	-13.74	5.16	买入
友谊股份	-18.75	-3.99	买入
农产品	-21.39	4.63	买入
广州友谊	-25.07	-7.63	买入
天虹商场	-19.86	8.34	买入

相关报告

新消费主题 2010 年 11 月月报
新消费主题 2010 年 9 月月报
新消费主题 2010 年 8 月月报
新消费主题 2010 年 2 季度投资策略

分析师

栾雪飞 SAC 执业证书编号：S0350210060002

刘金沪、孙霞

电话：0755-83716973

邮件：luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

- 估值之惑——水涨才能船高，资金决定估值。2011 年商业行业整体收入和净利润可分别达到 24.17%和 31.67%的增长率。因此，纵向来看，21 倍的 2011 年行业动态估值已经形成较明显而确定的估值洼地，股价迟迟按兵不动，只能解释为“资金决定估值，情绪推波助澜”；横向来看，商业股相对于 A 股整体 1.6 倍的估值倍数，主要源于占总市值 31%的金融和房地产股票史无前例的低估值，使得商业股估值倍数参数失效，该项疑虑市场应予淡化；
- 白马之惑——同舟才能共济，老骥志在千里。首次提出商业股的三阶段投资逻辑；
- 何时按兵不动，何时果断出击——行业此时此刻处于什么位置？A 股市场横向比较，通胀见顶回落预期带来的收入平稳增长、存货风险转嫁盈利模式带来的毛利率相对于其他行业较为稳定抗跌等综合因素，使得商业行业在整个 A 股市场中显示出较强的综合竞争力。商业行业自身纵向比较，经过 2008 年业绩增长大幅下滑和 2009 年业绩增长迅速回复正常的特殊波动期后，2010 年开始重新进入平稳增长，2011 年有望延续 2010 年增长态势，动态市盈率估值有望延续。线下市场空间并未饱和，短期估值不足为虑。但是，网购行业直接撼动线下商业行业的强势渠道地位，线下商业行业“相对于大盘的估值倍数”从此降低；
- 何时按兵不动，何时果断出击——一个股此时此刻处于什么位置？2011 年 6 月消费行业投资机会见正文表 4；
- 本期新消费主题重点推荐组合：华谊兄弟（300027）、大唐电信（600198）、天威视讯（002238）、博瑞传播（600880）、潮宏基（002345）、锦江股份（600754）、百联股份（600631）、友谊股份（600827）、广州国光（002045）、友阿股份（002277）、农产品（000061）、广州友谊（000987）、天虹商场（000419）。

估值之惑——水涨才能船高，资金决定估值

21 倍的 2011 年行业动态估值高还是不高？

从 2006 年以来的市场走势与基本面相关情况分析，商业公司利润增幅随宏观社销总额增幅呈现“一致放大效应”，商业股涨跌幅随公司利润增幅变化基本也呈现出“一致放大效应”；估值放大来自于市场资金充沛度，以及集体情绪的推波助澜。

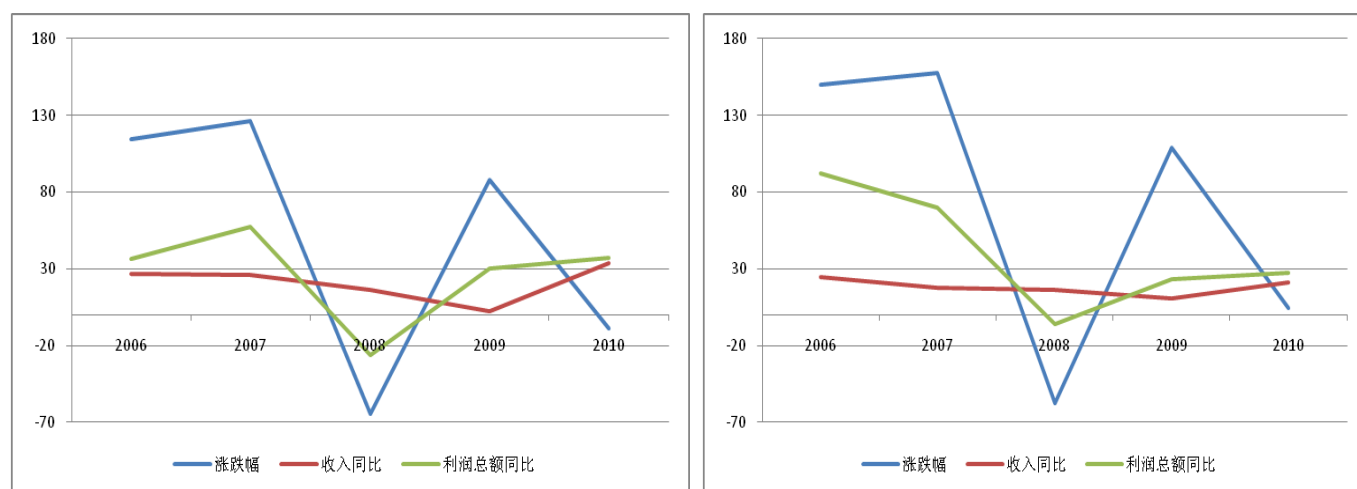
我们认为，2011 年商业行业整体收入和净利润可分别达到 24.17% 和 31.67% 的增长率。因此，纵向来看，21.26 倍的 2011 年行业动态估值已经形成较明显而确定的估值洼地，股价迟迟按兵不动，只能解释为“资金决定估值，情绪推波助澜”；横向来看，商业股相对于 A 股整体 1.6 倍的估值倍数，主要源于占总市值 31% 的金融和房地产股票史无前例的低估值，使得商业股估值倍数参数失效，该项疑虑市场应予淡化。

表 1 商业股 2010-2012 年估值，商业股年初以来涨跌幅为负值

板块名称	PE2010	PE2011	PE2012	PB	PS	年初以来涨跌幅
SW 零售	32.51	21.26	16.17	3.84	1.20	-12.52%
SW 百货零售	35.26	24.09	18.69	4.02	1.25	-8.73%
SW 专业连锁	27.53	18.34	14.39	3.72	0.87	-13.46%
SW 商业物业经营	40.22	22.62	14.67	3.61	4.72	-20.10%
上证综合指数成份	17.50	13.30	11.08	2.44	1.70	-4.79%

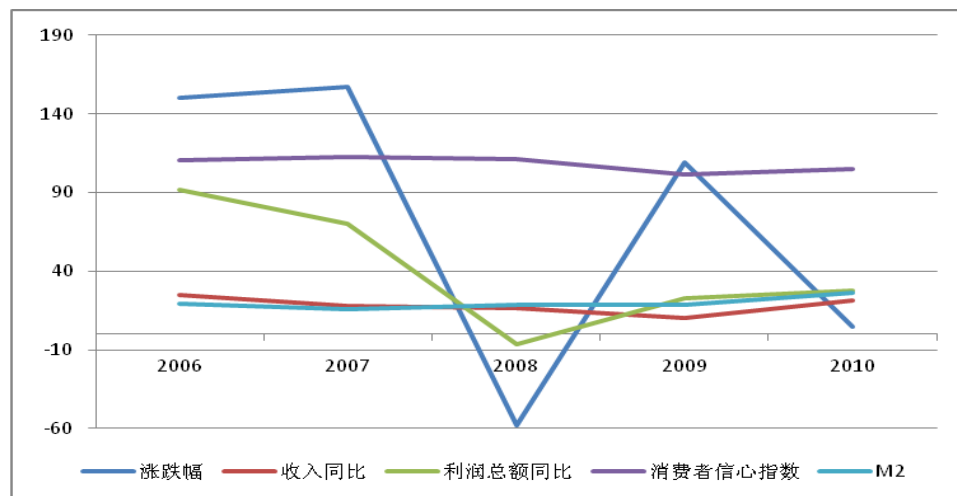
资料来源 Wind

图 1、2 A 股（左）、商业股（右）涨跌幅与业绩增速相关度分析——2009 年前呈“一致放大效应”，2010 年开始负相关，一定程度上反映了市场对商业行业持续高成长性疑虑，也是对过去 1 年来商业行业增长性过高预期的适当修正



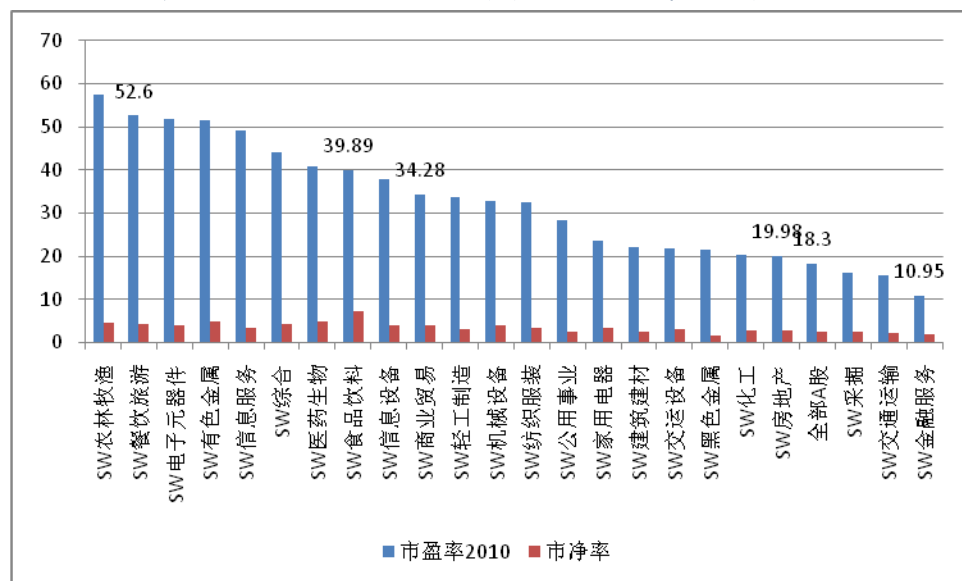
资料来源 Wind

图 3 M2、消费者信心指数、商业公司业绩增长、商业股涨幅相关度分析表明，商业股涨跌幅直接取决于业绩增长预期并成倍放大预期，M2、消费者信心指数对股价影响不大



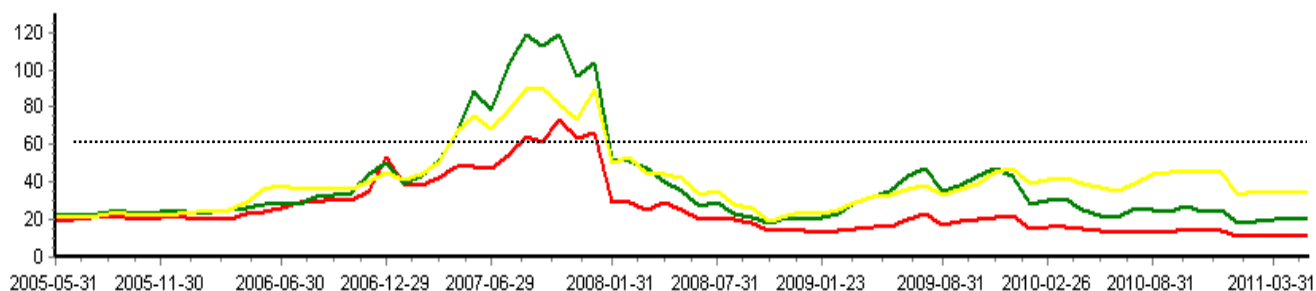
资料来源 Wind

图 4 横向比较，商业股相对 A 股的估值倍数为 1.6 倍，主要原因是总市值占 31% 的金融服务和房地产两大板块估值史无前例的低于历史估值水平，拖累了 A 股整体估值，使得商业股估值倍数参数变得失效，该因素应予以淡化



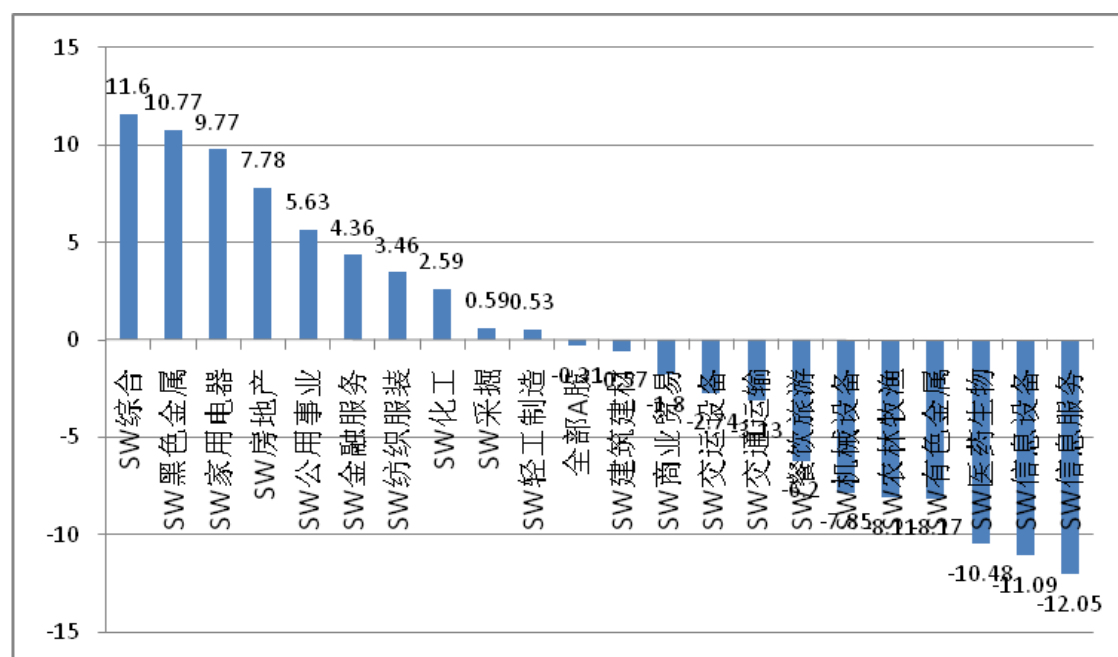
资料来源 Wind

图 5 纵向比较，商业股估值处于 2006 年 5 年以来的 PE 均值下方（注：黄色—商业股；绿色—房地产；红色—金融）



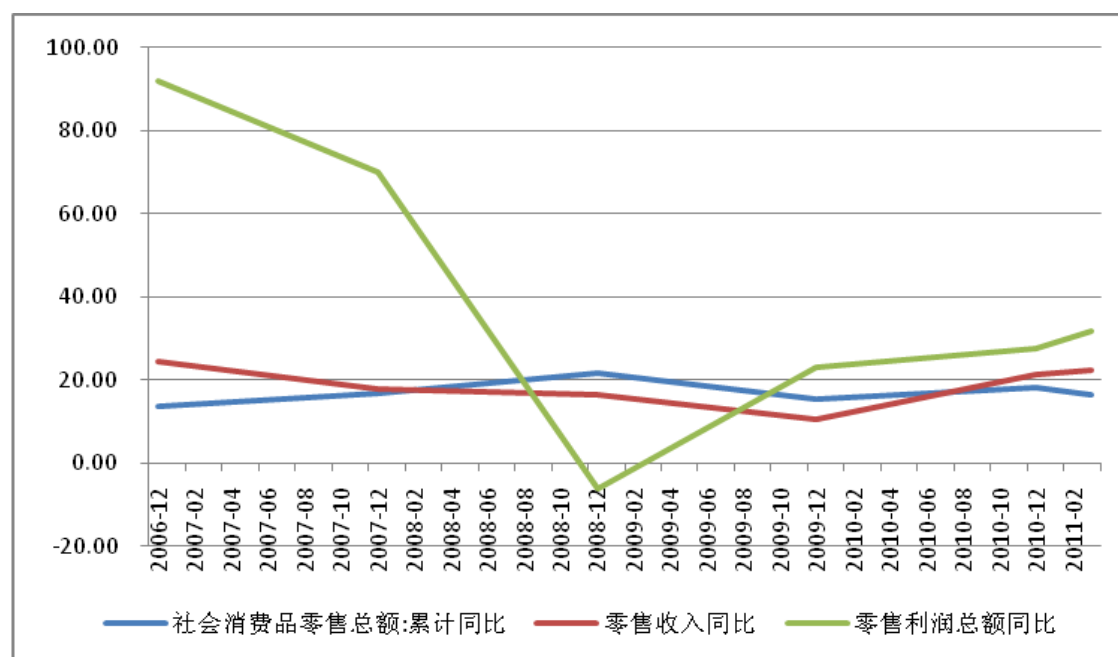
资料来源 Wind

图 6 2011 年以来，商业股板块涨幅为负值



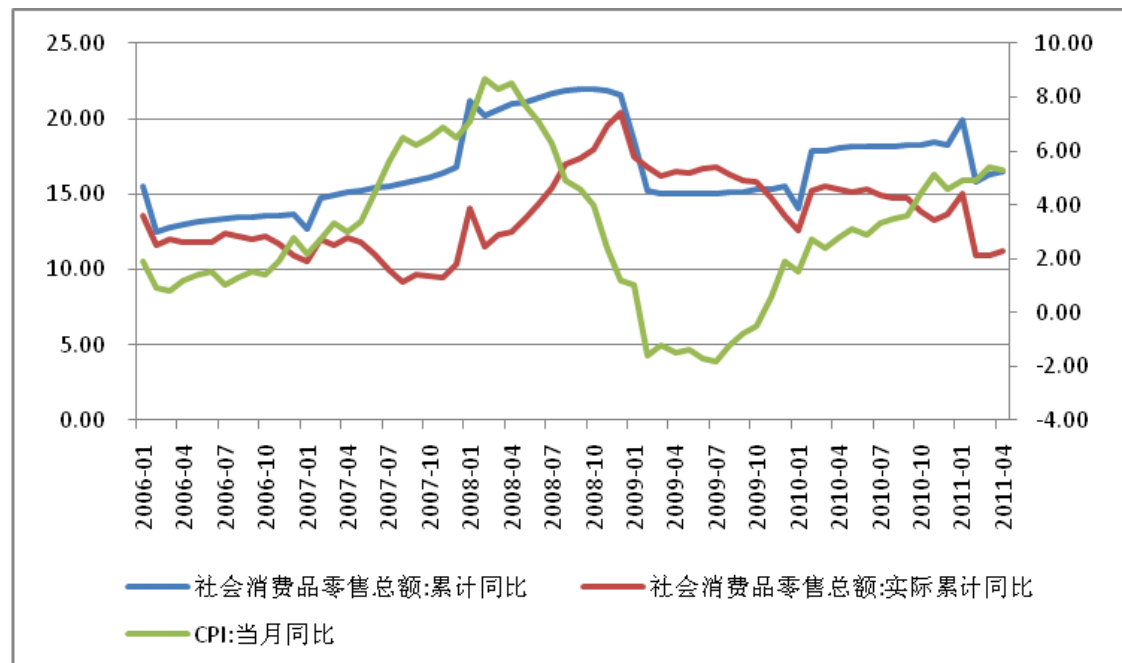
资料来源 Wind

图 7 剔除 2008 年，社零总额增长与商业行业收入、利润增长呈“一致放大关系”



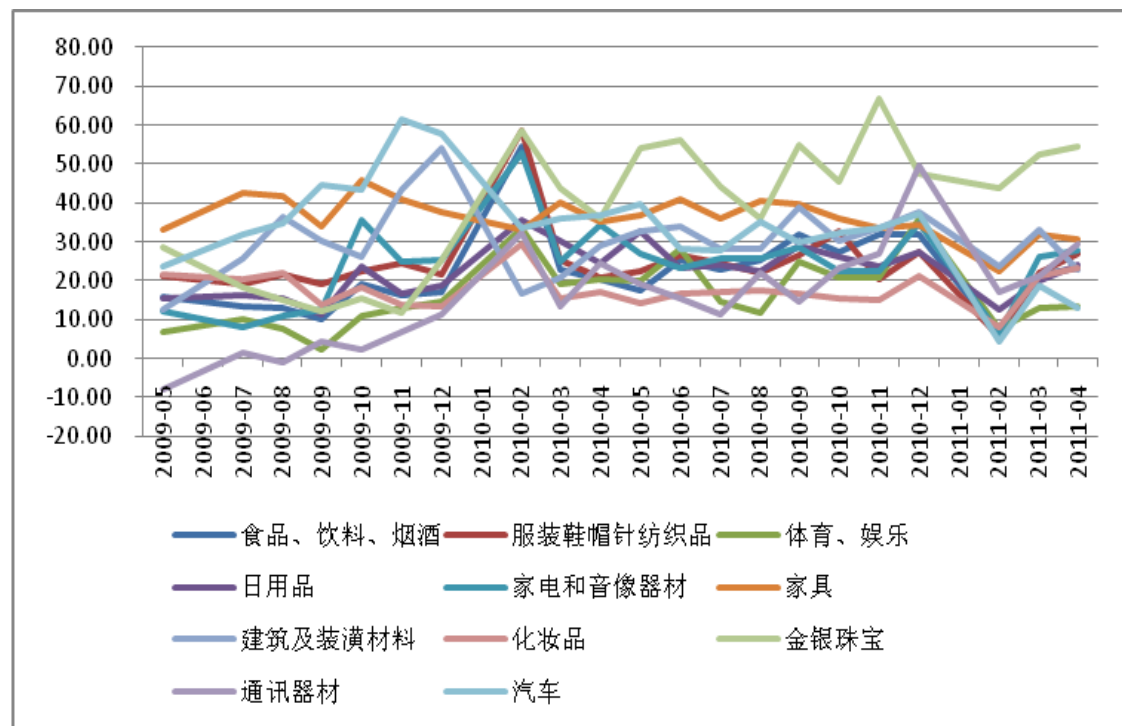
资料来源 Wind

图8 2011年以来,名义和实际社销总额双双同比增长下降。根据之前报告的研究和本报告前面图表的分析,商业公司利润增幅随社销总额增幅成倍放大,商业股涨跌幅随公司利润增幅变化成倍放大。未来“通胀见顶预期”和个税改革等政策利好有助于提升消费信心,社零总额同比增速有望逐步回升,商业公司利润增长加快也将带来股价对称性的放大性上涨



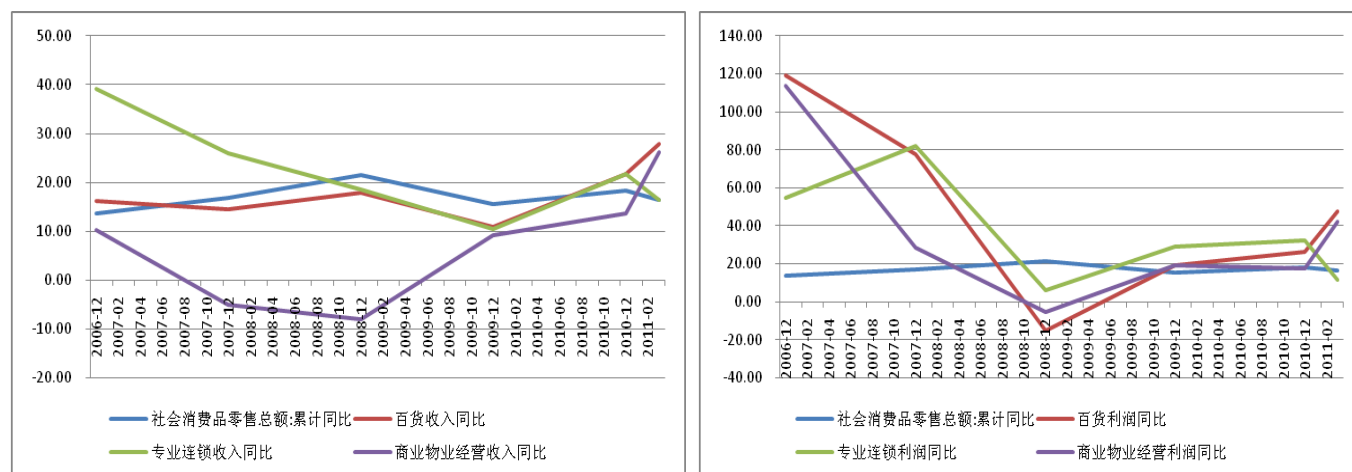
资料来源 Wind

图9 限上零售品类增长情况看,金银珠宝同比增长最大,汽车、与房地产相关的家具、建筑装潢类同比增长放缓,可见目前“高房价”成为当前抑制居民消费的最大障碍,随着政府保障房政策的推行和房价如期回落,为消费能力带来释放空间



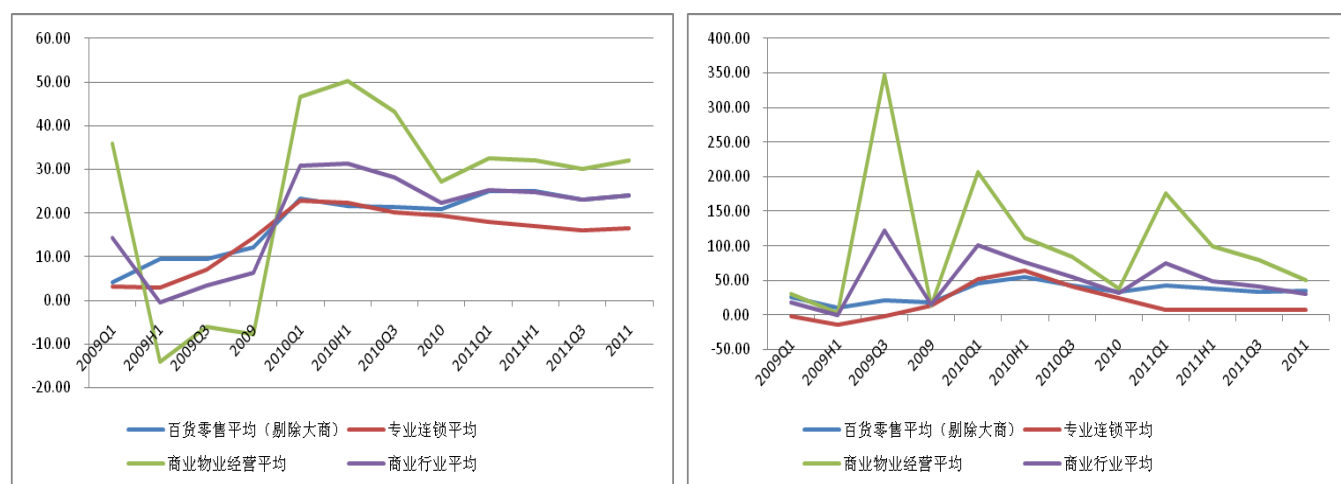
资料来源 Wind

图 10、11 百货、专业连锁、商业物业经营收入（左）、利润（右）增长表明，2011 年以来，百货与商业物业经营同比增长速度较快，专业连锁同比增长速度大幅回落。百货收入、利润增长较快的主要原因来自于打折活动减少、部分品牌提价、金银珠宝热销、自有物业、降低三费等综合因素；商业物业经营收入、利润增长较快主要来自于提租；专业连锁同比增长大幅回落，主要原因是人工成本、租金费用上升较快，网购对实体店销售和毛利率均构成正面冲击



资料来源 Wind

图 12、13 根据中国连锁经营协会调查，2010 年连锁百强销售规模 1.66 万亿元，同比增长 21.2%，增幅高出社零总额 2.8 个点。百强企业销售增长加速。2010 年百强销售同比增长达到 21.2%，比 2009 年 13.5% 和 2008 年 18.4% 高出 7.7 和 2.8 个点，百货店发展速度高于超市。2010 年以经营百货为主的连锁企业占据 1/3 的百强席位。35 家百货企业销售收入增幅 23.2%，明显高于超市 13.8% 的收入增幅。经历了 2008 年销售高速增长和 2009 年快速回落之后，2010 年度销售收入增长速度因 2009 年的极低基数而显著回升，然而考虑到 2010 年商业企业经营成本开始大幅提高，增量的续约和新签合同房租成本平均上涨约 30%，存量和增量的人工成本平均上涨 15%，在一定程度上减轻了 2011 年同比可比基数的压力。另外，综合考虑 2011 年一季报，预计 2011 年商业行业收入（左）、利润（右）增长率分别为 24.17% 和 31.67%，其中百货子行业收入和净利润（扣非）增速分别为 24% 和 35%，专业连锁子行业收入和净利润（扣非）增速分别为 16.5% 和 10%（注：百货、专业连锁、商业物业经营类上市公司总市值比例基本上为 5：4：1）



资料来源 Wind

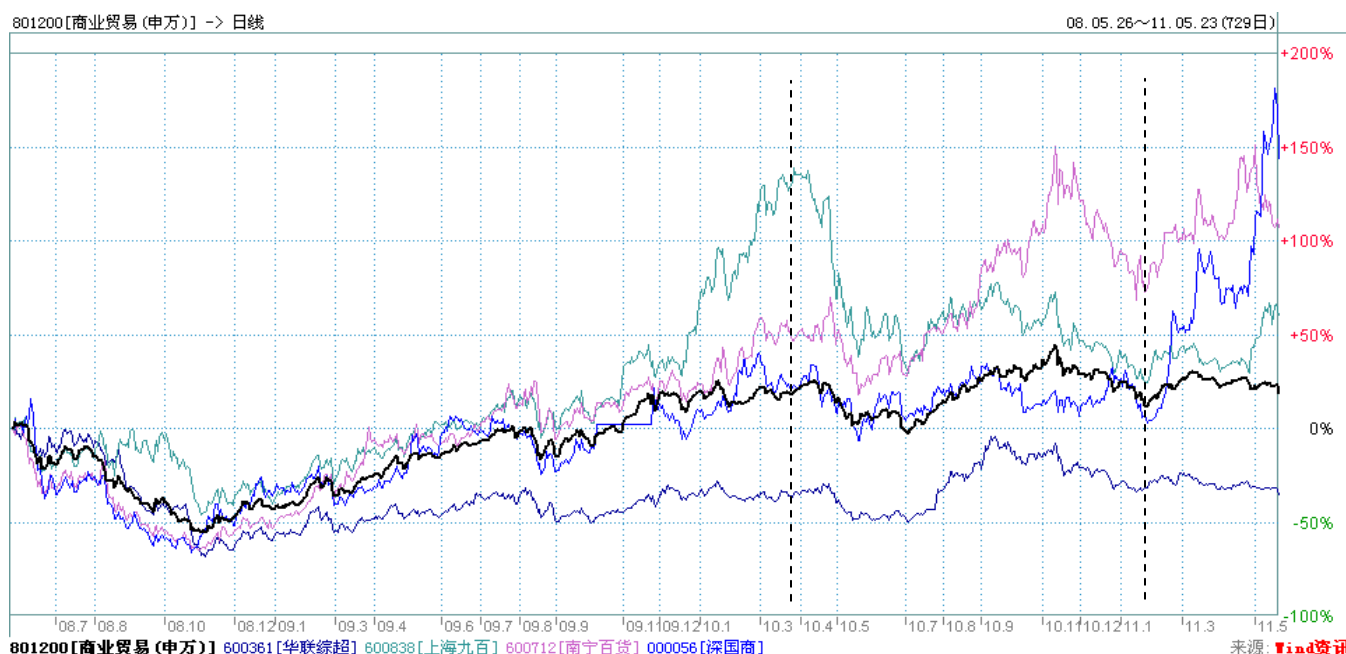
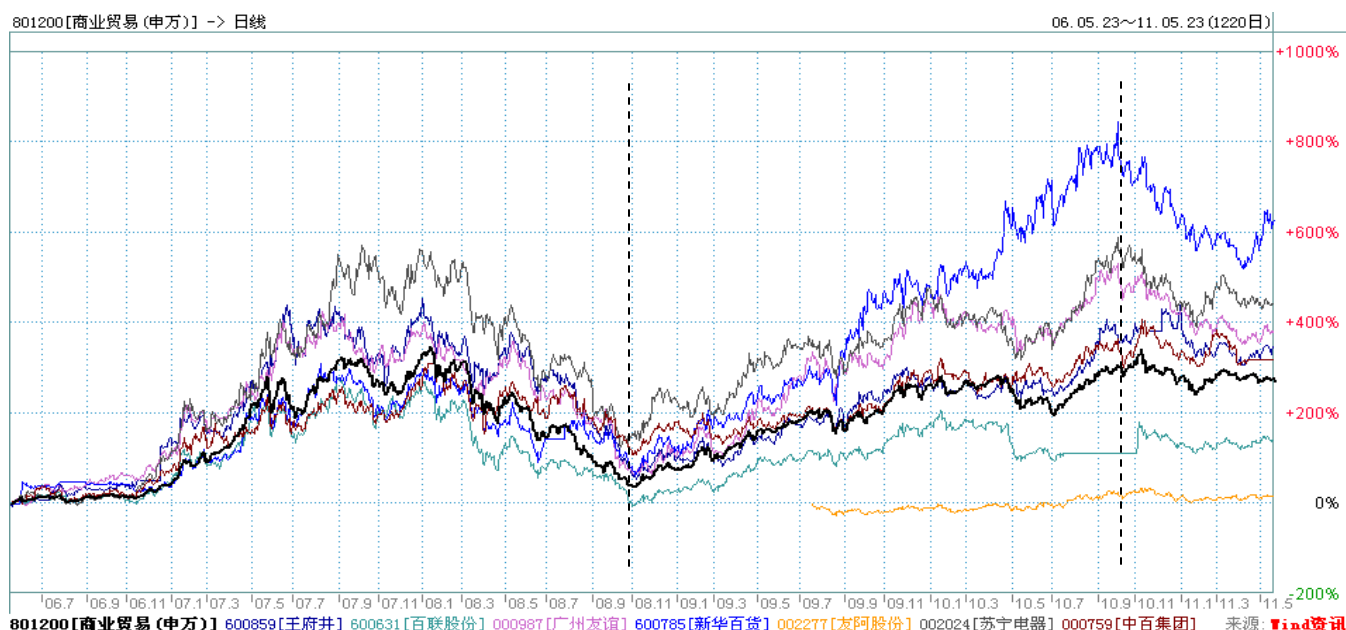
白马之惑——同舟才能共济，老骥志在千里

我们试图探讨，合理而现实的“三阶段投资逻辑”应该是这样的：第一阶段，以题材概念打先锋的鱼儿应予放弃，否则易惊扰到第二阶段的鱼群捕捞；第二阶段，白马股鱼群可做整体季节性撒网捕捞；第三阶段，剩下几条脱离鱼群的鱼儿会自投罗网，在白马股重拾升势之后，再顺势拣起不迟。

解释如下：除非是较大事件推动带来的个股投资机会，个股难以摆脱行业整体表现独立走出所谓“黑马行情”（如国际板背景下的 000056 深国商），个股机会应来源于板块轮动带来的行业整体机会。板块轮动到来之际，正如同捕鱼撒网之时，白马股如“同舟共济”的大鱼和鱼群，可有稳定而可预见的绝对收益甚至超额收益，它们如同旗帜，“示范并带动”具有助涨特性的非白马股产生超额收益。我们包容，但不倾向于寻找无明确基本面支撑而独立疾走、昙花一现的消费股，它们难以走出持久清晰的行情，不具备白马股振臂一呼应者云集的领袖气质。即便阶段性选择它们，理智的投资顺序也应该在白马股宣告板块轮动性投资机会确立之后。该类型股票如同脱离鱼群的鱼儿，“精准捕捞”事倍功半，反而会打草惊蛇惊动到整片鱼群的撒网计划，不如顺势而为，待其“自投罗网”。

重申两个基本观点：第一，《新消费到底新在哪里？》曾明确提出：“大消费服务行业的股票不似每年昙花开放败敌契机转瞬间，却以稳健复利开辟一条脚踏实地的通往长期超额收益之路，也是消费股在股市分工中应该具有的风格和应当承担的角色。”“我们尽心找到这样的股票，就是为了抱守并分享它的长期成长，除非管理层发生重大变化、基本面出现重大转向。不应因为市场把我们在寻找过程中已经充分考虑并打消了的疑虑重新提起，而受到额外干扰。”“消费股最大的优势是‘确定性溢价’，包括‘产业政策连续’、‘商业模式成熟’、‘盈利稳定’等综合含义。如果看重短期超额收益，可以到周期类股票中寻找，不必在消费股中折损效率；第二，上段话是我们前期观点的延伸和补充。

图 14、15、16 商业行业白马股和非白马股的历史股价表现顺序和涨跌幅



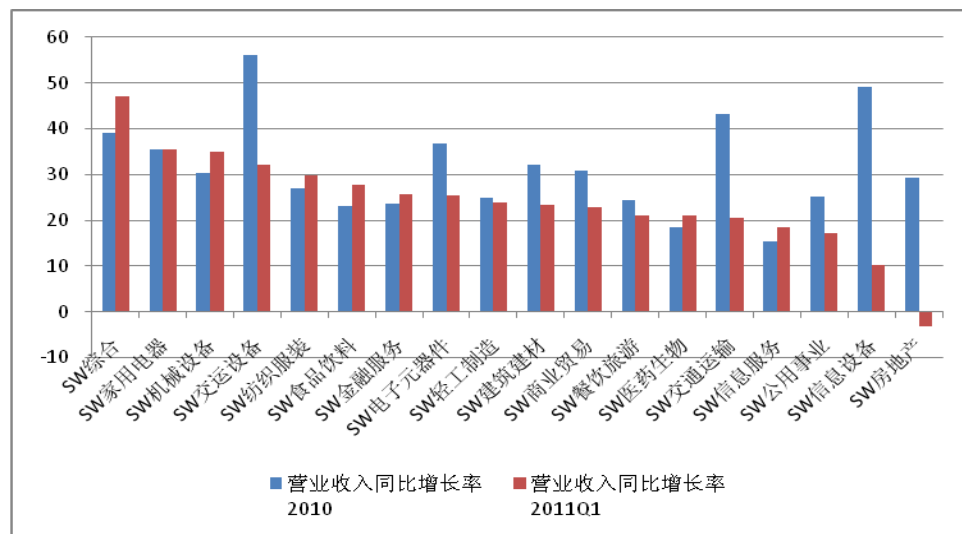
资料来源 Wind

何时按兵不动，何时果断出击——行业此时此刻处于什么位置？

想要解释清楚这个问题，起码需要两个大的思考角度：

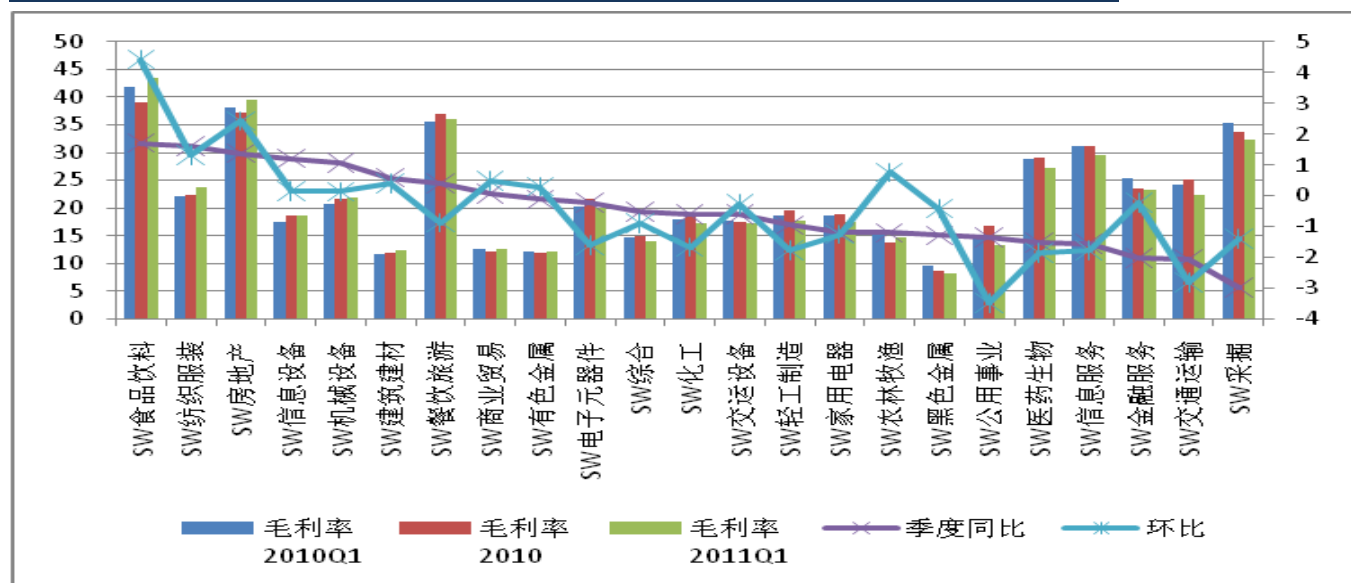
第一，A 股市场横向比较，通胀见顶回落预期带来的收入平稳增长、存货风险转嫁盈利模式带来的毛利率相对于其他行业较为稳定抗跌等综合因素，使得商业行业在整个 A 股市场中显示出较强的综合竞争力。

图 17 销售增长之惑——商业行业相对于其他行业来看，销售收入增长基本上平稳可预期



资料来源 Wind

图 18 毛利率之惑——消费行业稳定的毛利率充分显示其“成熟商业模式溢价”——2011 年一季度，百货公司毛利率平均同比下降 0.97 个百分点，比 2010 年全年下降 0.76 个点。毛利率下降反映商业环境竞争日趋激烈、供货商成本提升等现实压力带来商业公司议价能力降低，毛利率上行压力加大，但是由于商业行业强大的渠道能力，下降幅度也不会超过 1 个点。在成本大幅提升的大环境下，纵向比较，消费行业比其他行业的毛利率更加稳定，显示出消费行业上市公司较强的定价能力



资料来源 Wind

第二，商业行业自身纵向比较，图 10、11 显示，经过 2008 年业绩增长大幅下滑和 2009 年业绩增长迅速回复正常的特殊波动期后，2010 年开始重新进入平稳增长，2011 年有望延续 2010 年增长态势，动态市盈率估值有望延续。线下市场空间并未饱和，短期估值不足为虑。但是，网购行业直接撼动线下商业行业的强势渠道地位，线下商业行业“相对于大盘的估值倍数”从此降低。

在一个基本趋势形成之时，除非有重大事件影响，趋势很难发生更改。通胀打击、网购冲击、成本上升，都是长期而缓慢的负面压力，有挑战才有动力；除此之外，我们暂未观察和预计到拖累零售业销售增长放缓的更大的中短期利空。产业政策持续扶持、个税改革、国民收入倍增计划、保障房建设、城市化等一系列持续利好支持下，伴随着通胀见顶预期的兑现，消费者信心有望进一步回升，2011 全年商业行业有望继续保持 20-25% 的平稳收入增长。

目前市场对于行业收入放缓的疑虑无外乎两点：第一通胀；第二网购冲击。通胀第一部分已分析；我们认为，网购对商业行业的冲击固然存在，然而线下市场空间并未饱和（本报告暂不展开论证），因此对商业行业市盈率估值的影响，短期不足为虑；然而网购的出现，直接冲击到商业行业不可撼动的渠道地位，与美国线下零售商占据统治地位不同，中国最大的 20 家线下零售商仅占整体零售行业 10% 的份额，这就给了线上企业很大的发展空间。从今往后，商业行业“相对于大盘的估值倍数”可能降低。

第一，网购重剑无锋，对实体店冲击不容忽视，讳疾忌医不如正确面对，如果连供应商们都公认了网购的价值，还留给资本市场投资者多少时间迟疑？

Laura Hillenbrand 的 Seabiscuit 中有句话震撼人心：“一个人的腿可瘸，他的心不可残（It's better to break a man's leg than his heart.）。”

站在电子商务的马云支付宝为代表的支付系统和物流系统已经非常完善的肩膀上，2010 年国内电子商务实现井喷，整体市场规模达到 4 万亿，B2C 和 C2C 形式的网络购物规模超过 5000 亿元，同比增长 90% 以上，网购网站麦考林、当当 IPO 火爆和 PE 大规模资本介入京东、凡客、拉手也反映了网购行业的快速兴起。根据艾瑞咨询数据，2011 年一季度，中国网络购物市场整体交易规模便 1700 亿元，同比增长 100%。目前韩国网购占社销总额比例为 10%，美国为 4%，而中国的比例不足

3%，发展空间巨大。网购重剑冲击之下的挤出效应，使得传统商业公司市场份额受到蚕食，战略调整在所难免——据统计，2010 年百强企业中有 34 家开展了网络零售业务，实现销售规模约 30 亿元。2010 年底，国美电器收购了库巴购物网，苏宁电器也在 2010 年 2 月正式推出苏宁易购，显示传统零售业也意识到抢占网购份额的必要性。

通过京东商城个案，分析网络购物对传统零售业态的冲击程度——作为以正品低价销售模式切入市场的 B2C 公司，2004 年创建以来，京东商城用时七年，把年销售额由最初的 1000 万元做到 102 亿元，年均复合增长率 217%。相比传统渠道商，国美从创立到销售额突破 100 亿元用时 15 年。目前京以 15% 的市场份额遥遥领先于同类 B2C 企业。同为综合类 B2C 的卓越亚马逊市场份额 2.5%，当当 1.8%。根据今日资本调查统计，京东商城正牌产品价格比线下便宜 10-20%，由此造成的无可回转的消费习惯迁移，对传统电器连锁巨头不可能不构成直接压力。

第二，传统零售商“战略”调整迫在眉睫，后台建设尤其是物流配送体系建设是线上线下零售企业的共同根基，尽管传统零售商具有物流方面的先发优势，然而，实体店携历史包袱岂能轻装上阵？传统技巧怎能抵挡网购大巧不工？

表 2 曾以“轻资产”著称的传统商业公司，如今相对于网购商，则显得重船沉疴

	苏宁电器		国美电器		京东商城		亚马逊 AMZN		沃尔玛 WMT	
	2009Y	2010Y	2009Y	2010Y	2009Y	2010Y	2009Y	2010Y	2009Y	2010Y
销售收入（亿元 RMB） （规模至上，吸引供应商的最终实力。 <u>突破供应商的控制和阻碍，取得供应商的信任，才真正是京东商城过去的主要矛盾，而不是物流、配送、安装、售后等因果倒置的次要矛盾。</u> ）	583	755	427	509	40	102	245 亿\$ （1715 亿元）	342 亿\$ （2394 亿元）	4082 亿\$ （27758 亿元）	4218 亿\$ （28682 亿元）
毛利率% （网购比实体店低，做渠道“价格制胜”，吸引消费者的最终实力。 但是京东价格曾严重冲击了供应商的价格体系，早期遭到供应商的大力抵制。 国外来看，百思买也比亚马逊的毛利率高 2 个点。）	17.35	17.83	15.54	16.47	毛利率与期间费用率基本持平， 毛利率为苏宁、国美的 1/3，期间费用率约为 1 半左右		22.6	-	24.8	-

销售管理费用率 (网购比实体店低, 实体店刚性的租赁、人工成本成为降价阻碍。网购商从而有更多余地高进价低售价, 是吸引供应商和消费者的实力之一。 国外来看, 百思买也比亚马逊的费用率高 3 个点, 从而使得亚马逊的净利率高 1 个点。)	10.47	10.68	12.5	12.36		18 左右, 科技研发费用占将近 30%, 市场推广费用占 20%左右		20 多, 净利润率可保持在 3.5 左右	
存货周转天数 (反映供应链效率——对于各个环节的流程控制程度, 后台数据处理等综合管理能力。京东做到了比苏宁、国美更为领先的水平。)	42	46	50.7	64.68	12 (2008)	小于 10 天		17 天, 不超过 1 个月	
应付账款周转天数 (反映与供应商的关系。京东降低周转天数, 此举有助于获得供应商支持。)	32.1	34.7	148	135	20 (2008)	85	-	62	-

资料来源 Wind、全美零售联合会

第三, 令我们感到鼓舞的是, 刘强东也认同我们在《新消费到底新在哪里?》中“消费品行业的供应链效率: 速度与成本之间的平衡”的基本逻辑与观点 (后续系列中再做深入探讨)。亚马逊的贝佐斯也曾说过: “亚马逊最大的价值不是源自它有差额利润, 而是源自供应链效率提高带来的巨额现金流。”贝索斯更为重要的一个观点, 如同上世纪 90 年代中从某颗遥远星球发出的光, 很久以后, 在今夜才抵达人们的心灵: “在实体世界里, 传统的利器是: 地段, 地段, 地段。而对于我们来说, 最重要的 3 件事是: 技术, 技术, 技术!” 我们并将这一观点延伸到整个大消费领域, 我们也希望这一观点生逢其时, 能够被产业资本和资本市场普遍接受。

通过亚马逊个案, 分析零售行业供应链效率与成本问题——2007 年以来, 资本市场一直高看亚马逊一眼, 其市盈率一直在 50 倍以上, 是 Google 和苹果的两倍, 这与亚马逊的持续创新有关。贝佐斯是在上世纪 90 年代中期就看懂互联网和电子商务本质的为数不多的人——从本质上, 电子商务和传统零售异曲同工, 一个客户端 (前台), 一个服务器端 (后台)。贝佐斯所做的就是一边建立强大的后端, 包括其长期在服务器和数据中心上不计成本的投入; 另一边是在为服务客户需求, 在库房、物流、供应链管理、UI (用户界面) 上大力花功夫。相比传统

模式，通过技术手段支持，电子商务对单个用户的维系成本更低，服务更好，黏性更强。目前来看，沃尔玛信息系统后台研发比亚马逊要落后一到两个档次，对线上用户销售行为研究需要补很多课。

图 19 亚马逊发展三阶段及其股价表现



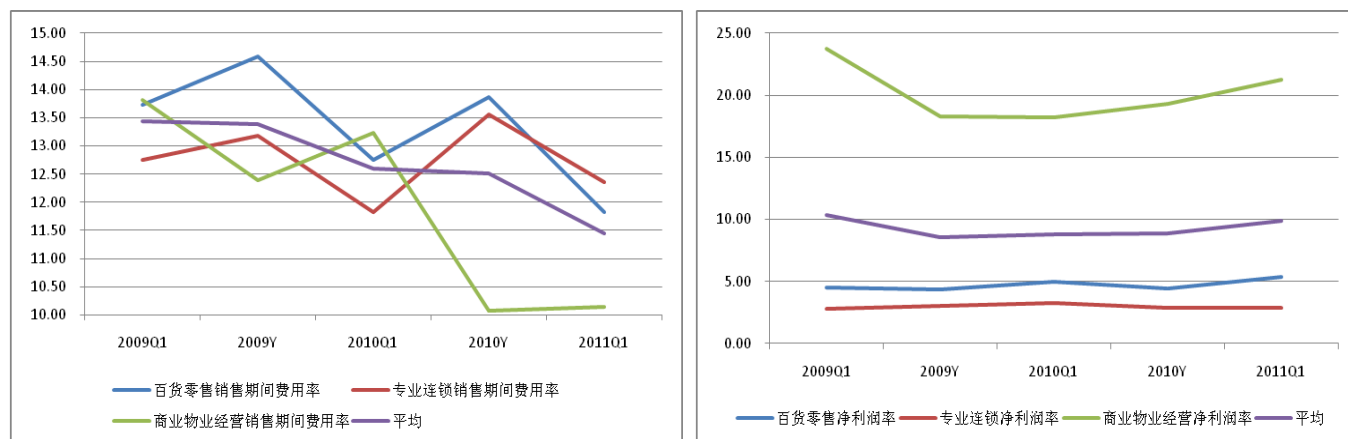
资料来源 国海证券研究所

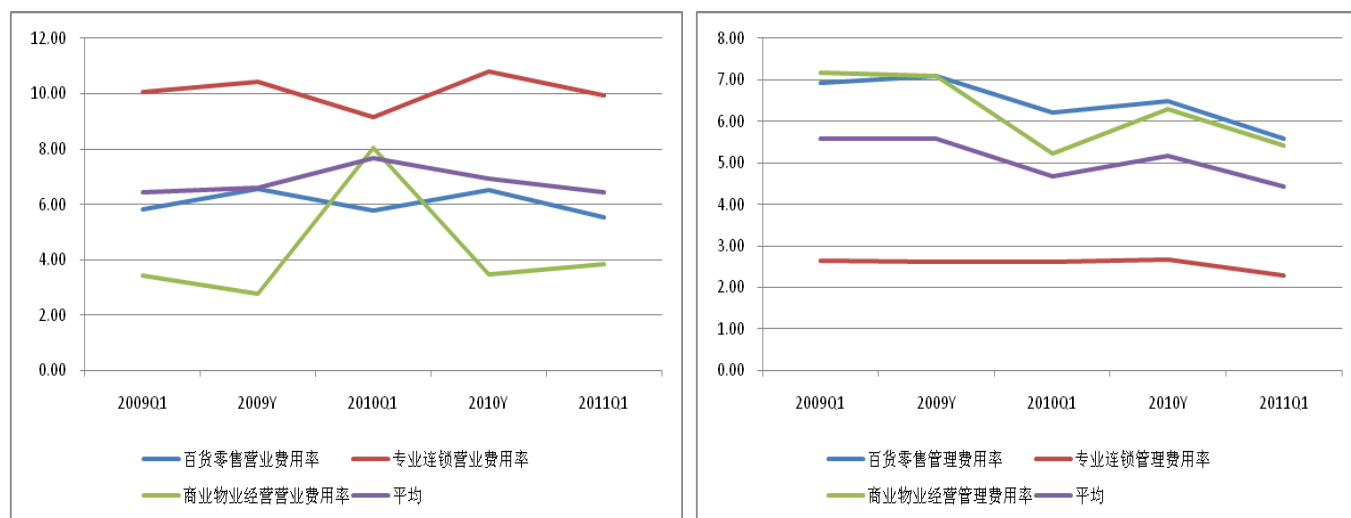
我们重申《新消费到底新在哪里？》中的基本观点：“品牌、渠道、规模、模式只是面子，‘用户价值导向的后台与供应链’才决胜千里之外。套用苏格拉底的一句话：‘没有人能教你什么模式是正确的，它只有靠过去的经验体现出来。’抄袭来的商业模式只会导致橘生淮北则为枳的后果；而未知的成功模式，将大概率的出现将在供应链做实的企业中。”“应该存在更本质的投资逻辑，来衡量公司的内在价值，并支持股价长期提升。”“无论如何翻‘新’，仍旧不可能离开消费类公司的行业特征。重新梳理支持消费类公司发展壮大的几个因素：心脏——‘后台管理’、输送血液的动脉——‘供应链’或称‘招商和采购组织能力’、血液供养的器官——‘渠道’、公司外表——‘品牌’，我们发现：品牌、渠道、规模、模式只能是一个结果，它们都直接取决于‘用户价值导向的后台和供应链’的基本功扎不扎实。基本功不只决定生存，它始终是一个决定企业能走多远的根本性命题，重要性随着规模做大与日俱增。”

观点延伸如下：网购重剑无锋，对实体店冲击不容忽视，讳疾忌医不如正确面对，如果连供应商们都公认了网购的价值，还留给资本市场投资者多少时间迟疑？传统零售商“战略”调整迫在眉睫，后台建设尤其是物流配送体系建设是线上线下零售企业的共同根基，尽管传统零售商具有物流先发优势，然而，实体店携历史包袱岂能轻装上阵？传统技巧怎抵挡网购大巧不工？令我们感到鼓舞的是，刘强东也认同我们在《新消费到底新在哪里？》中“消费品行业的供应链效率：速度与成本之间的平衡”的基本逻辑与观点（后续系列中再做深入探讨）。亚马逊的贝佐斯也曾说过：“亚马逊最大的价值不是源自它有差额利润，而是源自供应链效率提高带来的巨额现金流。”贝索斯更为重要的一个观点，如同上世纪90年代中从某颗遥远星球发出的光，很久以后，在今夜才抵达人们的心灵：“在实体世界里，传统的利器是：地段，地段，地段。而对于我们来说，最重要的3件事是：技术，技术，技术！”我们并将这一观点延伸到整个大消费领域，我们也希望这一观点生逢其时，能够被产业资本和资本市场普遍接受。

解释完线下零售商收入放缓问题，对于另一个市场对于费用上升的疑虑，我们认为，租金、人力等综合费用大幅提升风险得到逐步释放。

图 20、21、22、23 从 2010 年开始，商业行业上市公司续约及新签约物业租金费用（30%）、人工工资（15%）陆续大幅上升，对期间费用率形成一定压力。从三费比率来看，商业行业整体一季报的期间费用率同比下降 1.2 个点（其中，百货下降 1 个点，专业连锁上升 0.7 个点，商业物业经营下降 3 个点），各上市公司费用控制能力超出市场预期，市场风险短期内得到一定程度的释放。从细分子行业的情况来看，超市连锁企业的营业费用率同比上升 0.8 个点，管理费用率下降不足 0.1 个点，难以挽回整体期间费用率的上升，表明超市的人力工资和租赁物业占比都比较高，费用压力已经体现，未来面临的压力上升将继续呈现刚性特征；百货公司的营业费用率同比下降 0.3 个点，管理费用率同比下降 0.7 个点，整体期间费用率同比下降 1 个点，主要受益于其折旧平稳和人员充足，我们判断自有物业占比较大和员工充足的百货企业在这场费用上升的冲击下面临的短期直接压力最小（我们将会《系列之三》里面专门讨论这个已经被各方提上议事日程的问题）





资料来源 Wind

总结：我们在《新消费到底新在哪里？》中曾提出新消费行业自上而下选股四经度，现在延伸和补充我们的投资理念——横向来看，“抗通胀类消费品随CPI之波、具备新兴概念的公司逐流动性之流、符合国家产业政策导向的公司见政策之风、契合第三次消费升级的公司使景气之舵。”通胀见顶回落预期带来的收入平稳增长、存货风险转嫁盈利模式带来的毛利率相对于其他行业较为稳定抗跌等综合因素，使得商业行业在整个A股市场中显示出较强的综合竞争力；——纵向比较，度过2008-2009年业绩大幅波动时期后，我们暂未观察到拖累零售业销售增长放缓的中短期利空，通胀和网购冲击的影响长期而缓慢，产业政策扶持、个税改革、国民收入倍增计划、保障房建设、城市化等一系列持续刺激性利好，将使得2011全年商业行业有望继续保持20-25%的平稳收入增长。

商业板块迟迟按兵不动，从2010年11月11日的5368.74点，一路下跌到目前的4396.33点，下跌幅度18.11%，是对2010/7/2-2011/11/10共计17个交易日54%的价格升幅的理性回归。随着通胀和网购冲击带来的收入增长放缓风险释放，租赁、人力成本上升带来的净利润率下降风险释放，目前2011-2012年21.26/16.17倍的行业动态市盈率理应获得合理的估值修复。

何时按兵不动，何时果断出击——一个股此时此刻处于什么位置？

天不假年，不失自性。一个被完全打开的潘多拉的魔盒，一个无限包容与高度专注才会不断有点滴收获的征程。防御——再结实的盾也不

可取，要么用最锋利的矛进攻，要么调仓。继《华谊兄弟：传媒股中的茅台（九）——非泉不饮，非梧不栖》，第二次申明我们的基本理念：没有什么因素，比基本面这一客观事实更加胜任投资底牌，并最终主宰股价，真理是用脚沉默投票的，沉默的大多数。注重股东行为和管理层行为，相当于交出了自己的判断能力，加入人的因素，是在做主观判断

这个世界上没有绝对的完美和永远的缺陷，反映在股市上就是既没有只上涨不调整的股票，也没有明确的定价错误可以进行无风险套利。因此，对于个股选择以及时机的把握，似乎就变成了一个无法左右其进程，只能在找到上涨合理性之后，或者顺势而为、或者长期等待的过程。

——然而这远远不够，价值型思维如同止水，太易刻舟求剑。现在我们尝试用“白马之惑——同舟才能共济，老骥志在千里”部分首次提出的“三阶段投资逻辑”选股选时，尽量贴近与无限包容这个被完全打开潘多拉魔盒的市场的脉搏，而又不失自性。用再结实的盾防御也不可取，要么用最锋利的矛进攻，要么调仓。

我们重申并延伸在《新消费到底新在哪里？》中的选股理念：新消费行业自下而上选股四维度——基本面、整合、改制、创新。现在再加一个重大事件推动。然而，毕竟来自基本面改变所带来的估值提升是异常缓慢的，来自整合、改制、创新、重大事件推动所带来的估值提升，是需要时间检验的。只是后四者更容易引发市场热情。基本面选股是标准的价值型投资，我们第二次申明我们的基本理念：没有什么因素，比基本面这一客观事实更加胜任投资底牌，并最终主宰股价。注重股东和管理层行为，相当于交出了自己的判断能力，加入人的因素，是在做主观判断；后四者，如果被时间证明正确，则变成黑马型价值投资；如果被时间证明虚假，则变成投机。后四者容易因果颠倒，本末倒置，导致对题材概念股和黑马股的判断出现错误，争议与否不能够说明任何基本面判断。

表 3 商业公司和部分其它消费类公司的主要财务指标

证券代码	证券简称	毛利率（无规律）			销售净利率（无规律）			销售期间费用率（无规律）			收入同比增长%			利润总额同比增长%		
		2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1
000056.SZ	深国商	-11.7	9.1	4.8	-727.5	-1534	-432	564.2	899.4	434.6	-31.5	-19.3	30.5	-477.6	-1855	22.5
000416.SZ	民生投资	17.1	14.4	18.7	2.4	4.2	6.5	14.0	8.6	14.6	11.7	12.5	17.2	-91.7	-60.7	200.4
000516.SZ	开元控股	17.7	18.8	17.7	3.3	6.0	5.1	11.6	11.7	9.5	5.5	9.1	20.7	-1.8	84.0	75.8
600738.SH	兰州民百	22.2	20.7	19.6	8.4	4.1	6.2	10.1	13.4	10.0	20.1	26.2	43.9	116.4	49.3	5.2
600774.SH	汉商集团	26.5	28.5	26.4	-0.3	1.0	0.6	22.9	28.4	23.4	30.4	18.4	12.2	292.6	42.8	109.3

600821.SH	津劝业	15.4	16.5	15.0	1.3	1.1	1.4	13.8	22.6	10.4	3.3	13.0	25.4	-8.7	98.5	32.6
600838.SH	上海九百	32.2	34.3	42.6	5.3	19.1	250.1	58.2	69.9	74.0	-6.5	-15.2	-24.0	126.8	123.1	3406
600856.SH	长百集团	27.8	18.2	25.3	2.3	-15.3	2.6	22.9	22.3	20.6	10.9	9.8	11.3	132.3	-1095	24.1
600712.SH	南宁百货	16.2	16.6	16.6	2.6	5.2	3.1	12.1	14.1	12.2	29.4	26.1	30.1	157.4	210.4	58.7
600723.SH	西单商场	22.4	21.7	20.6	2.8	1.6	3.6	17.8	18.4	15.0	18.2	20.4	31.0	16.8	36.2	69.0
000785.SZ	武汉中商	17.6	19.4	19.0	3.4	2.1	3.7	12.5	16.0	13.4	14.5	10.1	11.5	13.7	36.1	19.4
000419.SZ	通程控股	21.9	22.0	21.7	3.0	3.2	3.3	16.9	17.8	16.9	58.9	35.5	22.1	112.7	77.4	37.9
600693.SH	东百集团	22.3	22.1	20.8	8.4	5.3	6.8	10.5	12.5	11.2	28.6	21.4	25.7	41.5	19.7	-0.1
600865.SH	百大集团	23.3	23.0	21.5	8.8	6.6	5.9	13.5	13.7	12.2	4.0	6.2	20.3	-12.4	-25.6	-18.3
000560.SZ	昆百大A	23.9	26.8	25.2	4.0	2.0	1.8	16.7	23.3	19.4	25.3	10.9	11.7	97.2	8.7	-40.4
600694.SH	大商股份	18.8	18.9	17.6	0.6	0.4	1.6	16.4	16.4	13.8	19.7	15.0	33.1	46.8	946.4	173.9

证券代码	证券简称	毛利率（普降）			销售净利率（稳定）			销售期间费用率（普降）			收入同比增长%			利润总额同比增长%		
		2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1
000987.SZ	广州友谊	22.1	21.8	22.3	9.9	9.1	9.6	7.9	8.4	8.5	22.9	21.2	27.6	18.3	14.6	24.2
002419.SZ	天虹商场	21.4	23.0	21.8	5.3	4.8	5.6	14.1	16.4	13.8	31.0	26.3	34.4	18.6	36.2	43.8
002277.SZ	友阿股份	19.8	18.7	19.6	9.6	6.2	10.6	6.1	9.4	4.8	32.9	29.7	36.7	57.9	46.3	50.3
600631.SH	百联股份	23.8	25.2	23.0	5.7	6.1	10.7	15.2	17.9	14.0	24.6	22.8	18.9	29.9	52.0	125.0
002187.SZ	广百股份	19.9	19.6	19.4	3.8	3.0	3.5	13.9	14.7	13.5	25.5	25.8	23.7	1.5	4.8	15.3
600306.SH	商业城	15.9	15.7	15.3	0.9	0.2	0.1	13.2	14.4	12.4	21.5	-16.0	-42.5	-40.1	23.4	-43.7
000715.SZ	中兴商业	18.4	18.5	17.9	3.7	2.7	3.3	13.2	14.7	12.6	15.8	-7.5	23.9	24.0	-29.8	9.9
000679.SZ	大连友谊	21.5	37.7	26.1	4.4	10.1	4.9	15.1	11.8	16.5	24.9	15.2	15.8	40.6	73.2	25.8
600858.SH	银座股份	18.1	18.2	17.3	3.0	1.4	2.2	13.3	15.4	13.5	38.7	38.3	27.2	6.9	-23.0	-7.9
600280.SH	南京中商	19.9	21.0	19.4	0.2	0.9	0.2	17.8	16.4	15.8	17.6	17.3	25.0	-48.8	-29.2	29.4
600682.SH	南京新百	23.1	23.3	21.6	8.3	4.7	7.5	11.3	15.6	11.3	12.6	9.3	12.7	19.8	-13.8	1.8
600814.SH	杭州解百	21.2	19.2	20.5	5.8	3.4	5.6	13.0	13.7	12.0	12.0	16.1	19.5	10.0	4.2	15.6
600327.SH	大东方	15.3	13.5	14.9	5.2	4.6	4.8	7.6	7.2	7.7	19.2	14.1	13.8	65.2	25.8	8.7
600628.SH	新世界	26.0	29.3	22.8	6.1	6.7	5.7	16.6	18.7	13.7	3.5	11.0	21.9	-0.5	10.0	14.6
600655.SH	豫园商城	15.4	14.2	8.6	7.6	5.9	4.5	7.4	8.8	4.6	13.7	46.2	85.8	31.2	54.8	11.4
002561.SZ	徐家汇	-	28.5	28.6	-	11.7	12.7	-	12.1	10.5	-	10.0	15.5	-	10.2	14.7
600859.SH	王府井	18.3	18.2	18.4	4.5	3.1	4.5	11.5	12.5	11.2	29.9	25.7	26.4	39.4	17.2	36.0
600697.SH	欧亚集团	15.1	14.9	13.6	2.5	3.2	2.2	11.2	10.0	10.1	28.0	33.6	31.9	10.8	18.2	17.8
600785.SH	新华百货	19.3	19.3	18.6	7.6	6.0	6.9	8.8	11.3	8.9	25.8	23.2	30.6	58.9	11.7	19.2
000417.SZ	合肥百货	17.1	16.7	17.3	4.2	5.2	9.9	10.4	9.4	9.9	22.3	20.0	28.0	43.6	20.5	196.2
600729.SH	重庆百货	14.9	14.9	12.7	3.3	2.5	3.1	10.4	11.5	8.4	16.6	19.0	23.7	25.1	18.6	33.3
600828.SH	成商集团	21.5	23.0	21.1	9.0	8.0	8.2	11.4	13.1	9.7	5.7	-0.7	20.4	68.4	16.2	6.4
000501.SZ	鄂武商A	19.2	19.9	19.5	4.5	3.6	4.8	11.7	14.3	12.1	35.1	32.7	23.4	35.4	22.9	27.4
600778.SH	友好集团	21.6	21.4	21.1	4.1	3.6	4.3	15.8	15.5	14.9	28.4	45.8	34.7	151.7	80.6	47.4
000564.SZ	西安民生	20.9	22.4	19.6	3.1	2.5	2.9	16.4	18.3	15.5	16.2	7.6	17.9	-10.4	9.9	5.2

证券代码	证券简称	毛利率（平稳）			销售净利率（普降）			销售期间费用率（上升）			收入同比增长%			利润总额同比增长%		
		2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1
600861.SH	北京城乡	19.3	21.3	18.6	5.6	4.4	5.2	12.6	16.4	11.3	13.5	9.3	11.6	3.4	-13.6	4.0
000759.SZ	中百集团	18.3	19.0	18.6	2.4	2.1	2.3	14.2	15.7	14.7	21.0	17.6	16.5	29.3	19.6	11.1
002251.SZ	步步高	20.0	20.5	19.7	4.3	2.5	4.4	14.0	16.4	13.3	14.3	18.3	28.5	0.0	2.4	35.1
002264.SZ	新华都	18.4	20.1	19.0	2.0	1.5	3.2	15.3	17.2	14.8	37.5	40.9	40.6	25.2	14.6	139.5
002336.SZ	人人乐	20.0	20.8	19.7	3.2	2.4	2.7	15.4	17.3	15.2	11.6	14.5	25.0	12.7	7.5	15.4
600361.SH	华联综超	18.6	19.0	19.7	0.9	0.5	0.9	16.7	18.1	17.9	5.9	11.7	10.4	-33.2	-15.9	9.2
600827.SH	友谊股份	20.3	21.9	20.5	2.4	2.7	2.7	17.0	18.5	16.8	8.4	6.4	7.9	42.3	28.1	22.1
601116.SH	三江购物	-	17.1	16.6	-	2.7	3.6	-	13.6	12.0	-	8.3	10.3	-	4.4	12.9
601933.SH	永辉超市	-	19.1	18.3	-	2.5	3.7	-	15.5	13.1	-	45.3	49.2	-	20.4	68.5
002024.SZ	苏宁电器	16.6	17.8	18.1	5.4	5.4	5.5	9.1	10.2	9.9	32.0	29.5	23.2	90.2	37.6	27.6
000829.SZ	天音控股	16.2	11.9	14.2	2.4	2.1	-1.5	6.7	7.8	10.5	55.0	19.8	-18.1	228.1	24.7	-133.2
002416.SZ	爱施德	14.3	15.0	11.4	6.2	6.7	4.2	5.9	7.0	6.7	49.7	24.4	-3.9	71.2	44.6	-38.9
600122.SH	宏图高科	7.4	9.1	8.4	1.5	2.3	1.7	5.4	6.9	5.9	1.0	5.2	31.8	22.3	31.4	52.1
300022.SZ	吉峰农机	12.4	12.4	13.1	2.5	2.5	1.9	9.7	9.3	10.8	10.0	127.8	170.3	-10.5	65.9	134.5
000301.SZ	东方市场	24.2	33.9	25.5	14.7	7.8	7.7	5.6	9.5	11.7	107.1	23.3	-61.1	149.9	-15.9	-79.9
002344.SZ	海宁皮城	43.0	48.1	53.6	8.4	24.6	24.2	26.1	9.4	9.4	52.4	82.2	177.7	401.6	144.8	747.2
600415.SH	小商品城	54.7	49.6	55.0	31.6	25.6	32.0	7.9	11.3	9.4	29.0	-15.8	-10.5	13.9	-14.6	-9.5
600790.SH	轻纺城	60.0	54.9	54.8	24.4	11.6	39.1	25.0	21.7	18.2	-2.5	18.6	23.9	-1.7	-69.5	76.3
600824.SH	益民集团	33.1	33.4	32.1	7.5	6.6	7.3	21.3	21.8	19.8	33.5	28.6	17.4	13.2	14.6	16.2
600683.SH	京投银泰	36.4	31.9	50.1	24.4	17.6	18.5	66.8	13.5	5.5	-36.7	123.2	1222.1	-31.8	151.7	1329.2
000882.SZ	华联股份	31.9	34.6	56.9	4.6	8.4	4.4	27.6	41.2	57.5	45.6	36.0	-25.9	-25.4	-50.5	186.2
000889.SZ	渤海物流	15.9	16.9	20.4	1.9	2.2	5.1	12.3	12.5	10.7	30.6	20.5	21.2	780.9	155.6	322.5
002345.SZ	潮宏基	36.5	35.4	34.6	15.9	13.1	13.5	19.7	20.9	18.5	46.3	46.0	52.1	45.3	25.4	35.7
002045.SZ	广州国光	28.1	19.0	17.0	12.6	6.5	2.8	13.9	12.7	14.0	78.1	68.7	46.9	182.9	6.6	-67.4
600439.SH	瑞贝卡	24.4	26.7	27.2	9.4	8.9	10.6	13.3	16.0	14.8	27.5	24.8	21.5	26.5	47.9	36.5
002327.SZ	富安娜	46.7	46.1	49.6	14.3	12.0	17.8	27.9	30.6	25.1	39.3	34.8	31.5	46.9	48.6	67.0
002293.SZ	罗莱家纺	39.6	37.8	40.1	14.0	11.6	15.2	19.8	22.0	20.2	40.8	58.8	62.3	54.8	43.8	69.9
002397.SZ	梦洁家纺	37.7	40.6	42.5	7.9	10.8	6.7	28.2	27.8	31.9	32.1	35.5	58.2	144.7	-1.4	55.9
000026.SZ	飞亚达A	29.6	32.1	32.1	5.0	5.3	6.0	22.9	25.7	23.9	44.6	43.9	50.3	91.7	33.0	86.1
600337.SH	美克股份	39.8	40.8	43.3	2.9	5.0	5.6	35.7	34.6	37.4	18.5	29.2	13.2	75.3	33.1	105.3
002269.SZ	美邦服饰	38.0	45.4	45.9	1.1	10.1	9.8	34.5	32.0	32.2	30.2	43.8	46.3	-79.4	63.4	646.2
002291.SZ	星期六	45.3	47.4	48.2	9.3	8.8	7.8	33.4	33.8	36.8	31.3	29.9	24.9	29.1	4.5	6.1
002154.SZ	报喜鸟	51.3	54.2	58.5	19.3	10.0	37.9	29.1	41.2		15.2	41.0		32.8	82.0	
002029.SZ	七匹狼	40.9	41.6	40.6	13.2	16.8	14.7	21.6	16.4		10.6	29.0		30.8	19.7	
300178.SZ	腾邦国际		80.5	72.6		48.0	34.3		24.0	28.3		37.2	2.1		51.2	-29.4

证券代码	证券简称	毛利率			销售净利率			销售期间费用率			收入同比增长%			利润总额同比增长%		
		2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1	2010Q1	2010Y	2011Q1
300027.SZ	华谊兄弟	54.8	47.2	52.2	9.4	14.0	22.7	40.2	25.9	27.0	-33.0	77.4	67.2	-56.1	64.9	274.0
600088.SH	中视传媒	8.7	15.6	8.9	3.3	7.2	2.7	3.2	4.4	4.1	5.3	-13.4	-18.1	37.9	-31.9	-32.6
600198.SH	大唐电信	17.6	18.7	12.6	-0.6	3.8	-0.6	18.7	15.6	15.2	4.0	25.4	53.2	-105.5	34.2	-17.4
002106.SZ	莱宝高科	48.6	55.1	57.3	28.0	39.7	42.9	12.2	8.9	5.8	94.2	80.2	30.6	111.4	138.4	83.9
600880.SH	博瑞传播	55.1	50.8	50.3	30.1	29.6	26.6	11.8	12.6	12.5	35.5	26.0	16.2	47.2	22.0	2.4
002238.SZ	天威视讯	32.3	33.0	36.8	9.0	11.2	13.2	17.7	18.8	20.5	6.5	6.3	5.8	-0.6	-2.0	20.1

资料来源 Wind

表4 何时按兵不动，何时果断出击——一个股此时此刻处于什么位置？

	基本面（第二阶段） <u>毛利率——固定毛利率特征，自主定价权，</u> <u>与供应商谈判能力；</u> <u>费用率——租金、人工等内部管理；</u> <u>成长性——外延扩张进入收获期，特征是</u> <u>净利润增速开始超过收入增速；收入增速</u> <u>提升很快或利润增速提升很快；</u> <u>ROE——管理层的资源组织能力，通过盈</u> <u>利再投资实现股东资产增值；</u> <u>再融资需求——加速扩张。</u>	整合 (第一或第三阶段) “大集团小公司”：一对一，一 对多，合并同类资产； 壳资源	改制 (第一或第三阶段) 大股东更换 体制改革	创新 (第一或第三阶段) 业态创新 业务创新 技术创新 品类创新	事件推动 (第一阶段) 一次性投资收益 重大事件背景
题材概念 (规律无迹可寻)	华联综超600361——新开门店较多带来业绩复苏不确定		大商股份 600694——国资股权变化，管理团队激励有望进一步落实，集团资产可能进一步注入；定向增发传闻；中短期业绩复苏难度较大，未来业绩爆发之路不清晰，短期尚无业绩，何谈将来？	东方市场 000301——电子交易所和安防公司预期分拆题材。	开元控股000516——西安园博会； 民生投资000416——中报预告扭亏； 深国商000056——大运会；国际板； 上海九百600838——营业外收入和投资收益拉动。
白马股 (被广泛关注，业绩成长性确定，容易长期呈现高股价特征)	广州友谊 000987——奥特莱斯、扩张； 友阿股份 002277——奥特莱斯、内生； 百联股份 600631——奥特莱斯、内生； 天虹商场 002419——扩张、网上天虹； 大东方 600327——汽车业务受行业周期和竞争影响，汽车城投入使用增加折旧摊销费用；百货业平销仍有提升空间，新开二门店培育期需要观察； 合肥百货000417——定向增发收购安徽百大合家福连锁超市51%股权及百大乐普生商厦40%股权，预计2011-2012年少数股东权益减少直接转增至利润5,375万及5,912万；退出房地产专于主业；网上商场建设。 成商集团600828——费用控制良好；茂业	新华百货600785——新一轮外延扩张拖累短期业绩，目前估值稍高，预计业绩释放在2012-2013年，择机作长线布局；物美控股2006年入主新华百货后业绩高速增长，成为民营企业控股区域龙头典范。不排除物美重启借公司回归A股的可能。 豫园商城 600655——江西婺源上市和招金矿业A股回归；金银珠宝行业持续高速增长预期。 友谊股份 600827——资产重组、毛利率创新高，净利率提升。估值较低。		苏宁电器 002024——关注苏宁易购网上业态发展情况。差异化策略带来毛利率大幅提升。	

	股权激励计划中连续三年35%的行权条件对公司业绩增速提供一定安全边际。太平洋百货春熙店收回和利润分配不确定；公司未来重要看点在三大商业地产项目，进度不确定，资本开支大。 天音控股000829——受益于3G通讯产品行业高景气；清理非智能手机库存的最坏时期已经过去，智能手机销售占比提升，参与iphone代销。 爱施德002416——股权激励有助公司业绩释放，毛利率见底反弹预期。 海宁皮城02344——商铺面积增加和租金提升带来公司收入高速增长，公司保持高速扩张拖累短期业绩释放，然而前期成功范例有望如期复制，业绩较为确定。 小商品城600415——超跌，估值合理。 农产品 000061——再融资促进外延扩展；扩张效果有望如期复制，业绩较为确定，租金转佣金想象空间大但进展缓慢。 潮宏基 002345——行业发展较快、门店扩张、内生增长、估值合理； 广州国光 002045——基本面比股东和管理层行为更胜任“投资底牌”，毛利率持续改善预期，2季度可能迎来业绩拐点。 锦江股份 600754——迪斯尼；经济型酒店锦江之星高速扩张效果有待观察，管理层激励带来业绩持续改善。高端酒店装修带来较大资本开支拖累业绩。 美邦服饰 002269——国内最大的休闲服饰品牌，库存问题疑虑，租金、人工成本上涨疑虑，				
黑马股 (隐秘，业绩具爆发增长可能，先期呈现低价特征，一旦上涨则具爆发性，能逆市上涨)	轻纺城 600790——剥离副业，以小商品城为标杆具有提租预期，有待观察。	津劝业600821——公司参股公司华运商贸与红星美凯龙合作项目“劝业红星国际广场”正式开工。新建90万平米现代城市综合体。住宅项目在售，投资收益大增；股东看好壳资源价值，可能借壳资产：劝华集团旗下中原百货，二股东子公司应大服饰，子公司华运商贸股东红星美凯龙有强烈上市意愿；资产重组预期，天津国资委旗下一商友谊仍有做大力，不排除国资委将公司作为	东百集团 600693——大股东变更预期，深圳博睿财智公司与钦州公司股权合作引发市场对于新股东马斯菲尔服装资产注入猜想；股权激励驱动。 西安民生000564——海航系入驻带来公司体制国有转民营的变革效应；2011年3月16日调整定增预案，增发1.65亿股，拟融资12.5亿元，扩张期可能带来短期盈利增长下降；资产注入预期逐渐明朗		

		融资平台做强天津商贸。 西单商场 600723——拟增发注入新燕莎股份资产，成为北京销售规模最大的零售公司。作为北京国资委旗下首旅集团唯一的商贸平台，公司长期发展空间被打开，重组效果及外部扩张值得期待。 中百集团 000759、鄂武商 A000501、武汉中商 000785——武商联重组。短期武商联和银泰系收购战或将引发复牌后主题投资性机会，公司释放业绩动力足。	——预计民生家乐超市业务将以最快速度注入，汉中世纪将逐步回归，兴正元为有条件注入，海南民生及相应免税店短期注入可能性小；西安世博园艺会事件推动。		
Waiting List 暂无 投资价值	昆百大 A000560——“商业地产+旅游地产”战略，2011年很可能成为公司业绩拐点，估值有望大幅提升。公司商业、电器、酒店等业务具有较高成长性，享受区域经济增长红利，未来有省内扩张能力和意向；大股东将培育多年的新西南商贸100%股权注入，已通过股东大会审议，尚待证监会核准。 南宁百货 600712——2011年2月23日公布增发预案，拟增发不超过8000万股（不低于8.26元），投向南宁百货世贸西城购物中心项目。2011-2013年为扩张期，短期盈利有下降风险。预计新店开业首年营收可达3.5亿元，此后每年以20%的速度递增。 汉商集团 600774——汉商银座扩建进入尾声，物业拟出租率8成，开业后显著增厚业绩；21购物中心调整后增加营业面积，2012年扩建添潜力；酒店、会展、会议带动新武展购物广场销售增长超预期。 通程控股 000419——配股募资6亿元后，看2012年以后新增门店增长情况。 长百集团 600856——暂无看点 广百股份 002187——一季度净利润增15%，门店培育压力缓解但仍处高位。2010年4家新店及4家次新店尚处亏损期，费用率仍在高位，毛利率连续四年下滑。 商业城 600306——业绩反转预期，估值过高 大连友谊 000679——加快百货业务扩张，未来成长还需等待。 南京中商 600280——09年初民企真正意义	新世界 600628——黄浦区国资委整合预期不明确；新地块招排对未来业绩影响不确定；需等待毛利率反转。 银座股份 600858——大股东资产持续注入预期明确，进程不确定。目前处高速扩张期，拖累短期业绩；外省扩张存疑。 兰州民百 600738——大股东红楼集团优质资产注入预期。 百大集团 600865——公司转型商业地产第一个项目“庆春广场”2010年11月开工，短期业绩拖累。大股东旗下子公司西子的房地产业务通过上市公司进行整合的猜想。 重庆百货 600729——未来两年计划每年新开超市12-15家，百货3-5家，新重百长期增长确定，综合毛利率提升空间很大；短期新开店拖累业绩，资本开支大；整合效果和新开店效果都需要观察验证，目前估值偏高。大股东商社集团已启动重百、新世纪仓储整合，预计2011年体现整合效益。 渤海物流 000889——目前盈利能力有限，茂业将其作为华北区域市场的资源整合、资产注入预期有待观察。	中兴商业 000715——二股东退出的机会；再融资可能；1Q2011净利润同比增长10.25%，低于预期；未来二、三年成长性基于门店内生坪效逐步提升及期间费用率显著下降，目前营收增速明显不达预期，三期工程脱离培育期或将延长。		

上接手公司并开始整治以来，公司基本面质变，业绩开始逐步释放。2011年母店改造，拖累全年业绩，效果有待观察。拟分别约47和44亿元投建淮安雨润中央新天地城市综合体项目及徐州中央广场项目，资本开支压力大，短期业绩不确定。 南京新百 600682——盈利低点已现，资产价值有较大潜力，将迎来业绩拐点。主要看点：新百总店装修需要观察；2012年开始费用率有望大幅下降；写字楼租售有望超预期；河西项目开建，盐城项目。 杭州解百 600814——新元华须待观察。 徐家汇 002561——徐家汇、虹桥商圈市政建设及地铁建设导致商圈人流量下降，影响公司营收增长。静待虹桥商圈培育。 王府井 600859——行业周期把握能力、全国稳健扩张战略，开店成功率高。大股东定向增发，引入战略投资者预期。长期投资价值可期，新店培育拖累业绩，电子商务转型需观察，目前主要问题估值较高。 欧亚集团 600697——激励基金方案的长期推动，低成本自建和收购物业的优势，需等待新店培育，储备项目带来资本开支较大；目前估值较高。 友好集团 600778——外延扩张拖累业绩。 北京城乡 600861——估值偏高，网上商城步步高 002251——估值偏高，密切关注外籍团队经营拐点，超市和百货加速外延扩张拖累公司短期业绩。拟进军四川市场。 新华都 002264——定向增发控股股东占50%认购金额，助公司加速扩张。股权激励驱动公司近三年业绩高增长。 人人乐 002336——扩张带来短期业绩压力 三江购物 601116——估值较高。募投项目投产带来短期资本支出压力。 永辉超市 601933——快速扩张期， 宏图高科 600122——毛利率提升预期，6月份限售股解禁需短期回避。 益民集团 600824——多元化业务不清晰。 京投银泰 600683——地铁物业模式和大股东背景使得公司具有较大成长空间。新增海南地块，效果需观察。 华联股份 000882——2011年为扩建期。 飞亚达 A (000026)——渠道建设和品牌推广	吉峰农机 300022——并购重组和新设整合带来规模超速增长。效果需观察。			
---	---	--	--	--

广拖累业绩释放，估值偏高。

资料来源 国海证券研究所

表5 重点跟踪公司的业绩预测与动态估值

证券代码	证券简称	P	EPS2010	EPS2011	EPS2012	PE2010	PE2011	PE2012	PB	PS	EPS 2010Q1	EPS 2011Q1	ROE
000056.SZ	深国商	21.9	-0.8	0.1	2.3	-28.8	302.2	9.5	106.3	253.3	0.0	0.0	-308.8
000416.SZ	民生投资	7.8	0.0			288.7			5.7	5.6	0.0	0.0	2.0
000516.SZ	开元控股	5.4	0.2	0.2	0.2	25.3	24.2	22.0	3.5	1.4	0.0	0.1	14.2
000564.SZ	西安民生	7.6	0.2	0.3	0.3	39.0	30.3	25.4	2.9	0.9	0.1	0.1	7.4
600738.SH	兰州民百	9.0	0.1	0.3	0.3	62.1	31.8	29.0	6.0	2.3	0.1	0.1	10.3
600774.SH	汉商集团	8.9	0.1	0.1	0.2	116.9	68.9	39.1	3.2	2.0	0.0	0.0	2.7
600821.SH	津劝业	7.4	0.0	0.1	0.1	456.0	141.4	59.1	5.5	4.8	0.0	0.0	1.2
600838.SH	上海九百	9.9	0.1		0.0	137.4		612.5	5.8	28.5	0.0	0.2	4.9
600856.SH	长百集团	6.4	-0.2		0.1	-29.0		99.4	15.0	4.3	0.0	0.0	-53.1
600712.SH	南宁百货	10.8	0.4		0.2	28.9		49.4	8.1	1.4	0.0	0.1	29.6
600723.SH	西单商场	12.3	0.1	0.2	0.2	127.2	79.6	65.6	4.3	1.6	0.0	0.1	3.5
000785.SZ	武汉中商	11.6	0.3	0.5	0.5	42.9	25.4	22.1	4.2	0.8	0.1	0.2	10.1
000419.SZ	通程控股	7.9	0.2	0.3	0.4	34.0	23.9	18.1	2.5	1.0	0.1	0.1	12.6
600693.SH	东百集团	9.5	0.3	0.4	0.5	32.4	24.4	18.5	4.4	1.6	0.1	0.1	14.5
600865.SH	百大集团	7.2	0.2	0.2	0.2	34.8	33.8	30.6	2.8	2.2	0.1	0.1	8.4
000560.SZ	昆百大A	11.4	0.2			54.0			2.6	1.1	0.1	0.1	4.8
000417.SZ	合肥百货	17.4	0.6	0.8	0.9	29.2	21.7	19.0	5.8	1.1	0.1	0.5	22.6
000501.SZ	鄂武商A	19.2	0.6	0.8	1.0	33.3	25.8	19.4	5.3	0.9	0.2	0.3	17.2
000715.SZ	中兴商业	11.4	0.2	0.6	0.8	47.7	18.8	14.1	3.0	1.2	0.1	0.1	6.6
000987.SZ	广州友谊	22.8	0.9	1.1	1.4	25.0	20.4	16.5	5.0	2.1	0.3	0.3	21.3
002187.SZ	广百股份	15.8	0.6	0.7	0.9	25.9	21.7	17.5	2.5	0.7	0.2	0.2	13.5
002277.SZ	友阿股份	21.2	0.6	0.9	1.3	34.2	24.6	16.6	4.1	1.9	0.3	0.4	13.0
002419.SZ	天虹商场	20.0	0.6	0.8	1.1	33.0	24.6	18.9	4.9	1.4	0.2	0.3	14.7
002561.SZ	徐家汇	15.3	0.5	0.6	0.7	32.8	25.8	23.3	3.3	3.0	0.1	0.2	
600280.SH	南京中商	24.1	0.3	1.2	1.6	74.2	18.4	14.0	5.4	0.7	0.0	0.0	7.2
600306.SH	商业城	19.7	0.0	0.2	0.5	1271.9	82.4	37.6	7.4	3.2	0.0	0.0	0.6
600327.SH	大东方	9.8	0.4	0.5	0.7	22.9	17.7	14.3	4.7	0.8	0.1	0.1	20.4
600628.SH	新世界	10.7	0.4	0.4	0.5	28.6	25.5	22.4	2.9	1.8	0.1	0.1	10.4
600631.SH	百联股份	14.4	0.6	1.2	1.4	25.7	12.9	11.5	2.4	1.2	0.2	0.4	9.9
600655.SH	豫园商城	11.3	0.5	0.6	0.7	24.1	20.1	17.2	3.4	1.1	0.1	0.2	14.7
600682.SH	南京新百	10.7	0.2	0.4	0.8	52.9	24.6	12.3	3.5	2.4	0.1	0.1	6.8
600694.SH	大商股份	40.5	0.4	1.1	1.9	97.7	36.0	21.8	3.5	0.4	0.1	0.5	3.7
600697.SH	欧亚集团	30.0	0.8	1.1	1.4	36.2	28.0	21.2	5.3	0.9	0.1	0.2	15.0
600729.SH	重庆百货	44.0	1.4	1.8	2.3	31.1	24.2	19.1	6.7	0.6	0.2	0.7	24.0
600778.SH	友好集团	12.2	0.3	0.4	0.6	36.3	28.0	19.7	3.5	1.2	0.1	0.1	10.1

600785.SH	新华百货	27.2	1.0	1.2	1.6	26.2	21.9	17.0	5.1	1.3	0.4	0.4	21.1
600814.SH	杭州解百	7.9	0.2	0.3	0.4	34.9	24.4	18.7	3.6	1.2	0.1	0.1	10.9
600828.SH	成商集团	13.1	0.3	0.5	0.6	41.7	26.0	19.9	8.9	3.2	0.1	0.1	22.7
600858.SH	银座股份	19.2	0.4	0.6	0.9	50.1	28.6	20.7	2.5	0.6	0.2	0.2	5.2
600859.SH	王府井	40.5	0.9	1.5	1.8	44.9	28.0	22.1	4.5	1.1	0.3	0.5	10.7
600824.SH	益民集团	6.6	0.2	0.2	0.2	39.0	34.7	30.0	3.4	2.5	0.0	0.1	9.1
600861.SH	北京城乡	10.0	0.2			42.8			1.5	1.7	0.1	0.1	3.6
000759.SZ	中百集团	12.3	0.4	0.5	0.6	33.4	26.3	20.6	3.2	0.7	0.1	0.1	10.1
000829.SZ	天音控股	9.7	0.3	0.6	0.8	29.5	17.6	13.6	4.4	0.5	0.1	-0.1	14.6
002024.SZ	苏宁电器	12.0	0.6	0.8	1.0	20.9	15.8	12.5	4.5	1.1	0.1	0.2	21.9
002251.SZ	步步高	23.8	0.6	0.8	1.1	37.6	29.0	21.5	3.8	0.9	0.3	0.4	10.9
002264.SZ	新华都	24.6	0.5	0.8	1.1	51.1	29.8	21.8	6.5	0.8	0.2	0.3	13.7
002336.SZ	人人乐	18.9	0.6	0.7	0.9	31.9	25.5	20.9	2.1	0.7	0.2	0.2	6.6
002416.SZ	爱施德	32.0	1.2	1.7	2.2	26.4	18.7	14.5	4.0	1.5	0.3	0.2	15.5
300022.SZ	吉峰农机	11.1	0.2	0.4	0.7	59.7	29.3	16.5	7.0	0.9	0.0	0.0	11.6
600122.SH	宏图高科	7.0	0.2	0.3	0.4	32.1	21.5	15.7	1.9	0.6	0.0	0.1	6.1
600361.SH	华联综超	9.3	0.1	0.2	0.2	112.8	55.5	40.2	2.0	0.6	0.0	0.0	3.1
600827.SH	友谊股份	16.5	0.6	2.7	3.2	26.2	6.0	5.3	2.7	0.2	0.2	0.2	11.1
601116.SH	三江购物	13.0	0.3	0.4	0.4	40.7	35.3	30.3	4.0	1.1	0.1	0.1	21.6
601933.SH	永辉超市	24.3	0.4	0.6	0.9	61.0	40.9	28.7	4.7	1.4	0.1	0.2	8.0
000301.SZ	东方市场	4.5	0.1			71.0			2.1	8.7	0.1	0.0	3.0
002344.SZ	海宁皮城	21.5	0.4	0.8	1.1	48.1	25.5	20.0	6.4	10.0	0.0	0.1	12.8
600415.SH	小商品城	23.5	0.6	1.3	1.7	39.5	19.1	13.4	4.3	10.3	0.2	0.2	11.3
600790.SH	轻纺城	8.6	0.1	0.1	0.2	131.5	60.4	52.4	4.0	15.2	0.0	0.1	3.1
000679.SZ	大连友谊	12.5	1.0	1.2	1.5	12.0	10.5	8.1	2.6	0.8	0.1	0.1	22.2
600683.SH	京投银泰	8.3	0.4	0.4	0.6	22.7	19.8	13.5	3.3	2.8	0.0	0.2	15.7
000882.SZ	华联股份	7.9	0.1	0.1	0.2	118.5	58.6	29.2	2.0	10.7	0.0	0.0	1.5
000889.SZ	渤海物流	10.5	0.1	0.3	0.3	116.5	40.9	30.4	5.2	2.4	0.0	0.1	4.6
002345.SZ	潮宏基	24.3	0.6	0.8	1.1	42.3	30.8	21.8	3.2	4.6	0.2	0.2	7.8
002045.SZ	广州国光	12.0	0.3	0.4	0.6	28.8	19.7	13.1	3.8	1.8	0.1	0.0	8.5
600439.SH	瑞贝卡	10.4	0.2	0.4	0.5	45.9	26.5	18.4	4.0	3.9	0.0	0.1	8.9
002327.SZ	富安娜	38.0	1.0	1.3	1.8	39.8	28.0	20.5	4.3	4.4	0.3	0.4	11.4
002293.SZ	罗莱家纺	73.0	1.5	2.4	3.2	48.9	31.7	22.7	7.7	5.0	0.4	0.6	14.5
002397.SZ	梦洁家纺	40.0	1.0	1.5	2.0	41.2	27.2	19.8	3.6	3.9	0.2	0.2	9.0
000026.SZ	飞亚达A	13.5	0.2	0.4	0.5	56.5	35.3	25.8	4.2	2.7	0.1	0.1	7.4
600337.SH	美克股份	10.7	0.1	0.3	0.5	73.8	31.4	20.8	2.9	2.7	0.0	0.0	3.9
002269.SZ	美邦服饰	32.5	0.8	1.2	1.6	43.0	28.1	20.2	9.2	4.0	0.0	0.2	22.8
002291.SZ	星期六	10.2	0.3	0.4	0.5	36.8	24.8	18.3	2.5	3.1	0.1	0.1	6.9
002154.SZ	报喜鸟	25.6	0.4	0.6	0.8	30.9	21.8	16.4	8.2	5.5	0.0	0.1	13.1
002029.SZ	七匹狼	32.5	1.0	1.3	1.7	32.5	25.0	19.5	5.3	3.9	0.3	0.4	17.7

300178.SZ	腾邦国际	17.8	0.7	0.9	1.2	26.0	19.9	14.6	2.3	12.4	0.2	0.1	25.0
300027.SZ	华谊兄弟	14.5	0.2	0.4	0.6	58.7	37.4	25.4	5.8	7.7	0.0	0.1	9.6
600088.SH	中视传媒	14.1	0.2	0.4	0.4	58.5	40.6	31.7	4.7	4.1	0.0	0.0	8.0
600198.SH	大唐电信	14.6	0.2	0.5	0.7	96.7	27.2	19.9	12.4	1.4	0.0	0.0	12.4
002106.SZ	莱宝高科	27.6	0.8	1.3	1.7	36.7	21.5	16.1	7.9	13.6	0.1	0.2	21.7
600880.SH	博瑞传播	13.7	0.5	0.7	0.8	27.1	20.8	17.3	4.9	7.1	0.1	0.1	19.6
002238.SZ	天威视讯	22.6	0.3	0.6	0.7	70.4	36.7	32.2	4.5	7.4	0.1	0.1	6.6

资料来源 Wind

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。