

日期: 2008年9月26日
行业: 零售业

增长机会犹存, 防御能力尚佳

——2008年第四季度零售业投资策略



刘丽
021-53519888*1923
liuli@sigchina.com

国内消费数据

社会消费品零售总额(1-8月)	68439.2 亿
累计同比增长	21.9%
社会消费品零售总额(8月)	8767.7 亿
同比增长	23.2%

限额以上批发和零售业商品零售额同比增长 (2008年8月)

粮油类	23.1%
肉禽蛋类	26.7%
服装类	29.5%
日用品类	20.8%
家用电器和音像器材类	18.6%
家具类	24.2%
化妆品类	26.6%
金银珠宝类	44.3%
汽车类	19.0%
石油及制品类	49.4%
建筑及装潢材料类	-9.5%

最近6个月行业指数与沪深300指数比较



报告编号: LL-QIT02

相关报告: LL-QIT01
LL-AIT01

主要观点:

经济增长减缓下, 消费难独善其身, 但其增长机会犹存。

在经济增速减慢、收入增长预期下降的情况下, 消费应也难以独善其身, 增速会随之下降, 但不可质疑的是中国经济增长仍在继续, 消费后续仍然存在增长机会。

零售企业上半年增势良好, 盈利指标有所改善。

上半年零售业公司的表现稳定, 销售收入与利润均稳步增长。从盈利能力指标来看, 大部分企业毛利率、净利率都有提升; 从利润率与净利率的对比看, 所得税率的下调也是推动零售业公司净利率提升的重要因素。

未来零售商出现分化的可能性大。

从行业内部来看, 超市类公司售卖的商品刚性需求稍强, 百货次之, 家电连锁类略逊。从公司发展来看, 具品牌优势、经营管理能力优良、资金实力雄厚的企业胜算更大; 近期食品安全风波也将使居民购物更加依赖有信誉保障的零售渠道。

投资建议:

维持行业有吸引力评级。

目前而言我们对行业仍保持谨慎乐观, 与强周期性行业相比, 零售业防御性表现会更强。与零售业公司 2008 年业绩增速在 30-40% 左右相比, 我们认为目前其估值也处于合理可投资区间, 因此维持前期零售业“有吸引力”评级。建议关注拥有全国或区域品牌优势、自身经营能力强、又有能力进行外延式扩张的稳定增长型公司: 百货类龙头王府井、区域强势百货商的代表银座股份; 超市类我们仍首选稳步扩张、业绩持续快速增长的武汉中百。

数据预测与估值:

零售业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			07A	08E	09E	07A	08E	09E		
王府井	600859.SS	26.14	0.68	1.10	1.40	38.58	23.76	18.67	4.32	跑赢大市
苏宁电器	002024.SZ	33.71	0.49	1.69	2.38	68.81	19.95	14.16	12.83	跑赢大市
武汉中百	000759.SZ	9.57	0.22	0.33	0.44	42.63	29.00	21.75	3.64	跑赢大市
银座股份	600858.SS	17.25	0.50	0.66	0.88	34.66	26.14	19.60	3.54	跑赢大市
重庆百货	600729.SS	18.34	0.49	0.83	1.04	37.13	22.10	17.63	4.85	跑赢大市
鄂武商 A	000501.SZ	5.92	0.20	0.33	0.44	30.19	17.94	13.45	2.72	跑赢大市
东百集团	600693.SS	10.21	0.23	0.41	0.57	45.38	24.90	17.91	5.29	跑赢大市
广州友谊	000987.SZ	14.75	0.53	0.76	0.91	27.72	19.41	16.21	5.18	跑赢大市

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目 录

一、经济增速减缓，消费能否独善其身？	3
1、国内消费增速连创新高，能否持续？	3
2、收入实际增速减缓施压消费增长	4
二、08年上半年零售企业增长态势良好	6
1、表现稳定，收入利润稳步增长	6
2、盈利指标有所改善	7
三、未来零售商出现分化的可能性较大	8
1、零售子业态防御性分化	8
2、经营分化，为优质企业胜出提供机会	8
四、08年前三季度零售指数略跑赢沪深 300 指数	10
五、维持行业“有吸引力”评级	12
1、维持前期的“有吸引力”评级	12
2、建议关注经营管理能力强，扩张能力强的公司	12

图

图 1 社会消费品零售总额增速连创新高	3
图 2 限额以上批发和零售业主要商品类别零售额同比增长（08年8月）	4
图 3 城镇居民人均可支配收入实际增长	5
图 4 农村居民人均现金收入实际增长	5
图 5 社会消费品零售总额增速与 GDP 增长历史对比图	5
图 6 零售业公司发展环境及路径	9
图 7 2008 年前三季零售指数与沪深 300 指数走势对比	11

表

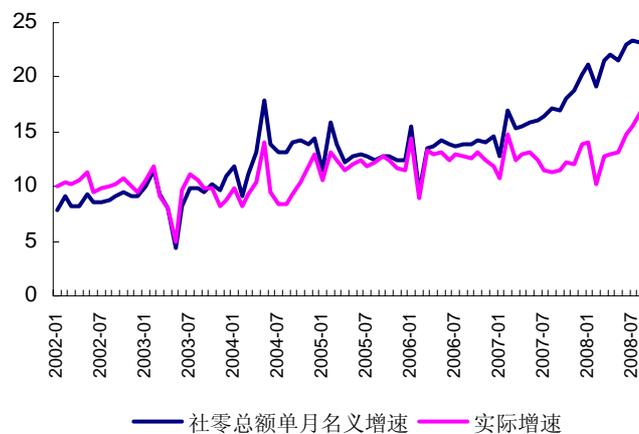
表 1 零售上市公司 2008 年上半年收入利润稳步增长	6
表 2 零售上市公司 2008 年上半年盈利指标有所改善	7
表 3 部分零售上市公司同店销售增长	9
表 4 零售上市公司相对估值比较	11

一、经济增速减缓，消费能否独善其身？

1、国内消费增速连创新高，能否持续？

今年1-8月，国内累计实现社会消费品零售总额68439亿元，同比增长21.9%；其中，8月份社会消费品零售总额8768亿元，同比增长23.2%，扣除物价因素后的实际增速再创新高。

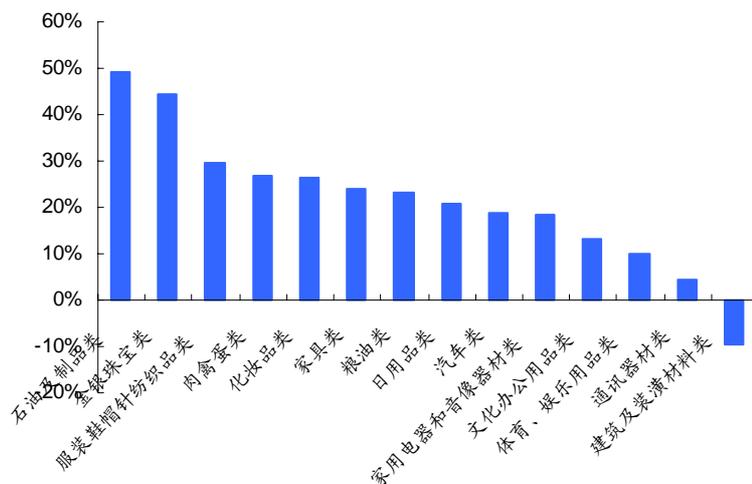
图1 社会消费品零售总额增速连创新高



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

分商品类别看，限额以上批发和零售业吃、穿、用商品类零售额8月份同比分别增长20.3%、27.6%和27.4%。从具体的商品类别零售额来看，粮油、肉禽蛋类由于价格涨幅回落其零售额增速也回落较快，但目前其增速仍在20%以上；服装鞋帽针纺织品类增速29.5%，比7月加快，总体看今年以来增幅变动不大，比较平稳；可能是受到房地产市场低迷的影响，家电、家具及建筑装饰材料类的零售额增速出现回落，尤其是建筑装饰材料类已出现负增长。

图 2 限额以上批发和零售业主要商品类别零售额同比增长（08年8月）



数据来源：国家统计局 上海证券研究所

受美国经济衰退、外需减缓以及国内紧缩性宏观政策效应显现的内外冲击影响，中国经济在持续高速增长之后，不可避免的将面对经济增速减缓的困境。与拉动经济的另外两架马车出口、投资相比，消费自 07 年以来一直保持增势，甚至在近期增速连创新高。

但消费增速能持续如此的态势吗？经济增速减缓情况下，消费真能独善其身吗？答案恐怕还是否定的。从推动消费的各种因素来看，物价维持高位、可支配收入增速减缓、股市房市下跌带来的财富缩水都给消费增长带来了不可忽视的压力。

2、收入实际增速减缓施压消费增长

上半年城镇居民人均可支配收入与农村居民人均现金收入分别同比增长 14.4% 和 19.8%，但扣除价格因素后，实际增长率分别为 6.3% 和 10.3%，均出现明显下降，说明通胀已经侵蚀到了居民的实际消费能力。尽管国内 CPI 指数已从高位回落，但物价仍将维持在高位，而同时居民可支配收入实际增长减缓，消费者需求恐受抑制。

图 3 城镇居民人均可支配收入实际增长

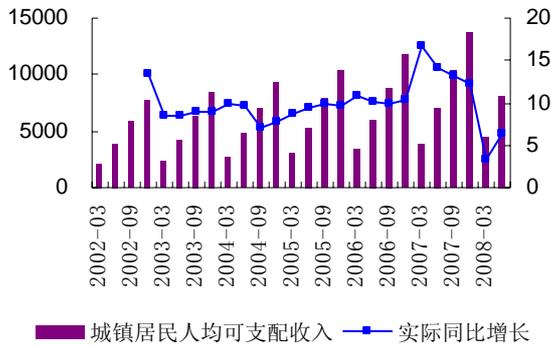
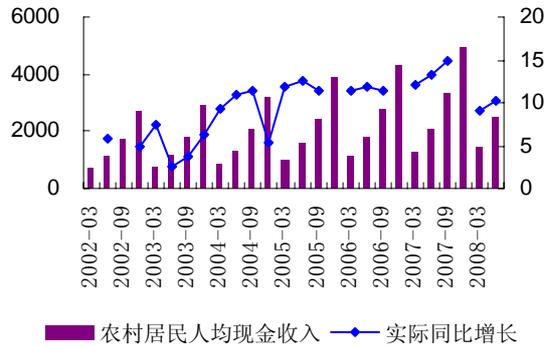


图 4 农村居民人均现金收入实际增长



数据来源: acmr, 上海证券研究所整理

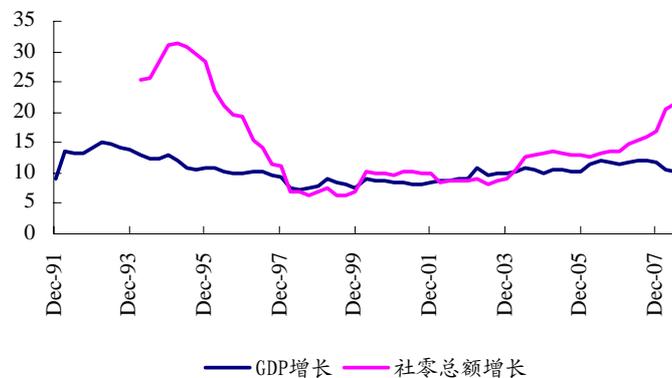
数据来源: acmr, 上海证券研究所整理

央行最新的调查也显示, 3 季度城镇居民当期收入满意指数为 15.3%, 分别比上季和去年同期下降 2 和 5.7 个百分点, 未来收入信心指数为 19.3%, 分别比上季和去年同期下降 1 和 4.5 个百分点, 双双降至 2006 年以来的最低水平。

我们认为, 收入增长仍是决定实际消费能力的重要因素。从当前情况看, 一方面宏观经济形势不乐观, 全国规模以上工业企业增加值增速明显回落, 微观企业效益下滑, 居民的工资收入必然会受其影响; 另一方面, 国内居民获取财富性收入的渠道少, 今年以来股市、房市下跌又带来负收益, 消费能力与消费意愿均受负面影响。

在经济增速减慢、收入增长预期下降的情况下, 消费应也难以独善其身, 增速会随之下降, 但不可质疑的是中国经济增长仍在继续, 消费后续仍然存在增长机会。

图 5 社会消费品零售总额增速与 GDP 增长历史对比图



数据来源: CEIC 上海证券研究所

二、08 年上半年零售企业增长态势良好

1、表现稳定，收入利润稳步增长

表 1 零售上市公司 2008 年上半年收入利润稳步增长

证券代码	简称	营业收入	营业成本	期间费用	利润总额	所得税	净利润	经营性 现金流
百货类								
000417.SZ	合肥百货	30.57%	29.13%	21.42%	35.21%	4.52%	26.15%	35.83%
000501.SZ	鄂武商 A	27.17%	26.55%	44.67%	12.66%	-25.88%	41.06%	-33.56%
000516.SZ	开元控股	7.30%	5.65%	9.24%	-5.41%	-1.15%	-13.81%	101.53%
000715.SZ	中兴商业	2.88%	2.72%	19.63%	-30.59%	-45.85%	-23.40%	-61.33%
000987.SZ	广州友谊	21.47%	21.89%	15.72%	29.15%	-2.81%	44.29%	2.40%
002187.SZ	广百股份	20.46%	23.11%	7.14%	21.51%	9.18%	26.86%	-76.92%
600280.SH	南京中商	20.23%	20.45%	21.45%	0.23%	-4.94%	-43.20%	-7.78%
600327.SH	大厦股份	20.93%	19.27%	29.17%	9.29%	-28.19%	35.49%	60.59%
600628.SH	新世界	37.20%	45.25%	20.89%	27.71%	17.88%	26.84%	-77.56%
600631.SH	百联股份	15.41%	13.30%	18.52%	6.41%	6.36%	15.62%	31.09%
600682.SH	南京新百	-1.40%	-4.47%	16.28%	7.81%	-35.33%	28.17%	-100.32%
600693.SH	东百集团	30.06%	27.57%	36.24%	46.15%	-54.81%	104.45%	205.50%
600694.SH	大商股份	30.58%	32.26%	38.32%	-17.47%	-26.06%	-13.10%	13.19%
600697.SH	欧亚集团	53.14%	52.94%	65.67%	37.83%	0.94%	48.80%	-26.53%
600729.SH	重庆百货	18.53%	17.52%	11.83%	80.43%	66.69%	83.23%	-28.85%
600828.SH	成商集团	-3.50%	-9.86%	-3.54%	44.08%	0.14%	74.31%	-37.91%
600858.SH	银座股份	48.07%	47.20%	79.31%	22.03%	-6.14%	36.17%	534.77%
600859.SH	王府井	20.48%	20.06%	12.77%	46.13%	17.53%	74.90%	26.27%
600814.SH	杭州解百	23.03%	24.23%	19.26%	26.26%	-3.33%	42.51%	311.35%
	合计	23.56%	23.39%	25.28%	14.39%	-9.03%	25.96%	-2.09%
	平均	22.24%	21.83%	25.47%	21.02%	-5.85%	32.39%	45.88%
超市类								
000759.SZ	武汉中百	24.49%	23.02%	28.01%	44.73%	29.76%	54.29%	-72.65%
600361.SH	华联综超	19.46%	19.20%	25.58%	-6.00%	-52.00%	19.22%	-78.28%
002251.SZ	步步高	33.51%	34.29%	25.11%	61.15%	113.96%	52.79%	-6.69%
002264.SZ	新华都	49.95%	48.92%	52.94%	-11.61%	6.06%	-16.98%	07H 为负， 增 4865 万
	合计	26.43%	25.88%	28.21%	19.36%	-2.54%	27.70%	-54.06%
	平均	31.85%	31.36%	32.91%	22.07%	24.45%	27.33%	-52.54%
家电连锁类								
002024.SZ	苏宁电器	37.57%	34.50%	61.23%	50.99%	9.27%	70.36%	-36.70%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2008 年上半年大部分零售业公司营业收入均有较快增长, 根据

我们所选取的主要零售业公司数据，百货类公司营业收入平均增长 22.24%；超市类公司由于两家新股步步高、新华都的收入增长较快，四家超市营业收入平均增长达到 31.85%；家电连锁类的苏宁电器上半年营业收入同比增长 37.57%。从实现归属于上市公司股东的净利润增长来看，百货类公司净利润平均增长 32.39%，19 家公司中 15 家实现增长，且 10 家公司同比增长在 35% 以上；以利润总额增速、缴纳所得税增速与净利润增速对比，可以看出所得税率下调对百货类公司的业绩增长贡献也较大。超市类公司中武汉中百与步步高的净利润增幅均在 50% 以上，华联综超的增长相较逊色，新华都则因投资收益的影响上半年业绩出现负增长。苏宁电器仍然延续快速增长态势，上半年净利润增长达到 70.36%。总体而言，我们认为上半年零售业公司的表现稳定，销售收入与利润均稳步增长。

与大部分公司净利增长相对应的，各公司经营性现金流状况则未表现出一致性。相对而言，百货类公司的经营性现金流增长较为稳定，我们所统计的 19 家公司中 10 家百货类公司经营性现金流出现正增长；超市类公司中武汉中百、华联综超、步步高的经营性现金流均出现了不同程度的负增长，前两家的下降幅度还十分明显；苏宁电器的经营性现金流在上半年也同比下降 36.7%。我们认为这可能与公司经营所面临的各项成本增长较快有关。

2、盈利指标有所改善

表 2 零售上市公司 2008 年上半年盈利指标有所改善

证券代码	简称	毛利率	同比提升	期间费用率	同比提升	利润率	同比提升	净利率	同比提升
百货类									
000417.SZ	合肥百货	15.80%	0.94%	10.79%	-0.81%	3.83%	0.13%	1.70%	-0.06%
000501.SZ	鄂武商 A	19.60%	0.39%	13.27%	1.61%	5.98%	-0.77%	2.25%	0.22%
000516.SZ	开元控股	16.10%	1.31%	10.80%	0.19%	4.51%	-0.61%	2.62%	-0.64%
000715.SZ	中兴商业	19.43%	0.13%	15.36%	2.15%	3.59%	-1.73%	2.69%	-0.92%
000987.SZ	广州友谊	24.61%	-0.26%	10.60%	-0.53%	13.34%	0.79%	10.02%	1.58%
002187.SZ	广百股份	22.34%	-1.67%	13.52%	-1.68%	7.73%	0.07%	5.61%	0.28%
600280.SH	南京中商	18.59%	-0.15%	15.70%	0.16%	1.89%	-0.38%	0.70%	-0.78%
600327.SH	大厦股份	14.53%	1.19%	8.63%	0.55%	5.51%	-0.59%	3.55%	0.38%
600628.SH	新世界	30.38%	-3.86%	19.20%	-2.59%	10.02%	-0.74%	7.29%	-0.60%
600631.SH	百联股份	27.50%	1.35%	19.55%	0.51%	7.15%	-0.60%	4.20%	0.01%
600682.SH	南京新百	25.63%	2.39%	18.00%	2.74%	9.97%	0.85%	8.06%	1.86%
600693.SH	东百集团	23.74%	1.49%	13.71%	0.62%	8.80%	0.97%	7.78%	2.83%
600694.SH	大商股份	19.07%	-1.03%	14.40%	0.81%	3.62%	-2.11%	2.34%	-1.18%
600697.SH	欧亚集团	14.43%	0.11%	9.24%	0.70%	4.57%	-0.51%	2.80%	-0.08%
600729.SH	重庆百货	15.74%	0.72%	11.29%	-0.68%	3.88%	1.33%	3.19%	1.13%

600828.SH	成商集团	23.13%	5.42%	14.68%	-0.01%	9.53%	3.15%	7.12%	3.18%
600858.SH	银座股份	18.41%	0.48%	12.87%	2.24%	5.60%	-1.20%	3.98%	-0.35%
600859.SH	王府井	19.38%	0.28%	12.84%	-0.88%	5.65%	0.99%	3.88%	1.21%
600814.SH	杭州解百	19.38%	-0.78%	10.94%	-0.35%	7.95%	0.20%	5.88%	0.80%
	合计	19.93%	0.11%	13.73%	0.19%	5.49%	-0.44%	3.58%	0.07%
	平均	20.41%	0.45%	13.44%	0.25%	6.48%	-0.04%	4.51%	0.47%
超市类									
000759.SZ	武汉中百	17.84%	0.98%	14.73%	0.41%	2.61%	0.37%	1.80%	0.35%
600361.SH	华联综超	20.00%	0.17%	16.41%	0.80%	2.84%	-0.77%	2.33%	0.00%
002251.SZ	步步高	19.01%	-0.47%	14.20%	-0.95%	4.56%	0.78%	3.70%	0.47%
002264.SZ	新华都	19.04%	0.56%	13.76%	0.27%	4.94%	-3.44%	3.82%	-3.08%
	合计	18.93%	0.35%	15.10%	0.21%	3.31%	-0.20%	2.57%	0.03%
	平均	18.97%	0.31%	14.78%	0.13%	3.74%	-0.77%	2.91%	-0.57%
家电连锁类									
002024.SZ	苏宁电器	15.82%	1.92%	9.52%	1.40%	5.81%	0.52%	4.25%	0.82%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

从盈利能力指标来看,大部分的零售企业毛利率都有提升,百货类公司平均毛利率达到 20.41%,同比提升 0.45 个百分点,超市类公司平均毛利率达 18.97%,同比提升 0.31 个百分点。百货类公司平均净利率为 4.51%,同比提升 0.47 个百分点;超市类公司除新华都外,华联综超与去年同期持平,武汉中百、步步高净利润率分别提升 0.35 和 0.47 个百分点。从利润率与净利率的对比看,所得税率的下调也是推动零售业公司净利率提升的重要因素。

三、未来零售商出现分化的可能性较大

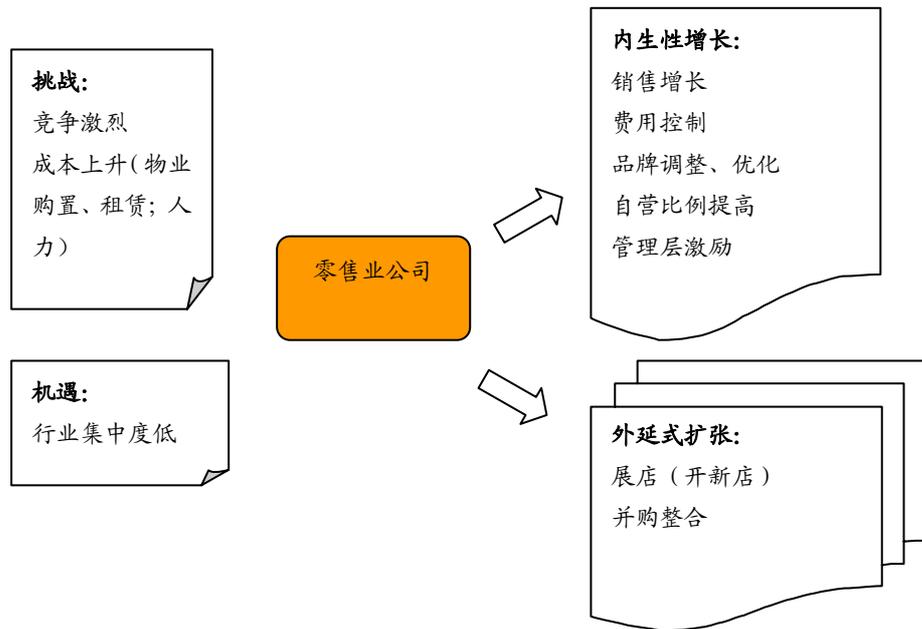
1、零售子业态防御性分化

从零售业内部来看,超市类公司售卖的商品如食品、日用品等刚性需求稍强;以销售时尚服饰、化妆品为主的百货防御性次之;而以主要销售家用电器等耐用消费品的家电连锁类防御性相对最为逊色,房地产市场的低迷对家电的销售负面作用也开始显现。

2、经营分化,为优质企业胜出提供机会

从公司发展来看,目前大部分商业企业均走连锁扩张的道路,内生性增长与外延式扩张成为近年来业绩快速增长的两种驱动力量。

图 6 零售业公司发展环境及路径



数据来源：上海证券研究所

而在经济、消费未来会遭遇困境的情况下，这两种方式可能都会遇到困难：

——内生性增长

消费能力释放不充分，内生性增长步伐将会放缓。

表 3 部分零售上市公司同店销售增长

同店销售增长	2006 年	2007 上半年	2007 年	2008 上半年
百货类				
百盛	17.10%	19.60%	18.40%	14.40%
金鹰	—	23.10%	25.80%	28%
银泰	—	—	17.20%	12.60%
超市类				
物美	8.56%	10.60%	10.20%	13.90%
联华	—	—	10.45%	13%
家电连锁类				
国美	—	0.60%	3.11%	0.49%
苏宁	—	16.90%	16.50%	0.02%

数据来源：各公司财务报告 上海证券研究所

从可获得的各家上市公司今年上半年的销售情况来看，百货类的公司中，金鹰的同店销售比去年同期高出 4.9 个百分点，另外两家百盛和银泰百货的同店销售增长比去年都有所下降，百盛比去年上半年

下降 5.2 个百分点，银泰比去年全年下降 4.6 个百分点；超市类的物美和联华同店销售增长则呈现提升的趋势，料与食品价格上半年涨幅较快关系较大；家电连锁类的同店销售数据表现不佳，尤其是苏宁电器今年上半年同店销售同比增长仅为 0.02%，大大低于去年同期 16.9% 的水平。

同店销售的增长需要销量增长或者是商品价格增长的推动，但这样的推动因素在未来经济增长放缓的情况下难以维系，单店的内生性增长放缓的可能性很大。

——外延式扩张

近年来，各品牌零售商都以连锁经营模式进行扩张，其所拥有的规模优势、对供应商的谈判优势、多网点的渠道优势等等均是单一门店所无法比拟的。但是经济、消费遭遇困境情况下，一方面外延式扩张对资金的需求较大，需要雄厚的资金实力支持，另一方面新开门店的培育期可能会延长。

因此我们判断：零售企业经营会出现分化，经营管理能力优良、资金实力雄厚的企业胜算更大。这些企业一方面可以利用其品牌优势集聚人气，利用成本控制能力保持或提高门店盈利水平；另一方面，利用其资金实力，在经济相对低迷的情况下，用相对低廉的价格获取或租赁物业拓展新的门店，以滚动式开发的方式获取持续盈利增长；或者是把握并购机会，以低价获取优质的门店资源。

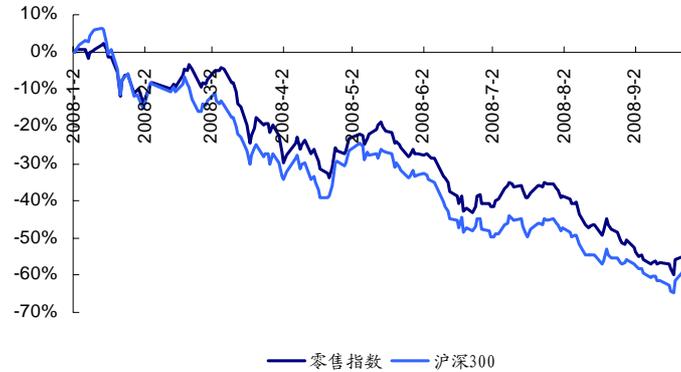
另外，近期三鹿事件所引发的风波，将使居民更加重视食品安全，消费购物也将更加依赖有信誉保证的零售渠道，这也为有品牌优势的零售商提供了更佳的发展机遇。

四、08 年前三季度零售指数略跑赢沪深 300 指数

今年前三季度，零售板块跟随大盘一路下行，截止 9 月 25 日，零售板块指数下跌 55.50%，略低于沪深 300 指数 58.71% 的跌幅。

受市场整体估值重心下移的影响，零售业上市公司的估值也从高位滑落，目前 A 股百货类公司 2008 年平均动态市盈率在 20 倍左右，大部分公司 08 年动态市盈率区间在 20-25 倍左右，与港股的百盛与金鹰基本相当；超市类公司的估值已反超百货类，步步高、武汉中百、新华都的 08 年动态市盈率均在 25 倍以上，大大高于港股超市类公司的估值水平，这也部分反映了国内市场在消费增长不确定情况下更为看重需求较为刚性的日常消费。

图 7 2008 年前三季零售指数与沪深 300 指数走势对比



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

表 4 零售上市公司相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS07A	EPS08E	EPS09E	07PE	08PE	09PE	PB
百货类									
000417.SZ	合肥百货	8.18	0.27	0.34	0.46	30.14	24.28	17.78	3.55
000501.SZ	鄂武商 A	5.92	0.20	0.40	0.52	30.19	14.80	11.29	2.72
000516.SZ	开元控股	6.20	0.53	0.62	0.74	11.59	9.99	8.37	1.62
000987.SZ	广州友谊	14.75	0.53	0.76	0.91	27.72	19.41	16.21	5.18
002187.SZ	广百股份	21.99	0.69	0.87	1.09	32.06	25.35	20.24	4.08
600280.SH	南京中商	8.87	0.30	0.52	0.89	29.65	17.08	10.01	1.90
600327.SH	大厦股份	8.39	0.26	0.43	0.57	32.56	19.65	14.71	3.76
600628.SH	新世界	8.59	0.29	0.37	0.47	29.84	23.07	18.25	2.78
600631.SH	百联股份	10.66	0.32	0.39	0.50	33.07	27.59	21.32	2.29
600682.SH	南京新百	6.90	0.17	0.34	0.44	40.23	20.29	15.68	2.54
600693.SH	东百集团	10.21	0.23	0.41	0.57	45.38	24.90	17.91	5.29
600694.SH	大商股份	18.87	1.03	1.74	1.90	18.26	10.87	9.93	1.78
600697.SH	欧亚集团	15.51	0.49	0.72	0.94	31.68	21.54	16.48	3.42
600729.SH	重庆百货	18.34	0.49	0.83	1.04	37.13	22.10	17.63	4.85
600828.SH	成商集团	11.35	0.36	0.61	0.92	31.83	18.74	12.33	7.14
600858.SH	银座股份	17.25	0.50	0.66	0.88	34.66	26.14	19.60	3.54
600859.SH	王府井	26.14	0.68	1.10	1.40	38.58	23.76	18.67	4.32
600814.SH	杭州解百	5.48	0.20	0.29	0.34	27.59	18.81	16.13	3.27
	均值					31.23	20.47	15.70	3.56
超市类									
000759.SZ	武汉中百	9.57	0.22	0.33	0.44	42.63	28.87	21.75	3.64
600361.SH	华联综超	9.08	0.42	0.53	0.68	21.79	17.29	13.27	2.52
002251.SZ	步步高	45.38	0.91	1.39	1.90	49.61	32.58	23.86	4.56
002264.SZ	新华都	16.51	0.68	0.62	0.85	24.17	26.65	19.38	8.80

均值		34.55	26.35	19.56	4.88				
家电连锁类									
002024.SZ	苏宁电器	33.71	0.98	1.69	2.38	34.40	19.95	14.16	12.83
港股百货类									
3368.HK	百盛集团	8.44	0.25	0.33	0.44	33.76	25.58	19.18	6.86
3308.HK	金鹰商贸	7.00	0.22	0.30	0.36	31.82	23.33	19.44	8.90
1833.HK	银泰百货	2.97	0.23	0.27	0.33	12.91	11.00	9.00	1.29
港股超市类									
8277.Hk	物美商业	6.31	0.26	0.33	0.42	24.27	19.12	15.02	3.41
0980.HK	联华超市	10.96	0.44	0.55	0.64	24.91	19.93	17.13	2.85

数据来源: Wind 资讯 Bloomberg 上海证券研究所

五、维持行业“有吸引力”评级

1、维持前期的“有吸引力”评级

四季度,即从十一长假前后开始,零售企业将迎来旺季,接下来的黄金周销售数据、以及零售企业三季度季报可能能够给予我们更多的信息,目前而言我们对行业仍保持谨慎乐观,与强周期性行业相比,零售业景气度下滑程度会相对较小,防御性表现会更强。与零售业公司2008年业绩增速在30-40%左右相比,我们认为目前其估值也处于合理可投资区间,因此维持前期零售业“有吸引力”评级。

2、建议关注经营管理能力强,扩张能力强的公司

在宏观经济增速减缓,消费难以独善其身的情况下,我们建议关注拥有全国或区域品牌优势、自身经营能力强、又有能力进行外延式扩张的稳定增长型公司:百货类龙头王府井、区域强势百货商的代表银座股份;超市类我们仍首选稳步扩张、业绩持续快速增长的武汉中百,而对于中小板的步步高,公司明确定位于中小城市的超市连锁企业,具有湖南、江西两省中小城市的网络优势以及民营企业的机制优势,目前估值略高,但仍可保持关注。

王府井(600859):公司作为国内百货业龙头,品牌认知度高,百货店管理经验丰富,异地扩张能力突出,并致力于品牌建设和创新,由于公司发展连锁百货起步早,在门店的地理位置选择上具有先发优势;公司优异的异地扩张及管理能力的也体现在业绩的强劲增长上。目前维持公司投资评级为“跑赢大市”。

银座股份 (600858): 公司主要经营的业态为中高档百货以及大型综合超市, 主要在山东省区域内进行门店扩张, 致力于形成一城多店、错位经营、协同发展的格局。我们认为, 公司本身在零售领域管理能力优异, 且大股东山东商业集团能够为公司提供的支持力量强大, 我们看好公司的发展前景, 维持银座股份的投资评级为跑赢大市。

武汉中百 (000759): 公司是优秀的区域超市业龙头, 扩张及经营管理能力优良; 中百仓储的网点选择目前主要集中在湖北省内, 并坚持区域深耕, 深入到省内二三级城市; 湖北省 72 个二三级城市给予公司广阔的拓展空间, 未来三年内将着重于湖北省内的发展; 中部经济的崛起也为公司的未来发展创造了良好的外部环境。维持其跑赢大市评级, 可长期持有分享其增长。

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。