



分析师

赵曦

电话: 010-62294476

Email: zhaoxi@ehongyuan.com.cn

2009 年投资策略
评级: 中性

零售业/年度报告



寻找冬天里的春日

行业数据

股票家数 (家)	60
总市值 (亿元)	1888.61
流通市值 (亿元)	1258.72
重点公司 (家)	4
重点公司占行业市值比重	7.17%

投资要点:

➤ 行业中长期依然向好。借鉴历史, 社会消费品零售总额仍将以高于 GDP 的增速快速增长。居民可支配收入的稳定增长、城市化进程及其带来的人口结构变化、国家拉动内需政策的陆续出台等均是能够支持行业中长期向好的因素。由此我们认为目前行业只是处于长上升周期中的回落调整阶段。

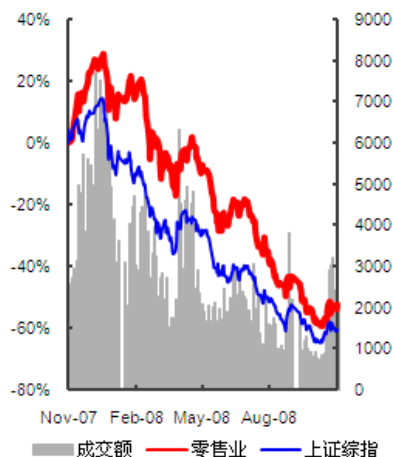
➤ 短期不利因素带动景气下行。2009 年宏观经济形势的不乐观是决定短期内零售业下行的决定性因素。消费者信心指数的快速下滑以及短期内消费结构的发展趋势与消费升级趋势相反预示了行业景气度将在短期内进一步回落。我们预测 09 年社会消费品零售总额增速将下滑至 14%-15%。

➤ 子行业中给予超市“增持”评级, 百货、家电连锁“中性”评级。目前各子行业销售额增速回落均较为明显, 结合国际零售业的历史, 我们认为以必选消费品为主要经营品种的行业和公司在经济下行时具备更加良好的防御性, 即“越低端, 越稳定”, 由此判断超市优于百货, 百货优于家电连锁。

➤ 子行业投资策略。对于超市子行业, 我们认为优秀的公司可以通过有效扩张来抵御消费增速下滑的风险, 建议关注区域龙头、扩张能力强的公司; 百货子行业建议关注定位明确、具备区域优势、竞争环境缓和的公司; 鉴于对房地产行业的悲观预期, 我们对家电连锁行业持谨慎态度。

➤ 重点关注上市公司。我们给予武汉中百 (000759)、步步高 (002251) “买入”评级; 银座股份 (600858)、新华都 (002264) “增持”评级。

市场表现



重点上市公司估值表

代码	简称	总股本 (万股)	EPS (元)			P/E			PEG	投资评级
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E		
600858	银座股份	23508	0.85	0.66	0.83	15.84	20.39	16.22	0.82	增持
000759	武汉中百	56050	0.38	0.33	0.42	22.82	26.27	20.64	0.75	买入
002251	步步高	13518	1.31	1.25	1.70	27.78	29.11	21.41	0.77	买入
002264	新华都	10688	0.91	0.63	0.85	17.36	25.08	18.59	0.84	增持

注: 以 2008.12.01 收盘价计算。

目 录

1 零售行业——正负面因素交织下前行	4
1.1 零售行业中长期依然向好	4
1.2 短期不利因素将带动行业下行	8
2 细分子行业情况将出现分化	10
2.1 百货行业短期将继续下行	11
2.2 超市行业具备最强的防御性	12
2.3 家电连锁受累于房地产行业的萧条	14
3 重点公司点评	15
3.1 银座股份（600858）	15
3.2 武汉中百（000759）	16
3.3 步步高（002251）	16
3.4 新华都（002264）	16

图表目录

图 1：我国 GDP 增速和社会消费品零售增额名义增速、实际增速.....	4
图 2：我国城镇居民人均可支配收入及增速.....	5
图 3：我国农村居民人均现金收入及增速.....	5
图 4：城镇与农村居民消费性支出情况.....	5
图 5：我国城镇化率进程.....	5
图 6：国际零售业态发展与人均 GDP 的关系.....	6
图 7：我国零售业态变化与人均 GDP 关系简图.....	7
图 8：限额以上连锁零售各业态零售额占比.....	7
图 9：2008 年 1-10 月分地域社会消费品零售总额及其增速.....	8
图 10：剔除石油类后的限额以上批零业零售额增速.....	8
图 11：消费者信心指数月度变化情况.....	9
图 12：我国城乡居民家庭恩格尔系数.....	9
图 13：城乡居民交通和通信支出占消费性支出比例.....	9
图 15：美国各商品类别零售额历年增长率.....	11
图 16：日本 20 世纪 80-90 年代百货店销售额增速.....	12
图 17：我国百货业态典型经营模式.....	12
图 18：2007 年城镇居民消费性支出构成.....	13
图 19：连锁超市的供应链趋向简化.....	13
图 21：房地产对家电销售增速的影响.....	15
表 1：美国零售业态的发展历史.....	6
表 2：限额以上批发零售业零售额分商品类别同比增速.....	10
表 3：全国主要超市店铺分布概况.....	14
表 4：我国农村和城市百户家电拥有量.....	14

1 零售行业——正负面因素交织下前行

1.1 零售行业中长期依然向好

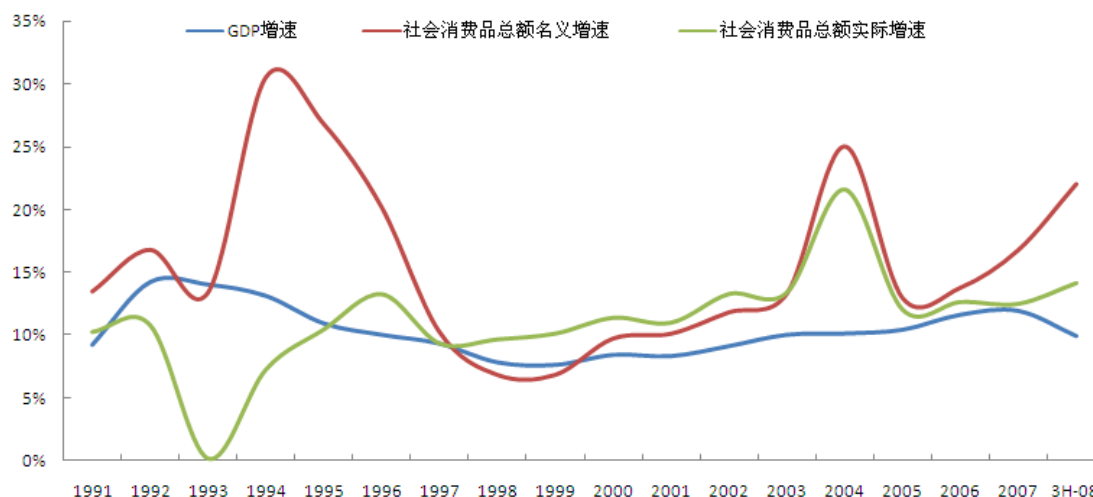
社会消费品零售总额增速仍将以高于 GDP 增速发展

在过去的十年内，随着社会消费的繁荣，我国零售行业发展迅速。社会消费品零售总额（下简称社消总额）实际增速从 1999 年开始一直维持在 10% 以上的水平。而 2008 年前三季度社消总额达到了 77885 亿元，同比增长 22.0%，扣除物价因素后实际增长 14.1%，高于 GDP 的增速 9.9%。

目前宏观经济的不景气已经影响到了零售业的发展，但消费具有弱周期性质，根据 1979-2007 的数据可以得出社消总额对 GDP 的增速的弹性系数为 0.74，因此相对于投资品行业来说零售业的波动性要明显小得多，当 GDP 增速下降时它的下降速度也会较慢。

从长期来看，除 1993-1995 年间的极度高通胀时期外，社消总额的实际增速均快于 GDP 的增速。我们认为只要不出现急剧的通胀现象，社消总额增速将随着 GDP 的增速的下降而下滑，但仍将以高于 GDP 的增速发展。

图 1：我国 GDP 增速和社会消费品零售增额名义增速、实际增速



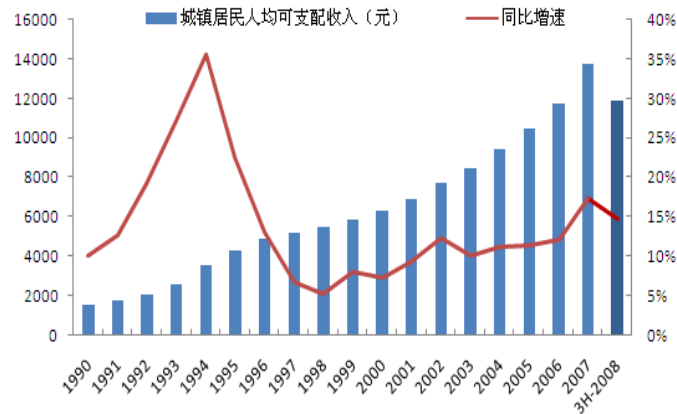
资料来源：国家统计局，宏源证券

居民可支配收入的不断提高是推动行业发展的原动力

在经过 1997-2000 的低速增长期后，我国的城镇居民的可支配收入和农村居民现金收入均进入高速增长期。2007 年我国城镇和农村居民收入分别达到了 13785.8 元和 4140.4 元，增速分别达 17.23% 和 15.43%；虽然 2008 年前三季度增速有所回落，但仍高于 2006 年的水平。

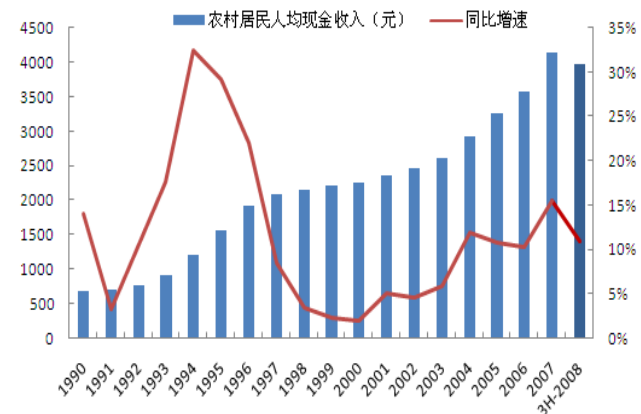
随着国家宏观调控能力的提高，从中长期来看，我们相信居民的收入仍将不断提升，相应的居民的消费能力也必将进一步提升，将带动零售行业的快速发展。

图 2：我国城镇居民人均可支配收入及增速



资料来源：Wind

图 3：我国农村居民人均现金收入及增速



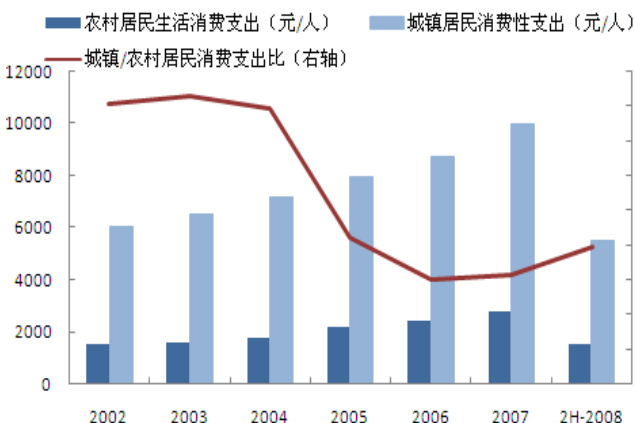
资料来源：Wind

城市化进程及相应的人口结构变化是消费增长的基础

城市化进程是消费和零售业高速增长的重要驱动因素，在过去的几年间，我国的城镇化率以每年约 1% 的速度增长，2007 年我国城镇化率达到了 44.94%。根据人口学理论，该指标超过 30% 后即进入高速城市化阶段，并一直持续到 70% 左右，因此预计未来很长一段时间内我国城镇化率仍将高速上升。

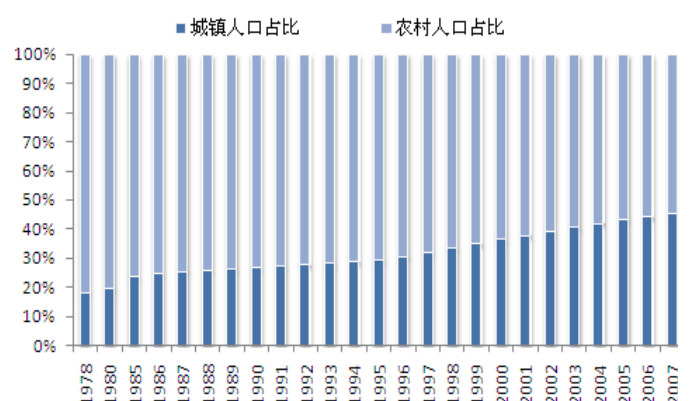
而由于城镇与农村消费能力的差异，城镇化率的提高必将提高社会消费容量和改变社会消费的结构。我国 2007 年城镇和农村居民的人均消费支出比例为 3.61，据此测算，城镇化率每提高一个百分点，将带动消费上升约 1%。因此从中长期来把握，零售业相对其他行业而言仍将高景气运行。

图 4：城镇与农村居民消费性支出情况



资料来源：Wind

图 5：我国城镇化率进程



资料来源：Wind

我国零售业正处于长周期中的调整阶段

从零售业态的演变的角度来看，我国零售业目前的主要态势为百货，而随着我国零售业的开放，综合超市、家电连锁、专业店等向百货业态发起了冲击。参考美国的零售业态的发展，始终是围绕着百货商场来进行的，并且经历了从单一业态向多样化业态演进的历程。对于我国来说，从 1992 年零售业对外开放至今，我们认为在经历了十余年的飞速发展后已经走完了美国近百年的简单综合化的阶段，进入了专业化及细分化阶段，并有零星的购物中心兴起。

表 1：美国零售业态的发展历史

	1.零售业态的兴起阶段	2.简单综合化阶段	3.专业化及细分化阶段	4.深度专业化及专业化集成阶段
时间段	19 世纪初至中期	19 世纪中期至 20 世纪 60 年代	20 世纪中期至 80 年代中后期	80 年代中后期至今
业态发展特征	杂货店	百货商场的兴起和鼎盛时期	食品销售被连锁超市替代；食品零售商出现多业态细分；非食品品类杀手酝酿之中	品类杀手大规模发展，缩小了百货商场的生存空间；百货商场衰落并转型；食品零售商业态创新；购物中心的产生和发展
日常购物	综合店 单品店	百货商场	连锁超市 折扣店 便利店 大卖场 Cash& Carry Mini- mart	连锁超市 折扣店 便利店 大卖场 Cash& Carry Mini- mart
非日常购物			品类杀手（专业店、专卖店） 百货商场	购物中心 网络销售 品类杀手（专业店、专卖店） 百货商场
新增业态代表企业	传统米店等	Sears	Safeway; Wal-Mart; 7-11; Best Buy	Paramus; GAP; EBay

资料来源：宏源证券

根据美国零售业的发展历史，一国零售业态的构成与人均 GDP 水平关系密切，这也符合国际零售业的一般规律。具体来看，人均 GDP 低于 1000 美元时，百货店是主力业态；而在 1000-3000 美元之间时，连锁超市和大卖场开始盛行并且依据它们强势的扩张性质取代百货业成为第一主力业态；当人均 GDP 超过 3000 美元时，居民消费将呈现多元化态势，专业店、专卖店、仓储店、购物中心均迅速发展，进一步侵蚀百货商场的市场份额。

图 6：国际零售业态发展与人均 GDP 的关系

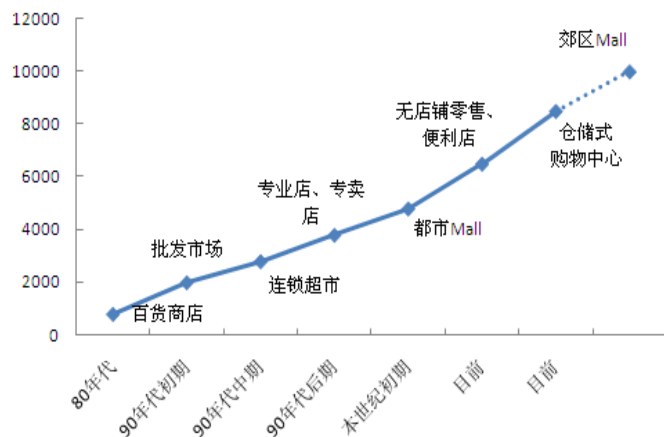


资料来源：宏源证券

我国的人均 GDP2003 年超过了 1000 美元，2007 年达到 2280 美元，正处于连锁超市和大

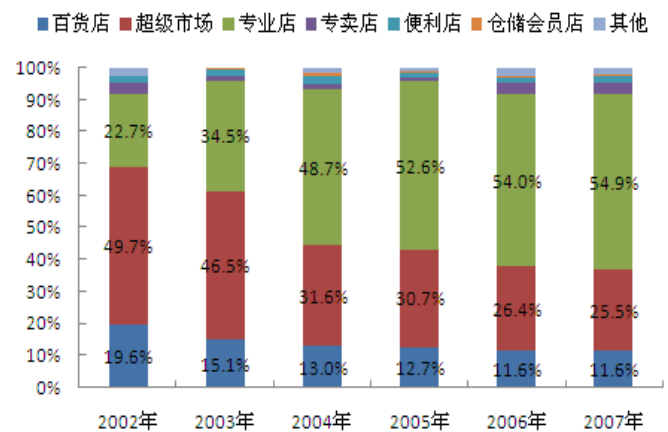
卖场高速发展，并与百货商场共同分割市场的阶段。而针对不同地域而言，上海、北京等国际都市人均 GDP 已经超过 7000 美元，已经发展到了专业店、专卖店、便利店、网上购物盛行以及购物中心的兴起阶段。因此在我国不同地区，百货、超市、购物中心、专业连锁（家电、家具连锁等）将长期并存，百货店市场份额将逐步下降并从传统经营向现代模式转变。我们认为在未来 10-15 年将是上述几类业态均高速发展的时期，百货行业虽然比重有所下降，但并不会衰退乃至消失。我国零售业正处于长上升周期中的调整阶段，即使由于经济下行短期有所回调，也不会影响中长期的快速发展趋势。

图 7：我国零售业态变化与人均 GDP 关系简图（单位：元）



资料来源：宏源证券

图 8：限额以上连锁零售各业态零售额占比



资料来源：国家统计局

国家拉动内需政策长期利好

针对目前严峻的经济形势，国家近期出台了 4 万亿投资计划的刺激性财政政策。我们认为这个政策将有利于提振消费，以拉动内需来缓冲出口增速的大幅下滑。对商业零售业来说，国家政策的利好带动可以在一定程度上降低经济下行给行业带来的冲击。

在“国十条”中，第八条“提高城乡居民收入”明确了提升居民消费能力的一系列政策，而“加快建设保障性安居工程”、“加大农村基础设施建设”、“加快医疗卫生、文化教育事业”等政策将从教育、医疗、住房、社保等方面改善居民对未来收入的不确定预期，居民获得的政府转移支付将增加，释放城乡居民的消费能力。

在提出 4 万亿投资计划之后，商务部表示了将会制定相关的一揽子刺激消费的措施以配合国家的指导性的“国十条”政策；此后国家发改委开始紧张起草一份旨在扩大居民收入、全面刺激国内消费的方案，该方案涉及了提高个税起征点、大范围提高社会工资、建立对低收入阶层的长效保障机制、提高住房货币补贴标准等数个领域。从这些实质性的政策措施来看，将增加居民的消费支出能力，有效地提高城乡居民消费意愿，尤其是对农村居民以及城市中低收入阶层将产生较强的影响。

1.2 短期不利因素将带动行业下行

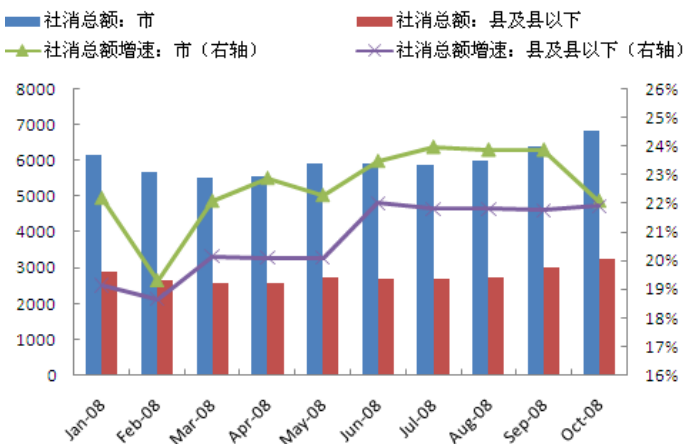
短期内宏观经济形势不容乐观

从理论上讲，目前消费是经济发展的滞后性指标，经验数据为 2-3 个季度。但从 2008 年前 10 个月分地域的社会消费品零售总额来看，随着 GDP 增速在第三季度的回落，10 月的社会消费品零售总额增速即出现了明显的回落，尤其是城市消费的增速跌至 22.1%，为 2 月以来的最低点。可以看出此次的消费和经济发展之间的迟滞期明显变短，因此我们认为在未来的几个月内消费增速将近乎同步地随 GDP 增速下滑而萎缩。

消费与经济增速之间迟滞期的变短从剔除石油类影响后的社零总额增速能够看的更加清晰，选择商务部限额以上批发和零售业的零售额增速指标，除去 1-2 月春节附近的影响，2008 年 3 月即开始下滑，而 8-9 月出现急速下降，而我国 GDP 在三季度出现增速显著放缓，这与该销售额增速的变化趋势相同。

值得一提的是与此同时县及县以下的社会消费品零售总额却在稳步增长，在 10 月同比增速达到了 21.9%，在国家农村政策的强力导向下，农村消费有望成为推动消费增长的重要动力。

图 9：2008 年 1-10 月分地域社会消费品零售总额及其增速

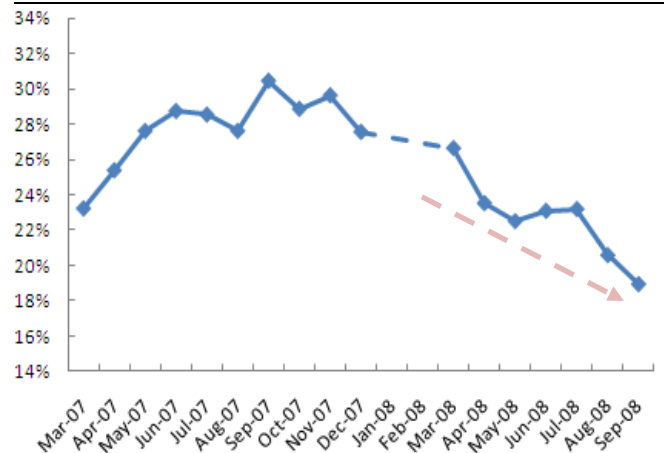


资料来源：国家统计局

消费者信心指数明显下滑

消费者信心指数是反映居民未来短期消费意愿的最佳指标，在经历了 2006-2007 年信心指数的高企后，随着 2008 年股市的不断下挫、汶川大地震等天灾的影响以及最近发生的食品安全危机，消费者信心指数迅速下滑，10 月已经跌至 2005 年 1 月来的最低水平。该指数的下滑必然影响未来一段时间内消费市场的景气度，各消费品类别和零售商的增速将随之放缓，因此零售业的整体增速在 2009 年上半年也必将继续放慢。而未来一段时间的消费者信心是否能够有所恢复还要看国家拉动内需、刺激消费政策的具体实施力度和食品安全危机问题是否能够

图 10：剔除石油类后的限额以上批零业零售额增速

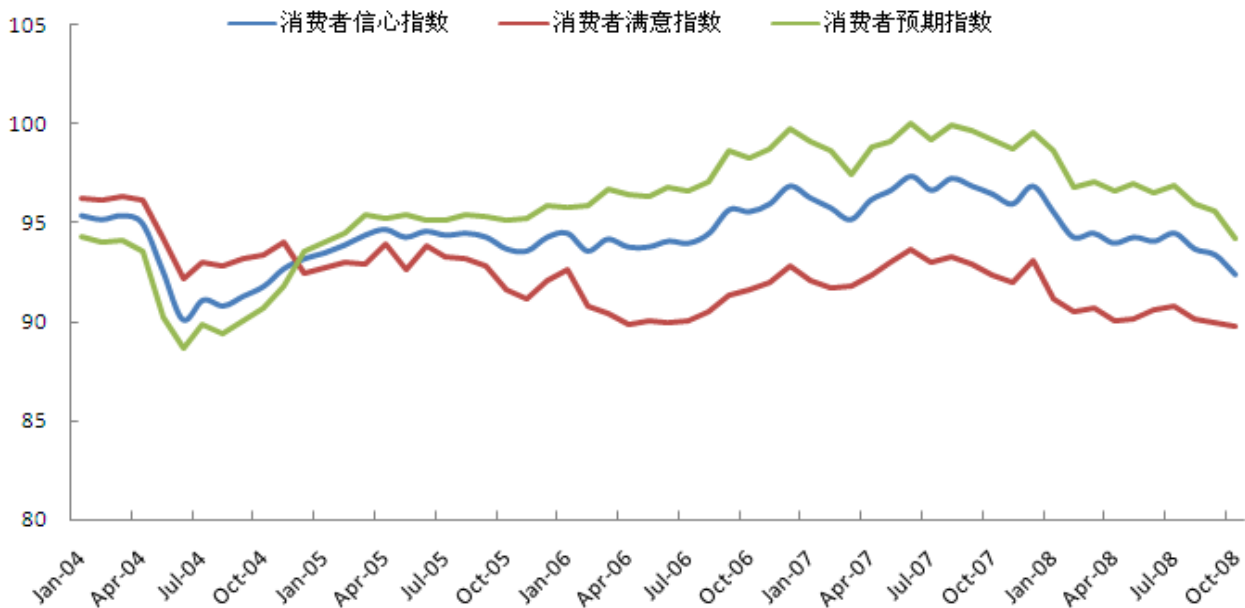


资料来源：国家统计局

注：剔除了波动较大的 2008 年 1-2 月份春节销售数据

够顺利结束。

图 11：消费者信心指数月度变化情况

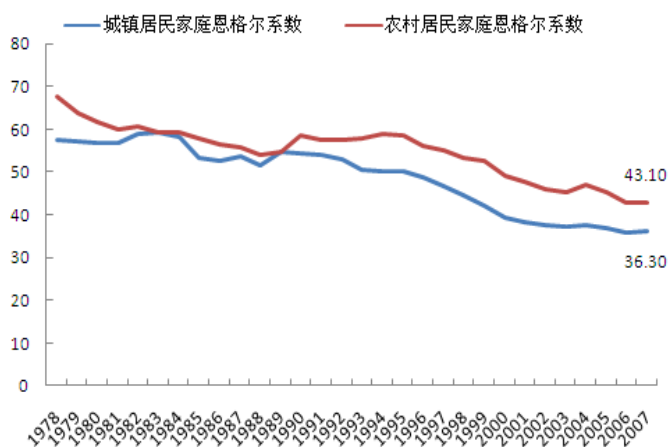


资料来源：国家统计局

零售结构短期内和消费升级呈现相反趋势

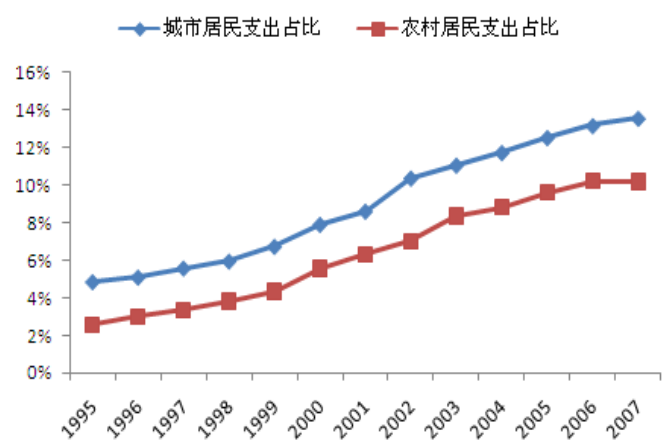
随着城乡居民家庭的恩格尔系数的逐年下降，我国食品支出比例逐渐缩小，而可选消费占比逐渐上升。其中，上升速度最快的为交通和通讯支出，2007 年城乡居民的该项支出比例已经分别达到了 13.58% 和 10.19%，该项成为可选消费占比变化的风向标。由此可见，我国的消费升级已经迅速启动，在该背景下中长期来看，零售业中中高端百货、通讯、汽车等等将呈快速发展趋势，社会向品牌时代过渡。

图 12：我国城乡居民家庭恩格尔系数（%）



资料来源：Wind

图 13：城乡居民交通和通信支出占消费性支出比例



资料来源：国家统计局

但从今年前 10 个月的分商品类别的零售增速结构来看，虽然食品类增速下滑明显，但其受到 CPI 的影响较大，总体比例呈上升趋势；家用电器类进入 10 月后突降，零售额几乎与去年同期持平；而通讯器材和建筑材料类均出现了负增长。可以看出与消费结构升级相关的可请务必阅读正文之后的免责条款部分

选消费萎缩严重，与宏观经济下行的相关度较高。另外金银珠宝类零售增速没有明显降低主要是由于其属于“保值”类商品，在经济不景气时部分居民选择了此类商品抵御风险。

表 2：限额以上批发零售业零售额分商品类别同比增速（%）

	食品	服装	化妆品	金银珠宝	家用电器和音像器材	通讯器材	建筑及装潢材料
2008-01	41.0	34.8	27.6	66.8	27.1	7.7	6.3
2008-02	18.4	14.2	21.5	31.5	10.4	3.2	-27.7
2008-03	20.0	25.0	18.0	49.7	32.0	0.2	8.3
2008-04	25.3	28.6	20.3	41.1	27.2	0.4	-1.5
2008-05	23.8	22.1	17.4	29.2	10.7	2.5	9.0
2008-06	24.0	28.3	22.1	50.9	9.6	6.4	-9.4
2008-07	22.2	27.5	31.8	43.4	18.8	6.2	-3.6
2008-08	20.3	27.6	26.7	44.5	18.6	4.5	-9.3
2008-09	17.6	28.0	28.5	35.3	30.3	7.7	-21.5
2008-10	13.1	18.7	14.5	30.6	0.8	-7.0	-14.8

资料来源：Wind

综上所述，我们预测在 2009 年零售业增速将随经济下行而下滑，根据我们宏观分析师的预测，2009 年 GDP 增速将会回落至 8.0-8.4，CPI 下降至 1.5-2.0，据此测算社会消费品总额增速将下滑至 14%-15%，将强于其他强周期的行业，具备相当的防御能力。

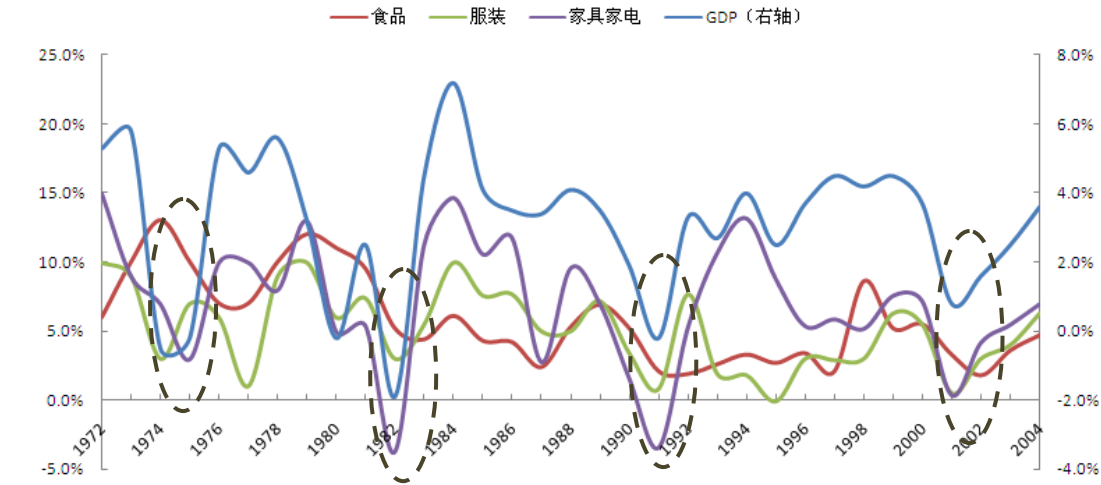
2 细分子行业情况将出现分化

目前 A 股上市公司的零售企业分为三类，即百货类、超市类和家电连锁类。由于各业态之间存在着一定的差别，因此在经济下行时也会出现明显的分化。从近期的行业销售额增速下滑趋势来看，家电连锁所在的专业店下滑最为明显，10 月出现了同比负增长（-4.7%）；百货类增速从 9 月的 19.2% 下滑至 9.6%；超市和大型综合超市的零售增速虽然下降也很快，分别降到了 10.5% 和 11.8%，但下滑幅度要远小于百货类。

在经济增速下降时期，对行业判断的思路为对比历史，得出各细分子行业的防御能力。从美国 1970 年以来的 GDP 增速和各商品类别的零售额增速来看，在 1973-1975、1979-1983、1990-1991、2001-2002 四个 GDP 增速的低潮阶段中，GDP 下行对各种商品零售的影响均比较严重。但食品的防御性明显强于服装，而家具、家电等耐用消费品的防御性要差于服装，且波动明显更加剧烈。对比我国目前的情况，在消费升级尚处在初级阶段的情况下，可选消费品的需求刚性体现的尚不明显，因此各子行业的分化相比美国经济下行时的情况将更加明显。

因此我们总体判断在 2009 年 GDP 增速将明显放缓的情况下，各细分子行业的防御能力超市类>百货类>家电类。

图 15：美国各商品类别零售额历年增长率



资料来源：US Census Bureau，宏源证券

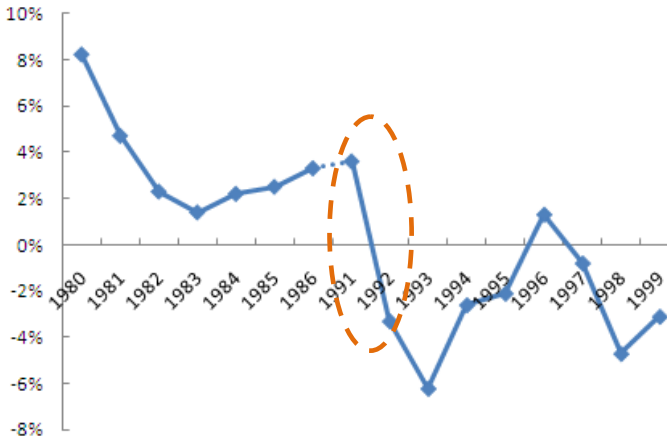
2.1 百货行业短期将继续下行

短期负面因素不容乐观

从业态演化规律来看，如前面所述，虽然长期趋势是各类新兴业态逐渐侵占百货业的市场份额，但在 10-15 年内仍然是百货业的长上升周期。我们认为目前只是经济下行条件下的中短期见顶回落阶段，但该短周期的持续时间将取决于经济发展的走势。

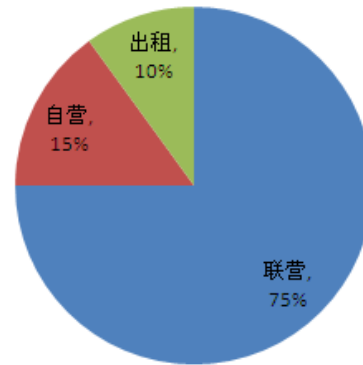
百货行业的短期的负面因素体现在内外两方面，首先，外部的宏观环境与居民消费意愿影响百货业绩的持续高速发展；其次，内部的因素主要体现在百货尤其是高端百货为相对可选消费品，防御能力不及主营必选消费品的综合超市，在股市、楼市低迷导致居民财产性收入下降的前提下将会出现增速回落。这一点可以参考 20 世纪 80 年代末的日本百货业的发展历史，80 年代日本六大城市的地价指数上涨了约 5 倍，土地单价为美国的 100 倍，地产泡沫膨胀，同样是股市和楼市刺激了中高端消费，百货业也随之高速发展至顶峰；但是 1991 年后经济泡沫破灭，各类资产价格暴跌，经济进入长期萧条，百货店销售额也从 1991 年达到顶峰的 9.7 兆日元以后连年负增长，2004 年降到 7.8 兆日元。而中国同样是在 2006-2007 年股市和楼市达到了一个空前繁荣的程度，虽然长期趋势不同于日本，但其增速下滑却是确定性的。

图 16: 日本 20 世纪 80-90 年代百货店销售额增速



资料来源: Japan Department Store Association, 宏源证券

图 17: 我国百货业态典型经营模式



资料来源: 宏源证券

另外, 我国的百货业态从经营模式上看, 整体上属于“类租赁”式的经营方式。而这种经营模式由于缺乏采购与物流配送方面的规模效益, 每个店面之间独立性强而缺乏连锁性, 从本质上看不易实现标准化的连锁经营和规模扩张。在经济不景气的情况下, 扩张后的店面并不能提高原有店面的盈利水平, 因此百货业无法通过外延扩张来维持持续快速的增长。同样从日本 20 世纪末的例子可以得出教训, 日本的百货巨头“八佰伴”在经济泡沫时期大举扩张, 其在全球的店面总数一度达到了 400 余家, 但在日本经济泡沫破灭后公司情况急转直下, 债台高筑, 直到 1997 年破产。因此我们需要对现金不充裕而又举债扩店的百货企业保持警惕。

综合中长期和短期不同的发展趋势, 我们给予 2009 年百货子行业“中性”的评级。

百货子行业投资策略

在百货业整体下行过程中, 高端百货包括高档服装、化妆品、金银首饰等受到的影响会大于中低端百货, 行业内部会呈现出不同的发展趋势, 定位于二三线城市、贴近百姓消费的中低档百货将会在此次百货业的业绩回调中表现出高于一线城市的高端百货的防御性。由于在中短期内百货业的增长更多的是凭借内生增长而不是外延扩张, 我们建议**关注定位明确、具有区域优势、竞争区域缓和**的百货公司。

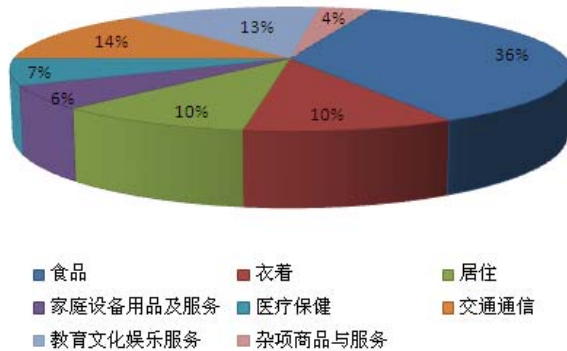
2.2 超市行业具备最强的防御性

经济下行的最后防线

总体上来看, 连锁超市行业属于强势业态, 长期将呈现侵占百货业市场而份额不断提高的趋势。而在经济下行时, 整体上的防御性要强于百货业和家电连锁业。从内部因素来看, 由于连锁超市经营的商品主要为食品、快速消费品、中低档服装等生活必需品, 刚性需求明显强于消费的其他组成部分。同时, 目前我国城市居民的消费支出中食品及中低档服装等生活必需品

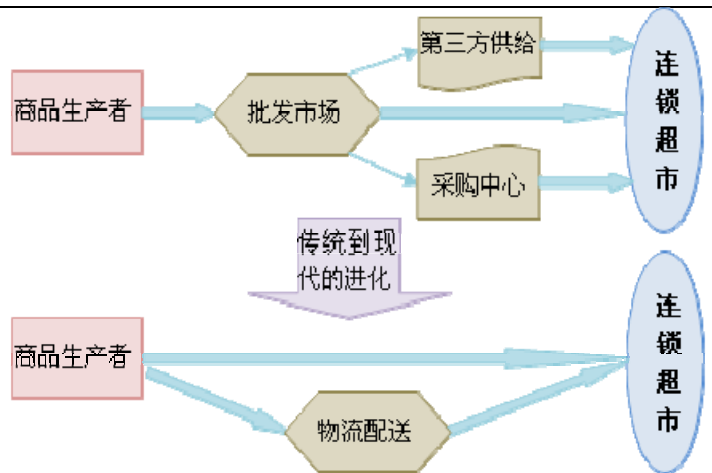
估计仍然超过 50%，因此我们认为连锁超市具备零售业最强的防御性。

图 18：2007 年城镇居民消费性支出构成



资料来源：国家统计局

图 19：连锁超市的供给链趋向简化



资料来源：宏源证券

而从超市的经营模式上来看，经过业态的不断发展，以前的供货中间环节诸如批发市场、第三方供给已经逐渐消失，而是采用“统一采购、集中分销”的经营模式。这就使连锁超市在扩张时能够形成很强的规模优势，容易实现复制式扩张，并提高整体的盈利水平。另外扩张较快的公司的议价能力也会不断增强，一定程度上能够转嫁 CPI 下行的不利影响。因此我们认为优秀的连锁超市在未来一段时间内具备通过有效扩张在一定程度上抵御消费行业景气回落的能力，并获得相对较高的成长。综合考虑，我们给予 2009 年**连锁超市子行业“增持”**的评级。

超市子行业投资策略

目前在我国的超市格局下，尚没有覆盖全国的连锁超市，包括一些进入中国的外资企业，也是存在着区域占领的现象。从全国主要超市店铺分布可以看出，外资对一线城市的布局已经占据了明显优势，由此也带来了激烈的竞争；二线城市总体实力较强，但对于单个地区优势不显著；其余的三、四线城市尚没有形成区域优势。而在经济下行的时候我们恰恰看好二、三线及以下城市的超市行业的发展速度，这是由于一来市场基数小，成长空间较大；二来中低端的百姓消费的刚性更强。

而对于国内几家上市公司来说，除华联综超是在全国范围内布局之外，另三家均属于区域龙头，均在各自的省份里面占据了绝对优势，未来一段时间内仍具有高速内生和外延增长的能力。因此我们的投资策略是**关注区域龙头和外延扩张能力较强的公司**。

表 3：全国主要超市店铺分布概况

	店铺分布			总门店数
	一线城市	二线城市	其余城市	
家乐福	北京 10；上海 17；天津 5； 重庆 4；广州 5；深圳 8	武汉 5；沈阳 6；哈尔滨 5； 成都 5；其余均在 2-4 之间	1-2	118
沃尔玛	北京 4；上海 3；天津 2； 重庆 4；广州 2；深圳 12	武汉 2；沈阳 2；哈尔滨 3； 成都 2；其余也均在 2-4 之间	1-2	204
	一线城市	其他地区		
华联综超	北京 10	江苏 6；广西 5；辽宁 4； 内蒙 5；贵州 4；安徽 3		62
步步高	无	湖南境内 91 家；江西 9 家		100
武汉中百	无	仓储：湖北 80；重庆 38 便民：476（不计入总数）		118
新华都	无	福建境内 38		38

资料来源：公司网站，宏源证券

2.3 家电连锁受累于房地产行业的萧条

规模效益难以战胜市场萎缩

中长期来看，家电消费将受益于消费的升级，传统的黑、白色家电面临更新换代，而随着收入的增加，小家电的普及率也将大幅上扬。农村和城市之间巨大的家电保有量差距将随着国家政策向农村倾斜而降低，近几年农村百户家电拥有量快于城市的增长态势将继续，远期的农村市场空间巨大。

表 4：我国农村和城市百户家电拥有量

年份	彩电		洗衣机		冰箱		空调	
	农村	城市	农村	城市	农村	城市	农村	城市
2000	48.74	116.60	28.58	90.50	12.31	80.10	1.32	30.80
2001	54.41	120.50	29.94	92.20	13.59	81.90	1.70	35.80
2002	60.45	126.38	31.80	92.90	14.83	87.38	2.29	51.10
2003	67.80	130.50	34.27	94.41	15.89	88.73	3.45	61.79
2004	75.09	133.44	37.32	95.90	17.75	90.15	4.70	69.81
2005	84.00	134.80	40.20	95.51	20.10	90.72	6.40	80.67
2006	89.43	137.43	42.98	96.77	22.48	91.75	7.28	87.79
2007	94.38	137.79	45.94	96.77	26.12	95.03	8.54	95.08

资料来源：Wind

从子行业形态上看，家电连锁属于专业店范畴，在这三个子行业中具有最强的规模效益。这主要得益于该行业出售的商品标准化程度高，均为集中采购，由此新开店面时能够显著提高原有店面的综合盈利能力，理论上来看通过扩张抵御行业景气的回落会较为有效。

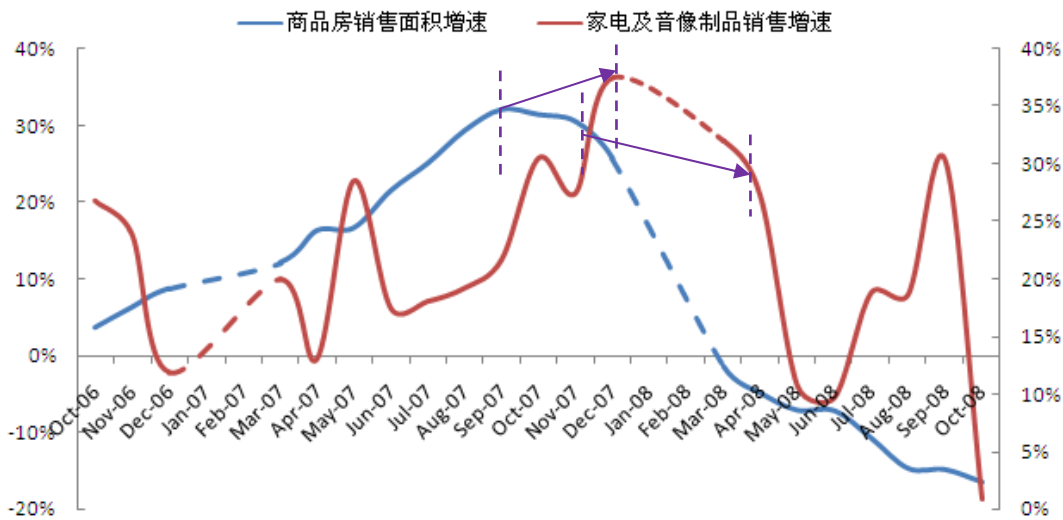
但家电一定程度上属于可选消费，且其销售的主要驱动力是家庭住宅的购置，在时间上家电销售和房地产销售趋势存在着 4-6 个月的迟滞期，这也与我们的常识相符。而根据我们房地

产分析师的观点，2009 年的房地产成交量上仍不容乐观，不会出现明显的反转趋势，因此我们判断在 2009-2010 年家电连锁业的销售增幅将会维持在低位。

另外国家最近出台的建设保障性安居工程和家电下乡的政策我们认为短期内拉动效果有限，更多的是一种长期利好，对 2009 年的家电连锁业盈利的增长贡献率仍然有限。

综上，我们给予家电连锁子行业“中性”的投资评级。

图 21：房地产对家电销售增速的影响



资料来源：Wind，宏源证券

家电连锁子行业投资策略

对于家电连锁行业来说，由于存在明显的规模效益，投资思路应为看好行业内扩张能力强、经营优秀的公司。在目前国内家电连锁业中，苏宁电器 2007 年的市场份额约为 5.28%，已经是行业内最优秀的公司之一。公司逆势扩张，以公司良好的管理和经营能力来看规模效应将随着门店的成熟而发挥作用。但我们同时也看到在二季度以来苏宁的同店销售增速大大放缓，内生性增长的空间较小；加上对 2009 年家电行业持有谨慎态度，以及目前苏宁电器在二级市场上的高估值，我们给与苏宁电器与行业相同的评级。

3 重点公司点评

3.1 银座股份（600858）

公司是山东省区域零售龙头企业，采取“百货+超市”的业务模式，在山东省拥有稀缺的门店资源和多年积累的良好商誉。公司的百货经营策略为在济南定位为中档百货，而在山东其他二线城市定位中高档。

目前公司正处于快速扩张期，并将持续到 2010 年。公司的扩张策略是尽快在山东覆盖省内二线城市，并加强原有优势地区的门店密度，2008 年前三季度新开 8 家门店，达到了 21 家。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司的新开门店业态以超市为主，百货为辅，目前整体的销售额比例中超市占到约 45%。

我们看好公司的分地域的明确定位，并认为目前公司的扩张策略符合我们的在经济下行时超市的防御能力强于百货、中端百货强于高端百货的判断。随着公司 2008 年新建门店成熟后效益的提升，我们看好明年公司的盈利能力。大股东零售资产的注入预期是另外一个看点。我们预计 2008、2009 年公司将实现每股收益 0.66 元、0.83 元，给予“增持”评级。

3.2 武汉中百（000759）

公司的核心业务为连锁超市业务，是华中地区的无可争议的超市龙头企业。公司的超市业务分为仓储和便民两种形态，定位中低端，经营商品大多为必需消费品。公司 2008 年前三季度新增仓储超市 14 家，便民超市 33 家，在未来一段时间内公司扩张重点为湖北省内二、三线城市，定位符合我们对行业发展的判断。

我们认为在经济下行的过程中，公司由于定位明确、扩张步伐稳健、现金流充裕，有望通过有效扩张来抵御行业景气下滑，仍保持较高速的发展。我们预测 2008、2009 年公司实现每股收益 0.33 元、0.42 元，给予“买入”评级。

3.3 步步高（002251）

公司目前的主营业务为超市连锁，并在近期的扩张过程中采用“超市+百货”的业务模式，扩张策略为从中小城市到大城市，是新崛起的区域性优秀零售企业。公司目前处于业务改造+高速扩张的过程中，这也直接影响了 2008 年前三季度的业绩。但对超市“生鲜化”的改造我们认为正是管理层锐意进取和卓越远见的体现，将在中长期体现出竞争优势；而公司在江西的扩张也将随着 2009 年的加速形成规模效益，实现扭亏为盈。

我们预测 2008、2009 年公司实现每股收益 1.25 元、1.70 元，给予“买入”评级。

3.4 新华都（002264）

公司是以大卖场为主、兼有综合超市和百货业务的区域连锁商，业务优势在于区域化的集中布设，通过差异化来与其他零售商进行竞争。公司在未来两年内将继续保持高速的扩张，尚处于综合超市大规模扩张的前期，其基数较小带来了高速增长的确定性。

但公司目前在福建省内面临着沃尔玛和永辉超市的激烈竞争，其未来的市场地位仍然具有一定的不确定性。我们预测 2008、2009 年公司实现每股收益 0.63 元、0.85 元，给予“增持”评级。

销售经理：蒋全、万玮

联系电话：010-62294633

电子信箱：jiangquan@ehongyuan.com.cn

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上