

**CICC****中国国际金融有限公司**CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2008年12月16日

零售业

中金公司研究部

分析师：郭海燕 guohy@cicc.com.cn

钱炳 qianbing@cicc.com.cn

(8610)6505 1166

需求增速下行趋势中的投资机会

——零售业 2009 年策略报告

投资要点：

- ◆ **建议“超配”零售板块，重点关注盈利增速能够超出行业平均的公司。**虽然零售市场增长将随消费增速下滑而放缓，但拉动内需仍是国家政策扶持的主要方向之一。根据中金公司自上而下的盈利预测，2009 年上市公司整体净利润将下降 15%以上，而零售板块整体仍有望获得一定的业绩增长，防御性投资价值将得以体现。2009 年 1 季度，能够实现高基数下高增长的公司有望脱颖而出，先于板块反弹，投资者届时可适当逢低吸纳。**这些公司的基本面特征是：经济增速较快区域的市场龙头或在这些区域有较多布点的全国性零售商；内生增长有望保持、外生扩张行之有效；或能够在竞争中实现市场份额的扩大。**
- ◆ **2009 年消费增速将明显放缓至 9%左右，优质零售商平均内生增长在 5%左右、弱势公司会出现负内生增长的情况。**根据中金宏观组对消费总体增速的判断：2009 年最终消费支出实际同比增长 9.1%，较 2008 年 10.1%的水平出现明显放缓。对于零售商内生增长，由于个体门店销售往往取决周边居民的支付能力，我们采用城镇居民“人均”名义消费支出增速作为估计的基础，预计优质零售商 2009 年的内生增长可达到 5%左右（在所在商圈保持住市场份额），但是由于有新门店的开出和市场竞争的存在，弱势公司内生增速将明显低于该水平，甚至出现负增长。
- ◆ **经济发展较快区域消费增长有望得到一定保障，中部、西部、东北地区主要城市的表现好于沿海，北方好于南方。**一线城市（北京、上海、广州、深圳）08 年 1-3 季度经济增速已较 07 全年出现了明显的放缓，消费增长表现也逊色于全国平均水平，体现出发达城市和地区对经济下行的敏感性。二线城市（如合肥、西安、沈阳和武汉等）部分指标增速虽然有所放缓，但整体而言仍然保持了较高增长水平，体现出相对防御性。
- ◆ **超市普遍更具防御性，但受益于商品结构的易调整性和商圈优势，优秀百货零售商有望获得好于超市公司的内生增速；受益于国美部分市场份额的转移，苏宁内生增长有望维稳。**从我国和美国历史情况来看，医药、食品和服装销售增长较为稳定，但汽车和家电等耐用消费品波动性很大。我们认为，如果不出现较为严重的通缩情况，超市类公司普遍不会出现负的内生增长，但由于食品价格下降，其内生增速将在 3-4%左右，低于优势百货公司 4-5%的增速；弱势百货公司会出现明显的负内生增长。由于所售商品的消费增速慢于食品和服装，家电行业平均内生增长将是负数，但受益于国美不利事件影响，苏宁有望扩大市场份额，因此内生增速有望持平或略有增长。
- ◆ **部分公司外生性扩张带来的业绩拉动能够在一定程度上弥补内生增速的放缓，仍有望获得良好的净利润增长。**我们预计目前覆盖的公司中，**2009 年净利润增速在 30%以上的公司有合肥百货(+30.4%)、百盛(+30.2%)和华联股份(+77.6%，低基数效应)，20%以上的有大商股份(+20.7%)、华联综超(+20.5%)、农产品(+28.7%，批发市场主业经营性净利润)、香港新世界(+20.5%)和京客隆(+26.2%)，低于 20%的有广州友谊(+16.1%)、天音控股(+4.2%)、国美电器(+4.1%)、利福国际(+4.7%)和莎莎(+2.8%)。**
- ◆ **个股选择方面，我们认为以下公司值得关注：**
 - 1) **百货公司：**经济增速较快区域市场中的龙头，我们首推**合肥百货**（百货有较大利润率提升空间，超市网络也具备优势），此外**大商股份、欧亚集团和银座股份**等也值得关注；在二三线城市覆盖较广泛，具备跨区域发展能力和全国性品牌的零售商，我们首推**百盛集团**；**香港新世界**也是一家不错的连锁百货企业，值得关注，但其定位相对高档，潜在并购项目不及百盛储备丰富。
 - 2) **超市公司：****华联综超、京客隆、联华超市、武汉中百、步步高**。其中，**华联综超**目前扩张较快，短期业绩恐难有较好表现，但为其长期发展奠定了基础；**京客隆**估值低、业绩增长有保障，可重点关注。此外，现在部分城市开始发放消费券，主要用于超市购物，我们认为这将有损于国有超市类公司。
 - 3) **家电公司：**国美的不利事件使得**苏宁电器**获得了相对宽松的发展环境，而国美部分客流量转移也有望使其获得一定程度的市场份额扩大。公允而言，其总体业绩表现有望好于家电产业链上其它公司和部分零售企业，可在低位适当关注。

目录

2009 年消费增速将放缓，部分区域仍有望保持较好增长	4
消费增速将进一步放缓.....	4
城镇居民人均名义消费支出增速可作为优质零售商内生增长参考.....	6
高基数效应使零售类公司 2009 上半年业绩增长形成压力.....	8
不同区域消费增速差异较大，关注局部经济增速较快市场对零售商业绩的拉动.....	9
零售业盈利驱动因素分析：内生增长和外部扩张	10
消费增速放缓下的各行业防御性比较.....	10
百货行业：内生增长将出现明显分化.....	11
超市业：食品价格下降对内生增长有压力.....	13
家电零售业：行业平均内生增长为负，国美部分客流量向苏宁转移.....	15
各子业态、各公司内生增长、外部扩张假设及盈利预测对比.....	17
投资建议	18
零售板块总体估值已到历史低点.....	18
关注盈利增长的确定性，选择各板块的龙头公司.....	19

插图

图 1: 社会消费品零售总额月份增速表现	4
图 2: 百家大商场销售总额月份增速表现	5
图 3: 消费者信心指数变化趋势	5
图 4: 城镇居民人均可支配收入和消费支出的实际增速、名义增速表现	7
图 5: 城市 vs. 农村: 社会消费品零售总额, 及服装、食品、家电消费占比	8
图 6: 零售板块季度净利润变化趋势	8
图 7: 各类主要商品销售实际同比增速变化趋势	10
图 8: 美国低经济增速、高通胀时期各类商品的销售表现	11
图 9: 合肥百货、广州友谊和百盛内生增长变化趋势	12
图 10: 上海新世界、中兴商业和西单商场主力门店销售收入增长率变化趋势	12
图 11: 我国主要百货零售商门店分布	13
图 12: 2007 年我国城镇居民人均全年消费支出构成: 食品、日用品占据最广阔的市场 ..	14
图 13: 食品价格及主要超市零售商内生增长变化趋势	14
图 14: 我国主要超市零售商门店网络分布	15
图 15: 我国家电零售商门店分布 (国美只包括上市公司, 非上市部分还有 321 家)	16
图 16: A 股-零售行业历史市盈率市净率区间	18
图 17: 港股-中国零售商历史市盈率市净率区间	18

表格

表 1: 消费品零售总额和主要消费类别月度名义增长情况	4
表 2: 十一月主要零售商销售增长情况	6
表 3: 中金公司宏观研究: 对最终消费支出增速的预测	6
表 4: 区域重点城市主要经济指标及代表上市公司	9
表 5: 主要零售类公司盈利预测假设和对比	17
表 6: 可比公司估值表(加深公司盈利预测来自中金公司, 其余来自市场平均预测)	20
表 7: 股价表现回顾	21

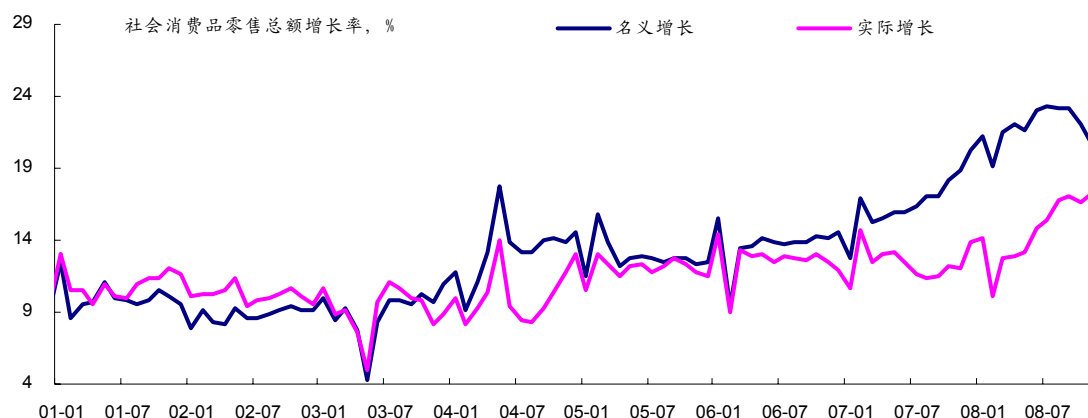
2009 年消费增速将放缓，部分区域仍有望保持较好增长

消费增速将进一步放缓

2008 年 10 月各类商品销售增速近 9 个月来出现首次明显放缓，11 月份趋势延续。从公布的 10 月、11 月份销售数据来看，限额以上零售业¹食品、服装、家电、金银珠宝、家具、汽车等主要商品消费类别的增速均明显慢于今年 1-3 季度。服装、家电等类别 11 月份增速较 10 月份有所反弹的主要原因只是结构性的：今年 10 月份较去年同期少两天黄金周节假日，因此增速放缓趋势被相应放大。

事实上，我们认为过去几个月社会消费品零售总额整体强劲增长有一定误导性，实际私人消费已经明显放缓：统计局的家庭调查显示，城镇人均消费支出 3 季度仅实际增长 6.1%，比去年同期显著放缓。从表 1 的数据也可以看到：衣、食、住等消费增速回落趋势已较为明显，而社会消费品零售总额的增长拉动主要来自石油及制品类增长（占比 20%），若剔除该因素影响，今年以来零售增速已明显下滑。

图 1：社会消费品零售总额月份增速表现



资料来源：CEIC，中金公司研究部

表 1：消费品零售总额和主要消费类别月度名义增长情况

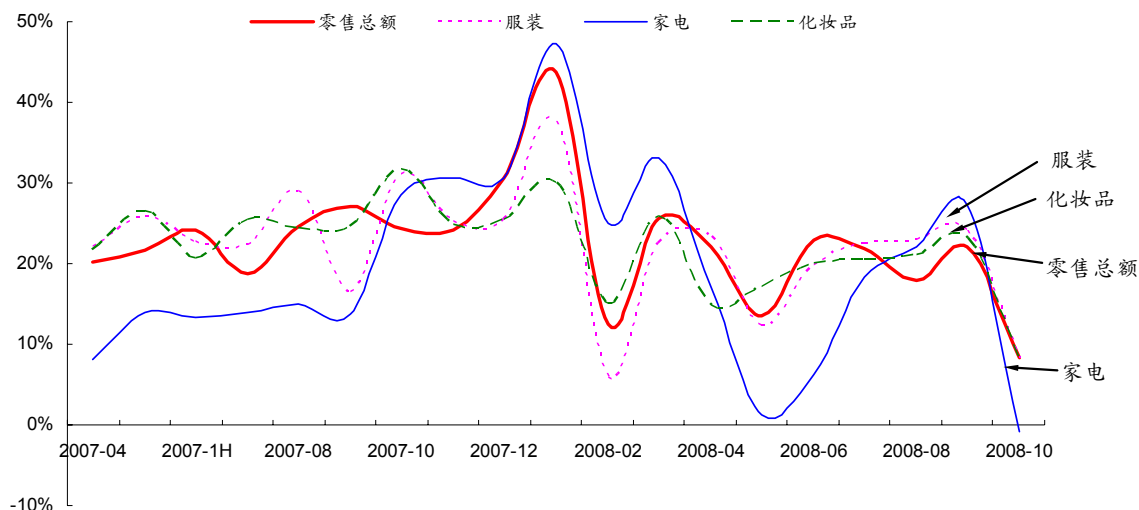
同比增长, %	01-02-2008	03-2008	04-2008	05-2008	06-2008	07-2008	08-2008	09-2008	1-3Q2008	10-2008	11-2008
社会消费品零售总额	20.2	21.5	22.0	21.6	23.0	23.3	23.2	23.2	22.0	22.0	20.8
粮油类	41.2	31.9	36.3	27.6	20.5	18.3	23.1	20.2	28.6	10.2	5.9
肉禽蛋类	31.5	28.8	30.8	25.4	22.8	18.4	26.7	14.3	25.6	13.2	13.9
服装类	24.0	24.9	29.7	21.6	28.9	26.8	29.5	29.3	26.5	20.3	25.4
家用电器和音像器材类	18.8	29.9	27.2	10.6	9.5	18.8	18.6	30.4	19.6	0.8	7.5
金银珠宝类	46.8	48.9	41.0	29.4	49.9	43.6	44.3	34.6	42.9	30.6	31.1
家具类	25.9	48.1	37.3	37.1	21.0	19.6	24.2	14.8	28.0	12.8	15.7
汽车类	33.8	43.7	25.7	32.0	32.4	27.8	19.0	16.8	29.1	19.6	7.7
石油及制品类增长	40.3	46.9	45.4	42.5	50.2	55.2	49.4	45.5	46.4	39.7	21.2

资料来源：CEIC，中金公司研究部。注：分类商品销售增长为限额以上批发和零售业数据

¹指年末从业人员 60 人及以上，主营业务收入 500 万元及以上零售企业。

全国百家商场 10 月份销售下降明显，销售压力凸显。据中华全国商业信息中心公布的销售统计显示，今年 10 月份全国百家重点大型零售企业总体零售额为 232 亿元，仅同比增长 8.2% (9 月：22%)，增幅比去年同期下滑了 17.4 个百分点。其中，服装、化妆品分别同比增长 8.39% 和 8.14%，家用电器类销售则同比下降了 0.87%，销售增速大幅放缓态势不容忽视。

图 2：百家大商场销售总额月份增速表现

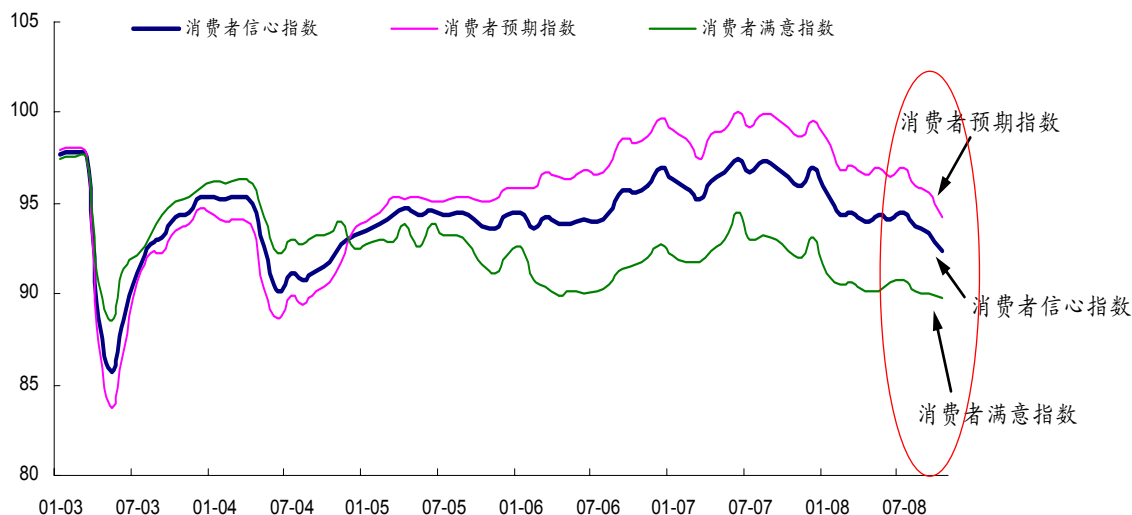


资料来源：中华商业信息网、中金公司研究部。

消费者信心指数持续下行，消费市场状况不容乐观。我国 10 月份消费者信心指数仅为 92.4，比 9 月份降低了 1.0，已到达 2004 年消费市场疲软时的水平。可以说，我国消费者的信心和购买意愿一定程度上已经进入了萧条阶段。

消费者信心指数是综合反映并量化消费者对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的指标，一定程度上预示着经济走势和消费趋向的变化。年初以来该指标的不断下挫直接体现了消费者消费意愿的下降，由此导致消费市场发展状况将不容乐观。

图 3：消费者信心指数变化趋势



资料来源：国家统计局，中金公司研究部。

受宏观经济增速放缓以及消费者购物意愿下降的影响,我们认为今后一段时间各类商品消费增速仍有进一步放缓趋势,这将使得零售商面临更大的考验。

我们近期的市场调研也显示:零售商均已经把往年 12 月才开始的打折促销活动提前至 11 月,而且为了提升销售及减轻库存压力,促销力度普遍大于往年。尽管这种活动在一定程度上可能拉动短期销售表现,但是不具备可持续性,而其背后所体现的消费需求增速放缓以及相关厂商、零售商的销售压力不容忽视。从主要零售商 11 月销售情况来看:

- 百货类公司中合肥百货和百盛集团继 10 月份以后内生增长依然维持在 10%左右;广州友谊受益于 VIP 促销,11 月销售获得了明显提升达到 20%以上;但是其它公司内生增长情况仍然不是很理想;
- 超市类公司内生增长受食品价格持续下跌影响已回落至 4%-6%的水平;华联综超由于 10 月份新推出了店长激励制度及加大促销放缓趋势好于可比公司;
- 家电零售公司受需求增速的放缓内生增长同比下降。

表 2: 十一月主要零售商销售增长情况

子行业	代码	公司	十一月份销售同比增长	内生增长
百货	000417	合肥百货	15%左右	10%左右
	000987	广州友谊	20%以上,11月29日VIP促销带来7800多万元销售	20%以上,VIP促销影响
	600694	大商股份	10%左右	5%左右
	600693	东百集团	5%左右	东百商场4%左右
	3368.HK	百盛集团	16%左右	12%-13%
	825.HK	新世界(人民币计)	10%左右(存在武汉店并表效应)	4%-5%
	1212.HK	利福国际	6.0%	4%-5%
	178.HK	莎莎国际	10.0%	5%左右
超市	600361	华联综超	18%左右	9%左右(10月份推行新店长激励制度,加大促销)
	000759	武汉中百	21%左右	5%-6%
	814.HK	京客隆	零售业务 14%	4%-5%
	980.HK	联华超市	高单位数增长	5%左右
家电	493.HK	国美电器	持平/略有增长	同比下降

资料来源: CEIC, 中金公司研究部估计

城镇居民人均名义消费支出增速可作为优质零售商内生增长参考

根据中金公司宏观组的预测,在考虑相关政策拉动的情况下,2009 年最终消费支出实际同比增长率为 9.1%,相对 2008 年 10.1%的水平将出现明显的放缓,其中城镇居民和农村居民消费支出实际增长率(考虑政策)均将分别比 2008 年下降 1.8 个百分点。

表 3: 中金公司宏观研究: 对最终消费支出增速的预测

实际同比增速 % (除非额外注明)	2006	2007	2008F	2009F (不考虑政策)	2009F (考虑政策)*
GDP	11.6	11.9	8.6	5.7	7.3~8.0
最终消费支出	10.4	10.9	10.1	7.9	9.1
城镇居民	11.5	11.6	8.6	6.3	6.8
农村居民	7.2	8.2	9	6.8	7.2
政府	10.5	11.4	13	11	13.5

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

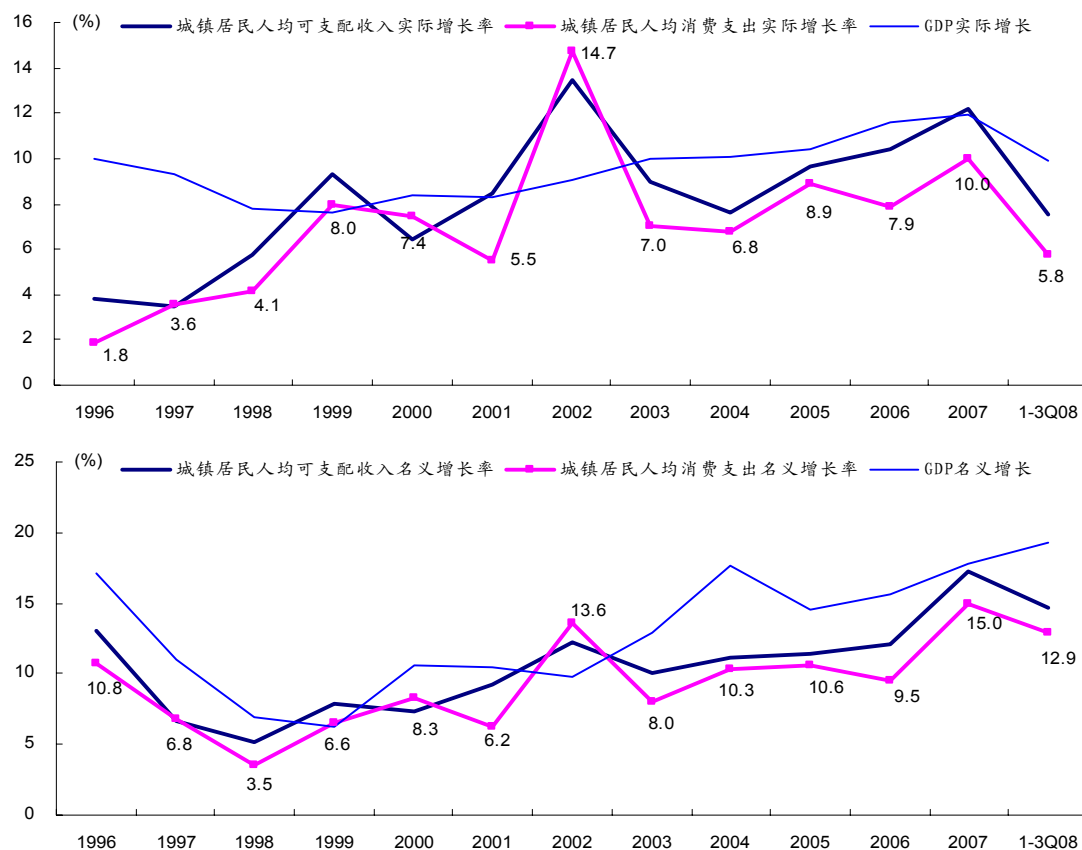
消费增速的放缓将会直接影响零售商的内生增长表现，我们认为个体门店的销售增速往往取决周边居民的支付能力，因此可以用**城镇居民人均名义消费支出增速**这一指标作为衡量零售商内生增长的依据。

我们预计，2009 年城镇居民：

- 人均消费支出实际增速为 6.2%。
- CPI 为 -1%左右（通缩），因此预计城镇居民人均名义消费支出增速为 5%左右。
- 人均消费支出增速低于最终消费支出的主要原因是：人均支出不体现城市化等促进总体消费增长的外生性因素拉动。

基于以上的判断，我们预计**优质零售商 09 年内生增长（老门店的销售增速）将在 5%左右**；但是部分竞争力薄弱、经营家电等耐用消费品、高档定位或地处一线城市的零售公司将面临更加严峻的内生增速压力，部分公司将出现负增长：历史上，在城镇居民人均名义消费支出增长率相对低点的 2001 年（+6.2%）就有较多公司出现了同店销售的下降，我们将在第二章中进行相关论述。

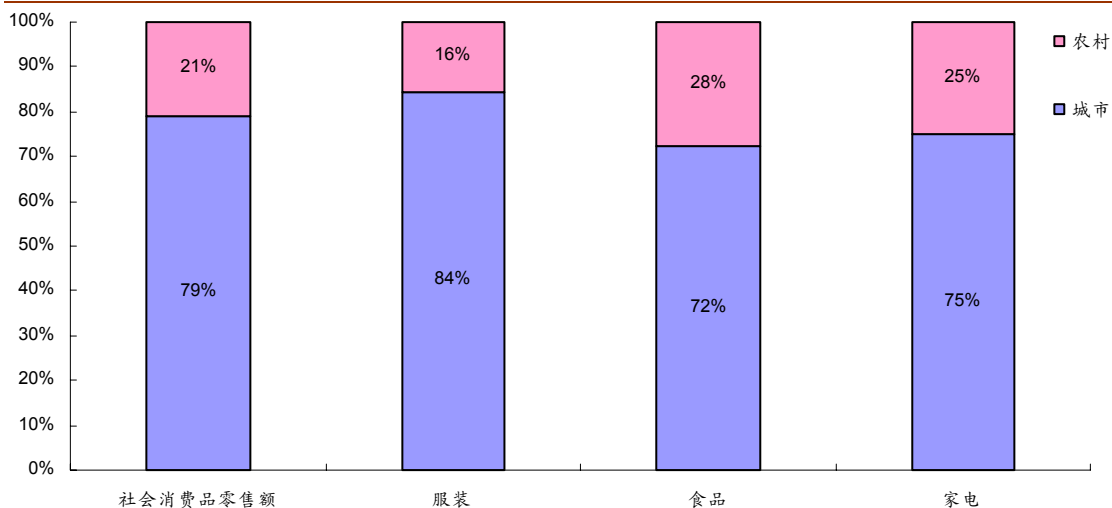
图 4：城镇居民人均可支配收入和消费支出的实际增速、名义增速表现



资料来源：CEIC，中金公司研究部。

农民收入提升难以在短期形成对整体消费的显著拉动。目前来看，农村市场占社会消费品零售总额、服装、食品、家电等消费的比例均明显偏低，因此农民收入的提升在短期内还难以成为拉动整体消费增长的重要力量。

图 5: 城市 vs. 农村: 社会消费品零售总额, 及服装、食品、家电消费占比



资料来源: CEIC, 国家统计局, 中金公司研究部。

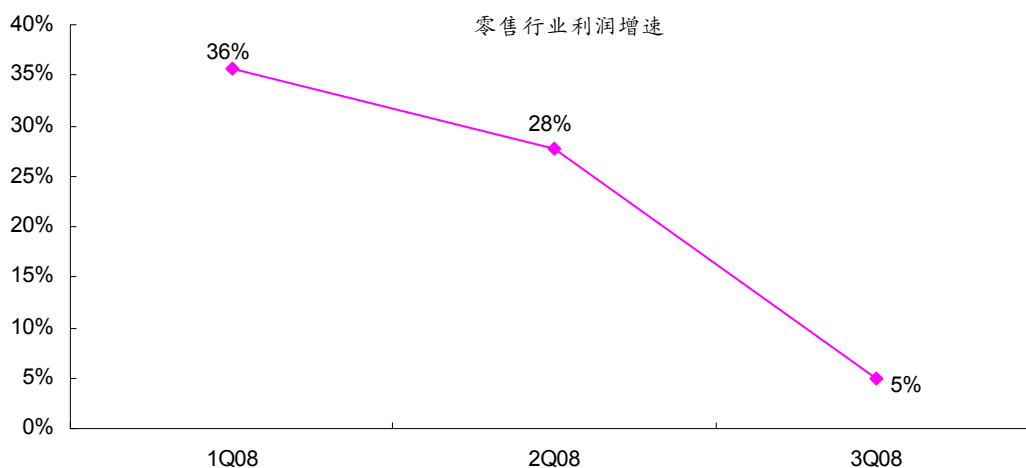
高基数效应使零售类公司 2009 上半年业绩增长形成压力

由于宏观经济和居民收入增速变化对零售商的影响主要从 08 下半年开始显现, 因此零售类各公司在 08 年上半年达到盈利增速的高峰, 形成了高基数, 例如零售板块 08 年 1、2 季度的净利润增速分别为 36% 和 28%, 而 3 季度则大幅下滑至 5%。

我们认为, 2009 年上半年将是一个分水岭, 上市公司业绩会出现两极分化, 能够在 09 年上半年实现较快业绩增长的公司有望脱颖而出, 具备稀缺性。

此外, 由于高基数效应的消失, 2009 年下半年零售板块业绩增速有望好于上半年, 可能会带来新的投资机会。

图 6: 零售板块季度净利润变化趋势



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部。

不同区域消费增速差异较大，关注局部经济增速较快市场对零售商业绩的拉动

我们对全国各区域重点城市 08 年 1-3 季度经济(GDP)、城乡居民收入和消费品零售总额增长指标进行了汇总和分析（表 4），整体来看：

- 一线城市（北京、上海、广州、深圳）经济增速较 07 全年出现了明显的放缓，其余各项指标表现也逊色于全国平均水平，体现出发达城市和地区对经济下行的敏感性。
- 二线城市部分指标增速虽然有所放缓，但整体而言仍然保持了较高增长水平，体现出相对防御性。
- 中部、西部、东北地区主要城市的表现好于沿海，北方好于南方。

具体来看，主要城市和区域中：

- 各项指标均快于全国平均水平的有：合肥、西安、沈阳和武汉（中西部及东北区域），其中合肥和西安各项指标增速均处于省会城市前列；
- 各项指标处于中等水平的有：大连、哈尔滨、长春、济南、长沙、重庆、南昌等（中西部及东北区域）；
- 各项指标处于偏低水平的有：北京、上海、广州、深圳、杭州、成都等（一线城市及沿海区域）。

作为消费先行指标的经济和居民收入增长在一定程度上可以影射出当地消费市场今后的变化趋势，不同区域增速的分化将会导致零售商业绩的差异性：一线城市和沿海较发达地区受经济增速下滑影响较大，主力零售商将会面临更大的业绩增长压力。中西部、东北地区零售商的业绩增速也会放缓，但有望好于市场平均水平。

例如：10 月份，百盛在上海门店销售增长 7-8%，而在乌鲁木齐的门店获得了 60%的内生增长，在贵阳、鞍山、郑州等地的门店获得了 20%以上的内生增长，这些中西部、二三线城市门店的快速增长是其平均内生增长能够处于 10%以上的主要拉动力量，这也在一定程度上也印证了我们以上的判断。

表 4：区域重点城市主要经济指标及代表上市公司

主要城市和区域		常住人口	GDP		城镇居民人均可支配收入		农民人均现金收入		社会消费品零售总额		主要上市零售商
		(07, 百万)	2007 YoY	1-3Q08 YoY	2007 YoY	1-3Q08 YoY	2007 YoY	1-3Q08 YoY	2007 YoY	1-3Q08 YoY	
一线城市	北京	16	12.3	9.1	13.9	12.2	10.9	13.1	16.0	20.9	京客隆、物美、西单商场
	上海	19	13.3	10.1	14.3	13.6	11.0	11.0	14.5	17.4	百联集团、新世界、联华超市
	广州	10	14.5	12.1	13.2	12.3	10.4	14.1	18.9	20.6	广州友谊、广百股份
	深圳	9	14.7	11.5	10.2	-	-	-	14.6	18.6	茂业国际
沿海地区	济南	6	15.7	14.0	17.4	15.5	15.0	19.1	17.4	23.6	银座股份
	南京	6	15.6	13.0	15.8	14.1	13.8	16.5	18.3	21.9	金鹰集团
	杭州	7	14.6	11.6	14.0	10.6	12.1	14.9	16.5	20.7	银泰百货、百大集团、杭州解百
	福州	6	15.1	13.3	17.1	14.5	12.4	15.2	21.3	21.0	东百集团
	厦门	2	16.1	13.5	16.2	12.7	11.2	11.3	15.0	16.7	新华都
东北地区	沈阳	7	17.7	16.1	25.4	18.4	23.9	22.4	17.5	22.4	
	大连	6	17.5	16.4	13.2	17.4	19.8	-	17.2	20.5	大商股份、中兴商业（沈阳）
	哈尔滨	10	13.5	13.7	13.7	14.3	15.1	23.2	15.8	21.1	
	长春	7	17.7	16.7	12.8	16.8	6.7	-	16.8	20.0	欧亚集团
中西部	合肥	5	18.1	17.5	21.9	19.3	21.6	27.3	22.0	25.1	合肥百货
	武汉	8	15.6	15.8	16.2	15.9	13.1	22.3	17.4	22.7	武汉中百、鄂武商
	长沙	6	16.0	15.0	16.0	13.6	17.0	23.2	19.8	23.6	步步高（湘潭）
	重庆	28	15.6	15.3	18.5	14.3	22.0	20.9	18.4	24.6	重庆百货
	成都	11	15.3	12.2	16.1	15.6	13.5	12.1	17.5	19.9	成商集团
	西安	8	14.6	16.2	16.1	21.5	15.5	25.4	18.7	25.9	西安民生
	南昌	5	15.5	15.0	17.9	13.7	14.6	19.1	19.1	23.5	-
全国		-	11.4	9.9	17.2	14.7	15.4	19.6	17.2	22.0	百盛、香港新世界、王府井、华联综超、国美、苏宁

资料来源：CEIC、中金公司研究部

零售业盈利驱动因素分析: 内生增长和外部扩张

消费增速放缓下的各行业防御性比较

由于 09 年消费增速将明显放缓, 哪些消费类别具备较好防御性是市场关注的重点。从我国和美国历史情况来看, 医药、食品和服装能够保持较好防御性, 但汽车和家电等耐用消费品波动性很大。

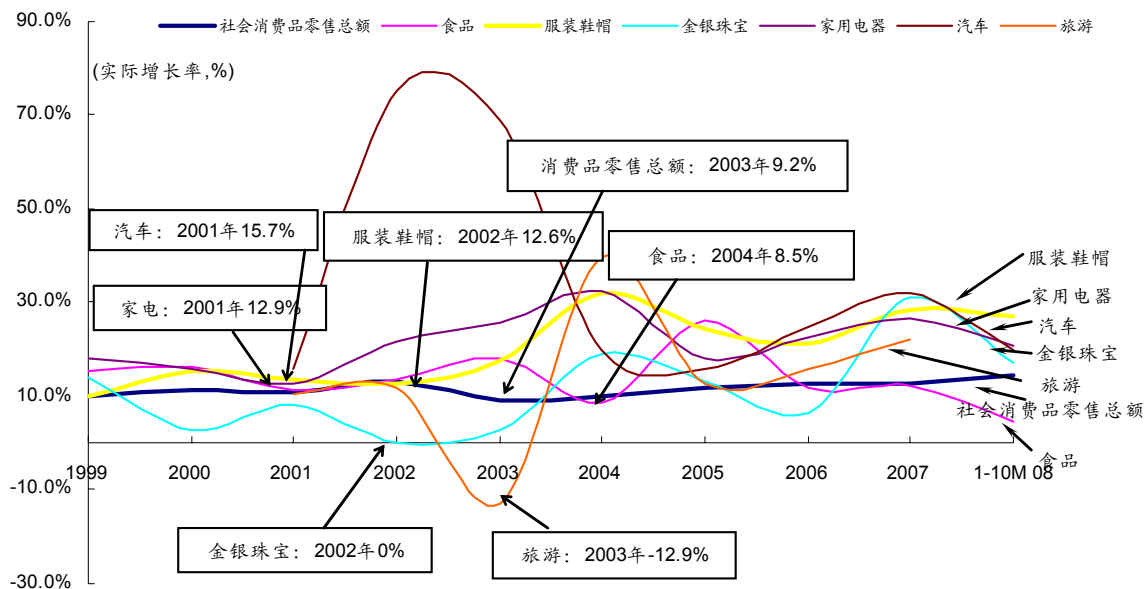
从图 7 我国各类主要商品实际销售增速变化中可以看到:

- 历史上食品和服装销售增长表现相对平稳; 而汽车和家电等耐用消费品受其行业自身的发展周期和消费普及速度影响销售增长速度较快, 但是各年份之间波动较大; 而代表高档消费的金银珠宝消费实际增速较慢且对宏观经济变化的敏感性较大。
- 从年初至今的销售增长表现来看, 服装鞋帽增长尽管也有明显回落, 但是增长趋势仍明显好于家电、汽车、金银珠宝等消费类别, 体现出了在经济下行中相对的防御性; 食品实际增长也出现了放缓, 我们认为这是由于食品价格的高涨造成了其量-价的明显替代效应。

美国的情况也印证了我们的以上分析, 以 1990 年第三次石油危机为例, 各类需求的名义和实际增速排序均为: 医药、食品和服装 (基本一致)、家电、汽车。

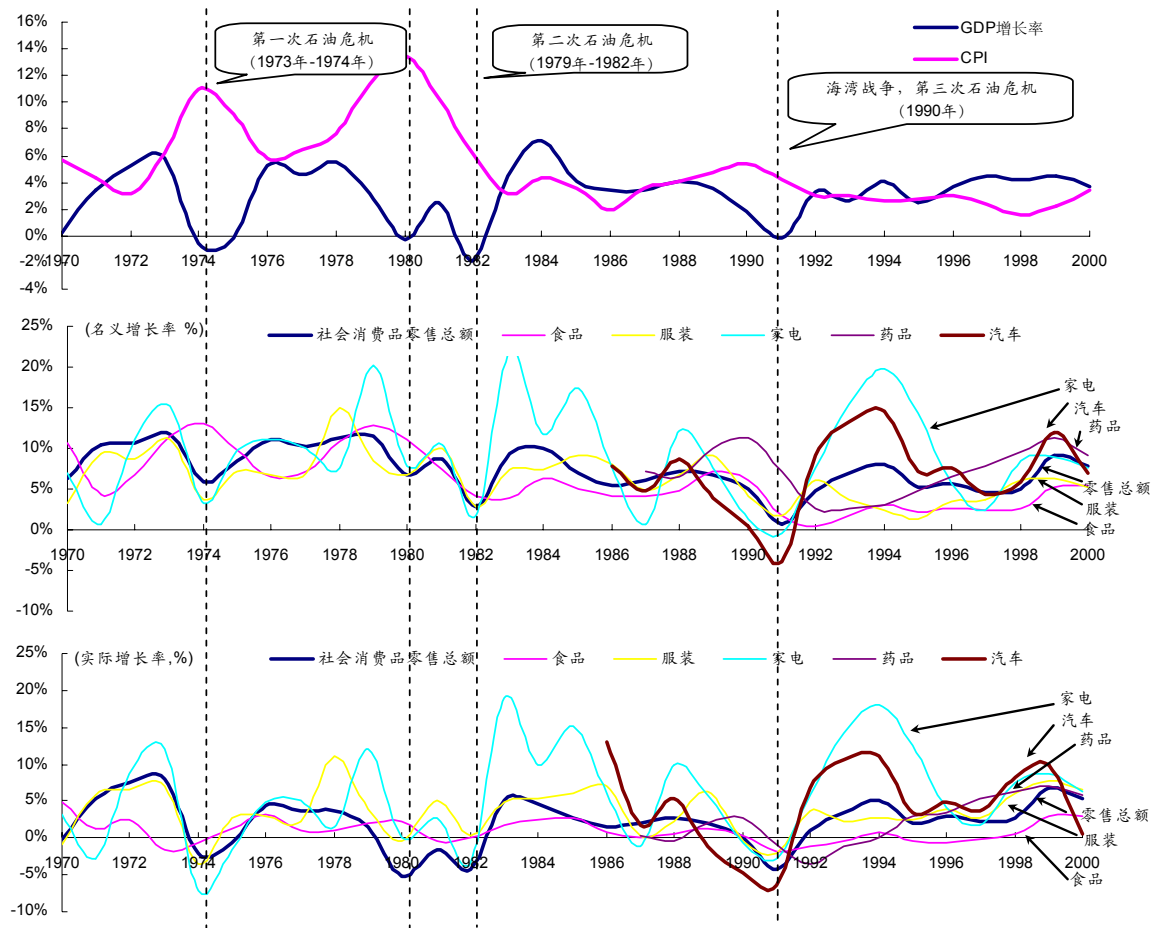
我们认为, 如果不出现较为严重的通缩情况, 超市类公司普遍能够获得正的内生增长, 但由于食品价格下降和消费者基本不会再增加消费量, 其内生增速将低于优势百货公司; 家电类零售商和经营能力薄弱的百货企业将经历负的内生增长。

图 7: 各类主要商品销售实际同比增速变化趋势



资料来源: 国家统计局、中金公司研究部

图 8：美国低经济增速、高通胀时期各类商品的销售表现



资料来源：CEIC、中金公司研究部 注：在计算社会消费品零售总额实际增长率时剔除了核心 CPI 的影响。

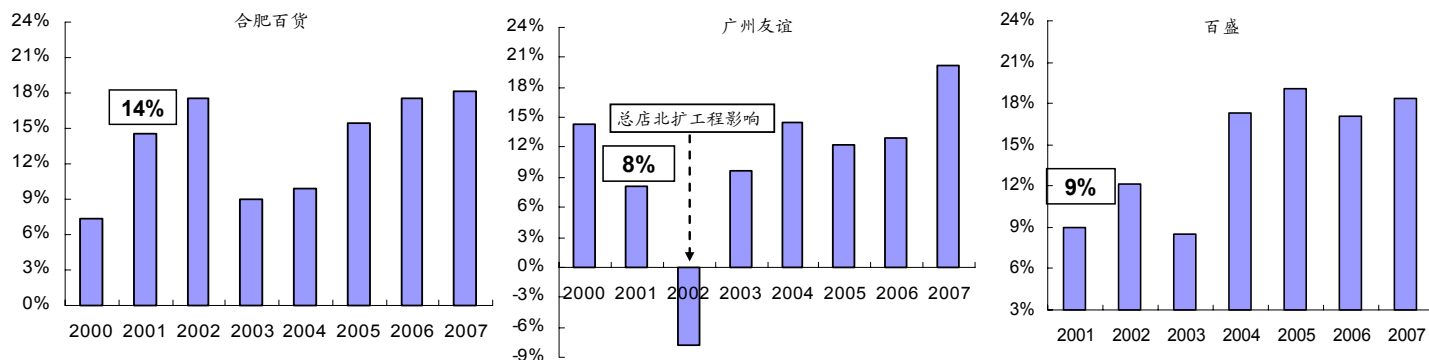
百货行业：内生增长将出现明显分化

百货行业在经济下行周期中，各公司的内生增长率会出现较大的差异性，由此将带来公司业绩表现的两极分化。历史数据表明：

- 1) 我们重点关注的合肥百货、广州友谊和百盛等公司在行业景气度最差时也能获得 8% 左右的内生增长；在城镇居民消费支出增长率处于低点的 2001 年（+6.2%），这 3 家公司内生增长仍然达到了 14%、8% 和 9%，体现出了良好的经营管理和对市场变化的适应能力。
- 2) 但是，部分公司如上海新世界、中兴商业和西单商场在行业景气度较差的 2001-2003 年则出现了明显的内生增长下降情况。

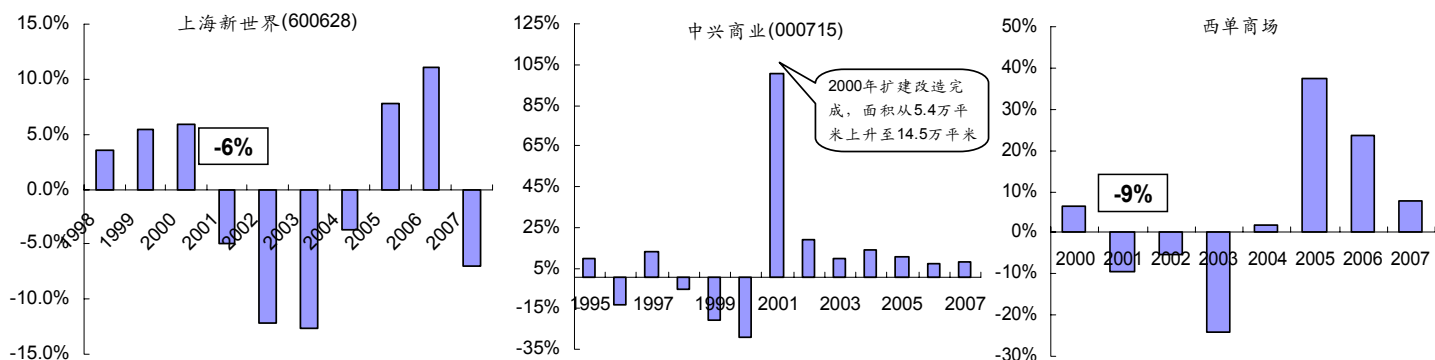
我们认为，今后只有门店质量好、管理优良的公司才有可能通过较高的消费者认同度和商品结构调整维持一定的内生增长，而竞争力薄弱公司内生增长下降将不可避免，分化趋势将日益明显。

图 9: 合肥百货、广州友谊和百盛内生增长变化趋势



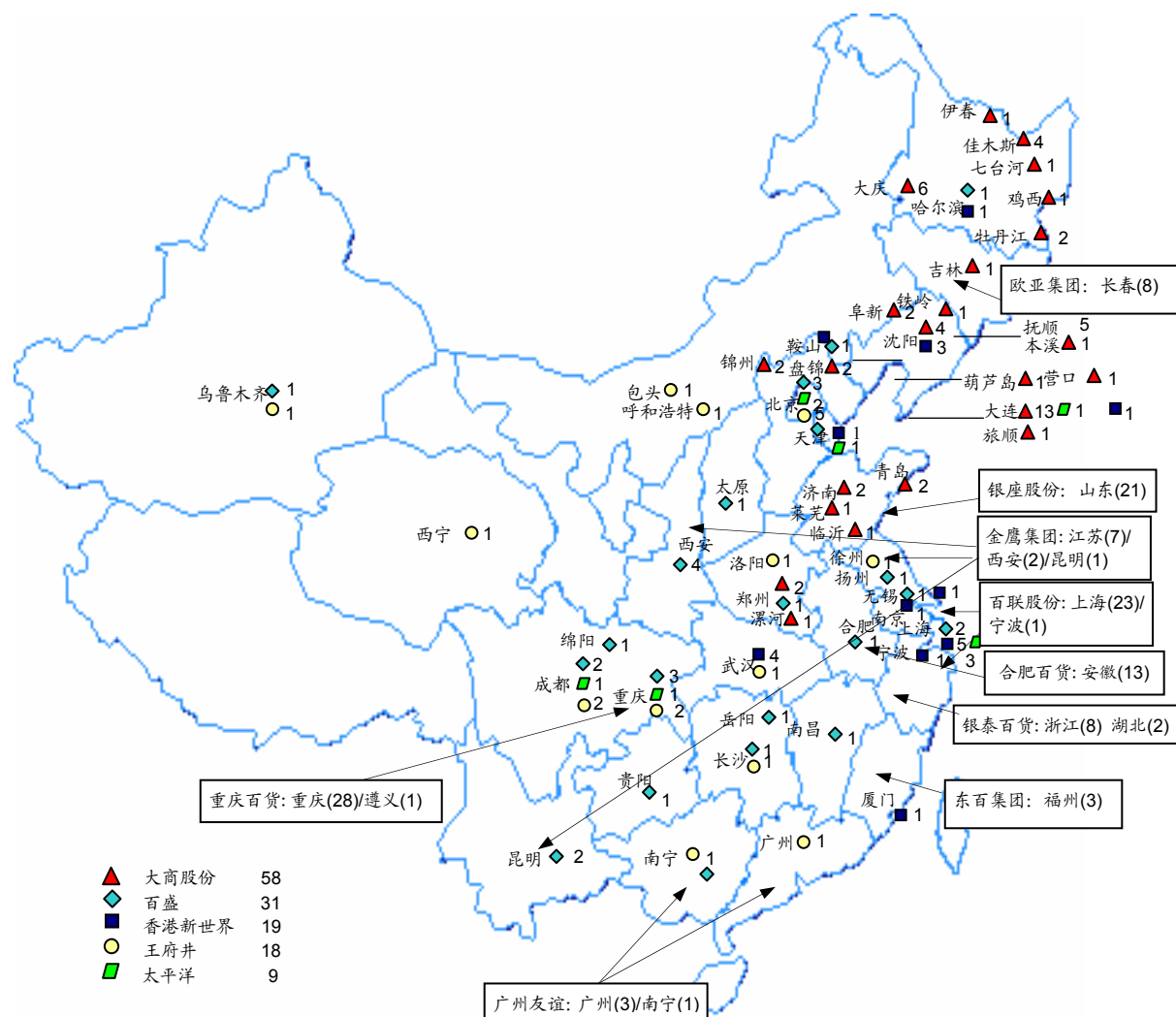
资料来源: 公司数据、中金公司研究部测算

图 10: 上海新世界、中兴商业和西单商场主力门店销售收入增长率变化趋势



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算。

图 11. 我国主要百货零售商店分布



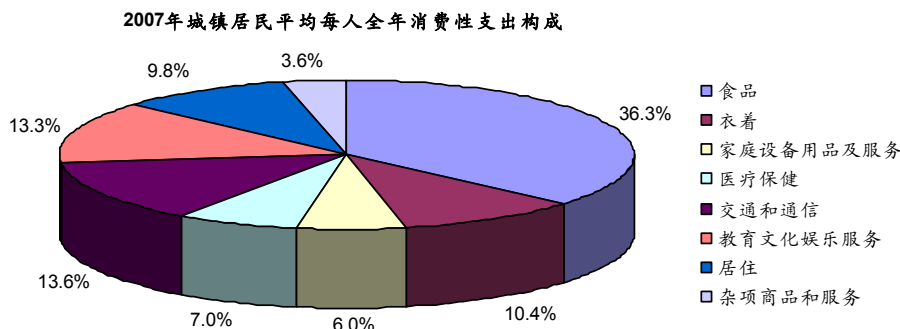
资料来源：公司数据，中金公司零售市场状况调查。注：百盛、香港新世界只包括直营门店

超市业：食品价格下降对内生增长有压力

超市行业主营食品和日用品，市场总量最大。图 12 显示，食品、日用品占我国城市居民总消费的 40%左右，市场总量是百货所拥有的衣着市场的 4x，是家电市场的 10x 以上(家电占家庭设备及用品的 60%左右)。

因此，中长期来看，该行业具备巨大成长空间，有望孕育出中国规模最大的零售商。消费能力提升和城市化进程还会提供新的市场空间。备较强经营管理和跨区域发展能力的大型综合超市零售商有望通过不断地新开门店拓展市场份额。

图 12. 2007 年我国城镇居民人均全年消费支出构成: 食品、日用品占据最广阔的市场



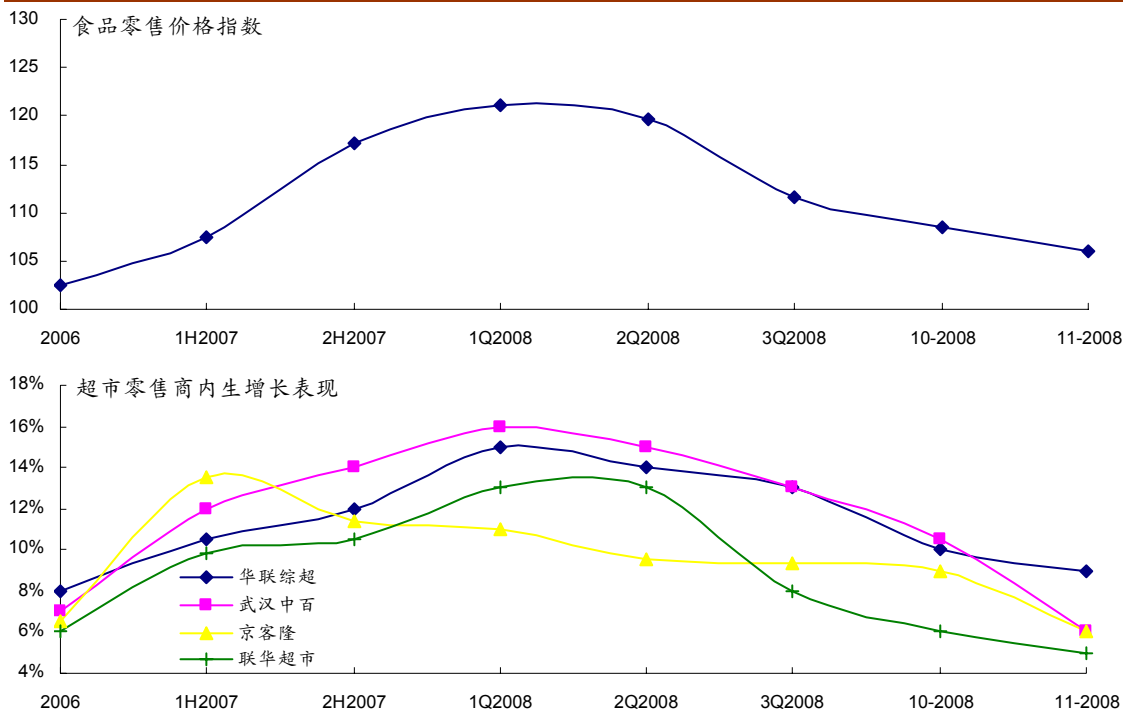
资料来源: 中国统计年鉴, 中金公司研究部

短期来看, 食品价格的提升可以帮助超市零售商提高内生增长和销售收入; 在毛利率稳定或有所上升的情况下, 毛利额将会获得有效的增加, 这对拉动超市类公司业绩增长具有积极的促进作用。反之, 若价格增速下降, 则会对内生增长有一定的负面影响。例如 (图 13):

- 1) 07 年 1 月开始, 食品价格一路攀升, 至 08 年 2 月达到顶点(同比增长 23.5%), 此后开始逐步回落。
- 2) 在此期间, 超市类公司的内生增长和食品价格变化趋势体现出了很高的相关性: 超市零售商内生增长随着食品价格不断上升在 08 上半年达到高峰; 其后随食品价格下降回落明显, 大多数公司都从上半年的 13%-15%下降到了 11 月份的 5%-6%, 并有进一步下行趋势。

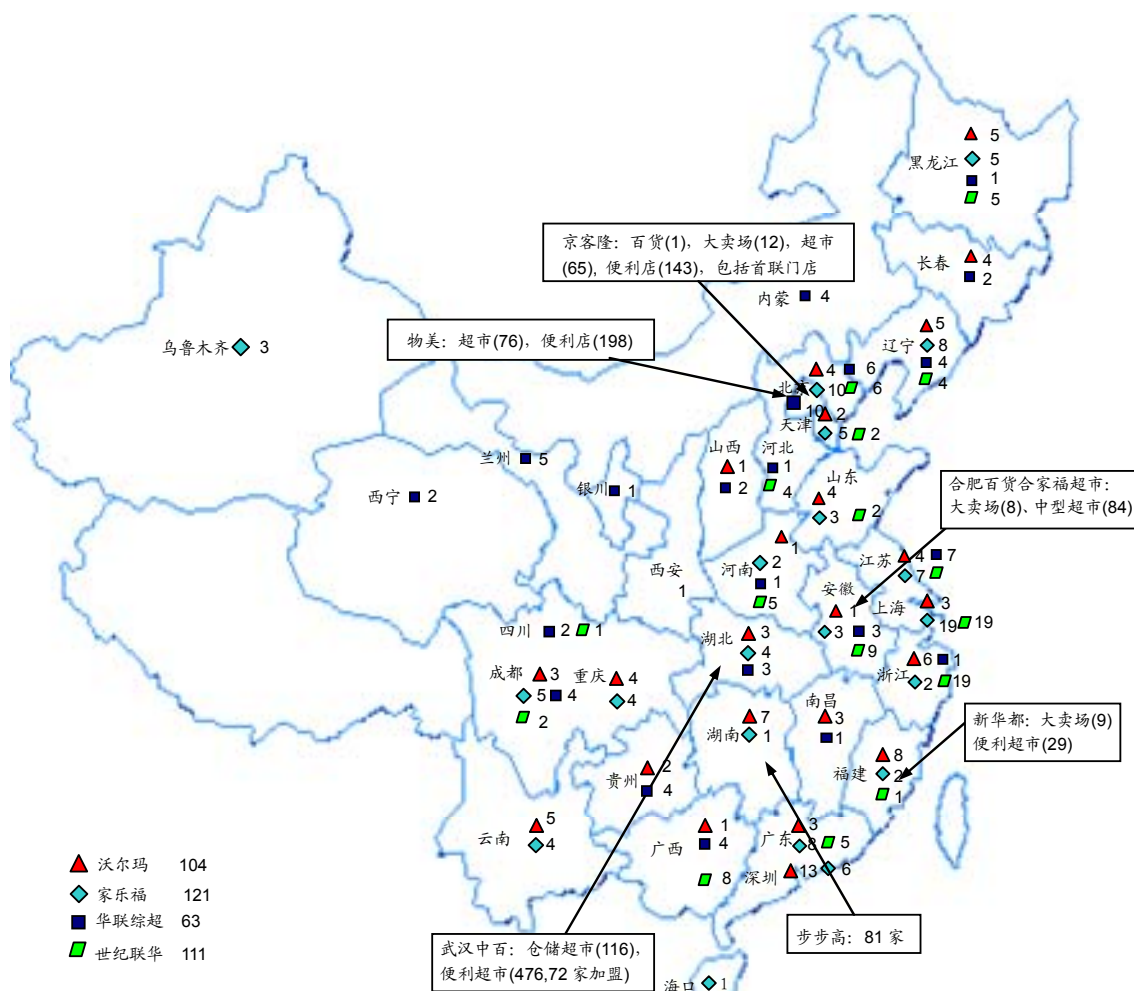
我们认为, 08 年上半年食品价格上涨带来的高基数效应将使超市零售商在 09 上半年承受较大的内生增长压力, 由此将可能带来业绩增速的明显放缓。

图 13: 食品价格及主要超市零售商内生增长变化趋势



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算。注: 综超 10 月开始推行新店长激励制度同时加大促销力度, 放缓趋势好于其它公司。

图 14. 我国主要超市零售商店网络分布



资料来源：公司数据，中金公司零售市场状况调查

家电零售业：行业平均内生增长为负，但国美部分客流量向苏宁转移

家电行业受经济增速放缓和房地产市场不景气影响较大，同时家电消费需求的实质性降温也使得家电零售企业面临更大的考验。因此，我们预计家电行业平均内生增长将是负数。但另一方面，受益于国美不利事件影响，苏宁有望扩大市场份额，因此内生增速有望保平或略有增长。

家电需求随经济增速放缓速度显著于食品和服装，但并没有出现“降价还激发不起量增”的恶性状况。整体来看家电零售业经销商品的防守性明显弱于百货和超市行业，相关风险值得提示——在这一前提下，我们比较了国美和苏宁的基本面变化趋势。

● 国美：12月5日起的危机公关促销有所收获

黄光裕事件后，国美在12月5日起进行了带有危机攻关意味的22周年庆促销。国美此次带有危机攻关意味的促销能够顺利开展并获得了一定的成果，说明经销商和消费者还是在一定程度上认可国美的经营和销售能力的。如果不出现资产或现金被大股东占用等恶性情况（国美正在进行资产审计），该企业度过危机、生存下来应当说问题并不是很大。

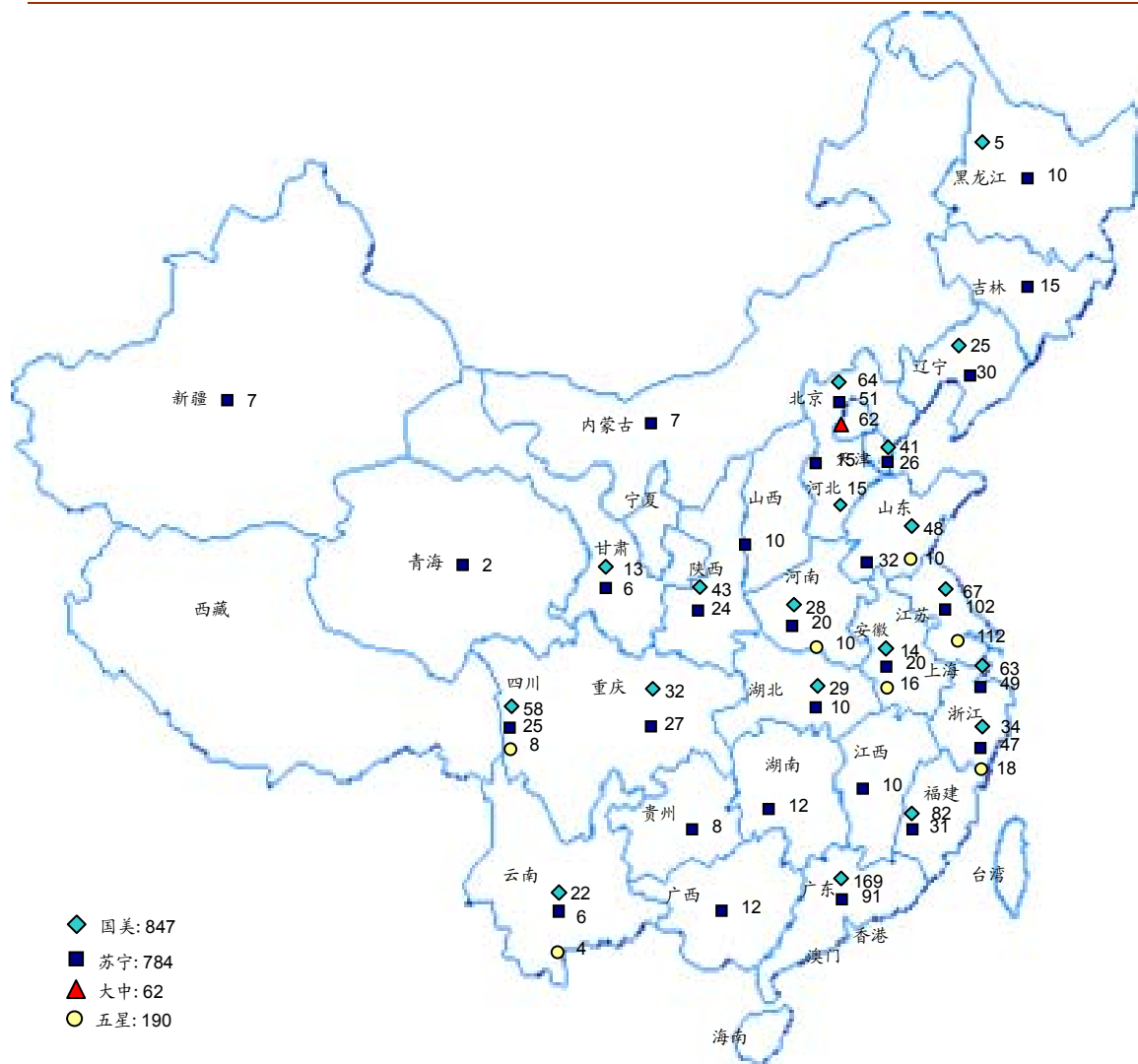
然而, 黄光裕事件毕竟是有负面影响的, 我们在北京、上海、深圳的门店拜访显示: 苏宁的客流量多于国美, 而此事件前国美和苏宁的客流量总体相当。这体现出: 黄光裕事件使得消费者对国美的信任度有所降低。若长此以往, 国美的部分市场份额会向苏宁转移。

● 苏宁电器: 客流量好于国美, 市场份额有望扩大

两家公司的客流量变化体现出不利事件使得苏宁获得了相对宽松的发展环境, 得益于市场份额的扩大, 苏宁内生增长有维稳或略有增长的可能性。加之一定的外生扩张, 公允而言, 苏宁的总体业绩表现有望好于家电产业链上的其它公司。

审慎起见, 我们将在后文中对国美电器的盈利预测做一定的下调。内生增速由 0% 下调至 -8%, 净利润增速将从外生扩张拉动下的 20% 下降至 4%。由于该股市盈率已经较低, 在资产安全能够得到保障的前提下, 如果开盘后股价大跌, 应当会有一些的交易性机会。

图 15. 我国家电零售门店分布 (国美只包括上市公司, 非上市部分还有 321 家)



资料来源: 公司数据, 中金公司零售市场状况调查

各子业态、各公司内生增长、外部扩张假设及盈利预测对比

在宏观经济增速放缓和消费者信心指数不断下行的大环境下，部分公司今后几年的业绩增长将面临较大的压力，而能够获得好于行业平均增长的公司将有望获得市场份额的不断提升和投资者的认可。

我们通过对内生增长和外延扩张的不同假设对各公司 09 年盈利预测进行了拆分，体现出了各子行业消费增速及各公司经营管理能力的差异性：

● 内生增长假设：

- 1) **百货类公司**中经营管理能力优良或所处市场消费增长趋势较好者有望获得 5%-6%的内生增长，比我们原来 8%-9%的预测有所下调；高档定位、受所在市场或地区经济下滑影响较大的公司将明显低于这一水平，部分公司将出现同比下降；
- 2) **超市类公司**受食品价格下降影响，内生增长率在 4%左右；
- 3) **国美**由于需求明显下降和客流量的流失，将经历负的内生增长，**苏宁**内生增速有望保平；此外，部分核心竞争力较弱的零售公司也可能出现负增长的情况。

- **外延扩张假设：**各主力零售公司均已有了较为明确的扩张计划，虽然较经济高峰时有所放缓，但仍能够保持 10%以上的扩张速度。目前来看，大多数公司 07 年下半年以来持续开店带来的新店减亏或扭亏为盈，以及门店收购在 09 年至少能够带来 10%以上的外生性增长，部分公司好于我们的原有预期。

一般而言，由于成熟门店经营费用（租金、水电等）基本属于固定性费用，因此老门店销售增长通常能够拉动净利润获得接近翻倍的增速，即 5%-6%的内生增长往往可以拉动 10%-12%的净利润提升，部分公司在毛利率改善、向精细化经营转型等因素拉动下净利润增速将有望超过以上水平。

目前来看，尽管我们对重点关注公司的内生增长水平假设有所下调，但是其外生性扩张带来的业绩拉动普遍超过 10%，一定程度上弥补了内生增长的放缓，部分公司仍有望获得 20%以上的净利润增速。我们对大多数公司的盈利预测结构进行了微调，但保持原有盈利预测，只对以下公司进行了盈利预测的下调：

- **国美电器：**出于对其客流量流失的担心，2009 年内生增速假设下调为-8%，净利润增速下调 16 个百分点至 4%。
- **广州友谊：**出于对其高档定位的担心，2009 年内生增速下调至 2%，净利润增速下调 4 个百分点至 16%。

表 5：主要零售类公司盈利预测假设和对比

公司	内生增长率			2008 年门店扩张速度	09 年预测		
	2007	1H2008	3Q08		收入内生增长假设	门店扩张带来的利润拉动	净利润增速
合肥百货	18.2%	17.0%	15.0%	15.4%	6.0%	20.0%	30.4%
广州友谊	19.4%	15.0%	低于 10%	无新门店	2.0%	12.0%	16.1%
大商股份	20.0%	16.0%	14.0%	5.5%	5.0%	8.9%	20.7%
华联综超	12.0%	15.0%	13.0%	21.4%	4.0%	14.7%	20.5%
百盛集团	18.4%	14.4%	14.4%	17.2%	6.0%	17.6%	30.2%
香港新世界 (人民币计价)	18.0%	12.0%	10.0%	14.3%	2.0%	15.6%	20.4%
利福国际	20.0%	13.6%	3.0%	5.6%	-4.0%	11.7%	4.7%
莎莎	12.8%	5.2%	5.1%	20.6%	-3.0%	16.0%	2.8%
京客隆	11.4%	9.5%	9.2%	18.0%	4.0%	16.7%	26.2%
国美电器	3.1%	0.5%	3.18%, 剔除黄金周变化 0.98%	19.3%	-8.0%	9.2%	4.1% (行业整合及经营效率提升)

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

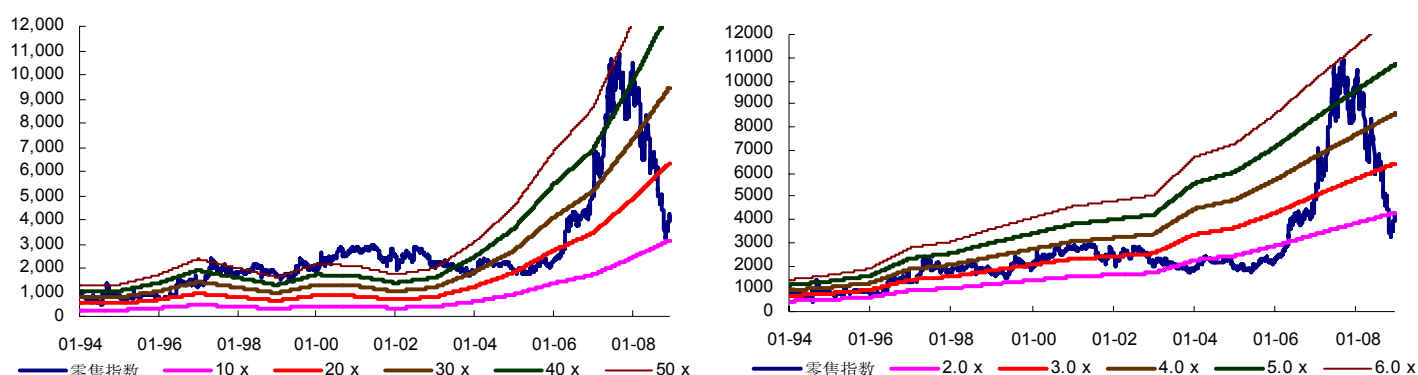
投资建议

零售板块总体估值已到历史低点

虽然近期相关公司股价随大势反弹有所回升, 但零售板块整体估值已处于其自身的历史低位。

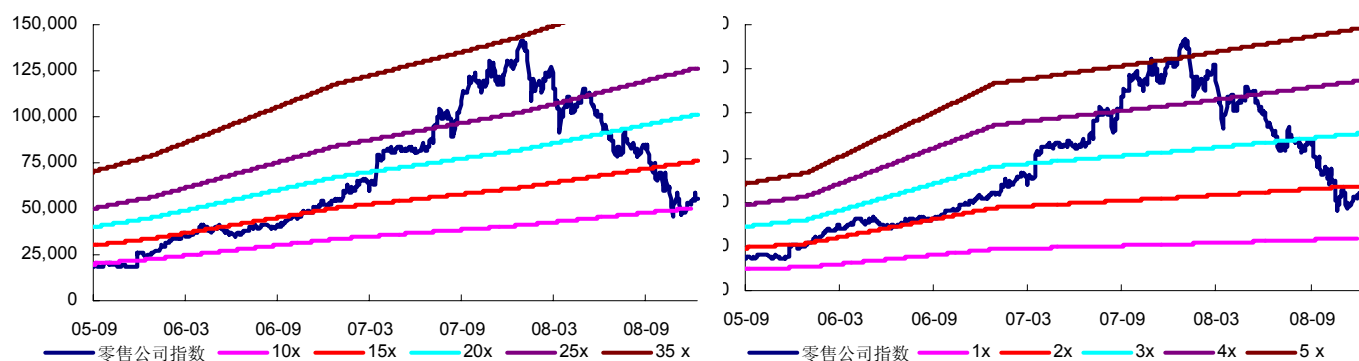
根据中金公司自上而下的盈利预测, 2009 年上市公司整体的净利润将下降 15% 以上, 而零售板块整体仍有望获得一定的业绩增长, 防御性投资价值将会得以体现。因此, 市场届时也会重新审视零售板块的投资机会。

图 16: A 股-零售行业历史市盈率市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 17: 港股-中国零售商历史市盈率市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

关注盈利增长的确定性，选择各板块的龙头公司

2009 年 1 季度，能够实现高基数下高增长的公司有望脱颖而出，先于板块反弹，投资者届时可适当逢低吸纳。在个股方面，我们建议大家关注盈利增长具备确定性的公司，其基本面特征是：经济增速较快区域的市场龙头或在这些区域有较多布点的全国性零售商；内生增长有望保持、外生扩张行之有效；或能够在竞争中实现市场份额的扩大。

● 百货公司：

- 1) **A 股：**关注经济增速较快区域市场中的龙头，我们首推**合肥百货**，此外**大商股份**、**欧亚集团**和**银座股份**等也值得关注。**广州友谊**、**东百集团**、**王府井**、**百联股份**等公司也具备一定的基本面特色，但所在区域对经济周期比较敏感，对其内生增速难以给出较高的预期，相关风险值得提示。
- 2) **港股：**关注在二三线城市覆盖较广泛，具备跨区域发展能力和全国性品牌的零售商，我们首推**百盛集团**等；**香港新世界**也是一家不错的连锁百货企业，但定位相对高档，且潜在并购项目不及百盛储备丰富，因此给予审慎推荐的评级。**利福国际**、**茂业**、**银泰**、**金鹰**处于香港或东部沿海地区，内生增速波动性较大，相关风险值得提示。

● 超市公司：

- 1) **A 股：**可投资于**华联综超**、**武汉中百**、**步步高**。其中，**华联综超**目前扩张较快，短期业绩恐难有较好表现，但为长期发展奠定了基础。
- 2) **港股：**可投资于**京客隆**、**联华超市**。其中，**京客隆**估值低、业绩增长有保障，可重点关注。

● 家电零售公司：

- 1) 由于**国美**的市盈率已经较低，在资产安全能够得到保障的前提下，如果开盘后股价大跌，应当会有一定的交易性机会。
 - 2) **国美**的不利事件使得**苏宁电器**获得了相对宽松的发展环境，同时**国美**部分客流量转移也有望使其获得一定程度的市场份额扩大。因此，公允而言，其总体业绩表现有望好于家电产业链上的其它公司，可在低位适当关注。
- **其它子行业：**不建议介入手机经销行业的**天音控股**，其所处手机分销行业下行风险较大，盈利可预见性较差，我们在此作相应的风险提示；从事农贸市场业务的**农产品**具备一定的基本面优势，但其基于主业净利润的估值已经过高，目前不是最佳介入时点；不建议介入香港化妆品零售商**莎莎**，香港地区经济及消费增速下降将使香港本地零售商内生增长存在较大不确定性，业绩增长压力不容忽视。

表 6: 可比公司估值表(加深公司盈利预测来自中金公司,其余来自市场平均预测)

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底 净利润CAGR	PEG
					2008E	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
百货类公司																		
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	8.10	22,547	910	34.6%	1,184	30.2%	1,456	22.9%	0.38	0.48	0.57	21.4	16.8	14.2	26.5%	0.81
	825 .HK	新世界	3.72	6,272	466	94.8%	561	20.4%	702	25.2%	0.28	0.33	0.42	13.5	11.2	8.9	22.8%	0.59
	600694.CH	大商股份	17.60	5,169	281	-7.8%	339	20.7%	408	20.3%	0.96	1.15	1.39	18.4	15.3	12.7	20.5%	0.90
	600859.CH	王府井	19.29	7,580	407	52.9%	523	28.5%	657	25.6%	1.04	1.33	1.67	18.6	14.5	11.5	27.1%	0.69
高档定位	000987.CH	广州友谊	9.95	3,572	264	37.9%	307	16.1%	352	14.6%	0.74	0.85	0.98	13.5	11.6	10.2	15.4%	0.88
区域型	1833.HK	银泰百货	2.18	3,924	465	22.8%	600	29.0%	764	27.3%	0.26	0.33	0.42	8.4	6.5	5.1	28.2%	0.30
	3308.HK	金鹰集团	4.95	8,999	483	25.2%	600	24.2%	743	23.8%	0.32	0.41	0.41	15.6	12.0	12.1	24.0%	0.65
	1212.HK	利福国际	6.40	10,854	940	1.8%	984	4.7%	1110	12.8%	0.55	0.58	0.65	11.6	11.1	9.8	8.7%	1.34
	000417.CH	合肥百货	8.00	2,952	140	60.8%	182	30.4%	233	28.3%	0.38	0.49	0.63	21.2	16.2	12.6	29.4%	0.72
	600631.CH	百联股份	8.13	8,951	425	19.9%	551	29.5%	701	27.2%	0.39	0.50	0.64	21.0	16.2	12.8	28.4%	0.74
	600858.CH	银座股份	15.78	3,710	145	23.9%	190	31.0%	244	28.4%	0.62	0.81	1.04	25.6	19.5	15.2	29.7%	0.86
	600697.CH	欧亚集团	14.10	2,243	114	45.7%	146	28.6%	182	24.7%	0.71	0.92	1.14	19.8	15.4	12.3	26.6%	0.74
	600693.CH	东百集团	8.79	2,321	106	78.4%	145	36.8%	200	37.9%	0.40	0.55	0.76	21.9	16.0	11.6	37.4%	0.59
	600729.CH	重庆百货	14.80	3,019	174	72.5%	196	12.7%	218	11.2%	0.85	0.96	1.07	17.4	15.4	13.8	12.0%	1.45
	002187.CH	广百股份	17.29	2,766	139	26.8%	173	24.3%	220	27.2%	0.87	1.08	1.38	19.9	16.0	12.6	25.7%	0.77
	600828.CH	成商集团	10.88	2,210	123	69.8%	187	52.0%	250	33.7%	0.61	0.92	1.23	18.0	11.8	8.8	42.6%	0.42
	600785.CH	新华百货	11.34	1,960	100	30.6%	127	27.0%	152	19.7%	0.58	0.73	0.88	19.6	15.4	12.9	23.3%	0.84
化妆品零售	178.HK	莎莎	1.70	2,348	263	-5.0%	271	2.8%	279	3.0%	0.19	0.20	0.20	8.9	8.7	8.4	2.9%	3.08
购物中心开发经营	000882.CH	华联股份	3.94	982	30	17.4%	53	77.6%	83	55.2%	0.06	0.11	0.17	65.2	36.7	23.7	66.0%	0.99
超市类公司																		
大型综合超市	600361.CH	华联综超	6.39	3,098	163	-19.2%	197	20.5%	235	19.4%	0.34	0.41	0.48	19.0	15.7	13.2	20.0%	0.95
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	8.82	5,017	181	43.9%	241	33.1%	303	25.7%	0.32	0.42	0.53	27.7	20.8	16.6	29.4%	0.94
	002251.CH	步步高	38.40	5,191	183	48.0%	251	37.2%	334	33.1%	1.35	1.86	2.47	28.4	20.7	15.5	35.1%	0.81
	002264.CH	新华都	17.55	1,876	66	44.2%	91	38.5%	118	29.7%	0.61	0.85	1.10	28.6	20.6	15.9	34.0%	0.84
	814.HK	京客隆	2.66	998	163	45.5%	206	26.2%	257	24.8%	0.46	0.57	0.68	5.8	4.7	3.9	25.5%	0.23
	980.HK	联华超市	8.80	5,598	342	27.5%	416	21.6%	476	14.4%	0.54	0.65	0.75	16.4	13.5	11.8	18.0%	0.91
	8277.HK	物美集团	5.90	7,346	454	47.9%	555	22.2%	655	18.0%	0.31	0.41	0.53	19.0	14.4	11.2	20.1%	0.95
农贸市场	000061.CH	农产品	14.80	6,690	178	27.5%	229	28.7%	303	32.6%	0.39	0.51	0.67	37.7	29.3	22.1	30.7%	1.23
家电及电子消费品																		
综合性家电零售	493.HK	国美电器	1.12	14,290	2584	37.2%	2,691	4.1%	2,785	3.5%	0.22	0.22	0.22	5.1	5.0	5.0	3.8%	1.34
	002024.CH	苏宁电器	17.57	52,552	2469	68.5%	3474	40.7%	4626	33.2%	0.83	1.16	1.55	21.3	15.1	11.4	36.9%	0.58
手机分销	000829.CH	天音控股	3.50	3,327	195	-20.7%	203	4.2%	208	2.4%	0.20	0.21	0.22	17.1	16.4	16.0	3.3%	5.16

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

表 7：股价表现回顾

	代码	公司	股价	成交量 (百万股)	当天股价变动	1周股价变动	1月股价变动	1年股价变动	年初至今股价变动
百货类公司									
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	8.10	10.34	5.1%	1.8%	35.2%	-50.5%	-56.9%
	825 .HK	新世界	3.72	2.38	3.9%	1.9%	-0.5%	-63.5%	-66.3%
	600694.CH	大商股份	17.60	1.45	2.9%	-8.3%	-3.4%	-65.7%	-64.0%
	600859.CH	王府井	19.29	2.11	-2.4%	-10.7%	6.2%	-60.8%	-61.8%
高档定位	000987.CH	广州友谊	9.95	3.43	-0.1%	-8.5%	3.4%	-60.2%	-59.8%
区域型	1833.HK	银泰百货	2.18	5.88	9.0%	10.7%	-6.4%	-69.4%	-76.4%
	3308.HK	金鹰集团	4.95	0.36	1.2%	17.9%	26.6%	-41.0%	-39.2%
	1212.HK	利福国际	6.40	0.59	6.8%	9.6%	33.9%	-67.0%	-69.5%
	000417.CH	合肥百货	8.00	1.16	-1.4%	-4.8%	12.7%	-18.9%	-30.7%
	600631.CH	百联股份	8.13	11.90	1.6%	-5.5%	7.1%	-64.0%	-64.7%
	600858.CH	银座股份	15.78	0.44	1.2%	0.4%	13.9%	-34.6%	-37.0%
	600697.CH	欧亚集团	14.10	0.12	-0.9%	-6.7%	4.3%	-42.9%	-44.6%
	600729.CH	重庆百货	14.80	1.29	3.9%	-3.2%	14.5%	-55.2%	-55.5%
	002187.CH	广百股份	17.29	1.30	-0.6%	-4.7%	2.2%	-55.2%	-59.8%
	600828.CH	成商集团	10.88	0.68	0.5%	0.3%	11.8%	-43.8%	-48.9%
	600327.CH	大厦股份	6.42	1.96	-3.7%	-10.1%	3.9%	-52.7%	-54.5%
	600785.CH	新华百货	11.34	0.53	2.8%	-7.4%	19.0%	-38.7%	-41.8%
其他	178.HK	莎莎	1.70	1.46	-2.3%	5.6%	36.3%	-49.7%	-44.0%
购物中心开发经营	000882.CH	华联股份	3.94	0.10	10.1%	10.1%	10.1%	-73.2%	-73.3%
超市类公司									
大型综合超市	600361.CH	华联综超	6.39	5.30	2.2%	-6.6%	7.0%	-74.2%	-74.5%
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	8.82	1.11	1.4%	-5.4%	13.8%	-23.8%	-25.9%
	002251.CH	步步高	38.40	0.42	2.4%	-2.7%	6.4%	-9.2%	-9.2%
	002264.CH	新华都	17.55	0.91	0.8%	2.7%	25.3%	-43.9%	-43.9%
	814.HK	京客隆	2.66	0.03	1.5%	10.8%	11.8%	-59.1%	-61.1%
	980.HK	联华超市	8.80	0.49	3.5%	1.4%	2.9%	-21.6%	-16.2%
	8277.HK	物美集团	5.90	0.96	-1.5%	-5.6%	-3.8%	-14.5%	-11.0%
农贸市场	000061.CH	农产品	14.80	3.06	7.6%	6.2%	14.7%	-48.5%	-48.8%
家电及电子消费品									
综合性家电零售	493.HK	国美电器	1.12	0.00	0.0%	0.0%	-15.2%	-74.7%	-77.4%
	002024.CH	苏宁电器	17.57	8.93	-0.5%	-7.5%	18.7%	-45.6%	-51.1%
手机分销	000829.CH	天音控股	3.50	14.61	2.6%	-7.4%	0.9%	-74.3%	-76.1%

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。