

零售业：增长亮点显现 两极分化加剧

——零售业 4 月份月报

报告关键点：

- 维持行业同步大市的投资评级。
- 建筑建材、家具、厨卫产品增长显著，意味着家电销售2季度可能回暖。

报告摘要：

- 1-2月，社会消费品名义和实际增速分别为15%、14%，下滑加剧。限额以上企业零售总额的增速出现向上的拐点，剔除投资品以后更加明显，增速达到了18%。较前三个月的均不足15%的增长已有大幅的反弹。1月由于春节因素，千家核心商业企业指数高达21.8%，2月份回落到12.8%。考虑到08年2月份包含春节假期，09年2月份的数据并不差，并且比08年最后3个月4.6%-9.5%的水平要好转许多。
- 零售整体市场的疲软和限额以上零售企业以及千家核心商业企业数据的好转，证实了我们先前的判断：在整体市场偏软，上游供应商面临较大销售压力和盈利压力的情况下，其促销资源的投放会集中于人气足销量好的大商场。因此加剧了行业的两极分化。我们认为，1-2月份限额以上零售企业销售和千家企业零售指数的好转主要来源于大企业的促销。
- 家电消费电子零售商相关商品，1-2月增长各异，趋势看好。建筑建材和家具的增速分别达到79%、28%，这两项都和房地产市场有较强的相关性的，南方房地产市场年前启动，已有反映。农民工回乡和建材价格下滑导致住房改善性需求释放也是重要原因。家电音响器材增长分别为4.62%。但建筑建材零售的大幅增长，意味着未来3个月家电零售增长将有所回暖。通讯器材为-7.42%，其持续负增长与山寨机大行于市有很大关系，但3G手机的推广将带动市场的增长。
- 超市公司的相关商品中，日用品的增长显著回升，但食品的增长低位徘徊。食品增长的下滑主要和食品CPI同比有较大下滑有关系。
- 百货公司主要的经营品类服装、化妆品和金银珠宝，呈现持续下滑的态势。服装鞋帽和化妆品的同比增长均16%，双双首次跌破20%。
- 一季度，超市公司同店基本下滑1%-3%，苏宁同店下滑6%—8%左右（其中有2月份缺货的因素）。百货公司的差异比较大，整体来看，要好于预期，大部分基本持平或者是个位数的增长，主要原因在于重点百货公司容易得到上游支持，促销力度较大。如前期担心比较大的广州友谊，部分促销力度比较大的百货公司，同店增速也可能会接近2位数，如新世界1-2月份增长9.75%。
- 开店放缓，行业竞争趋于缓和。家电家居连锁业放慢了扩张步伐，资金压力大或者亏损严重的，大规模关店，如百安居、国美、宏图高科等，这为苏宁逆势开店减轻了资源争抢的压力。大部分百货公司对新项目也趋于谨慎。超市公司由于在二三线城市还处在业态替代阶段，因此扩张持续。
- 租金成本下滑明显。宏图高科、苏宁、国美等企业均在努力减租、转租，提高坪效。有些门店效果显著。
- 长期上，我们依然建议关注超市的投资机会，短期的估值压力可能依然存在。
- 09年的百货业，在经历了年底年初的疯狂促销后，09年百货业整体能否继续依靠促销拉动消费，是需要进一步观察的。如果经济回暖，我们认为，弹性最大的并不是百货。百货行业，我们建议关注广百、合肥百货等。
- 家电连锁业的同店下滑是最严重的，但一旦房地产市场回暖或者经济或暖，其弹性也是最大的。根据我们首席经济学家高善文博士的判断，经济最坏的时刻已经过去了，我们认为，苏宁最坏的时刻正在过去。

零售业

同步大市-A

上次评级

同步大市-A

 百货商店
大卖场与超市
专营零售

报告日期

2009-04-01

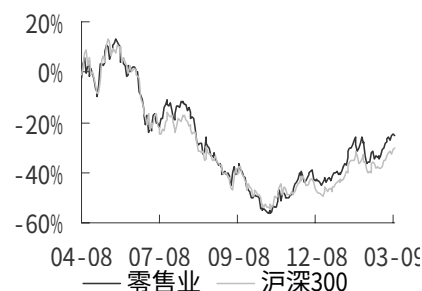
首选股票

目标价

评级

002024	苏宁电器	24	买入-A
000759	武汉中百	12	增持-A
002187	广百股份	23	增持-A

12 个月行业表现



研究员

吴美萍
高级行业分析师

021-68765936

wump@essence.com.cn

储丽雯
助理行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

前期研究成果

零售业：一季度整体零售市场增速或破10%

2009-02-25

零售：笑傲寒冬，彰显非凡

2008-12-26

零售业：从美日市场看不同业态的防守性

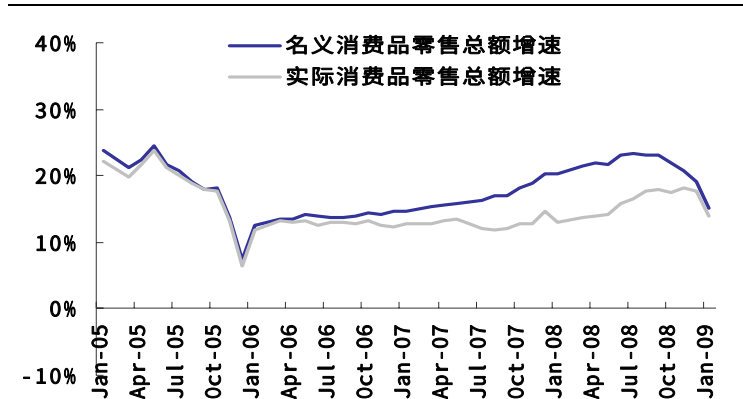
2008-11-28

1. 整体消费市场依旧疲软，两极分化加剧

1.1. 整体消费市场依旧疲软

1-2 月，社会消费品名义和实际增速分别为 15.19%、14.04%，持续下滑，且下滑态势加剧（为了使数据根据可比性，剔除节日因素的影响，我们将 1 - 2 月份的数据合并计算，以前年份的也相应调整）。

图 1 名义和实际的社会消费品零售总额的增长

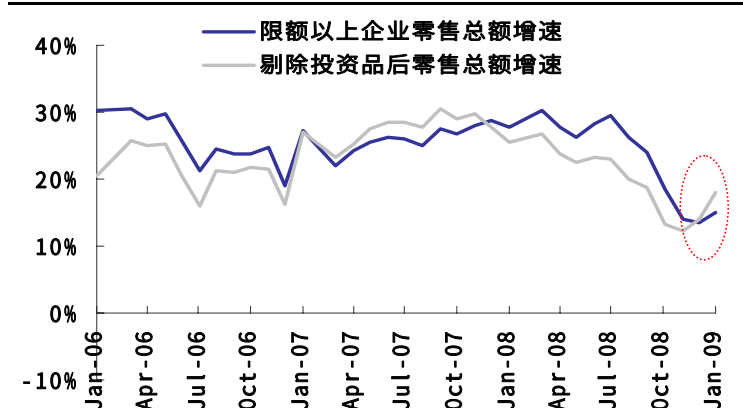


数据来源：国家统计局

1.2. 限额以上企业和千家核心商业企业销售出现回暖

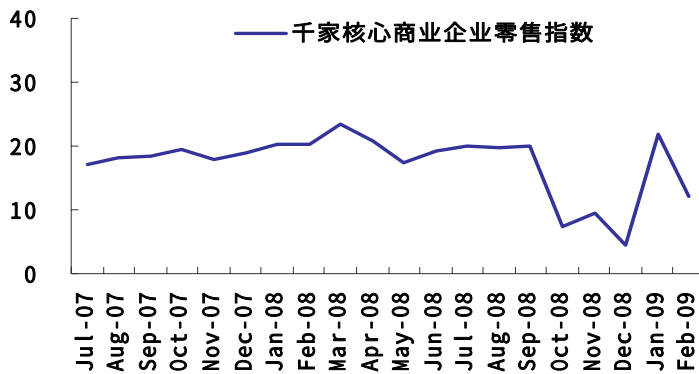
1-2 月份，限额以上企业的零售总额的增速已经出现了向上的拐点。剔除投资品以后更加明显。剔除投资品（主要是石油、化肥、机电等产品）后的限额以上企业零售总额的增速达到了 18%，尽管增速同比下滑 7 个百分点，但较前三个月的均不足 15% 的增长已有大幅的反弹。

图 2 限额以上企业零售总额的增长



数据来源：国家统计局

图 3 千家核心商业企业零售指数



数据来源：WIND

我们再看商务部公布的千家零售企业的数据，也不是非常悲观。1月份由于春节因素，千家企业指数高达21.8%，2月份回落到12.8%。考虑到08年2月份包含春节假期，09年2月份的数据并不差，并且比08年最后3个月4.6%-9.5%的水平要好许多。

1.3. 大企业促销力度大，加剧了市场的两极分化

零售整体市场的疲软和限额以上零售企业以及千家核心商业企业数据的好转，证实了我们先前的判断：在整体市场偏软，上游供应商面临较大销售压力和盈利压力的情况下，其促销资源的投放会集中于人气足销量好的大商场。因此加剧了行业的两极分化。我们认为，1-2月份限额以上零售企业销售和千家企业零售指数的好转主要来源于大企业的促销。

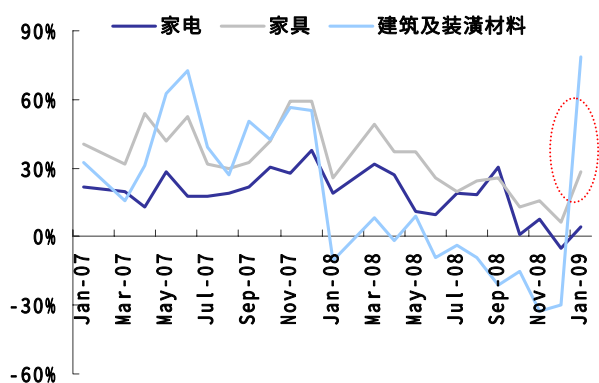
整体而言，市场似乎并没有想象的那么坏。

2. 建筑建材和家具增长引人注目

2.1. 家电消费电子零售商相关商品，增长各异，趋势看好

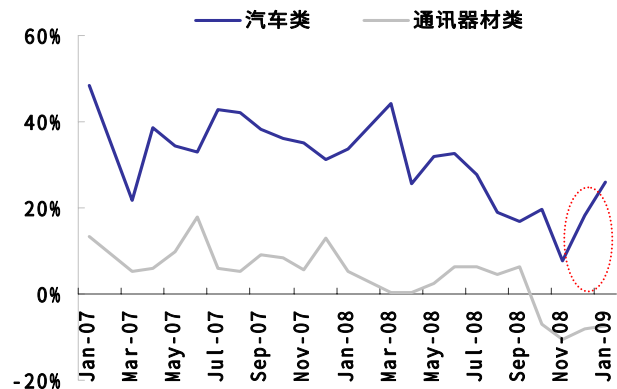
分品类看，1-2月份，增长最快的为建筑建材，增速达到了79%，家具的增速也达到了28%。这两个方面都是和房地产市场有较强的相关性的，南方房地产市场年前启动，已经有所反映。另一个猜测是，农民工提前返乡而新工作没有着落时，利用多年的积蓄改善居住条件，而前期在价格高涨是被抑制的农村消费需求在价格下调后得到了释放。

图3 限额以上企业食品、日用品零售额的增长



数据来源：安信证券研究中心

图4 限额以上企业服装、化妆品、金银珠宝零售额增长



数据来源：安信证券研究中心

1-2月份，家用电器和音像器材增长分别为4.62%，较12月的-5.39%有所好转，但由于假期不可比因素，这一数据本身不能说明市场已经好转。但是，建筑建材零售的大幅增长，意味着未来3个月家电零售增长将有所回暖。我们调研的上海家电连锁商的情况也显示，目前厨卫产品（这是装修的第一步）的增长态势良好。

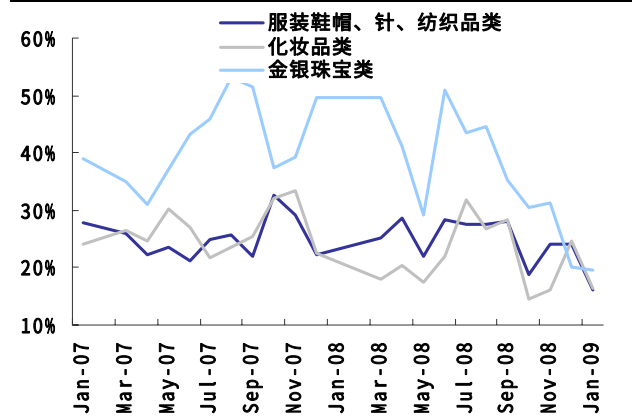
通讯器材1-2月份为-7.42%，其持续负增长与山寨机大行于市有很大关系。3G手机的

推广将带动市场的增长。

2.2. 百货公司相关商品，持续下滑

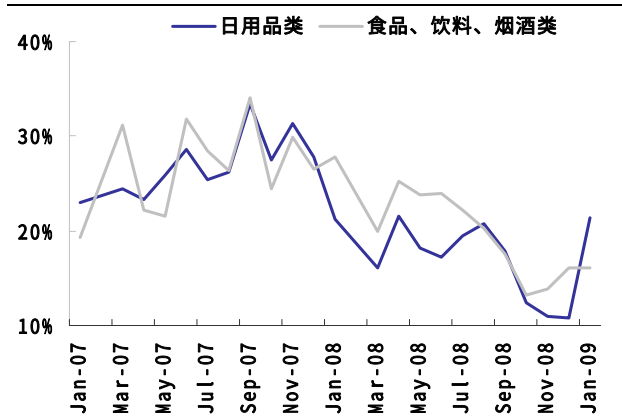
从百货公司主要的经营品类服装、化妆品和金银珠宝的零售情况看，基本呈现持续下滑的态势。其中，服装鞋帽和化妆品的同比增长均 16%，双双首次跌破 20%。我们认为，这主要和高基数有很大的关系。

图 5 限额以上企业服装、化妆品、金银珠宝零售额增长



数据来源：安信证券研究中心

图 6 限额以上企业食品 and 日用品商品零售额增长



数据来源：安信证券研究中心

2.3. 超市公司相关商品，受食品 CPI 影响大

超市公司的相关商品中，日用品的增长显著回升，但是食品的增长低位徘徊。食品增长的下滑主要和食品 CPI 同比有较大下滑有关系。短期内很难改变。

3. 调研情况汇总：同店下滑明显，行业竞争压力放缓，租金成本大幅下滑

3.1. 同店下滑显著，百货好于预期

超市行业由于同比基数高，同店基本上维持在下滑 1%-3% 的水平。苏宁一季度同店下滑 6%-8% 左右（其中有 2 月份缺货的因素）。百货公司的差异比较大，整体来看，要好于预期，大部分基本持平或者是个位数的增长，主要原因在于重点百货公司容易得到上游支持，促销力度较大。如前期担心比较大的广州友谊，也基本持平，这要好于公司自己的预期，也要也好于大部分分析师的预测。部分促销力度比较大的百货公司，同店增速也可能会接近 2 位数，如新世界，1-2 月份增长 9.75%（1-8 楼商场业务部门的统计数）。

3.2. 行业竞争趋缓，租金费用下滑

由于经济疲软，消费增长下滑，不少公司放慢了扩张步伐，甚至开始大规模关店。如百安居、国美、宏图高科等等。百安居要关闭三分之一的门店，预计国美今年关闭的门店在 100 家左右，宏图高科一季度也关闭了 15 家左右的门店。

百货行业除了完成原先既定的投资外，大部分公司对新项目也趋于谨慎。超市公司由于在很多二三线城市还处在业态替代阶段，因此扩张依然在持续。所以整体来看，行业竞争在趋缓。

另一个较有利的方面是，租金成本在下滑。我们在调研中了解到，宏图高科北京 2 家 08 年开业的门店，租金下滑了 40% 以上。苏宁也在进行门店的坪效评定，与房东谈判减租、或者根据坪效考虑是否转租，也会适当关闭一些门店，以降低租售比或把租售比控制在合理水平。

08 年新劳动法的实施对劳动密集型的零售行业的负面影响是比较大的，这一负面因素 09 年将基本消除，而且由于人工成本的上升，企业开始进行技术设备替代人工（如采

用安防技术和设施来替代部分保安)，这种效应会在今后逐步体现。

4. 投资建议

我们维持行业同步大市的投资评级。

09 年的百货业，目前看来似乎比我们预期的要好一些，但结合分类商品零售的情况看，依然可以看到百货经营的品类面临的增长压力。在经历了年底年初的疯狂促销后，09 年百货业整体能否继续依靠促销拉动消费，是需要进一步观察的。这也取决于整个宏观经济的走势和居民的收入预期。如果经济回暖，我们认为，弹性最大的并不是百货。百货行业，我们建议关注具有估值优势、增长比较明确、管理团队优秀的公司，如广百、合肥百货等；或者有资产整合题材的重庆百货、百联股份、新世界、鄂武商等。

家电连锁业的同店下滑是最严重的，但一旦房地产市场回暖或者经济回暖，其弹性也是最大的。根据我们首席经济学家高善文博士的判断，经济最坏的时刻已经过去了。我们认为，苏宁最坏的时刻正在过去。

超市业的需求是相对稳定的，但由于 08 年一季度的食品 CPI 一度达到 20%以上，在食品 CPI 转为负值以后，超市公司普遍出现了同店负增长的情况。除了同店下滑，08 年上半年物价高涨时期，超市公司是可以屯货获益的，因此，08 年上半年的毛利率其实不是正常的毛利率。因此，我们判断，09 年上半年超市公司的毛利率也会下滑。但我们认为，CPI 的负面影响因素下半年应该基本可以消除，全年同店增长为正的的概率依然偏大。结合目前的货币投放和经济刺激，我们认为不能排除明年出现通胀的可能。加之，超市的外延扩张依然存在。因此，长期上，我们依然建议关注超市的投资机会，短期的估值压力可能依然存在。

表 1：盈利预测与估值

证券 代码	公司 名称	现价 (04/02)	每股收益(元)			市盈率(X)			最新 评级
			2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	
百货商店									
002187	广百股份	21.29	0.69	0.89	1.03	31	24	21	增持-A
000987	广州友谊	12.82	0.8	0.72	0.70	16	18	18	增持-B
600628	新世界	9.28	0.29	0.33	0.37	32	28	25	增持-A
600693	东百集团	11.86	0.23	0.41	0.53	52	29	22	增持-B
000417	合肥百货	8.29	0.27	0.32	0.43	31	26	19	增持-A
000501	鄂武商	7.33	0.2	0.34	0.42	37	22	17	增持-A
600327	大厦股份	7.75	0.26	0.37	0.44	30	21	18	增持-B
专营零售									
002024	苏宁电器	19.99	0.49	0.73	0.86	41	27	23	买入-A
大卖场与超市									
000759	武汉中百	8.74	0.38	0.31	0.36	23	28	24	增持-A
002251	步步高	45.89	0.91	1.2	1.46	50	38	31	中性-A
002264	新华都	20.12	0.68	0.6	0.58	30	34	35	中性-A

资料来源：安信证券研究中心

注：新华都和步步高的 EPS 均为全面摊薄后的数据 08 年 EPS 黑色字体为年报实际数

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA,毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

南方

021-68765206

张勤

021-68763879

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

凌洁

李国瑞

021-68763872

周蓉

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034