

零售行业

2009 下半年零售行业投资策略

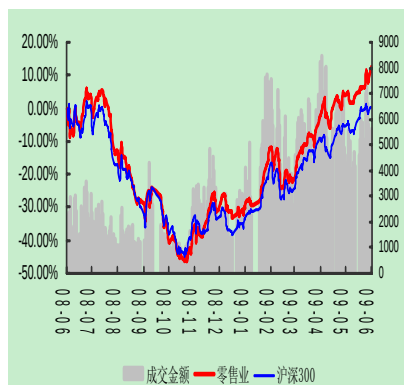
——步入上行通道，复苏指日可待

2009 年 06 月 22 日

深度研究

行业评级：谨慎看好

投资要点：



执笔人

樊慧远

Email: fanhuiyuan@sxzq.com

Tel: 010-82190365

MSN: fanhuiyuan@hotmail.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

- **宏观经济复苏迹象显现，行业销售数据好转。**宏观经济已开始见底回暖，5 月份全国社会消费品零售总额同比增长 15.2%，5 月份全国重点大型零售企业实现销售同比也有较大的提升。
- **消费需求有望重拾旺盛态势，政策再添“催化剂”。**我国经济多年来连续增长的财富效应为消费需求增长奠定基础，随着人们对经济危机恐慌的平复以及国家和各地方政府不断出台刺激消费的政策，消费信心将会企稳回升。
- **中国零售巨头崛起。**继 08 年荣登全球零售 250 强榜单后，09 年国美电器、百联集团、苏宁电器和大连大商 4 家企业再次上榜全球零售 250 强，并且排名平均上升了 71 位。
- **网购对传统零售商是机遇还是挑战？**传统零售企业开设的网上商城比诞生于互联网本身的网上商城更有优势，我们认为网上购物这种新业态的蓬勃发展对传统零售商来说是机遇大于挑战。
- **各业态经营状况对比。**超市子行业喜忧参半，百货子行业仍有高增长潜力，家电连锁（苏宁电器）正在打造“中国的沃尔玛”，IT 零售进入连锁时代。
- **上市公司业绩分析。**下半年是零售行业传统的销售旺季，加之下半年的通货膨胀预期和 08 年四季度的低基数效应，行业销售增速在三季度有望迎来大幅提升，最迟在 09 年四季度将迎来全行业全面复苏。
- **投资建议。**我们分别给予超市子行业、百货子行业和家电 IT 连锁子行业中性、看好和看好评级。建议关注广州友谊、王府井、广百股份、百联股份、大商股份、重庆百货、豫园商城、新世界、苏宁电器和宏图高科等上市公司。
- **风险提示。**世界卫生组织 6 月 11 日正式宣布把甲型 H1N1 流感警戒级别升至 6 级。如果疫情在中国大规模传播，零售行业销售收入将面临巨大下滑风险。

目录

1 宏观经济复苏迹象显现.....	1
2 行业销售数据好转.....	2
3 消费需求有望重拾旺盛态势.....	3
4 政策再添“催化剂”.....	4
5、中国零售巨头崛起.....	5
6 网购对传统零售商是机遇还是挑战？.....	5
7 各业态经营状况对比.....	6
8 超市子行业喜忧掺半.....	8
8.1 通胀预期利好销售收入.....	8
8.2 供需矛盾凸显.....	8
8.3 外资超市大举扩张，竞争激烈化.....	9
9 百货子行业仍有高增长潜力.....	10
9.1 本土百货vs外资百货.....	10
9.2 毛利率仍有提升空间.....	12
10 家电连锁——打造“中国的沃尔玛”.....	13
10.1 品牌价值+国际化战略.....	13
10.2 物流平台+“自建店”模式.....	13
10.3 政策支持+3G产品.....	13
10.4 销售回暖.....	14
11 IT零售进入连锁时代.....	14
12 上市公司业绩分析.....	14
13 投资建议.....	15
14 风险提示.....	20

图表目录

图 1: PMI 变化趋	1
图 2: 进出口商品总额累计同增 (%)	1
图 3: 固定资产投资额变化趋势.....	1
图 4: 商品房销售变化 (%)	1
图 5: 批发和零售业企业景气指数和企业信心指数.....	2
图 6: 零售行业景气指数.....	2
图 7: 社会消费品零售总额变化趋势.....	3
图 8: 全国百家大型零售企业零售额同增 (%)	3
图 9: 城镇居民人均可支配收入累计增幅 (%)	4
图 10: 消费者信心指数.....	4
图 11: 中国银行卡消费信心指数.....	4
图 12: CPI 变化趋势.....	8
图 13: 食品类、服装类价格指数同增 (%)	8
图 14: 营业收入和净利润同增变化.....	15
图 15: 毛利率、费用率和净利润率变化.....	15
图 16: 年初至今零售行业和沪深 300 涨幅对比图.....	16
图 17: 各子行业 09 年以来涨跌幅 (%)	16
图 18: 09 年初至今各行业累计涨幅 (%)	16
图 19: 各行业 09 年预测市盈率 (倍)	17
图 20: 零售业历史估值与 A 股对比图.....	17
表 1: 中国零售企业位居全球零售 250 强排名.....	5
表 2: 2008 年各业态典型店铺规模情况.....	6
表 3: 2008 年各业态典型店铺效率和效益情况.....	7
表 4: 近期外资百货企业中国扩张情况.....	10
表 5: 重点关注公司营业收入增长情况 (%)	18
表 6: 重点关注公司净利润增长情况 (%)	18
表 7: 重点公司盈利预测表.....	19
表 8: 重点公司投资要点.....	19

1 宏观经济复苏迹象显现

图 1: PMI 变化趋势

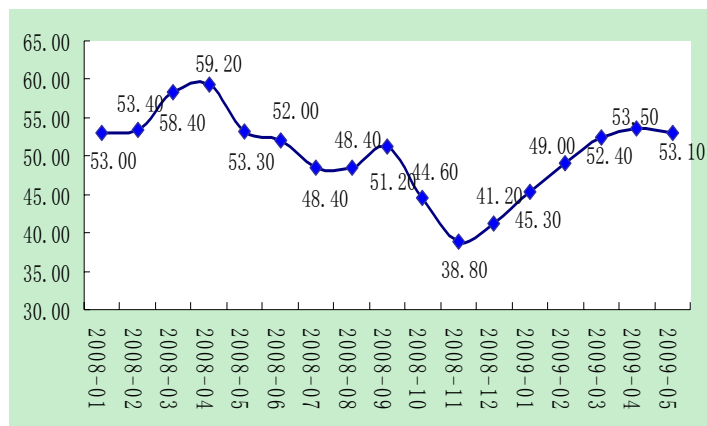
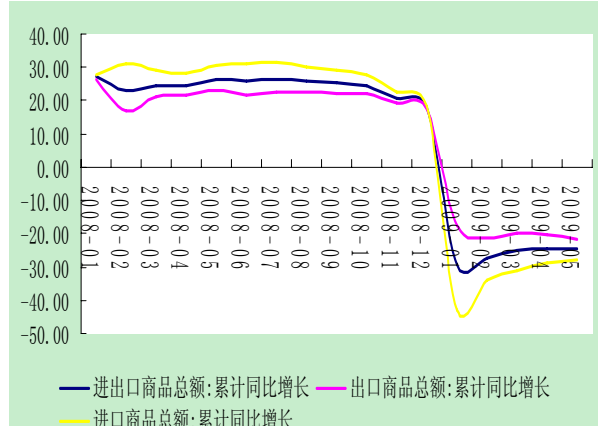


图 2: 进出口商品总额累计同增 (%)



资料来源: wind、山西证券研究所

图 3: 固定资产投资额变化趋势

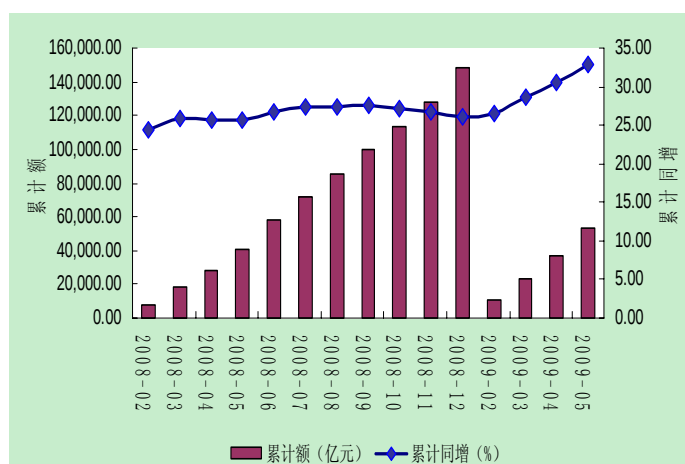
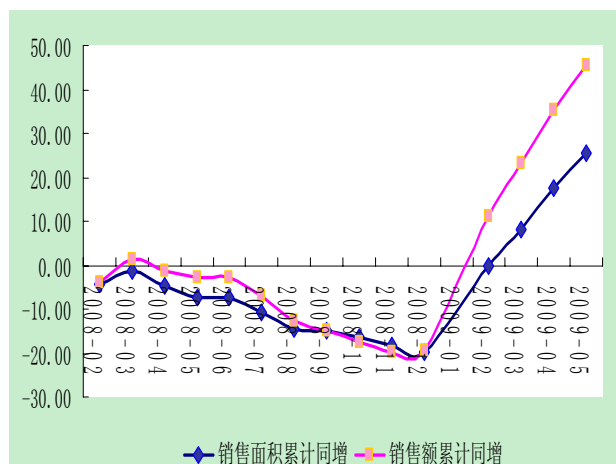


图 4: 商品房销售变化 (%)



资料来源: wind、山西证券研究所

中国制造业采购经理指数 (PMI) 已连续 3 月在 50 之上, 越过了制造业扩张与收缩分界线。5 月份我国进出口总值比去年同期下降 25.9%, 消除季节因素, 5 月份进出口总值比 4 月份增长 2.1%, 其中出口环比增长 0.2%, 进口环比增长 4.4%, 未来进出口降幅可能收窄, 并有望在下半年走出低谷。近期固定资产投资增速提升、房地产回暖等迹象表明宏观经济已开始见底回暖, 根据商贸零售行业滞后宏观经济 3-6 个月的历史经验, 预计行业最快于第三季度复苏。

2 行业销售数据好转

据中国连锁协会 5 月 22 日发布的《中国连锁零售业经营状况报告》显示，从 2008 全年及 2009 年一季度，中国连锁零售行业出现 5 个季度的增幅下滑。

2008 年初，连锁经营受 CPI 高涨、消费旺盛等因素影响，销售和利润均有大幅增长，但进入第四季度，增速明显放缓，直至持平甚至负增长，09 年一季度就是行业景气度的低谷。从超市业态看，销售整体同比增长 7% 左右，利润增长 5% 左右。百货业态中，销售和利润同比下降 5% 左右，环比则上升 10% 左右。各个地区增长情况差异较大，北京、上海、深圳等地的增幅最小，有的企业甚至为负，内地城市的增幅较高，有的维持在去年同期水平。

一季度批发零售业企业景气指数为 122.60，降幅收窄。一季度批发零售业企业家信心指数为 109.20，出现回升。一季度零售行业景气指数一季度为 137.5，降幅增大，我们相信随着经济的回暖，该指数二季度也将显现回升态势。

图 5：批发和零售业企业景气指数和企业家信心指数

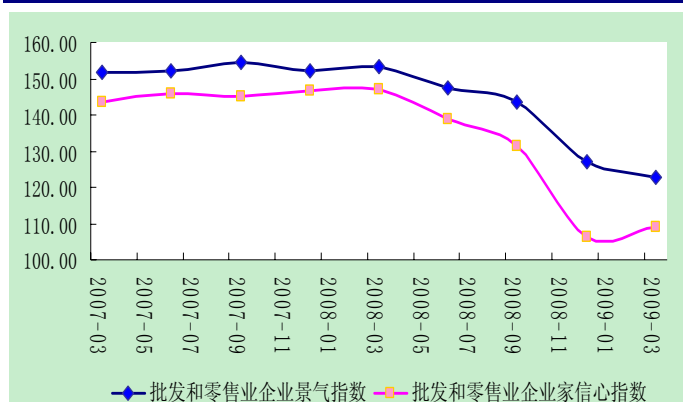
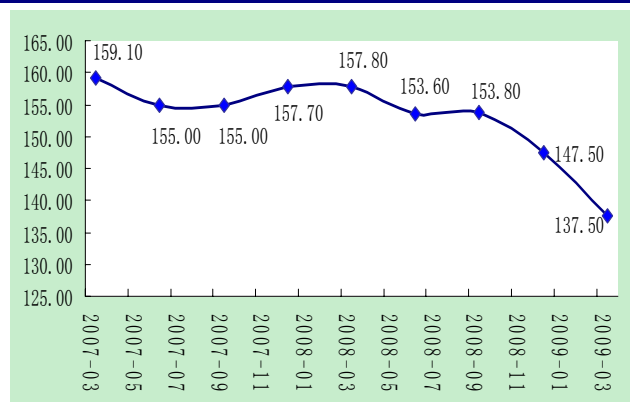


图 6：零售行业景气指数



资料来源：wind、山西证券研究所

一季度中国经济增长 6.1%，消费对经济增长的贡献超过了 4 个百分点。5 月份全国社会消费品零售总额同比增长 15.2%，在物价下降的情况下增速依然比上月加快 0.4 个百分点。扣除物价因素后，消费增速可观，将来有望维持平稳较快增长。

根据对全国百家重点大型零售企业的销售统计，2009 年 5 月份全国重点大型零售企业实现零售额 239.89 亿元，同比上涨 20.88%，消费品市场迎来销售旺季，各类商品都保持较高的增长速度。这主要是由于从 4 月份开始国内经济形势趋于好转，消费者信心指数止跌回升，国家出台了一系列应对危机和拉动内需的政策，政策效果开始显现，再加上 5 月份商场借助五一、端午、母亲节等节日接连打折促销，

节日消费对市场销售起到了很大的提振作用，5 月份全国重点大型零售企业实现销售同比有较大的提升。

图 7：社会消费品零售总额变化趋势

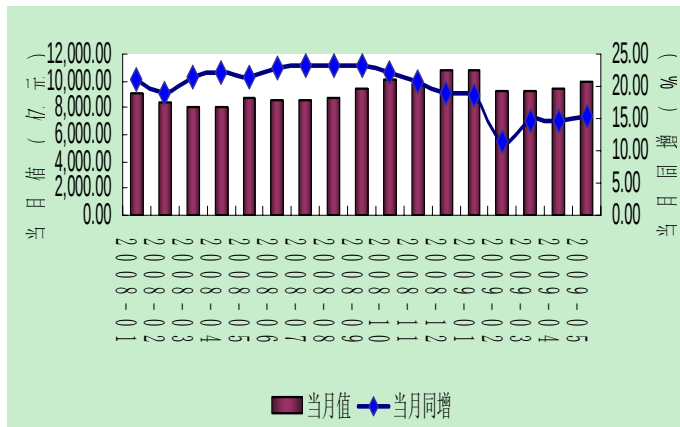
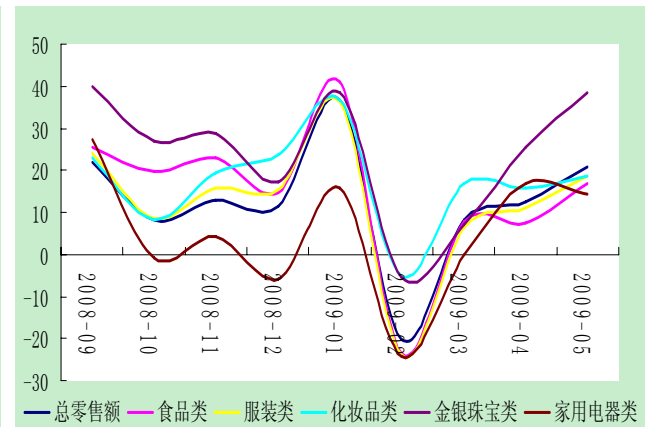


图 8：全国百家大型零售企业零售额同增（%）



资料来源：wind、中华商业信息中心、山西证券研究所

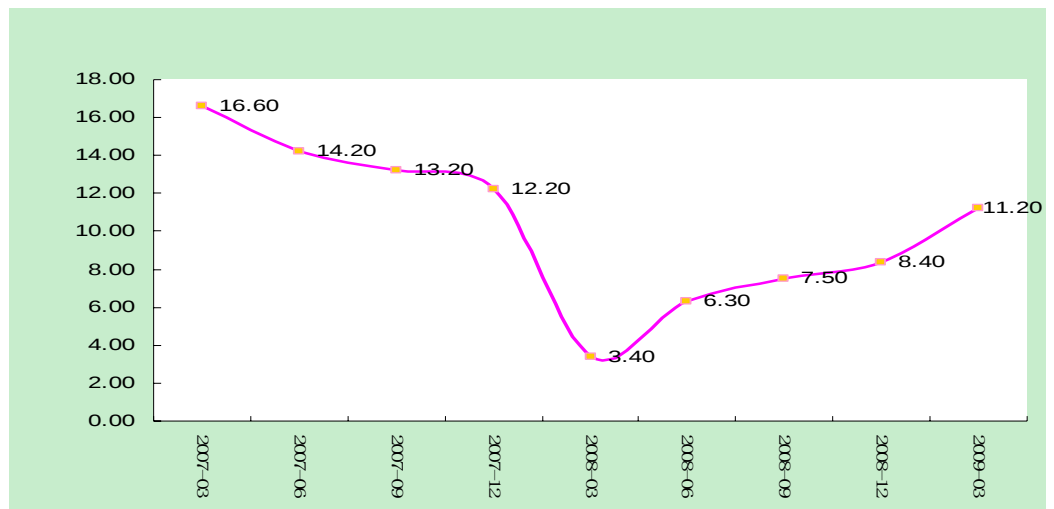
3 消费需求有望重拾旺盛态势

商贸零售行业属于需求驱动型，我们认为消费者的收入水平和消费信心是需求水平高低的决定性因素。

短期来看我国城镇居民人均可支配收入实际累计增幅 08 年以来不断扩大，我们相信随着经济向好预期的加强，被抑制的潜在消费需求必将得到释放。长期来看，中国经济连续多年高速增长累积的财富效应显现。正在研究制订的“十二五”规划有望将“民富”提至更重要的位置，参与规划前期课题的国家信息中心已正式建议将惯用的“国强民富”改为“民富国强”，该提法变化有望从机制上保障人民能更多的分享到经济发展成果，为消费的持续增长提供了保证。

08 年 7 月份至 09 年 3 月份消费者信心指数不断下降，09 年 3 月份已降到 86.10，为 04 年以来的新低，4 月份消费者信心指数与 3 月份持平。‘新华·银联’中国银行卡消费信心指数（BBCI）显示，2009 年一季度 BBCI 值同比和环比均有上升。根据尼尔森公司最新发布的一份调查报告，仅有 35% 的中国人认为国内经济处于衰退当中，这个数字在被调查的 50 个国家里最低。报告指出，中国消费者的消费意愿并没有降低，多数人认为未来的十二个月是购物的好时机。可见面对全球经济下滑，中国消费者并不悲观。随着人们对经济危机恐慌的平复以及国家和各地方政府不断出台刺激消费的政策，消费信心将会企稳回升。

图 9：城镇居民人均可支配收入累计增幅（%）



资料来源：国家统计局

图 10：消费者信心指数

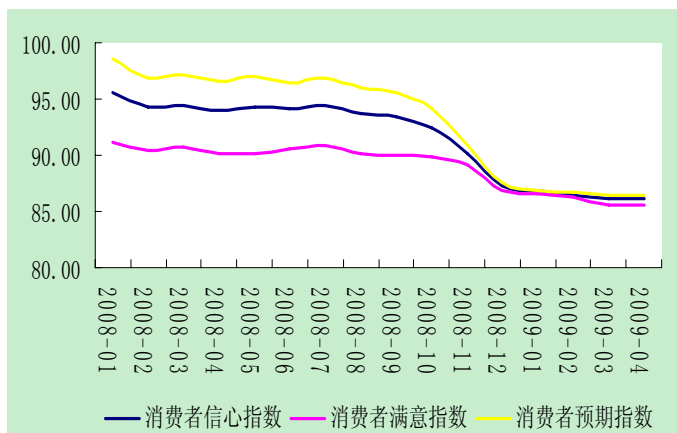
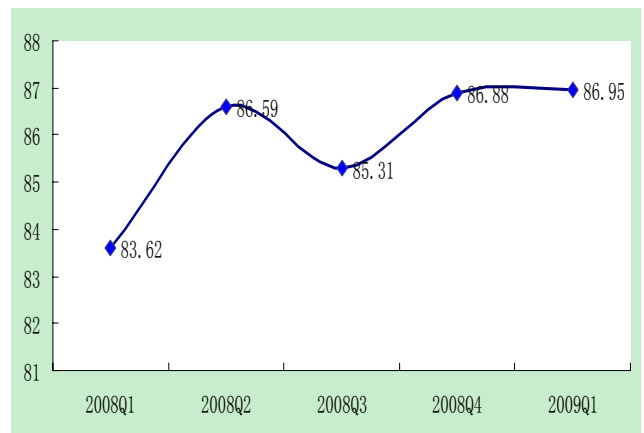


图 11：中国银行卡消费信心指数



资料来源：wind、中国银联、山西证券研究所

4 政策再添“催化剂”

商务部办公厅下发通知，定于 2009 年 5 月 1 日至 11 月 30 日在全国范围内举办“扩大消费、创新生活”为主题的促消费系列活动，要求各地商务部门紧紧围绕搞活流通扩大消费的工作重点，围绕社会消费时尚和热点，组织企业开展灵活多样的主题性促销活动：一是提升假日消费，利用节假日大力开展购物节、旅游节、文

化节、嘉年华等活动；二是扩大会展消费，引导支持重点展会，促进品牌和老字号产品走向全国；三是提高家政服务消费，整合现有家政服务资源，为社区居民提供各类便捷安全的服务；四是加大信息产品促销力度，推动数码、高清、动漫、游戏等电子产品销售；五是扩大家电家具用品消费，开展家具、家电、家纺及家饰产品促销；六是提升汽车农机消费，完善汽车销售、保养、维护、加油等服务网络；七是促进民特产品消费，加强传统服装、服饰，工艺品、食品等特色商品宣传推广；八是推动文化休闲旅游消费，结合当地文化、休闲、旅游资源开展各种促销费活动；九是开拓不同群体消费，根据妇女、儿童、老年群体不同需求特点，增加个性化、差异化商品供应。

在政府主导的各项恢复经济的政策中，我们认为消费是受益亮点较少的行业，下半年有望出台大幅度提高社会保障水平的政策，解除制约消费意愿的后顾之忧，消费者压制已久的消费热情将上升到一个新的水平。

5、中国零售巨头崛起

继 08 年荣登全球零售 250 强榜单后，09 年国美电器、百联集团、苏宁电器和大连大商 4 家企业再次上榜全球零售 250 强，并且排名平均上升了 71 位，这凸显出中国零售市场的增长势头。值得一提的是，国美电器和百联集团今年入围全球零售百强。随着这些零售巨头的崛起，有望改善我国行业分散程度较高的局面，提升我国零售企业的综合竞争力。

表 1：中国零售企业位居全球零售 250 强排名

企业	国美电器	苏宁电器	百联集团	大商集团
09 年排名	63	152	91	167
08 年排名	218	216	101	224
上升名次	155	63	10	57
08 年销售规模（亿元）	1046	1023	943	626
增幅（%）	2.2	19.7	8.3	24.6
08 年门店个数	1362	812	6418	150
增幅（%）	33.5	28.5	-0.6	3.4

资料来源：中国连锁经营协会、山西证券研究所

6 网购对传统零售商是机遇还是挑战？

我国网民人数已经突破 3 亿，网购注册用户突破 1.2 亿。网络购物已逐渐成为流行的时尚消费方式。据第三方调研机构艾瑞咨询监测研究显示，2008 年我国网

购交易额接近 1300 亿元,较 2007 年增长达 130%左右;而淘宝网全年交易额为 999.6 亿元,成为我国最大的综合卖场,占社会消费品零售总额的 1%。08 年支付宝用户人均交易额同比增加 32.5%,远高于国内城镇居民人均消费性支出增速。淘宝网交易额 09 年 3 月环比增长 70%,是去年同期的近两倍,乐淘网交易额 09 年一季度环比增长 150%。快速增长的网络消费市场成为零售业中无法忽视的一部分。另据艾瑞咨询的研究数据称,网络购物在中国的普及率为 26.2%,而在美国这个数字高达 67.8%。韩国网民的网络购物比例为 57.3%,均高于中国网络购物的使用率,这一研究数据表明中国的网络购物将有很大的发展空间,未来网购将成为一大趋势。

IDC 分析,对于一个企业来说,电子商务模式与传统交易相比,没有地段限制,不受渠道制约,渠道成本可降低 47%,营销成本可降低 55%,可带来 16%总成本的降低。为应对网上购物风潮,各传统商家门店相继推出网上商城,大商、物美、京客隆、国美、苏宁等大型零售企业均已经开通了网上商城。与交易额快速增长的单体网店市场相比,百货商场的网站目前并没有受到消费者的青睐。

但我们认为,随着传统零售商网上商城模式建设的逐渐成熟,将比早年诞生于互联网本身的 B2C 网上商城的卓越、当当、亚马逊商务模式更稳健、更强壮、更有竞争力。传统零售企业在商品品类及货源供应方面拥有相当的优势,尤其是大型连锁卖场,由于覆盖面广、规模大,其在商品品类数量和品质方面都更有保障,而且其中大部分都是与老百姓日常生活息息相关的商品。在价格成本的优势上,规模采购和高效的商品流通周转是零售商获得供应商较高折扣的最重要因素。长期来看,我们认为网上购物这种新业态的蓬勃发展对传统零售商来说是机遇大于挑战,随着传统零售商网上购物平台的逐渐成熟,有望成为其一个新的增长亮点。

7 各业态经营状况对比

表 2: 2008 年各业态典型店铺规模情况

业态	大型超市	超市	百货	便利店	家电
销售额(万元)	21290	7242	88397	473	50164
增幅(%)	12.4	11.3	11.1	12.3	2
营业面积	11275	2672	32531	139	7667
增幅(%)	1.8	1.4	1.4	0	1.9
员工数量	239	101	887	9.1	289
增幅(%)	0.7	2.8	0	5.8	-1

经营单品数量(SKU, 个)	25537	14325	93422	2614	14216
增幅 (%)	4.8	7.4	0.8	-0.4	11.4

资料来源：《中国连锁零售企业经营状况分析报告（2008-2009）》、山西证券研究所

表 3：2008 年各业态典型店铺效率和效益情况

业态	大型超市	超市	百货	便利店	家电
人效（万元/人年）	89.1	71.9	99.7	52.1	173.3
增幅 (%)	1.8	8.3	15.3	6.6	7.9
坪效（万元/平方米年）	1.76	2.71	2.72	3.4	6.54
增幅 (%)	6.27	9.81	9.3	12.3	6.89
单品销售额（万元/SKU）	0.7	0.5	0.35	0.18	3.53
增幅 (%)	8.4	3.6	9.2	12.7	-8.5
日交易次数（次）	10059	4554	10839	758	729
增幅 (%)	1	6.5	-5.2	-2.7	-7.8
客单价（元）	58.1	43.6	226.4	16.2	1901
增幅 (%)	11.6	4.5	1.5	11.1	2.3
毛利率 (%)	12.9	12.9	14.1	16.4	10.8
增幅（百分点）	0.3	0.9	0.3	0	1

资料来源：《中国连锁零售企业经营状况分析报告（2008-2009）》、山西证券研究所

2008 年受经济危机影响，百货、便利店、家电三种业态的来客数增长为负，平均降幅为 4.6%。除便利店营业面积持平外，其它业态均有增长。超市和便利店的员工数量增长较快。便利店和百货毛利率较高，除便利店毛利率持平外，其它四种业态的毛利率均有所提高。家电、百货业态由于商品的价值量大，人均劳效较高，其次为超市和便利店。家电也是坪效最高的业态，便利店次之。

8 超市子行业喜忧掺半

8.1 通胀预期利好销售收入

图 12: CPI 变化趋势

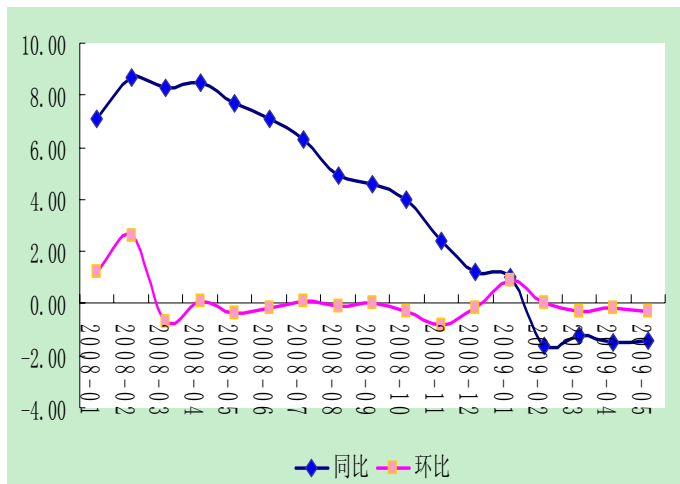
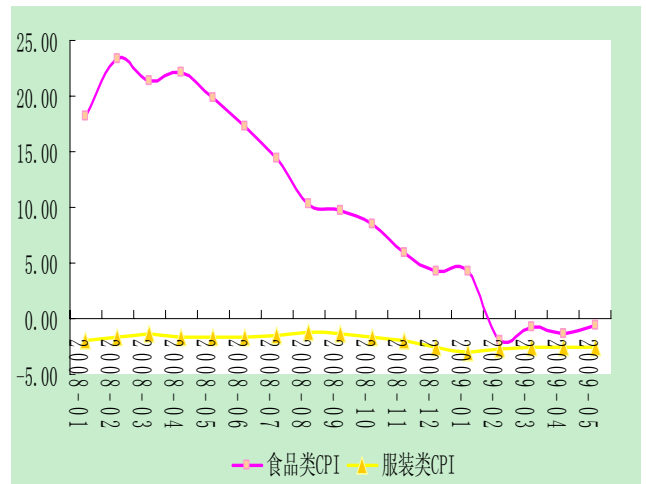


图 13: 食品类、服装类价格指数同增 (%)



资料来源: wind、山西证券研究所

5 月份, CPI 同比下降 1.4%, 环比下降 0.3%。与 4 月份相比, 同比跌幅缩小 0.1 个百分点, 环比跌幅扩大 0.1 个百分点。物价已经结束深幅下滑, 进入平稳阶段。下半年翘尾因素将逐步减弱, 物价将在下半年缓慢回升, 在四季度可能变成正值, 但年内物价大幅上升的可能性不大。

温和的通胀水平将对零售业特别是超市行业构成利好, 增加超市行业的销售收入。今年一季度, 超市行业整体销售同比增 7% 左右, 利润增 5% 左右, 二季度超市企业的利润预期仍维持在较低的水平。这主要是今年下半年零售商家的促销力度可能更大, 零售企业的毛利率也将随之下降。我们预计超市子行业的复苏将晚于弹性较大的百货行业和家电 IT 连锁子行业, 09 年全年超市的收入增速可能低于 08 年, 超市将主要依靠外生性增长。

8.2 供零矛盾凸显

连锁超市的毛利率水平近年来也随着销售规模的扩大得到了相应的提高, 但和供应商的关系却显得紧张起来。商品毛利额应是零售商的利润主体, 也应该是供应商的主要利润来源。目前大型零售商的盈利模式主要不是依靠经营商品, 而是通过向供应商收费获利。零售商转嫁给供应商的费用按保守数值计算占供应商销售额的 7%, 按平均数值计算占销售额的 10% 左右, 即供应商利润的主要来源商品毛利的绝

大部分甚至是全部被零售商拿走。

促销“前 7 后 8”的铺货期早已是零供之间约定俗成的惯例，即促销活动开始前 7 天和结束后 8 天之内的时间，超市可以按照促销供应价订货。如果促销期定为 14 天，再加上“前 7 后 8”，就相当于整个月份供应商都要以促销供应价供货。

5 月 15 日由中国供应商研究中心、中国农业科学院、国际行动援助组织等单位联合在京发布的调查显示，目前供应商群体以中小企业为主，注册资本在 500 万元以下的企业占总数的 92.38%。绝大部分被调查者认为零售商是零供双方中掌握话语权的一方。有 77.67%的被调查的供应商表示，零售商处于绝对优势地位，供应商没有讨价还价的能力，又有近 80%的被调查者认为零售商在与供应商谈判时有强行压价的行为。

此外，零售商还存在一定程度的拖欠中小企业回款的现象，超市目前应付的供应商账款占 25%以上，主要是超市直接向制造者或经销商采购和尚未结算的款项。如果供货商因为超市拖延回款退出，会导致超市内大量品牌丧失，迫于这种压力超市会按时结算，但是具有这种实力的供货商的比例不足 20%。当超市面对余下规模较小的供货商时，则往往会拖欠回款的时间，用这部分资金来维持超市扩张当中的所需的店面、物流、信息等巨额资金。

受经济下行影响，供应商的经营也面临很大的压力，特别是中小型供应商，出现利润下降、资金短缺等情况。他们对帐期更加看重，甚至要求缩短帐期。超市的账期从 2006 年的 71 天缩短到 2008 年的 66 天，对零售企业的经营状况造成很大压力。超市企业由于频繁促销，有时在商品价格、结算方式上会与供应商产生分歧。如果这种矛盾持续下去或者有所升级，将不利于超市企业的经营管理，甚至有侵蚀毛利率的可能。目前大部分企业在采取一些积极的举措改善零供关系，如建立供应链平台，通过系统对帐，有的连锁企业与金融机构合作，为供应商提供信用担保和结帐服务。

8.3 外资超市大举扩张，竞争激烈化

我们在二季度投资策略报告中较为详细的分析了外资超市大举抢占国内市场份额的情况，这里不再赘述。无论是从数量规模上，还是从经营效率上，外资大型超市都要明显强于内资。即使在是金融危机下，外资大型超市的开店速度并没有减缓，区域布局更加合理，优势更加明显，所以我们对超市子行业持谨慎态度。

9 百货子行业仍有高增长潜力

一季度百货业营业额出现普遍增长，平均环比增幅达 10%左右。随着宏观经济形式的好转和消费者信心的重建，我们认为高毛利和高弹性的百货子行业将会迎来高速增长。

9.1 本土百货 vs 外资百货

表 4：近期外资百货企业中国扩张情况

公司	简介	中国扩张策略
伊势丹 ISETAN	1886 年凭借一个 4 平米和服店起家，现在已是日本首屈一指的零售企业集团，位居世界 500 强之列。百货是业务中心，并以“时装伊势丹”著称。其在欧美开设分公司，目的就是更便捷的与欧美的国际品牌合作，吸收其时尚精华。而包括日本本土店在内的亚洲店铺，才是其利润的来源。	在中国选址开店主要看重当地的地段价值、升值潜力、租售成本和消费人群等几大因素，招商品牌来自伊势丹原有门店，主要以欧美品牌为主，香港和中国的优秀品牌也是其近年选择的对象。目前其在天津和沈阳的店铺表现不错，正在扩建，北京店也将于今年在西单商圈开业。
永旺 AEON	永旺集团是日本排名第二的大型零售企业集团，位居世界 500 强之列，旗下吉之岛（JUSCO）百货超市是其最著名的品牌。	JUSCO 于上世纪 90 年代末期率先进入福建、广东地区，并取得了不俗的业绩。北京永旺购物中心于去年开业，15 万平米的卖场内包括 JUSCO 和多个首次进入中国的知名品牌专卖店。集团表示在未来的 5 年内在中国的重点城市开发至少 150 万平方米的物业，吹响了全面进军中国市场的号角。
伊藤洋 华堂	日本著名零售企业。	虽然和中国华孚集团强强联合规避了前期的市场风险，但是开业后北京的业绩不尽人意，成都能够勉强支撑。目前尚处于门店资源配置优化调整、综合盈利能力整合提高的阶段，再开门店的计划短时间内可能会被搁置。
乐天百 货 LOTTE	韩国著名的大型金融地产财团，也是世界 500 强企业。	近年在中国的投资大多数集中在东北地区和台湾地区。2007 年和中国银泰集团合作成立乐天银泰百货全面进军中国的零售市场，并于 2008 年在北京的王府井开出第一家店，业界反响较好，在乐天银泰的计划中，上海、深圳、广州、沈阳、长沙、西安、重庆等城市都有开展业务的可能。

新加坡 77 街集团百货	新加坡地区著名的连锁百货集团。	在北京的门店早已开业。开店要求相对较高，对上海松江店进行了多年考察，同时也非常看重地段升值空间和成本控制。
美罗百货集团	新加坡著名的老字号百货公司。	目前除上海和北京项目外，已确定乌鲁木齐和常州的商业项目。其中上海美罗城的成功经营极大加强了美罗集团对中国大陆市场的信心，集团未来 3 年内还会在国内的重点城市开发不低于 100 万平方米的商业物业。
马来西亚金狮集团	百盛超市和百盛百货是集团旗下的著名零售品牌。百盛百货于 1987 年在马来西亚创立。	1994 年进入中国市场，并在北京复兴门大街开出第一家店。此后在华发展迅速，目前已有 40 多家门店，且单店质量较高。近年其开店速度有所放缓，目前在国内，华北和西北市场的经营业绩最好。
环球百货集团	马来西亚最庞大、历史最悠久的百货和超市连锁集团公司，2004—2007 年度的亚太地区零售 500 强企业。	在浙江嘉兴南湖新区国际中港城的百货公司已于近期入驻，此外，集团还准备在长三角经济圈及沿江经济区域至少 42 个城市投资 20 亿元，开设 80 家以上的百货超市商场。
巴黎春天	法国巴黎春天（PPR）是世界顶级的时尚品和零售业集团，旗下拥有多个全球连锁的高档同名卖场及奢侈品品牌。	巴黎春天百货（中国）有限公司于 1996 年组建而成，着眼于中国境内的高收入客户群，目前在北京、厦门、青岛、西安、太原、长春、南宁和昆山等地已经开出店面，经营业绩良好。巴黎春天近年战略作出调整，主营加大投入奢侈品，逐渐减少百货卖场运营。
印尼力宝集团	力宝集团是印尼最大的金融控股财团。	旗下乐宾百货是其在市场的主力百货品牌，目前已在天津和成都开设了两家门店，徐州、扬州、镇江的门店也会陆续开业。目前天津店的销售业绩还不错，成都店尚在调整中；另一家隶属于集团的百货公司马泰哈利百货是印尼最大的连锁百货公司，目前已经进入深圳和上海市场，部分门店正在筹建中。
台湾新光三越百货	具有日资背景的新光三越百货是台湾最大的连锁百货公司。	2008 年在北京万达广场开设了大陆地区的第一家门店。随后，重庆店也会开业，正式拉开进军大陆市场的序幕。
远东集团	零售体系包含了远东百货，太平洋 SOGO 及爱买量贩店等三主要事业体，总计有 42 家店。	远东集团旗下太平洋 SOGO 百货是最早进入中国市场的现代百货公司之一，于上世纪 90 年代初期在

		上海开设了第一家门店，目前有 9 家门店，开店步伐比较稳定，对开店的要求也相对传统，目前正在全国范围内寻找合作机会；远东百货目前已在中国大陆开设了 3 家门店，分别在天津、重庆和成都。远东百货计划用时 5 年，在沿海发达城市再开设 5—8 家门店
美国西尔斯商业集团	1886 年起源于明尼苏达州北红山地区的一个小火车站，1925 年正式开设零售商店，成为早期的西尔斯百货，到 20 世纪初已在全美开设了 800 多家大型百货商店。1993 年，由于陷入经危机宣布倒闭。之后被美国第二大零售商凯玛特以 123 亿美元收购，西尔斯重获新生。	目前西尔斯启动了中国大陆市场拓展计划，北京和上海仍然是选址的重点，中国西部的城市也在其视野范围。

资料来源：联商网、山西证券研究所

近期，外资百货逆势加快了在中国扩张的步伐，这些管理专业、品牌效应极大的竞争者无疑将给本地百货带来极大挑战。但作为外资进入最早却又撤出最快的零售领域，本土的百货业目前还占有较大优势。百货业态本身就是一个差异性很大的行业，很难被复制。地区文化以及观念的差异是外资百货跨国发展的最大障碍；同时中国复杂的社会构成、区域发展不平衡、消费商品种类差距以及本土百货的网点资源等都制约了百货店的扩张速度；另外百货店本身“养铺”时间的漫长以及人们的购物惯性、理念认可等，都组成了本土百货业自身的天时地利人和。

9.2 毛利率仍有提升空间

我国的百货公司主要采用联营的模式。在全国分等定级工作中对 708 家百货店中的 20% 的企业进行了现场调研，发现自营比例高于或者接近于 10% 的企业不超过 40%，其余 60%、70% 的企业自营比例都低于 10%，而且其中一部分自营还是根据品牌生产商的要求或者说迫于外部的压力进行的自营，真正属于百货企业出于经营策略考虑的比例还要低。虽然采取联营方式有风险小收益稳定的特点，但也导致百货行业利润率较低，我国百货业的毛利率一般低于 20%，而世界排名前列的百货公司毛利率在 30-40%。随着我国百货行业逐渐向成熟阶段迈进，加大自营比例、打造自有品牌是百货业必然的出路，毛利率还有较高的提升空间。

10 家电连锁——打造“中国的沃尔玛”

10.1 品牌价值+国际化战略

世界品牌实验室 6 月 18 日在北京发布了 2009 中国 500 最具价值品牌榜单，苏宁电器以 455.38 亿元的品牌价值名列整体榜单第 16 位，再次荣登家电连锁行业品牌价值榜首，并蝉联商业连锁第一。与 2008 年相比，苏宁电器品牌价值增长了 32.01 亿元。

苏宁的国际化战略迹象初显。09 年 3 月 28 日，集团总部基地在南京徐庄软件产业园奠基。2010 年落成后，它将承担起国际化集成管理中心、全球零售人才孵化中心、服务创新研发中心和供应链合作优化中心等诸多功能，标志着苏宁国际连锁步伐的开始。苏宁 2010 年的目标是进入世界 500 强，打造出“中国的沃尔玛”。

10.2 物流平台+“自建店”模式

2009 年苏宁将投资数十亿，同步在沈阳、天津、北京、无锡、成都、重庆、徐州、苏州、上海等地建 9 个物流基地，共 40 万平方米同时，计划开发签约 16 个物流基地。按照规划，最终苏宁在全国的大型现代化物流基地将达 60 个左右，物流的能力使填补市场空白成为可能。

苏宁电器已进入了第五代“自建店”模式时代，最大的特点在于完全以顾客为导向，并且在经营标准以外加入了更加适合家电连锁经营的建筑设计标准。

10.3 政策支持+3G 产品

国务院 6 月 1 日批准了发展改革委等部门《促进扩大内需，鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》，要求各地、各部门贯彻实施这一方案。为了让家电下乡各项政策措施落实到位，真正让广大人民群众得到实惠，有效促进农村消费，财政部、中宣部、商务部等 11 部门决定从 6 月 5 日到 7 月 5 日，在全国范围内联合开展“家电下乡宣传月”活动。家电下乡在全国 31 个省份已经开展，苏宁电器已中得 28 个省份目前，家电下乡产品在苏宁家电下乡门店品类销售占比高达 30%，并且保持着 40-50%的增长速度。

由于家电卖场在资金等各方面的优势，家电卖场将成为 3G 终端的重要销售渠道。苏宁在电信日之前，就已经成立了专门的 3G 项目推进小组，制订了详细的 3G 推进计划表。目前，苏宁已经与中国移动在本地开展了上网本推广，因为中国移动的鼎力支持，G3 上网本销售态势良好。而索尼爱立信 W715、W508、多普达 T4288

等 3G 手机终端销售也渐入佳境。

10.4 销售回暖

随着房地产市场的回暖，苏宁电器销售自 4 月下旬开始好转，同店销售开始出现正增长。五一期间销售收入同比大增约 30%，同店增长也达约 7%。苏宁电器 4 月 30 日发布中期业绩预增公告，预计上半年业绩同比增幅为 10%-15%。由于往后的几个月是空调和家装的销售旺季，苏宁电器二季度销售业绩显然会好于一季度，全年业绩增速有望超过 30%，我们建议投资者关注。

11 IT 零售进入连锁时代

对于 IT 连锁行业，目前其上游分销商和供应商的集中度比较高，IT 分销商前 10 强营业额占到百强的 61%，前 5 强占到了 52%。IT 供应商前 10 强的营业额占到百强的 58%，前 5 强占到了 39%。在上游分销商高度集中的情况下，零售商的议价能力较弱，规模化、连锁化的新型渠道的议价能力在提升，未来的趋势是零售商的行业集中度也将提高。随着经济的发展，消费者收入水平的提高，消费者的消费模式和消费习惯的转变，对售后服务的要求会越来越高，传统 IT 卖场式的发展模式会逐渐被淘汰。

传统卖场里的中小型经销商的赢利空间在金融危机中被压缩的更小，转向 IT 连锁模式的趋势加快。全国不同地区的市场已经形成了众多规模大小不一的连锁经营企业，其中绝大多数的连锁店面在 8-100 家之间。相当多的中小型 IT 连锁企业还处于起步阶段，并且大多数小型 IT 连锁企业经营状况不佳。IT 连锁经营未来几年内会进入大规模兼并重组阶段，行业集中度会大幅提高。中国 IT 渠道正在走向寡头时代，大者恒大的趋势已经确立，宏图三胞就是典型代表，建议关注。

12 上市公司业绩分析

08 年前三季度零售行业上市公司的营业收入还保持着较高的同比增速，但 08 年四季度营业收入同比增速就大幅下滑到只有 3.03%；而净利润的同比增速进入 08 年以来，一直没有摆脱逐季下滑的趋势，到 09 年一季度才止跌回升。09 年一季度上市零售公司收入增长 2.41%，净利润增长为-1.22%，季度环比分别上升了 2.05、29.07 个百分点。由于 08 年一季度的基数较高，所以 09 年一季度同比数据出现负增长也符合预期。

08 年毛利率一直保持在较高水平，可见短期促销打折对零售商的影响并不大，

费用主要转嫁给了供应商。但 09 年一季度毛利率却开始下降，甚至低于 08 年全年水平，主要原因较长时间的打折销售使零供关系紧张，渠道商的返点比例降低。

图 14：营业收入和净利润同增变化

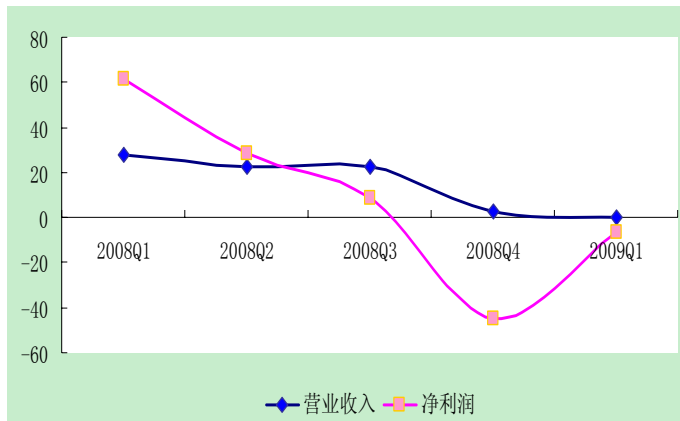
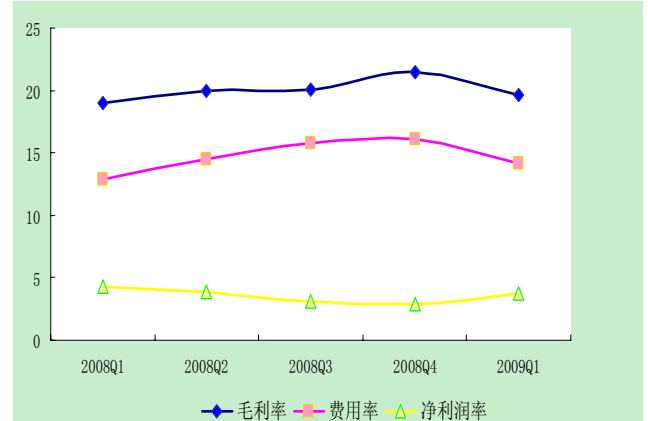


图 15：毛利率、费用率和净利润率变化



资料来源：wind、山西证券研究所

08 年费用率的提升则主要是由于促销活动、新劳动法实施带来的人工成本增加、扩张需要以及相对保守的财务政策和调控手段等因素，09 年第一季度费用率下降，低于 08 年全年水平，说明零售商 09 年有望依靠费用压缩提升净利润增速。

08 年各季行业的净利润率持续下降，主要是 07 年投资收益较高导致的高基数效应引起的。08 年上市公司投资收益同比下降近 17%，另外上市公司公允价值变动及资产减值损失分别同比下降了 16.89%和 230.59%。而由于三项费用的节约以及投资收益的增加，导致一季度零售板块净利率上升。5 月零售企业销售的火爆增长和股市行情的延续带来的投资收益的大幅增加，有望使零售类企业中报业绩有超预期表现。

下半年是零售行业传统的销售旺季，我们相信各零售商家都会抓住节日、店庆等各种有利时机拉动消费增长，加之下半年的通货膨胀预期和 08 年 4 季度的低基数效应，行业销售额增速在三季度有望迎来大幅提升，最迟在 09 年四季度将迎来全行业全面复苏，同店增长为正将带来内生性增长，而新店培育期的缩短将带来外延性增长。

13 投资建议

我们从商业贸易指数和沪深 300 指数走势对比图可以看出，2009 年 1-4 月，在政策、投资拉动以及周期性行业超跌反弹大趋势下，商业贸易指数所表现出的弱于大盘的现象，但从 4 月份中旬开始，零售板块这一估值洼地开始被关注，零售

板块的走势显著强于大盘。

我们计算了 2009 年以来各行业的累计涨跌幅，零售行业处于中游偏上的位置。从零售各子行业的累计涨跌幅来看，百货类企业涨跌幅居前，而超市类相对滞后。

图 16: 年初至今零售行业和沪深 300 涨幅对比图

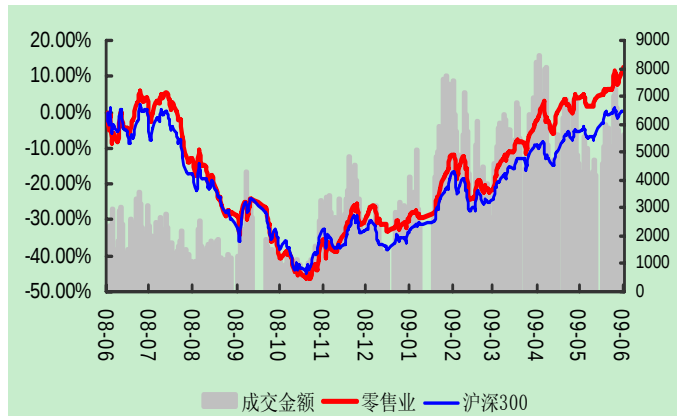
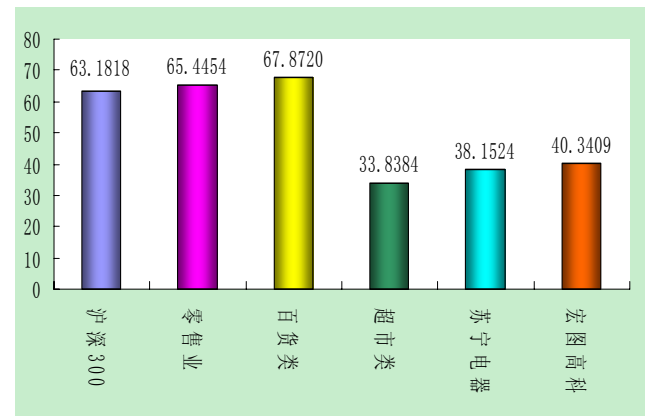
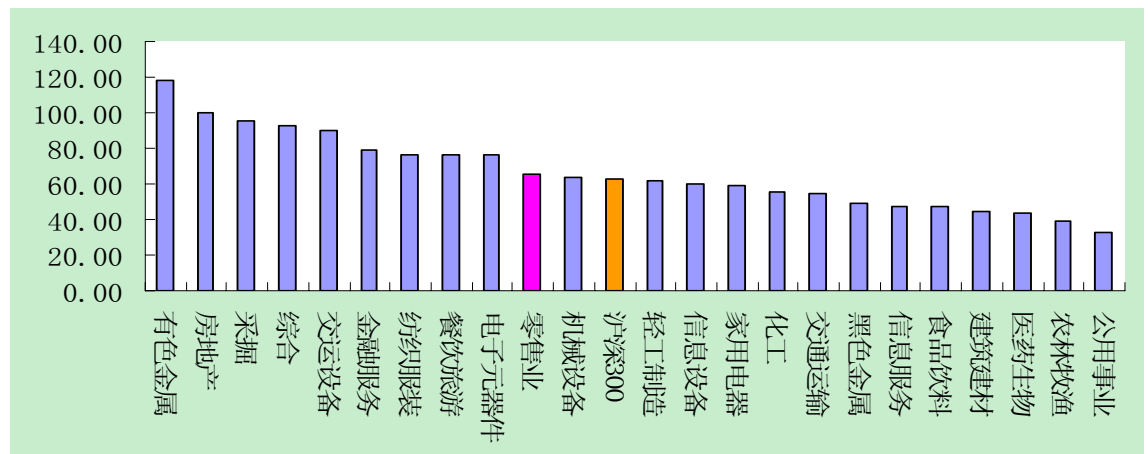


图 17: 各子行业 09 年以来涨跌幅 (%)



资料来源: wind、山西证券研究所

图 18: 09 年初至今各行业累计涨幅 (%)

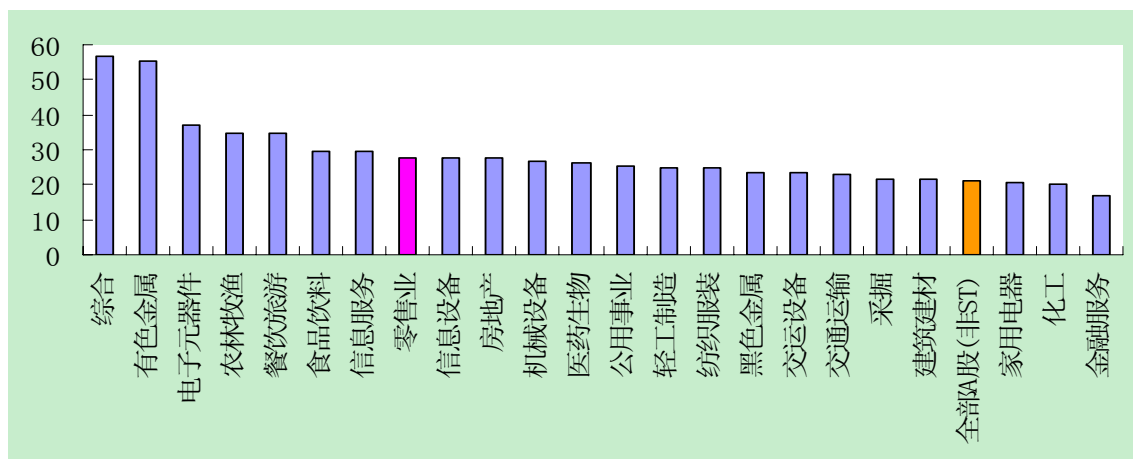


资料来源: wind、山西证券研究所

整个 A 股 09 年的估值水平在 21 倍左右, 一些周期性行业和 09 年业绩下滑行业的 09 年的估值都超过了零售行业, 有色金属高达 55 倍, 电子元器件、农林牧渔、餐饮旅游等行业也将达到 30 倍以上, 而零售业只有不到 28 倍。零售板块由于防御性特征、良好的现金流、自有物业的重估值高等因素, 历史上看相对于大盘的 PE 估

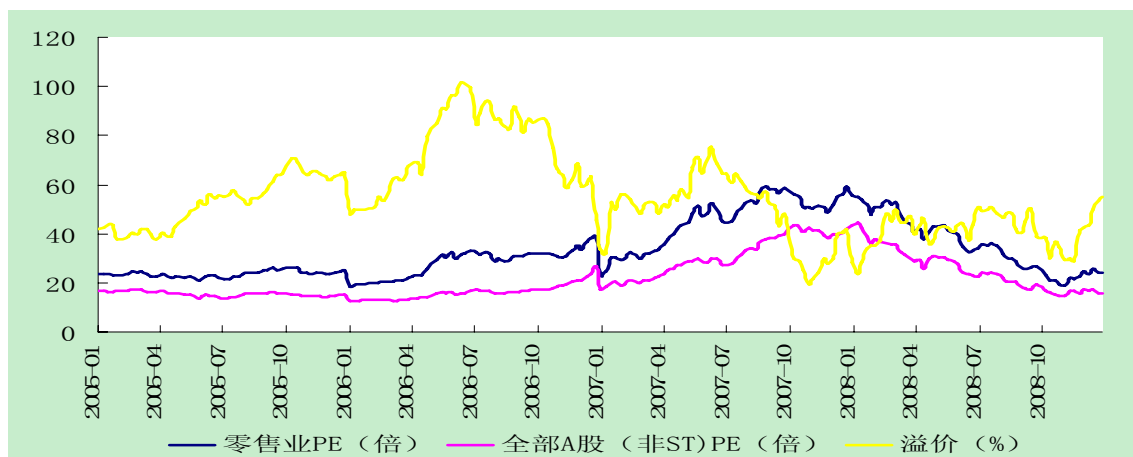
值均有大约 54%左右的溢价。目前零售板块的相对估值处于历史较低区域，在整个宏观经济向好的预期下，零售企业超过 33 倍的估值水平应该是较为合理的，所以零售企业还应该具有将近 20%左右的上涨空间。

图 19：各行业 09 年预测市盈率（倍）



资料来源：wind、山西证券研究所

图 20：零售业历史估值与 A 股对比图



资料来源：wind、山西证券研究所

我们分别给予超市子行业、百货子行业和家电 IT 连锁子行业中性、看好和看好评级。我们建议关注以下几类公司：

- 1、一线城市运营、具备市场领导地位的百货零售商对经济变化更为敏感，业

绩增速随经济改善而加快的弹性更高，建议关注广州友谊、王府井。

2、采取消除同业竞争、开拓新领域、国有股退出及资产重组等关乎企业长远发展的战略举措的国有百货企业，业绩可能出现超预期表现，建议关注广百股份、百联股份、大商股份、重庆百货。

3、世博会持续时间较长，客流量空间放大，将对举办城市上海有明显的消费带动作用，当地的零售企业有望迎来一个销售高峰，建议关注豫园商城、新世界。

4、金融危机大背景下，家电、IT 传统卖场里的中小型经销商在赢利空间日益被压缩的竞争形势下纷纷开始向连锁方向发展，目前中国家电、IT 渠道正在走向寡头时代，呈现出大者恒大的趋势，建议关注苏宁电器、宏图高科。

表 5：重点关注公司营业收入增长情况（%）

上市公司	08Q1		08Q2		08Q3		08Q4		09Q1	
	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ
广州友谊	25.37	11.80	16.24	-30.74	13.40	11.58	3.98	20.34	0.34	7.89
王府井	25.01	10.89	14.75	-26.48	18.52	10.31	-0.22	10.89	-0.60	10.52
广百股份	29.59	12.08	9.05	-32.69	25.46	16.21	-0.06	13.99	-2.02	9.88
百联股份	19.94	21.65	9.25	-33.06	6.16	-3.32	-0.57	26.28	7.67	31.75
大商股份	30.72	48.55	29.68	-23.66	23.72	11.10	19.27	-8.01	-0.80	27.15
重庆百货	31.08	35.22	4.15	-30.69	19.01	-6.89	12.55	28.98	6.62	28.10
豫园商城	75.50	67.08	38.14	-33.21	40.31	7.59	5.19	-12.39	-3.32	53.57
新世界	42.69	28.73	30.49	-25.25	31.87	-0.11	43.96	49.79	0.88	-9.79
苏宁电器	41.95	4.37	33.66	5.08	44.85	-0.74	-11.60	-18.11	0.16	17.26
宏图高科	97.92	6.31	64.40	5.64	80.14	5.11	-51.89	-58.16	2.36	172.48

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 6：重点关注公司净利润增长情况（%）

上市公司	08Q1		08Q2		08Q3		08Q4		09Q1	
	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ
广州友谊	40.33	21.55	51.47	-29.57	19.40	-18.38	29.61	85.52	2.94	-3.46
王府井	47.02	60.33	61.24	-13.98	4.80	-34.37	21.25	26.83	0.13	39.85
广百股份	6.21	187.47	62.51	-14.00	-2.43	-49.32	79.01	42.87	3.56	66.31
百联股份	13.22	4.13	-4.88	-49.59	-4.56	-29.60	-27.05	97.39	3.09	47.16
大商股份	54.23	330.52	-44.16	-19.51	-56.94	-88.55	-194.28	-224.54	-91.69	172.42
重庆百货	94.40	247.63	70.72	-24.25	-37.88	-69.43	116.87	169.40	1.43	62.58
豫园商城	48.28	-65.75	-8.76	-35.57	-54.08	-52.04	-86.82	24.53	7.27	178.73
新世界	43.65	-6.28	20.08	-7.92	3.23	-43.58	-15.01	74.57	-6.65	2.93

苏宁电器	65.03	-18.68	75.92	58.44	55.61	-11.10	7.90	-21.52	9.39	-1.04
宏图高科	650.71	51.30	25.87	12.39	215.13	149.08	77.71	-59.94	-14.36	-2.84

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 7：重点公司盈利预测表

上市公司	6 月 18 日收盘价	EPS			PE			评级
		2008	2009	2010	2008	2009	2010	
广州友谊	18.37	0.72	0.76	0.85	25.51	24.17	21.61	增持
王府井	27.77	0.88	0.98	1.24	31.74	28.34	22.40	买入
广百股份	27.00	0.89	0.98	1.18	30.34	27.55	22.88	增持
百联股份	13.73	0.32	0.35	0.45	42.91	39.23	30.51	增持
大商股份	33.03	0.79	0.67	0.91	41.81	49.30	36.30	增持
重庆百货	23.46	0.80	0.90	1.03	29.33	26.07	22.78	增持
豫园商城	17.13	0.45	0.51	0.66	37.81	33.59	25.95	增持
新世界	11.23	0.31	0.33	0.43	36.23	34.03	25.97	中性
苏宁电器	16.50	0.74	0.58	0.75	22.30	28.45	22.00	买入
宏图高科	12.95	0.45	0.53	0.77	28.61	24.43	16.82	买入

资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 8：重点公司投资要点

上市公司	投资要点
王府井	- 具备了连锁扩张管理经验和品牌资源的核心优势，能够持续扩张提升市场份额。目前公司拥有零售网点 17 家，08 年 100 亿的销售额在行业内领先。09 年公司将开出四家大型门店，增加建筑面积二十多万平米，2010 年以后预计每年增加 3 家左右。 - 公司高管实行年薪（30 万元）+效益收入（净利润 5%）制度，激励比较充分，使公司以及增长重要推动力。 - 公司通过与供应商战略合作、集中采购及加大自营、买断商品的比例等手段提升毛利率。 - 从公司 4-5 月的销售情况来看，销售收入增速确实明显回暖，并在 5 月份达到两位数。 - 未来有望成为北京市国有商业资源整合的重要平台，发展后劲强劲。
重庆百货	- 公司 1-5 月份销售额增长 10%左右，超市业务 1-5 月份新店加老店销售收入增长可能在 30%左右。 - 公司 09 年将新开乐山店，铜梁店从 3000 平米扩大到 8000 平米，尚熙百货 4-6 层今年 7-8 月开出。09 年新开超市 9 家，都在 4000 平米以下，新开家电 2 家。 - 百货业务仍然是公司最有前景的一种业态，公司目前积极探索加大自营的比例，提高门店经营

	效率并降低成本。 ● 新世纪百货潜在注入一直是重百最大的亮点，新世纪百货是比重百销售规模更大、盈利能力更强的极为优质的商业资产，注入后将大幅提升重百业绩和资产规模。
百联股份	● 公司有 22 家百货类门店（上海市 18 家，其中 15 家物业自有），该部分资产市价约 160 亿元，资产边际安全。 ● 公司旗下的东方商厦杨浦店、百联世贸、第八佰伴均已取得 2010 年上海世博会特许商品零售商资格，世博会有望增厚净利润三成。 ● 09 年公司将会继续延续外延式扩张，未来计划每年新开门店 2-3 家。目前比较明确的项目是重庆上海城购物中心，预计 09 年底开业，在未来 2-3 年之后将逐步产生利润，建设中的建配龙项目，竣工后将提供商务楼和酒店出租，业绩有望获得提升。 ● 公司在总部集约化管理上的推进将有利于公司经营效率的提升。 ● 公司定位于百联集团的百货类资产运营平台，有望从百联集团及其子公司获得百货类资产，将巩固公司现有的区域龙头地位。

资料来源：公司公告、山西证券研究所

14 风险提示

世界卫生组织 6 月 11 日正式宣布把甲型 H1N1 流感警戒级别升至 6 级。按照世卫组织目前的流感警戒规定，当病毒在其认定的两个不同地区出现群体性传播时，警戒级别就升至 6 级。这是世卫组织 40 年来第一次把传染病警戒级别升至最高级别。截止 6 月 18 日 9:30，全球甲型 H1N1 流感病例确诊总数 **39748 人**、死亡总人数 **183 人**；中国内地共报告 297 例确诊病例。如果疫情在中国大规模传播，消费者信心将遭到沉重打击，零售行业销售收入将面临巨大下滑风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。