

宏观指标暂无零售市场好转迹象

——零售行业 09 年 4 月下半月报

商业贸易行业 评级：增持（维持）

跟踪报告

2009 年 4 月 15 日 星期三

消费品小组

薄玉

021-50586660-8620

by@longone.com.cn

商业贸易行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

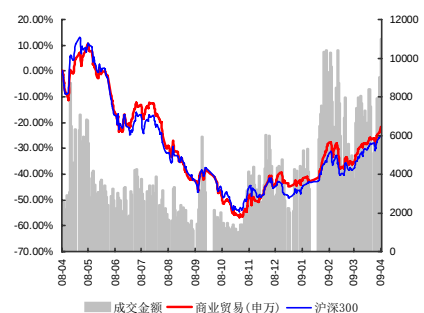
行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
开元控股	000516	增持
合肥百货	000417	增持
广州友谊	000987	买入
新华都	002264	增持

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	23.12	3.99
3 个月	35.95	4.47
6 个月	50.34	24.63

商贸行业相对沪深 300 指数走势图



投资要点

□ 批发零售业企业家信心指数 09 年一季度略有上升：

最新公布的 09 年一季度批发零售业企业家信心指数略有上升，较 2008 年四季度的 106.20 上升了 3 个点，我们断定只是因为传统旺季的顺势而为，真正的经济好转和消费者信心重建、消费市场繁荣还有待其他数据的佐证。

□ 消费者信心指数继续下滑：

我们看到衡量消费者对目前生活和收入状态满意程度的消费者满意指数和对将来生活和收入状态预期的消费者预期指数都是处于下降通道，说明在经济形势不明朗，就业压力大的宏观形势下，消费者对将来的消费预期非常低，对目前的消费满意程度自然也是历史低位。

□ 商务部千家重点监测商业企业运营情况：

千家重点商业企业零售指数从 08 年 9 月份的相对高点下来，整个 08 年四季度该零售指数都是下行趋势，到了 09 年 1 月份是传统的春节，零售指数有所回升，但到了 2 月份零售指数还是下来了。对于不同业态模式，09 年一月份，百货店、超市、大型超市、专卖店取得了近 30% 的销售同比增长，便利店、专业店取得了近 5% 的同比增长，但就我们实地调研了解到零售企业整个一季度的销售同比增速放缓，整个零售市场不容乐观。

□ 西部内陆城市之西安市商圈分析：

根据我们 09 年投资策略之沿海城市受到影响大于内陆城市，我们就开始关注中西部内陆城市，如西安，合肥等。对于西安的商圈分析，使得我们能对该区域内的零售企业有更加深入的了解和价值挖掘。

□ **零售行业投资策略:**

目前的宏观数据暂时没有非常支持零售行业向好的数据，但个股的投资机会有时是根据某些特殊催化因素的促发。从投资策略上，我们建议关注：

- (1) 重估资产价值远高于公司市值，安全边际比较高，如开元控股、百联股份
- (2) 年报业绩超预期或有高比例分红，如广州友谊、合肥百货。

目录

1. 批发零售业企业家信心指数 09 年一季度略有上升	1
2. 消费者信心指数继续下滑	1
3. 商务部千家重点监测商业企业运营情况	2
3.1 千家重点商业企业零售指数（商务部）	2
3.2 千家重点商业企业不同业态的月度销售增速	3
4. 西部内陆城市之西安市商圈分析	4
4.1 西安经济实力与居民消费能力“比拼”	5
4.2 西安百货竞争格局分析	6
5. 零售行业投资策略	10

图形目录

图 1. 批发零售业企业家信心指数	1
图 2. 消费者信心指数	2
图 3. 千家重点商业企业零售指数	3
图 4. 千家重点商业企业不同业态的月度销售增速（1）	3
图 5. 千家重点商业企业不同业态的月度销售增速（2）	4
图 6. 西安市GDP和社消总额及增速	5
图 7. 西安市人均GDP及其增速	5
图 8. 西安市城镇和农村居民人均收入及增速	6
图 9. 西安市城镇和农村居民人均消费支出及增速	6
图 10. 西北五省省会城市 2007 年GDP和社消总额	6
图 11. 西北五省省会城市 2007 年人均GDP和在岗职工工资	6
图 12. 西安市主要商圈分布示意图	7

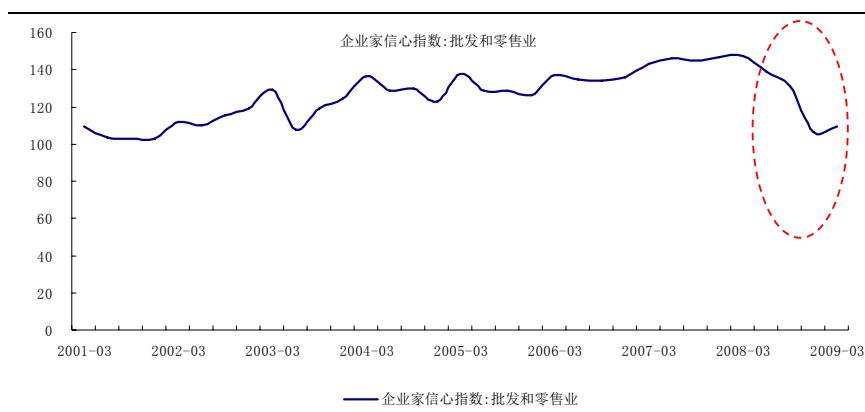
表格目录

表 1. 西安主要零售商及其连锁门店	8
表 2. 西安主要商圈分析和主要的零售商	9
表 3. 开元控股和西安民生在西安零售市场的地位	9

1. 批发零售业企业家信心指数 09 年一季度略有上升

国家统计局公布的批发零售业企业家信心指数 2009 年一季度达到 109.20, 较 2008 年四季度的 106.20 上升了 3 个点, 是截至目前公布出来的零售行业数据中唯一一个有 09 年 3 月份情况的指标, 也是唯一一个暂时上升的数据。虽说批发零售企业家信心指数能对未来的批发零售企业及市场情况有一个前瞻性的判断, 但因为一季度有春节和元旦, 是传统的消费旺季, 我们观察以往历年的一季度数据, 都是好于前一年的四季度数据和当年的二季度数据, 所以今年一季度批发零售企业信心指数的提升, 我们断定只是因为传统旺季的顺势而为, 真正的经济好转和消费者信心重建、消费市场繁荣还有待其他数据的佐证。

图1. 批发零售业企业家信心指数

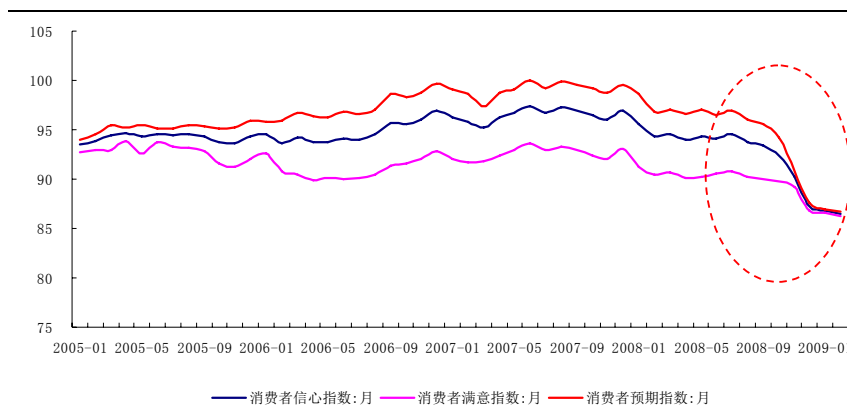


资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

2. 消费者信心指数继续下滑

零售市场的另外一极就是消费者的购买能力和购买意愿。我们看到衡量消费者对目前生活和收入状态满意程度的消费者满意指数和对将来生活和收入状态预期的消费者预期指数都是处于下降通道, 其中消费者预期指数更是下降的厉害, 从 2008 年 12 月的 87.60 下降到 2009 年 2 月的 86.70, 绝对降幅在这三个指数中是最大的, 也说明在经济形势不明朗, 就业压力大的宏观形势下, 消费者对将来的消费预期非常低, 对目前的消费满意程度自然也是历史低位。

图2. 消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

3. 商务部千家重点监测商业企业运营情况

商务部从 2006、2007 年开始对千家重点商业企业的运营情况进行重点检测,披露不同业态、不同细分行业的商业类企业的月度销售增速数据,我们来仔细研究这些数据以期对整个零售市场未来的发展方向作出一个大致的判断。

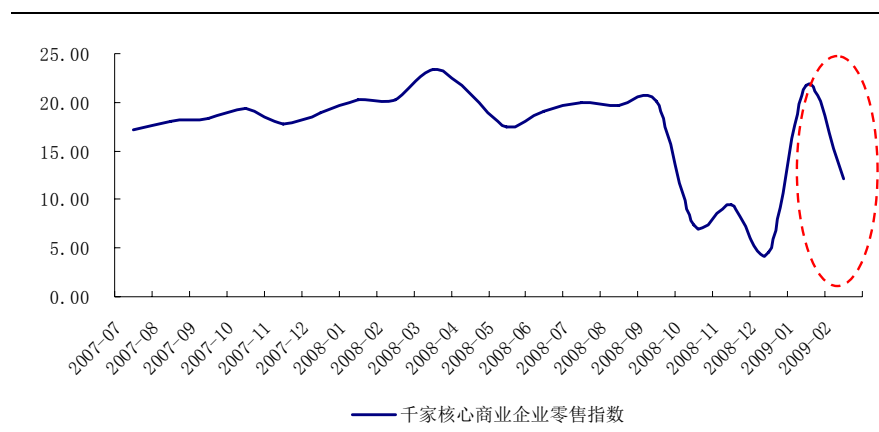
3.1 千家重点商业企业零售指数 (商务部)

以千家重点商业企业的经营情况所绘制的零售指数,还是相当反映了整个零售市场的变动趋势。我们看到,从 08 年 9 月份的相对高点下来,整个 08 年四季度该零售指数都是下行趋势,也是 08 年第四季度国内开始感受到缘于美国次贷危机所引发的经济衰退。这也和我们实地调研了解到商业类上市公司的感受和经营情况是一样的:很多公司 08 年第四季度的销售同比增速从前三季度的两位数增长一下子下降到个位数增长甚至负增长,百货类公司不得通过大比例、高频率的促销活动来保持销售额和市场份额,但实际赚得的利润是比较少的,毛利率也是相对要低的。

到了 09 年 1 月份是传统的春节,零售指数有所飚升,但到了 2 月份零售指数还是下来了。大幅度的下滑和上升都说明整个零售市场在经历大幅度的调整,对整个零售企业的平稳经营来说并不是一件好事。

09 年三月份的零售指数还没有公布,但百货公司频繁的促销活动所带动的消费“火爆”使得我们感觉到消费者信心仍旧没有很好的恢复,整个零售市场并不容人乐观。我们和一些重点跟踪上市公司也了解到 3 月份的销售同比数据下滑也比较厉害,没有了传统春节等长假的刺激,整个消费市场的下滑非常明显。

图3. 千家重点商业企业零售指数



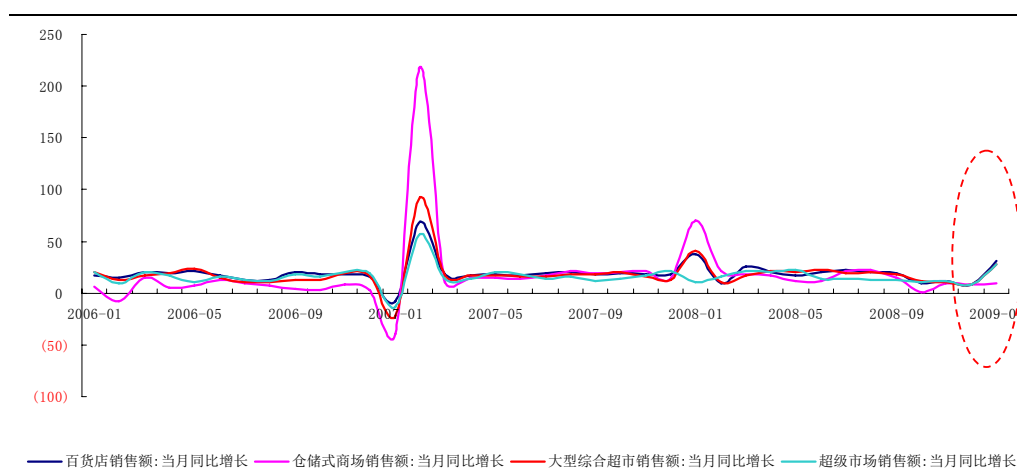
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

3.2 千家重点商业企业不同业态的月度销售增速

按照不同业态来统计的千家重点商业企业的月度销售增速数据目前最新的只到 09 年 1 月份, 也就是销售增速的数据只反映出春节所带动的整个一月份销售同比增长, 但未来 3-6 个月的销售趋势我们现在还不能简单断定。

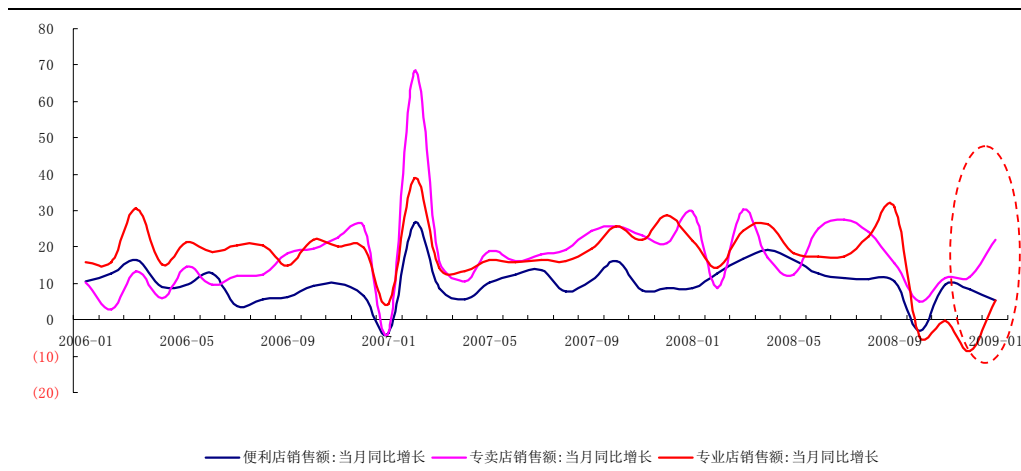
09 年一月份, 百货店、超市、大型超市、专卖店还是取得了近 30% 的销售同比增长, 便利店、专业店取得了近 5% 的同比增长。虽然较 2007 年经济形势非常好时候高于 50% 的增速下来了, 但仍然取得了两位数的增长, 当然还有 08 年春节在 2 月份, 使得 09 年 1 月份和 08 年 1 月份并不能严格来做类比。整个一季度的销售增速就我们沟通了解下来大体能持平的零售企业就已经表现不错了, 整体零售市场的销售情况不容乐观。

图4. 千家重点商业企业不同业态的月度销售增速 (1)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

图5. 千家重点商业企业不同业态的月度销售增速（2）



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

4. 西部内陆城市之西安市商圈分析

依从我们 09 年策略的判断,我们认为在经济下滑背景下,沿海城市受到的影响要大于内陆城市,东部发达城市要大于西部欠发达城市,高端百货要大于中低端百货,我们也沿着这样的投资策略来开展我们 09 年的公司调研和个股价值发现。位于西部内陆城市的开元控股就是我们从去年年底一直关注并不断推荐的股票,我们本期月报也对西安市的商圈做了深入的实地调研和了解后进行了的梳理和归纳总结,以期更加细化我们的区域零售市场研究。在将来的行业月报中,我们也会陆续推出这种关注城市的商圈分析,并对业务主要来源于该城市的零售类企业作进一步的价值挖掘和判断。

西安百货市场的竞争日趋白热化,不但有西安民生、世纪金花这样的本土百货店的快速扩张,百盛、金鹰、大商这样的全国扩张性百货店的密集布点,还有万达城市综合体这种商业地产新锐的凌厉进攻。对于百货业来说,同行竞争一向都是双刃剑,有利的因素是促进商圈繁荣,增大客流;不利的因素是没有清晰的市场定位和客户化分,将面临百货市场被蚕食的局面。因为钟楼店已经步入稳定增长期,我们暂时维持对钟楼店的销售增速预测,我们会密切跟踪万达城市综合体在解放路项目的进程,看其是否会分流钟鼓楼商圈的人流。

西安市整体的商业氛围非常浓厚,既有开元商城、世纪金花这种中高端的传统百货店,也有钟楼以东的东大街沿线密集的服装专卖店,高校密集区小寨商圈扎堆的专卖店,更有万达李家村店这种吃喝玩乐一体的城市综合体。

而钟鼓楼以西仿古一条街的很多临街商铺正等待招商开业，世纪金花在西安的第五家店也即将入驻西大街（也叫唐人街），届时整个西安市的商业竞争将日趋白热化。

4.1 西安经济实力与居民消费能力“比拼”

西安作为西北地区的中心，一直都处于西北欠发达地区的发展前列，截至 2007 年西安市的 GDP 达到 1763.73 亿元，增速高达 19.68%，社会消费品零售总额的增速也达到了 18.84%，人均 GDP 达到 2.3 万元，是西安市百货市场繁荣的重要支撑。

图6. 西安市 GDP 和社消总额及增速

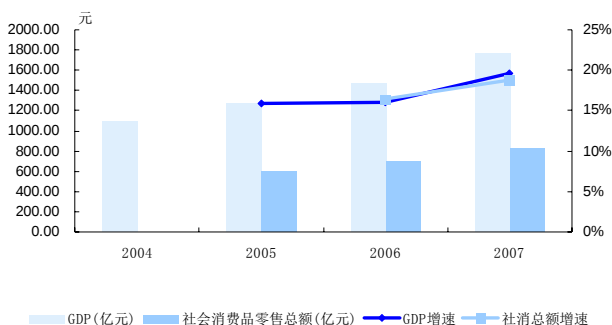
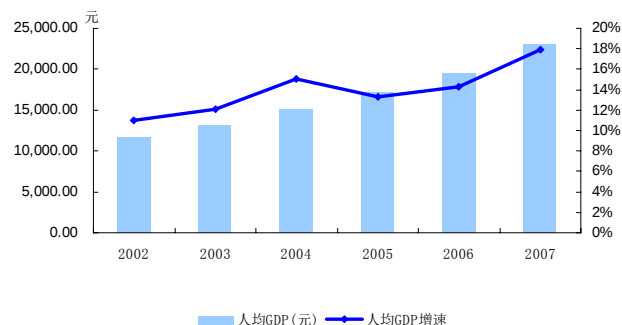


图7. 西安市人均 GDP 及其增速



资料来源：国家统计局，西安统计局，东海证券研究所

这几年来，西安市城镇居民和农村居民的人均收入也逐年递增，2008 年收入增速分别达到了 20.10% 和 18.48%，人均 GDP 增长带动人均收入增长，收入的增长才保证消费的实现和快速增长，其中城镇居民人均可支配收入增长速度 2007 年远快于社消总额的增速。2008 年城镇和农村居民消费性支出增速也分别达到了 18.99% 和 16.47%，基本和收入增速持平，消费倾向分别为 0.79 和 0.76。

图8. 西安市城镇和农村居民人均收入及增速

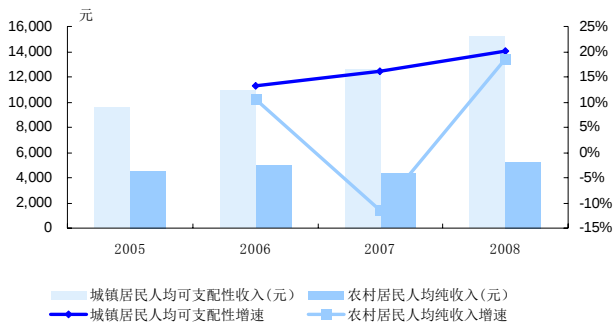
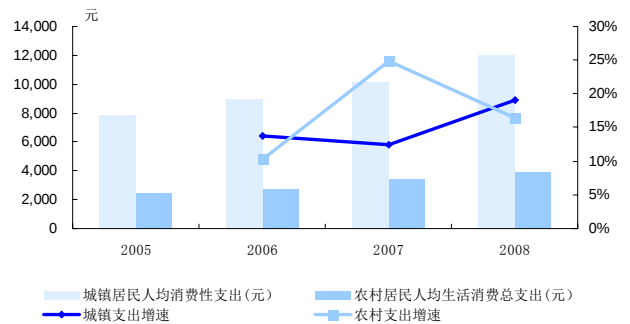


图9. 西安市城镇和农村居民人均消费支出及增速



资料来源：国家统计局，西安统计局，东海证券研究所

西安市一向在西北五省的经济区域占据领军人物地位，我们看到 2007 年西北五省的省会城市 GDP 和社消总额的对比图中，西安市远高于其他四个西北地区省会城市，西安市的百货零售市场空间也要更大。当然因为西安人口众多，使得五个城市的人均 GDP 和在岗职工人均工资比较图中，乌鲁木齐市反而高于西安市。

图10. 西北五省省会城市 2007 年 GDP 和社消总额

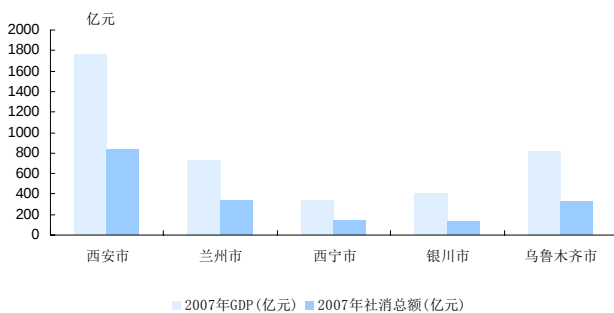
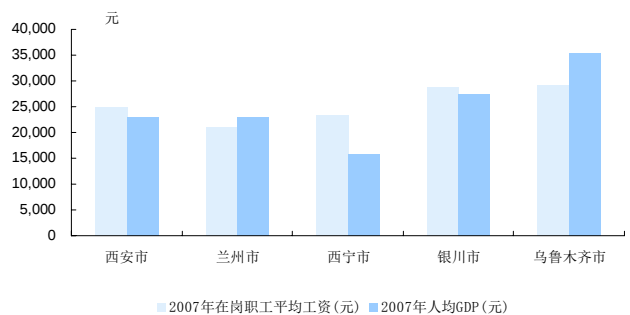


图11. 西北五省省会城市 2007 年人均 GDP 和在岗职工工资



资料来源：国家统计局，Wind 资讯，东海证券研究所

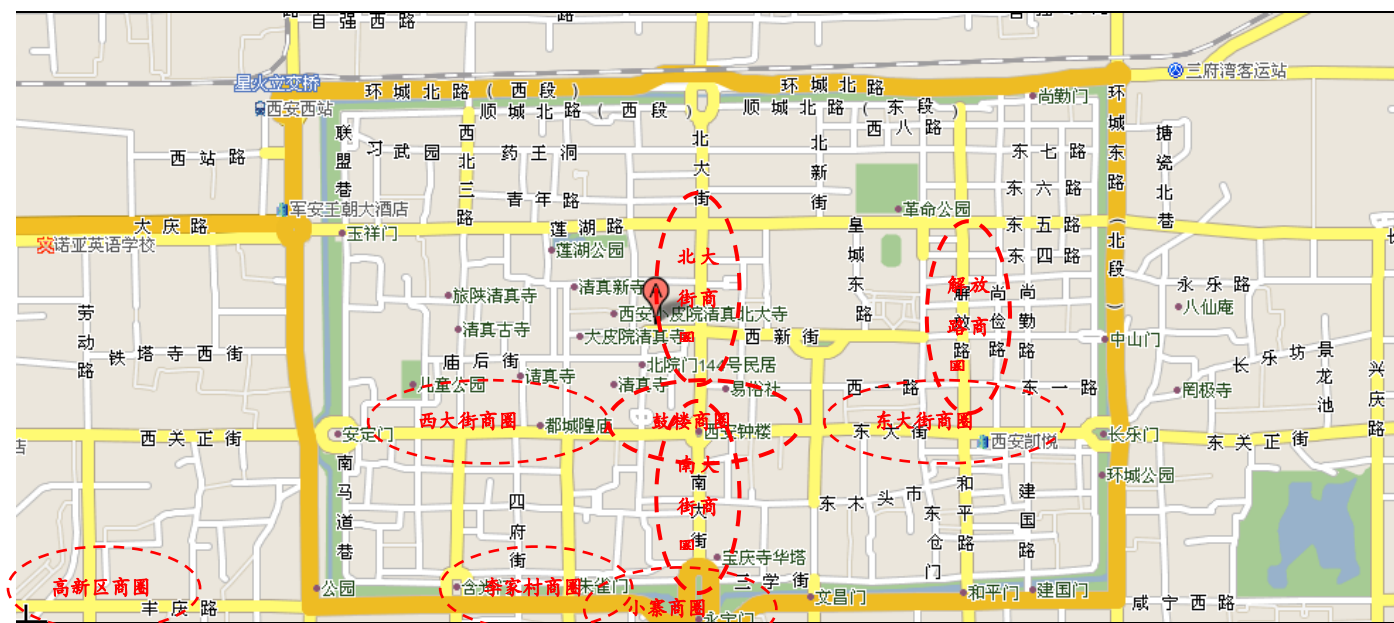
4.2 西安百货竞争格局分析

西安作为西北五省经济相对较为发达的城市，早在唐朝更是整个中国的中心，商贸发展的历史可以追溯到很久远，现在是西安甚至西北五省第一商圈的钟楼商圈也是从 1384 年明城墙的完成而逐渐繁荣，现在也随着东西南北四条大街商业设施的不断完善而地位日趋重要。我们下面表格为了更加详细的对比分析东西南北四条大街的不同特色，将钟楼商圈限定为钟楼四周更小的范围内，但随着四条大街的商业气氛不断浓重和延伸，完整意义上的钟

楼商圈是以钟楼为中心包括东西南北四条大街的，整个商业经营面积将近200万平方米，年销售额200亿，绝对是名副其实的“西北第一商圈”。

小寨商圈的发展繁荣也就是最近20年的事，高新区商圈也就15年历史，解放路的商圈早在建国前后随着西安民生总店发展繁荣，后来因为解放路对出租车限制单向行使就使得这个商圈稍显沉寂，但随着大商股份，万达民乐园店的兴建，解放路商圈也将重新焕发魅力。另外还有康复路商圈、北郊经济开发区商圈、曲江商圈等要么还暂时规模比较小，要么就是低端批发市场，暂时和我们关注比较的中高端百货市场有所差异，我们就暂时没有在考察比较分析范围之列。若这些商圈也有更多重量级的百货商入驻，西安的中高端百货竞争格局又将发生变化。

图12. 西安市主要商圈分布示意图



资料来源：东海证券研究所

我们总结了各大商圈的主要零售商和商圈特色，并汇总了各家百货商连锁门店扩张的时间，可以看到目前连锁门店数量上西安民生、世纪金花、百盛购物中心占据前三甲，但销售额占比上目前的开元商城钟楼店稳居西安市单体商厦销售额第一，开元控股的销售收入占西安市社会消费品零售总额的比重也是遥遥领先。虽说世纪金花借壳“0162.HK 中国金展”在香港上市，但因为赛高店和南大街店还没有装进上市公司，新疆门店又包括在内，我们还是不能得到准确的西安四家门店的总体销售额水平，故没有列在下表中和开元控股、西安民生形成一个有效对比。其间，西安百货市场上也不断的有高调进入而又草草撤场的如美美百货、巴黎春天，海大百货等等，也有大洋

百货、王府井百货、新世界百货、天虹百货等的虎势眈眈，日益白热化竞争的西安百货零售市场的销售前三甲位次是否会发生变化我们将长期关注。

表1. 西安主要零售商及其连锁门店

	地址	营业/建筑面积(平米)	开业时间
开元商城			
钟楼店	钟楼东南角, 东大街解放市场 6 号	75,000	1996.6.15 一期; 2001.8.30 二期
西安民生			
解放路总店	解放路 103 号	65,000	1958 年
钟楼店	钟鼓楼广场西大街	24,000	2007.8.15
电子城店	电子正街与丈八路交汇处	16,000	2007.12
兴正元广场(拟)	东大街西段的骡马市步行街	260,000	2007.12.21
世纪金花			
钟楼店	钟鼓楼广场西大街 1 号	31,000	1998.5.18
高新区店	高新区科技路 55 号, 高新路与科技路交汇处的西北角	30,000	2005.9.30
南大街店	钟楼以南的南大街	20,000	2008.12.20
赛高店	凤起五路和未央大道的黄金十字口: 赛高国际广场		南大街店之前
西大街店(筹)	西大街唐人街 A 座		2009.12.30
百盛购物中心			
东大街店	东大街 239 号, 靠近解放路		1998.1.18
小寨店	长安中路 38 号飞旋广场南侧	24,014	
西大街店	西大街北广济街口时代盛典大厦	36,084	
东二环店	金花南路 59 号立丰国际广场		
金鹰国际购物中心			
小寨国贸店	长安中路与小寨东路十字		
高新区店	高新区科技路 37 号, 海星城市广场	26,000	2006.4
万达集团			
李家村店	雁塔北路李家村服装批发市场		2008.4
民乐园(筹)	解放路西安民生百货总店周围		2009.12.30
大商新玛特百货			
解放路店(筹)	西安民生总店斜对面		2009.10.1
浙江银泰百货			
中环店	西大街中环广场距钟楼仅为 300 米, 与鼓楼小广场遥相呼应	100,000	2008.12.5

资料来源: 东海证券研究所收集整理

表2. 西安主要商圈分析和主要的零售商

商圈名称	商圈定位	商圈位置	主要零售企业	商圈特色	消费群体
钟鼓楼商圈	中高档	以钟鼓楼为中心, 辐射东南西北四条大街	开元商城, 世纪金花钟路店, 世纪金花南大街店, 西安民生钟路店, 百盛钟路店	地处市中心, 是历史最悠久, 文化底蕴最为厚重的商圈, 商业气氛也最为浓厚	当地最主流, 涵盖年龄段最广的西安当地居民, 还有部分陕西省会城市之外的旅游人群
小寨商圈	中档	小寨十字路为中心, 辐射长安路及小寨东西路, 波延到电子城等处	百盛小寨店, 金鹰百货国贸店, 沿街专卖店, 地下商城	传统商圈, 依托附近密集的高校学生群体发展壮大	大中学生和“酷一族”小青年成为消费主力
东大街商圈	中档	钟楼以东, 一直延伸到百盛东大街店	兴正元广场(西安民生来招商), 百盛东大街店, 沿街专卖店	全场 2000 米, 近 500 家潮流专卖店, 骡马市步行街	年轻人居多的城市主流潮流追随者
解放路商圈	中档	解放路西安民生总店为中心, 辐射到东一路到东五路	西安民生总店, 万达城市综合体, 大商股份	传统商圈, 将随着万达城市综合体即将兴建的两条步行街焕发新的生命力	附近居民, 有待万达步行街修好后重新积聚人气
西大街商圈	中高档	钟楼以西, 沿线仿古商业地产和先进的商业硬件	浙江银泰百货, 即将入驻的世纪金花唐人街店	盛唐建筑风韵与现代商业结合, 依托清真寺/城隍庙/回民街打造商业旅游一条街	有待被吸引过来的时尚白领和对传统文化痴迷的中外游客
南大街商圈	中高档	钟楼十字线以南, 直到南门外	长安国际, 中大国际, 天资名品店, 豪华名品店, 婚纱摄影, 证券金融机构	高端名品店和金融机构, 可称之为西安的“华尔街”	已形成习惯的高端消费人群
北大街商圈	中档	钟楼十字交叉口以北, 直到北门	国美, 苏宁, 迪信通和深圳迅捷通讯等数码卖场。待入驻: 大洋百货, 新世界百货, 王府井百货	定位为银行金融机构和电子数码电器卖场, 随着外地百货店的入驻也增加中高档百货竞争	当地对数码产品感兴趣的居民
李家村商圈	中档	以原来的李家村服装批发市场过渡为万达李家村店	万达城市综合体,	低端逐渐转型的吃喝玩乐一体消费圈	附近居住的新一代消费群体
高新区商圈	高档	以科技路/唐延路为核心, 辐射整个高新区	世纪金花高新店, 金鹰高新店	近 15 年随着高新区写字楼和高档住宅楼兴起之后形成的国际化视角/高端时尚白领消费商圈	在高新区上班和居住的前沿时尚白领

资料来源: 东海证券研究所收集整理

表3. 开元控股和西安民生在西安零售市场的地位

	西安市社消总额 (亿元)	开元控股收入 (亿元)	西安民生收入 (亿元)	开元控股占西安市社消总额比重%	西安民生占西安市社消总额比重%
2005 年	601.21	16.27	8.59	2.71%	1.43%
2006 年	700.41	17.23	9.28	2.46%	1.32%
2007 年	832.38	17.73	9.78	2.13%	1.17%
2008 年	1,043.78	19.46		1.86%	

资料来源: 西安市统计局网站, 公司公告, 东海证券研究所

注: 其中开元控股 2008 年收入为笔者预测数据

5. 零售行业投资策略

截止 4 月 15 日,商业贸易行业指数(申万)自年初以来已上涨 41.90%,高于上证综指 2.62%,低于沪深 300 指数 5.92%,在经济下滑背景下表现出一定的防御性。现商贸行业 2009 年动态市盈率 22.12 倍,市净率 3.85 倍,整体估值仍处于历史低位。而二三季度是传统的消费淡季,我们继续维持行业增持的评级。

目前的宏观数据暂时没有非常支持零售行业向好的数据,但个股的投资机会有时是根据某些特殊催化因素的促发。从投资策略上,我们建议关注:

- (3) 重估资产价值远高于公司市值,安全边际比较高,如开元控股、百联股份
- (4) 年报业绩超预期或有高比例分红,如广州友谊、合肥百货。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

薄玉, 商业贸易行业分析师, 复旦大学金融学硕士, 中央财经大学经济学学士, 2007 年 7 月开始跟踪商贸行业。

重点跟踪公司: 中国铅笔、百联股份、友谊股份、新华都、合肥百货、东百集团、开元控股

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122