

零售市场正在探底过程中

---零售行业 09 年 4 月月报

商业贸易行业 评级: 增持 (维持)

跟踪报告

2009 年 5 月 8 日 星期五

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

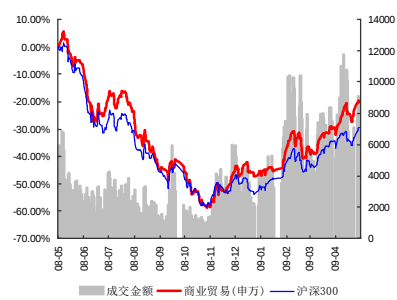
行业重点跟踪股票及评级

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

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	14.30	6.96
3 个月	30.15	11.07
6 个月	93.07	41.86

商贸行业相对沪深 300 指数走势图



相关报告:

《宏观指标暂无零售市场好转迹象-商贸行业 09 年 4 月下半月报》

20090415

投资要点

q 五一全国千家重点监测零售企业销售同比增长 9%:

今年“五一”小长假, 城乡消费品市场繁荣兴旺, 市场销售呈现平稳较快增长态势。据商务部监测, 5 月 1 日至 3 日, 全国千家重点零售企业实现销售额 120 亿元, 同比增长 9.0%。而限额以上批发零售企业的月度销售额的同比增长率数据, 对于不同商品品类都有所统计, 最新公布的数据是 09 年 3 月份, 下图可以清晰的看出我们比较关注的五大类品类都在 3 月份取得了较快增长, 都比 2 月份增长率要高。

q 消费者信心指数进一步下滑:

虽说五一小长假的销售热销和 3 月份批发零售企业的不同品类商品销售额同比增速提高, 但消费者信心系列指数最新公布的 3 月份数据进一步下滑。

q 城镇居民可支配收入实际增速明显:

城镇居民 09 年第一季度可支配收入实际增速回升非常明显, 从 08 年底的 8.40 上升到 11.20, 而名义增速从 14.50 下降到 09 年 3 月底的 10.20, 可见收入的实际增速提升主要是价格指数的影响, 但也说明城镇居民的实际可支配收入增长迅速并有可能成为增大消费的前提条件。因为只有收入实际提升才有扩大消费的基础和前提。

q 中西部内陆城市之合肥市商圈分析:

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。对于合肥市的商圈分析, 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。

q 零售行业投资策略:

我们也将关注重点放到以下两个投资策略:

- (1) 有资产重组预期并且公司目前基本面比较向好: 南京中商、新华百货
- (2) 月度销售数据超预期, 比大家原本料想的要好的沿海零售商, 如广州友谊、广百股份

目录

1. 五一全国千家重点监测零售企业销售同比增长 9%.....	1
2. 消费者信心指数进一步下滑	2
3. 城镇居民可支配收入实际增速回升明显	3
4. 中西部内陆城市之合肥市商圈分析	4
5. 零售行业投资策略	8

图形目录

图 1. 千家核心商业企业零售指数（月度数据，已公布 3 月份）	1
图 2. 限额以上批发零售业不同品类月度零售额同比增长率	2
（月度数据，已公布 3 月份）	2
图 3. CPI 指数和分类 CPI 指数（月度数据，已公布 3 月份）	2
图 4. 消费者信心指数（月度数据，已公布 3 月份）	3
图 5. 城镇居民可支配收入名义增速和实际增速（季度数据，已公布 1 季度）	3
图 6. 农村居民人均现金收入名义增速和实际增速（季度数据，已公布 1 季度）	4
图 7. 合肥市百货门店分布图	5

表格目录

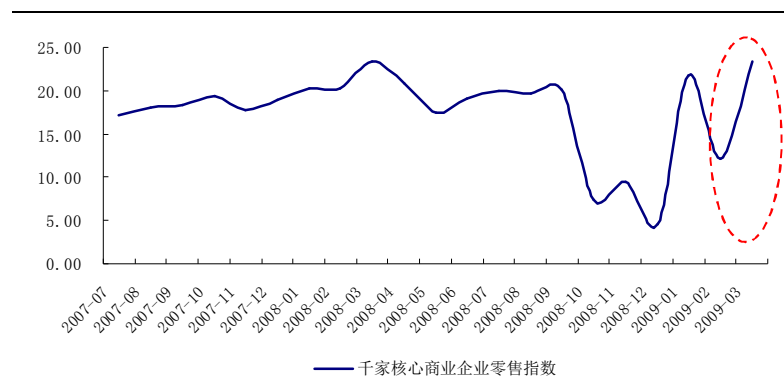
表 1. 合肥百货的百货门店基本情况及盈利预测	6
表 2. 商之都百货门店基本情况	6
表 3. 瑞景商业百货门店基本情况	7

1. 五一全国千家重点监测零售企业销售同比增长 9 %

今年“五一”小长假，城乡消费品市场繁荣兴旺，市场销售呈现平稳较快增长态势。据商务部监测，5月1日至3日，全国千家重点零售企业实现销售额120亿元，同比增长9.0%。其中，零售企业金银珠宝销售额同比增长19.6%；家用电器销售额同比增长11.4%；汽车销售额同比增长9.2%；食品、服装、鞋帽销售额同比分别增长4.2%、8.7%和4.7%，呈现平稳增长态势。

我们看到，最新的商务部重点监测千家核心商业企业零售指数在09年3月份也较2月份的数据有所提高，从12.10增长到23.30，说明在经历了“1月份春节热销和2月份无节无假的传统淡季”，3月份数据明显有所增长，也对五一小长假商品销售同比增长9%做了最好的注解。

图1. 千家核心商业企业零售指数（月度数据，已公布3月份）

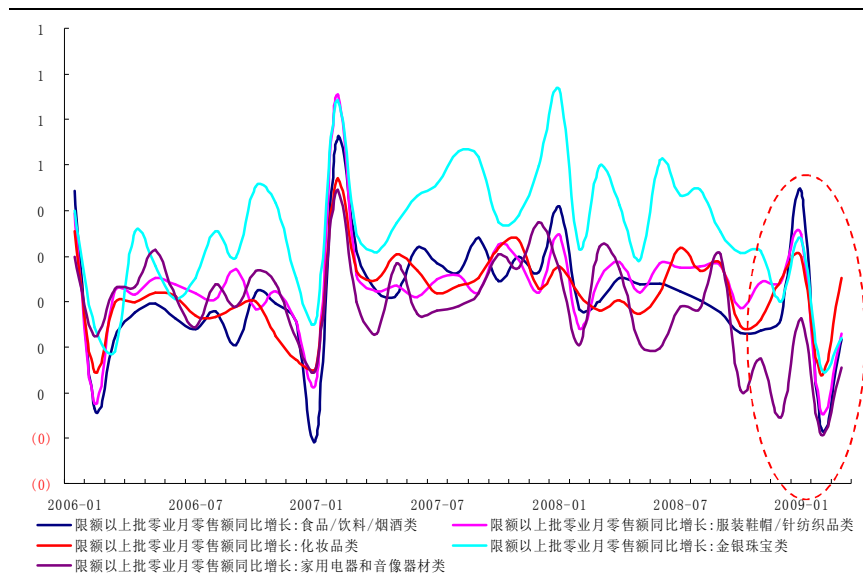


资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

而限额以上批发零售企业的月度销售额的同比增长率数据，对于不同商品品类都有所统计，最新公布的数据是09年3月份，下图可以清晰的看出我们比较关注的五大类品类都在3月份取得了较快增长，都比2月份增长率要高。其中，化妆品类的3月份同比增长率最高，达到25.21%；其次是服装鞋帽、针纺织品类零售额3月份同比增长达到13.02%。

图2. 限额以上批发零售业不同品类月度零售额同比增长率

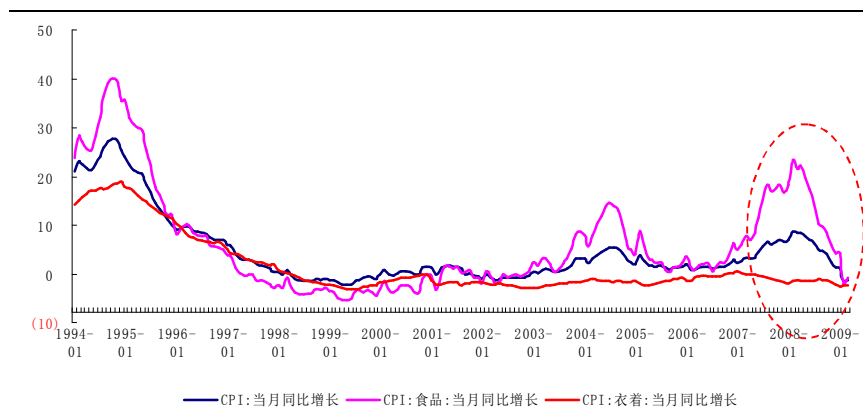
(月度数据, 已公布 3 月份)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

而这些品类商品的零售价格指数同比增长率仍处于下降通道, 但下降幅度要小于 2 月份, 零售价格的低位运行有助于零售额度的提高。图 2 的零售额同比增长和图 3 的商品零售价格指数下滑互相作用, 在刚性需求无法缩减或者被释放出来的时候, 有助于加快确定整体宏观经济的底部, 并在找到新的增长级之后进入“V”型反弹之后的彻底反转。

图3. CPI 指数和分类 CPI 指数 (月度数据, 已公布 3 月份)



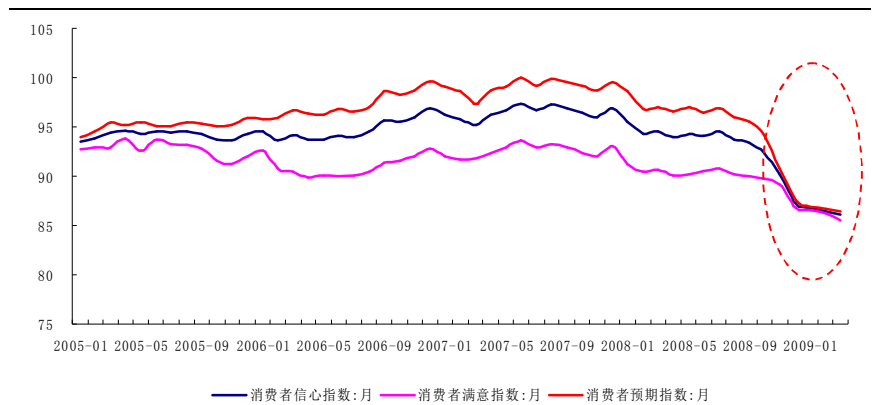
资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

2. 消费者信心指数进一步下滑

虽说五一小长假的销售热销和 3 月份批发零售企业的不同品类商品销售

额同比增速提高,但消费者信心系列指数最新公布的**3**月份数据进一步下滑。其中,消费者满意指数的下降幅度最大,从**2**月份的**86.30**下降到**3**月份的**85.60**,下降了**0.70**;消费者信心指数和消费者预期指数也发生了不同幅度的下降。虽然社会消费品零售总额和批零企业家信心指数或者千家重点监测商业企业零售指数略有回升,但对于面临宏观形势不明朗,失业率高企的消费者来说,消费者满意指数和消费者预期指数都暂时没有改善的迹象。这也说明从零售企业到消费者的全面转好还需要传导的时间和过程。

图4. 消费者信心指数(月度数据,已公布3月份)

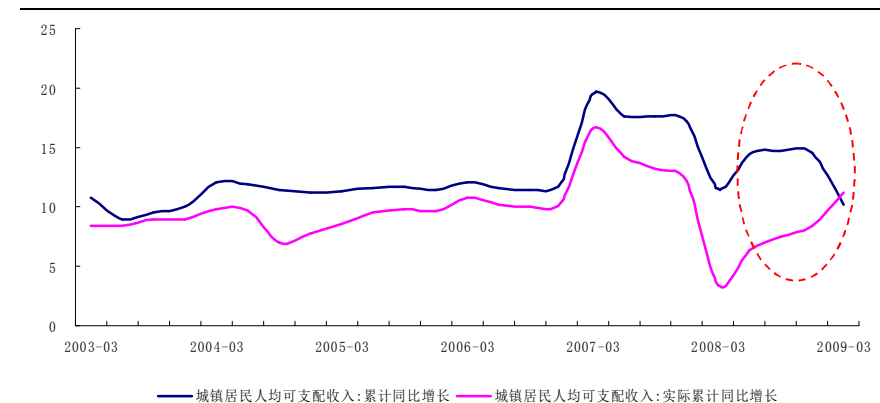


资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

3. 城镇居民可支配收入实际增速回升明显

城镇居民**09**年第一季度可支配收入实际增速回升非常明显,从**08**年底的**8.40**上升到**11.20**,而名义增速从**14.50**下降到**09**年**3**月底的**10.20**,可见收入的实际增速提升主要是价格指数的影响,但也说明城镇居民的实际可支配收入增长迅速并有可能成为增大消费的前提条件。因为只有收入实际提升才有扩大消费的基础和前提。

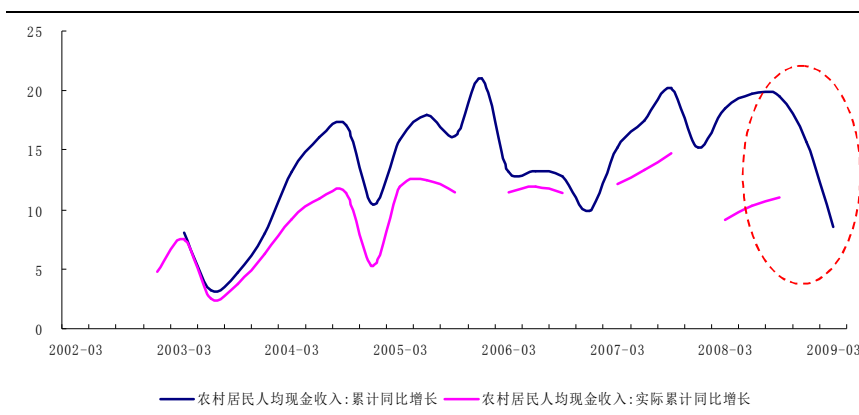
图5. 城镇居民可支配收入名义增速和实际增速(季度数据,已公布1季度)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

而农村居民的人均现金收入名义增速和实际增速都没有看到止跌见底的趋势,人均现金收入的名义增速从08年底的15.70下降到09年3月底的8.58,进一步下滑的态势并没有被遏制住。而农村居民人均现金收入的实际增速因为没有08年12月底的数据,无从比较,但09年第一季度实际增速只有8.60,也低于城镇居民可支配收入的09年一季度实际增速11.20。目前家电下乡、扩大内需的绝大多数市场都是在农村,但农村居民收入的实际增速下滑将限制农村市场的进一步发展。

图6. 农村居民人均现金收入名义增速和实际增速(季度数据,已公布1季度)



资料来源: Wind 资讯, 东海证券研究所

4. 中西部内陆城市之合肥市商圈分析

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。位于中部内陆城市的合肥百货是我们从去年年底一直关注并不断推荐的股票,我们本期月报也对合肥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。

合肥目前的主要商圈有淮河路步行街沿线的四牌楼商圈、金寨街附近的三孝口商圈。这两个商圈因之市政规划、城市道路建设,依次成为过合肥市的主力消费商圈。随着淮河路步行街的修建完毕,四牌楼商圈又世风日上,成为合肥市的主力商圈,市政府也极力想打造成合肥的“南京路”和“王府井”。淮河路步行街东起环城路,西至宿州路,长920米,宽22米,分布着合肥百货大楼、乐普生、鼓楼商场、商之都总店、百盛,再远一些是瑞景商

业的瑞景国际购物广场和瑞景名品中心，商之都大东门店。公司在四牌楼商圈的核心位置有三个门店，销售额排名都比较靠前。就 08 年的销售数据来看，排在第一的是鼓楼商场，销售额 11 亿；第二就是商之都总店，销售额 7 到 8 个亿；第三的是百货大楼，销售额 6 个亿。08 年新收购过来的乐普生门店和百盛门店是 2 个多亿的销售额。而古井系的瑞景国际和瑞景名品两个门店加起来的销售额才有 2.9 亿。商之都大东门店因为位置相对偏一点，1 年的销售额只有 1 个多亿。总体说来，四牌楼商圈发展成熟，竞争格局已经相对稳定，公司基本占据了绝对的优势。

三孝口商圈的鼎盛时期是在上个世纪的 80 年代，那时的红旗百货大楼、龙图商厦、汇通商厦曾红极一时。但随着 90 年代中期淮河路步行街的修建和大型商业建筑的兴起，这些曾经繁极一时的商业甚至连物业都不复存在，四牌楼商圈又重新取得主力商圈地位。进入了 21 世纪，三孝口商圈临近居民都属于合肥市的高收入阶层，随着长江中路的扩宽修建，百大 CBD 购物中心的人气带动，三孝口商圈的重新焕发人气凝聚力也只日可待，对公司的次新主力门店百大 CBD 购物中心盈利能力的提升也是非常大的。

图7. 合肥市百货门店分布图



资料来源：东海证券研究所

看上面合肥市的百货门店分布图，我们可以明显看到合肥百货占据了绝对的优势地位，在合肥市共有 6 个门店，其次才是商之都和瑞景商业，各有两个门店。我们汇总商之都和瑞景商业的各个门店的基本情况，来和合肥百货做个简单的对比。

表1. 合肥百货的百货门店基本情况及盈利预测

门店	持股比例	开业时间	物业性质	经营面积 (万平米)	07年净利润 (所得税33%, 万元)	08年净利润 (所得税 25%,万元)	净利润同比增长 率
合肥百货大楼	100%	1959.5	自有	2.2	2,240.00		
合肥鼓楼商场	73%	1996.12.28	自有	3	3,601.03	5101.00	41.65%
合肥商业大厦	91%	1998.9.26	自有	2.8	438.70	789.40	79.94%
铜陵百货大楼	70%	2003.5	自有	3.3	631.90	1311.90	107.61%
蚌埠百货大楼	86%	2003.11	自有	2.4	959.70	1338.80	39.50%
黄山百货大楼	70%	2005.9	自有	1.9	180.00		
合肥百大 CBD 购物中心	68%	2006.1.21	租赁	2.3	-559.70	-664.00	
亳州百货大楼	100%	2006	租赁	1.5	-110.00		
合肥乐普生	60%	2008.5	自有	1.85			
淮南市百大购物中心	100%	2008.9.26	租赁	2.62			
六安市百大金商都购物中心	51%	2008.10.12	租赁	3.15			
合肥高新店	100%	2008.12.26	租赁	2.4			

资料来源：东海证券研究所，公司公告

表2. 商之都百货门店基本情况

所在城市	门店名称	经营面积 (万平米)	开业时间	位置
合肥市	总店	2.05	1995.12.28	四牌楼商圈宿州路8号
合肥市	合肥大东门店	2.5	2007.9.30	长江东路与滁州路交汇口
宣城市	宣城商厦	1.4	2004.5.28	
六安市	六安商厦	2.68	2005.1.16	
六安市霍邱县	霍邱商厦	1.2	2004.1.8	城关光明大道和蓼城交叉口
六安市叶集	叶集商厦	1.5	2008.6.28	
滁州市	滁州商厦	1	2006.9	天长东路中段, 紧邻滁州市火车站和长途汽车站
淮南市	淮南商厦	3	2008.11.15	
宣城市宁国市	宁国商厦	2.8		
巢湖市	巢湖商厦	1	2005.12.24	南巢商业街

资料来源：东海证券研究所，商之都网站

表3. 瑞景商业百货门店基本情况

所在城市	门店名称	经营面积 (万平米)	开业时间	定位	位置	主要品牌
合肥	瑞景名品中心 (原名古井赛特 商城)	1	1998.10.1	高端 奢侈品	长江东路 1104号, 淮海路/ 胜利路/ 寿春东路	ErmenegildoZegna、Alfred Dunhill、 Mont Blanc、Hugo Boss、Ralph Lauren PoLo、S.T.Dupont、RENOMA、Wolsey、 Cara、Omega、PORTS、Autason
合肥	瑞景国际购物 广场	1.5	2004.12.31	高端 奢侈品	寿春路 108号,寿 春路和宿 州路交界 口以北	CHANEL、资生堂、DIOR、倩碧、兰蔻、 PORTS、SCOFIELD、ECCO等多个来自世 界各地的一线品牌

资料来源: 东海证券研究所, 瑞景商业网站

对比以上表格, 我们看到商之都的定位和合肥百货比较接近, 瑞景商业的两个门店都是走高端奢侈品路线。但商之都合肥只有两个门店, 而且位置也要稍微差于合肥百货, 合肥百货在合肥市拥有绝对的优势地位。在合肥市以外的城市, 之前商之都和合肥百货两家的策略基本上是不正面交锋, 我们看到 2006 年之前商之都和合肥百货分别在不同的地级市扩张。到了 2008 年之后, 合肥百货随着整体实力的加强, 也将门店开设到六安市、淮南市等商之都已经开设门店的城市。商之都的大股东是徽商集团, 也能争取到较好的项目资源, 但因为高层实际管理者变动比较频繁, 使得公司经营思路经常变化。合肥的两个门店只有宿州路总店比较赚钱, 东门店因为租金高企不下, 销售额又因其所处位置离四牌楼商圈核心位置有点差距, 有比较大的亏损额。

瑞景商业的大股东是古井集团, 股东背景在安徽比较有实力, 但瑞景商业的两个门店经营面积都比较小, 不能安排高端消费人群所需要的所有品牌。瑞景名品中心的高档护肤品在经历了两年多的艰苦培育之后, 逐渐作出了高档护肤品的销售氛围, 但门前没有停车场, 所处位置也只是在“泛四牌楼商圈”内, 并由于合肥市整体对高档护肤品的消费实力还是相对有限, 使得瑞景商业两家门店加起来的销售额才 2 个多亿, 也就是勉强盈亏平衡。而合肥百货的百大 CBD 购物中心的定位也是高端, 对雅诗兰黛、Dior 之类的高档护肤品牌也在招商洽谈进行中, 若引进 CBD 购物中心后, 可能对瑞景名品购物中心的销售是一个不小的分流。

5. 零售行业投资策略

截止 5 月 7 日，商业贸易行业指数（申万）自年初以来已上涨 **51.85%**，高于上证综指 **9.19%**，低于沪深 300 指数 **0.38%**，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 **23.80** 倍，市净率 **3.52** 倍，整体估值仍处于历史低位。在整体行业探底反弹甚至反转的过程中，是行业优秀者兼并收购高资产价值零售商的好时机，我国零售商的区域割据格局也给了优秀的跨区域零售商收购兼并的好时机。日前，中国铅笔和南京中商都停牌商议资产重组事宜，我们也将关注重点放到以下两个投资策略：

- (1) 有资产重组预期并且公司目前基本面比较向好：南京中商、新华百货
- (2) 月度销售数据超预期，比大家原本料想的要好的沿海零售商，如广州友谊、广百股份

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、免责声明

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**