

2009 年 3 月 31 日

行业研究

零售行业

投资评级：中性（维持）

信达零售指数	2647.48
最近 3 个月市场表现	18.73
沪深 300 指数	2484.49
最近 3 个月市场表现	36.68

分析师：司维

电 话：010-88656228

E-mail：siwei@cindasc.com

最近一年股价表现



相关报告

- 《风雨如晦，鸡鸣不已-2009 年零售策略》，2008.12.18
- 《社会消费品零售总额和最终消费解读》，2008.11.19.
- 《共同比报表下的零售业》，2008.11.13.
- 《荆棘花冠下的零售业-2008 年四季度报告》，2008.10.27
- 《关注通胀下的连锁超市业》，2008.7.4

资源整合及大城市远景

零售业 2009 年 2 季度策略报告

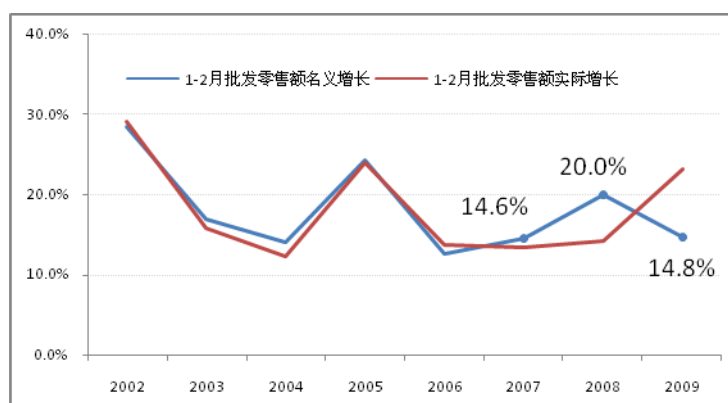
随着 2009 年早期宏观经济数据逐步披露，我们看到国际金融风暴侵袭后的中国经济在强大的政策拉动下似乎有从低谷爬升的迹象。目前，自上而下关于提振内需拉动经济的呼声很高，而实际上一季度的零售业情况如何，以及我们是如何看待二季度的发展趋势呢？

- 虽然 2008 年零售业增长仍在 20% 以上，但 2009 年 1-2 月份公布的数据不甚乐观，即便考虑到 CPI 下降致使真实增速有所上升，但难掩阶段性销售受压制的迹象。其中，批发零售总额的增速（14.8%），接近 2007 年水平（14.6%）；百家大型重点零售企业春节销售增速仅为 6.6%。此外，据我们了解，很多上市公司都将今年的增长目标设为 10%，这些与我们此前相关行业报告中所作的估计基本吻合。
- 2008 年下半年开始，零售业公司收购重组事件频出，如商业城、新华百货、广百股份、南京新百、百联股份、华联股份、武商集团、重庆百货、宏图高科、杭州解百等公司都纷纷公告并购扩张事宜。从中，我们不难发觉零售业在经过近三年的稳步增长后，有加快整合实体资源的特征，我们建议二季度关注资源整合所带来的企业发展机遇。
- 对于原有的区域性公司，我们原先担心市场容量有限，从而制约企业的中长期发展规模。现在我们尝试换一种思路，从中国城市化转型进而产生数倍于现有城市规模的未来大城市中心群的角度考虑，以武汉中百这样地处中心城市的公司为例，在未来十年间，城市人口从现有的 800 万人发展成 1000 万人、居民年人均可支配收入（3 万元）的比例由现有的 10% 上升至 40%，将意味着公司存在着进一步深挖的潜力。
- 未来 6 个月，我们对于零售业投资的基本观点是，在剔除突发事件的影响因素后，难以接受过度偏离市场均值的相对估值，但考虑到弱周期特征和大城市化的发展潜力，撤离或大比例降低零售业的配置策略也过于激进，比较可接受的方式是波段中持有。

一、金融风暴击倒 1-2 月零售数据

观察 2009 年一季度销售数据时，我们常谈论的是因为今年春节假期前置，所以今年 1 月与去年 1 月不可比，二月同理。那么，我们尝试将 1-2 月的批发零售数据进行合并后同期比较，得到的结果是：1-2 月批发零售业零售额的名义同比增速从 2008 年的 20% 下滑至 14.8%，较 2007 年同期略高出 0.2 个百分点；实际增速在剔除零售价格因素之后，由 2008 年的 14% 升至 23%。

图 1 09 年 1-2 月批发零售额名义增速略高于 2007 年

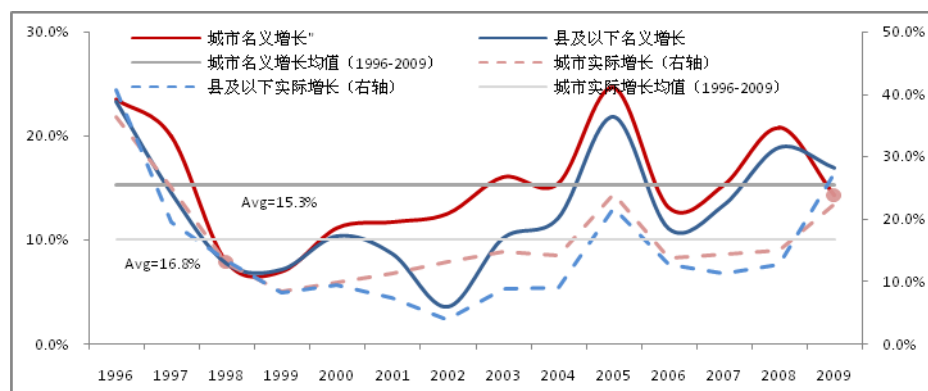


资料来源：WIND，信达证券研发中心

随后，我们进一步细化城市消费和农村消费 1-2 月增速情况。从历史数据看，城市社会消费品零售总额的同期名义增速在 1997-1998 年受亚洲金融危机、国企改革等内外因素影响，达到历史低点 7%，之后一路攀升至 2005 年的历史高点（24.7%）后开始震荡，2009 年同期大幅下滑至 14.4%，低于均值（1996-2009）的 15.3%。城市消费实际增速的表现大致与名义增速相符，但在 2007-2009 年同期表现为反向关系，这里主要是零售价格上升与下降因素所致，2009 年同期城市居民的实际消费增速达 22.5%，略低于 2005 年高点的 24%，更是远超过均值（1996-2009）的 16.8%。

农村居民消费（假设为县及县以下部分）的名义同期增速 2009 年也出现下滑，但是 17% 的增速却是自 2000 年以来首次超过城市居民消费增速，这体现出农村消费受外部一体化经济危机影响的程度相对较轻，各项拉动内需政策在农村落实初见成效。2009 年同期实际农村消费增速（27.4%）更是达到 1997 年以来的新高。

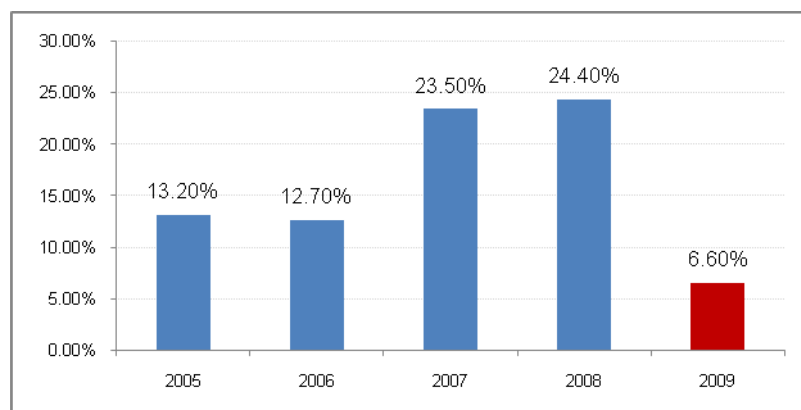
图 2 历史 1-2 月社会消费品零售总额增速



资料来源：WIND，信达证券研发中心

从中华全国商业信息中心公布的百家重点大型零售企业春节黄金周销售情况中，我们看到 2009 年春节期间的销售增速仅为 6.6%，远低于过去 5 年的平均水平。而百家大型企业多集中于大城市，所以这一结果也进一步印证了上面我们关于城市消费弱于农村消费的推论。

图 3 百家重点大型零售企业春节黄金周销售情况

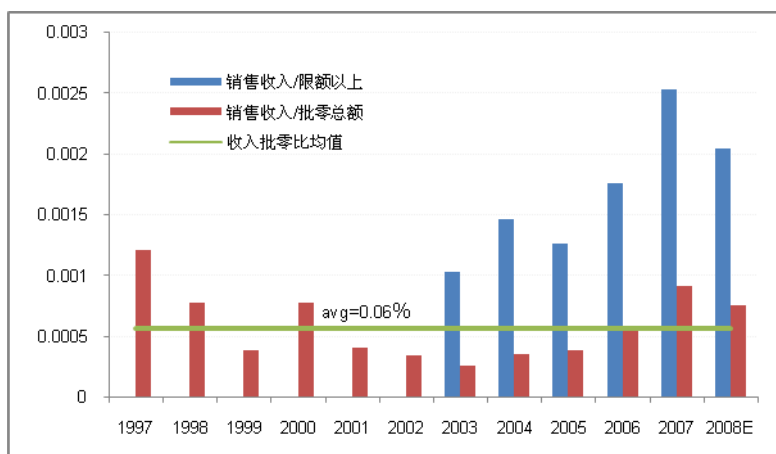


资料来源：中华全国商业信息中心，信达证券研发中心

二、上市公司纷纷调低 09 年增长预期

金融风暴的侵袭已经给 08 年零售业上市公司的销售预期蒙上阴影。截止 2009 年 3 月 30 日，我们根据已公布的年报以及 08 年预测值推测，2008 年零售业上市公司收入占社消总额中批发零售业的零售额比重为 0.076%，较 2007 年（0.092%）有所降低，但仍高于均值 0.06% 的平均水平（1997-2008）；08 年销售收入占限额以上零售额的比重预测为 0.21%，低于 07 年 0.25%。整体看，08 年零售业上市公司整体收入呈现下滑态势，2009 年根据我们此前了解到的情况，部分零售类上市公司销售增长的目标设在 10%，反映出企业对于经济下滑已有一定的心理预期，这与我们的行业判断基本一致。

图4 零售业上市收入占比仍在均值以上

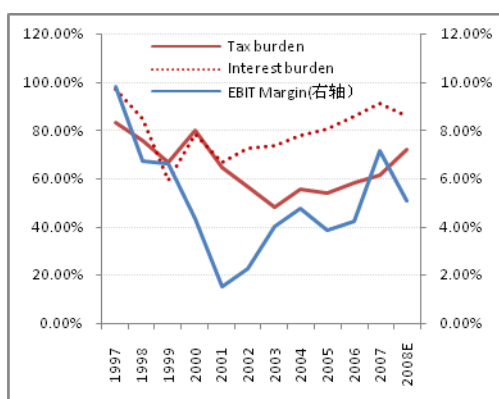


资料来源：WIND，信达证券研发中心

利润率方面，我们采用 ROE 五项式进行分解，观察 1997 年以来零售业上市公司情况。从图 5 我们看到息税折旧前利润率 08 年陡降，体现出营运成本和费用对零售业利润构成基本压力；利息负担比值显示出企业财务性支出未见减少；税收负担比值有所上升显示企业有受惠于所得税减免所带来的利好。

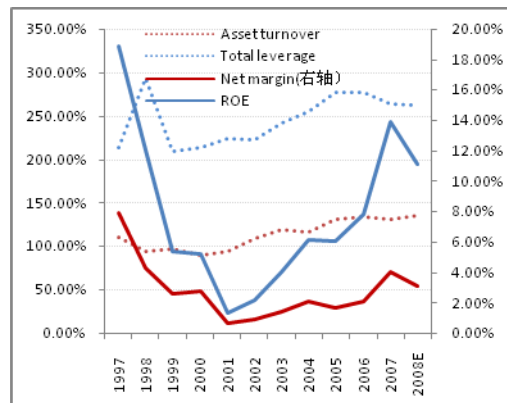
图 6 显示 ROE 在 2001 年低点后，长期处于上升趋势中，08 年首次出现大幅下降。分析 08 年 ROE 下降的因素，可以看出 ROE 的走势在趋势上与利润率指标大致相同。08 年在利润率下滑的同时，资产周转率未受太多影响，反映出企业在销售收入下降的同时，也相对放缓了资产扩张步伐；杠杆比率略下降一方面受利润降低影响，另或者是企业负债率有所提高，反映出经济环境给企业经营带来了一定压力。

图5 零售行业净利润率分解



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图6 零售行业 ROE 分解



三、资源整合和大城市远景为投资决策提供参考

2008年下半年开始，零售业公司收购重组事件频出，如商业城股权被挂牌出售、新华百货和物美商业的股权变更、广百股份收购新大新资产、金鹰商贸拟置换南京新百商业项目、百联股份重整超市业务、华联集团旗下的华联股份转向商业物业、武商集团拟进一步整合商业资源、重庆百货与新世纪百货的重组、宏图高科电脑连锁全力提速、杭州解百收购元华商场等等。从中，我们不难发觉，零售业在经过近三年的快速增长后，在震荡加剧的经济环境中加快整合实体资源的特征。因此，我们建议二季度关注资源整合所带来的企业发展机遇，但是对于过度偏离市场预期投资品种建议慎重对待。

对于原有的部分区域性公司，我们原先担心公司发展过程中会过早的遭遇市场容量瓶颈，从而制约企业的中长期发展规模。但现在我们尝试换一种思路，从中国城市化转型进而产生数倍于现有城市规模的未来大城市中心群的角度考虑。根据麦肯锡的相关预测，中国城市 GDP 占全国 GDP 的比例将由目前的 75% 增加至 2025 年的 95%；城市消费在 GDP 所占的比例将从 2005 年的 25% 增加到 2025 年的 33%；城市人口将从 2005 年的 5.72 万亿增加到 2025 年的 9.26 万亿，新增的城市居民相当于现有全美人口数；将可能出现北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、重庆、成都等千万人口的大型城市。此外，我国也设定了至 2020 年人均 GDP 在 2000 年的水平上翻两番发展目标。

由此，我们建议投资策略要适度提前着眼于中心城市群的发展规模以及对应的上市公司的市场潜力。除了此前反复强调的已有商业物业的稀缺性等因素外，相对集约化的大城市策略如果实施，将意味着上市公司的市场容量出现成倍扩张。以武汉中百这样地处中心城市的公司为例，在未来十年间，假设城市人口从现有的 800 万人发展成 1000 万人、居民年人均可支配收入（3 万元）的比例有现有的 10% 上升至 40%，将意味着公司的客单价和客流量都有进一步提升的潜力。

四、二季度投资策略

08 年零售业公司低于预期的盈利水平打破了此前普遍认为零售业属于抗风险投资品种的市场意识，诸多投资者感慨于零售业的风险也很大，鉴于中国目前以投资为主导的经济增长模式，所以纷纷质疑于零售业的投资潜力在哪里？我们上述关于资源整合的趋势和大城市的远景等两点思路且为二季度零售业配置提供一点注脚。

未来 6 个月，我们对于零售业投资的基本观点是，在剔除突发事件的影响因素后，难以接受过度偏离市场均值的相对估值，也就是在短期内绝对估值波动加剧难以准确预测的情况下，更强调相对估值的作用，设定如 PE30X 等多项估值界限；考虑到弱周期特征和大城市化的发展潜力，撤离或大比例降低零售业的配置策略也过于激进，比较可接受的方式是波段中持有。行业评级为“中性”，暂不做个股推荐。

表1 重点公司比较

公司代 码	公司简称	收盘价 #####	市场表现	市值 百万元	市场表现		EV/ Ebitda	ROIC	ROE	BVPS	PB	EPS	PE	PS
					6m	1m								
000417	合肥百货	8.08	8.08	2,982	1.38	-5.28	9.81	5.01	10.21	2.23	3.94	0.33	25.26	0.75
000501	鄂武商A	7.15	7.15	3,627	27.91	-0.56	7.21	4.77	9.19	2.38	2.33	0.42	16.79	0.68
000715	中兴商业	8.09	8.09	2,257	26.60	-0.61	-	NA	5.80	3.17	2.24	0.18	36.40	0.93
000785	武汉中商	5.79	5.79	1,455	44.03	-5.24	9.13	2.29	5.25	2.17	2.17	0.19	31.62	0.52
002187	广百股份	20.95	20.95	3,352	-3.05	-7.99	13.07	15.17	13.69	5.71	2.94	0.78	23.30	1.04
600327	大厦股份	7.25	7.25	2,364	####	-0.55	10.74	7.03	12.16	2.28	2.61	0.33	23.03	0.71
600628	新世界	9.13	9.13	4,855	10.67	-1.93	16.02	3.50	7.42	3.04	2.32	0.33	28.72	2.53
600631	百联股份	10.59	10.59	####	5.48	7.29	14.43	3.04	4.69	4.77	2.03	0.34	33.06	1.38
600655	豫园商城	16.66	16.66	####	43.37	12.80	12.15	4.53	6.15	4.61	2.28	1.01	16.12	2.15
600693	东百集团	11.17	11.17	2,949	6.89	9.72	20.31	8.25	13.79	2.02	5.00	0.36	31.25	2.64
600697	欧亚集团	15.14	15.14	2,409	-0.66	-8.30	14.72	5.53	10.62	4.37	3.40	0.63	23.59	0.92
600729	重庆百货	18.35	18.35	3,743	0.94	-4.48	12.11	15.19	18.94	4.04	3.53	0.77	23.73	0.58
600785	新华百货	14.57	14.57	2,519	22.23	1.82	-	NA	15.53	3.94	2.68	0.61	22.30	0.89
600814	杭州解百	6.15	6.15	1,909	14.31	4.59	13.05	12.20	12.07	1.73	2.72	0.26	23.75	1.25
600828	成商集团	14.89	14.89	3,025	38.25	-1.26	18.19	13.80	18.09	1.85	5.25	0.34	32.35	2.12
600858	银座股份	16.23	16.23	3,815	-4.42	-7.04	12.94	NA	9.99	5.08	3.23	0.51	26.44	0.91
600612	中国铅笔	12.19	12.19	3,376	54.70	6.56	9.67	3.61	7.30	3.18	1.92	0.36	32.65	0.53
000987	广州友谊	11.88	11.88	4,264	####	-8.90	10.26	17.10	16.66	2.97	3.87	0.66	18.02	1.86
								8.00	10.14					
600694	大商股份	25.59	25.59	7,516	39.91	-6.98	7.66	4.83	-1.06	10.67	1.83	0.93	27.09	0.50
600859	王府井	19.51	19.51	7,667	####	####	12.99	8.45	10.06	5.18	2.43	0.91	21.25	0.86
000829	天音控股	4.63	4.63	4,401	51.80	-0.43	11.16	2.08	7.17	1.61	2.25	0.21	21.63	0.29
600122	宏图高科	11.19	11.19	4,971	11.90	-0.53	14.55	4.46	5.72	5.01	2.08	0.24	34.81	0.60
002024	苏宁电器	18.22	18.22	####	15.59	1.90	17.54	15.71	24.84	2.93	6.10	0.73	25.62	1.09
600361	华联综超	7.93	7.93	3,845	-6.60	-3.41	6.79	5.29	5.82	3.64	1.69	0.21	32.32	0.45
002251	步步高	44.22	44.22	5,978	0.50	####	15.98	16.16	11.07	10.40	4.05	1.15	37.08	1.15
002264	新华都	20.15	20.15	2,154	23.24	-3.17	-	NA	10.46	4.80	12.36	0.61	32.66	1.31
000759	武汉中百	8.35	8.35	4,680	####	-9.63	11.21	7.58	9.18	2.79	3.37	0.26	27.94	0.54
600415	小商品城	50.85	50.85	####	21.33	-3.98	17.43	NA	8.03	15.72	12.28	1.67	33.44	5.95

资料来源：WIND，信达证券研发中心

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及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承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。