



CICC

中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

2009年3月6日

零售

中金公司研究部

分析员：郭海燕 guohy@cicc.com.cn

钱炳 qianbing@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

中国零售业周报(第16期)

零售板块业绩预览和近期投资策略

中金本周观点：2008年四季度、2009年1季度业绩增速不容乐观，仍有一定盈利预测下调压力

我们对主要零售公司2008年和2009年1季度的业绩做出预览(表1)，总体来看各公司在2008年四季度、2009年1季度业绩增速普遍下滑，部分公司出现负增长的情况——主要原因是十月份之后消费市场急剧转冷导致消费增速出现较大幅度放缓，同时大比例折扣对零售公司的利润率也产生了负面影响。目前来看，重点监控的销售增速数据尚未表现出实质性的反转迹象，我们仍然对零售业整体的基本面变化趋势表示审慎。

我们重点跟踪的公司中，2008年净利润：

- 1) 同比下降的公司是：大商股份(业绩释放问题)、华联综超(快速扩张)和莎莎。
- 2) 难有增长的公司是：百联股份、利福国际。
- 3) 其余公司仍能够维持较好的增长，但08年四季度业绩普遍出现了放缓的情况，其中：益民商业、国美电器、苏宁电器(若剔除财务收益和税率下降)在四季度出现了负增长；但华联股份、欧亚集团、东百集团、新华百货和京客隆(07年4季度久隆百货开业带来低基数)在四季度仍能获得高于20%的利润增长。
- 4) 总体来看，符合我们前期论断的是：家电零售公司四季度表现最差，这和其商品防御性低及国美引发的大幅度打折有关；市场普遍认为防御性较强的超市公司也因食品价格的下降而难有同店增长——虽为正值但已明显回落，而且增速不及一些地处中西部地区和东北地区的百货公司。

2009年1季度，我们预计各公司盈利增长情况会差于08年四季度：

- 1) 净利润可能出现同比下降的公司有：广州友谊、大商股份(集团改制敏感期，估计业绩不会充分释放)、百联股份、上海新世界、益民商业、王府井、华联综超、新华都、苏宁电器(如果没有财务收益等非经营性利润的加入)、京客隆、联华、物美、国美电器、香港新世界、利福国际和莎莎。
- 2) 有望与去年基本持平或略有增长的公司有：合肥百货、华联股份、欧亚集团、东百集团、新华百货、武汉中百、步步高、百盛。
- 3) 没有发现有望保持较快增速的公司。

由此可见：

——2009年1季度发生利润下降公司的比例较大，大多集中在东部沿海富裕城市；超市类公司也会出现同比下降的情况，在通缩情况下超市防御性未必高于百货，但平均业绩表现会好于富裕城市运营的百货公司或经营管理不佳的零售商；中西部地区和东北地区的零售商盈利水平有望维稳，但增速也不可能很快。

——全年来看，百货和家电零售业在6月份之前、超市业在10月份之前均面临着较大的高基数效应，板块整体的同比增速表现应当不会很好。此后，如果经济形势不发生进一步的恶化，零售商们才有望陆续获得业绩同比增速的回升。因此，至少上半年很难看到由于行业基本面变化而带来的投资契机。

投资策略：提示盈利增速面临压力的风险，若大市开始回落，零售板块应逢高减持

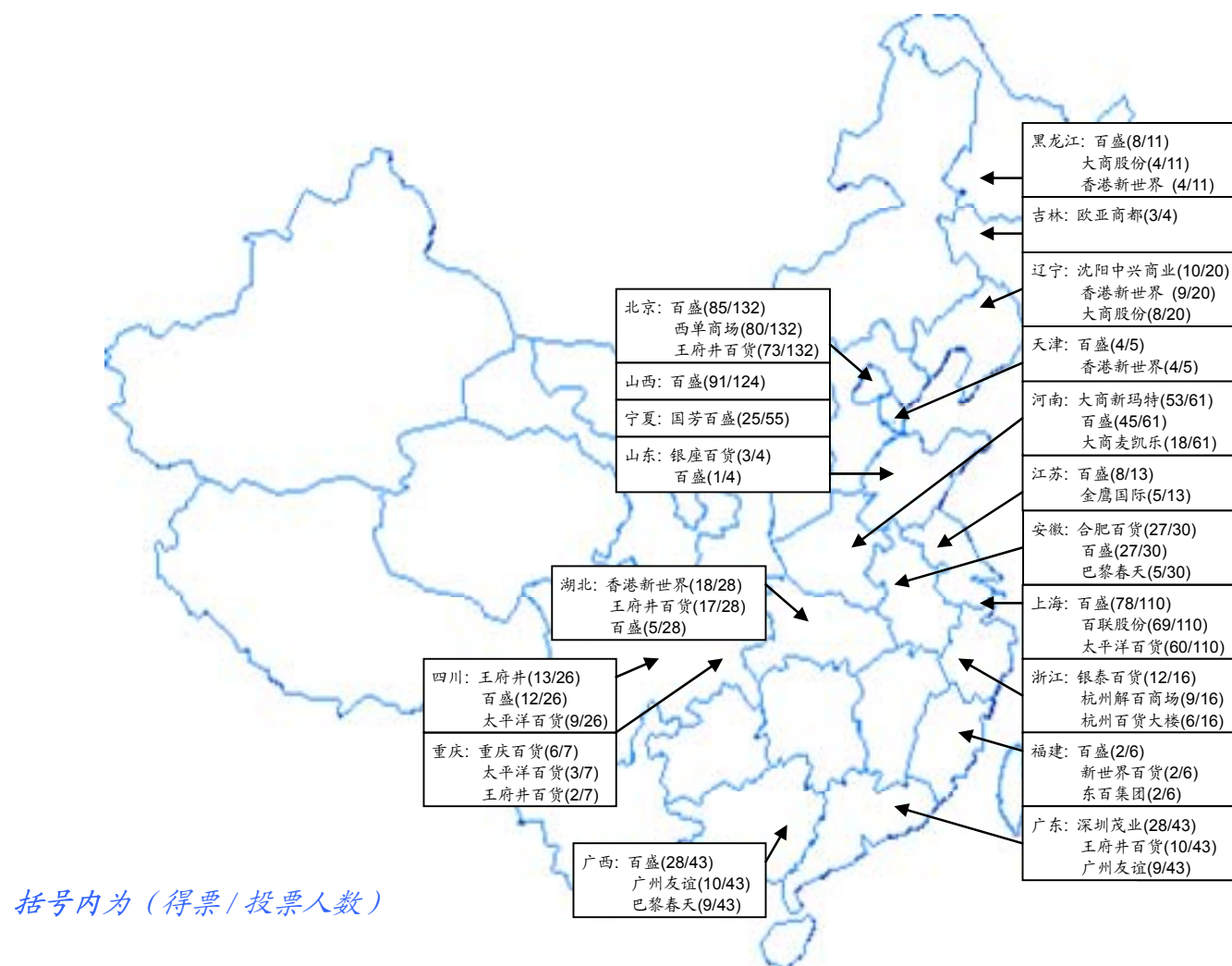
- 1) **缺乏盈利方面的投资亮点，提示整个板块业绩下调风险。**我们下调了相关上市公司盈利预测以反映1季度业绩不佳和全年增长压力，但市场平均预测普遍比我们高，因此零售板块在接下来的一段时间将可能面临预期下调的风险。
- 2) **A股：**①依据我们的盈利预测，目前很多公司2009年市盈率还在20倍以上，我们认为15倍是较好的介入时点，目前的估值水平尚未反映出盈利增速下滑带来的估值风险。因技术面的滞涨，短期内板块可能会有阶段性的反弹和交易性投资机会，若大市开始回落，应逢高减持(特别是对基本面薄弱的概念股、小盘股)。②较为扎实的投资方向是：a) 资产和网络的内在价值被低估，例如大商股份；b) 大型零售公司苏宁、综超、大商的业绩增速反转，我们将紧密跟踪、及时提示；c) 盈利具备稳定性的合肥百货、华联股份、欧亚集团、东百集团、新华百货、武汉中百、步步高、中西部、东北区域零售商。
- 3) **港股：**总体估值已较低，百盛仍是较好的零售公司。2009年，百盛仍有望通过新门店扭亏和收购获得持续的增长。我们的问卷调查显示，百盛已成为中国市民认知度最高、最喜爱的全国性百货连锁品牌。新世界、京客隆、联华的估值已很便宜，可逢低吸纳。在一级和富裕城市有较多布点的银泰、金鹰、茂业盈利仍有下行压力，不建议介入。

表 1: 主要零售公司 2008 年报和 2009 年 1 季报业绩预览

代码	公司	年报公布日	净利润(百万元)							市场预测		2009年1-2月销售表现	CICC	市场预测	市场 /CICC	股价	2009 P/E
			2007A	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08E	2008E	全年占比	2008E	市场 /CICC		2009E	2009E			
A股																	
百货/购物中心经营管理类公司																	
000417	合肥百货	2009-04-16	87	33	24	27	56	140	39.9%	145	3.9%	同店有小幅增长	173	183	5.7%	7.85	16.7
	同比增长		133.2%	86.6%	301.7%	180.7%	3.9%	60.8%	-	67.1%	-		24.1%	26.2%	-		
000987	广州友谊	2009-03-31	191	77	54	44	66	241	27.3%	250	3.7%	加大促销力度, 总体销售持平或略有下降	233	239	2.4%	11.23	17.3
	同比增长		35.2%	40.4%	50.2%	19.4%	4.2%	26.2%	-	30.9%	-		-3.2%	-4.4%	-		
600694	大商股份	2009-03-31	303	125	105	20	-50	200	-	235	17.5%	同店有小幅下降	245	316	29.2%	25.13	30.2
	同比增长		0.7%	55.1%	-43.7%	-27.3%	-621.5%	-34.1%	-	-22.6%	-		22.3%	34.5%	-		
000882	华联股份	2009-04-29	26	20	3	2	21	45	46.2%	45	0.0%	-	53	55	3.1%	5.38	25.1
	同比增长		9.0%	39.6%	44.2%	92.6%	141.5%	75.8%	-	75.8%	-		18.5%	22.2%	-		
600859	王府井	2009-03-27	266	107	92	58	103	360	28.7%	381	5.8%	同店有所下降	420	473	12.5%	19.93	18.6
	同比增长		37.1%	61.6%	76.8%	11.7%	7.2%	35.2%	-	43.1%	-		16.8%	24.1%	-		
600697	欧亚集团	2009-04-10	78	17	32	24	32	106	30.4%	108	1.9%	同店略有增长	127	134	5.3%	15.78	19.7
	同比增长		44.1%	49.0%	48.7%	30.5%	23.8%	36.1%	-	38.7%	-		20.1%	24.1%	-		
600693	东百集团	2009-04-18	59	34	12	24	23	100	23.2%	102	2.0%	同店略有增长	122	128	4.9%	12.30	26.6
	同比增长		46.3%	103.5%	38.0%	57.2%	26.7%	68.2%	-	71.6%	-		22.1%	25.6%	-		
600785	新华百货	2009-03-19	77	36	27	25	14	102	13.4%	107	4.9%	同店持平或小幅增长	119	128	7.6%	13.90	20.2
	同比增长		32.7%	9.3%	47.1%	47.6%	66.8%	33.2%	-	39.7%	-		16.7%	19.6%	-		
600631	百联股份	2009-04-30	355	132	73	43	121	370	32.8%	394	6.5%	同店同比下降	378	442	16.9%	9.03	26.3
	同比增长		28.9%	16.6%	13.8%	-18.0%	-2.5%	4.3%	-	11.0%	-		2.2%	12.2%	-		
600628	上海新世界	2009-04-28	153	50	44	25	54	173	31.2%	182	5.2%	同店同比下降	170	195	14.7%	8.38	26.2
	同比增长		14.4%	41.6%	13.4%	0.1%	0.2%	13.0%	-	18.9%	-		-1.7%	7.1%	-		
600824	益民商业	2009-02-27	78	28	35	26	12	101	11.6%	101	0.0%	同店持平或略有下降	106	113	6.6%	6.12	35.2
	同比增长		-48.1%	42.6%	61.4%	45.7%	-39.5%	28.3%	-	28.3%	-		5.4%	12.3%	-		
超市类公司																	
600361	华联超市	2009-04-25	202	63	38	3	48	152	31.6%	172	13.2%	总体销售略有下降, 内生增长下降3%左右	177	203	14.6%	7.40	20.3
	同比增长		20.7%	16.0%	24.9%	-90.1%	-42.6%	-24.8%	-	-14.9%	-		16.5%	18.0%	-		
000759	武汉中百	2009-03-25	126	56	26	37	48	167	28.7%	170	1.8%	总体略有增长, 同店销售下降	198	209	5.6%	8.35	23.6
	同比增长		53.3%	52.6%	58.1%	13.9%	19.4%	32.7%	-	35.1%	-		18.6%	22.9%	-		
002251	步步高	2009-02-26	124	77	23	22	41	163	24.9%	163	0.0%	总体销售持平或略有增长, 同店销售下降	196	206	5.1%	44.03	30.4
	同比增长		41.6%	51.1%	58.6%	2.7%	10.4%	31.6%	-	31.6%	-		20.4%	26.5%	-		
002264	新华都	2009-03-31	44	-	-	9	12	66	18.5%	72	9.1%	内生增长-5%左右, 1季度业绩将同比下降	73	82	12.3%	18.45	27.0
	同比增长		-	-	-	10.6%	2.6%	49.2%	-	62.8%	-		10.6%	13.9%	-		
家电零售类公司																	
002024	苏宁电器	2009-02-28	1,465	431	670	611	459	2,170	21.1%	2,170	0.0%	行业需求持续下行, 同店销售下降明显	2,244	2,530	12.7%	16.29	21.7
	同比增长		93.4%	67.1%	72.5%	56.2%	7.1%	48.1%	-	48.1%	-		3.4%	16.6%	-		
港股																	
百货/化妆品专卖类公司																	
3368.HK	百盛	2009-02-20	668	225	193	190	239	848	28.2%	848	0.0%	北京、上海旗舰店下降较明显	985	989	0.4%	6.86	17.1
	同比增长		45.0%	40.3%	39.6%	27.2%	8.9%	26.9%	-	26.9%	-		16.2%	16.6%	-		
825.HK	香港新世界	2009-03-16	239	-	-	-	-	466	-	466	0.0%	略有下降	513	536	4.5%	2.68	8.8
	同比增长		62.7%	-	-	-	-	94.8%	-	94.8%	-		10.1%	15.1%	-		
1212.HK	利福国际	2009-03-03	944.1	-	-	-	-	958	-	958	0.0%	铜锣湾店同比下降, 尖沙咀和上海店略有增长	784	968	23.5%	5.62	12.0
	同比增长		38.2%	-	-	-	-	1.4%	-	1.4%	-		-18.1%	1.1%	-		
178.HK	莎莎	2009-05-15	277	-	-	-	-	240	-	265	10.4%	同店同比下降	227	272	19.7%	2.11	12.8
	同比增长		25.1%	-	-	-	-	-13.5%	-	-4.5%	-		-5.3%	2.6%	-		
超市类公司																	
814.HK	京客隆	2009-03-27	112	-	-	45	35	156	22.4%	165	5.8%	总体销售难有增长, 同店略有下降	178	192	7.9%	2.17	4.4
	同比增长		23.8%	-	-	41.1%	48.5%	39.3%	-	47.3%	-		14.1%	16.4%	-		
980.HK	联华超市	2009-03-31	268	-	-	92	61	380	16.0%	385.0	1.3%	总体销售持平或略有增长, 同店小幅下降	412	422	2.4%	7.05	9.4
	同比增长		11.1%	-	-	-	-	41.6%	-	43.5%	-		8.4%	9.6%	-		
8277.HK	物美商业	2009-03-26	280	103	88	-11	160	340	46.9%	355	4.4%	总体销售难有增长, 同店持平或略有下降	389	407	4.6%	5.47	15.1
	同比增长		39.7%	32.7%	41.8%	-781%	15.5%	21.4%	-	26.8%	-		14.4%	14.6%	-		
家电零售类公司																	
493.HK	国美电器	2009年4月中	1883	567.87	666	551	300	2,085	14.4%	2,404	15.3%	行业需求持续下行, 同店销售下降明显	1,845	2,455	33.1%	1.12	7.3
	同比增长		155.8%	68.0%	32.7%	20.8%	-48.9%	10.7%	-	27.7%	-		-11.5%	2.1%	-		

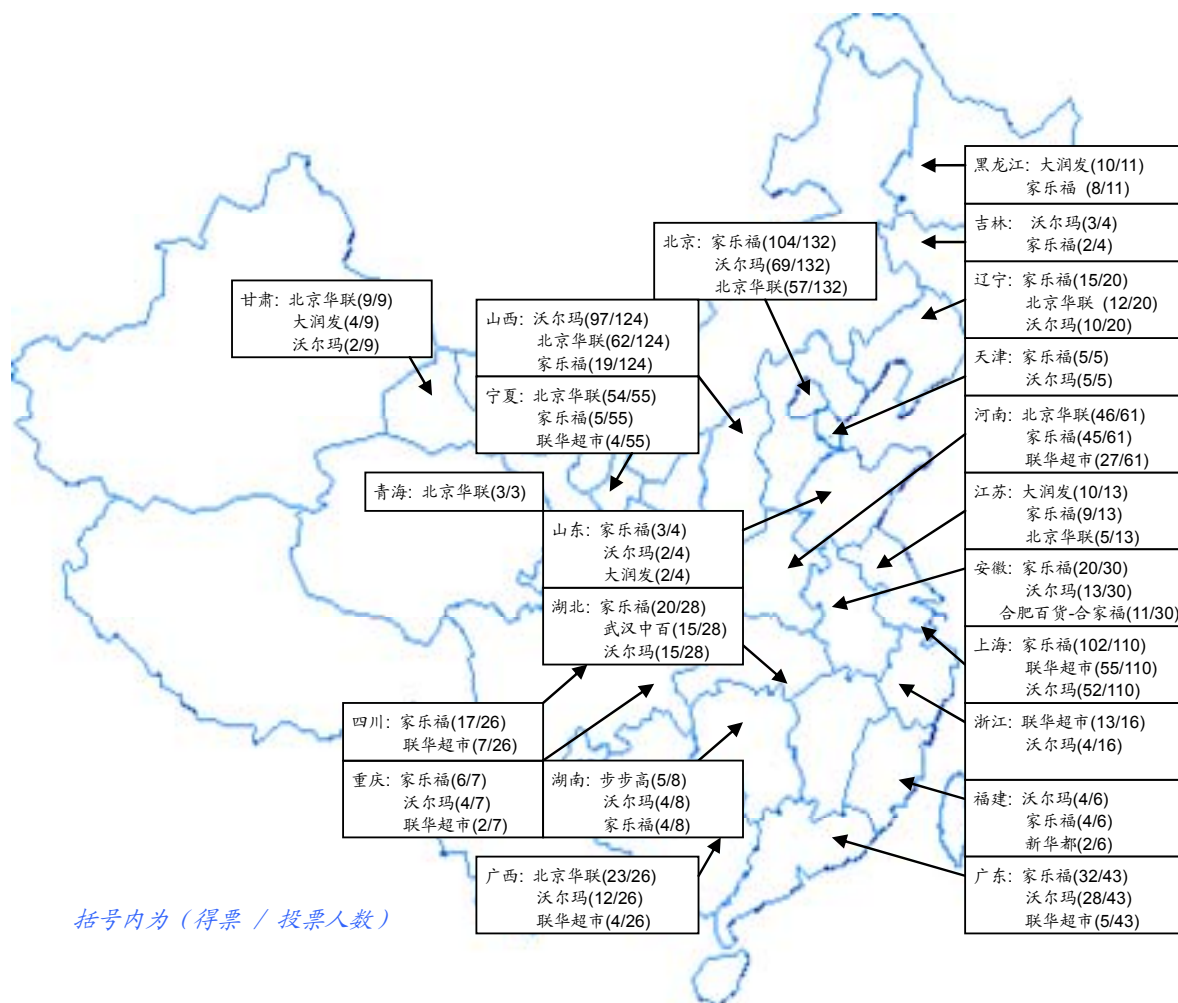
资料来源: 公司数据、中金公司研究部测算。注: 表中数据均为经营性净利润预测, *代表公司已经公布了 2008 年业绩, 为实际数据。香港新世界的 2008 年财年截至的时间为 2008 年 6 月, 2009 财年对应的数据期限为 2008 年 7 月至 2009 年 6 月。

图 1: 不同省份前三名的百货公司 (列举所在城市客流量最多的百货商场)



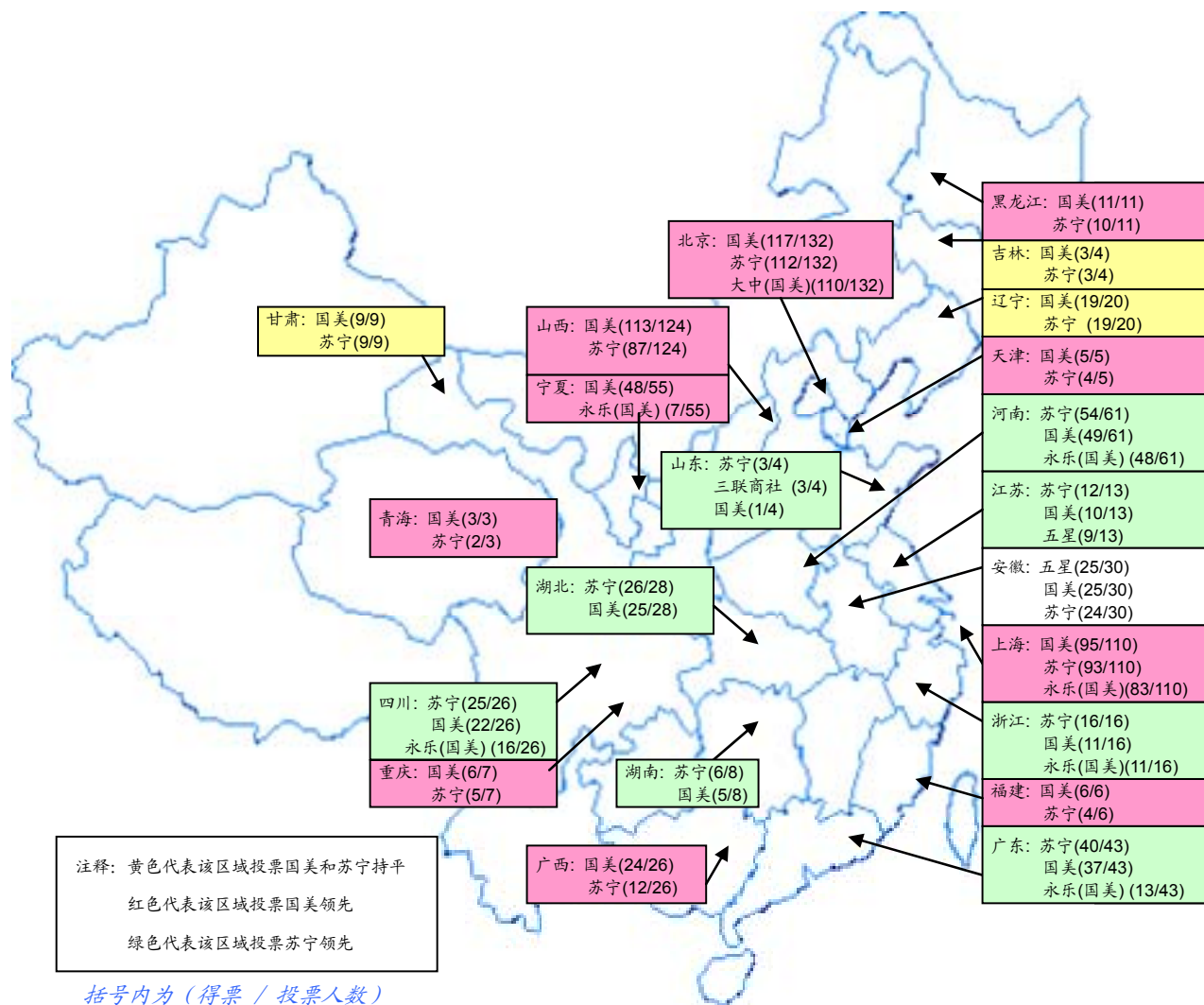
资料来源: 中金公司研究部调研统计, 注: 部分省份样本由于样本量问题少于 3 家。

图 2: 不同省份前三名的超市公司 (列举所在城市客流量最多的超市门店)



资料来源: 中金公司研究部调研统计, 注: 部分省份样本由于样本量问题少于 3 家。(湖南投票中有 4 人来自湘潭)

图 3: 不同省份前三名的家电零售商 (列举所在城市客流量最多的家电商场)



资料来源: 中金公司研究部调研统计, 注: 部分省份样本由于样本量问题少于 3 家。

宏观数据：

本周无宏观数据发布。

本周其它研究报告和观点交流汇总

苏宁电器（002024.CH）：2008 业绩符合预期，短期难以出现实质性反转(3月2日发布，郭海燕、钱炳著)

苏宁 2008 年业绩符合预期，但是全年内生增长为-5.72%，出现大幅度的下滑；4 季度若不考虑利息收入增加以及所得税税率下降，净利润同比下降 20%左右。

经济下行对家电消费的影响日益明显，我们认为公司短期业绩难以出现实质性的反转，建议回避并等待更好的介入时机。中长期来看，苏宁在竞争态势上具备优势，如果能够在接下来的一段时间夯实资产负债表和赚取现金流的能力，我们认为其业绩增速反转之时是较好的介入机会。

利福国际（1212.HK）：2008 业绩符合预期，09 年面临更大压力(3月4日发布，郭海燕、钱炳著)

利福国际公布了 08 年业绩，与我们预期一致：收入增长 13.1%达到 35.2 亿港元，净利润 9.27 亿港元，同比增长 9.5%。剔除非经常性收益，经营性净利润只增长 1.4%。我们认为其 09 年业绩将会面临更大的下行压力。维持中性评级。

行业动态：

• 商务部：积极培育发展消费热点 扩大消费（商务部，3月5日）

日前，商务部办公厅下发《关于做好培育和发展消费热点工作的通知》。通知要求各地商务主管部门积极采取相关措施，努力做好培育和发展消费热点工作。一是准确把握城乡居民消费热点的发展趋势；二是创新营销模式满足城乡居民多样化消费需求；三是科学制订培育和发展消费热点的工作措施，根据经济社会发展水平和发展要求，因地制宜，统筹兼顾，研究总结培育和发展消费热点的新特点；四是努力营造有利于消费热点培育和发展的社会氛围；五是建立健全培育和发展消费热点的部门协作机制，加强与有关部门沟通协调，建立和完善部门协作机制，形成合力。通过采取以上措施，保持社会消费品零售总额的平稳较快增长。

• 预热淡季 北京三大家电巨头纷发消费券（北京商报，3月5日）

北京苏宁的百元面值消费卡刚刚大张旗鼓亮相，大中和国美的门店也开始低调发送空调券。家电商家在销售淡季开始预热。业内专家指出，政府倡导推出各种类型的消费券、旅游券，都是为了刺激消费，商家利用这一概念发放消费卡，也应以真正让利消费者为目的，切忌将“券”演变成商家竞争的手段。

• 陈德铭：鼓励流通企业跨地区兼并重组（中国证券报，3月4日）

商务部部长陈德铭 2 日表示，要大力促进流通企业发展，鼓励流通企业跨地区兼并重组、做大做强。陈德铭是在 2 日召开的“搞活流通扩大消费电视电话会议”上回答中国证券报记者提问时作出上述表示的。他指出，各地方不能排斥外地流通企业，更不能搞地区封锁，在重视培育大型流通企业的同时，要采取切实有效措施，扶持中小企业发展，解决中小流通企业融资难、负担重等问题。

• 香港零售业最艰难日子仍未来临 预警倒闭潮（大公网，3月3日）

大公网指，虽然金融海啸肆虐近半年，但在农历新年的利好消费气氛带动下，一月份的零售业总销货额立时回复温和增长，较去年同期上升百分之七点四，鞋类和衣物配件成为大赢家，销货量上升一成七，超市货品及电器亦上升一成五。但香港零售管理协会表示，对前景并不乐观，新春过后零售生意已大幅回落，预计三、四月的销货量将会出现负增长；“倒闭潮”亦随之来临，大商户可能要率先裁减临时工来节流。

公司新闻:

• 百联股份(600631.CH): 南下采购积压外贸商品 (上海商报, 3 月 5 日)

百联股份总经理黄真诚昨日接受记者采访时表示,百联股份日前完成了公司成立以来规模最大的一次国内采购活动,将一些企业因金融危机而积压的外贸商品收购后,转为内需消费,为公司找到了一条扩大百货自营业务出路。据悉,百联股份将以这次采购为契机,争取在三年之内将自营商品的销售增加到占公司总销售额的三成左右。

• 苏宁电器(002024.CH): 联手 150 家品牌展开家电规模化降价 (上海证券报, 3 月 5 日)

在国外家电巨头因金融海啸战略收缩之际,国产家电厂商却祭起进攻大旗。记者昨日从苏宁获悉,苏宁将联合 150 多家品牌,展开本年度首轮全品类的规模化降价。据苏宁相关人士介绍,在这次大规模降价中,国产品牌表现活跃,占据大部分席位。通过一、二月份短暂的观望以及对经营情况分析后,不少家电业巨头对本年度市场策略渐渐明朗。本土家电厂商率先亮出市场信号,发力促销,带动了整个行业的走势。以往由合资主导的市场走向,今年首次由国产品牌掌权。

• 五星电器: 五星、格力强强联合 再掀空调价格风暴 (联商网, 3 月 4 日)

由于钢、铜、铝等空调原材料的价格下滑,导致空调产品的制造成本相应降低。2009 年第一季度,空调市场呈现大规模降价,格力、志高、AUX、格兰仕、科龙等国产空调厂家纷纷借道五星电器,率先出台降价措施。为迎合消费者对空调价格的需求,本周末五星电器与国内市场占有率第一的格力空调强强联手,再掀空调价格风暴,现场直跌 10%-25%,部分产品有望 7.5 折销售。

• 沃尔玛: 对 2009 年充满信心 (半岛晨报, 3 月 3 日)

在金融危机的冲击下,作为零售业的龙头,沃尔玛中国今年的销售收入不仅没有减少,反而大幅增加,这更让沃尔玛中国区总裁陈耀昌对中国经济的发展充满信心。近日,陈耀昌来连商讨在大连继续加大投资的计划。“危机对全球都有影响,但中国政府果断地提出‘促内需、保增长’,为中国经济度过暂时的困难提供了很好的指引,我们 2008 年的销售业绩还是非常令人鼓舞,所以我们也充满信心。”

• TESCO: 大连金马店开业 中国内地门店达 63 家 (联商网, 2 月 28 日)

全球三大零售商之一的英国 TESCO 宣布,其大连首家节能店——大连金马店正式开业。至此,TESCO 在东北地区 6 个城市共有 14 家门店,在中国的门店总数突破 63 家。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。