

零售行业 2010 年策略

由确定性转向成长性，高成长高估值

欧亚菲 研究员

电话: 020-87555888 - 641 eMail: oyf@gf.com.cn

行业复苏进一步确认

前三季度，社会消费品零售总额 89676 亿元，同比增长 15.1%；扣除价格因素，实际增长 17.0%，比上年同期加快 2.8 个百分点。进入四季度，行业销售增速再次加快，10 月份社会消费品零售总额 11718 亿元，同比增长 16.2%，比上月加快 0.7 个百分点。扣除价格因素，实际增长 17.4%，比上月加快 0.4 个百分点。根据中华全国商业信息中心统计，2009 年前三季度，全国百家大型零售企业实现零售额 2139.97 亿元，同比增长 13.20%，较上半年和一季度分别提高了 2.28 和 4.80 个百分点。

由确定性转向成长性

08 年“连锁百强”门店总数达到 120775 个，同比增长 10.6%，是 10 年来增幅最低的一年。2006 年到 2008 年，百强企业的销售增幅分别为 25%、21%和 18%，增幅呈下降趋势，门店增幅分别为 26%、58%和 10.6%。预计 2009 年百强企业销售增幅为 10%，而门店增幅下滑至 5.8%。展望 2010 年，我们认为行业面临良好的发展机会，其一，08-09 年是新开店铺较少的两年，市场供应在减少；其二，消费者在经济向好的情况下，被压抑的消费需求会得到释放；其三，中国奢侈品消费逆势增长，使得国外奢侈品牌和一些国外二线品牌加大在中国扩张力度，对百货企业而言，可选择品牌增加，提高了议价能力。基于以上因素，我们看好 2010 年的行业增长，我们仍然坚持在行业四季度策略报告中的看法，2010 年行业销售增幅可提升至 20%以上，同时会出现量升价升，而成本基本固化的情况，从而导致行业净利润增幅远超过销售增幅。从具体公司来看，A 股百货企业上市公司中 08-09 年新开门店营业面积增幅较大的有王府井、银座股份、广百股份和大商股份。综合考虑各公司扩张的成本和经营能力，我们重点看好的是银座股份、王府井和广百股份。

投资建议：我们建议投资者可把握五个投资机会，其一，基于行业 2010 年的强烈增长预期，我们看好 08-09 年大幅扩张的银座股份、王府井和广百股份；其二，通过收购资产或者大股东掌握控股权后，业绩改善空间较大，且未来发展空间显著的南京中商、重庆百货、成商集团；其三，估值较低，由价值型向成长型转变，估值有提高潜力的公司，如新华百货、广州友谊；其四，从子行业角度，我们仍然最看好百货行业，但由于百货行业公司市值相对较少，因而大市值基金仍可优先配置苏宁电器、武汉中百等专业连锁和超市行业市值较大的公司。其五，从世博和上海本地企业并购重组预期角度综合来看，推荐业绩确定性较好以及重组方向比较明确的百联股份、友谊股份。

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	13.95%	10.11%	153.61%
上证综指	8.67%	-2.96%	81.04%

目录索引

一、行业复苏确认.....	4
(一) 行业销售持续回升.....	4
(二) 百家重点零售企业销售三季度加速复苏.....	5
(三) 消费者信心逐步恢复.....	7
(四) 三季度行业业绩增速基本平稳.....	7
二、CPI温和上行, 为零售行业营造了良好的经营氛围.....	10
三、投资主题: 由确定性转向成长性.....	11
(一) 08-09年行业扩张速度明显减缓.....	11
(二) 寻找08-09年逆势扩张的优质企业.....	14
三、投资策略.....	15
重点公司点评.....	16
王府井.....	16
银座股份.....	16
广百股份.....	17
南京中商.....	18
重庆百货.....	18
广州友谊.....	19
新华百货.....	19
武汉中百.....	20
苏宁电器.....	20

图表索引

图1: 社会消费品和批发零售贸易业2007-2009.10零售总额及同比增长率.....	3
图2: 2007.01-2009.10CPI指数.....	5
图3: 2008年全国重点大型零售企业零售额名义增速.....	6
图4: 2009年前三季度全国重点大型零售企业零售额名义增速.....	6
图5: 消费者信心指数.....	7
图6: 通胀周期与零售子行业投资选择.....	10
表1: 限额以上企业主要商品类别销售增幅.....	4
表2: 全国重点零售企业2008和2009年前三季度主要商品销售增速.....	4
表3: 零售行业2006-2009前三季度业绩一览表.....	7
表4: Wind百货行业和Wind大卖场与超市2006-2009前三季度业绩一览	8
表5: 15家重点公司2006-2009前三季业绩一览表.....	9

表6: 2006-2009年中国连锁百强销售和新开门店增幅.....	12
表7: 2008年中国连锁综合超市经营情况.....	12
表8: 2008中国连锁百货30强.....	13
表9: 08-09年逆势扩张的企业.....	15
附表1: 重点跟踪公司2009-2011盈利预测与投资评级.....	21

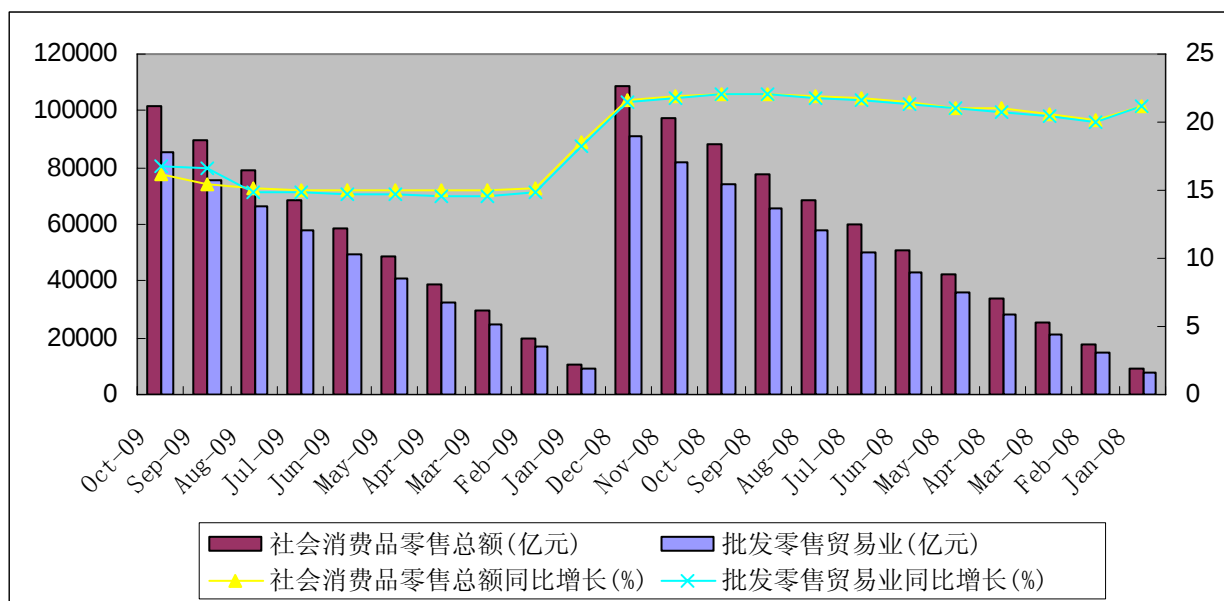
一、行业复苏确认

(一) 行业销售持续回升

前三季度，社会消费品零售总额 89676 亿元，同比增长 15.1%；扣除价格因素，实际增长 17.0%，比上年同期加快 2.8 个百分点。其中，城市消费品零售额 61013 亿元，增长 14.8%；县及县以下消费品零售额 28663 亿元，增长 16.0%。分行业看，批发和零售业增长 15.0%，住宿和餐饮业增长 17.4%。

进入四季度，行业销售增速再次加快，10 月份社会消费品零售总额 11718 亿元，同比增长 16.2%，比上月加快 0.7 个百分点。扣除价格因素，实际增长 17.4%，比上月加快 0.4 个百分点。分地域看，10 月份，城市消费品零售额 7968 亿元，增长 16.6%；县及县以下消费品零售额 3750 亿元，增长 15.4%。分行业看，10 月份，批发和零售业零售额 9820 亿元，同比增长 16.8%；住宿和餐饮业零售额 1696 亿元，增长 15.1%；其他行业零售额 202 亿元，增长 1.8%。

图1：社会消费品零售总额2007-2009.10同比增长率



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

分类别看，10 月份，限额以上批发和零售业中，粮油类增长 20.7%，肉禽蛋类增长 9.2%，服装类增长 22.7%，日用品类增长 23.5%，家用电器和音像器材类增长 35.4%，汽车类增长 43.6%，石油及制品类增长 10.2%，建筑及装潢材料类增长 26.2%。

表1: 限额以上企业主要商品类别销售增幅

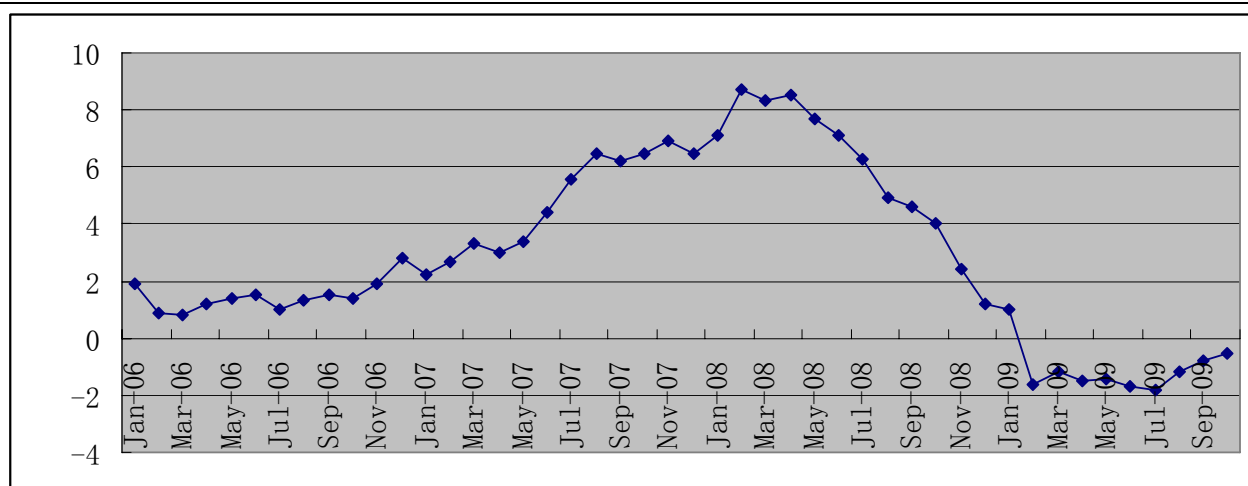
%

	08 年	Jan-09	Mar-09	Apr-09	May-09	092H	Jul-09	Aug-09	Sep-09	093Q	Oct-09
粮油类	22.7	16.3	12.5	4.8	15.6	11.2	11.9	12.9	10.0	12.8	20.7
肉禽蛋类	22.3	12.0	6.7	6.5	13.3	10.6	6.6				9.2
服装类	24.9	17.4	14.7	14.0	22.1	18.0	19.6	21.6	19.1	16.9	22.7
文化办公用品类	18.3	8.3	15.5	1.9	2.1	3.7	3.8	8.7	7.7	4.6	9.2
体育娱乐用品类	14.1	13.5	14.8	5.0	6.9	7.9	10.3	7.7	2.5	7.8	10.8
日用品类	17.1	12.0	20.3	13.7	15.4	14.0	16.3	15.6	11.4	14.2	23.5
家用电器和音像器材类	14.2	2.7	5.6	0.6	12.0	5.1	8.0	10.9	12.4	6.9	35.4
家具类	23.1	27.1	17.1	22.8	33.3	30.5	42.5	41.6	34	32.3	45.8
化妆品类	22.1	14.6	25.2	18.2	21.7	17.2	20.3	22	13.7	17.6	18.2
金银珠宝	38.6	16.3	11.8	10.4	28.7	15.6	18.4	15	12.1	15.5	15.6
汽车	25.3	9.3	4.7	18.5	23.8	18.1	32.0	34.8	44.5	24.5	43.6
石油及石油制品	39.9	0.7	0.8	0.3	5.0	1.5	1.1	6.8	8.6	2.9	10.2
建筑及装潢材料	(12.0)	22.4	3.2	10.8	12.6	17.3	25.8	36.6	30.2	21.1	26.2
通讯器材	0.9	(9.2)	3.4	(8.4)	(7.8)	(7.0)	1.3	-0.8	4.3	-4	25

数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

同时全国居民消费价格总指数经历了6个月的下滑后, 环比开始回升。
随着CPI指数的逐步回升, 社会批发零售贸易业的零售总额的增长趋势将得到延续。

图2: 2007.01-2009.10CPI指数



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

(二) 百家重点零售企业销售三季度加速复苏

根据中华全国商业信息中心统计, 2009 年前三季度, 全国百家大型零售企业实现零售额 2139.97 亿元, 同比增长 13.20%, 较上半年和一季度分别提高了 2.28 和 4.80 个百分点。其中, 7、8、9 月份分别实现零售额 208.86 亿元、217.96 亿元和 255.5 亿元, 同比分别增长 17.05%、19.62%和 16.89%。9 月份同比增速下滑, 主要是

由于中秋和国庆节在 9 月份所致，扣除该因素，9 月份的销售增速仍呈加速态势。

图 3: 2008 年全国重点大型零售企业零售额名义增速

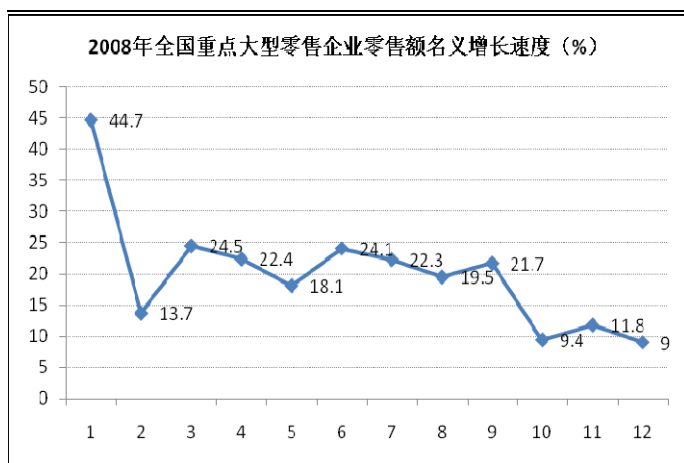
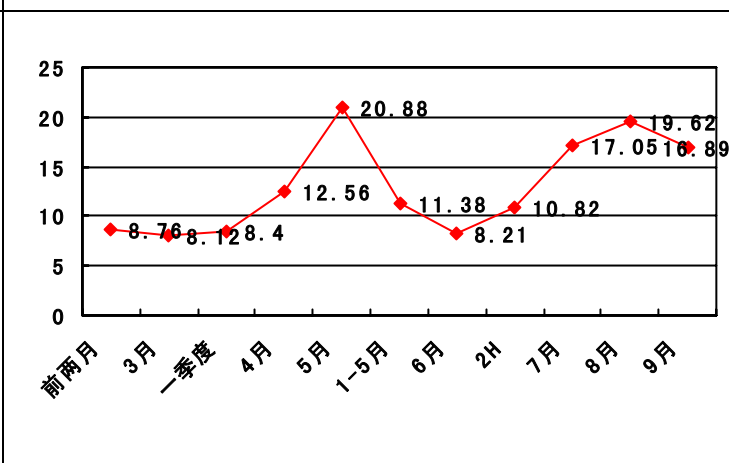


图 4: 2009 年前 9 月重点大型零售企业零售额名义增速



数据来源：中华全国商业信息中心、广发证券发展研究中心

分类别看，7 月份食品类零售额增长 19.47%，服装类零售额增长 15.63%，日用品类零售额增长 20.39%，值得注意的是，大宗消费品中家用电器类增长 17.90%，汽车类零售额增速达 42.77%，奢侈品中金银珠宝类增长 20.77%。体育、娱乐用品类借助暑期契机，零售额增速上升为 13.07%，比上月大幅提高 10.28 个百分点，并快速追赶上了去年同期水平。

8 月份食品类零售总额 35.72 亿元，同比增长 20.57%。其中以家禽类和蛋类增幅最为明显，两者销售额同比增长达到了 49.65%和 44.99%，滋补食品类、水产品类和粮食类也分别保持着 37.99%、29.61%和 25.75%的同比增长。服装类零售额增速再创新高。8 月份服装类零售额同比增长 23.96%，较上月加快 8.33 个百分点，是自 2008 年 10 月份以来的最高增速；从零售量上看，8 月份，全国百家重点大型零售企业服装类商品零售量同比增长 13.10%，比去年同期和上月分别上升了 4.56 个百分点和 10.35 个百分点。百家重点大型零售企业主要耐用消费品销售增速（剔除春节因素）相比前几个月也呈现明显的加快态势，其中家电类增速为 15.76%；通讯器材类零售额增速在 8 月首次呈现正增长，达到 2.28%。

9 月，多数食品继续保持了平稳快速增长，其中滋补食品类和粮食类表现突出，在上月平稳增长的基础上继续保持稳定增长。本月滋补食品类零售额增速高达 40.10%，比去年同期加快了 20.94 个百分点；粮食类同比增长 33.04%，超过去年同期增速 2.83 个百分点，且是 7 月份以来连续第三个月高于去年同期。9 月份服装类商品零售额同比增长 20.76%，这是自上个月增长 23.96%以来，连续第二个月增速超过 20%。奢侈品销售稍显平淡，本季度金银珠宝类销售呈现出低迷态势，7、8、9 各月零售额增速分别为 20.77%、17.95%、15.55%，增速比去年同期分别下降了 19.72、26.35 和 24.26 个百分点。9 月份家电零售额增速为 7.31%，比去年同期和上月分别下降了 21.09 和 8.45 个百分点，增速下滑的一个重要原因在于住房成交量的下降直接影响了家电的销售。此外由于天气转凉，电冰箱类、空调器类零售额呈季节性下降，同比分别下降了 2.33%和 3.53%。

表 2: 全国重点零售企业 2009 年 1-9 月份主要商品销售增速 %

	Jan-09	2009 前两月	Mar-0 9	2009 1 Q	Apr-09	May-0 9	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09
合计	34.46	7.01	8.12	8.4	12.56	20.88	9.33	17.05	19.62	16.89
食品类	41.15	1.64	7.96	6.86	7.56	17.01	7	19.47	20.57	33
服装类	36.39	8.44	6.55	8.21	11.1	18.8	13.54	15.63	23.96	20.76
化妆品类	36.6	13.76	16.74	16	15.89	18.51	16.23	20.39		
金银珠宝	38.6	13.56	7.08	13.61	25.45	38.33	11.77	17.90		15.55
家用电器	15.79	-12.52	0.07	-3.8	16.82	14.22	13.5	20.77	15.76	7.31

数据来源: 中华全国商业信息中心、广发证券发展研究中心

(三) 消费者信心逐步恢复

消费者信心正逐步恢复, 消费者信心指数在今年 3 月份见底后逐步恢复, 目前消费者信心指数已回升至 88.1, 同时消费者预期指数也在逐步走高, 表明消费者信心正逐步得到恢复。

图 5: 2005-2009.09 消费者信心和消费者预期指数

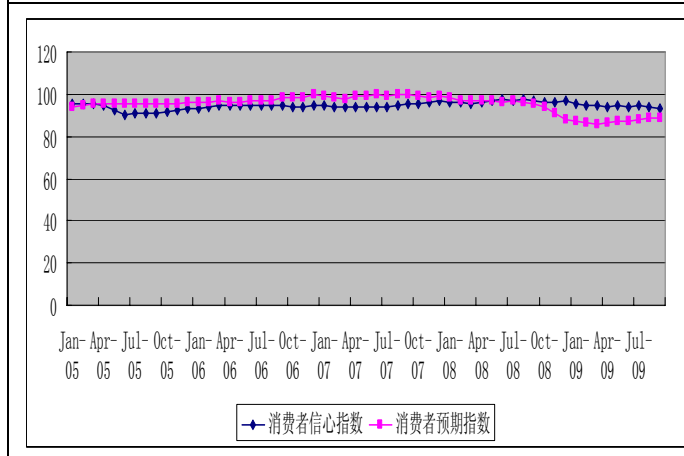
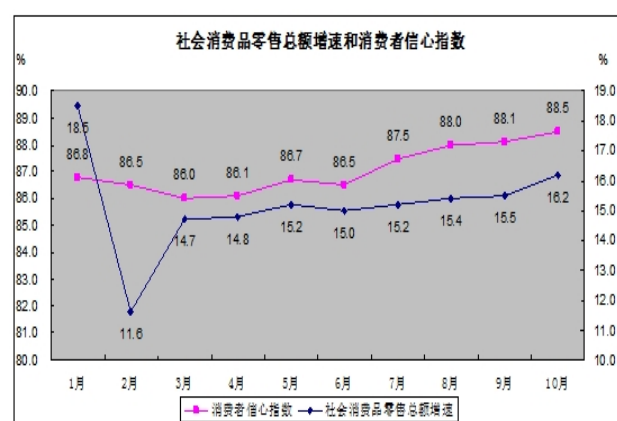


图 6: 2009 月度社会消费品零售总额和消费者信心指数



数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

(四) 三季度行业业绩增速基本平稳

09 年前三季度行业营业总收入和净利润分别同比增长 7.27% 和 13.26%，较 08 年中期行业主营业务收入（同比增长 6.56%）和净利润（同比增长 14.32%）增速基本持平。三季度业绩增速放缓符合我们前期对三季度增长的判断。三季度为行业淡季，虽然去年同比基数较低，但去年 9 月份集中了中秋和国庆部分假期，所以今年三季度的增速相比二季度增速改善步显著。与 08 年同期数据相比，净利润增长中，主营业务毛利贡献了 60% 的增长，管理费用率和财务费用的下降分别贡献了约 10% 和 20% 的增长，投资收益的增加贡献了 40%，而营业费用率的增长则降低了 30% 左右

的增长。行业毛利率较上半年继续提升，反映零售商的渠道控制力进一步加强。每股经营性现金流同比大幅上升，反映出行业运营成本开始逐步回落。同时行业的净资产收益率仍持续提升，管理改善和净利润率上升是净资产收益率提升得主要原因。

表 3: SW 零售行业 2006-2009 年三季度行业主要财务数据

指标名称	20063Q	20073Q	20083Q	20093Q
营业总收入（亿元）	1273.49	1538.87	1935.95	2076.66
营业总收入同比增长率	21.9%	20.84%	25.80%	7.27%
销售毛利率	17.74%	17.85%	18.03%	18.26%
营业费用率	7.92%	7.61%	7.96%	8.28%
管理费用率	5.21%	5.05%	4.77%	4.63%
财务费用（万元）	2016.75	2324.29	2615.25	2022.92
财务费用同比增长率	8.4%	15.25%	12.52%	-22.65%
投资收益	547.73	2276.18	1043.97	2200.28
净利润（百万元）	6146.74	9490.62	11903.61	13482.12
净利润同比增长率	52.6%	54.40%	25.43%	13.26%
销售净利率	2.41%	3.15%	3.26%	3.44%
每股收益（元）	0.15	0.24	0.26	0.25
每股经营性现金流量	0.45	0.46	0.52	0.66
每股经营性现金流量同比增长率	7.4%	2.54%	11.09%	28.67%
净资产收益率（%）	4.36	7.96	6.81	7.31
资产负债率	55.24	56.75	55.13	57.41
存货周转率	12.01	12.53	12.06	12.78

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

剔除ST公司

同时观察了百货、连锁综合超市和连锁家电等不同业态的行业数据，发现以下特点：其一，受通胀回落影响，大卖场行业名义销售回落速度更快，行业内除武汉中百保持稳定增长外，华联综超、新华都和步步高均出现不同程度的业绩低于预期，导致行业净利润增速快速回落。其二，百货行业的现金流状况比大卖场行业更好，主要是由于大卖场更多的采用现金备货方式来提升毛利率，而百货行业则是通过商品结构调整来提升毛利率所致；其三，百货行业和大卖场行业的营业费用率出现回升，但管理费用率继续下降，营业费用率回升与行业加大促销力度有密切关系，我们判断营业费用率会持续提升。

表 4: Wind 百货、Wind 大卖场和超市行业主要财务指标一览

指标名称	Wind 百货行业				Wind 大卖场与超市			
	20063Q	20073Q	20083Q	20093Q	20063Q	20073Q	20083Q	20093Q
营业总收入（亿元）	629.51	707.49	863.64	935.60	243.02	319.01	379.65	403.85
同比增长率	15.64%	12.39%	22.07%	8.33%	11.66%	31.27%	19.01%	6.37%
销售毛利率	19.42%	19.95%	20.17%	19.89%	19.61%	19.55%	19.77%	19.96%
营业费用率	5.71%	5.39%	6.04%	6.34%	15.13%	14.35%	14.52%	14.93%
管理费用率	8.10%	8.27%	8.04%	7.51%	2.05%	2.29%	2.24%	2.25%
财务费用	1621.2	1920.7	2423.4	2294.2	8160.75	7296.37	2953.9	(7478.6)
财务费用同比增长率	10.59	18.47%	26.17%	-5.33%	-12.18	-10.59	-59.52	-353.17

投资收益	154.8	876.8	482.2	1074.7	9773	57379	17550	20394
净利润（百万元）	4494.0	5906.3	6999.9	7698.8	386.84	789.71	835.85	839.32
同比增长率	41.16%	31.4%	18.5%	10.0%	23.01%	104.14%	5.84%	0.42%
销售净利率	2.86	3.34	3.32	3.37	1.59	2.48	2.20	2.08
每股收益（元）	0.139	0.193	0.220	0.224	0.22	0.57	0.50	0.35
每股经营性现金流量	0.38	0.39	0.43	0.56	1.96	1.42	1.68	1.46
同比增长率	31.50%	2.71%	9.72%	29.04%	66	155.27	-11.53	-31.00
净资产收益率	3.72	8.16	6.12	6.76	6.44	5.67	8.02	7.60
资产负债率	50.53	53.45	51.34	53.61	64.40	38.83	57.88	61.85
存货周转率	11.98	13.31	13.11	13.65	7.85	5.02	8.01	6.83

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

从连锁家电行业来看，营业总收入和净利润增速均放慢。从行业环境来看，家电市场目前所面临的风险大于百货行业和连锁大卖场。连锁家电渠道的寡头垄断状态决定了行业溢价能力高于其他业态，但连锁家电行业运营成本控制能力较百货行业和连锁卖场更低，主要是由于连锁家电行业物业租赁时间较短，导致行业更容易受到市场租金水平上升的影响。

从不同业态的行业数据来看，我们认为展望未来一年，我们仍更看好百货行业的增长态势，主要是基于其一，百货行业竞争相对超市和家电更为缓和，新增门店的周期要明显较超市和家电长，其二，百货行业上游仍在积极进行品牌化转型，这意味着供应是充足的，同时在国际一线和二线品牌看到中国奢侈品市场的潜力之后，也将在复苏之时加大在中国的扩张力度，而百货商有可能成为二线国际品牌的首选，这有利于百货商吸引新的消费群体。其三，目前大部分经济学家对于明年的CPI预测是温和通胀，而温和通胀对于百货商而言最为有利将出现量价齐升的情况。

我们重点跟踪的15家重点公司在09年前三季度的主营业务收入增幅基本与行业平均水平相当，但重点公司占全行业收入比重逐年提升，09前三季度营业总收入占SW零售行业总收入为53.75%，表明龙头公司竞争力不断提升。净利润增幅低于行业平均水平，主要受大商股份净利润下滑幅度过大影响。每股现金流出现正增长，表明龙头公司在行业面临需求下降的情况下，更能通过内部管理水平的提升和费用的节约来提高行业竞争力。龙头公司的净利润率逐年提高，且高于行业平均水平表明龙头公司的成本控制能力明显优于行业其他公司。

表 5：15 家重点公司 2006-2009 前三季业绩一览表

指标名称	20063Q	20073Q	20083Q	20093Q
营业总收入（亿元）	594.30	800.03	1032.11	1116.14
同比增长率	21.50%	20.84%	25.80%	7.27%
营业总收入占行业收入比重	46.67%	51.99%	53.31%	53.75%
销售毛利率	18.14%	18.00%	18.59%	18.78%
营业费用率	7.38%	7.09%	8.23%	8.51%
管理费用率	5.46%	5.04%	4.62%	4.44%
财务费用	2235.37	2631.23	2874.08	2724.64
净利润（万元）	169311.96	268456.44	381540.50	408110.61

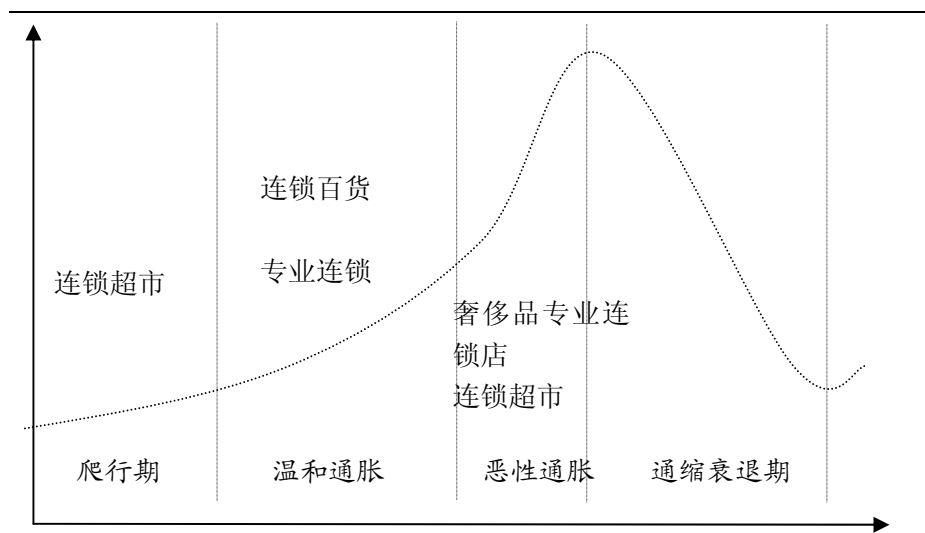
同比增长率	45.60%	58.56%	42.12%	6.96%
销售净利率	2.53%	2.85%	3.36%	3.70%
每股经营性现金流量	0.75	0.87	1.10	1.22
同比增长率	46.89%	15.47%	26.72%	11.72%
净资产收益率	8.82	12.30	10.83	10.05
资产负债率	57.38	61.34	57.52	59.56
存货周转率	12.01	16.59	15.32	15.42

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

二、CPI 温和上行，为零售行业营造了良好的经营氛围

2010年国内外宏观经济将由复苏转向加速增长，消费需求是三大需求中拉动经济增长最积极、最有效、最不易产生负面影响的因素，也是结构调整和政策鼓励的着眼点，因此，2010年消费需求仍将呈现稳定的走势，继续提升对经济增长的贡献率。我们认为以下几大因素将推动行业保持稳定增长。一方面缘于消费主要是个人行为，一旦居民收入积蓄达到相当的水平，消费结构升级、消费热点转换往往具有较强的延续性。其次，人口红利有利于消费保持稳定增长；再者，国家在医疗、教育、养老和住房保障等社会保障制度改革上一直在持之以恒的投入和采取措施解决，这也将解决居民消费的后顾之忧。最后，农村消费市场的巨大空间为我们消费保持快速增长提供了广阔的空间。基于此，我们预计扣除价格因素影响，整体消费与零售额未来五年内的复合增长率将达到15%以上，未来国内消费市场总体形势仍然乐观。同时CPI的温和上行为零售行业营造了良好的经营氛围。由于不同的零售子行业在通胀周期的不同阶段，会表现出不同的收入和利润高增长阶段，故我们建议投资者在通胀周期的不同阶段，选择不同的零售子行业进行投资。从宏观经济方面而言，我们认为明年上半年逐步回升至0以上，明年下半年就重新进入温和通胀，全年CPI不超过3%，处于温和通胀中。基于此，我们认为09年上半年仍然重点关注受益于通胀预期的连锁百货行业和扩张较快的专业连锁公司，明年下半年开始逐步转向竞争力突出的连锁综合超市。

图 6：通胀周期与零售子行业投资选择



数据来源：广发证券发展研究中心

三、投资主题：由确定性转向成长性

09 年对于大部分零售企业来讲，是紧缩的一年，而我们投资者也经历了企业销售跌落到低谷之后逐步回升的过程。在 08 年年底我们强调的是企业增长的确定性，那么基于对 2010 年消费升级经历短短的波折之后重新步入回升通道之后，我们将投资重点放在了公司的成长性上。

（一）08-09 年行业扩张速度明显减缓

08 年“连锁百强”门店总数达到 120775 个，同比增长 10.6%，是 10 年来增幅最低的一年。

2006 年到 2008 年，百强企业的销售增幅分别为 25%、21%和 18%，增幅呈下降趋势，门店增幅分别为 26%、58%和 10.6%。预计 2009 年百强企业销售增幅为 10%，而门店增幅下滑至 5.8%。从数据我们可以看出来，08 年受商业物业供给较少，同时租金上涨影响新开门店明显下降，而 09 年则受金融危机影响，大部分企业选择了减少开店，以控制成本方式来过冬，导致新开门店数量较少。

表 6：2006-2009 年中国连锁百强销售和新开门店增幅

	2006	2007	2008	2009E
销售增幅	25%	21%	18%	10%
门店增幅	26%	58%	10.6%	5.8%

数据来源：中国连锁经营协会、广发证券发展研究中心

从业态情况看，得益于快速消费品的刚性需求，食品零售企业保持稳定增长，并以 55 家入围数构成“连锁百强”的主体，2008 年“快速消费品连锁零售百强”的销售和店铺增幅分别为 17.1%和 9.5%。其中以家乐福、大润发、沃尔玛为代表的 13 家外资企业的市场领先优势进一步凸显，42 家本土企业中，以区域龙头企业为主，其新开门店有所放缓，但单店销售水平有显著增长。数据显示，百强企业中区域型企业店铺数量增长率为 11%，销售增长为 20%。

表 7：2008 年中国连锁综合超市经营情况

序号	企业名称	销售规模 (万元)	增幅 (%)	门店总 数 (个)	增幅 (%)
1	联华超市股份有限公司	5004726	8.2	3932	4.2
2	家乐福 (中国) 管理咨询服务有限公司	3381912	14.1	134	19.6
3	康成投资 (中国) 有限公司 (大润发)	3356700	31.1	101	18.8
4	华润万家有限公司	3344200	39.8	2698	10.1
5	苏果超市有限公司	3035800	15.1	1802	2.5
6	沃尔玛 (中国) 投资有限公司	2782197	30.6	123	20.6
7	农工商超市 (集团) 有限公司	2667544	20.7	3330	3.2
8	物美控股集团有限公司	2080098	9.7	726	1.1
9	新一佳超市有限公司	1749260	4.4	105	5
10	好又多管理咨询服务 (上海) 有限公司	1640000	17.1	104	3
11	华联超市股份有限公司	1501219	-3.9	1946	-7.7
12	文峰大世界连锁发展股份有限公司	1410139	4.4	913	7.3
13	利群集团股份有限公司	1386877	13.3	866	3.1
14	上海康诚仓储有限公司 (TESCO 乐购)	*1350000	8	61	10.9
15	易初莲花	*1300000	10	76	8.6
16	锦江麦德龙现购自运有限公司	1264631	14.4	38	2.7
17	武汉中百连锁仓储超市有限公司	1123442	16.8	626	10.6
18	人人乐连锁商业集团股份有限公司	1050000	27.5	73	28.1
19	北京京客隆商业集团股份有限公司	986400	31.5	243	31.4
20	江苏时代超市有限公司	904378	18.6	67	11.7
21	北京华联综合超市股份有限公司	861845	16.4	65	14
22	山东家家悦集团有限公司	853150	17.7	456	10.9
23	山东新星集团有限公司	839824	39.5	470	21.4
24	山东潍坊百货集团股份有限公司	835332	15.6	317	15.7
25	欧尚 (中国) 投资有限公司	815200	24.7	31	55
26	永辉集团有限公司	701576	37.7	205	18.5
27	武汉武商量贩连锁有限公司	590309	34.3	53	35.9
28	福建新华都购物广场股份有限公司	537739	35.4	52	36.8
29	步步高商业连锁股份有限公司	520135	24.3	110	4.8
30	永旺 (中国)	464236	8.4	18	28.6
31	成都红旗连锁有限公司	452128	12.8	858	0.7
32	三江购物俱乐部股份有限公司	449577	24.5	106	9.3
33	四川省互惠商业有限责任公司	420000	10.5	800	23.1
34	北京美廉美连锁商业有限公司	409427	32.8	32	3.2
35	武汉中商集团股份有限公司---平价连锁分公司	409300	15.5	31	19.2
36	华联集团吉买盛购物中心有限公司	404380	8	20	0
37	百佳超市 (不包含香港)	396001	-8.3	43	-2.3
38	易买得	*320000	52.4	18	80

39	青岛维客集团股份有限公司	308182	7.9	840	-5.3
40	山西美特好连锁超市股份有限公司	268538	16.9	21	10.5
41	河北保龙仓商业连锁经营有限公司	263000	14.9	13	8.3
42	加贝物流股份有限公司	250000	51.5	313	21.8
43	北京超市发连锁股份有限公司	230945	20.3	66	15.8
44	浙江人本超市有限公司	228230	11.3	387	33.9
45	山西省太原唐久超市有限公司	226000	-1.6	909	13.2
46	江西洪客隆实业有限公司	223150	22.6	21	50
47	漯河双汇商业连锁有限公司	221575	13.2	4019	8
48	浙江华联商厦有限公司	214000	13.2	233	0.9
49	浙江供销超市有限公司	200000	25	1920	6.7
50	阜阳华联超市有限公司	176000	-2.2	471	-1.5

数据来源：中国连锁经营协会、广发证券发展研究中心

08年百货企业面临下半年经济回落、市场不振的压力，通过加大促销力度、及时调整商品结构等措施，依然保持了较好的经营业绩，以10%的门店增幅带来21%的销售增长；

表 8：2008 中国连锁百货 30 强

序号	企业名称	销售规模	增幅 (%)	门店总数 (个)	增幅 (%)
1	百联集团 (含超市)	9432939	8.3	6418	-0.6
2	大商集团	6255500	24.6	150	3.4
3	重庆商社 (集团) 有限公司 (含超市和电器)	2625481	18.4	294	11.8
4	合肥百货大楼集团股份有限公司 (含超市和电器)	1940000	23.8	125	26.3
5	山东省商业集团总公司 (含超市和电器)	1871594	34.8	164	69.1
6	新世界百货中国有限公司	*1480000	5.7	33	6.5
7	长春欧亚集团股份有限公司 (含超市)	1213044	21.3	18	63.6
8	北京王府井百货 (集团) 股份有限公司	*1200000	13.2	17	6.3
9	武汉武商集团股份有限公司 (含超市)	1150000	24.4	59	22.9
10	百盛商业集团有限公司	1069110	18.7	40	-2.4
11	安徽商之都股份有限公司	633662	5.8	650	82.6
12	天虹商场股份有限公司	946650	26.7	32	10.3
13	银泰百货 (集团) 有限公司	857300	79.7	18	125
14	山东潍坊百货集团股份有限公司	835332	15.6	317	15.7
15	郑州丹尼斯百货有限公司	611000	44.4	46	17.9
16	金鹰商贸集团有限公司	*500000	20.6	14	27.3
17	广州市广百股份有限公司	453420	17.4	11	0
18	南京中央商场股份有限公司	*380000	5.4	11	0
19	银川新华百货商店股份有限公司	330477	12.1	58	7.4
20	北京翠微大厦股份有限公司	312421	24	3	0
21	青岛维客集团股份有限公司	308182	7.9	840	-5.3
22	广州友谊集团股份有限公司	300000	13	4	0

23	北京西单友谊集团	277700	8.1	191	11
24	湖南家润多股份有限公司	266320	35.64	6	20
25	湖南佳惠百货有限责任公司	254600	2.3	192	4.9
26	北京市顺义国泰商业大厦	252600	27	10	25
27	邯郸市阳光百货集团总公司	223428	35.5	37	32.1
28	寿光百货大楼有限公司	192015	20.4	62	10.7
29	青岛利客来商贸集团股份有限公司	153635	22.1	288	12.9
30	哈尔滨中央红集团股份有限公司	150338	5.5	147	-1.3

数据来源：中国连锁经营协会、广发证券发展研究中心

表中所指销售规模包括直营店、加盟店、输出管理等以公司品牌经营的连锁店销售额。

家电、家居建材连锁企业面临的市场环境更为严峻，家电企业 2008 年销售增幅和店铺增幅分别为 7.1% 和 10.8%，家居建材企业分别为 8.7% 和 14.1%，销售增长明显低于店铺增长。从区域分布看，二、三线城市的销售增幅快于一线城市的情况较为普遍；有 15 家百强企业的销售增幅超过 30%，其中 8 家总部在二、三线城市，另有 5 家为海外品牌。

（二）寻找 08-09 年逆势扩张的优质企业

2009 年，不管是零售商还是品牌供应商，都深刻地感受着零售市场的冷意与剑拔弩张的竞争态势，这种经营环境的恶化，源于几个方面，一是经济危机导致市场需求锐减，大量消费者开始更谨慎地对待消费；二是大量新商场与成熟商场之间的斗争，近年来诞生的大量新的商业项目，由于正处在培育期，为了生存，都不惜拿起进行价格战；三是大量成熟商场，在习惯了多年来业绩持续递增之后，今年仍给企业制定了较高的销售任务，为完成“既定的年度目标”，不得不加大促销力度。四是市场需求的锐减及新旧企业的竞争升级使消费者向两极分化，一部分高端客户，对品牌的忠诚度提高，同时加大了具有一定保值功能奢侈品的消费力度，而另一部分以工薪阶层和中产阶层为代表的消费者只在打折时期进行消费，同时还有部分被寄予厚望的年轻消费群体转向网络消费，从而导致经营环境的进一步恶化。但我们也可以看到行业内企业尽管面临经营困境，但仍实现了增长，同时增速呈现逐季加快的状态。

展望 2010 年，我们认为行业面临良好的发展机会，其一，08-09 年是新开设店铺较少的两年，市场供应在减少；其二，消费者在经济向好的情况下，被压抑的消费需求会得到释放；其三，中国奢侈品消费逆势增长，使得国外奢侈品牌和一些国外二线品牌加大在中国扩张力度，对百货企业而言，可选择品牌增加，提高了议价能力。基于以上因素，我们看好 2010 年的行业增长，我们仍然坚持在行业四季度策略报告中的看法，2010 年行业销售增幅可提升至 20% 以上，同时会出现量升价升，而成本基本固化的情况，从而导致行业净利润增幅远超过销售增幅。

从具体公司来看，内生增长和外延扩张是一个企业保持快速增长的两个思路，但在行业竞争日趋激烈的情况下，只靠内生增长无疑是比较难保持长期的快速增长的，在好的行业氛围下进行扩张，是大部分企业的选择，但有能力和有眼光在行业发展遇到困难情况下进行逆市扩张的企业确并不多得，这首先要要求企业管理层有好的战略规划和果断的战略

执行力，其次，企业本身必须有良好的现金流储备，再者，企业必须有可持续供给的门店管理团队。我们在 09 年末回首 08-09 年逆市扩张的企业，首先就必须给这些企业一定的估值溢价，一个是从成本上来看，08-09 年扩张的企业成本相对更低，其次，抢占了有利商圈，为未来提升市场份额奠定了基础。

企业的扩张有两种方式，一种是并购，一种是新开店。在国内百货上市公司中，广百、重百和合肥百货，通过并购大股东资产实现了门店扩张，直接带来销售收入的快速增长，这种方式更为直接，但后续仍需要考验公司的整合能力，且除广百股份 09 年完成增发，重百和合肥百货到 2010 年才能实现并表。

而 A 股百货企业上市公司中 08-09 年新开门店营业面积增幅较大的有王府井、银座股份、广百股份和大商股份。

表 9: 08-09 年逆势扩张的企业

	07 年 底 门 店 数 量	07 年 底 营 业 面 积 (平 米)	08 年新开门 店数量 绝对 增 长 额 率	09 年新开门 店数量 绝对 增 长 额 率	08 年新增营业面 积 (平米) 绝对额 增长率	09 年新增营业 面积 (平米) 绝对额 增长率
王府井	16	563192	1 6.25%	4 23.5%	68908 12%	169622 27%
大商股份	54	1052546	8 14.8%	9 14.5%	161328 15.3	569933 47%
银座股份	14	381396	7 50%	15 62.5%	139435 22%	224991 43%
广百股份	9	203423	1 11.1%	7 70%	13490 7%	75859 35%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注：09 银座新开店包括拟收购的 5 家淄博店

其中王府井、广百以租赁门店为主，资本消耗较少，银座和大商租赁和自建并重，资本消耗较大。从开店成功概率来看，王府井跨区域开店能力已经得到验证，银座和广州友谊主要在本区域开店，成功概率更大，广百股份刚走出广东，开店能力有待验证，而大商跨区域开店受到考验，主要是青岛和河南门店经营效果远低于预期。从我们近期对大商河南门店进行的调研来看，大商在河南面临丹尼斯的竞争较为激烈，且经营成本过高，大商在河南地区门店在 2010 年仍然难以大幅度扭亏。综合考虑各公司扩张的成本和经营能力，我们重点看好的是银座股份、王府井和广百股份。

三、投资策略

目前行业估值水平处于历史均衡水平，同时产业资本一直在对拥有优质商业物业的公司进行并购，近期的乐天百货以 1 倍 PS 收购主要在江苏经营的时代超市，并表示收购成本较公司自建门店低 50%。而目前国内超市上市公司 PS 仍不到 0.5 倍，百货上市公司 PS 也不到 1.5，表明行业内优秀公司仍然值得长期投资。

我们建议投资者可把握五个投资机会，其一，基于行业 2010 年的强烈增长预期，我们看好 08-09 年大幅扩张的银座股份、王府井、重庆百货和广百股份；其二，通过收购资产或者大股东掌握控股权后，业绩改善空间较大，且未来发展空间显著的南京中商、重庆百货；其三，估值较低，由价值型向成长型转变，估值有提高潜力的公司，如

新华百货、广州友谊；其四，从子行业角度，我们仍然最看好百货行业，但由于百货行业公司市值相对较少，因而大市值基金仍可优先配置苏宁电器、武汉中百等专业连锁和超市行业市值较大的公司。其五，从世博和上海本地企业并购重组预期角度来看，主要推荐业绩确定性较好，以及重组方向比较明确的百联股份、友谊股份和豫园商城。

重点公司点评

王府井

公司前三季度实现营业收入 78.35 亿元，同比增长 4.22%，增速较上半年提升 1.37 个百分点，新开太原店贡献营业收入约 7000 万元。母公司营业收入继续下滑，较去年同期下滑 11.4%，主要是由于去年奥运商品销售在 2 亿元以上同时今年国庆阅兵对百货大楼总店和东安市场影响较大所致。扣除母公司因素，其他门店营业收入增幅为 25%，同店增长超过 20%，远好于行业平均增长水平。前三季度实现归属母公司净利润 2.73 亿元，同比增长 6.52%，较上半年增速提升。受三季度新开兰州、昆明店开办费增加和财务费用上升较快所致，公司营业和管理费用率同比和环比分别提升了 0.23 和 0.15 个百分点。但投资收益较同期大幅增长，基本抵消费用快速增长。

公司黄金周期间销售理想，除百货大楼等受国庆阅兵影响的门店外，其他异地门店销售增幅均在 30% 以上，为四季度销售增速提速奠定了良好的基础。王府井北厦在今年 8 月份全部完成调整，功能区也已经开业。从品牌调整情况来看，引入了爱玛仕、梵克雅宝等一些品牌，同时也引入了无印良品的综合性生活馆，增强了门店的集客能力。同时公司还签约了鄂尔多斯、北京大兴、郑州郑东新区等门店，为公司未来的长期发展奠定了基础。

考虑到可转债摊薄，我们预计 2009-2011 年 EPS 为 1.05、1.35 和 1.72 元。扣除北辰 2 元股权价值，公司目前股价对应 09-2011 年 PE 为 32、25 和 20 倍，作为行业内最具竞争力的全国性连锁百货公司，公司仍然极具估值优势，我们维持买入评级，调整目标价至 50 元，对应 10 年 35 倍 PE。

银座股份

09 年前三季度，公司实现营业收入 37.2 亿元，同比增长 20.4%；营业利润 1.42 亿元，同比增长 0.2%；归属于母公司所有者净利润 1.1 亿元，同比下降 0.3%，全面摊薄后每股收益 0.47 元，低于预期，其中三季度，公司实现营业收入 12.1 亿元，同比增长 13.8%；营业利润 3162 万元，同比下降 23.5%；归属于母公司净利润 2506 万元，同比下降 17.2%。三季度公司营业收入同比增速为 13.8%，较 Q1、Q2 的

21.8%、26.6%有所下降，主要原因是08年国庆前两天的收入计入第三季度，而09年国庆节收入均计入第四季度；公司综合毛利率为18.79%，环比提升0.25个百分点，同比提升0.14个百分点，显示经营逐步回暖；销售费用同比增长24%，主要源于报告期新开3家门店，分别为济南鸿园店、滨州博兴店、德州大学路店。09年前三季度，公司购买了泰安银座商城10%股权、东营银座商城10%股权、威海宏图100%股权、临沂居易2%股权；竞拍了石家庄东方城市广场55.14%股权，预计将于第四季度并表，目前正办理股权划转事宜；济南振兴街项目尚处于土建阶段，建成后公司经营其中的购物中心。

2010年开业的门店可能主要集中在胶东半岛，即青岛和烟台。该区域目前是公司竞争力较为薄弱的地区。公司青岛店项目，投资将超过15亿，建筑面积为10万平米商铺+4万平米停车场，其中公司实际营业面积不会低于6万平米，同时计划出售剩余部分，以回收部分资金。而烟台项目目前尚未最后敲定，最迟在2011年开出，其余项目还包括济南购物中心和德州项目，这两个项目预计也是在2011年开出，由于这四个项目均为自建物业，这可能使得公司在2011年固定资产折旧迅速增加，但对2010年当期影响较少，且公司增发融资后财务费用下降会较快，对2010年业绩较为有利。

由于公司处于快速扩张期，公司的销售规模增长会维持较快的速度，但公司在08-09年的扩张仍然是以超市业态为主，故新开门店盈利周期基本在一年左右，公司的优势在于超市业务占比提升使得公司防御性较强，同时公司未来发展中，会逐步加快购物中心建设，使得公司的销售具有一定的销售弹性，是攻防兼备的品种。我们预计公司2009-2011年EPS为0.70、0.95和1.14元。基于我们长期看好公司在山东密集发展的模式、公司在山东的区域品牌以及不断提升的经营管理能力，我们维持买入评级目标价33元，对应09年35倍PE。

广百股份

2009年1-9月公司实现总收入26.79亿元，同比增长12.98%，实现净利润1.14亿元，同比增长1.43%。其中第三季度公司实现收入8.66亿元，同比增长14.74%，实现净利润3400万元，同比增长60.44%。公司三季度单季度业绩快速增长，主要受益于费用率下降，这符合我们一直以来判断，即公司将以往在下半年提取方式改为四个季度均衡分摊费用的方式，使得三季度的费用率下降了1.52个百分点，从绝对额来看三季度管理费用下降了300万元，符合我们判断。

公司近期连续公告了两个新开门店，一为租赁深圳宝能城市广场首层至三层合计约2.6万平方米商业物业，用于开设公司深圳宝能城市广场门店，年均租金及综合管理费约为3000万元。其二为租赁湖北省武汉市汉阳区龙阳大道特6号武汉摩尔城A栋一至五层约2.9万平方米商业物业，用于开设公司武汉门店，该店面积2.9万平方米，保底租金和综合管理费约为2600万左右。从两个门店的租金水平来

看，基本控制在3元每平方米每天以内。如果按成熟后年销售额5亿元计算，租售比在6%，仍在可控范围内。

维持公司2009-2011年EPS为1.08、1.30和1.80元，扣除投资收益后复合增长率为32.5%。公司确定的业绩增长给投资者的安全边际较高，且广东零售市场百货业态发展空间巨大，虽然公司加快了异地扩张步伐，但在消费形式逐步向好的情况下，公司扩张成功概率加大，未来成长性可以期待。我们维持公司买入评级，并基于市场估值水平上调，考虑绝对估值和相对估值，将公司目标价上调至目标价40元，对应10年30倍PE。

南京中商

公司前三季度实现营业收入 30.36 亿元，同比下降 4.47%，实现归属母公司净利润 1670 万元，同比下降 5.66%，但净利润下滑幅度已经较上半年明显收窄。公司营业收入下滑主要是由于公司改变会员积分消费确认方式以及关闭泰州和淄博门店所致。从母公司报表来看，营业收入仍略有增长，增幅为 1.63%，增速较上半年加速。从净利润率来看，三季度净利润率已经提升 1.6246%，主要是受益于综合毛利率较同期提升了 1.56 个百分点。从公司费用来看，由于在母公司实施老员工内退等制度，使得管理费用有较大幅度增长，但公司营业费用持续下降和毛利率提升，表明公司内部管理效率得到了提升，公司向好的局面继续强化。

公司 10 月 21 日公告已经完成要约收购，无流通股东向公司出售股份，公司股权结构调整完成，雨润集团成为公司的控股股东。我们认为大股东在完成收购之后，将重点会转移到公司正常经营上，同时会继续加大现有门店调整和现有商业地产的开发力度。

考虑到公司内部调整力度较大，我们调低09年盈利预测，维持2010-2011年EPS，分别为0.20、0.94（不含地产业务，预计地产业务明年可贡献eps0.4元）和1.05元，虽然2009年仍是困难的一年，但2010年是充满希望的一年，鉴于国有股权协议转让后，公司业绩释放的速度将加快，基于行业估值水平上移，我们调高公司一年内目标价至30元。

重庆百货

09 年前三季度公司实现营业收入51.93 亿元，同比增长9.68%；营业利润1.29亿元，同比下降13.47%；归属于母公司所有者的净利润1.1 亿元，同比下降10.9%；其中，2009 年三季度实现营业收入14.48 亿元，同比增长10.78%，实现营业利润3052 万元，同比增长67.09%，实现归属于母公司的净利润2587 万元，同比增长82.54%。管理费用的大幅下降、投资收益的较大增加以及所得税率的下降是导致三季度净利润大幅增长的主要原因。

重百南坪尚熙百货、泸州商场和重百渝北商场是08年新开的三家面积较大的百货门店，前三季度贡献收入增长，但是由于仍在培育期，预计全年亏损约2500万元。09年公司拟新开店主要为乐山和开县店，以及租赁龙湖地产相关物业开设5个超市门店，全年可新开门店7家以上，但门店面积较少，新增面积幅度约不到5%。

此次资产注入符合重庆政府做大做强重庆百货上市公司平台的发展规划，解决了同业竞争问题，且注入资产盈利能力较好，价格较为合理，我们看好公司资产注入之后的整合效应和公司未来在西南地区的发展空间。考虑新世纪百货资产注入，按2010年完成重组，预计09、11年EPS分别为0.90（未考虑注入）、1.45和1.74元。按照10年30倍PE，目标价43.5元，给予买入评级。

广州友谊

公司前三季度实现营业收入20.51亿元，同比增长7.8%，其中三季度实现营业收入6.62亿元，同比增长10.98%，环比二季度增长7.65%，表明公司销售增速持续提升。前三季度实现归属母公司净利润19077.59万元，其中第三季度实现归属母公司净利润4832.15万元，同比增长9.16%，略低于预期。主要是公司综合毛利率下滑了0.53个百分点，与之前毛利率保持稳定预期不符所致。但三季度属于行业淡季，在费用保持刚性的情况下，净利润增幅略低也在情理之中。

除已经公告的广州珠江新城西塔项目外，公司仍在积极拓展其它项目，主要包括与长隆集团合作的长隆主题购物公园项目，项目建筑面积在5-6万平方米，以经营大牌折扣场为主。预计在2011年年初可以投入运营，对于该项目，我们认为前景较为明朗，长隆主题游览区目前已经形成强大的品牌，该项目不仅可以吸引游客，同时也可以吸引广州和珠三角的购物群体。预计该项目的年租金约为4000万元，成熟后该项目收入将超过10亿元，每年新增利润贡献1亿元。

基于对四季度销售的乐观预期，我们上调公司2009-2011年EPS至0.83、0.96和1.20元，公司良好的经营能力和较强的成本控制能力，使得公司仍能保持较好的内生增长，同时公司接连扩张，有利于提高市场对公司长期保持较快发展的信心，我们认为这将有损于公司估值水平的提升。维持公司买入评级，调高目标价至29元，对应10年30倍PE。

新华百货

公司前三季度实现营业收入23.15亿元，同比增长13.74%，增速较上半年提升了2.12个百分点；实现归属母公司净利润13858.13万元，同比增长56.87%，净利润的快速增长主要受益于公司综合毛利率的持续提升和费用率的持续下降。公司费用率的下降主要是今年一次性修理费减少所致。

由于去年三季度停业装修，母公司三季度实现营业收入2.40亿

元，较去年同期增长了 58.12%，环比增长了 13.41%，表现出淡季不淡的特征。我们预计随着经济形势的逐步好转和母公司精品百货定位的逐渐被消费者认同，母公司销售增速将持续提升，我们预计今年母公司营业收入可以达到 10 亿元以上，同时明年也将保持 20%以上的增速，是公司明年主要的利润增长点。

我们上调 09-11 年的 EPS 至 1.05、1.25 和 1.40 元。公司管理层在前期高价增持，表明管理层非常看好公司的长期发展前景。公司业绩确定性和管理层增持提供了很好的安全边际。同时我们认为不能仅仅将公司的发展局限于宁夏市场，在大股东的支持下和公司不断提升的资源整合能力下，公司终将实现跨区域发展，获得更广阔的发展前景。公司目前仍然是行业内估值最有吸引力的公司，我们维持买入评级，调高目标价至 38 元，对应 10 年 30 倍 PE。

武汉中百

2009 年前三季度，公司实现收入 73.52 亿元，同比增长 12.13%；实现归属上市公司股东净利润 14212 万元，同比增长 19.53%；第三季度实现收入 23.19 亿元，同比增长 15.90%；实现归属上市公司股东净利润 4449 万元，同比增长 20.73%。公司三季度单季营业收入达到 23.19 亿元，同比增长 15.9%，分别比一季度同比增速及二季度同比增速高出 8.3 和 1.4 个百分点，是今年以来营业收入最高的一个季度，充分显示公司的内生增长正在逐步恢复，单季度收入增速开始逐季回升。三季度仓储超市同店收入增速约为 10% 左右，便民超市同店增速 3% 左右。十一期间超市销售同比增长达 30%。公司前三季度净增仓储超市门店 5 家，其中 3 家位于武汉市，2 家位于湖北省内其他二级城市；便民超市 13 家。从三季度单季来看，公司新增仓储门店 1 家，新增便民超市门店 11 家。

受益于 CPI 回升和直接采购规模扩大，公司毛利率明显回升，前三季度毛利率 17.83%，相比中期提高 0.3 个百分点；第三季度单季度毛利率 18.48%，相比前两季度提高 0.95 个百分点。预计四季度将保持毛利率上升态势。

我们预计，随着 CPI 转正、经济增长的逐步恢复以及 08 年新开门店的逐步成熟，公司四季度的营业收入及净利润增速有望达到今年单季度增速的最高值。据了解，公司配股价拟定在 5 元左右，按目前收盘价计算，相当于现价 10.38 元买入公司，按 2010 年摊薄后 EPS 0.40 元计算，相当于 2010 年 26 倍 PE，仍有上升空间。考虑 2010 年配股后摊薄，我们调整 2009-2010 年 EPS 为 0.38（未摊薄）、0.40 和 0.50 元，调整公司目标价至 15.6 元，对应 2010 年 30 倍 PE。

苏宁电器

09 年前三季度，公司实现营业收入 415.7 亿元，同比增长 6.32%；归属母公司的净利润为 19.7 亿元，同比增长 15%；每股收

益为0.44元。其中,第3季度营业收入为142.4亿元,同比增长8%,归属母公司净利润为7.04亿元,同比增长15%。开店速度加快,同店销售增速转正。第三季度公司新进入6个地级以上城市,新开连锁店43家,置换/关闭连锁店5家,净增加连锁店38家,开店速度明显快于一季度7家和二季度28家的开店速度。报告期内,公司实现可比店面销售收入同比下滑1.24%;而第三季度实现较好提升,可比店面销售收入同比增长4.82%,好于一季度-12%和二季度3.35%的同店增长率。公司持续推行OEM、定制、包销等采购手段,使综合毛利率同比提升了0.85个百分点至17.57%。其中,第三季度毛利率环比提升了0.24个百分点。09年底之前,公司将取消联营方式,进一步加大OEM、包销定制等产品的销售比例,预计将进一步推动毛利率提升。前三季度销售费用37.17亿元,同比增长8.33%,管理费用6.82亿元,同比增长27.65%,公司期间费用率同比提升0.41个百分点至10.28%,低于毛利率上升幅度。

由于08年国庆销售主要在三季度体现,而09年国庆销售主要在四季度体现,同时受金融危机的影响08年四季度销售收入基数较低,随着市场环境的好转,09年四季度同比和环比增长将会实现较明显的提升。公司也预披露了09年全年业绩增长将在25-40%之间,基于公司预告,我们调整公司2009-2011年EPS至0.63、0.76和0.90元。维持买入评级,调整目标价至23元,对应2010年30倍PE。

附表 1: 重点跟踪公司 2009-2011 盈利预测与投资评级

公司名称	EPS			PE			投资评级
	09	10E	11E	09	10E	11E	
全国性连锁百货							
600859 王府井	1.05	1.35	1.72	35.37	27.51	21.59	买入
3368.hk 百盛集团	0.35	0.45	0.55	37.14	28.89	23.64	买入
600631 百联股份	0.38	0.45	0.50	42.53	35.91	32.32	买入
600694 大商股份	-0.1	1.00	1.30	-433.10	43.31	33.32	持有
综合超市							
000759 武汉中百	0.38	0.40	0.50	31.63	30.05	24.04	买入
8277.hk 物美商业	0.40	0.50	0.63	32.30	25.84	20.51	买入
002251 步步高	0.72	0.94	1.24	37.57	28.78	21.81	持有
002264 新华都	0.77	0.90	1.08	40.51	34.66	28.88	持有
0980.hk 联华超市	0.70	0.80	0.90	25.34	22.18	19.71	持有
区域零售							
600858 银座股份	0.7	0.95	1.14	34.79	25.63	21.36	买入
600280 南京中商	0.3	0.9	1.1	80.63	26.88	21.99	买入
600875 新华百货	1.05	1.25	1.60	27.63	23.21	18.13	买入
3308.hk 金鹰商贸	0.38	0.49	0.60	40.26	31.22	25.50	买入
600729 重庆百货	0.9	1.45	1.74	41.69	25.88	21.56	买入
002187 广百股份	1.08	1.3	1.8	28.50	23.68	17.10	买入
600828 成商集团	0.60	0.80	1.10	44.92	33.69	24.50	短持, 长买
00987 广州友谊	0.83	0.96	1.20	29.34	25.36	20.29	买入
专业连锁							

2024	苏宁电器	0.63	0.76	0.90	29.17	24.18	20.42	买入
1880.hk	百丽国际	0.27	0.31	0.35	31.81	27.71	24.54	买入

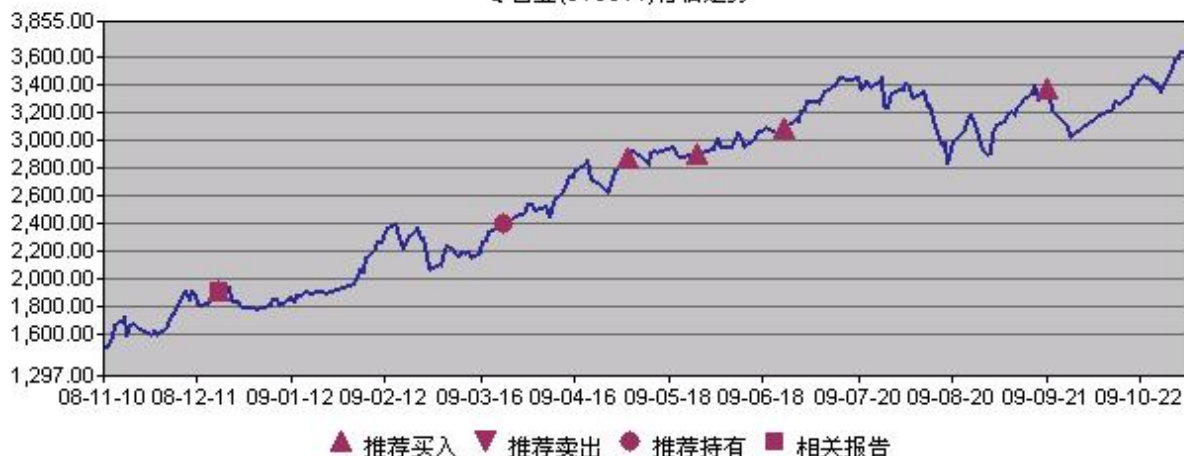
数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

按11月16日收盘价计算

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

零售业(010811)行情走势



相关研究报告

零售行业 2009 年投资策略	欧亚菲	2008-12-18
零售行业 2008 年深度报告	欧亚菲	2007-12-10
2007 年零售行业投资策略	欧亚菲	2006-12-25
行业整体增速放缓，龙头公司将一枝独秀	欧亚菲	2006-02-27

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。