

零售业

—寻找行业长跑型选手

投资评级 推荐

投资要点:

■ 总体上我们认为零售行业经历了景气高点增速将放缓,未来 1—2 年社会消费品零售总额实际增速(扣除 CPI 后)难以逾越此次高点,其逻辑主要有三点:第一,世界经济和中国经济进入调整期,经济放缓和下滑难免影响消费增长,中国零售业反应略微滞后,但趋势明显;第二,零售业细分业态销售数据更为灵敏;第三,在限额消费品批发和零售中,石油及其制品占比较大,考虑到国际原油价格大幅下跌国内零售油价下调的可能,限额消费品批发和零售总额增长必将受影响。

■ 我们一直认为中国作为一个大国,应该依托广阔的腹地、丰富的自然资源和人口优势,经济增长从投资拉动和出口依赖转型内需带动为主,而促进内需最关键要藏富于民,可以通过外汇储备注资社保基金的方式,提高社保资金结存余额,提高国内民众社保支出扩大保障范围、大幅减免高等教育费用,打消民众的消费顾虑,从而带动经济全面可持续发展。

■ 1997 年亚洲金融危机之后,香港零售业明显萧条,零售总销货下降、就业人数减少、零售楼宇租金下滑以及零售企业盈余降低,在金融危机期间,代表必要消费品的食品和烟酒类(超级市场除外)和超级市场零售价值指数略有下降但幅度很小,而代表需求弹性较大的百货业波动比较大。中国大陆跟香港情况可能有所差别,内部人口众多腹地广阔,保持经济增长回旋余地更大。

■ 对 2009 年零售行业我的看法:第一,2009 年零售业综合毛利率下行,区域型零售龙头上市公司的毛利率表现好其他零售业上市公司;第二,不考虑估值的情况下,我们认为超市业要好于百货业(特别是中高端百货),百货业要好于家电连锁业;第三,行业低谷期也是行业整合期,集中度继续提高;第四,在预计 2009 年零售业上市公司同店增长 4—8%(中性预测)。

■ 2004—2005 年熊市期间 A 股零售公司动态 PE 在 10—17X 之间,超市类上市公司估值居于高端;2004 年 A 股零售公司估值高于香港零售业公司,但在 2005 年估值下滑,港股估值相对稳定,A 股和港股之间估值差距缩小。

■ 经上述分析,2009 年给予零售行业“推荐”评级建议标配,从时点上看一二季度之间可能是股价低点,重点配置两类上市公司并关注改进空间大的上市公司,寻找行业的长跑型选手。重点配置质地良好的超市类上市公司,如武汉中百和步步高;重点配置具备垄断优势区域零售龙头,如合肥百货、银座股份,关注改进空间大的上市公司,如成商集团和百联股份。

2008 年 12 月 12 日

主要数据

行业指数	1879.21
上证指数/深圳成指	2018.66/7279.15
公司家数	108
总市值(百万元)	373043.88
流通市值(百万元)	197193.52

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 郑建伟
电 话: 021-51097188-1861
电 邮:
联系人: 朱厚中
电 话: (86-21) 51097188-1853
电 邮: zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:

目 录

一	促进内需任重道远	4
1.1	社会消费品零售总额名义和实际增长环比下滑，行业经历景气高点	4
1.2	促进内需任重道远，当藏富于民	5
二	2008 年零售业前景展望	6
2.1	1997 年金融危机之下的香港零售业回顾	6
2.2	2008 年零售业前瞻	7
2.3	行业估值探讨和投资策略	9
三	重点上市公司	10
	合肥百货（000417）：受益内需，稳健增长“推荐”评级	10
	武汉中百（000759）：质地优良的区域连锁龙头“推荐”评级	10
	成商集团（600828）：明天会更好“中性”评级	10
	百联股份（600631）：改进空间大的零售巨头“中性”评级	11

目 录

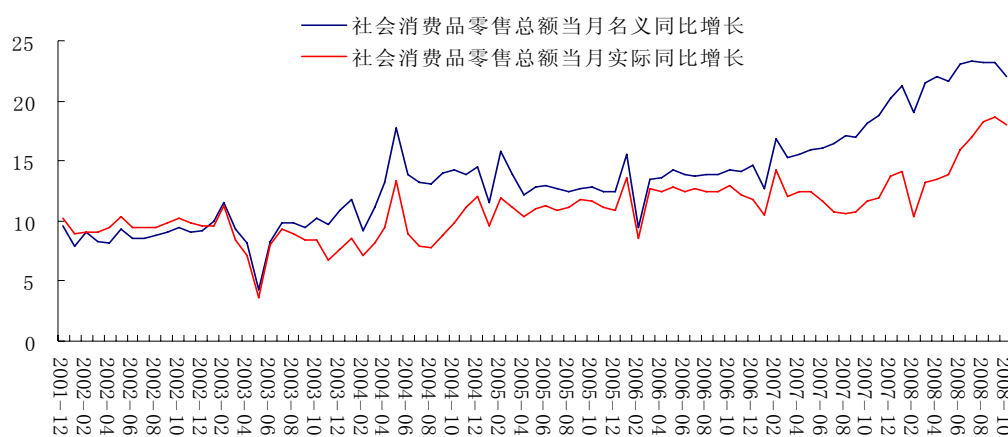
图表 1 2001 年—2008 年社会消费品零售总额名义和实际增长（%）	4
图表 2 2007 年—2008 年美国零售额月增速（%）	4
图表 3 2007 年—2008 年零售业细分业态月度增速（%）	5
图表 4 2007—2008 年限额以上零售总额增幅和扣除石油制品后的增幅（%）	5
图表 5 2003 年—2007 年人均储蓄存款余额（万元）和社保基金结存余额（亿元）	6
图表 6 1996 年—2005 年香港月零售总销货（百万港元）	6
图表 7 1980 年—2007 年香港零售就业和企业盈余	6
图表 8 1997 年—2005 年香港零售物业租金水平（港元/月/平米）	7
图表 9 1997 年—1998 年细分业态销售价值指数（1994 年 10 月—1995 年 9 月为 100）	7
图表 10 2000 年—2008 年零售业上市公司主营业务收入和主营业务利润	8
图表 11 2005 年—2008 年上市公司综合毛利率（%）	8
图表 12 连锁百强占社会消费品零售总额比重和连锁十强销售额占连锁百强销售比重	9
图表 13 2009 年零售业上市公司主要指标预测	9
图表 14 2004 年—2005 年零售业上市公司最低估值情况	9

一 促进内需任重而道远

1.1 社会消费品零售总额名义和实际增长环比下滑，行业经历景气高点

国家统计局公布 10 月份社会消费品零售总额 10083 亿元，同比增长 22.0%，增速环比下降，扣除 CPI 之后的实际消费品零售同比增长为 18%，比 9 月份的消费品增速 18.6% 也有所下滑，实际上无论是上市公司层面还是消费者微观层面对消费下滑都有切身感受，数据则是从正式统计层面给予证实。

图表 1 2001 年—2008 年社会消费品零售总额名义和实际增长（%）

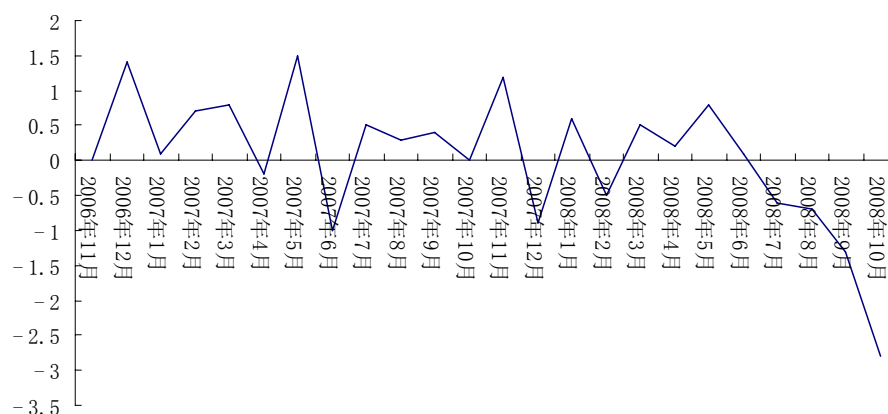


资料来源：国家统计局

总体上我们认为零售行业经历了景气高点增速将放缓，未来 1—2 年社会消费品零售总额实际增速（扣除 CPI 后）难以逾越此次高点，其逻辑主要有三点：

第一，世界经济和中国经济进入调整期，经济放缓和下滑难免影响消费增长，从此次金融危机中心美国零售业情况看，零售额月增速在 7 月为实质性负增长，中国零售业反应略微滞后，但趋势明显。从亚洲金融危机的香港零售业历史来看，2005 年之后零售业销售量才回到危机之前的水平，当然中国大陆跟香港情况可能有所差别，内地人口众多腹地广阔，保持经济增长回旋余地更大。

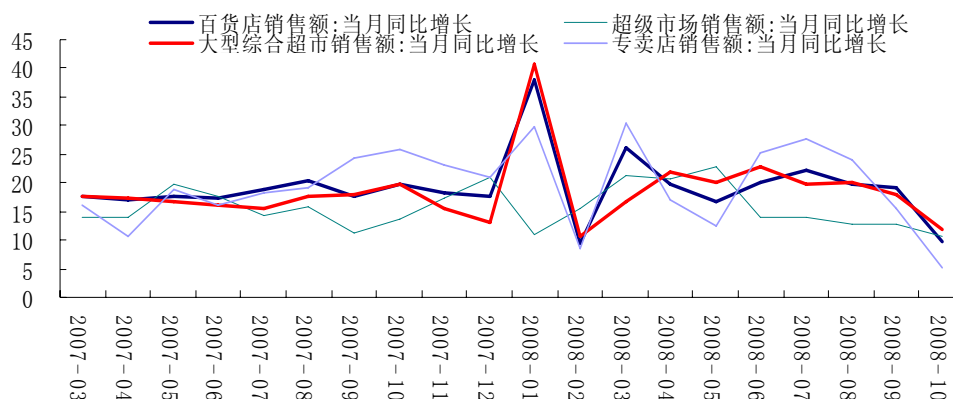
图表 2 2007 年—2008 年美国零售额月增速（%）



资料来源：嘉实咨询

第二，零售业细分业态销售数据更为灵敏，10 月份重点零售企业百货业态当月同比增长 9.6%，环比下滑 9.6 个百分点，重点零售企业大型综超当月同比增长 11.8%，环比下滑 6 个百分点，零售业细分业态拐头向下趋势比较明显。

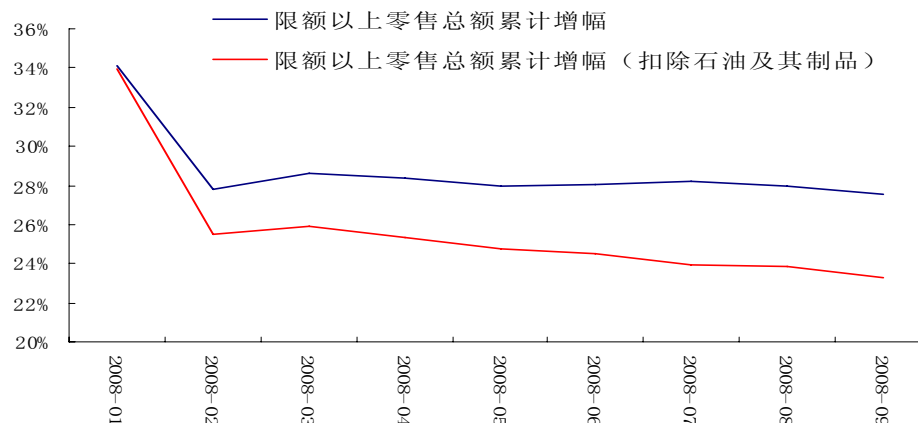
图表 3 2007 年—2008 年零售业细分业态月度增速（%）



资料来源: WIND, 国家统计局

第三，在限额消费品批发和零售中，石油及其制品占比较大，截至 2008 年 1-9 月限额以上批发额和零售额中，石油及其制品占比分别为 23%和 21%，2008 年 1—9 月限额以上零售总额增长 27.5%，扣除石油及其制品类批发零售总额增长 23.3%，考虑到国际原油价格大幅下跌国内零售油价下调的可能，限额消费品批发和零售总额增长必将受影响。

图表 4 2007—2008 年限额以上零售总额增幅和扣除石油制品后的增幅（%）



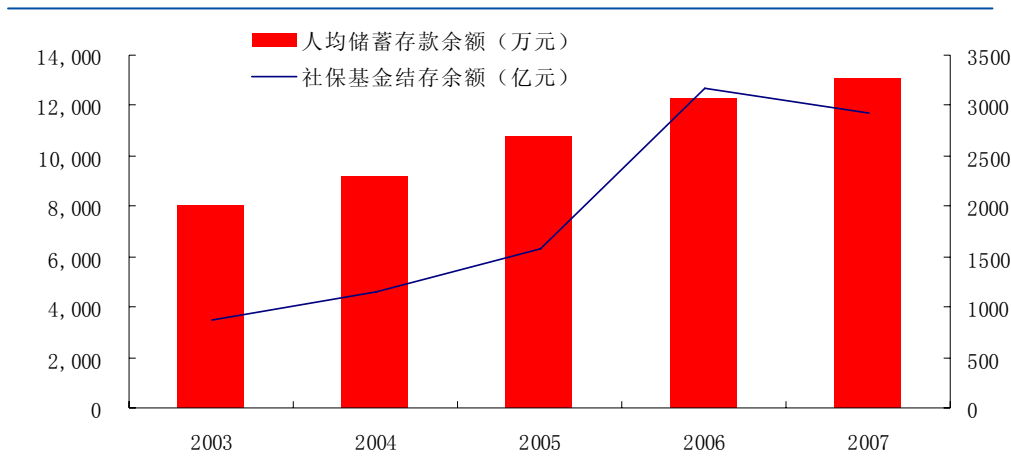
资料来源: WIND, 国家统计局

1.2 促进内需任重道远，当藏富于民

我们一直认为中国作为一个大国，应该依托广阔的腹地、丰富的自然资源和人口优势，经济增长从投资拉动和出口依赖转型内需带动为主，但城乡二元结构经济发展不平衡导致我国人均储蓄家底不厚，2007 年人均储蓄存款不到 1.4 万元。社会保障基金支出逐年递增，2007 年五项社保基金支出比 2003 年增长 96%，但社保基金结存余额不高，2007 年社保资金结存 2924 亿，以现有资金存量大幅提高社保支出的余地不大。

中国是悠久历史的大国，在对待促进内需事情上应当有历史责任感，我们认为促进内需最关键要藏富于民，可以通过外汇储备注资社保基金的方式，提高社保资金结存余额，提高国内民众社保支出扩大保障范围、大幅减免高等教育费用，打消民众的消费顾虑，从而带动经济全面可持续发展。

图表 5 2003 年—2007 年人均储蓄存款余额（万元）和社保基金结存余额（亿元）



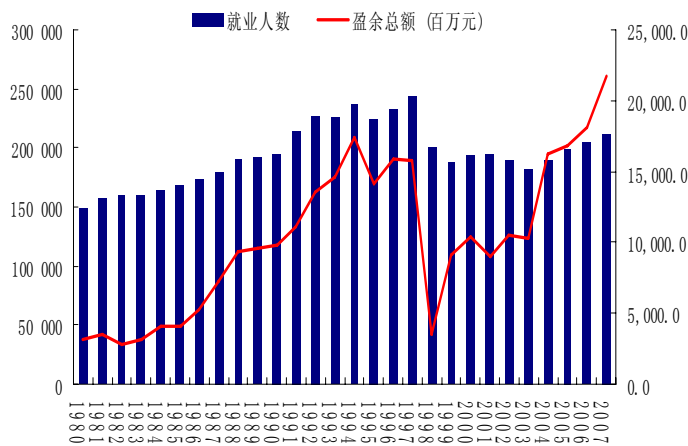
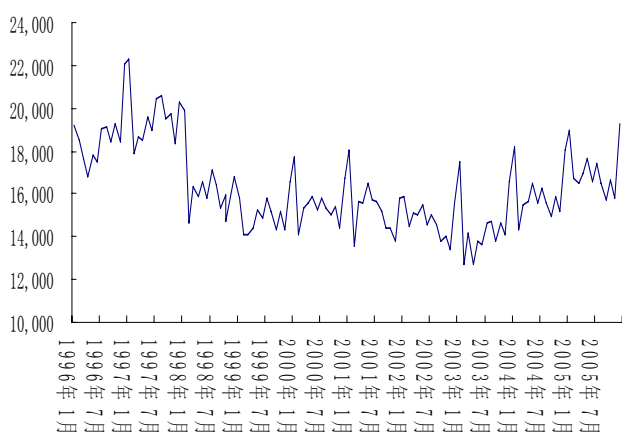
资料来源: WIND, 国家统计局

二 2008 年零售业前景展望

2.1 1997 年金融危机之下的香港零售业回顾

1997 年亚洲金融危机之后，香港零售业明显萧条，零售总销货下降、失业人数增加、零售楼宇租金下滑以及零售企业盈余减少，危机之后零售业不同业态表现也尽相同。

图表 6 1996 年—2005 年香港月零售总销货（百万港元） 图表 7 1980 年—2007 年香港零售就业和企业盈余



资料来源: 香港特区政府统计处

零售总销货价值下降: 从 1998 年 2 月开始零售总销货价值显著下滑，若以 1997 年和 1998 年零售业月均总销货价值比较，看到从月均零售总销货价值从 195.71 亿港元下降

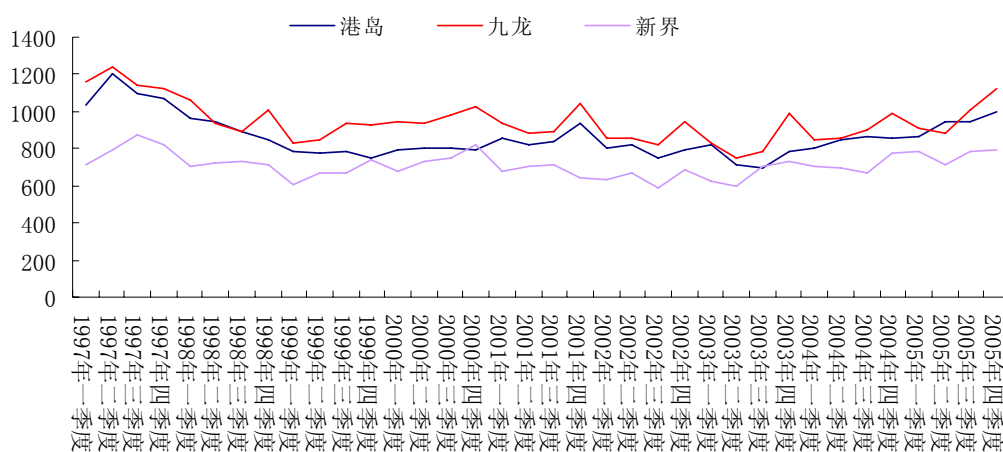
到 163.06 亿港元，直到 2005 年之后零售总销货价值才回到危机之前的水平。

零售业吸纳劳动力能力下降：零售业就业人数从 1997 年的 24.4 万人降低到 1998 年的 20 万人，至今仍未回到当初就业高点。

零售业企业效益下滑：零售企业盈余从 1997 年的 157.7 亿港元锐减到 35 亿港元，直到 2004 年零售企业盈余才恢复到危机之前的水平。

零售业租金降低：以港岛零售业租金为例，1997 年二季度零售租金为 1205 港元每月每平方米，金融危机之后一路下滑，最低跌至 1999 年四季度 752 港元每月每平方米，2005 年四季度之后港岛零售商铺租金才回到 1997 年水平。

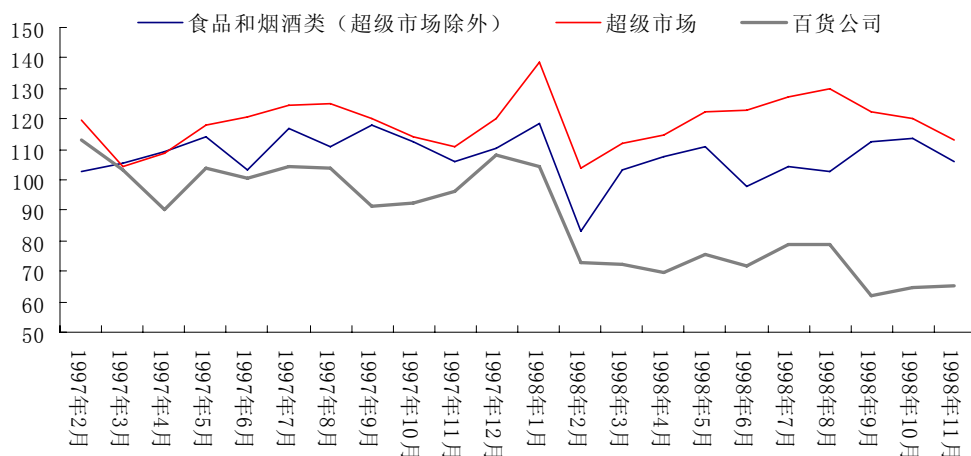
图表 8 1997 年—2005 年香港零售物业租金水平（港元/月/平米）



资料来源：香港特区政府统计处

金融危机期间，代表必要消费品的超市业和代表需求弹性大商品百货业表现大为不同，我们选择金融危机的一个时间片段，从 1997 年 2 月到 1998 年 11 月，发现必要消费品的食品和烟酒类（超级市场除外）和超级市场零售价值指数略有下降但幅度很小，而代表需求弹性较大的百货业波动比较大，指数从 1997 年 2 月的 115 下降到 1998 年 11 月的 65.4，由此百货业受到金融危机的影响更大。

图表 9 1997 年—1998 年细分业态销售价值指数（1994 年 10 月—1995 年 9 月为 100）

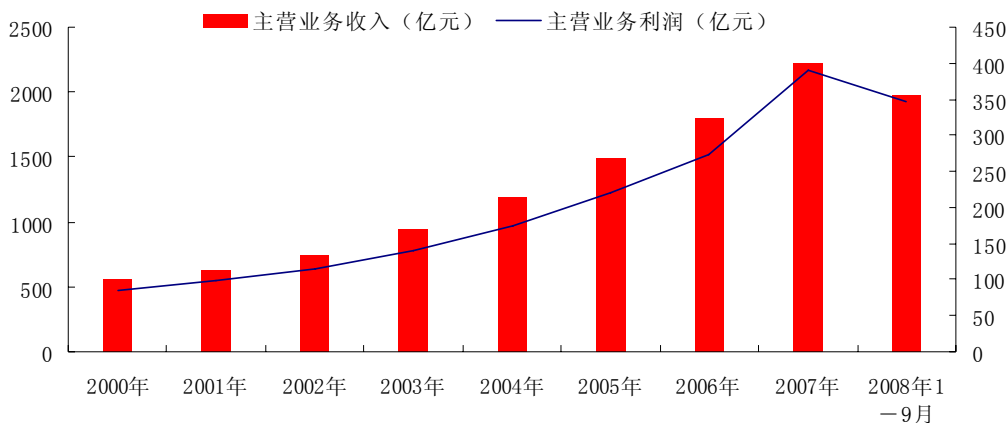


资料来源：香港特区政府统计处

2.2 2008 年零售业前瞻

从 2000 年到 2007 年零售业上市公司主营业务收入复合增长 21.7%，主营业务利润复合增长 24.2%，2008 年 1—9 月上市公司主营业务收入同比增长 25%，净利润同比增长 26.2%，前面已论述 2008 年零售业经历行业高点，十月份上市公司销售增速显著放缓，考虑到临近春节消费旺季的因素，预计 2008 年零售业上市公司主营业务收入增长 22%，净利润同比增长 21%。

图表 10 2000 年—2008 年零售业上市公司主营业务收入和主营业务利润

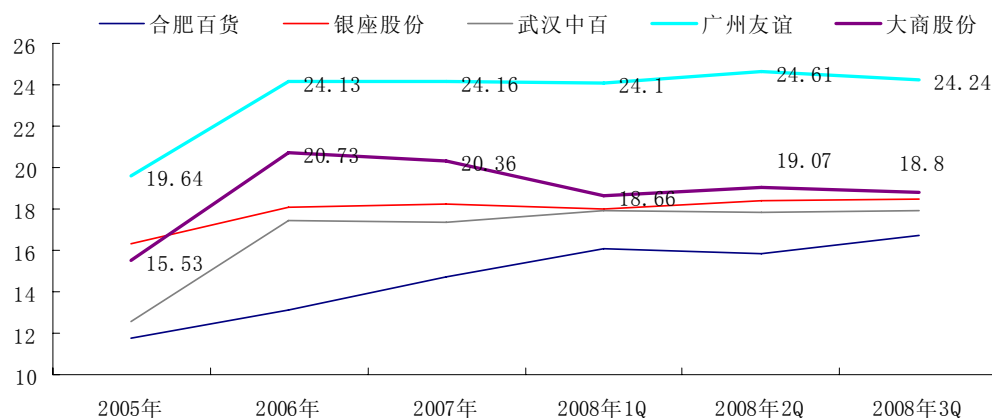


资料来源: WIND

对于 2008 年零售业上市公司看法主要有:

第一，2009 年零售业综合毛利率下行，区域型零售龙头上市公司的毛利率表现好其他零售业上市公司。从 2008 年三季度可以看，区域零售龙头企业毛利率稳步提高，而受竞争加剧的影响，一线城市零售企业和部分全国性零售企业综合毛利率出现下滑，如广州友谊和大商股份。2009 年预计零售行业为保持增长会牺牲一部分毛利率，但区域性零售龙头综合毛利率表现会好于其他企业。

图表 11 2005 年—2008 年上市公司综合毛利率 (%)



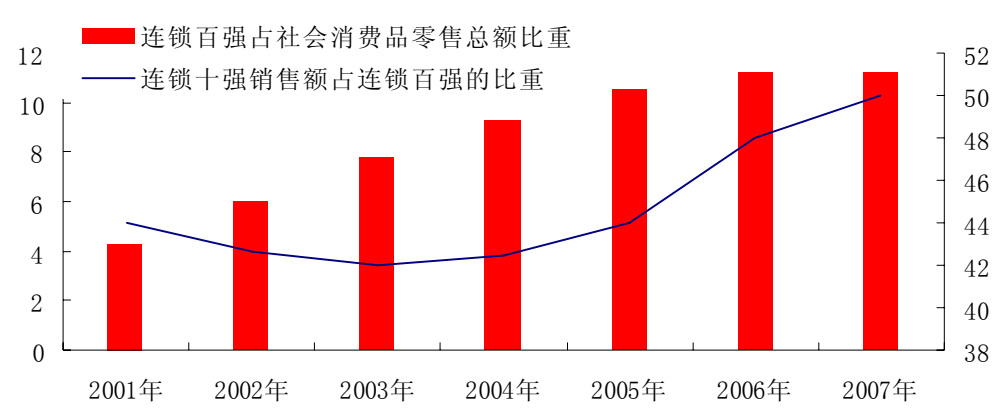
资料来源: WIND

第二，不考虑估值的情况下，我们认为超市业要好于百货业（特别是中高端百货），百货

业要好于家电连锁业。其逻辑在超市业更多是销售必要生活用品，而百货业销售商品则需求弹性较大，1997 年亚洲金融危机期间超市业的表现也要好于百货业表现。家电连锁行业跟地产景气程度密切相关，尽管目前政府出台多项地产救市政策，地产业能否摆脱低迷尚难判断。

第三，行业低谷期也是行业整合期，集中度继续提高。在行业处于低谷期，对现金流充足经营稳健的上市公司是兼并收购的机会，也是我们寻找基业常青的长跑型选手机会，毫无疑问 2009 年是零售行业的并购整合年。

图表 12 连锁百强占社会消费品零售总额比重和连锁十强销售额占连锁百强销售比重



资料来源：中国连锁经营协会

第四，2009 年零售业上市公司同店增长预测。我们认为 2008 年行业经历了景气高点，由于基数较高 2009 年 1Q 可能质地较差的上市公司负增长可能很大，对上市公司同店增长、主营业务增长预测如下：

图表 13 2009 年零售业上市公司主要指标预测

	乐观	中性	悲观
2009 年零售业上市公司同店增长预测	8%—10%	4%—8%	<4%
2009 年零售业上市公司主营业务增长	12%—16%	8%-12%	<8%

资料来源：国元证券研究中心

2.3 行业估值探讨和投资策略

估值是一件很难把握的事情，这里主要讨论 2004—2005 年 A 股零售业代表性公司最低估值和这一时期港股最低估值，结论有：在 2004—2005 年熊市期间，A 股零售公司动态 PE 在 10—17X 之间，超市类上市公司估值居于高端；2004 年 A 股零售公司估值高于香港零售业公司，但在 2005 年估值下滑，港股估值相对稳定，A 股和港股之间估值差距缩小，如武汉中百 2004 年估值水平比联华超市高出 30%，2005 年二者估值接轨。

图表 14 2004 年—2005 年零售业上市公司最低估值情况

	2004 年		2005 年	
	动态 PE	静态 PB	动态 PE	静态 PB
武汉中百	24.7	1.13	17.2	1.01
大商股份	13.0	1.35	12.0	1.49

广州友谊	21.7	1.74	9.4	1.32
联华超市	18.8	3.13	17.7	2.49
华润创业	12.3	1.45	11.7	1.6
永旺	17	2.75	17.1	3.9

资料来源：国元证券研究中心

经上述分析，2009 年给予零售行业“推荐”评级建议标配，从时点上看一二季度之间可能是股价低点，重点配置两类上市公司并关注改进空间大的上市公司，寻找行业的长跑型选手。重点配置质地良好的超市类上市公司，如武汉中百和步步高；重点配置具备垄断优势区域零售龙头，如合肥百货、银座股份，关注改进空间大的上市公司，如成商集团和百联股份。

三 重点上市公司

合肥百货（000417）：受益内需，稳健增长 “推荐”评级

合肥百货旗下百货超市家电三业并举，目前公司拥有 110 家门店，其中百货门店 13 家基本覆盖省会经济圈城市，合家福超市在安徽省内共开设大型综合购物广场 8 家，标准超市 70 家，百大电器连锁卖场 19 家，公司现金流充足、成本控制能力强毛利率逐步提升，区域零售垄断优势明显，10 月份零售行业增速大幅下滑，公司主营业务收入仍能保持两位数增长。因为 2008 年新开门店较多，预计 2009 年公司外延增长可能会放缓，主要还是靠内部挖潜提高经营效率。

2008 年-2010 年公司归属上市公司股东的净利润为 1.13 亿、1.47 亿和 1.88 亿，对应每股收益为 0.31 元、0.39 元和 0.51 元，维持推荐评级。

武汉中百（000759）：质地优良的区域连锁龙头 “推荐”评级

武汉中百是湖北地区超市连锁龙头企业，公司每年保持仓储式超市每年 12—13 家，便民超市 60—80 家的展店速度，2008 年前三季度新开仓储式超市 7 家，主营业务同比增长 24%，重庆市 2008 年尚无新开门店，保守估计公司在重庆地区的业务要 2010 年才能实现盈利。公司未来发展取决三类扩张。一是仓储式超市在湖北境内（除武汉市）的扩张和便民超市在武汉市的扩张；二是在三线县城开设包含家电百货超市的综合性卖场；三是重庆区域盈利后在其他区域的扩张。短期内还是以第一类扩张为主，第二类扩张为辅，第三类扩张尚需时日。

预计 2008-2010 年公司净利润分别为 1.72 亿、2.20 亿和 2.81 亿，分别增长 36.7%、28.2% 和 27.6%，按 5.6 亿总股本计算 2008-2010 年每股收益为 0.31 元、0.39 元和 0.5 元，维持“推荐”评级。

成商集团（600828）：明天会更好 “中性”评级

中西部地区对出口依存度小，经济相对更加封闭，受金融危机冲击相对较小，但成都春熙路商圈和盐市口商圈比较成熟竞争非常激烈。从茂业入主成商集团之后，公司经营管理能力得到改善发展思路明确，茂业百货这个品牌走精品时尚路线，人民商场这个品牌走社区店模式，公司基本面的重大变化主要取决于两点：一是地理位置极佳的太平洋百货收回经营管理权，二是盐市口二期的投入运营，时点都要在 2010 年左右，因此短期公司基本面无重大改善，但

公司的明天会更好。

预计公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.44 元、0.51 元和 0.72 元。

百联股份（600631）：改进空间大的零售巨头 “中性”评级

百联股份大部分门店处于经济发达的上海地区，综合毛利率处于行业前列，公司自有物业重估价值高，但期间费用率比较高，受体制影响对管理层激励不足。2008 年百联股份较多项目进入培育期，如又一城购物中心、沈阳百联购物中心、百联中环购物中心等，也受到第一百货和新华联商厦装修的影响，2008 年公司经营业绩没有惊喜。公司业绩大幅增长应该在 2010 年之后，企业价值改进空间非常大，值得长期关注。

预计公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.37 元、0.41 元和 0.49 元。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn