

在严冬中寻找春播需要的种子

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《浪里淘沙始见金》

2008/12/25

《大商股份、华联综超调研快报和近期零售业调研心得》

2008/12/09

《不要把蜜月当成日子》

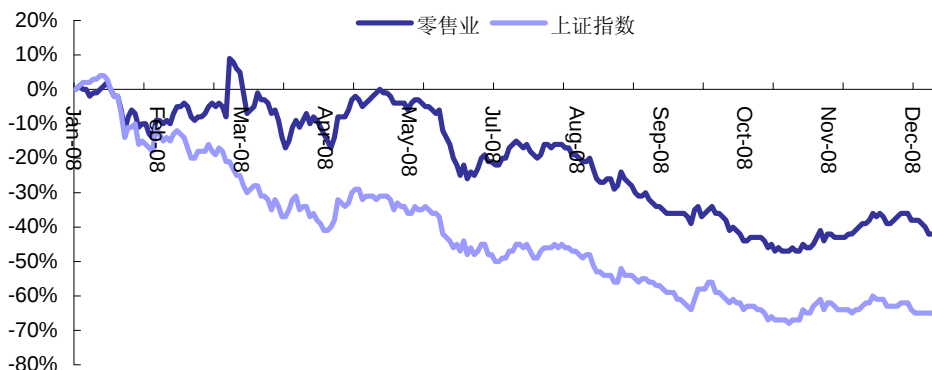
2008/10/06

《谁才是百货 A 股的三好学生》

2008/10/17

- 考虑到经营压力的加大，我们预计 2009 年大规模的促销将成为销售的常态，考虑到促销对销售的刺激，我们估计 2009 年零售上市公司平均销售增速将在 2008 年增长 25% 的基础上大幅下滑，乐观在 10%-15%，悲观在 10% 以下。
- 由于收入对利润的杠杆化拉动效应在 2009 年完全消除，我们认为 2009 年零售上市公司的业绩增速下滑幅度更大，即使考虑部分公司的利润调节，我们仍认为零售上市公司利润平均增速将从 2008 年的 30% 以上下降至 10-15%，与 09 年收入增速基本齐平。
- 由于盲目扩张带来的库存压力加大造成的供求关系严重失衡，我们认为 2009 年供应商的压力比零售商压力更大，部分强势零售商盈利能力或许受到冲击较小，这点是零售股业绩分化的主流，同时也有必要提示投资者注意部分品牌供应商如部分品牌服装企业的业绩波动风险。
- 由于业态、区域和管理水平等的巨大差异，我们认为明年零售上市公司业绩表现将出现显著分化。我们有必要加强对优质公司尤其市产业整合者的关注程度，原因在于行业的低谷实际为其实现低成本整合提供机遇，而由此也为其在行业复苏中实现超额增长提供基础。
- 相对行业 2009 年的不景气，我们认为零售业目前的估值却已过度反映了大家的悲观预期，因此，由于估值先行见底和零售股个体业绩表现差异等因素将带来局部性投资机会。其中，超预期业绩增长、体制性变革和并购重组三类投资机会值得关注。
- 我们认为此次调整仅仅是行业上行周期中的一个小波折，其并不影响我们对我国零售业长期处于黄金发展期的判断。同时，我们也相信零售业相对高成长性、防守性并没有得到显著减弱，而其在金融危机中的承受能力和恢复能力均不可小视。

最近 52 周股价表现



分析师
 吴红光
 0755-8249 2069
 wuhg@lhqz.com

行业公司跟踪和研究压力加大

从 2008 年中期以来，考虑到统计数据等的滞后效应，我们加强了对行业与公司的跟踪力度。通过对全国大部分区域的实地调研，我们认为消费形势确实不容乐观（具体参见我们《不要把蜜月当日子》、《浪里淘沙始见金》等系列报告），2009 年零售行业两极分化将比以往更为明显，因此，加强对公司的调研和跟踪力度是我们研究员明年的工作重点，研究压力实际在加大，原因在于寻找投资机会和规避地雷的难度在明年将更大，这点是我们希望大家能够提醒大家注意的。根据调研和沟通的情况，我们重新整理下我们对零售行业 2009 年整体投资策略的观点：

经营压力加大，收入对利润杠杆化拉动效应消失

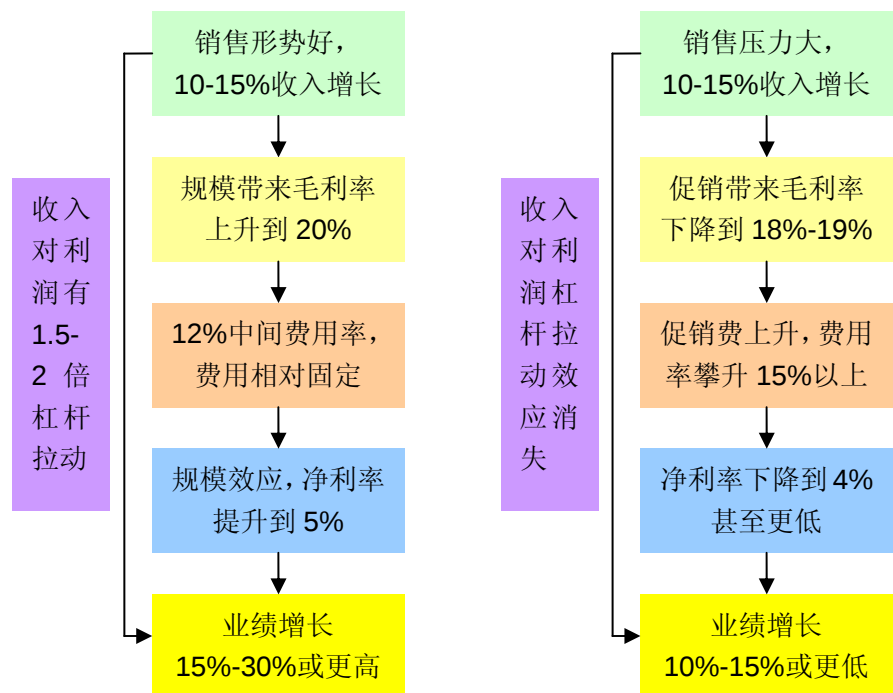
零售公司平均利润增幅下滑幅度高于收入增幅下滑幅度

我们认为 2009 年是此轮零售调整周期底部，但何时复苏却取决于政府能否出台更多实质性提振居民收入和社保的政策。由于 2008 年基数太高，我们认为 2009 年零售销售增速将大幅回调，其中，由于 2008 年 4 季度销售已开始疲软，因此，2009 年 4 季度的零售增长压力相对较小。相对 2008 年 4 季度开始的大规模促销活动而言，明年促销将成为拉动销售的常态，但即使如此，由于居民对收入预期的下降，我们经验估计 2009 年零售上市公司平均销售增速将在 2008 年增长 25% 的基础上大幅下滑，乐观在 10%-15%，悲观在 10% 以下。由于收入对利润的杠杆化拉动效应在 2009 年完全消除，我们认为 2009 年零售上市公司的业绩增速下滑幅度比收入下滑幅度更大，即使考虑部分公司调节利润（即在 2008 年 3、4 季度通过调节费用压低业绩，但在 2009 年释放业绩平滑业绩波动），我们仍认为零售上市公司利润平均增速将从 2008 年的 30% 以上下降至 10-15%，与 09 年收入增速基本齐平。

图 1：零售商收入对利润杠杆化拉动效应

2008 年以前收入对利润的杠杆化拉动

2009 年收入对利润杠杆化拉动



资料来源：联合证券研究所整理

零供关系重塑，供应商压力比零售商的压力更大

盲目扩张带来库存压力，并造成供求失衡加重，供应商压力明年加大，零售商则相对受益

由于盲目扩张和对市场形势急转之下的误判，库存压力加大造成供求关系严重失衡趋势加重，我们认为 2009 年供应商的压力比零售商压力更大，部分强势零售商盈利能力或许受到冲击较小，这点是零售股业绩分化的主流。以服装专卖为例，由于服装订货大部分都是提前将近 1 年进行，2009 年订货会是在 2008 年 4 月左右就结束了，而其参考的实际是 2007 年全年销售，因此，形势急转直下无疑将使得明年服装供应商的销售压力加大，因此，其对百货商依赖度比以往都强，其促销压力比百货商也更大，因此，在促销过程中打折让利的损失更多是由供应商承担，由此将造成零售商在小利润分配中的优势地位增强，而部分供应商盈利能力将大幅下降，这点需要提醒大家应该注意。我们还提醒投资者注意最近两年网点扩张过快的品牌专卖公司的业绩风险这些公司有可能比大家预期低很多，或许就是地雷。

业绩参差不齐，两极分化凸显产业整合者的潜力

我们认为明年零售上市公司业绩表现将出现显著分化，因此，我们有必要加强对优质公司尤其市产业整合者的关注程度，原因在于行业的低谷实际为其实现低成本整合提供机遇，而由此也为其在行业复苏中实现超额增长提供基础。这种分化原因来自 3 个方面：

市场、超市整体表现较好，百货和品牌专卖存在分化

■ **业态差异：**家电和家具成为受冲击最大的品类，由此造成整体行业销售下降，行业系统性风险仍在积聚，所以我们需要提醒大家注意家电连锁企业的行业性风险；而超市受到冲击相对较小，其中，大型综合超市表现更好；百货商分化严重，优质公司有望在低谷中通过低成本整合为未来高成长奠定基础，这些公司是我们需要关注的；品牌专卖类企业由于品类销售表现巨大差异而获得取得不同结果。其中，由于国际一线化妆品、珠宝、手表、中高端服装专卖商受到冲击最大，而体育用品、鞋类专卖商尤其是品牌优势强的专卖商由于消费弹性较低反而仍保持较高增长；部分市场经营企业由于销售品类为必需品其受到的冲击更小如农产品市场等。

二线区域如四川、吉林、河南等值得重点关注

■ **区域差异：**从人均居民可支配收入、消费支出和零售额增长三大指标，在 2009 年，我们认为二线区域如河南、四川、山东、吉林、安徽、湖南、湖北等区域零售市场表现将明显强于一线区域如上海、广东和北京，因此，部分在二线区域经营的零售公司压力相对较小。

扩张战略与行业周期是否匹配是零售商分化的重要原因

■ **管理差异：**由于各零售商对行业判断的差异，造成各公司的战略行为与行业周期匹配存在巨大差异，由此造成业绩波动程度相距甚远。如在行业高峰期快速扩张公司明年压力将更大，不仅资金流紧张，且业绩也将大幅下挫。而部分专业水平高的公司，由于 2007、2008 年在行业泡沫期有效控制扩张节奏，因此规避了系统性风险，现金流充沛为其在行业低谷期扩张提供机遇，如王府井和成商集团就是明显的例子。

拨开消费迷雾，我们需在严冬中选择春播的种子

相对行业 2009 年的不景气，我们认为零售业目前的估值却已过度反映了大家的悲观预期，因此，估值先行见底和明年零售股个体业绩表现差异等因素将带来局部性的投资机会。根据我们对零售周期的研究和对行业的调研，我们认为明年零售业的投资机会实际来自三个方面：

公司业绩表现差异是我们挖掘投资机会的主流

■ **业态、区域和经营差异造成的局部机会。**这是我们挖掘机会的主流，由于前文所说的个体差异，我们认为零售公司的业绩表现存在较大分化，部分优质公司仍能获得超越行业的增长，其中，超市类公司如联华超市（HK0980）、物美商业（HK8277）、武汉中百（000759）、步步高（002251）新华都（002264）等都将获得较高业绩增长。但相对本土经营的超市 H 股，本土超市 A 股估值偏高，由此也降低其投资收益预期；百货公司分化将非常严重，其中，我们看好网点分布在优质二线区域、管理能力突出的如王府井（600859）、成商集团（600828）、欧亚集团（600697）、大商股份（600694）等公司。对于家电连锁企业，我们认为系统性风险在个股上仍没有得到充分释放；而对于部分品牌专卖类公司而言，由于体育用品和鞋类的销售从调研上看仍取得超额增长，因此，如百丽国际（01880HK）、达芙妮（00210 HK）、安踏体育（02020HK）、李宁（02331HK）等都值得关注；而部分经营必需品的市场经营类公司如农产品（000061）也值得投资者注意。

治理改善在明年会成为部分公司业绩释放的动力

■ **企业治理的改善带来的投资机会。**作为竞争性行业，上市公司治理实际对公司业绩的影响在零售业中表现最为突出。根据我们对百货 A/H 股的盈利能力对比，我们认为本土百货 A 股业绩受制于治理因素的压制仍然非常严重。因此，考虑到部分公司股权激励等治理改进，我们认为其也将带来显著的投资机会如大商股份（600694）、南京中商（600280）等。

存在并购带来的交易性机会，但难以把握且风险较大

■ **产业资本收购带来的交易性机会。**产业资本频繁举牌实际预示我国零售股进入相对安全的价值区域，由于大部分公司零售资产重置成本价值高于账面价值，由此带来的交易性机会将日趋增多。其中如商业城（600306）等公司也值得关注，但是我们需要提醒投资者由于重组不确定性强，我们需要注意其中的巨大风险。

不应过分悲观，本土零售业仍处于黄金发展时期

我们研究韩国、美国和日本历史上的消费增长黄金发展时期，可发现一个显著的规律是当人均 GDP 在 1000-6000 美金区间时，是该国消费增长的黄金时期。

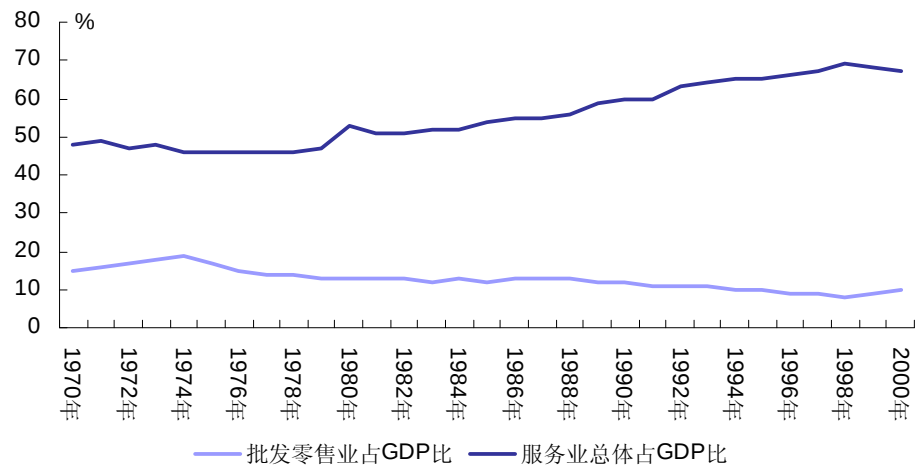
韩国工业化期间消费增长最快

韩国工业化期间是该国零售业发展的黄金时期

韩国工业化期间即（1970-2000 年）是韩国消费增长发展的黄金时期，1980-1985 年，韩国人均 GDP 从 1679 美元上升到 2369 美元，其城镇消费支出增长率达到 12%，而 1985-1990 年，当其人均 GDP 日趋增大并于 1990 年达到 6000 美金后，其城镇居民消费支出年均增长率则近 17%。这实际表明居民消费支出与人均 GDP 的相关性如此密切，也表明伴随我国城镇居民消费支出正处于

快速增长期的初级阶段，后续增长空间巨大。

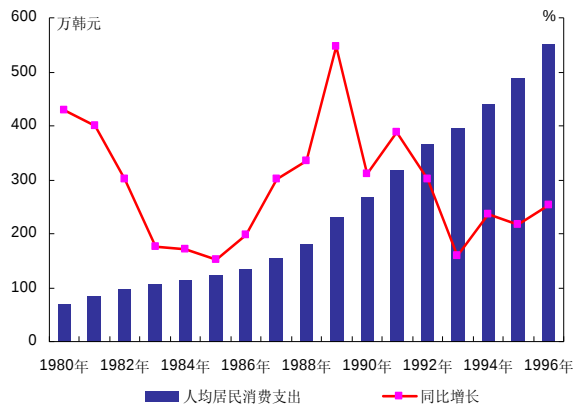
图 2：韩国工业化期间批发零售业表现对比



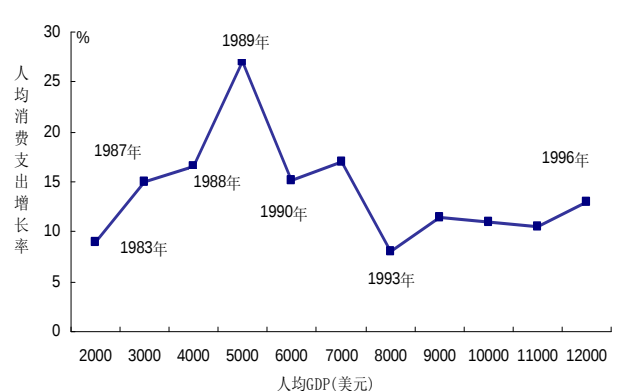
资料来源：中国统计局，Korea National Statistical Office，联合证券研究所整理

图 3：韩国居民消费支出及其与人均 GDP 的相关关系

居民消费支出及增长率



人均 GDP 对应的居民消费支出增长率



资料来源：中国统计局，Korea National Statistical Office，联合证券研究所整理

美国居民消费增长的历史表现

人均 GDP 低于 6000 美金是美国消费支出增长最快时期

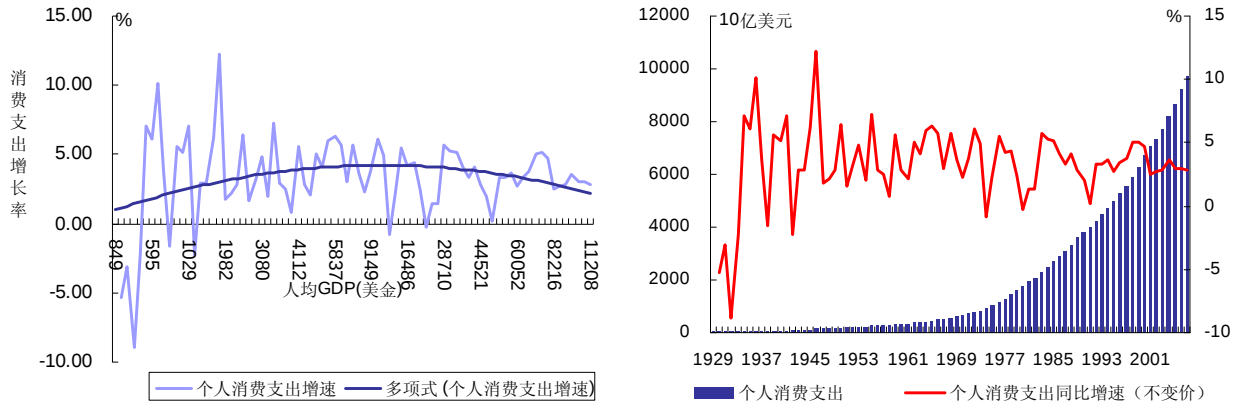
美国的居民消费支出也再次证明人均 GDP 和消费支出的密切关系，1946 年美国人均 GDP 在 1804 美金时，其消费支出增长率达到 12% 以上；在人均 GDP 低于 6000 美金时，其实际是美国消费增长的黄金发展时期，其后其消费支出增长开始呈现下滑趋势。

同时，我们也可对金融危机对居民消费的实际影响有所感悟。美国历史上几次大的金融危机分别在 1929 年、1987 年和 1997 年，但这几次大的金融危机中居民消费承受能力和恢复速度其实比大家预期要高，且冲击程度逐次降低。1929 年金融危机发生，此次调整历经 5 年，美国居民消费支出在 1930-1933 年分别下降 5.3%、3.1%、8.9% 和 3.3%，下降幅度均低于同期 GDP 增速，但 1934 年开始复苏，居民消费支出增长率达 7.1%。这其实显示消费防御性特征是比较显著的。

1987 年和 1997 年的金融危机对消费打击相对前次显得微不足道，居民消费支出增长虽略有下降，但仍保持小幅增长。这也可以从 1947-2007 年美国零售业与 GDP 增长对比上可窥一斑。长期以来，在长达近 80 年的经济历史中，美国零

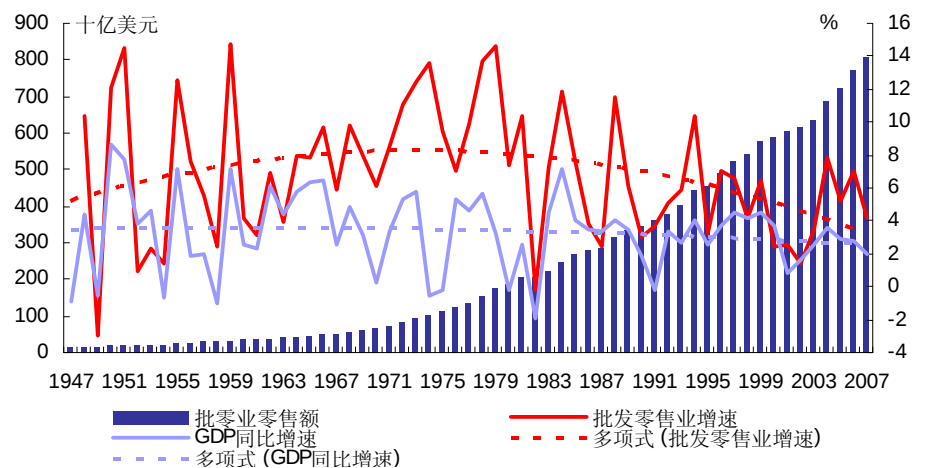
零售业增长总体上均超越了 GDP 增长，这再度印证零售业具有相对高增长和良好防守性的特征。

图 3：美国 1929-2007 年消费支出增长



资料来源：BEA，联合证券研究所整理

图 4：1947-2007 年美国批发零售业与 GDP 增长对比



资料来源：BEA，联合证券研究所整理

我国零售业仍处黄金发展期

我国正处于消费增长启动阶段，不应过分悲观

综合对韩国和美国历史消费增长数据的分析，我们认为我国目前正处于消费增长的启动阶段，其未来消费增长应可以持续 10 年甚至更长，对我国消费和零售业过度悲观均存在极大的风险。目前我国服务业占 GDP 比重仅为 40%，批发零售业占 GDP 比重为 7.28%，而韩国服务业占 GDP 比重在 40% 时，其批发零售业占 GDP 比重已达 15% 以上。我国目前人均 GDP 2763 美元，如按照 1970 年美元计算，其仅为 500 美元不到，从美国、台湾和韩国的经验看，其仍然处于消费增长的启动阶段，因此，其后续快速高增长仍可持续相当长时间。

金融危机打击不如市场想象般严重

我们认为此次调整仅仅是行业上行周期中的一个小波折，其并不影响我们对我国零售业长期处于黄金发展期的判断。同时，我们也相信零售业相对高成长性、防守性并没有得到显著减弱，而其在金融危机中的承受能力和恢复能力均不可小视。美国 1929 年的金融大危机对其打击也仅持续 5 年，而后续周期性特性则并不显著或者说很短。对比此次金融危机，我们认为其对本土零售业打击也并不如大家想象的那样巨大，其增速在长期类超越 GDP 增速仍然可以预期。

图 5：我国批发零售业占 GDP 比重与第三产业占 GDP 比重对比

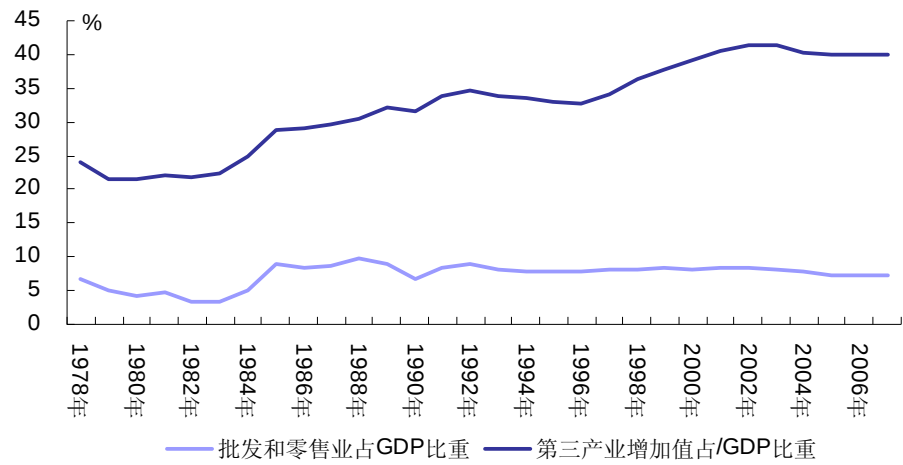
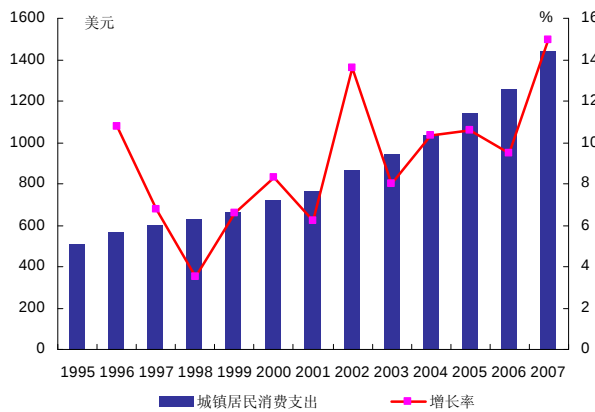
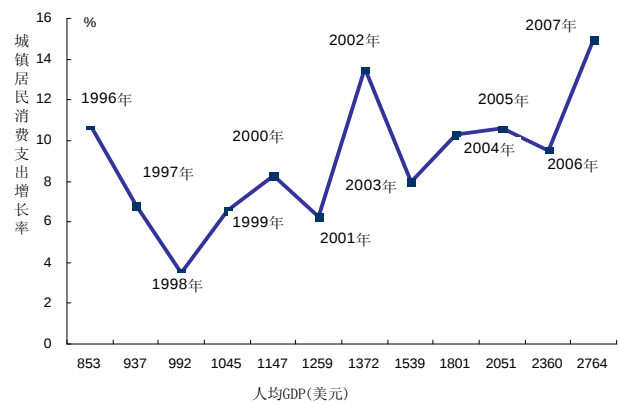


图 6：我国居民消费支出及其与人均 GDP 的相关关系

居民消费支出及增长率



人均 GDP 对应的居民消费支出增长率



资料来源：CEIC，联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。