

商业零售
Retail Business

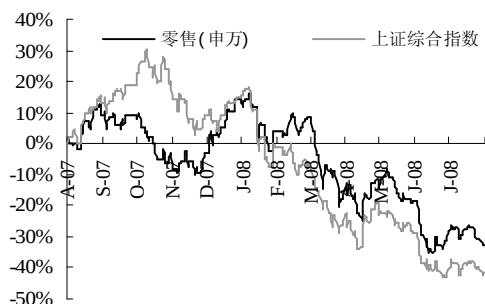
2009 年 1 月 20 日

关注行业龙头，等待市场回暖

——商业零售行业 2009 年投资策略

评级：中性

零售行业指数与上证指数走势比较



相关报告：

- 1、《行业景气度不减，龙头企业继续走扩张之路——百货行业 2008 年下半年投资策略》(2008.07.17)
- 2、《关注具有高成长性的区域连锁超市企业——超市行业 2008 年四季度投资策略》(2008.09.01)
- 3、《关注现金流充沛、增长相对确定的连锁零售企业——商业零售行业研究报告》(2008.11.19)
- 4、《消费者惜购，百货业提前掀起折扣狂潮——百货行业跟踪报告》(2008.11.21)

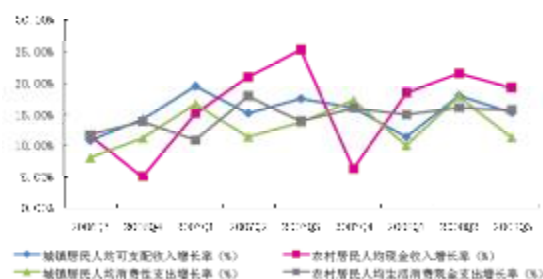
魏芳
李娜春（协助）
+86 755 21515593
liyc@jyzq.cn

- 2008 年三季度以来消费增速逐渐放缓，行业景气度开始回落。各类商品零售额的增速都有不同程度的下滑，其中以家用电器和音像器材类商品下滑最为明显。相应的，零售行业各业态的销售额增速也相应呈现出下滑趋势，专业店增速下滑最大。
- 2009 年将是零售行业的“寒冬”期，复苏有待经济回暖。零售行业位于供应链的末端，对于宏观经济的反应具有一定的滞后性。随着经济下滑影响的进一步向下渗透，2009 年将会是零售行业的“寒冬”期，尤其是春节过后，淡季将更淡，到下半年才可能会有所好转。
- 百货子行业：受经济波动影响较大，“寒冬”即将来临。三季度以来，百货行业，尤其是高端百货，业绩下滑明显。尽管从 10 月份开始，百货行业打折狂潮不断，但是刺激作用有限。预计 09 年春节过后，将会是百货行业的“寒冬”，具体表现为：消费市场的低迷将从一线城市逐渐向二三线城市渗透；打折、折扣店、谨慎扩张、并购将是 09 年百货行业的主要特征。
- 超市子行业：同店增速放缓，但防御性犹存。超市以经营生活必需品为主，需求弹性相对较小，因此受宏观经济波动的影响也相对较小。但从超市行业上市公司的三季报来看，业绩也遭受到不同程度的下滑。对于 09 年超市子行业的状况，主要有以下预期：食品类 CPI 回落，同店增速将会继续放缓；“开源节流”，促进内生性增长；门店扩张是主要的利润增长点。
- 家电零售子行业：“蛋糕”难以做大，通过抢占市场份额来确保利润增长。经济下滑，尤其是房地产行业的低迷，对家电零售行业冲击较大。对于苏宁电器来说，09 年仍将保持较高的扩张速度，通过市场份额增加来确保利润的增长。
- 行业整体估值已经进入比较合理的区间。其中超市行业由于在弱市中具有较强的防御性，加上近年来门店扩张较为迅速，业绩增长也比较确定，因此估值水平偏高。
- 投资建议：在对于 09 年零售行业整体预期比较悲观的情况下，建议短期内主要关注一些由于之前新开门店逐渐进入成熟期，有比较确定的外生性增长，从而业绩仍能保持较高的增长速度的连锁零售企业；长期则应该选择具有内生性增长优势、资金实力雄厚、抵御风险能力较强、在消费环境开始好转时可以迅速恢复的全国或区域连锁零售龙头企业。建议重点关注王府井、银座股份、步步高、新华都、苏宁电器。

2008 年三季度以来消费增速逐渐放缓，行业景气度开始回落

在经济下滑的背景下，消费也难以独善其身。2008 年三季度以来，城乡居民的可支配收入增长率有所下降，消费者信心指数不断下滑，社会消费品零售总额的增速也呈放缓态势。11 月份，社会消费品零售总额同比增长 20.8%，扣除 CPI 影响，实际同比增长 18.2%。

图 1 城乡居民收入和消费性支出增长率



数据来源: WIND、金元证券研究所

图 2 消费者信心指数



数据来源: WIND

图 3 社会消费品零售总额及其增长率



数据来源: WIND、金元证券研究所

1、各类商品零售额的增速都有不同程度的下滑，其中以家用电器和音像器材类商品下滑最为明显。

食品类零售额的下降主要是受价格水平下降的影响。食品类商品零售价格指数 (RPI) 从 2 月份的高点 23.5% 一直回落到 11 月份的 5.9%。

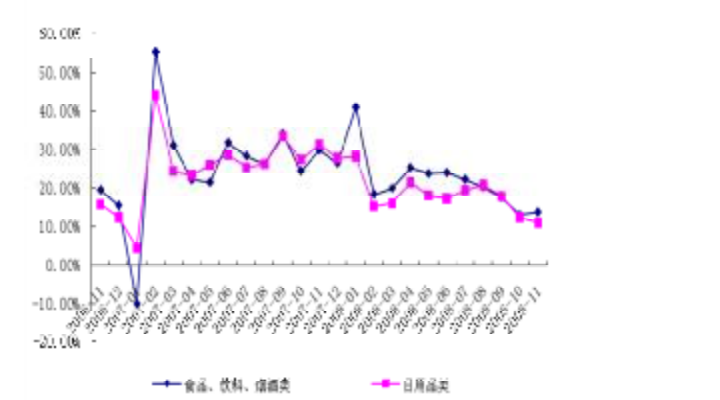
金银珠宝类商品由于我国婚庆传统等因素，在需求上也有一定的刚性，但其 RPI 从 9 月份开始迅速回落，因此零售额增速也随之明显放缓。

家用电器和音像器材类商品 10 月份零售额增速仅为 0.76%，11 月份也只

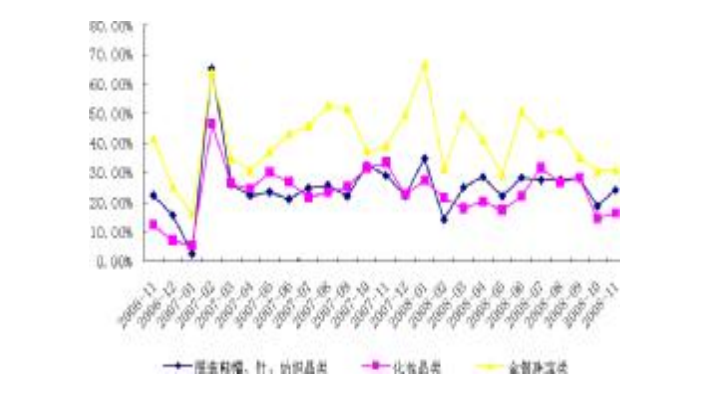
有 7.5%，下滑最为明显。一方面是受十一黄金周前置的影响，另一方面则是由于房地产市场的低迷进一步向下传导，以及消费信心不足和可支配收入减少在很大程度上抑制了耐用消费品的需求。

日用品、服装鞋帽、针、纺织品类、化妆品类、家具类、通讯器材类、体育娱乐用品类等非生活必需品的零售额增速在 10 月份也明显下滑。11 月份由于换季和商场加大打折力度等因素，服装鞋帽、针、纺织品类的零售额增速回升到 24.1%，而日用品类继续下滑到 11.1%，化妆品、家具、通讯器材、体育娱乐用品类的增速也只是略有回升到 16.3%、15.7%、-4.8%和 4.6%。

图 4 限额以上批发和零售业零售额增长率（超市相关商品） 图 5 限额以上批发和零售业零售额增长率（百货相关商品）

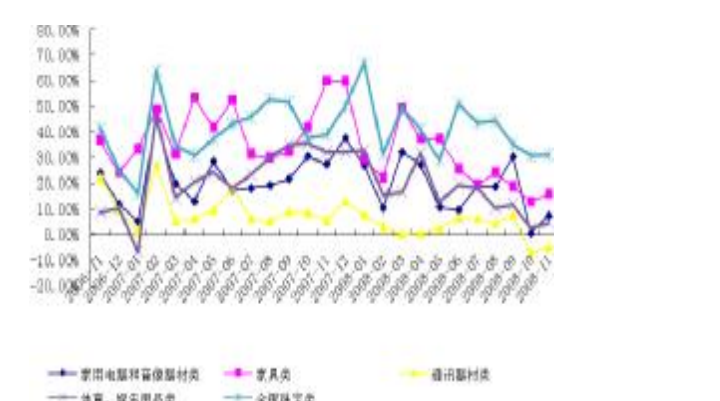


数据来源：WIND



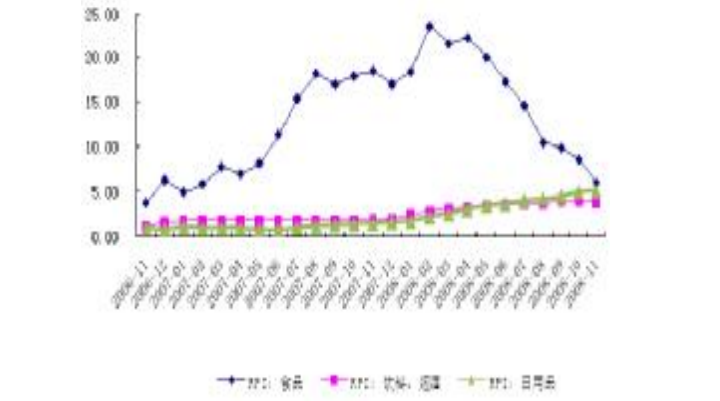
数据来源：WIND

图 6 限额以上批发和零售业零售额增长率（专业店相关商品）



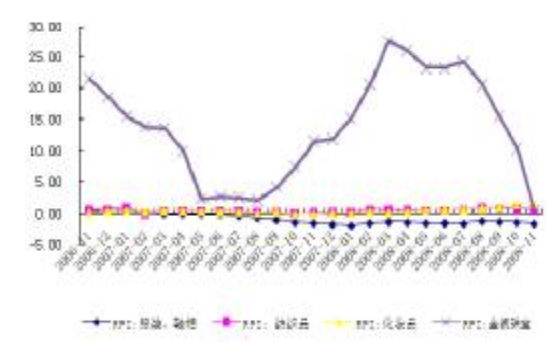
数据来源：WIND

图 7 商品零售价格指数（超市相关商品）



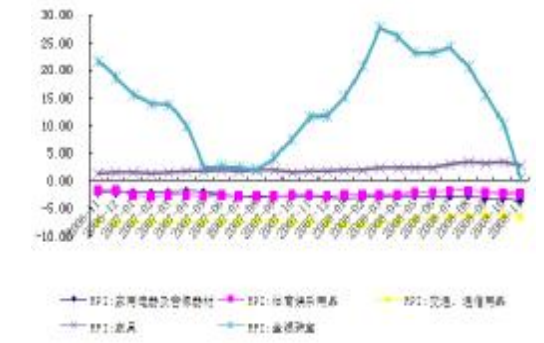
数据来源：WIND

图 8 商品零售价格指数（百货相关商品）



数据来源：WIND

图 9 商品零售价格指数（专业店相关商品）

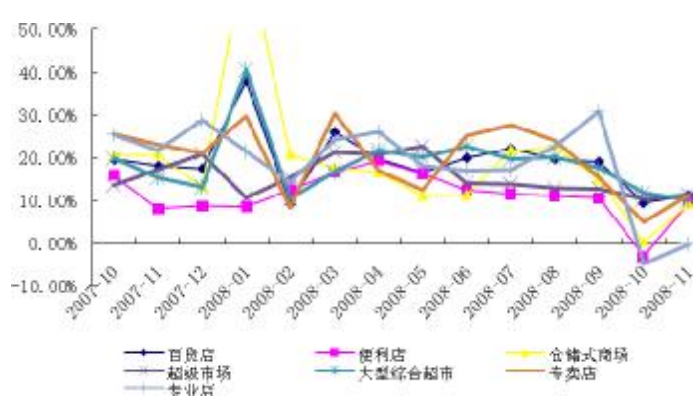


数据来源：WIND

2、零售行业各业态的销售额增速也相应呈现出下滑趋势，专业店增速下滑最大。

在消费市场低迷的环境下，零售行业景气度也开始逐渐回落，各业态的销售额增速都呈下滑态势。10 月份百货店、便利店、仓储式商场、超级市场、大型综合超市、专卖店、专业店的销售额增速分别仅为 9.6%、-2.9%、0.4%、10.5%、11.8%、5.1%、-4.7%，11 月份略有回升，但仍低于之前的水平。

图 10 各业态重点零售企业销售额增长率



数据来源：WIND

2009 年将是零售行业的“寒冬”期，复苏有待经济回暖

零售行业位于供应链的末端，对于宏观经济的反应具有一定的滞后性。随着经济下滑影响的进一步向下渗透，2009 年将会是零售行业的“寒冬”期，尤其是春节过后，淡季将更淡，到下半年才可能会有所好转。

1、消费市场将更加低迷。

2009 年，通货紧缩、失业人口增多、城乡居民可支配收入增速下降将成为制约消费增长的主要因素。此外，由于本次经济下滑主要体现在外向型经济和劳动力密集的低端产业，因此对边际消费倾向较高的中低收入人群的收入打击最大，从而进一步加重了对 09 年消费增速的打击。预计 09 年消费环境仍然难以改善，甚至会更差。

2、家电零售业绩下滑将最为明显、百货次之，超市相对较小。

从各子行业来看，超市行业以销售生活必需品、低端服装、纺织品等商品为主，因此受经济波动的影响相对较小，但由于食品价格水平的回落，内生增长的动力不足，预计 09 年同店增速将在 10%以内。

百货行业主要经营中高档服装、化妆品、金银珠宝等非生活必需品，在经济下滑的过程中受冲击相对较大，尤其是高端百货。在奢侈品方面，近年来我国的奢侈品消费人群不断扩大，但其中有相当一部分是属于边缘客户，随着经济增速的下降，沪深指数的下跌和财富的缩水，这些边缘客户很容易受到冲击，减少其在奢侈品方面的消费。

专业店中，家电零售行业受经济波动的影响最大。由于房地产行业下滑的滞后影响进一步向下渗透，预计 09 年家电零售行业的内生增长将会继续下降，很可能会是负增长。

3、刺激内需的政策不断出台，但短期内作用有限。

尽管国家近期出台了一系列拉动内需的政策，并将消费作为未来拉动经济增长的重要动力，然而这些政策至少需要经过 6-8 个月的传导期才能到达消费领域，因此短期内难改消费下滑态势。

表 1 近期出台的刺激消费相关政策

时间	事件	刺激消费相关措施
2008.11.09	国务院常务会议关于当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施	提高城乡居民收入：提高明年粮食最低收购价格，提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准，增加农民收入；提高低收入群体等社保对象待遇水平，增加城市和农村低保补助，继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。

2008.11.19	人力资源社会保障部获悉，党中央、国务院决定，从 2009 年 1 月 1 日起调整企业退休人员基本养老金。	调整企业退休人员基本养老金的对象，为 2008 年 12 月 31 日前已经办理退休手续人员。调整的水平，按照当地 2008 年企业退休人员月人均基本养老金的 10% 左右确定。
2008.11.22	发改委起草大范围提高社会工资等消费刺激方案	方案涉及调高个税起征点、大范围提高社会工资、建立对低收入阶层补贴的长效保障机制、提高住房货币补贴的标准等数个领域。
2008.11.26	商务部出台七条关于做好扩大消费工作的指导意见	明确商务部要重点促进七方面的消费：一是科学规划布局，优化流通网络，促进便利消费；二是引领市场需求，开发特色商品，促进热点消费；三是发展旧货流通，回收再生资源，促进循环消费；四是扩大赊购赊销，改善支付环境，促进信用消费；五是减少流通环节，降低流通成本，促进实惠消费；六是保障商品质量，净化市场环境，促进安全消费；七是抓住旺销时段，强化市场营销，促进节假日和会展消费。
2008.12.08	国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见	落实和出台有关信贷政策措施，支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房。加大对城市低收入居民廉租房、经济适用房建设和棚户区改造的信贷支持。支持汽车消费信贷业务发展，拓宽汽车金融公司融资渠道。积极扩大农村消费信贷市场。 要支持能够扩大最终消费需求、带动中间需求的项目，支持内部治理结构完善、就业容量大的劳动密集型企业。 要保持资本市场和房地产市场稳定健康发展。 要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产业支柱产业作用结合起来，增加保障性住房供给，减轻居民合理购买自住普通商品住房负担，发挥房地产在扩大内需中的积极作用。
2008.12.10	中央经济工作会议提出了明年经济工作的五大重点任务	巩固和发展农业农村经济好形势，保障农产品有效供给、促进农民持续增收。 要以提高居民收入水平和扩大最终消费需求为重点，调整国民收入分配格局。提高居民收入在国民收入中的比重，继续做好调整企业退休人员养老金工作，提高居民财产性收入，大力促进农民消费，稳定发展住房消费和汽车消费，着力发展服务消费和旅游消费，不断增强最终消费能力。 必须实施更加积极的就业政策，全方位促进就业增长，确保就业形势基本稳定。加快完善城乡社会保障体系，扩大城镇职工基本养老保险、基本医疗保险和城镇居民基本医疗保险覆盖面，研究和推出全国统一的社会保险关系接续办法，积极开展农村社会养老保险试点，制定农民工养老保险办法，切实保障农村贫困家庭、城镇困难家庭、离退休职工、在校贫困大学生基本生活水平不下降。
2008.12.30	国务院办公厅发布《关于搞活流通扩大消费的意见》	一、健全农村流通网络，拉动农村消费。二、增强社区服务功能，扩大城市消费。三、提高市场调控能力，维护市场稳定。四、促进流通企业发展，降低消费成本。五、发展新型消费模式，促进消费升级。六、切实改善市场环境，促进安全消费。七、加大财政资金投入，支持流通业发展。

资料来源：金元证券研究所

4、行业复苏有待经济回暖。

居民收入的增加、消费观念的转变、消费升级、城市化进程加快以及社会保障制度的不断完善等因素都对零售行业的快速发展奠定了良好的基础。此次景气度回落，不过是零售行业长期上涨过程中的一个小调整。当经济回

暖、刺激消费政策的效果逐渐显现，压抑的消费需求将会得到释放，零售行业也将迎来爆发性的增长。

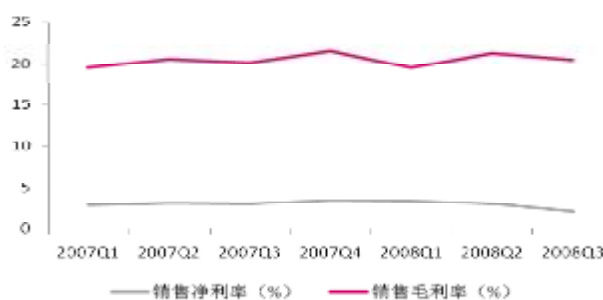
百货子行业：受经济波动影响较大，“寒冬”即将来临

在经济下滑、金融危机的影响下，我国城镇居民三季度可支配收入增速明显下滑。其中，由于房市、股市下跌等因素而造成的财产性收入减少，使得消费者惜购心理日益蔓延，尤其体现在高档服装、箱包、名表等高端奢侈品消费方面。

因此，百货行业，特别是高端百货，业绩下滑明显。第三季度，42 家百货行业上市公司共实现营业收入 268.87 亿元，同比增长 21.37%，净利润 6.19 亿元，同比下降 14%。其中，作为两市唯一一家高端百货的广州友谊，第三季度的营业收入为 5.96 亿元，同比增长仅为 13.4%，净利润 0.44 亿元，同比增长 19.4%，与二季度相比净利润减少了 17.8%。

从盈利能力来看，百货企业的销售毛利率与去年同期相比略有提高，但销售净利率从二季度开始，下滑明显，第三季度行业整体的销售净利率仅有 2.15%。

图 11 百货行业整体销售净利率与毛利率



数据来源：WIND

尽管从 10 月份开始，百货行业就提前掀起了打折狂潮，打折力度也比往年有所加大，确实一定程度上对消费产生了刺激作用，带动了企业销售额的增长。然而，这种刺激作用具有短期性，同时对于百货企业来说，“价格战”只是用牺牲毛利率来换取现金流的不得已的选择，打折狂潮之下销售额的提升并不意味着利润的增加。因此，我们预计 09 年春节过后，将会是百货行业

的“寒冬”，具体表现在以下几个方面：

1、消费市场的低迷将从一线城市逐渐向二三线城市渗透。

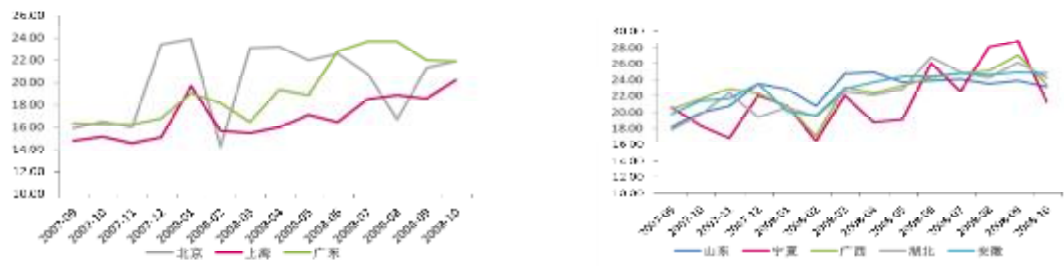
根据三季报，一线城市的百货企业第三季度业绩下滑相对比较明显，而山东、宁夏、广西、湖北、安徽等省份的一些百货企业的营业收入和净利润仍保持着稳定的增长态势，这在很大程度上是因为一线城市居民的财产性收入仍保持着稳定的增长态势，这在很大程度上是因为一线城市居民的财产性收入占可支配收入的比重相对较大，因此受负的财富效应的影响也较大，对于消费的抑制作用更加直接。然而随着受经济下滑影响的范围日益扩大、居民可支配收入增速的进一步放缓甚至减少、失业人口逐渐增多，二三线城市的消费也将受到冲击，从而会对这些区域内百货企业的业绩产生消极影响。

表 2 A 股百货行业上市公司营业收入和净利润增长率

	营业收入增长率（%）			归属母公司的净利润增长率（%）		
	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q1	2008Q2	2008Q3
王府井	25.07	14.75	18.52	47.84	121.74	10.82
百联股份	19.88	9.32	6.16	16.62	13.85	-18
新世界	42.69	30.49	31.87	41.59	13.45	0.07
广州友谊	25.37	16.24	13.41	40.41	50.22	19.4
广百股份	29.59	9.06	25.46	5.54	65.21	-4.63
银座股份	48.29	47.79	86.45	53.57	17.66	116.28
新华百货	2.71	2.21	27.82	9.25	13.85	47.62
南宁百货	17.8	23	31.24	57.68	539.39	93.67
鄂武商 A	27.5	26.73	35.43	43.72	33.66	856.58
合肥百货	35.17	25.04	28.19	14.14	46.69	75.33

数据来源：WIND
注：鄂武商 A 为武广租金案最终结果追溯调整前的数据

图 12 分省市社会消费品零售总额增长率



数据来源：WIND

2、打折、折扣店、谨慎扩张、并购将是 09 年百货行业的主要特征。

(1) “打折潮”波澜不断。在消费动力不足的环境下，打折是最直接、也是最有效的营销手段。预计 09 年百货企业会继续通过“价格战”来抢占市场份额。

(2) 折扣店成为新宠。经济下滑对于专门主打“折扣”概念的 outlets 和其他折扣店来说反而是一个机遇。欧洲折扣店正是在 20 世纪 70 年代中后期全球石油危机、经济不景气的背景下快速发展起来的，因此具有与生俱来的抵御经济衰退的特质。因此，低迷的消费环境反而刺激了折扣店的加速成长。广州番禺万博莱斯 outlets 近两个月销售同比增长 30% 以上，百联奥特莱斯 11 月份销售额也同比增长 29.78%。此外，随着越来越多的外销产品转为内销，折扣店既为这些产品提供了一个良好的渠道，同时也在产品选择上有了更多的话语权，有利于进一步提高折扣店商品的质量。

(3) 连锁百货对外扩张的脚步将会放缓。由于新店培育期将会加长、“现金为王”等因素，很多连锁零售商对于扩张的态度更为谨慎，以求安全“过冬”。银泰百货在上海的首个百货项目尚未开业已被出售，并适当考虑输出管理的“轻资产”运作模式；王府井百货今年也仅在包头新开了一家百货店，远未达到年初提出的新增 5-6 家门店的目标。

(4) 并购机会增多。从全球范围来看，零售业倒闭现象已经开始陆续发生，英国的零售巨头 woolworths 也倒在了圣诞节大抢购前夜。预计 09 年我国也将会有一些的零售企业陷入经营困境，从而成为一些资金实力雄厚、现金流充沛的连锁零售集团的并购标的。另一方面，由于 A 股零售行业上市公司股票市值的缩水，从二级市场购买股票的成本有可能低于直接通过产权交易受让股权，为并购提供了机遇。“茂业系”对渤海物流、商业城和深国商的不断举牌、“银泰系”举牌中兴商业，都可以看作是通过资本市场进行并购的前奏。

综上，我们对于百货子行业 09 年的整体预期是比较悲观的。但随着未来经济的回暖，社保、医疗等基础设施建设的进一步完善，被压抑的消费需求将会得到释放，百货行业也将迎来新的景气周期。

对于像王府井、银座股份等全国或区域连锁龙头企业应该给予重点关注。

这些龙头企业凭借其丰富的经验、雄厚的资金实力以及品牌影响力，防御能力相对较强，在受到冲击之后恢复能力也更强。同时，在此轮调整的过程中，一方面企业将更加注重“内功”的修炼，另一方面也会有更多并购的良机出现，因此当行业新一轮的景气周期来临的时候，这些龙头企业的业绩也将会有更大的提升空间。

超市子行业：同店增速放缓，但防御性犹存

超市以经营食品、日用品等生活必需品为主，需求弹性相对较小，因此受宏观经济波动的影响也相对较小。但从超市行业上市公司的三季报来看，业绩也遭受到不同程度的下滑。

表 3 A 股超市行业上市公司营业收入和净利润增长率

	营业收入增长率(%)		归属母公司的净利润增长率(%)	
	2008 年三季报	2008 年中报	2008 年三季报	2008 年中报
武汉中百	23.96	24.49	38.87	54.29
步步高	27.81	33.51	40.51	52.79
新华都	43.27	49.95	59.63	54.64
华联综超	18.76	19.46	-12.22	19.22
北京城乡	6.09	6.55	1.23	17.22
友谊股份	14.28	16.04	38.2	50.23

数据来源：WIND

注：新华都和友谊股份的归属母公司的净利润增长率均扣除了非经常性损益因素

业绩下滑的原因，主要有以下几个方面：

- 1、食品类 CPI 明显回落。食品类 CPI 指数从 4 月份的高点 22.1% 开始逐月下滑，9 月份仅为 9.7%。
- 2、“毒奶粉”事件导致奶制品销售下滑严重，同时也使消费者对食品类商品产生“信任危机”。
- 3、三季度由于“奥运”、“中秋”、“迎十一”等主题，超市促销活动频繁，销售费用也有所增加。此外，一些新开门店和门店改造项目也大大增加了超市企业的销售费用。

从盈利能力来看，超市行业的毛利率水平仍保持平稳上升趋势，但销售

净利率在三季度下降明显。由于门店扩张、改造以及促销较多等因素，三季度的销售费用增幅较大，同时销售收入的增速又有所放缓，从而导致了期间费用率的上升和净利率的下降。其中，三季度，武汉中百新开营业网点 17 家，包括 7 家中百仓储超市；步步高对主力门店进行停业改造，推出“生鲜早市”；华联综超的新开门店数量也比去年同期有所增加。

表 4 A 股超市行业上市公司盈利能力指标

	销售净利率 (%)			销售毛利率 (%)			销售期间费用率 (%)		
	2008Q3	2008H1	2007Q3	2008Q3	2008H1	2007Q3	2008Q3	2008H1	2007Q3
武汉中百	1.81	1.80	1.64	17.89	17.84	17.28	14.69	14.73	14.72
步步高	3.15	3.70	-	19.27	19.01	-	14.77	14.20	-
新华都	3.16	3.87	-	18.93	19.04	-	14.38	13.76	-
华联综超	1.61	2.33	2.18	19.87	20.00	19.94	17.31	16.41	15.96
北京城乡	4.23	5.01	4.63	21.69	21.74	20.94	15.62	14.26	16.33
友谊股份	2.26	2.31	2.58	20.55	20.16	20.21	18.03	17.42	18.30

数据来源：WIND

对于 09 年超市子行业的状况，主要有以下预期：

1、食品类 CPI 回落，同店增速将会继续放缓。

10 月份食品类 CPI 已经下滑到 8.5%，而 11 月份更是回落到 5.9%，预计 09 年食品类 CPI 仍然会处于较低的水平。因此，尽管经济下滑对于生活必需品的需求影响不大，但是 CPI 的下行，会对销售额产生负面的影响，进而影响到超市的同店增长率。此外，由于 08 年基数较高，预计 09 年超市行业的同店增速会在 10% 以下。

2、“开源节流”，促进内生性增长。

在经济不景气的环境下，连锁超市企业对于门店扩张的态度将会更加谨慎，虽然扩张的速度未必放缓，但会把更多的精力放在内部改造方面，以求通过提高综合毛利率、降低费用等方式来弥补收入减少对利润的影响。

从目前来看，国内连锁超市企业的收入构成中，有很大一部分是来自于促销服务费、租赁收入等其他收入。就主营业务毛利率来看，内资超市企业毛利率水平一般在 13% 左右，与家乐福、沃尔玛这些外资超市巨头 20% 以上的

毛利率水平相比，存在着很大的差距。这也反映出，内资超市的毛利率仍有很大的提升空间。步步高三季度对主力门店进行了生鲜改造，并将通过直接从珠三角地区的“世界工厂”采购廉价服装、鞋类进行贴牌等方式，提高非食品类产品的毛利率。

表 5 内外资连锁超市企业主营业务毛利率比较

	2006	2007
华联综超	11.22	12.02
武汉中百	12.44	12.61
北京京客隆	12.46	12.8
物美商业	6.73	7.55
时代零售	16.31	16.44
步步高	13.36	14.56
新华都	12.55	13.86
联华超市	12.07	12.99
行业平均	12.14	12.85
家乐福	22.48	22.43
沃尔玛	24.24	24.36

数据来源：WIND，步步高、新华都招股说明书，家乐福、沃尔玛年报，金元证券研究所

另一方面，超市企业也将更加注重费用的控制。武汉中百计划通过降低广告费、差旅费等“节流”的方式，提高净利率。

3、门店扩张是主要的利润增长点。

通过门店扩张，一方面进入成熟期的门店将对利润产生较大的贡献，另一方面，在区域内密集开店产生的规模效益，有利于降低企业的成本和费用。因此，在同店增长放缓的情况下，连锁超市企业通过门店扩张带来的外生性增长，仍然可以确保收入和利润的持续较快提高。

综上，预计 09 年超市子行业尽管受到 CPI 回落的影响，同店增速将会放缓，但随着门店改造效果的逐渐显现，以及门店扩张带来的规模效应和外生性增长等因素的影响，超市行业的业绩增长还是比较确定的，只是增速可能会略有放缓。因此，超市行业仍然是弱市中首选的防御性品种。

家电零售子行业：“蛋糕”难以做大，抢占市场份额确保利润增长

经济下滑，尤其是房地产行业的低迷，对家电零售行业冲击较大。

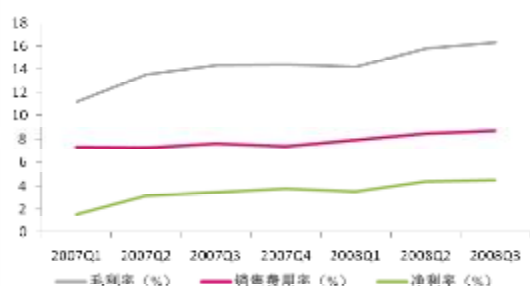
家用电器和音响器材类商品的零售额增速在二季度下滑明显，三季度受奥运和十一黄金周前置因素的影响，增速有所回升，9 月份达到 30.29%，而 10 月份又迅速下滑到 0.8%，尽管 11 月份由于打折促销力度加大等因素，增速略有回升到 7.5%，但远远低于之前的水平。

从家电零售企业三季报情况来看，受十一黄金周前置的影响，苏宁和国美第三季度销售情况均比二季度略有好转。前三季度，苏宁电器营业收入同比增长 39.94%，同店增长 3.25%，国美电器收入增长 20.04%，同店增长 3.18%，与二季度相比均有所回升，但与去年相比，业绩下滑非常显著。

尽管从 12 月份起，将在全国 12 个省市正式开展家电下乡推广工作，但在当前农民收入增速也有所放缓的形势下，“家电下乡”的刺激作用也是很有有限的。预计 09 年家电消费市场这块“蛋糕”很难继续做大，家电零售企业的同店增速甚至可能会是负增长。

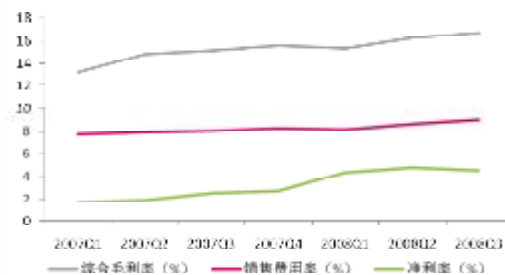
另一方面，费用的增加将抵消毛利率的提升对于净利润的贡献。苏宁通过有效整合供应链资源、供应商采购合同政策有所提升，以及 OEM、ODM、定制、包销等采购手段的进一步推进，三季度综合毛利率提升到 16.81%；而国美也在整合资源、提升规模效益，以及精细化管理、提升营运效率等方面取得了良好的成效，三季度综合毛利率也由去年同期的 14.92%提升到了 16.33%。然而与此同时，两家公司的销售费用也同步明显上升，加上预期未来促销活动会更加频繁，以及百思买等外资家电零售商的潜在威胁，将大大抵消综合毛利率的提升对于净利润的贡献。

图 13 苏宁电器的盈利能力指标



数据来源：WIND

图 14 国美电器的盈利能力指标



数据来源：WIND

因此，09 年家电零售企业将主要依赖于门店扩张所带来的市场份额增加来确保利润的增长。

在扩张方面，苏宁一直保持着较高的速度，即使是在目前的环境下，也计划 09 年新进城市 70 个，至少新开门店 200 家。而国美方面，由于资金压力较大，加上黄光裕事件的不利影响，在开店方面的态度更加谨慎，扩张速度也将会明显放缓。因此，对于苏宁来说，09 年将是进一步扩大市场份额的良机。

表 6 苏宁电器门店扩张情况

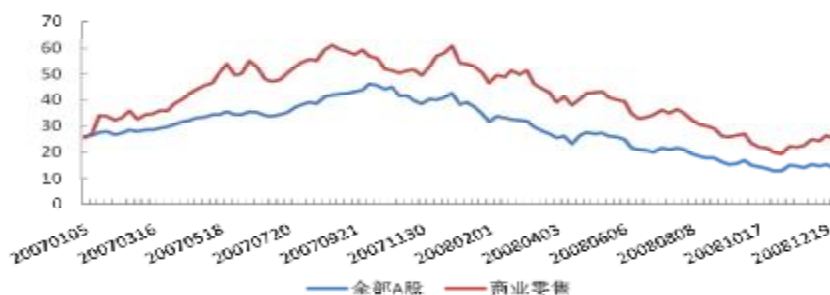
	2007	2008Q1	2008Q2	2008Q3
新开连锁店	175	32	70	65
置换连锁店	14	2	6	7
新增连锁店	161	30	64	58
门店总数	632	662	726	784

数据来源：WIND

行业估值

从历史估值来看，无论是经济高速成长期或是调整期，零售行业的估值水平一般都要高于 A 股的整体水平。

图 15 零售行业上市公司与全部 A 股历史 PE 比较



数据来源：天相投资

从各子行业来看，目前百货子行业的估值水平已经进入比较合理的区间。超市子行业由于在弱市中具有较强的防御性，加上近年来门店扩张较为迅速，业绩增长也比较确定，因此估值也相对较高。苏宁外生性增长显著，资金也比较充裕，未来仍能保持较快的扩张速度以抢占更多的市场份额；国美目前

则面临资金上的压力，扩张速度会有所放缓，再加上“黄光裕事件”的不良影响，与苏宁之间存在较大的估值差距也是比较合理的。

表 7 A 股和 H 股零售行业上市公司估值比较

			PE	PB
百货	A 股	合肥百货	32.83	3.86
		鄂武商 A	19.81	2.44
		开元控股	18.05	1.78
		西安民生	41.90	1.59
		中兴商业	30.55	2.30
		武汉中商	28.03	2.22
		广州友谊	18.06	3.95
		广百股份	19.06	3.22
		南京中商	40.99	1.54
		大厦股份	16.54	2.67
		新世界	25.66	2.52
		百联股份	27.74	1.75
		南京新百	17.15	1.75
		东百集团	22.19	4.25
		大商股份	15.97	1.70
		欧亚集团	23.23	3.29
		南宁百货	25.49	2.78
		重庆百货	18.80	3.94
		兰州民百	30.43	2.11
		友好集团	28.88	1.28
		新华百货	16.50	2.94
		杭州解百	17.15	2.89
		益民商业	24.55	2.45
		成商集团	24.88	6.29
		银座股份	25.77	3.26
		王府井	24.76	4.16
		百大集团	19.43	2.05
		大连友谊	12.40	2.00
		平均	23.81	2.75
	H 股	百盛集团	29.74	7.37
		金鹰商贸	13.46	5.97
		新世界百货	16.88	1.96
		银泰百货	6.55	1.03
		茂业国际	6.58	1.32
		平均	14.64	3.53
超市	A 股	武汉中百	31.35	3.29
		步步高	35.32	4.22
		新华都	28.43	3.91

		华联综超	21.73	1.72
		北京城乡	27.60	0.97
		友谊股份	17.71	1.66
		平均	27.02	2.63
		物美商业	11.80	2.95
	H 股	时代零售	10.28	1.50
		联华超市	13.03	2.15
		北京京客隆	6.79	0.78
		平均	10.47	1.84
	A 股	苏宁电器	23.46	6.44
家电零售	H 股	国美电器	6.73	1.63

数据来源：WIND，金元证券研究所

投资建议

在对于 09 年零售行业整体预期比较悲观的情况下，建议短期内主要关注一些由于之前新开门店逐渐进入成熟期，有比较确定的外生性增长，从而业绩仍能保持较高的增长速度的连锁零售企业；长期则应该选择具有内生性增长优势、资金实力雄厚、抵御风险能力较强、在消费环境开始好转时可以迅速恢复的全国或区域连锁零售龙头企业。

1、百货：关注行业龙头，等待下一轮景气周期

尽管目前百货子行业的估值水平已经进入比较合理的区间，但是 09 年将是行业的“寒冬”期，投资风险较大。

可以关注一些资金实力雄厚、经验丰富、内生增长优势明显、具有品牌影响力的全国或区域龙头企业。首先在目前的环境下，这些企业抗风险能力相对较强，同时也可以适度低成本的进行扩张；另一方面，当国内经济和消费环境开始好转、行业进入新一轮景气周期时，龙头企业由于规模相对较大、经营成熟、兼具内生优势和对外有效扩张，将会重新进入高速增长阶段。建议重点关注王府井、银座股份。

（1）王府井

作为我国百货行业的龙头企业，王府井已经具备了比较成熟的全国百货连锁模式、丰富的经营管理经验以及强大的品牌影响力，抵御风险的能力较强。

在目前行业景气度回落的环境下，王府井一方面通过打折促销扩大销售，另一方面在谨慎扩张的同时积极挖掘内在潜力，继续推进采购模式改革，提升毛利率。

（2）银座股份

银座股份在山东省内具有较强的品牌优势、优质的供应商队伍，采取“百货+超市”的业态模式，在区域内的二三线城市密集开店。公司目前在全省 8 个地区拥有 22 家门店，其中 08 年新开门店 9 家。在积极扩张的同时，公司的盈利能力也在稳步提升。此外，大股东山东省商业集团，逐步将优质商业类资产注入上市公司的预期明确。

2、超市：当前估值较高，回调时可适当选择外生增长确定的区域连锁超市企业

超市行业防御性强，加上门店迅速扩张带来的外生性增长，即使在弱市中仍能保持较高的业绩增长。然而目前超市行业的整体估值水平偏高，建议给予重点关注，当回调时可以适当配置一些业绩增长比较确定的区域连锁超市企业。

（1）步步高

步步高是湖南省的民营连锁零售企业，包括超市、百货、电器专卖店三种业态。公司自设立以来，连续四年列入商务部和中国连锁经营协会联合发布的“全国连锁经营企业百强企业”排名，2007 年位居第 39 位。

在经济下滑的环境下，公司的扩张速度会比计划略有放缓，但仍会保持一定的增速，加上之前的新开门店逐渐进入成熟期，09 年业绩保持较快的增长还是比较确定的。另一方面，公司更多的注重内生优势的提升。在三季度生鲜改造之后，公司积极开拓新的盈利渠道，将通过 OEM 或直接从珠三角地区素有“世界工厂”之称的大量服装、玩具厂家直接采购的方式，建立自有品牌，同时推出“折扣百货”，销售这些自有品牌。

（2）新华都

新华都目前基数还比较小，尚处于扩张的前期，因此潜力也比较大。公司收入和利润的增加也主要来自于外生性增长。就目前来看，公司扩张速度仍比较快，加上之前新开门店逐渐进入成熟期，业绩增长比较确定。

另一方面，公司也在积极优化供应链，随着在福建省内门店数量的逐渐增多，规模优势也会得到进一步的体现，供应链改造的效果也更容易得到发挥，盈利能力也将上升到一个新的平台。

3、家电零售：苏宁电器一枝独秀

在此轮经济下滑周期中，家电零售行业是受冲击最大的零售业态。09 年行业整体业绩下滑已经比较明确。但对于苏宁电器来说，业绩虽然会受到影响，但是却是一个扩大市场份额的机遇。

苏宁电器目前业绩增长主要得益于毛利率的提高和门店扩张带来的外生性增长。尽管预计 09 年同店增速将进一步放缓，但是由于公司现金流充沛，有能力继续扩张门店，市场份额将继续扩大，垄断优势会更加显著，加上作为“家电下乡”政策推行的重要渠道，业绩增长相对比较确定。

与此同时，公司的主要竞争对手国美电器，一方面面临资金的困难，扩张速度会明显放缓，另一方面管理层也比较混乱，更是给苏宁一个赶超国美的良机。

从估值来看，目前苏宁电器的估值水平也比较合理，建议“增持”。

表 8 重点公司估值和投资评级

	2007		2008E		2009E		2010E		投资评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
王府井	0.68	28	0.97	20	1.18	16	1.56	12	中性
银座股份	0.50	33	0.60	27	0.78	21	1.00	16	中性
步步高	0.91	46	1.22	35	1.49	28	2.32	18	中性
新华都	0.43	42	0.68	27	0.85	21	1.21	15	中性
苏宁电器	0.49	37	0.80	22	1.02	18	1.45	12	增持

数据来源：WIND，金元证券研究所

注：EPS 均以当前股本计算，股价为 12 月 31 日收盘价

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%—10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.