

商业零售:2012或现拐点 低估值孕育投资机会

□民生证券 田慧蓝

回顾2011年，商贸零售行业无论从行业基本面还是从相关股票市场表现来看，均处于困境之中。展望2012年，零售行业仍然有望保持稳定增长，这对于目前处于估值低谷的相关股票来说，或许孕育着投资机会。

2011回顾：增速放缓 金银珠宝“挑大梁”

2011年1至10月份，社会消费品零售总额累计实现147,357亿元，同比增长17.90%，扣除物价上涨后的实际增速为11.3%。10月份社零总额实现16,546亿元，同比增长17.2%，与9月相比减少0.5个百分点。剔除物价上涨因素，10月份社会消费品零售总额增速为11.7%，与9月相比上升0.1个百分点。从品类来看，金银珠宝类零售额从09年12月份开始一直处于同比领涨态势，2011年9月同比增长32.40%，1-9月平均增速为41.37%，是消费增长的中坚力量，但第三季度增速开始有放缓迹象。

千家核心商业企业零售指数5月相对于4月显著下滑，5-8月增速一直在14%左右波动，且与2010年5-8月同比增速相比呈下滑态势，分业态看，百货行业增速好于超市与专业店。2011年1-9月百货平均增速为21.59%，同比上升2.85个百分点；超市行业与专业店平均增速分别为15.38%和10.94%，分别同比上升0.18%和同比下降7.86%。

行业估值达5年最低

2011年1-10月，中信商贸零售行业板块累计共下跌17.21%，在所有行业中排名第17，跌幅超出沪深300指数7.44%。前10个月中仅2月、7月和8月零售行业指数显著跑赢沪深300，9月份受欧债危机的影响和市场对宏观经济的悲观预期影响，创下本年最大跌幅13.21%。10月份在大盘与三季报业绩带动下小幅反弹，上涨5.16%，略跑赢沪深300指数0.27个百分点。

从覆盖的47家上市公司来看，2011年1月1日至11月10日期间，共有20家公司跑赢行业涨幅，其中奢侈品行业飞亚达A涨幅遥遥领先，超市行业涨幅最大的是新华都，百货行业涨幅最大的是商业城。

由于9月份零售板块的大幅下跌，2011年行业整体估值仅为20倍，行业估值与沪深300估值的溢价率也达到5年的最低，2011年的超跌状态或将成为明年股价的刺激因素。

2012展望：九个猜想

猜想1：全行业收入平均增速下调至17%，净利润平均增速下调至24%。
理由：第一，经济不景气影响消费支出；第二，2010与2011年连续两年高增长提升基数；第三，CPI回落导致价格推动型增长失去基础。
猜想2：网购发展更迅速。
理由：第一，经济不景气预期下的消费支出会对价格更敏感，即使存在质量等担忧，但商场过高的价格仍令消费者望而却步，更愿意网购。第二，政策支持。国家即将出台的内贸十二五规划明确电子商务交易额从2010年的4.5万亿元上升到12万亿元；网上购物零售额规模从2010年的5131亿元上升到2万亿元，复合增速将分别达到22%与31%，远高于社零复合增速。
猜想3：价格临界值显现，客流量下降，百货打折促销增多，商品价格下降，以打折为主的OUTLETS更受欢迎，毛利率下滑。
理由：第一：产品价格超越品牌价值，且受棉花，租金，人工，运输等费用影响，服装价格略高，消费者买不起，客流下降，导致存货激增，要盘活资金必须要打折促销。第二：收入增速放缓，购买力下降。
猜想4：商业地产价格降低，租金有望下调。
理由：第一：对地产调控政策不放松，资金紧缩压力大，令部分地产商不得不降价出售或出租；第二：商业地产价格上涨过快，零售商成本增加导致租不起或买不起，需求下降，另一方面商业地产供给增多，供求失衡。
猜想5：市场环境倒逼百货商加速自营步伐。
理由：长期看自营是趋势，网购，高价，同质化与竞争加剧都是催化倒逼百货商加快转型，做差异化运营。
猜想6：兼并收购难度较之前缓和。
理由：由于收购价格不便宜，收购成功不容易，但从明年开始若生意难做，赚钱越

来越难，个体与单体店的零售商会考虑转让出手。
猜想7：可选消费降温。
理由：2011年名表，黄金珠宝首饰等可选消费火爆，2012年若宏观经济不景气预期，可选消费受影响较大，除非货币政策再次放宽松，或者国内富裕阶层与公款消费超出市场想像，不然可选消费降温是大概率事件。
猜想8：超市收入增速受冲击相对小，但净利润增速不一定比其它行业高。
理由：必需消费比可选消费确定性更强，收入增速有望高于其它业态，但受成本上升及管理水平影响，净利润增速不一定能高于其它业态。
猜想9：有利好政策出台。
理由：出口，投资两驾马车熄火，只剩消费一条腿，必须要加大消费支持力度。

投资机会：相对优势+确定性+超跌

行业投资机会有三类：第一类，在明年不确定背景中，确定性相对更强的行业或公司。第二类，今年超跌的公司具备一定刺激因素有望在明年翻身。第三类，可能会发生重组等事件刺激的公司（重组，激励）。
从行业角度来看，我们认为超市行业明年的收入增长更具确定性，但净利润增长难确定。从公司角度看，确定性增长分为两种，一种是制度刺激增长，一种是结构合理性增长，但必须要说明，制度刺激并不是公司业绩增长的充分必要条件。此外，翻遍整个板块，想讲重组整合类型故事的公司已经少之又少，目前来看仅剩东百与南京新百两家。
从超跌与估值的角度看，今年行业市场表现不佳，明年有望“咸鱼翻身”。做极端假设，假设明年行业净利润仅增长24%，56家样本公司中25家明年估值不到20倍，14家估值在20倍-25倍之间。市盈率低于20倍的25家公司中确有部分具有投资价值。

机构最新评级								
代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级	调整方向	目标价位 （元）	最新收盘价 （元）
600859	王府井	瑞银证券	彭子姮	2011-11-14	买入	维持（多）	48.89	41.39
600729	重庆百货	海通证券	路颖	2011-11-11	买入	维持（多）	57.10	41.71
600778	友好集团	中信证券	赵雪芹	2011-11-10	买入	维持（多）		13.21
601010	文峰股份	国泰君安	刘冰	2011-11-10	增持	首次关注	22.60	19.43
002251	步步高	华创证券	高利	2011-11-9	强推	首次关注		25.00
002277	友阿股份	光大证券	唐佳睿	2011-11-9	买入	维持（多）	30.78	22.39
600697	欧亚集团	广发证券	欧亚菲	2011-11-8	买入	调高	33.75	27.81
002277	友阿股份	方正证券	陈光尧	2011-11-8	买入	维持（多）		22.39
600682	南京新百	长江证券	童兰	2011-11-8	推荐	调高	11.00	8.92
600415	小商品城	瑞银证券	彭子姮	2011-11-7	买入	维持（多）	15.23	9.58

■ 新股定位 | New Stock

三丰智能(300276)	均值区间:25.77元-29.20元 极值区间:25.20元-30.00元
--------------	--

公司是国内最早从事智能输送成套设备研发设计、生产制造、安装调试与技术服务的企业之一，一直专注于从事智能输送成套设备的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务，以技术为依托为客户提供智能输送整体解决方案，目前已取得15项专利，其自主研发的“重载矩形悬挂输送系统”整体技术达到国际先进水平，填补国内空白。公司是中国机械工程学会物流工程分会的会员单位，先后获得“湖北省首批创新型企业建设试点单位”、“湖北省科技型中小企业成长路线图计划重点培育企业”、“湖北省最具投资潜力的科技型中小企业”、黄石智能输送装备高新技术产业基地龙头骨干企业”等荣誉称号。

股票简称	股票代码	总
三丰智能	300276	600
发行价	发行市盈率	中
25.50元	45.54倍	0.3
主营业务	智能输送成套设备的研发	

■ 窝轮点金 | Warrant

建行认沽证投资机会仍存

□香港智远投资咨询

受欧美股市持续反弹及内地A股走高提振，周一港股延续了上周五的反弹趋势，恒指全日涨幅近2%，重回19500点之上。但大市成交仍较清淡，全日仅542亿港元，表明市场信心仍然偏弱。

从现时港股面临的外围经济环境来看，在意、希政局略稳的带动下，欧洲债务危机短期有缓和趋势，但中长期来看继续反复可能性仍大，欧洲方面是中性偏弱；美国近期

公布的经济数据偏强，揭示美国经济二次探底风险正在降低；内地随着通胀形势有所缓解，“保增长”成为中国经济下一步调控的主要目标，在微调政策的主导下，进一步放松宏观调控可期。整体而言，港股现时面临的外围经济环境正呈逐步好转趋势，不过鉴于现时市场信心仍偏弱及港股整体资金面仍相对偏紧，短期而言港股反弹动力仍略显不足，后市料将持震荡偏强走势。

近期制约大市反弹的主要因素之一是港股后市抽水压力较大，据

统计，余下半个月港股来自潜在新股及策略投资者减持或高达2000亿港元。其中，中资银行股是市场最为担心策略投资者减持的板块，在工行（01398.HK）上周遭高盛减持后，美国银行将对建设银行（00939.HK）大额减持尤为市场担忧，导致近期建行股价表现明显弱于大盘。若看淡建行后市表现，可关注其认沽权证14156；若看好建行后市表现，可关注其认购权证13934。提醒投资者，权证“金牛熊证”投资风险巨大，可能导致本金的全部损失。

■ 商业零售评级简报 |Report

欧亚集团(600697)

三亮点支撑高增长

华泰证券研究报告指出，公司具有三大看点：一、盈利能力有较大的提升空间。公司的毛利率和净利率指标低于行业平均水平，随着品牌优势不断加强和对供应商议价能力的提升，门店乃至公司整体盈利指标有望向行业均值水平靠拢。二、低成本重资产扩张，具有较高的安全边际。近年来公司稳步扩张，在省内通过低成本购进商业物业，自建门店的方式连续多年不断开设门店。在省外公司通过低价收购的方式寻找着合适的商业物业，并将通过欧亚积累多年的经营管理能力提升所购资产的盈利空间。我们保守估计公司自有物业的总价为105亿元，RNAV为72亿元，为公司股价提供了较高的安全边际。三、管理层激励增强，成长有望加速。未来四年公司将对管理层进行中长期激励基金计划，使得公司通过提升内部经营绩效和外延式扩张推动业绩提速的动力加强。公司目前处在加速发展的中继，既有成熟门店的业绩释放，也有新门店的增量业绩贡献，预测未来三年公司净利润的复合增长率有望达到30%。因此，从业绩成长性和净资产重估角度，公司可以享有高于行业的估值溢价。给予公司2012年25倍PE，对应二级市场合理价格为33.5元，维持对公司的“推荐”评级。

友好集团（600778）

主力门店销售增速放缓

中银国际证券研究报告指出，公司两大主力门店10月份销售增速放缓较为明显，友好商场和天山百货同比增长分别约为17%和10%。天山百货和友好商场是公司两大主力门店，2010年两店销售之和占公司自营门店销售总和的80%左右。两店增速放缓，将会直接影响到公司零售业整体业绩的增长。其余门店仍然保持较快增长，前10个月的增速分别为：美美友好78%，库尔勒天百80%，独山子金盛40%。

公司已公告的项目中，2012年共有9个新项目，预计2012年比2011年新增折旧摊销费用和租赁费用分别为4723万元左右和4836万元，合计9559万元。9个项目一次性提取约为1000-2000万元。随着项目的增多，预计2012年员工薪酬约增长25%。明年项目的增多将导致各项费用压力集中体现。

下调2012-2013年的盈利预测，基本维持2011年的盈利预测，即公司每股收益分别为0.499元、0.683元和1.007元，其中零售行业贡献分别为0.391元、0.453元和0.653元，地产项目贡献0.123元、0.246元

问：可否买入宁波港（601018）？
华龙证券 吴晓峰：在宏观经济增速放缓的背景下，预计全国港口吞吐量增速将逐步回落，而公司受益于募投项目陆续投产及其产能利用率的逐步提升，其货物吞吐量仍能保持较快的增长速度。此外公司大力推动的海铁联运和江海联运也有望为公司货量增长提供支撑。在船舶大型化趋势明显的背景下，宁波港深水港的资源优势将愈显突出，且公司货种均衡，抗风险能力较强，随着浙江海洋经济发展示范区的逐步推进，公司将充分受益，因此建议可中线关注。

问：中兴商业（000715）后市如何操作？

华龙证券 吴晓峰：公司是沈阳商业零售行业龙头企业，未来内涵增长有非常大的空间，销售占比超过50%的忠实会员客户为收入提供了一定程度的确定性，临近年底商业零售板块或有表现，但市内竞争加大会对内生增长形成一定的冲击，建议谨慎关注。
问：新世界（600628）后市如何操作？
华龙证券 吴晓峰：由于受去年世博会期间基数较高影响，公司三季度净利下降25%，整体经营低于预期，但从个股目前走势来看，属超跌类品种，技术指标配合良好，且临近年底商业零售板块或有表现，建议可继续关注。
问：沙钢股份（002075）能否继续持有？

华龙证券 吴晓峰：受制于下游需求

增速的放缓，公司三季度营业收入与营业成本同比均下降，环比也下降，而目前铁矿石价格持续上涨，其成本压力也较大。从技术面上看，该股受上方均线压制较重，且仍处于下降趋势，建议暂时观望。

问：东北电气（000585）后市如何操作？

华龙证券 吴晓峰：该股票走势弱于整个行业的走势，从技术面观看仍处于下降通道，并且量能不足，后市建议观望为主。

问：天茂集团（000627）能否介入？

华龙证券 吴晓峰：2011年前三季度公司营业总收入出现亏损，主要原因是由于公司主产品二甲醚市场持续低迷，主产品布洛芬因生产装置进行检修、成本上涨且人民币升值导致毛利率下降，同时参保的中国人寿保险股份有限公司尚处于全国性布点阶段，因费用较大出现亏损，导致公司报告期出现亏损。目前公司估值比较高，但公司参保的两家保险公司成长速度比较快，建议谨慎参与。

问：新华传媒（600825）现在可否介入？

东莞证券 徐宇科：国家支持文化成为支柱产业，长期利好十分明显，但近期整个传媒板块涨幅过大，短线调整风险较大，加上股市近期增量资金不足，量能萎缩明显，建议先观望。

问：东方市场（000301）后市如何操作？

东莞证券 徐宇科：该股受业绩支撑

和0.369元，由于地产项目结算进度不明朗，业绩预测存在一定的不确定性。鉴于新疆区域经济发展和集团本身的区域龙头地位，维持公司“买入”评级。下调目标价格至15.50元。

重庆百货（600729）

四因素提升竞争力

海通证券研究报告指出，公司在投入1.23亿元进行外延式扩张后，未来业绩潜力具有一定的提升空间。主要动力来自：

一、规模议价：新重百的区域垄断议价能力增强，有利于提升毛利率水平；

二、经营协同：重百门店和新世纪门店有一定的差异化定位，经营互补的协同效应将有望逐步体现，有利于内生销售成长；

三、管理效率：公司组织体系将在整合之后得到效率提高，费用率将有所下降空间。

四、外延扩张：整合后，公司将拥有更为优势的竞争和扩张地位，受益重庆良好的区域发展前景，公司成长也将获取主城区的内生提高和主城区以外区县的外延增量的综合带动。

维持对公司盈利预测，即预计公司2011-2013年EPS分别为1.80元、2.31元和2.93元，同比增长27.16%、28.75%和26.84%。对应当前41.20元的股价，PE分别为22.9倍、17.8倍和14.0倍，估值合理偏低，作为区域竞争优势明显的商业龙头，其估值有提升潜力。

步步高（002251）

大百货业态空间广阔

方正证券研究报告指出，随着公司超市业务标准化改造逐步到位，百货业务的战略重要性日趋凸显。自2010年以来，公司百货业务增长加速，而相较于公司最初的“超市配套百货”的格局而言，公司的百货业务亦经历了从第一代“配套招商”，到第二代传统百货、再到第三代大百货的蜕变。大百货的模式，汲取了购物中心的集客优势，在迅速发展的三四线城市具有较大发展空间。

目前公司储备项目丰富，岳阳店有望于今年年底如期开业。虽然公司在百货业态方面起步较晚，但借助此前积累的良好区域优势，有望在三四线城市获取较为优质的物业，合理的业态组合有望支持门店较快速度过培育期，从而支持百货业务在每年新开2-3家门店的基础上，延续较高增速。

预计公司2011年-2013年将分别实现营业收入89.51亿元、116.65亿元和147.51亿元，分别实现净利润2.50亿元、3.52亿元和4.71亿元，EPS分别为0.93元、1.30元和1.74元。维持公司“增持”评级。

上涨，但量能萎缩得太厉害，加上整个大盘目前有再度走弱回压2300的可能，短期可以在压力位4元附近高抛，中期可以保持关注。

问：易食股份（000796）后市如何操作？

东莞证券 徐宇科：该股估值不高，中长期有上涨潜力。技术上看短期突破套牢区后需要整理，如果进行短线操作，则冲高无量或跌破60天线后可以离场，如果进行中线操作可以继续持有。

问：以8元买入福星股份（000926），后市如何操作？

东莞证券 徐宇科：公司房地产业务较多，受政策打压，基本面不佳，技术上短期有所反弹，目标先看10天线7.80元附近，如不放量可考虑止损离场。建议后市操作尽量多选受政策面支持的板块和个股。

实时盘查，网上答疑，请登录中证网（http://www.cs.com.cn）专家在线栏目

曹妍	东吴证券	S0600200010002
吴晓峰	华龙证券	S0230610120052
叶志刚	民生证券	S0100610120002
凌学文	广州万隆	A0580206010014
李华东	民生证券	S0100210100002
文育高	华龙证券	S0230510120002
谢峻	东方证券	S0860610120014
肖玉航	九鼎德盛	A0470200010006
徐宇科	东莞证券	S0340111090051

11月14日A股资金净流入前十

代码	名称	最新价(元)	涨幅(%)	流入金额(万元)	流出金额(万元)	净额(万元)
601088	中国神华	28.16	4.10	55027.44	49155.84	5871.60
000402	金融街	6.66	5.21	20933.09	15793.03	5140.06
000559	万向钱潮	8.09	10.07	15193.54	10079.85	5113.68
002136	安纳达	18.60	9.99	17440.47	12552.69	4887.77
601898	中煤能源	10.35	6.26	31082.57	26316.57	4766.00
601006	大秦铁路	8.03	2.16	24842.34	20116.72	4725.63
601628	中国人寿	18.28	5.24	19428.86	14850.28	4578.58
600048	保利地产	9.95	3.11	21501.83	17072.13	4429.70
600383	金地集团	4.83	4.09	15732.31	11676.68	4055.64
002594	比亚迪	25.63	10.00	18188.82	14212.53	3976.29

行业资金净流入（出）

