

零售业

2009 年 12 月 23 日



行业研究

行业专题报告

跟踪评级-维持：短期-中性，长期-A

受益内需扩张 持续增长可期

——2010 年零售业专题报告

核心观点

1. 零售业稳定发展

受益于国家经济刺激计划以及零售业自身发展，2009 年零售业继续保持较快发展。2009 年 1-11 月，社会消费品零售总额达 11.27 万亿元，同比增长 15.3%。剔除物价因素，社会消费品零售实际增长率始终维持在高位运行。同时，企业景气度、企业家和消费者信心也逐步从低位回升。上市公司经营情况在总体稳定的情况下，也呈现逐步回升之势。

2. 促进零售业发展的积极因素分析

金融危机令中国转变经济增长方式变得更加迫切。作为消费终端的零售业，必将受益于经济持续增长，受益于经济增长方式的转变。同时，居民收入提高、消费升级趋势以及城市化均有助于行业保持较快发展。

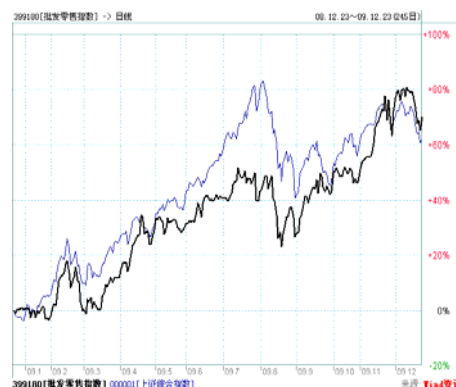
3. 行业估值与投资建议

当前，零售业各业态估值总体已处较高水平。零售业各业态 10 年动态市盈率分别为：百货 28.4 倍、超市 28.9 倍、专业店 25.3 倍，已然反映行业回暖预期。维持行业投资评级：中性 A。

4. 重点公司分析

分业态看，百货业将受益国内消费升级；超市业由于竞争激烈，企业经营管理能力将决定其未来盈利及发展潜力；专业店仍然具备较大发展空间。对于投资而言，我们需要结合业态发展周期以及公司经营能力，择优选择。重点关注：银座股份、重庆百货、新华百货、苏宁电器。

图：市场走势



资料来源：WIND 资讯

表：重点公司

代码	名称	评级
600858	银座股份	推荐 A
600729	重庆百货	推荐 A
600785	新华百货	推荐 A
002024	苏宁电器	推荐 A

研究员：夏茂胜

电话：010—84183362

E-mail: xiamasheng@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

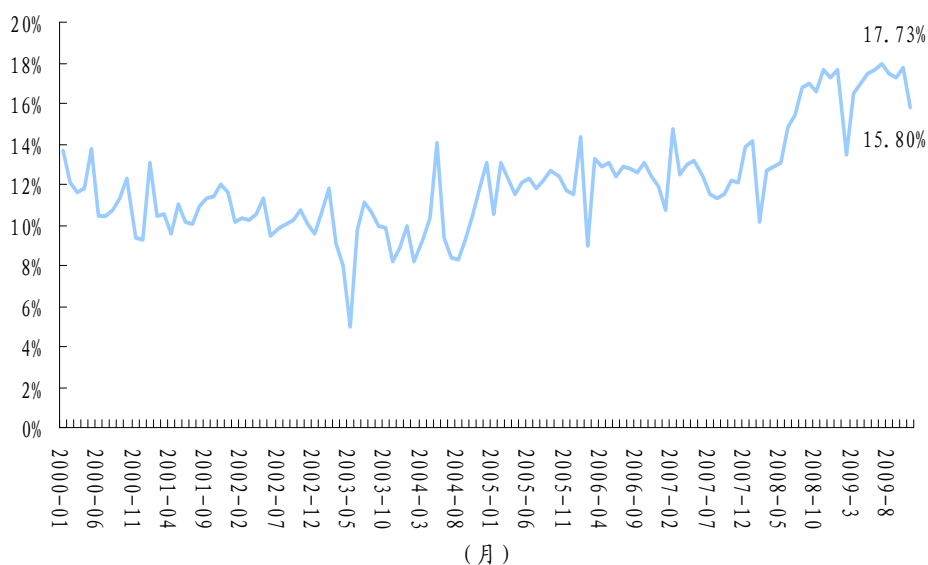
1. 零售业稳定发展.....	3
1.1 社会消费品零售较快增长	3
1.2 消费信心低位回升	3
1.3 上市公司经营相对稳定	4
2. 促进零售业发展的积极因素分析.....	5
2.1 转变经济增长方式为零售业带来机遇.....	5
2.2 消费升级提供持续成长动力	6
2.3 居民收入稳步提高	7
2.4 城市化拓展行业空间	7
3. 零售业估值与投资策略.....	8
3.1 行业估值	8
3.2 投资策略	8
4. 重点上市公司分析.....	9
4.1 银座股份	9
4.2 重庆百货	11

1. 零售业稳定发展

1.1 社会消费品零售较快增长

尽管受到国际金融危机冲击，但从社会消费品零售情况来看，总体上仍保持稳定增长态势。2009年1-11月，社会消费品零售总额达11.27万亿元，同比增长15.3%。剔除物价因素，社会消费品零售实际增长率始终维持在高位运行。

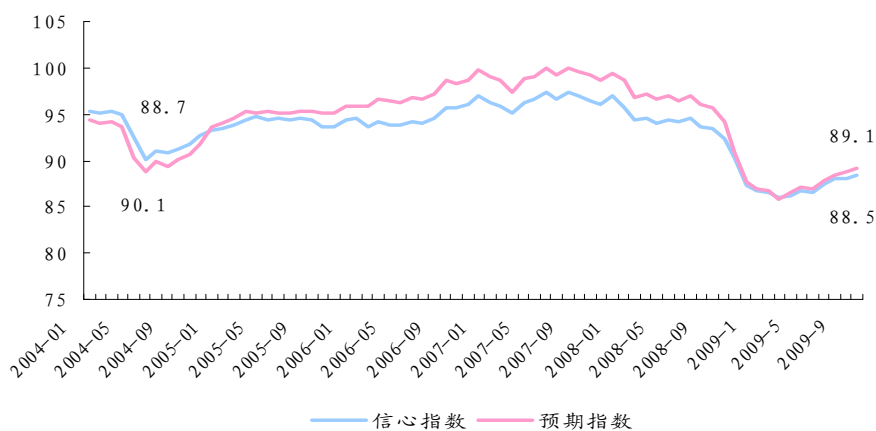
图1：2000-2009.11社会消费品零售实际增长率（月度）



资料来源：国家统计局/国都证券

1.2 消费信心低位回升

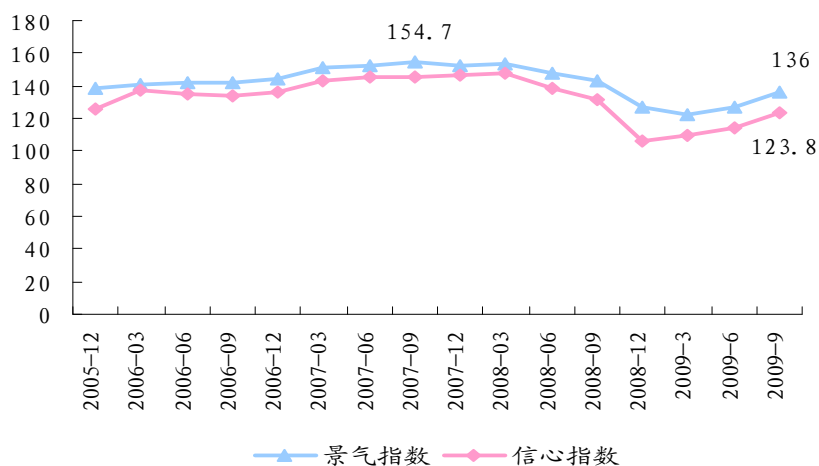
图2：2004-2009.10消费者信心指数与预期指数



资料来源：国都证券/国家统计局

国际金融危机爆发，对于消费者和零售企业信心、行业景气度均带来较大负面影响。但经过1年以来经济刺激计划的实施，情况已渐好转。消费者信心指数与预期指数已从09年3月份的86和85.9,反弹至09年10月份的88.5和89.1;零售企业家信心指数和企业景气指数也从一季度的109.2和122.6，回升至第三季度的123.8和136。

图 3: 2005.12-2009.9 批发零售企业景气指数与企业家信心指数 (季)

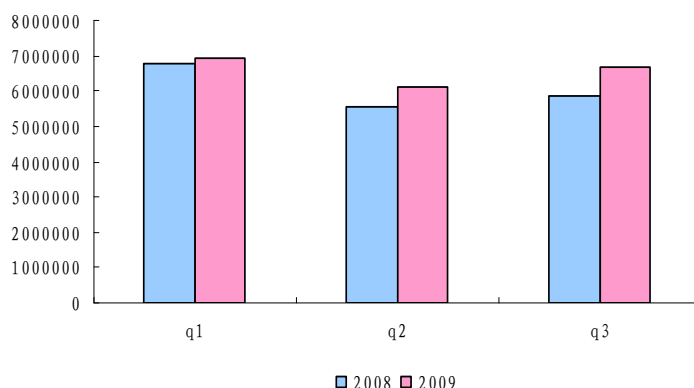


资料来源：国都证券/国家统计局

1.3 上市公司经营相对稳定

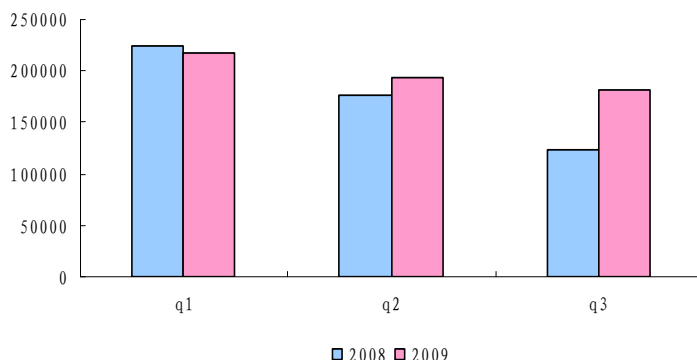
从零售上市公司经营情况看，经营情况也逐步好转。从收入来看，09年前三季度总体上保持了增长态势，且逐月增长加快；从净利润（扣除）来看，除一季度出现净利润下降外，二、三季度上市零售企业实现净利润均出现显著增长。显示了零售业经营稳定性特征。

图 4: 2008-2009 前三季度零售整体主营收入情况 (万元)



资料来源：国都证券/wind 资讯

图 5：2008-2009 前三季度零售整体净利润（扣除）情况



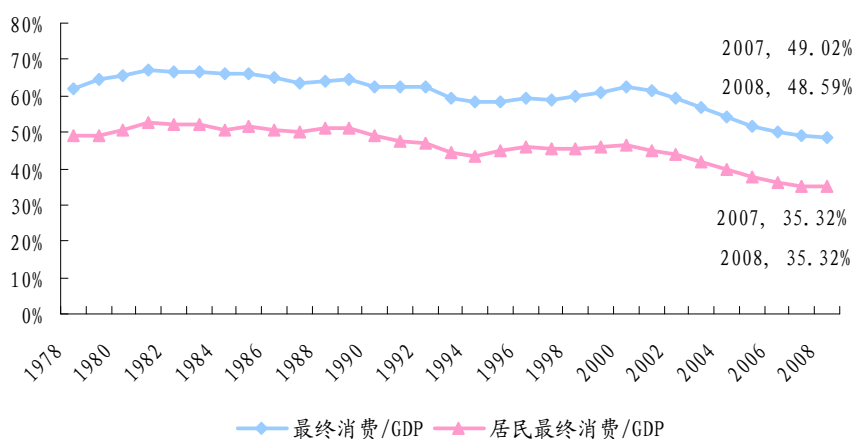
资料来源：国都证券/wind 资讯

2. 促进零售业发展的积极因素分析

2.1 转变经济增长方式为零售业带来机遇

金融危机令中国转变经济增长方式变得更加迫切。近年来，中国经济增长主要依靠投资拉动，最终消费占 GDP 的比重反而出现下降。国际金融危机爆发的 2008 年，最终消费占 GDP 比重较由上年的 49.02% 继续降至 48.59%，居民最终消费的比重也仅在维持 35.32% 的低位值。但是，随着金融危机爆发，国际需求快速大幅下降，启动国内消费需求，发挥消费对经济增长的拉动作用，已经成为当前中国保持经济较快增长的重要课题。

图 6：中国最终消费与居民最终消费占 GDP 比重变化



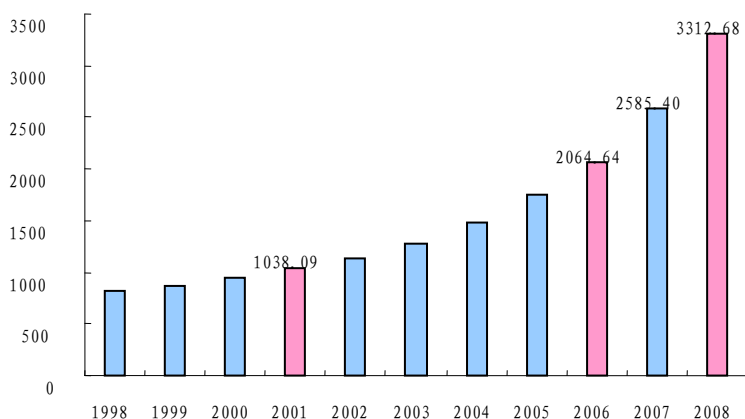
资料来源：wind 资讯

不久前召开的中央经济工作会议明确提出，以扩大内需特别是居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展。作为消费终端的零售业，必将受益于经济持续增长，受益于经济增长方式的转变。

2.2 消费升级提供持续成长动力

自 2001 年中国人均 GDP 首次超过 1000 美元之后，中国进入消费升级阶段。2008 年中国人均 GDP 超过 3000 美元，达到 3312 美元，消费升级趋势将更为显著。由于中国正处于消费升级这个特殊时期，为我们通过拉动内需抵御金融危机提供了必要条件。促进内需政策也更容易受到显著成效。

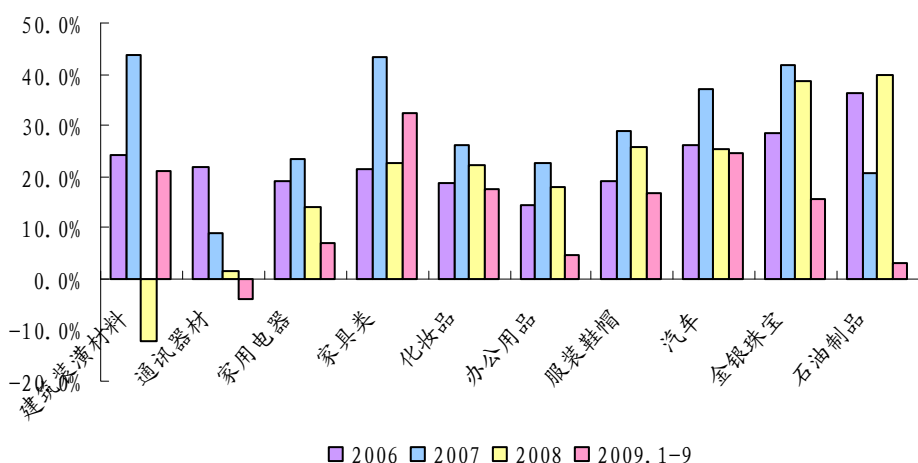
图 7：中国人均 GDP



资料来源：wind 资讯/国都证券

从限额以上批发零售企业分类销售额情况来看，国家刺激内需政策发挥显著效果。截至 2009 年前三季度，国内升级型消费已出现显著改善，尤其是汽车、金银珠宝、家具、建筑材料增长明显。前三季度四大类销售增长分别达到 24.5%、15.5%、32.3%和 21.1%。

图 8：限额以上批发零售企业分类销售增长率

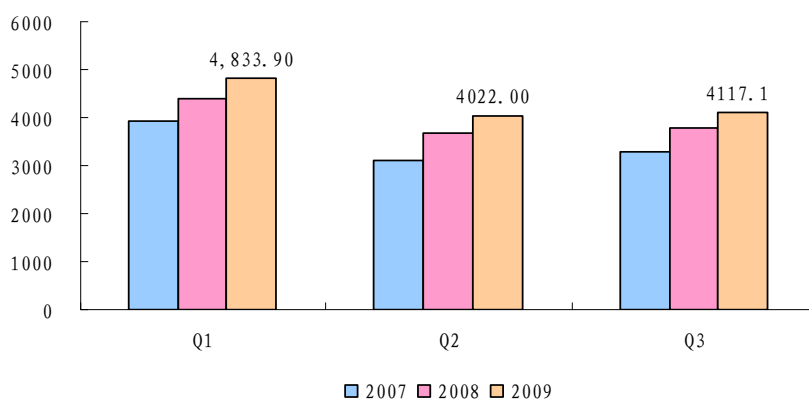


资料来源：wind 资讯/国都证券

2.3 居民收入稳步提高

多年来，中国城乡居民储蓄存款持续较快增长，2008 年城乡居民储蓄存款余额同比增长 26.3%，高达 21.78 万亿元。2009 年居民收入继续提高，2009 年三季度城镇居民人均可支配收入达 4117.1 元，为国内消费增长奠定良好基础。

图 9：城镇居民人均可支配收入（元）

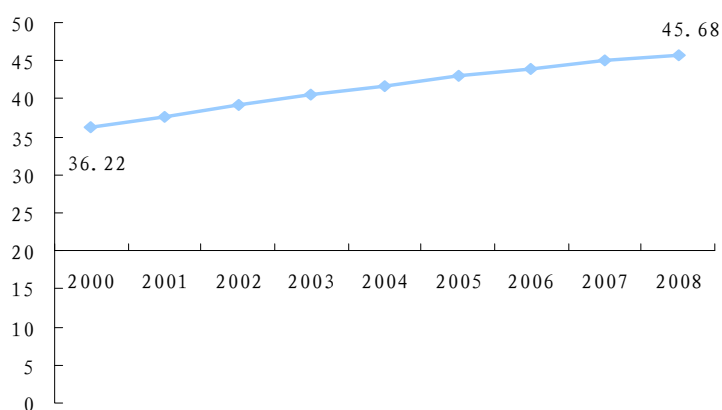


资料来源：wind 资讯

2.4 城市化拓展行业空间

城镇化将是未来中国发展的重要动力。城镇化的发展，为零售业集约化发展带来机遇，同时也提出了新的要求。随着人口向城镇集中，零售连锁经营将获得较快发展；同时，各种零售业态——购物中心、百货店、专业店、超市、便利店等均将获得更广阔发展空间，以满足人们多样化、个性化、专业化的消费需求。

图 10：中国城镇人口比例（%）



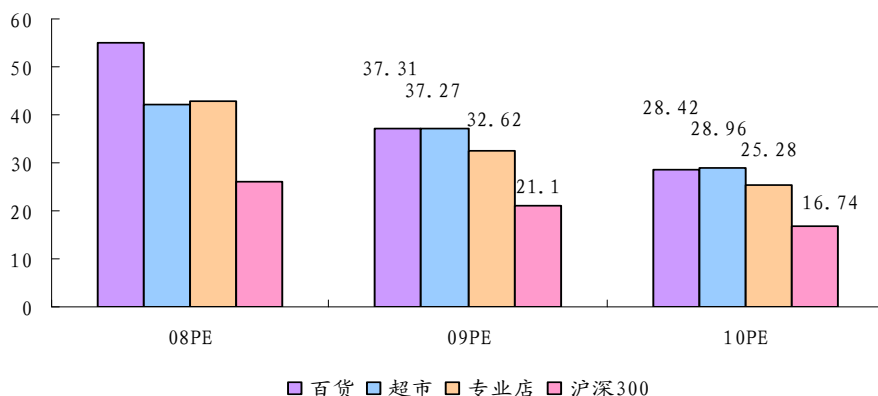
资料来源：wind 资讯

3. 零售业估值与投资策略

3.1 行业估值

当前，零售业各业态估值总体已处较高水平。零售业各业态 10 年动态市盈率分别为：百货 28.4 倍、超市 28.9 倍、专业店 25.3 倍，已然反映行业回暖预期。

图 11：零售业与沪深 300 估值比较（PE）



资料来源：wind 资讯/国都证券

3.2 投资策略

鉴于零售业短期估值水平已经较高，我们行业综合评级：中性 A。

对于投资而言，我们需要结合业态发展周期以及公司经营能力，择优选择。

3.2.1 百货业

百货业近年来适应居民消费升级，发展现代百货、购物中心，取得较快发展。未来百货业将继续受益于消费升级，特别是购物中心作为新兴业态，市场潜力依然巨大，值得长期关注。

需要重点关注的百货企业包括两大类：一是具备资产注入预期的区域性综合百货龙头，如“银座股份、重庆百货”；二是业内龙头企业，如“百联股份”和“大商股份”等。

表 1：主要百货企业估值比较

代码	名称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	09PB	10PB	09PS	评级
600858	银座股份	0.67	0.88	36.8	28.0	4.4	3.8	1.0	推荐 A
600729	重庆百货	0.92	1.16	41.5	33.0	7.9	6.6	1.1	推荐 A
000501	鄂武商	0.46	0.56	30.2	25.0	4.6	3.9	0.9	中性 A
600631	百联股份	0.39	0.46	45.0	37.0	3.7	3.5	1.9	中性 A
600859	王府井	1	1.25	34.3	27.7	5.5	4.8	1.2	中性 A
000987	广州友谊	0.8	0.92	32.9	28.6	7.6	6	3.6	中性 A

002187	广百股份	1	1.23	29.7	24.1	5.0	4.2	1.5	中性 A
0848	茂业国际	0.11	0.13	17.5	14.0	3.2	2.8	5.4	
3308	金鹰商贸	0.34	0.46	38.4	27.9	11.6	9.3	13.4	
3368	百盛集团	0.34	0.42	34.6	28.1	8.5	7.2	8.6	

资料来源：BLOOMBERG/国都证券（2009/12/23）

3.2.2 超市业

随着连锁经营技术的应用，国内超市业近年发展迅速，区域性企业不断发展壮大，与外资超市业的竞争力不断增强。但由于超市业是外资进入最广泛的业态，竞争激烈，企业经营管理能力将决定其未来盈利及发展能力。从估值以及经营能力看，“武汉中百”、“新华百货”仍是值得投资的品种。

表 2：主要超市企业估值比较

代码	名称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	09PB	10PB	09PS	评级
000759	武汉中百	0.37	0.46	34.3	27.7	4.1	3.5	0.7	推荐 A
600785	新华百货	1	1.2	26.7	22.5	9.0	8.3	1.4	推荐 A
002251	步步高	0.67	0.85	41.3	32.4	4.4	4.0	1.2	中性 A
600361	华联综超	0.25	0.33	38.5	28.5	2.5	2.3	0.5	中性 A
002264	新华都	0.74	0.99	47.4	35.2	7.1	6.1	1.2	中性 A
002277	家润多	0.8	0.97	41.9	34.3	4.1	3.7	2.5	中性 A
0980	联华超市	0.69	0.83	28.1	23.5	4.5	4.0	0.5	
0814	京客隆	0.39	0.45	14.0	12.1	1.6	1.5	0.3	
8277	物美商业	0.35	0.43	31.7	25.8	4.1	3.7	1.3	

资料来源：BLOOMBERG/国都证券（2009/12/23）

3.2.3 专业连锁

专业连锁店具备巨大发展潜力。从目前看，家电连锁业由于其上下游成熟度较高，发展也最为迅速，成就了“国美电器”、“苏宁电器”零售业龙头。但在其他领域，如服装、首饰、名表、家居等专业连锁店，市场发展空间同样很大。“中国铅笔”、“七匹狼”、“美邦服饰”等均值得长期跟踪。

表 3：家电专业店估值比较

代码	名称	09EPS	10EPS	09PE	10PE	09PB	10PB	09PS	评级
002024	苏宁电器	0.6	0.75	32.0	26.0	7.5	6.0	1.5	推荐 A
0493	国美电器	0.097	0.12	25.5	20.6	3.5	3.3	0.9	

资料来源：BLOOMBERG/国都证券（2009/12/23）

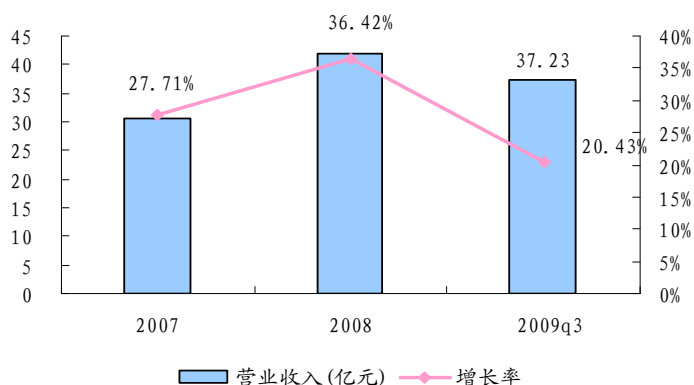
4. 重点上市公司分析

4.1 银座股份

4.1.1 连锁零售初具规模

近年来公司零售业务保持较快发展。2008 年公司实现主营业务收入 41.92 亿元，同比增长 36.42%；2009 年前三季度收入达 37.23 亿元，同比增长 20.43%。

图 12: 银座股份 2007-2009q3 收入情况



资料来源：公司公告/国都证券

4.1.2 增发增动力

近期，公司“非公开发行股票计划”即将实施，拟发行 8000 万股，用于“淄博银座”资产收购以及“振兴街 Shopping Mall”项目建设。合计募资约 12 亿元。“淄博银座”目前经营情况良好，2008 年净利润 0.45 亿元，2009 年一季度实现净利润 0.22 亿元，保持了良好发展态势。项目评估收购价 5.42 亿元。项目收购后可望较快提升公司盈利规模。“振兴街项目”投资规模庞大，未来三年基本处于投入期，短期难以带来盈利。但是，项目建成之后，盈利前景看好。预期未来将成为公司重要的盈利增长点。

表 4: 非公开发行股票方案概要

发行数量	不超过 8000 万股
发行价格	不低于 14.99 元/股
发行目的	1. 股权换资产方式收购“淄博银座”100%股权；2. 募资建设济南振兴街 Shopping Mall 项目。
发行对象	“淄博银座”权益所有方“银座商城”和“世贸中心”；其他企业法人、基金管理公司等不超过 10 名的符合条件的特定对象

资料来源：公司公告

表 5: “振兴街”项目概要（亿元）

项目总投资	20.15
本次募资拟投入	6.5
项目概况	项目位于济南市槐荫区振兴街片区，拟建设购物中心、办公楼、商务公寓、回迁房等项目。总建筑面积 48.7 万平米。
项目预计进度和近况	目前项目区域居民和有关单位已经拆迁完毕。公司于 09 年 2 月 19 日竞得土地使用权，已缴纳全部土地出让金 5.14 亿元，并办理了土地使用权证。项目已进入开工准备，购物中心部分计划 09 年中期开工建设，2010 年底试运营，2011 年正式投入运营。商业开发部分预计 2012 年竣工。
公司经营概算	按照截至 2019 年经营预测计算，项目内部收益率 14.6%，动态投资回收期（含建设期）为 9.32 年

资料来源：公司公告

本次发行股份部分用于收购“淄博银座”零售资产，收购完成后，“商业集团”、“银座商城”及“世贸中心”对公司的持股比例分别为 17.87%、10.34%和 1.15%，由于“世贸中心”同为“商业集团”控制企业，因而本次资产收购后，“商业集团”实际控制公司股份比例由原来的 23.95%提升至 29.36%，增强了“商业集团”对公司的控制力。

本次收购应该说也是“商业集团”履行“股改承诺”，注入零售资产、减少同业竞争、支持上市公司发展的又一重要步骤。伴随两项目的实施，以及未来集团零售资产的持续注入，公司竞争力将获持续提升。

表 6：非募资项目进展

	名称	项目金额	项目进度
1	购买泰安银座商城 10%股权	48872400	工商登记手续已办理完毕
2	购买东营银座商城 10%股权	53289400	工商登记手续已办理完毕
3	购买威海宏图贸易 100%股权	129120000	工商登记手续已办理完毕
4	购买临沂居易置业 2%股权及相应债权	5000000	工商登记手续已办理完毕
5	购买振兴街项目用地建设使用权	514520000	土地使用证已办理完毕
6	购买聊城柳园路以西、利民路以南土地建设使用权	29100000	办理中
7	购买德州宁德房产 100%股权	98398600	工商登记手续已办理完毕
8	购买泰安银座租用物业及相应土地使用权	73854300	土地使用证已办理完毕，房产相关手续办理中
	合计	952154700	

资料来源：公司公告

4.2 重庆百货：资产收购造就西部商业龙头

4.2.1 资产收购主要内容

按照预案，公司向商社集团、新天域湖景定向发行股份，总计发行数量为 17930 万股，以购买其持有的新世纪百货全部股权，具体包括商社集团持有的新世纪百货 61%股权、新天域湖景持有的新世纪百货 39%股权。交易完成后，公司将持有新世纪百货 100%股权。

本次发行股份的发行价为本次董事会决议公告日前二十个交易日公司股票交易均价，即 22.03 元/股。标的资产预估价值 39.5 亿元，用于认购本次发行的全部股份。

4.2.2 零售规模变化

收购完成后，公司各业态营业面积将大幅增长，总体营业面积将增长 90%，达 119.89 万平米。营业总收入也将超过百亿，达到 159 亿元（2008 年度），位

居上市零售企业前五位，成为真正的西部商业龙头企业。

表 7：截至 2009 年 6 月 30 日新世纪百货与重庆百货各业态营业面积（万平米）

	百货	超市	电器
重庆百货	34.53	19.64	7.23
新世纪百货	28.86	23.03	3.60
合计	63.39	42.67	10.83
合并后增长率	83.58%	117.26%	49.79%

资料来源：公司公告

表 8：收入超百亿元上市零售企业（2008 年）

代码	简称	2008 年销售收入（亿元）
002024	苏宁电器	498.96
600694	大商股份	188.49
000829	天音控股	163.09
600859	王府井	101.74
600729	重庆百货（合并后）	159

资料来源：公司公告

4.2.3 经营业绩影响

交易完成后，公司 2008 年合并净利润将大幅增长 145.54%，每股收益达到 1.05 元。实现盈利能力的跨越式增长。

表 9：交易完成后对公司财务状况和盈利能力的影响（万元）

项目	2008 年	2008 年	增长率
	实际财务数据	模拟财务数据	
总资产	236885.09	625428.93	164.02%
股东权益	82469.44	176757.24	114.33%
资产负债率	65.37%	71.74%	
归属母公司股东每股净资产（元/股）	4.04	4.54	
营业收入	642058.96	1590863.54	147.78%
营业成本	540467.56	1362724.29	152.14%
净利润	16516.69	40555.52	145.54%
毛利率	15.82%	14.34%	
净资产收益率	19.72%	22.94%	
归属母公司股东每股收益（元/股）	0.8	1.05	

资料来源：公司公告

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。