

笑傲寒冬，彰显非凡

——2009 年零售业投资策略

报告关键点：

部分零售企业将笑傲寒冬，寒冬成为提升竞争力和市场份额的契机，且能够保持盈利的稳定增长。如苏宁电器、武汉中百、合肥百货等。

报告摘要：

- 消费市场疲态已现，10月份扣除投资品后的限额以上企业的零售总额增长只有13%。我们预计，明年可能在15%左右。
- 美日市场的数据证明：就防守性而言，大型超市 消费电子零售 百货。
- 美国 4 家百货上市公司，无论是定位相对高端的Sears、Nordstrom，还是面向中等收入家庭的Kohls，08财年同店增长均显著下滑，3 家为负。4 家近8季同店增长都加速下滑，定位高端的Nordstrom下滑最为显著。
- 1999财年以来，美国5家超市上市公司的年同店增长均为正。从季度的数据看，BJ'S Wholesale、Costco、Walmart的同店销售还在上升，尤其是会员制仓储零售商BJ's Wholesale 的表现非常抢眼，近两季的同店增长均在10%以上。沃尔玛1971年以来的36年间，同店增长始终为正。
- 美国消费电子零售公司的同店增长分化明显。99年以来，Best Buy和CONN'S的同店增长始终为正，Circuit City和Radioshack同店销售下滑显著。Circuit City已连续7个季度同店增长为负，近期一直在-10%左右。Best Buy仍保持在3%左右。
- 日本百货业零售额已连续 8 个月下滑，近期下滑加速，服装和金银珠宝是主要下滑动力。日本超市零售额略有下滑，主要下滑动力也是服装。无论是百货公司还是超市，食品和化妆品的零售均保持稳定增长。
- 食品、日用品、护肤化妆品等以满足最基本的需求为主，为必需品；金银珠宝、女时装主要满足消费者对个人价值、身份等产品附加价值的需求，为满足性商品，家具家电童装等主要以功能性消费为主，为功能性商品。在经济低迷时期，消费者缩减开支，首先削减的是具有最高消费弹性的满足性商品。
- 百货业同店增长要好于美国，主要是因为成长期门店占比大，消费者行为变化也不明显，明年下滑5%-10%是有可能的。但在联营的模式下，大部分百货公司并没有很大的经营风险。上游经销商面临成本压力，可能会缩减部分网点投入，集中资源投入到产出比高的网点中，这会加剧零售行业的分化，新门店培育期加长。
- 百货公司的选股原则为：选择业态多元化的、选取成长期门店占比高的、经营杠杆低的、区域经济发展较好的公司。如东百集团、合肥百货、欧亚集团等。回避经营杠杆较高、前期扩张太快、财务压力过大的公司。
- 排除物价因素，优秀的超市公司能够保持 5 % 以上的同店增长；我国超市公司还处在业态替代和市场整合的发展初期，因此区域龙头公司的扩张空间依旧很大；建议关注武汉中百和步步高，明年上半年可能是更好的投资机会。
- 国美事件、更低的租售比和更加充裕的资金，使得竞争形势在向有利于苏宁的方向发展，只要苏宁的行业地位继续上升，短期的业绩增长下滑并不可怕，作为产业链中具有强势地位的垄断寡头，可以给予一定的溢价。

零售业

领先大市-B

上次评级

领先大市-B

百货商店	同步大市-A
大卖场与超市	领先大市-B
专营零售	领先大市-B

报告日期

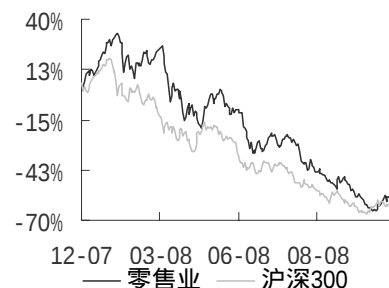
2008-12-04

首选股票

目标价 评级

002024	苏宁电器	30	买入-B
600693	东百集团	16.2	增持-A

12 个月行业表现



研究员

吴美萍

高级行业分析师

021-68765936

wump@essences.com.cn

储丽雯

助理行业分析师

021-68765335

chulw@essences.com.cn

前期研究成果

零售业：从美日市场看不同业态的防守性

2008-11-28

零售：国美电器停牌和 3 季报点评

2008-11-25

零售业：10 月零售数据有偶然的扰动因素

2008-11-14

轻资产运营且现金充裕的零售业在经济下滑周期中的防御性相对较好，但作为消费者的我们，却无不感受到了零售公司的“风声鹤唳”，全球零售企业前所未有的促销预示着暴风雨即将来临——价格战全面爆发，行业景气下滑。而美国日本市场的数据，以及近期的国内消费数据，也显示历经多年的繁荣后，行业的冬天即将来临，中国的零售业难以独善其身。

我们认为，零售业依然是防御性投资的好标的。随着消费和行业景气的下滑，未来 1 年，行业盈利增长面临考验，部分前期扩张激进、成本较高的公司将出现盈利将下滑。但是，部分企业却能够笑傲寒冬，寒冬成为提升竞争力和市场份额的契机，且能够保持盈利的稳定增长。这类企业，无疑将是资本市场的宠儿。

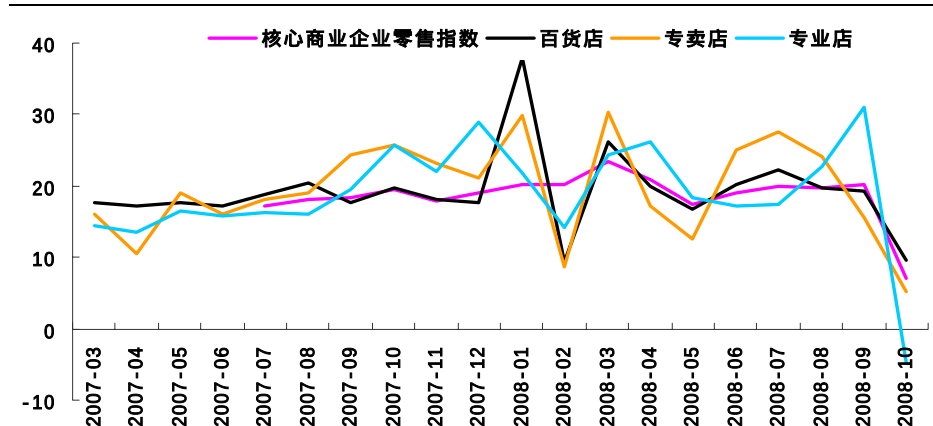
1. 消费疲态已现

1.1. 10 月零售市场增长惨淡：必然中的偶然

1.1.1. 10 月份千家企业零售指数下滑至 7%，各业态全面下滑

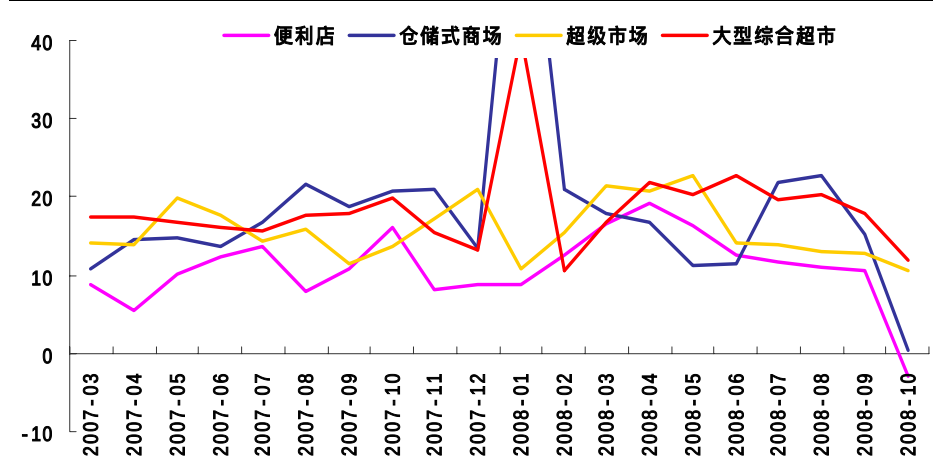
商务部公布的千家核心商业企业的监测数据显示，10 月份，千家企业零售指数从前期的 20% 左右，下滑到 7%。7 大细分业态零售额的增长也均大幅下滑。百货店的零售增长只有 9.6%，专卖店 5.1%，仓储式商场、超级市场和大型综合超市分别为 0.4%、10.5% 和 11.8%，专业店和便利店分别下滑 4.7% 和 2.9%。

图 1 核心商业企业零售指数和细分业态零售指数



资料来源：WIND 商务部

图 2 核心商业企业超市业态零售指数

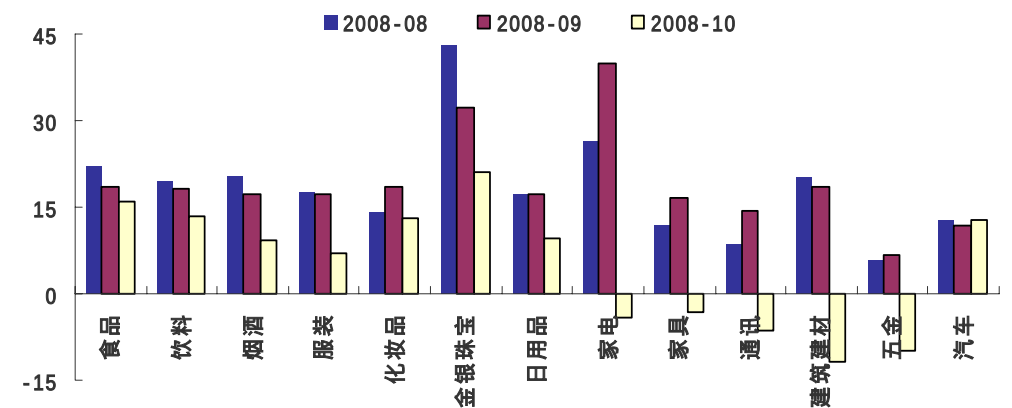


资料来源：WIND 商务部

从千家核心商业企业的分品类的零售额看，除了金银珠宝（21%），其余的品类同比增

长都在 20%以下。其中，家电、家具、通讯、建筑建材、五金为负增长，金银珠宝尽管增速最高，但增速下滑显著。9 月之前增长一直稳定的服装，也出现了大幅的下降。

图 3 近 3 个月来千家重点零售企业分品类商品的零售额增长



资料来源：WIND 商务部

1.1.2. 大幅下滑的偶然因素

1、**国庆假期提前。**家电、家具和通讯都是在 9 月份增幅大幅上升的情况下出现的下滑，可以解读为国庆节两天假期提前导致促销和消费提前体现在 9 月份。超市企业和百货企业也或多或少的受到了影响。

2、**暖秋影响秋季服装的销售。**今年是明显的暖秋，往年冷空气南下都发生在 10 月中旬以前，今年 10 月下旬才开始，且强度较弱。这影响了 9-10 月份的服装销售，但对 11 月份是有利的。

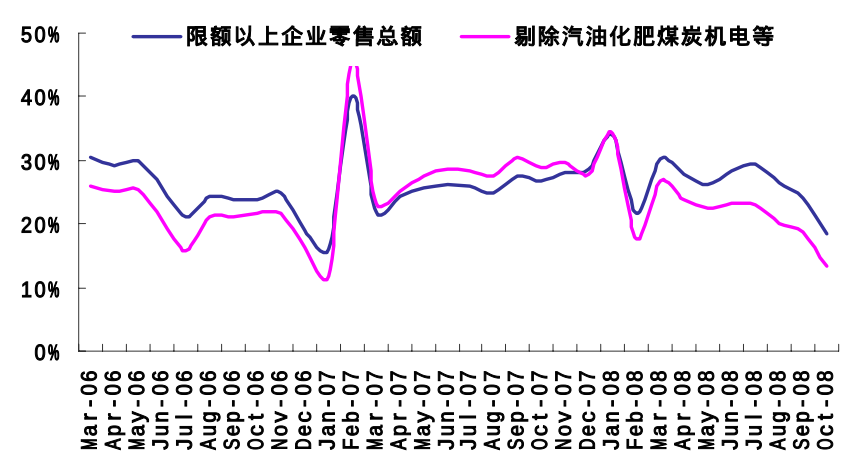
3、**食品安全危机的负面影响。**按照超市的不同规模，牛奶及奶制品占超市收入 1%-10%，仓储式超市比重较低，便利店影响最大。这是 10 月份便利店收入下滑负增长的重要原因。

4、**食品 CPI 的大幅下滑影响收入增长。**这是短期的影响因素。

1.1.3. 偶然中的必然

偶然因素不能掩盖 8 月份以来零售市场早已持续下滑的事实。我们看到，尽管社会消费品零售总额的增长态势依旧良好，10 月份增长依然达到了 22%，但限额以上企业的零售 8 月份以来就开始明显下滑，如果扣除了汽油、化肥、煤炭、机电等投资品后，限额以上零售企业的零售增长 4 月份以来就出现了增长停滞，7 月份开始加速下滑，9、10 月份同比增长分别为 18.76%和 13.31%。

图 4 限额以上零售企业零售总额和剔除投资品后零售总额的增长



资料来源：CEIC 安信证券研究中心

1.2. 11 月部分公司销售反弹不改下滑趋势，预计 09 年零售增长在 15%左右

11 月，部分零售公司的销售大幅增长，如广州友谊、新世界等，主力门店都实现了 30%以上的销售增速，这与 10 月的惨淡形成鲜明的对比。如新世界 10 月份收入同比增长只有 4.83%，而 11 月份达到了 33%。

我们认为，部分公司 11 月销售大幅反弹，不能反映整体市场的变化趋势已经改变，主要原因是：

(1) 仅仅是部分公司的情况，这些公司的 11 月的促销力度都很大，如新世界，11 月份几乎每个双休日都有满 300 减 150 之类的大力度促销活动。

(2) 10 月暖秋导致秋冬季衣服的消费滞后；

(3) 这些公司 07 年同期促销力度较小，导致基数较低。

11 月份率先发动促销攻势的企业收效颇丰，但促销的边际效应在递减，因此这种作用是短期的，并且将损害行业的毛利率水平。

我们认为，09 年，剔除汽油、煤炭、机电、化肥等投资品后的限额以上零售企业的零售增长，在 15%左右。

2. 谁能笑傲寒冬：美国市场的经验

2.1. 美国零售市场是很好的“先行指标”

本文主要以美国为案例进行分析，主要是基于以下三个原因：

(1) 此次危机发端于美国的次贷危机，时间是 07 年初，美国是经济和消费首先受到影响的国家，因此，美国在一定程度上，可以成为“先行指标”；

(2) 美国零售上市公司的数据比较齐全，都会按季按年公布同店增长数据；

(3) 美国零售上市公司的历史长，门店较多，同店增长较不容易受到偶然因素的影响，因此，能够更准确的反应宏观经济下滑对消费行为的影响。

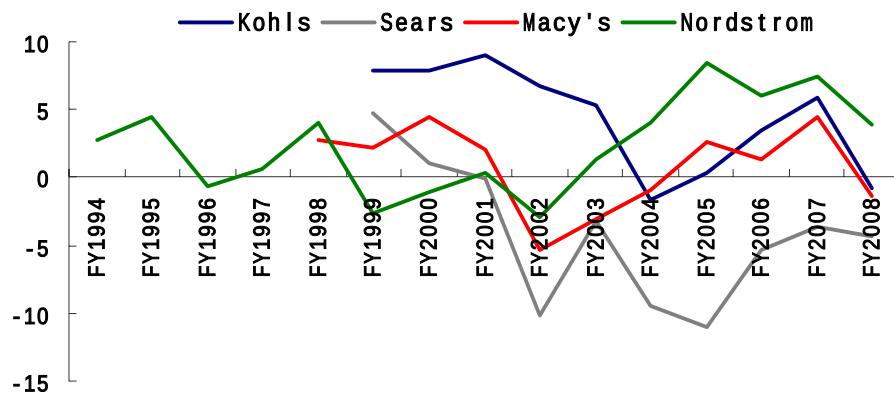
而中国零售公司的同店数据，更容易受到偶然因素的影响，如重要门店的商圈新竞争者的加入、装修重整或者市政工程的影响等等，同时，中国公司的同店数据非常缺乏。我们并不否认，美国的消费者行为和中国的消费者行为会有一定的区别，不同业态的发展和品类构成也有区别，但在收入前景看淡的大背景下，消费者的削减支出的情况却是大体类似的，比如，汽车就是全球各国都首先受到冲击的品类。

我们选举了美国百货、超市和消费电子零售上市公司市值居前的企业，主要观察这些企业在近年来和近期可比门店的销售情况。

2.2. 美国百货业：高端和中高端都受到冲击

图 5 显示，无论是定位相对高端的 Sears、Nordstrom，还是面向中等收入家庭客户的 Kohls，08 财年（理解为 07 年第二季度到 08 年第一季度）的同店增长都出现了显著的下滑，其中，3 家为负。而在经济高涨的 04、05、06 年（对应的财年为 05、06、07 年），百货公司的同店增长，都呈现上行的态势，即使经营不断下滑的百年老店 Sears，同店增长的下滑也趋于好转。

图5 美国4家百货上市公司近年来的同店增长情况

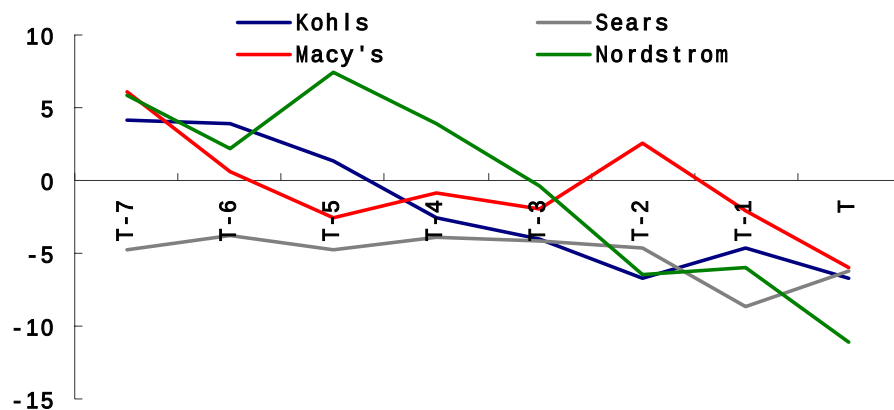


注：此处都是财年的数据，一般财年都截止到当年的第一季度。

资料来源：Bloomberg

再从近8个季度的同店增长数据看，4家百货公司都呈现加速下滑的态势，整体来看，越高端，受得冲击可能越大。定位高端的时装经销商 Nordstrom，下滑最为显著，近一个季度下滑 11.8%。而 Nordstrom 的附属折扣店 Nordstrom Rack（销售过季商品）扩张迅速，成长性明显好于其全线经营的商店。

图6 美国4大百货公司近8个季度的同店增长情况



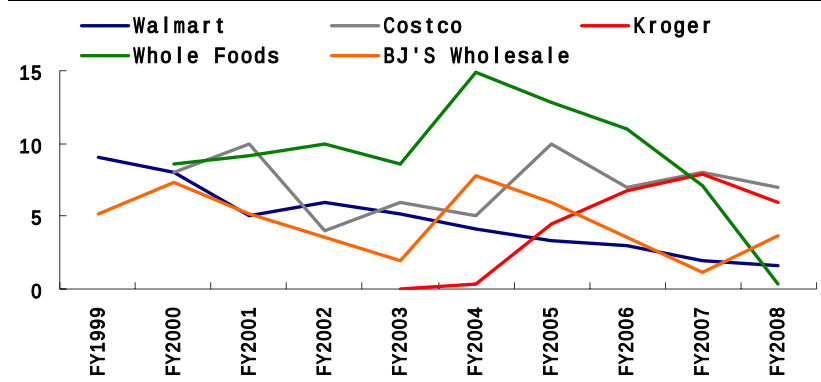
注：此处都是财年的数据，一般财年都截止到当年的第一季度。

资料来源：Bloomberg

2.3. 美国超市业：同店增长平稳甚至上升

经营必需消费品、中低端百货和日用品的超市，同店增长趋势良好。按年看，1999财年以来，5家超市公司的同店增长均始终为正。我们认为，其中的原因，除了经营的品类为必需品以外，应该还和超市公司经营品类繁多，品类调整更加方便快捷有关。从季度的数据看，BJ'S Wholesale、Costco、Walmart 的同店销售还在上升，尤其是会员制仓储零售商 BJ's Wholesale 的表现非常抢眼，最新两个季度的同店销售分别达到 15.5%和 11.9%。

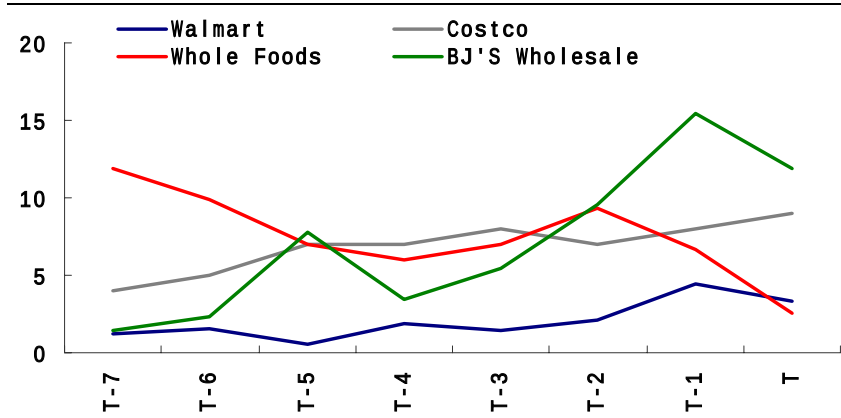
图7 美国主要超市上市公司近年来的同店增长情况



注：此处都是财年的数据，一般财年都截止到当年的第一季度。

资料来源：Bloomberg

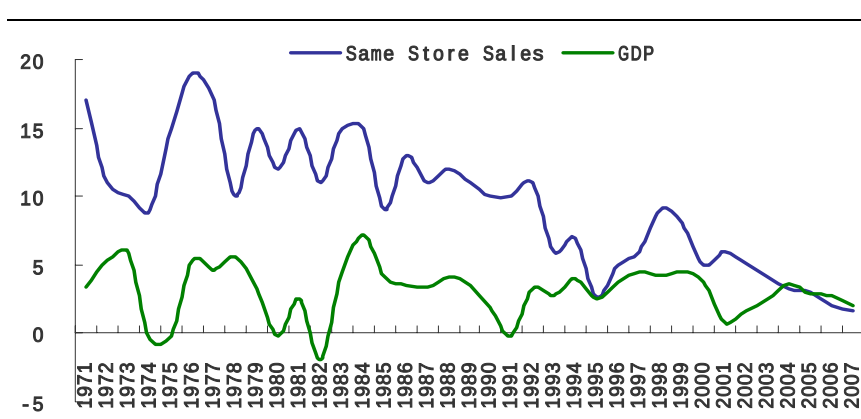
图8 美国主要超市上市公司近8个季度同店增长的情况



资料来源：Bloomberg

我们还察看了沃尔玛 1971 年以来的同店增长数据。发现，尽管随着整体规模的不断扩张和竞争的加剧，沃尔玛同店销售由 92 年以前的两位数增长下滑到目前的 5% 以下，但 36 年来，同店增长始终为正。同与 GDP 增长的关系看，也没有明显的相关关系，在 2001 年美国 GDP 大副下挫时，沃尔玛的同店增长还是上行的。这证明，超市公司的抗周期性确实很强。

图9 沃尔玛 1971 年以来同店增长和美国 GDP 的增长



资料来源：Bloomberg Walmart 公司网页

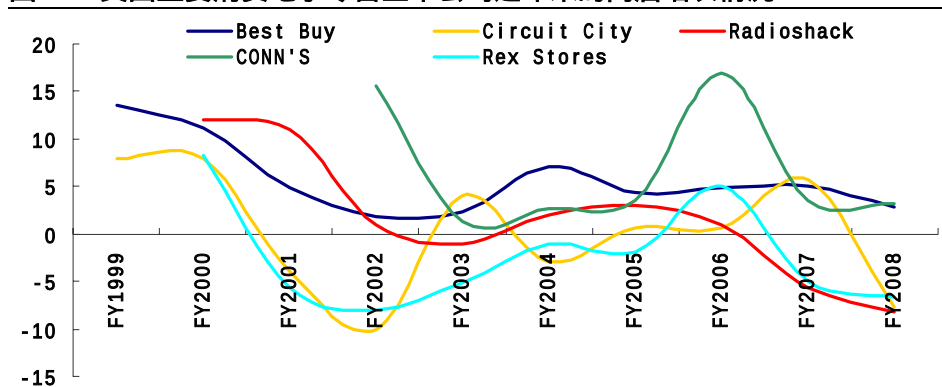
2.4. 消费电子零售商：分化加大

包括电脑、娱乐产品、家电在内的消费电子，作为耐用品，单价较高，应该属于消费弹性相对较高的商品。但这些商品基本上都属于功能性商品、具有改善生活品质或增

加生活便利之效，因此弹性比服装略低，从美国消费电子零售上市公司的同店增长情况看，也是好于百货公司。同时，很明显的，随着经营环境的恶化，公司的分化加剧，Circuit City 成为第一个申请破产保护的消费电子零售商。

从年度数据看，1999 年以来，Best Buy 和 CONN'S 的同店增长始终为正，Circuit City 和 Radioshack 同店销售下滑显著。

图 10 美国主要消费电子零售上市公司近年来的同店增长情况

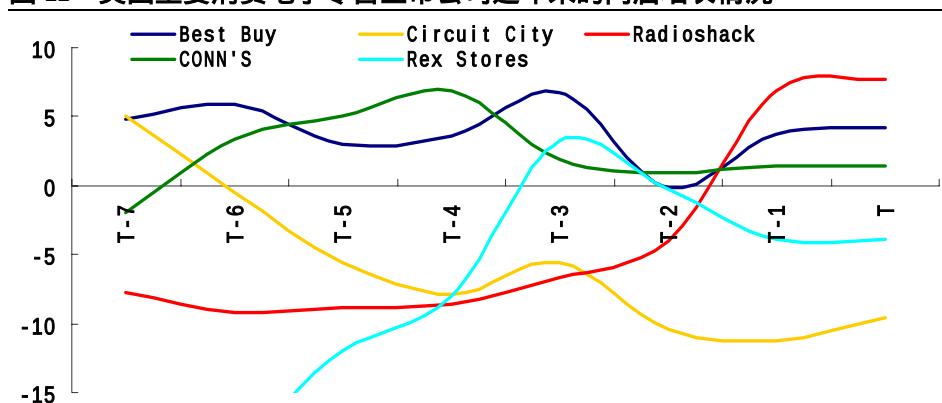


注：此处都是财年的数据，一般财年都截止到当年的第一季度。

资料来源：Bloomberg

从季度数据看，Circuit City 已经连续 7 个季度同店增长为负，并且近 3 个季度同店增长一直在-10%左右。Best Buy 近来保持在 3%左右，但对年底的消费旺季表示了担忧。

图 11 美国主要消费电子零售上市公司近年来的同店增长情况



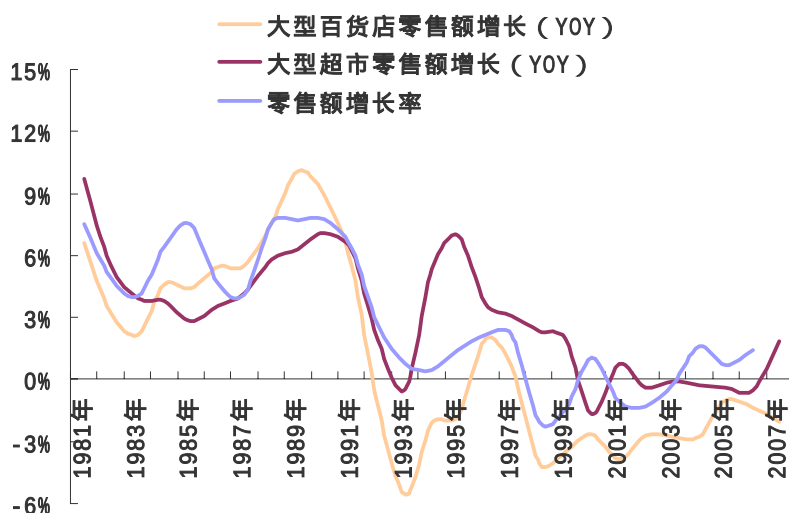
资料来源：Bloomberg

3. 谁能笑傲寒冬：日本市场的经验

3.1. 经济周期中，超市增长更加平滑，百货波动较大

我们考察了日本 1981 年至 2007 年总体零售额、大型超市和大型百货店零售的增长情况，日本百货业 80 年代已经度过了成长期，1986-1989 年这一时期在财富效应下大型百货店的零售额增长超过超市。日本资产泡沫破裂以后，百货店销售迅速下滑；虽然超市也难逃负增长的厄运，但是总体来说更加平稳。

图 12 日本分业态零售额增长率



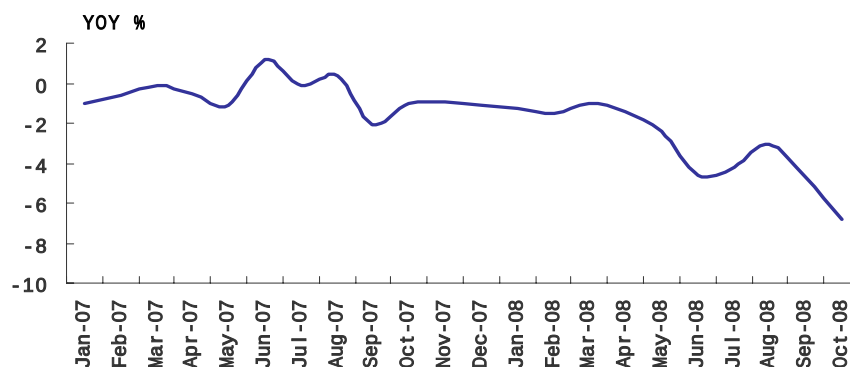
资料来源：CEIC，安信证券研究中心

3.2. 近期日本百货业：零售额加速下滑，服装是主要的下滑动力

我们采用日本的数据，是因为日本百货业协会和连锁店协会有每个月的零售数据和分品类数据，可以让我们更好的观察百货和超市消费者行为的变化及其对百货和超市企业的影响。

日本百货店协会（Japan Department Store Association）11 月 18 日公布的数据显示，10 月份全国会员企业百货店销售年比下降 9.6%，近 3 个月来呈现加速下滑的态势。10 月份服装的加速下滑不排除天气暖和的原因（这一点和中国是一样的）。

图 13 日本百货业协会企业的月度销售增长情况



注：08 年 7 月以前的数据为 3 个月的移动平均数，08 年 8 月、9 月 10 月的数据为当月数
资料来源：安信证券研究中心

日本百货店协会（Japan Department Store Association）11 月 18 日公布的数据显示，10 月份全国会员企业百货店销售年比下降 9.6%，近 3 个月来呈现加速下滑的态势。10 月份服装的加速下滑不排除天气暖和的原因（这一点和中国是一样的）。

从百货公司经营的不同品类看，我们可以发现，最先下滑的是金银饰品、女装，然后是鞋帽等身体周边商品，然后是家电家具等家庭用品。而食品和化妆品则基本保持稳定，化妆品已经连续 22 个月增长。我们注意到，家电下滑非常显著，但家电的销售占比只有 0.3%，百货企业的家电经营以高端商品为主，在竞争中不具备成本、规模和价格优势，因此，百货企业家电零售的答复下滑除了家电消费自身的下滑外，更主要的原因在于消费电子零售商和超市企业的促销和分流。

表 1 日本百货业近 3 个月的零售额的增长和不同品类的增长情况

商品类别	前年同月比(%)			10 月销售构成(%)	趋 势
	8 月	9 月	10 月		
服装	-4.3	-4.8	-9.6	40.0	连续 16 个月减少
其中：男装	-1.4	-2.6	-9	8.1	连续 7 个月减少
女装	-5.3	-4.9	-9.8	26.3	连续 16 个月减少
儿童服装	0.3	-5.7	-8.5	2.6	连续 2 个月减少
身体周边商品	-3.6	-8.8	-9.7	12.7	连续 14 个月减少
化妆品	1.2	1.2	0.6	4.9	连续 22 个月增加
金银饰品	-1.3	-6.4	-13.5	4.7	连续 20 个月减少
家庭用品	-8.9	-12.4	-15.1	4.9	连续 11 个月减少
其中：家具	-14.9	-18.2	-19.8	1.4	连续 11 个月减少
家电	-8.8	-20.6	-40.8	0.3	连续 10 个月减少
食品	-0.3	0.2	1.6	23.2	连续 2 个月增加
其中生鲜食品	-0.5	-0.5	0.4	5.3	时隔 4 个月增加
糕点	0.8	0.8	3.6	5.3	连续 22 个月增加
家常菜	0	-2.8	-1.7	5.5	连续 5 个月减少
合计	-3.1	-4.7	-6.8		连续 8 个月减少

资料来源：日本百货业协会 安信证券研究中心

3.3. 近期日本超市业：下滑动力也来自于服装

根据日本连锁连锁店协会的数据，近几个月来，日本超市总销售额略有下滑，从类别看，不同商品的抗周期性如下：食品 日用品 医药化妆品 家具家电 服装。服装中也是女装下滑最为显著。同样，服装的加速下滑也不能排除天气的原因，10 月份天气暖和，秋冬衣服的消费延期。

我们注意到，超市中的家电下滑就相对比较温和。

表 2 日本超市业近 3 个月的零售额的增长和不同品类的增长情况

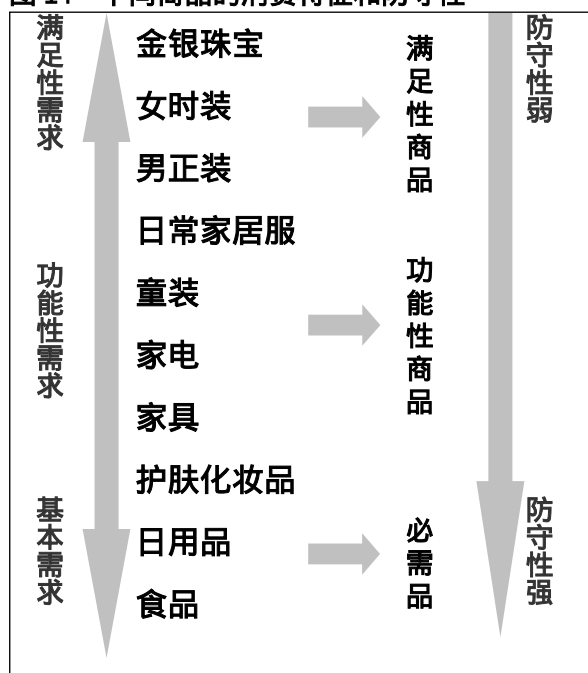
商品类别	前年同月比(%) - 店铺调整后			10 月销售构成(%)
	8 月	9 月	10 月	
总销售额	99	97.8	98.4	100
食品	100.9	97.7	101.1	62.4
其中：农产品	97.6	96.5	101.7	8.8
畜产品	103.8	102.1	104	7.2
水产品	97.3	94.5	97.6	6.2
家常菜	101.9	98.5	101.6	6.5
其他	101.7	97.5	100.9	33.8
服装	92.5	94.8	89.2	11.6
其中：男装	92.5	95.3	86.2	2.3
女装	91.9	91.5	85.5	3.6
其他服装	92.9	96.8	93	5.7
居家用品	96.5	97.8	96.3	19.7
其中：日用品	96.3	99.5	98.6	8.5
医药和化妆品	96.9	97.5	97.2	3.1
家具	93.6	98.6	91.2	3.2
家电	95.1	93.4	95.2	1.4
其他	99.3	95.6	95	3.4
服务	95.8	103.5	104.6	0.4
其他	99.6	105.1	96.6	6

资料来源：日本连锁店协会 安信证券研究中心

3.4. 分类商品零售的防守性：必需品 功能性商品 满足性商品

以上分析显示，超市和百货零售下滑的主要原因均在于服装销售的下滑，而百货下滑幅度远远大于超市，是因为百货的服装销售占比高，而消费最为稳定的食品，超市的占比高。而从日本百货企业和超市企业化妆品的消费情况分析，我们不难发现，随着人们生活水平的提高，护肤化妆品已经成为必需品，消费弹性很低，具有很好的防守性。

图 14 不同商品的消费特征和防守性



我们将消费者购物的需求分为基本需求、功能性需求和满足性需求，食品、日用品和护肤化妆品等产品以满足最基本的需求为主，我们称为必需品，而金银珠宝、女时装主要满足消费者对个人价值、身份等产品附加价值的需求，我们称为满足性商品，居中的家具家电童装等产品主要以功能性消费为主，我们称为功能性商品。在经济低迷期，消费者缩减开支，首先削减的是具有最高消费弹性的满足性商品。

3.5. 零售业态的防守性：超市 家电连锁 百货

日本和美国的数据非常清晰的显示，超市相比百货行业具有更好的防御性，在行业景气下滑时，几乎没有百货公司能够幸免。而家电连锁企业，如美国市场所证明的，行业分化最为显著，战略得当的强势企业，市场份额上升显著（如果宏观形势确实很差的话，短期内也可能出现同店下滑的情况），因此，总体情况要好于百货业。

4. 谁能笑傲寒冬：百货公司也有相对稳健的品种

如前所述，百货公司可能是受到冲击相对最重的板块，但这并不意味着我们要全盘放弃百货公司，这主要是因为，在数量众多的百货公司中，也有一些相对稳健的投资品种。

我国百货公司数量众多，业态差异较大，是零售上市公司的主要业态。我国的百货公司，和美国公司也有很大的区别，部分公司的多业态经营的格局已经形成，在经营模式上也与美国有很大的区别。我国百货公司基本呈现区域化竞争态势，部分公司经营杠杆、经营机制和经营策略也有很大差异。因此，我们对百货公司进行专门的讨论。

4.1. 基本观点

对于百货行业，我们认为：

- 百货业将在危机中遭受较大冲击，并且可能持续相当长的时间。
- 从美国和日本的数据看，我国百货业同店增长下滑 5%-10% 左右是有可能的。美国百货业的同店增长已经下滑 6 个季度，而中国百货业的向下拐点才刚刚开始。
- 在联营的模式下，大部分百货公司并没有很大的经营风险，因此，相对而言，抗风险能力更强一些。和国外的百货公司不同的是，我国百货公司大都为联营模式。
- 百货企业加速分化，新店培育期加长。上游经销商面临成本压力，可能会缩减部分网点投入，集中资源投入到产出比人高的网点中，这会加剧零售行业的分化，新的百货门店将面临更长的培育期。
- “百+超”的零售企业，所受的冲击比纯粹的百货公 588 司要好。
- 百货业整体盈利将下滑，前期经济高涨时高成本扩张的公司将首先成为裸泳者。
- 建议关注物业成本较低、区域控制力强、拥有区域最好网点、成长期门店较多和“百+超”组合业态的公司，如东百集团、合肥百货、银座股份、欧亚集团等。
- 建议回避经营杠杆较高、市场地位下滑、前期扩张太快、财务压力过大的公司。所谓经营杠杆高，主要是那些租金费用较高的企业，可以用租售比这一指标来衡量。

4.2. 选股思路

4.2.1. 选择“百+超”多业态平衡发展的公司

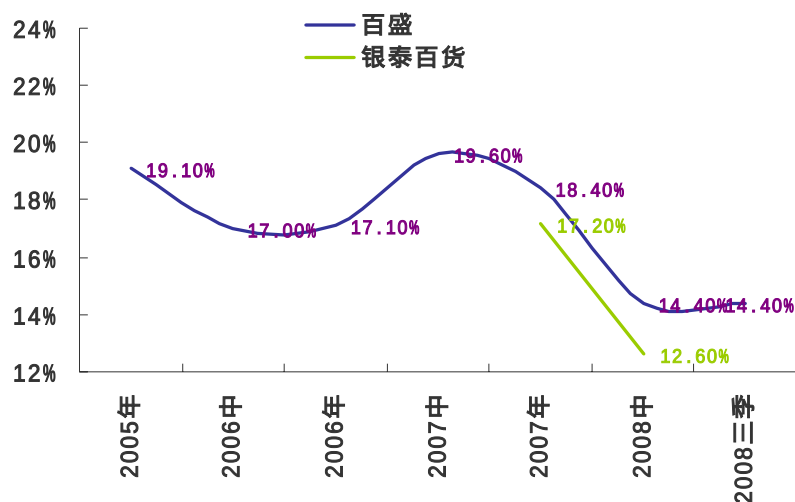
具体原因，如前所述。百货公司中超市业务收入占比超过 30% 的公司有银座股份、合肥百货、鄂武商和欧亚集团。

4.2.2. 选取成长性门店占比高的公司

4.2.2.1. 国内百货店同店增长要好于美国

从百盛和银泰的同店增长来看，05 年-07 年销售收入的同店增长都在 17% 以上，要高于美国百货公司的同店增长水平。

图 15 国内百货店同店增长情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

国内百货店的同店增长要好于美国，在经济景气时如此，在景气下滑时，同样如此，这主要是因为：

(1) 成长期门店占比高。如百盛的门店 70% 以上属于开店未满 5 年的门店，还处在培育期和成长期，同店增速较高。同店增长考察的是连续经营至少 2 个完整年度的门

店的增长，而事实上，大部分百货公司门店的培育期都在 2 年以上。并且很多门店处在新商圈中，从开业到成熟可能需要 5 年以上的时间，浦东第一八佰伴、正大广场都是这样的案例。刚开业门店、开业 2-5 年门店、开业 5 年以上的门店同店增长率差异较大，一般而言，开业 5 年后，增长趋于稳定，开业 2-5 年，增长往往较高。我们把开业 2 年以内的门店称为培育期门店，2-5 年的门店称为成长期门店，开业 5 年以上为成熟门店。美国百货公司经过数十年的发展，已经比较成熟，门店总数通常都在 100 家以上，尽管也有新开门店的加入，但成长期门店占比较小；

(2) 消费者行为的变化不一样。在这次次债危机中，习惯“借钱消费”的美国消费者，其消费行为受的冲击最大，美国消费者也需要修复其个人的“资产负债表”，改变消费习惯。而中国消费者仍然保持着量入为出的消费习惯，我们认为在消费信心下滑、收入增长预期下降的情况下，中国百货店同店增长将不可避免地下滑，但是不太可能出现类似于美国的急剧负增长的情况。

(3) 百货公司同店增长可能下滑 5-10%。鉴于以上分析，我们认为，我国百货公司经历了 4 年的高景气后，09 年出现同店下滑 5%-10%是有可能的。部分成长期门店较多的公司，整体同店增长依然将依然为正，如东百集团、合肥百货等。

4.2.3. 选取经营杠杆比较低、经营利润率比较高的公司

我们对重点百货公司的利润表进行了分析。我们认为，经营利润率(毛利率-销售费用率-管理费用率-财务费用率)的高低反映了这一公司从盈利到亏损的安全边际。经营利润率越低的公司，盈利下滑的压力越大，安全边际也越低。

而从费用构成看，我们认为，“租金+折旧+摊销”，基本反映了该公司物业成本和收入的配比情况。我们认为，一般而言，物业成本占收入的比重以不超过 4%为宜，显然，广百、大商的物业成本较高，东百随着 09 年东百商场装修费的摊销结束，物业成本占收入的比有望回到 3.8%以下。

另外，租金和人工是相对比较刚性的成本，折旧、摊销虽然也影响利润，但对经营性现金流量的影响不大。显然，拥有较多人员负担的百联、大商这样的国有商业企业，在景气下滑时，面临不利的高成本压力。

表 3 百货类上市公司成本和费用情况

		08 年前三季度				07 年全年							
		毛利率	经营费用率	财务费用率	经营利润率	经营费用率	人工	租金	折旧	摊销	租金+折旧+摊销	水电费	其他
发达地区的连锁百货公司													
上海	百联股份	28.0	17.8	2.8	7.3	17.5	6.4	n.a	2.8	0.7	n.a	0.0	n.a
广东	广州友谊	24.2	11.5	-0.5	13.2	11.6	4.6	2.1	1.2	0.2	3.5	1.2	2.6
广东	广百股份	22.0	14.1	0.2	7.7	16.1	4.4	3.8	0.7	0.8	5.3	1.4	5.7
福建	东百集团	24.5	11.4	2.5	10.6	10.8	2.7	0.0	2.4	2.0	4.3	0.0	5.7
全国连锁百货公司													
	王府井	19.6	13.3	0.4	5.9	11.8	4.7	1.9	0.9	0.7	3.6	1.3	3.0
百货+超市(+家电)													
湖北	鄂武商 A	20.0	13.4	0.8	5.8	12.5	4.7	2.0	1.3	0.5	3.8	1.4	3.2
长春	欧亚集团	16.5	10.0	0.7	5.9	10.6	2.9	0.2	1.9	0.4	2.4	2.1	3.5
安徽	合肥百货	16.7	10.8	0.5	5.3	9.0	3.1	1.0	1.4	0.3	2.7	1.0	2.6
山东	银座股份	18.5	12.4	0.8	5.2	10.6	3.2	2.2	0.8	0.7	3.7	1.6	2.8
重庆	重庆百货	15.8	11.9	0.2	3.8	12.4	4.2	1.4	1.7	0.1	3.3	1.5	3.5
东北	大商股份	18.8	16.5	0.9	1.4	14.8	5.3	2.6	1.5	0.5	4.5	1.8	3.6

资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：人工、租金等成本根据公司财务报告中公布的“支付的其他与经营性活动有关的现金”项目，东百租金为 0 是因为元洪购物中心的转租收入基本能够覆盖租金支出。

我们认为广州友谊、东百集团、王府井、欧亚集团、合肥百货、银座股份为同类上市公司中目前费用控制相对较好的公司。

4.2.4. 选取区域经济较好的公司

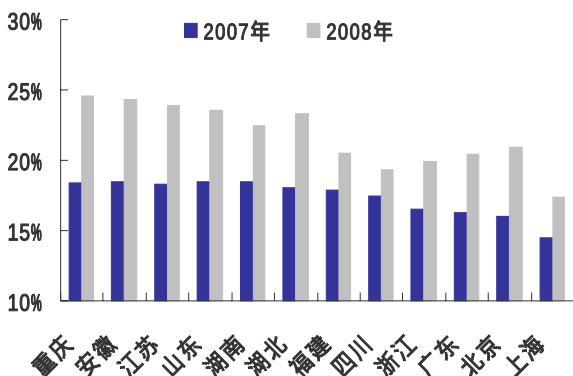
由于中国地区之间发展不平衡，历史原因、运输成本、地方保护等造成的地区壁垒使百货和超市公司仍然以区域为主，尚未出现真正意义上的全国性零售企业。现阶段我们选择区域主要考虑以下两个因素：一是商业增长的空间；二是受经济危机冲击的力度和传导时间。

从与上市公司有关的区域 07 年全年和 08 年前三季度社会消费品零售总额的增速来看，重庆、安徽、江苏、山东、湖南、湖北、福建等地要好于上海、北京、广东、浙江等地。发达地区省份尤其是一线城市第三产业占 GDP 的比重很高，第三产业中批发零售业比重也高，因此总量增长的空间相对较小，单业态或者企业的增长主要来自于对现有市场份额的争夺。而中部和西部重点省份由于承接部分产业转移，人均 GDP 和人均可支配收入增速较快。

从 08 年前三季度单季度人均可支配收入的复合增长率来看，福建、湖北、山东、四川、重庆、安徽等地要好于浙江、广东、北京、上海等地。

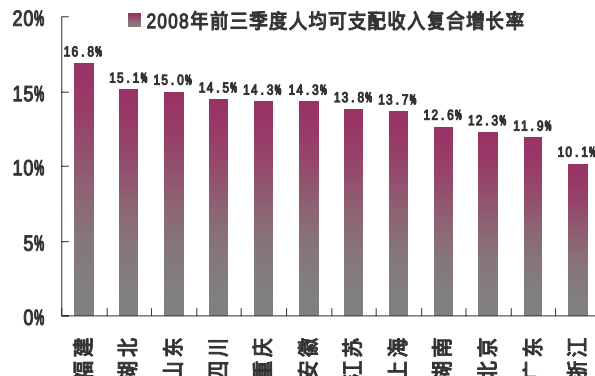
总的来说，我们认为福建、安徽、湖北、湖南、山东、四川等地零售业的发展趋势要好于其他省份。

图 16 部分省份社会消费品零售总额增速



资料来源：CEIC，安信证券研究中心

图 17 部分省份人均可支配收入增长



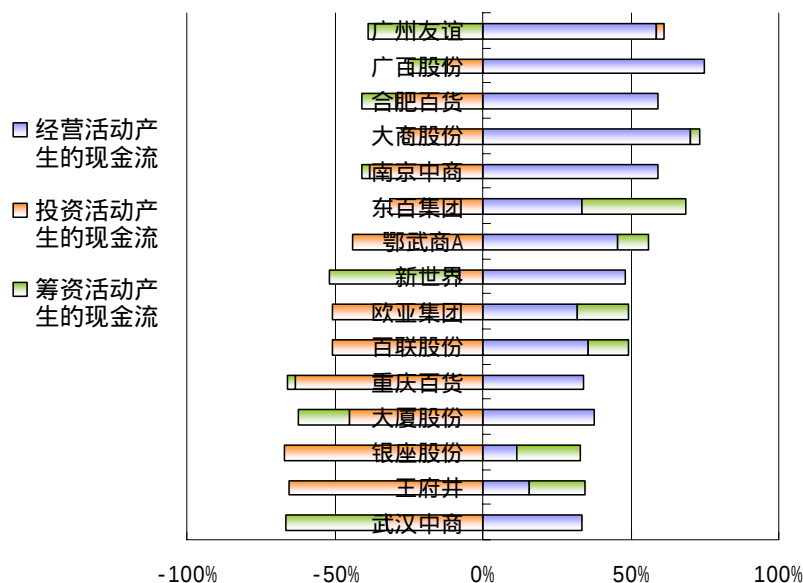
资料来源：CEIC，安信证券研究中心

4.2.5. 选择 08 年投资比较稳健的公司

可以看出，银座股份 08 年扩张很快，导致经营性现金流和筹资现金流均难以满足其投资需求，同时也意味着 09 年将增加不菲的固定资产折旧和费用摊销；王府井短期内现金流量异常主要为购买王府井大厦股权先行垫付资金导致短期贷款和投资支出短期内增加很多，可分离债融资尚待审批。从另一个极端来看，广州友谊主要依靠内生增长，08 年无投资支出、无融资需求，筹资现金流负为发放股利导致，手握大量现金但外延增长不足。

我们认为处于图中中上端的公司现金流较为充沛和安全，08 年投资较为适中和稳健。09 年新增折旧和摊销的压力较小。如新世界、鄂武商、东百、南京中商、大商、合肥百货、广百股份等。

图 18 百货类上市公司 08 年三季报现金流情况



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

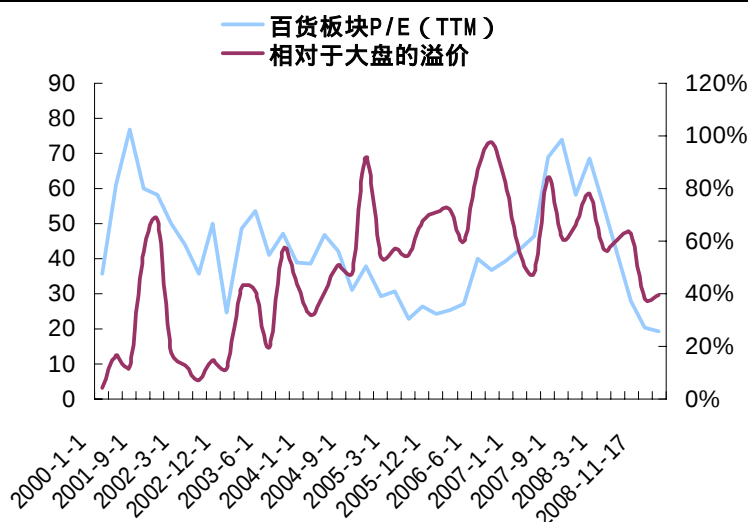
4.3. 推荐组合——主推二线百货股

综合以上对于区域、业态、费用的分析，我们推荐以下公司：

- 区域增长空间大、竞争比较缓和、多业态发展的区域零售龙头：合肥百货
- 区域经济稳定、管理机制和费用控制良好的民营连锁百货：东百集团
- 关注：具有良好的发展前景，但未来 2 年扩张较快，费用压力较大的公司：银座股份、王府井和鄂武商

4.4. 板块估值已经具有一定吸引力

图 19 百货自选板块历史绝对估值和相对估值



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

从我们自选板块百货类上市公司的历史估值水平看（2000.1.1-2008.12.1），绝对估值已经处在历史最低水平，相对于大盘（全部 A 股）的估值溢价在 40% 左右。

5. 谁能笑傲寒冬：武汉中百和步步高

就超市板块，我们的观点是：

- 相对而言，我国超市上市公司的防守性可能比美国超市公司略差一些，主要原因在于超市上市公司的百货业务普遍较弱，很难形成对百货公司的替代；相比而言，街边小店、服饰市场对百货公司的替代性会更强一些；
- 排除物价因素，优秀的超市公司基本能够保持 5 % 以上的同店增长；
- 我国超市公司还处在业态替代和市场整合的发展初期，未来发展空间还很大，因此，区域龙头公司的扩张空间依旧很大；
- 明年上半年，超市公司同店增速将有所下滑，甚至为负，主要原因在于 C P I 特别是食品 C P I 的下滑以及食品安全危机的影响，但不改变发展趋势；
- 尽管食品 C P I 下滑以及尽管销售压力在加大，但在 08 年完成融资的超市公司武汉中百、步步高、新华都，其实均面临更好的低成本扩张机遇，无论是租赁物业、门店装修都将更加低廉。而宏观环境的恶化，将加速行业的优胜劣汰，现金充沛的企业将有更好的收购机会，包括进行异地并购扩张的机会。
- 投资排序为武汉中百和步步高。超市公司目前还面临高估值压力，明年上半年食品 CPI 的大幅下滑甚至为负将对业绩有较大影响，因此，明年上半年可能是更好的投资机会。

6. 谁能笑到最后：苏宁电器

- 目前的宏观环境对家电连锁企业而言，是比较严峻的。苏宁电器的同店增长在今年 4 季度和明年上半年可能出现负数，09 年盈利增长可能进一步下滑，我们估计，偏于悲观的预测，苏宁明年可能只有 20% 的增长；
- 深圳房地产在降价后的放量表明，房地产市场的需求还是非常旺盛的，而廉租房的大量建设将形成对家电的刚性需求；
- 和美日成熟国家家电消费电子的需求更多的是一种更新需求不同的是，我国在三四线城市还存在大量的新增需求，包括新婚家庭、新就业人口对家电的需求；因此，美日国家家电消费电子需求的弹性要更大一些；
- 未来 2 年，可能是苏宁超越国美的好时机，“国美事件”使竞争形势进一步向有利于苏宁的方向发展。
- 需求面的下滑，对苏宁的负面影响也要好于国美。这主要是因为，国美租售比更高，这意味着更高的经营杠杆，在需求下滑时，面临更大的利润下滑压力。前 3 季国美租售比达到 4.13%，远远高于 07 年前 3 季的 3.51% 和 07 年全年的 3.70%。苏宁 08 年中期的租售比为 3.46%。加上资金压力，国美未来 1 - 2 年，关店的压力可能较大；
- 只要苏宁的行业地位继续上升，短期的业绩增长下滑并不可怕，作为产业链中具有强势地位的垄断寡头，可以给予一定的溢价。我们维持对其买入的投资评级。

表 4 零售行业估值一览表（股价日期为 2008.12.21）

证券 代码	公司 名称	现价	每股收益(元)			市盈率(X)			最新 评级
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
专业连锁									
002024	苏宁电器	13.95	0.49	0.83	1.07	28	17	13	买入-B
大卖场与超市									
000759	武汉中百	7.9	0.22	0.31	0.42	36	25	19	增持-A
002251	步步高	33.79	0.91	1.3	1.65	37	26	20	增持-B
002264	新华都	13.47	0.68	0.6	0.76	20	22	18	中性-A
百货商店									
000417	合肥百货	8.89	0.27	0.32	0.43	33	28	21	增持-A
600693	东百集团	9.37	0.23	0.41	0.53	41	23	18	增持-B
000501	鄂武商	5.85	0.31	0.34	0.42	19	17	14	增持-B

资料来源：安信证券研究中心

注：新华都和步步高的 EPS 均为全面摊薄后的数据

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA，毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008 年 3 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034