

商业行业 2010 年投资策略

业绩支撑百货领跑，CPI 助推超市加力

优于大势

维持评级

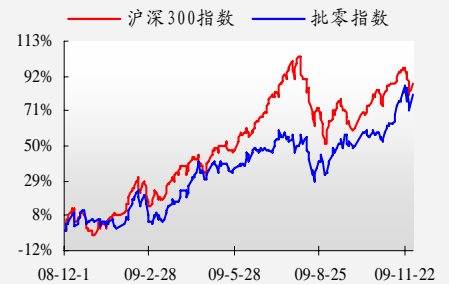
可选消费/商业零售

2009 年 12 月 1 日

投资要点:

- 从 2009 年商业类上市公司的业绩来看，行业最困难的时期已经过去，我们认为 2010 年，在宏观和行业两个层面的支撑下，行业仍会有较好的表现。
- 2009 年以来，中国宏观经济在前期政策的刺激下持续回暖，GDP “保八”几成定局，而经济增长正是推动消费的根本动力，从物价水平来看，CPI 虽然仍为同比负增长，但降幅已明显收窄，环比成正增长趋势，CPI 上行过程通常能带来零售企业毛利率的提高。随着 CPI 逐步由负转正，商业类企业会有更好的收益。
- 09 年居民收入增速较 07、08 年出现了明显的下降，但随着宏观经济的逐步回暖，城镇储户未来收入信心指数已经出现了明显的恢复，居民对未来收入越有信心，消费倾向则会越高，从而巩固零售行业回暖的基础。
- 在行业整体兴旺的形势下，我们认为百货子行业将在先期受益，这一方面缘于百货公司主要销售服装、化妆品、金银珠宝等商品，需求弹性较大，在旺季作用下，业绩超预期增长值得期待。另一方面，百货子行业的低基数效应还可以延续。
- 我们认为，超市的业绩，尤其是毛利水平，更大程度上是受到物价指数的影响，因此，当新一轮的通胀来临时，超市类公司有望接过百货公司的接力棒，成为零售行业内最大的受益者。
- 零售业作为弱周期型行业，通常较上证指数存在一定幅度的溢价，目前行业溢价在 83%左右，高于 64%的历史平均水平，从不同子行业看，百货业的估值显得更加合理，具备一定的提升空间。
- 建议关注具有品牌优势、逆势积极扩张的区域龙头及位于开放城市，更易受益于经济回暖的百货类上市公司，如东百集团、新华百货、广州友谊、广百股份和欧亚集团等，同时，具有世博题材的友谊股份、百联股份、豫园商城和新世界等上海本地上市公司的表现也值得期待。

走势图



子行业

评级

百货	优于大势
超市	优于大势

重要公司

评级

东百集团	推荐
友谊股份	谨慎推荐
欧亚集团	谨慎推荐
新华百货	谨慎推荐
广州友谊	谨慎推荐
广百股份	谨慎推荐

分析师: 罗旷怡

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编: 200002

目 录

1. 宏观行业双向支撑，商业行业整体受益	4
2. 宏观环境“春暖”，国内消费“花开”	4
2.1 经济增长推动消费兴旺	4
2.2 收入水平提高，消费信心增强	6
3. 行业经营现状——行业严冬已过，业绩稳步回升	8
3.1 公司业绩逐季回暖	8
3.2 消费旺季到来，行业整体受益	9
4. 2010年行业机会——百货领跑，超市加力	10
4.1 旺季及低基数持续支撑百货行业业绩增长	10
4.2 CPI上扬及扩张趋缓助推超市业绩稳步上升	11
5. 行业估值情况——百货估值相对合理	13
6. 重点上市公司分析	15
6.1 东百集团（600693）	15
6.2 友谊股份（600827）	15
6.3 欧亚集团（600697）	15
6.4 新华百货（600785）	15
6.5 广州友谊	16
6.6 广百股份	16

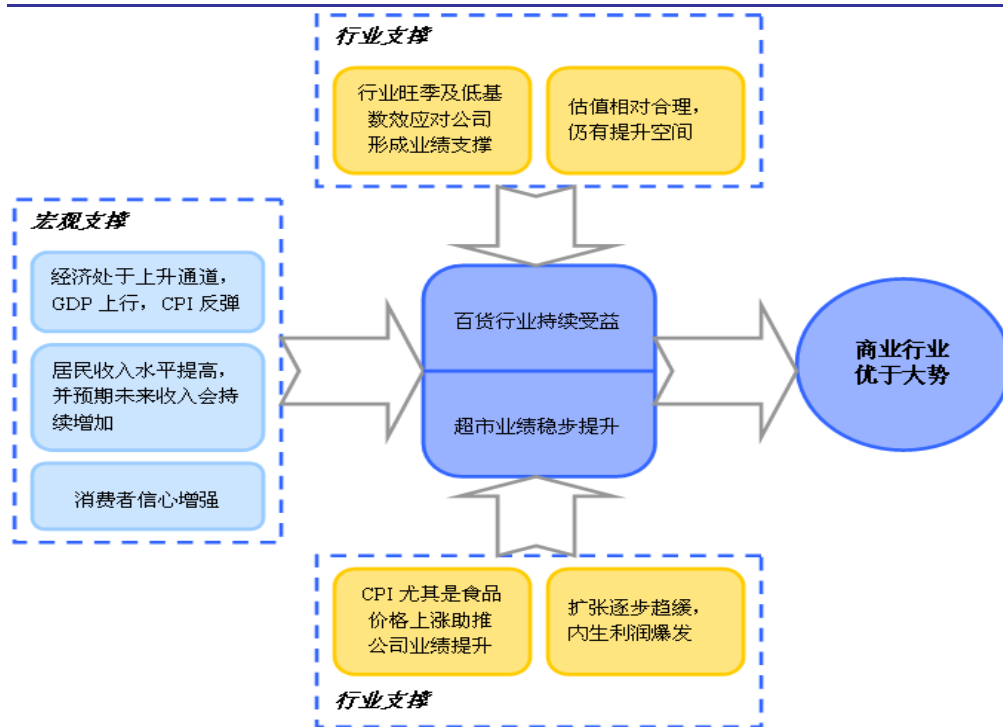
图表目录

图表 1: 商业行业优于大势	4
图表 2: GDP 及社消总额增速.....	5
图表 3: CPI 增速与企业毛利额	5
图表 4: RPI 分类指数	6
图表 5: 限额以上零售额同比增长.....	6
图表 6: 居民收入情况及增长率.....	7
图表 7: 城镇储户未来收入信心指数.....	7
图表 8: 消费者信心指数	8
图表 9: 前 3 季度行业营业收入及净利润.....	8
图表 10: 2008 年来单季行业营业收入及净利润.....	9
图表 11: 行业毛利率及费用率.....	9
图表 12: 行业单季历史表现.....	10
图表 13: 社销总额与零售额的关系.....	10
图表 14: 可比百货上市公司营收及净利润增长率.....	11
图表 15: 商业地产租售价格指数.....	11
图表 16: 可比超市上市公司营收及净利润增长率.....	12
图表 17: 超市毛利与 CPI 关系	12
图表 18: 行业估值溢价	13
表格 1: 部分超市公司门店数同比增长率 (%)	13
表格 2: 主要百货公司估值情况.....	14
表格 3: 主要超市公司估值情况.....	14

1. 宏观行业双向支撑，商业行业整体受益

从2009年商业类上市公司的业绩来看，行业最困难的时期已经过去，我们认为2010年，在宏观和行业两个层面的支撑下，行业仍会有较好的表现。从宏观环境来看，我国经济无疑已经进入新一轮的上升通道，GDP增速回升、CPI反弹、居民收入水平的提高及信心的增强都为消费的兴旺奠定了基础；从行业方面看，旺季的延续及低基数效应为百货业提供了业绩保障，且估值仍有一定的提升空间，超市子行业则有望成为价格上涨的最大受益者，同时行业外延扩张的趋缓也有利于短期利润的爆发。

图表 1：商业行业优于大势



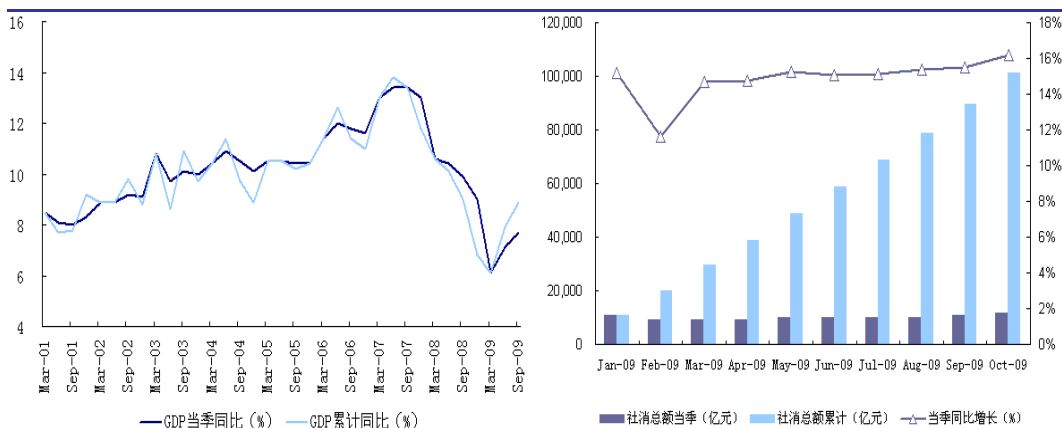
资料来源：东北证券金融与产业研究所

2. 宏观环境“春暖”，国内消费“花开”

2.1 经济增长推动消费兴旺

2009年以来，中国宏观经济在前期政策的刺激下持续回暖，前3季度，国内GDP累计同比增速分别为6.1%、7.1%和7.7%，“保八”目标几成定局，当季同比增速也自09年1季度触及低点后稳步回升，而经济增长正是推动消费的根本动力，从最新数据看，10月，我国实现社会消费品零售总额11718亿元，同比增长16.2%，增速较9月提高0.7个百分点，剔除节日因素，即将9、10两月整体看，同比增长也达到15.9%，较8月提高0.5个百分点。

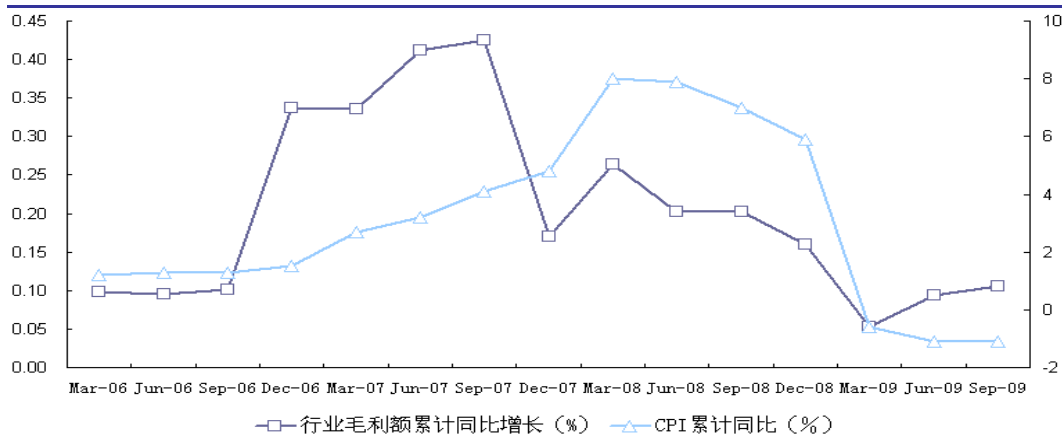
图表 2: GDP 及社消总额增速



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

从物价水平来看, CPI 虽然仍为同比负增长, 但降幅已明显收窄, 环比成正增长趋势, 由于零售类企业有一定的存货周转期, CPI 上行过程通常能带来企业毛利的提高。我们认为, 随着 CPI 逐步由负转正, 商业类企业会有更好的收益。

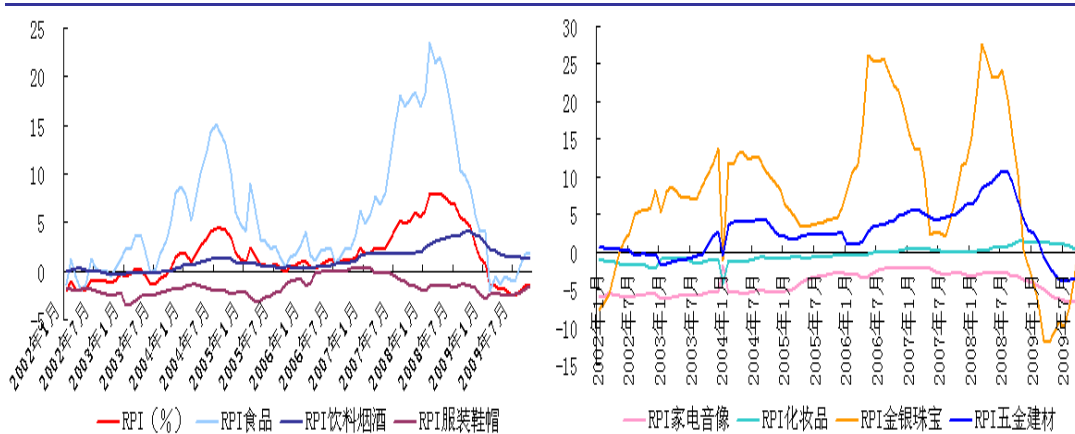
图表 3: CPI 增速与企业毛利额



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

从各分类商品的销售价格指数看, 各类指数均已触底反弹, 波动最为剧烈的食品和金银珠宝价格指数已经由负转正, 10 月的数据分别为 1.7 和 2.0, 五金建材销售价格指数的反弹也比较明显, 饮料烟酒和化妆品指数波动相对较小, 一直在正的低位徘徊, 服装鞋帽和家电音像指数则始终为负。

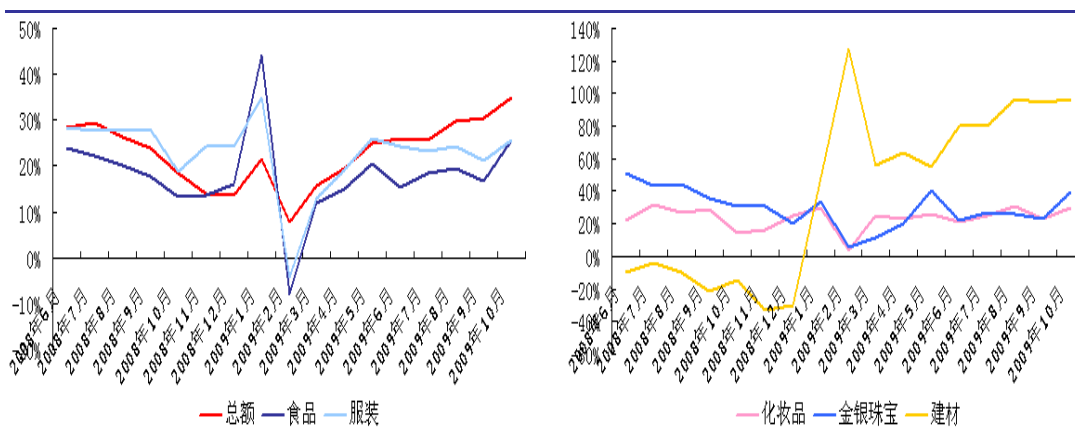
图表 4：RPI 分类指数



数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

大类商品价格的反弹对零售额的作用已经有所体现，特别是近两个月，食品零售总额增速明显提升，与服装销售增速已基本持平，金银珠宝和建材的销售也有比较明显的增长。

图表 5：限额以上零售额同比增长

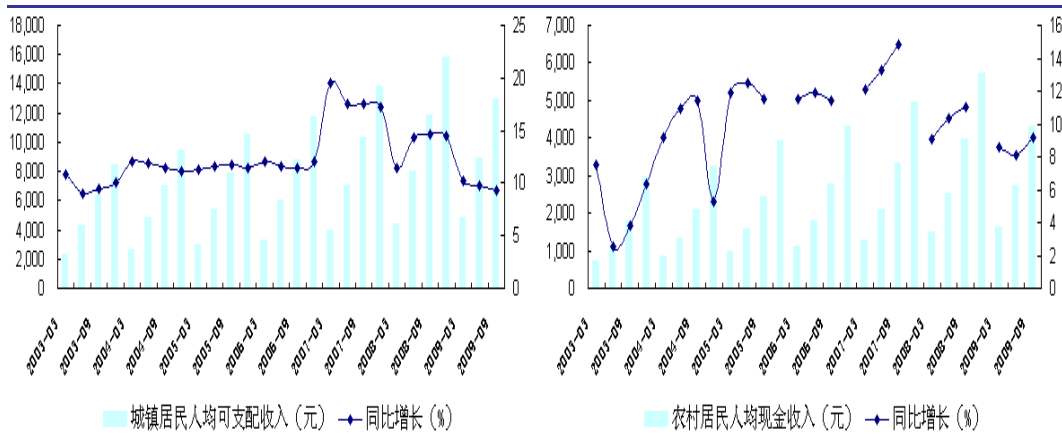


数据来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

2.2 收入水平提高，消费信心增强

近年来，我国城镇人均可支配收入及农村居民人均现金收入持续增长，且农村增速要快于城镇，农村消费市场的启动必将为行业注入新的活力。从目前行业发展来看，多数零售商选择了在自身具有比较优势的区域内做大做强，在巩固城市主商圈的基础上，逐步拓展至城乡结合部及副商圈，甚至深入到二、三线城市，农村居民收入水平的提高将在很大程度上配合行业的发展。

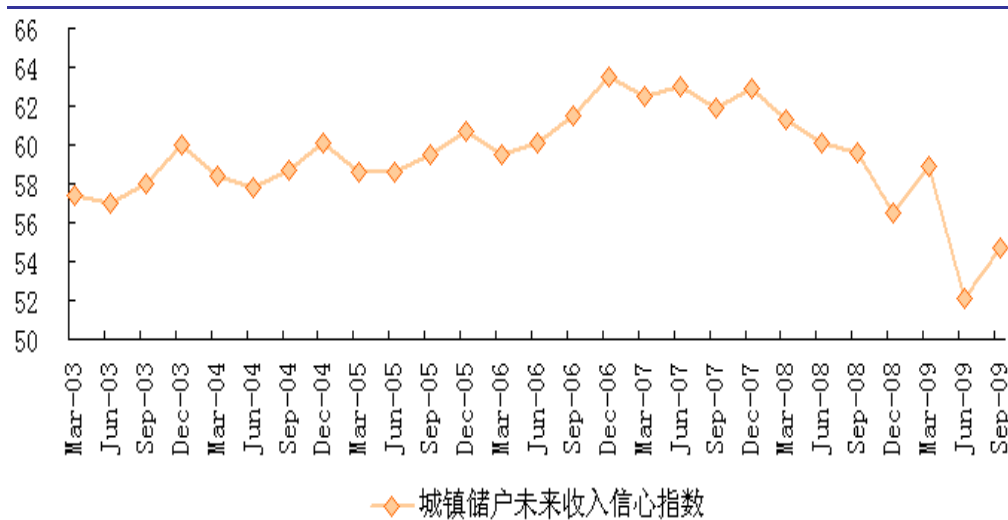
图表 6：居民收入情况及增长率



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

虽然 09 年居民收入增速较 07、08 年出现了明显的下降，但随着宏观经济的逐步回暖，城镇储户未来收入信心指数已经出现了明显的恢复，从 09 年上半年的 52.1 反弹至 3 季度的 54.7，居民对未来收入越有信心，其消费倾向则会越高，从而巩固零售行业回暖的基础。

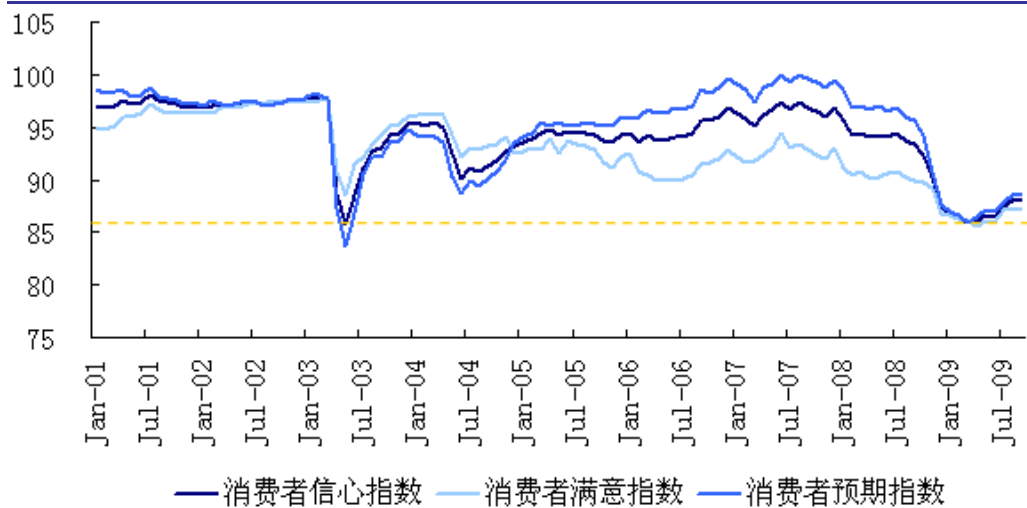
图表 7：城镇储户未来收入信心指数



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

在经济较快增长及收入水平逐步提高的大环境下，消费者信心指数和预期指数已经持续反弹，9 月消费者信心指数和预期指数分别为 88.1 和 88.7，比 8 月分别上升 0.1 个 0.2 个百分点，呈现稳步回升的态势，其中消费者信心指数已是继 3 月触及历史低点后，连续 6 个月回升。

图表 8：消费者信心指数



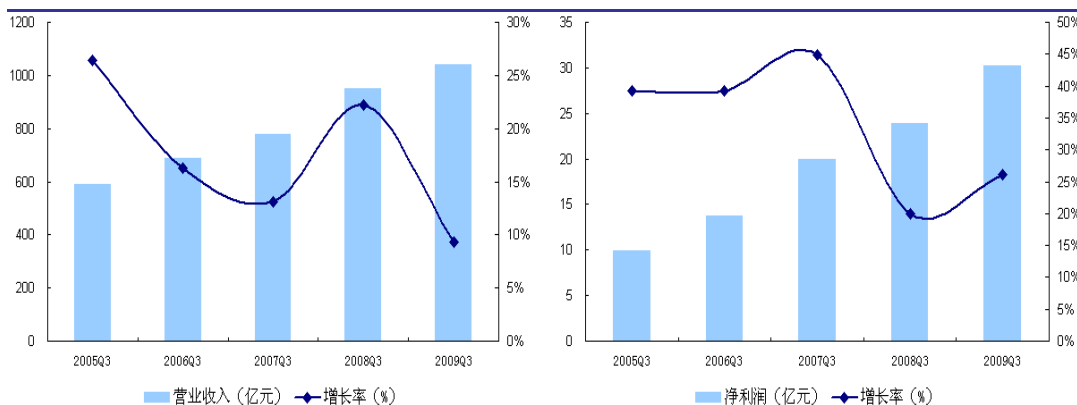
数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

3. 行业经营现状——行业严冬已过，业绩稳步回升

3.1 公司业绩逐季回暖

2009年前3季度，行业整体实现营业收入591亿元，同比增长9.4%，增速为近5年内最低，实现净利润30.2亿元，同比增长26.2%，较去年同期有所回升，主要是2、3季度行业盈利能力有明显恢复。

图表 9：前3季度行业营业收入及净利润

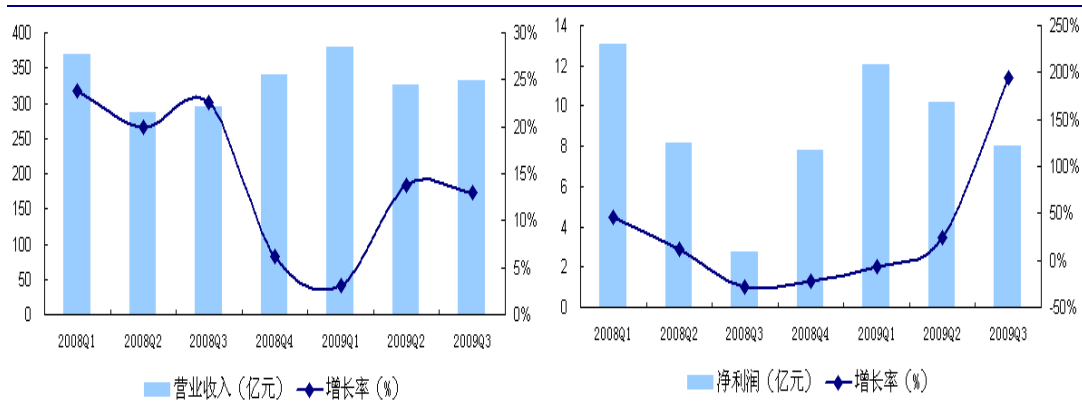


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

注：净利润为扣除非经常性损益归属上市公司净利润

从单季情况来看，08年4季度和09年1季度是行业的严冬，其中营业收入增速在09年1季度达到谷底，增速仅有3.11%，净利润增速最慢的时期则在08年3、4季度，同比分别负增长27.99%和21.77%。

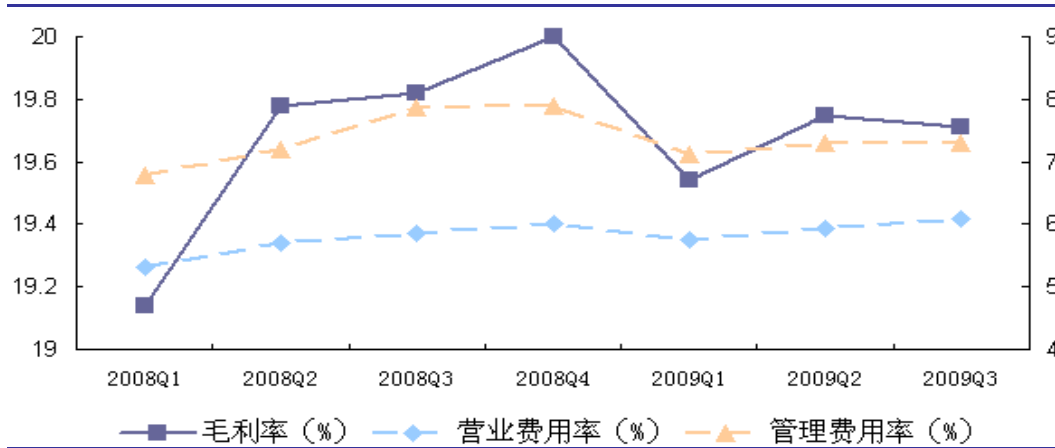
图表 10：2008 年来单季行业营业收入及净利润



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

行业毛利率水平在 09 年 1 季度达到阶段性低点，2、3 季度有所反弹，这主要源于经济转暖后行业打折促销力度有所下降。从费用方面看，行业营业费用率较去年同期有所提高，主要是促销成本的加大和宣传费用增加所致，管理费用率较去年同期下降 0.56 个百分点，这一方面由于随着行业的成熟，规模效应逐步体现，另一方面，公司在行业低迷中更加注重自身内部效率的提高以渡难关。

图表 11：行业毛利率及费用率

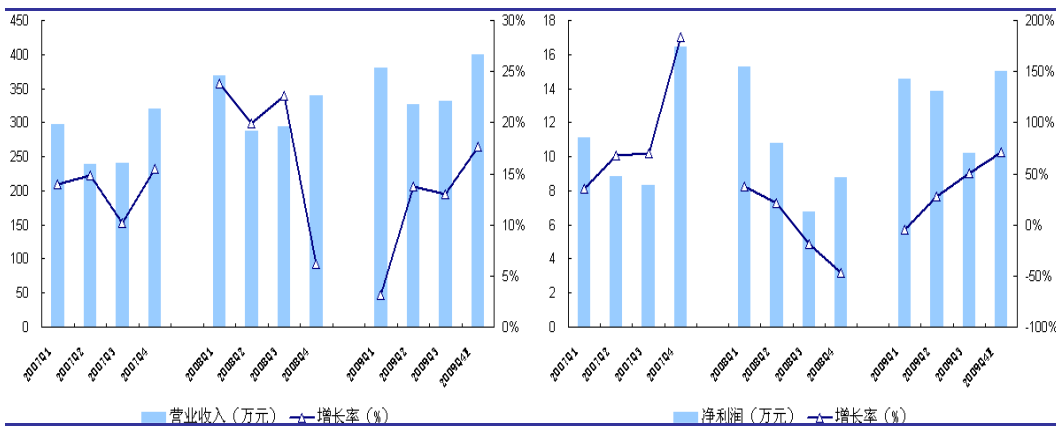


数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

3.2 消费旺季到来，行业整体受益

1、4 季度是零售行业的传统旺季，节假日较多，且秋冬服饰的销售有利于公司销售收入的提升，同时上年同期基数较低，行业业绩有望超预期增长。我们认为旺季影响及基数效应至少可延续到年报披露之前。

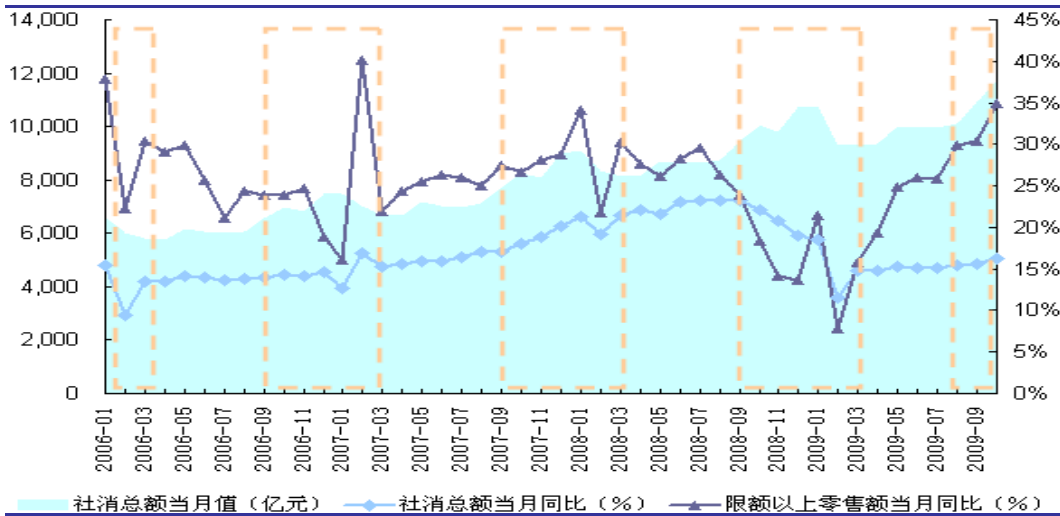
图表 12：行业单季历史表现



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

另外，国内社会消费品零售总额同比增速也自09年2月触及11.6%的低位后企稳反弹，并呈现稳步上升的趋势，从最新公布的数据看，今年8-10月，我国社消总额同比增速分别为15.4%、15.5%和16.2%，而社销总额的反弹通常伴随着零售企业销售额更大幅度增长。我们预计，随着国内经济的继续回暖，消费者消费意愿的增强，行业销售增速仍将处于上升通道。

图表 13：社销总额与零售额的关系



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

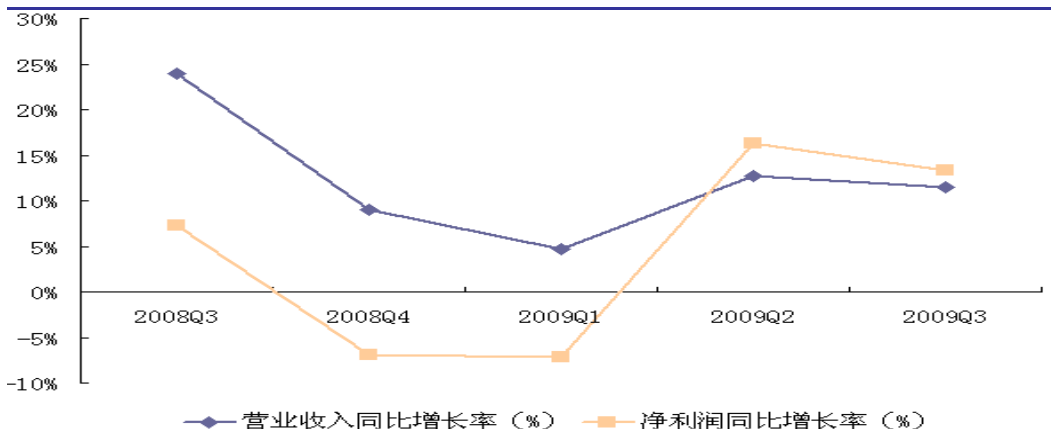
4. 2010年行业机会——百货领跑，超市加力

4.1 旺季及低基数持续支撑百货行业业绩增长

在行业整体兴盛的形势下，我们认为百货子行业将在先期受益，这一方面缘于百货公司主要销售服装、化妆品、金银珠宝等商品，需求弹性较大，在旺季作用下，业绩超预期增长值得期待。另一方面，百货子行业的低基数效应还可以延续，从我们选取的可比百货类上市公司营业收入及净利润增速变化情况来看，二者均在2009年1季度达到低谷，增速分别只有4.67%和-7.13%，这也在一定程度

上支撑行业业绩在 2010 年上半年仍能保持较大的增幅。

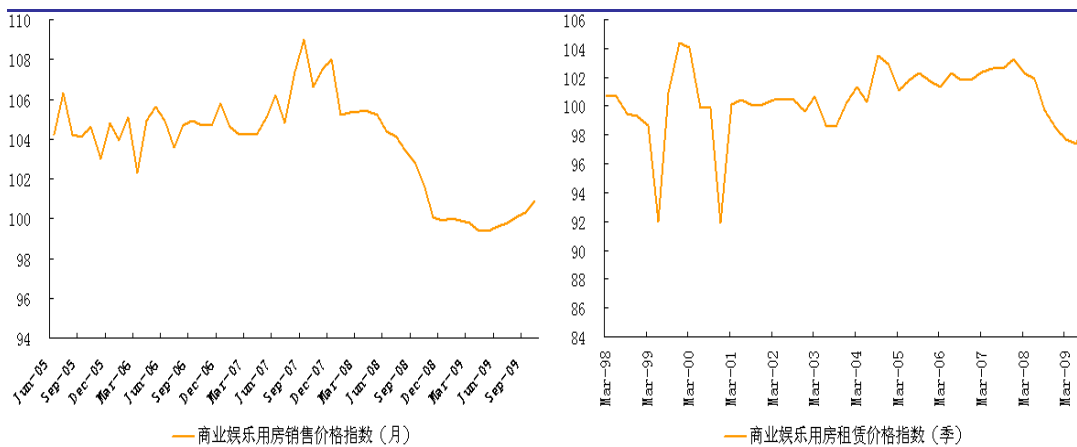
图表 14: 可比百货上市公司营收及净利润增长率



数据来源: 各公司公告, 东北证券金融与产业研究所

在行业扩张方面, 我们注意到尽管 09 年行业景气度并不很高, 但仍有不少上市公司频频发出开店公告, 我们认为, 新店物业或租或买, 其价格均处于阶段性底部, 目前, 商业物业的租售价格均已开始回升, 本轮低成本扩张的最佳时期已经结束, 抓住良好机会的公司必将率先受益于成本优势, 并且有利于其估值水平的提高, 已经拥有优质稀缺物业公司的竞争优势也将更为明显。

图表 15: 商业地产租售价格指数



数据来源: WIND, 东北证券金融与产业研究所

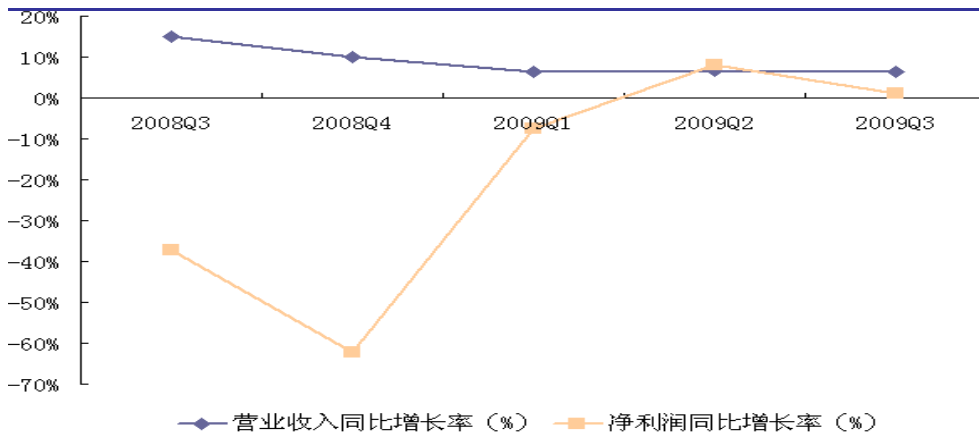
综合分析, 百货子行业中我们建议关注具有品牌优势、逆势积极扩张的区域龙头及位于开放城市, 更易受益于经济回暖的百货类上市公司, 如东百集团、新华百货、广州友谊、广百股份和欧亚集团等, 同时, 具有世博题材的百联股份、豫园商城和新世界等上海本地上市公司的表现也值得期待。

4.2CPI 上扬及扩张趋缓助推超市业绩稳步上升

超市子行业无疑也将受益于行业旺季所带来的消费增长, 但与百货子行业不同的是, 超市销售的多为食品、日用品等生活必需品, 弹性相对较小, 尤其是销售收入的变化幅度要远远低于百货。基数效应对超市子行业的影响也将提前结束, 从可比公司的净利润情况看, 行业利润增速在 08 年 4 季度达到低点-62.34%后已

经有明显的反弹且趋于稳定。

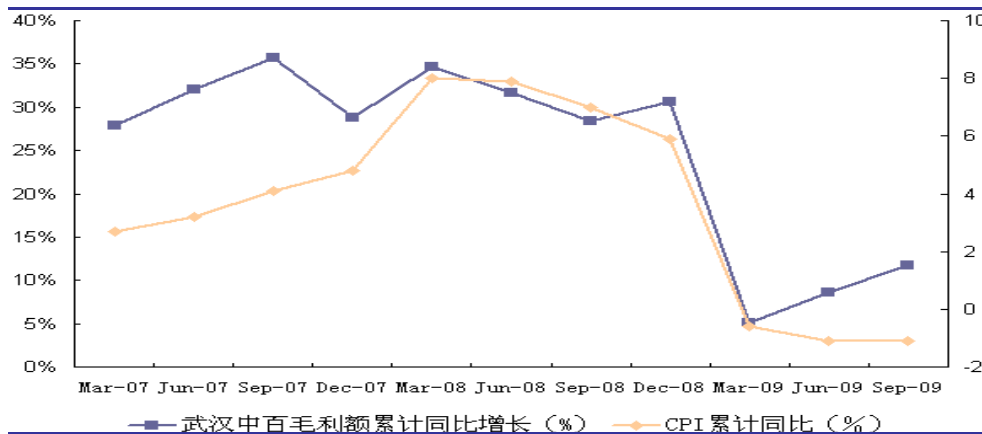
图表 16：可比超市上市公司营收及净利润增长率



数据来源：各公司公告，东北证券金融与产业研究所

我们认为，超市的业绩，尤其是毛利水平，更大程度上是受到物价指数的影响，以武汉中百为例，其毛利额同比增速均与CPI指数高度相关，因此，当新一轮的通胀来临时，超市类公司有望接过百货公司的接力棒，成为零售行业内最大的受益者。

图表 17：超市毛利与CPI关系



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

另一方面，随着市场的日趋饱和及合适物业的稀缺，各大超市的扩张步伐也在减缓，我们预计09和10年，超市的有效扩张会更加缓慢，内部效率的提升和次新门店的成熟将使超市类上市公司释放更多的利润，建议关注友谊股份、新华都、步步高和武汉中百。

表格 1：部分超市公司门店数同比增长率（%）

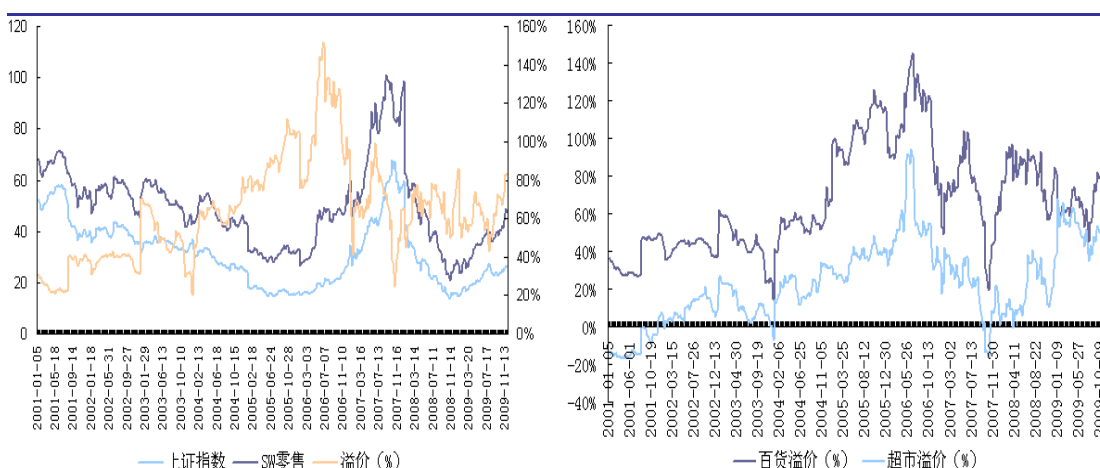
公司	2006	2007	2008	2009H1
联华超市	3	-4	4.2	1.55
华联超市	1	8	-7.7	-
华润万家	11	13	10.1	-
家乐福	33	24	19.6	-
物美	12	6	6.6	-
沃尔玛	27	44	20.6	-
新一佳	25	8	5	-
武汉中百	30	14	10.5	1
武商量贩	4	34	19.2	-
人人乐	30	26	28.1	-
步步高	32	27	4.8	0
永辉	65	34	18.5	-
新华都	113	19	36.8	19

数据来源：ccfa，东北证券金融与产业研究所

5. 行业估值情况——百货估值相对合理

零售业作为弱周期型行业，通常较上证指数存在一定幅度的溢价，目前行业溢价在 83%左右，高于 64%的历史平均水平，从不同子行业看，百货业估值溢价为 92%，超市估值溢价为 59%，而二者的历史平均溢价则分别为 67%和 23%，从绝对估值角度看，百货子行业目前估值在 50 倍左右，与历史平均水平相当，超市子行业目前估值为 41 倍，高于 37 倍的历史平均值，相比之下，百货业的估值显得更加合理，具备一定的提升空间。

图表 18：行业估值溢价



数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

主要上市公司的估值表现不一，总体来看，业绩推动的区域龙头估值较低，而概念推动的公司估值则普遍偏高，我们认为资产质量较好的低估值公司仍有一定的升值空间，如东百集团、欧亚集团、广州友谊和广百股份，这也与我们之前

对行业的分析一致。

表格 2：主要百货公司估值情况

证券代码	证券简称	PE	PE (2009)	PE (2010)
600280.SH	南京中商	75.19	60.05	29.82
000785.SZ	武汉中商	70.81	56.34	42.14
600824.SH	益民商业	64.83	53.02	42.91
000516.SZ	开元控股	56.67	39.83	27.00
600778.SH	友好集团	56.01	42.00	27.85
600712.SH	南宁百货	55.46	57.48	56.02
600694.SH	大商股份	54.43	149.99	44.52
600631.SH	百联股份	53.52	45.09	37.15
002277.SZ	家润多	53.20	42.31	34.34
000417.SZ	合肥百货	52.64	34.53	28.27
600828.SH	成商集团	49.15	40.30	34.57
600865.SH	百大集团	48.51	33.33	30.44
600682.SH	南京新百	47.67	34.94	32.77
000560.SZ	昆百大 A	47.18	16.75	12.18
600628.SH	新世界	46.61	40.07	30.93
600785.SH	新华百货	44.16	27.61	23.36
000715.SZ	中兴商业	44.01	32.77	26.07
600858.SH	银座股份	43.61	36.70	28.66
600729.SH	重庆百货	43.59	40.98	34.16
600859.SH	王府井	42.45	36.98	29.87
600327.SH	大厦股份	41.36	28.39	23.08
000501.SZ	鄂武商 A	39.37	29.72	25.14
600693.SH	东百集团	35.74	31.05	25.87
600697.SH	欧亚集团	35.44	31.22	24.04
000987.SZ	广州友谊	34.66	30.77	26.56
002187.SZ	广百股份	34.21	29.06	23.94
600814.SH	杭州解百	31.38	31.19	25.25

数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

表格 3：主要超市公司估值情况

证券代码	证券简称	PE	PE (2009)	PE (2010)
600827.SH	友谊股份	61.19	40.05	31.60
002264.SZ	新华都	50.58	41.03	30.76
002251.SZ	步步高	45.48	39.87	31.62
000759.SZ	武汉中百	38.58	31.77	25.43
600361.SH	华联综超	38.04	41.14	29.11

数据来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

6. 重点上市公司分析

6.1 东百集团 (600693)

东百集团是福建省最大的商业龙头企业之一，在福州共有 4 家百货门店，分别为东百商场、东方百货、元洪购物广场和群升购物中心，合计销售额占到福州零售市场 60% 的市场份额。目前公司老店经营稳定，新店提升空间大，且扩张意愿强烈，股权激励有望在今年底或明年初推出，管理层利益与上市公司利益联系将更加紧密，为公司提供安全边际，有利于公司业绩的释放。

我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元和 0.52 元，维持推荐评级。

6.2 友谊股份 (600827)

公司前 3 季度的业绩略低于我们的预期，主要原因是好美家盈利情况依然不尽人意，亏损较重，我们认为这一情况在 4 季度有望好转。同时，随着四季度 CPI 继续回升，我们预计联华超市业绩会有进一步恢复，百货业务也将随着旺季的到来有更高的收益，考虑投资收益及华联超市并表，我们预计公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.57 元、0.67 元和 0.77 元，同时整合预期及世博概念使得公司值得长期关注，给予公司谨慎推荐的评级。

6.3 欧亚集团 (600697)

欧亚集团是吉林省零售业龙头公司，欧亚商都是公司最主要的收入和利润来源，2008 年其营业收入和净利润分别占到集团的 43.7% 和 52.6%。我们预计今年商都营业收入能保持 10% 左右的正常增长。欧亚卖场是公司打造的大型购物中心，目前刚刚开发一半左右，是公司重要的储备资源。公司从 2007 年开始发展超市业务，还没有实现规模效应，公司已经成立欧亚连锁经营有限公司独立经营超市业务。另外，公司在省内省外还有多处扩张项目。

欧亚集团业务结构比较清晰，扩张比较稳健，且多为自有物业。预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.73 元、0.91 元和 1.09 元，谨慎推荐评级。

6.4 新华百货 (600785)

公司在银川市消费类企业中处于绝对霸主地位，其 2008 年总销售规模占到银川市社会消费品零售总额的 21.22%，在区域性百货中处于领先水平。公司百货业务处于成熟期，内生增长强劲，在银川市几乎处于垄断地位，主要百货门店的营业收入仍能保持 10-15% 的增长；超市业务处于扩张期，公司计划在宁夏地级市加大布局，并已开始筹建 3 个配送中心，预计今年超市业务能达到 40% 左右的营收增长；家电业务短期内受到苏宁电器的冲击，但不会影响其全面发展的方向。

从长期看，新华百货与物美商业的整合是大势所趋，只是整合方式尚未确定，我们认为物美商业吸收合并新华百货回归 A 股的可能性较大，对公司构成实质性利好。

目前公司在银川地区的霸主地位仍然比较稳固，业绩能够稳定增长，我们预计公司09年EPS为1.01元，给予谨慎推荐评级。

6.5 广州友谊

公司在广州市高端百货中处于绝对龙头地位，主要门店增长稳定，次新门店增长势头较好，同时公司加快了扩张步伐，在2011年将新开1家高端门店及“长隆友谊购物公园”，并有可能借助亚运会带来的客流缩短培育期，我们预计公司2009-2011年每股收益分别为0.81、0.91和1.03元，目前在行业中估值处于较低水平，维持谨慎推荐评级。

6.6 广百股份

广百股份是广东省最大的国有商业集团——广州百货企业集团有限公司旗下的核心企业，公司目前有10家连锁门店，主要分布于广州、湛江和从化，并根据不同区域的经济水平进行适当的定位，但多数门店定位于大众百货。

公司09年公告了6家新增门店，惠州店已顺利开业，揭阳店和深圳宝龙店也将于年底开业，此后公司将已每年新增1-2家的速度扩张。由于成本控制较好，公司新店的培育期相对较短，对公司利润的负面影响较小，快速有效的扩张使得公司更具成长性，内生增长与外延扩张并重。

考虑到新大新并表的业绩增厚，我们估算公司2009-2011年的每股收益分别为1.04、1.25和1.40元，给予谨慎推荐评级。

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。

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。