

零售行业 2010 年第二季度投资策略报告

从复苏走向繁荣，成长性仍然是投资重点

欧亚菲 研究员
电话: 020-87555888 - 641
eMail: oyf@gf.com.cn

从复苏走向繁荣，从 5 个核心竞争力优选企业

伴随着宏观经济的进一步好转，消费者信心指数稳步回升，一系列促进消费政策的不断落实，消费品市场稳步回暖的态势日趋明显。根据中华商业信息中心对全国百家重点大型零售企业的销售统计，2009 年四季度全国重点大型零售企业实现销售总额 1008.76 亿元，同比增长 21.76%，其中零售额 886.11 亿元，同比增长 24.1%，分月度看全国重点大型零售企业 10-12 月份，零售增速分别达到 30.48%、27.06%和 16.45%。我们认为从行业的发展趋势来看，未来三年的复合增长率仍然是决定公司能否给予高估值的决定因素，而且随着优质商圈的日益减少，外延扩张的难度加大，过去两年进行了扩张的公司，在战略上仍然是我们首先选择的对象。基于这个基础，我们认同美国威拉德.N.安德、尼尔.Z.斯特恩的观点，丰富、流行、便捷、廉价、快速是零售业核心竞争力的五个来源，各个零售企业不管获取五个中的任何一个，只要能将该领域做到极致，均能获得相应的核心竞争力，在市场竞争中处于“蓝海”范畴。综合上述核心竞争能力的分析，我们认为在以上五种竞争力中能够在两个以上方面做得非常好的零售企业主要有王府井、银座股份，他们两家可以确认为是全国性连锁百货和区域性零售企业的龙头。

重点跟踪公司一季报前瞻

从我们重点跟踪企业来看，一季度销售能超出预期的有主要是百货企业 and 专业连锁公司，我们预计净利润增长超过 50%的公司主要有通程控股（100%以上）、潮宏基（60%-70%）、苏宁电器（80%-100%）、家润多（40%-50%）。净利润增长超过 20%的公司主要有王府井（30%-35%）、广百股份（25%-30%）、新华百货（20%-25%）、广州友谊（20%-25%）、人人乐（20%-25%）武汉中百（20%-25%）。

投资策略

目前行业估值水平处于历史均衡水平，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。我们建议投资者的组合，以成长性股票如潮宏基、银座股份、王府井、重庆百货、新华百货、广百股份、广州友谊、豫园商城等作为基本配置，同时以弹性较大的中小市值公司，且处于国家规划的振兴区域中，同时近期有股价触发因素的公司作为弹性配置，以提高组合的弹性，可供选择的投资标的如表 3 所示。

目前阶段我们重点推荐通程控股和商业城。

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	0.30%	-0.70%	81.36%
上证综指	-0.16%	-7.97%	41.55%

目录索引

一、从复苏步入稳定增长期	3
(一) 行业销售持续回升	3
(二) 百家重点零售企业销售步入繁荣期	4
(三) 消费者信心逐步恢复	6
二、从零售企业的 5 个核心竞争力去挑选成长性个股	6
三、重点跟踪企业一季报前瞻	9
四、投资策略	10
(一) 投资组合建议	10
(二) 重点公司点评	11
王府井	11
银座股份	11
广百股份	12
重庆百货	13
通程控股	13
新华百货	14
家润多	15
苏宁电器	16

图表索引

图 1: 社会消费品零售总额 2007-2010.2 同比增长率	3
图 2: 2007.01-2010.02CPI 指数	5
图 3: 2008 年全国重点大型零售企业零售额名义增速	7
图 4: 2009 年重点大型零售企业零售额名义增速	5
图 5: 2005-2010.02 消费者信心和消费者预期指数	6
图 6: 2009-2010.02 月度社会消费品零售总额和消费者信心指数	6
图 7: 零售企业五种核心竞争力	7
表 1: 2009-2010.02 限额以上企业主要商品类别销售增幅	3
表 2: 全国重点零售企业 2009 年 1-12 月份主要商品销售增速	5
表 3: 小市值公司的投资机会	10
附表 1: 重点跟踪公司 2009-2011 盈利预测与投资评级	17

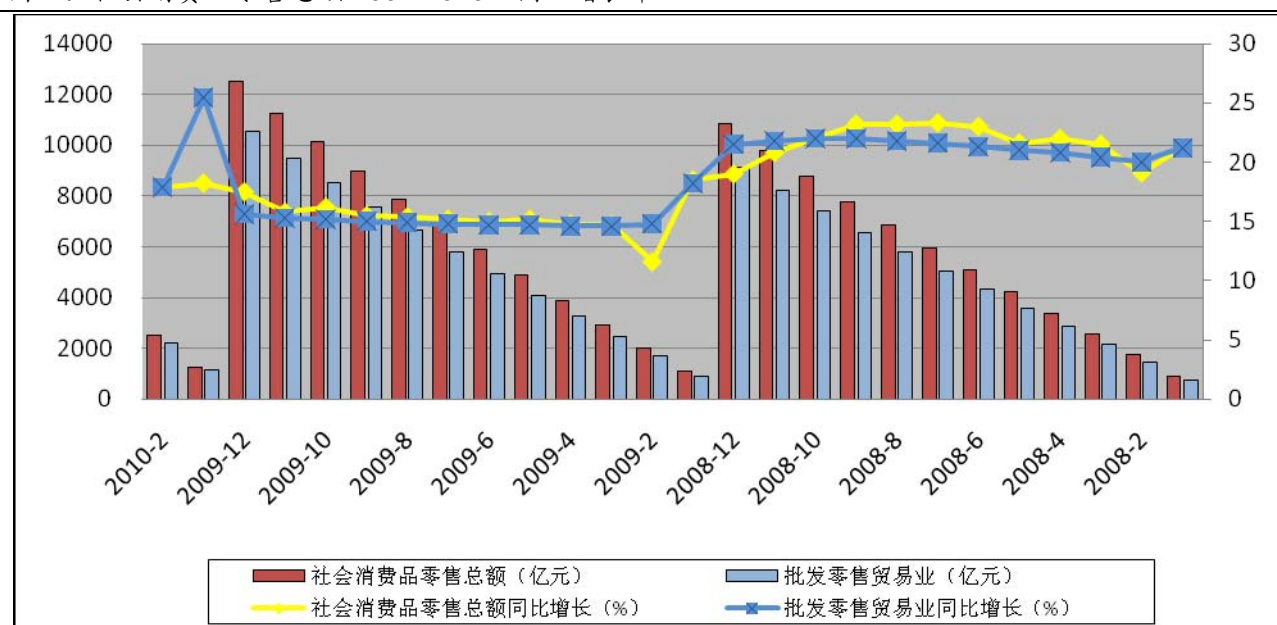
一、从复苏步入稳定增长期

(一) 行业销售持续回升

1-2 月份, 社会消费品零售总额累计 25052 亿元, 同比增长 17.9%, 比上年同期加快 2.7 个百分点, 比 2009 年加快 2.4 个百分点。其中限额以上企业实现商品零售额 8711 亿元, 同比增长 29.2%, 扣除石油和汽车的限额以上企业实现商品零售额 5012 亿元, 同比增长 21.56。

按经营单位所在地分, 1-2 月份, 城镇消费品零售额累计 20748 亿元, 同比增长 18.4%; 乡村消费品零售额累计 4304 亿元, 增长 15.5%。按消费形态分, 1-2 月份, 餐饮收入累计 2806 亿元, 同比增长 17.3%; 商品零售累计 22246 亿元, 增长 17.9%。

图 1: 社会消费品零售总额 2007-2010.2 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, 1-2 月份, 限额以上批发和零售业中, 粮油类增长 16.8%, 服装类增长 23.3%, 日用品类增长 18.8, 家用电器和音像器材类增长 31.7%, 金银珠宝类增长 34.7%。

表 1: 2009-2010.02 限额以上企业主要商品类别销售增幅

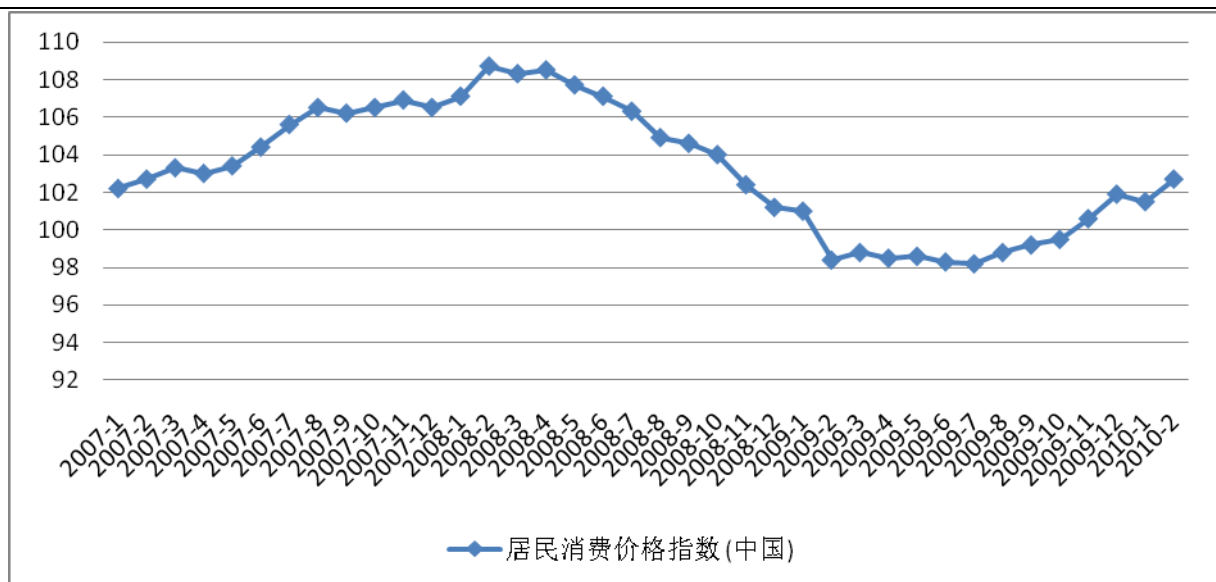
	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	092H	Jul-09	093Q	09	Jan-10	Feb-10
粮油类	16.3	16.3	12.5	4.8	15.6	11.2	11.9	12.8	23.1		16.8
肉禽蛋类	12.0	12.0	6.7	6.5	13.3	10.6	6.6		8.3		
服装类	17.4	17.4	14.7	14.0	22.1	18.0	19.6	16.9	22.9	5.5	58.4
文化办公用品类	8.3	8.3	15.5	1.9	2.1	3.7	3.8	4.6	22.8	24	11
体育娱乐用品类	13.5	13.5	14.8	5.0	6.9	7.9	10.3	7.8	18.2	-12	33
日用品类	12.0	12.0	20.3	13.7	15.4	14.0	16.3	14.2	27.3	2	36

家用电器和音像器材类	2.7	2.7	5.6	0.6	12.0	5.1	8.0	6.9	16.4	11	53
家具类	27.1	27.1	17.1	22.8	33.3	30.5	42.5	32.3	49.5	40	33
化妆品类	14.6	14.6	25.2	18.2	21.7	17.2	20.3	17.6	24.0	2	30
金银珠宝	16.3	16.3	11.8	10.4	28.7	15.6	18.4	15.5	26.6	11	59
汽车	9.3	9.3	4.7	18.5	23.8	18.1	32.0	24.5	61.5	50	33
石油及石油制品	0.7	0.7	0.8	0.3	5.0	1.5	1.1	2.9	11.2	46	36
建筑及装潢材料	22.4	22.4	3.2	10.8	12.6	17.3	25.8	21.1	87.4	45	17
通讯器材	(9.2)	(9.2)	3.4	(8.4)	(7.8)	(7.0)	1.3	-4	3.1	8	32

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逐步回升，2月份上升到2.7%，随着CPI指数温和上升，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 2：2007.01-2010.02CPI 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步入繁荣期

伴随着宏观经济的进一步好转，消费者信心指数稳步回升，一系列促进消费政策的不断落实，消费品市场稳步回暖的态势日趋明显。根据中华商业信息中心对全国百家重点大型零售企业的销售统计，2009 年四季度全国重点大型零售企业实现销售总额 1008.76 亿元，同比增长 21.76%，其中零售额 886.11 亿元，同比增长 24.1%，分月度看全国重点大型零售企业 10-12 月份，零售增速分别达到 30.48%、27.06%和 16.45%。

虎年春节假期（腊月三十至正月初六），全国百家重点大型零售企业实现零售额 43.3 亿元，同比增长 24.45%，增速比上年高于 17.85 个百分点，其中 93%的零售企业零售额同比呈现正增长，一半以上企业的零售额增长达到 20%以上。根据调查对全国重点大型零售企业的调查，2010 年春节期间，全国百家重点大型零售企业的客流

量相比 2009 年没有呈现出较明显的变化，但客单价相比上年同期有明显增长，表明消费升级趋势得到延续。

分品类看，10 月份食品类实现零售额为 42.40 亿元，同比增长 31.09%；服装类零售额为 86.88 亿元，同比增长 25.73%；化妆品类零售额为 13.62 亿元，同比增长 26.98%；金银珠宝类零售额为 19.16 亿元，同比增长 35.1%；而家用电器类零售额为 20.7 亿元，同比增长 40.84%。

分品类看，11 月份食品类实现零售额为 39.22 亿元，同比增长 27.93%；服装类零售额为 102.57 亿元，同比增长 31.48%；化妆品类零售额为 12.66 亿元，同比增长 19.93%；家用电器类零售额为 12.76 亿元，同比增长 24.85%。

分品类看，12 月份食品、烟酒类零售额分别为 40.09 亿元和 7.53 亿元，同比分别增长 10.7%、14.27%；化妆品类零售额为 13.47 亿元，同比增长 8.92%；金银珠宝类零售额依然看好，为 18.73 亿元，同比增长 22.24%，服装类商品实现销售 111.13 亿元，同比增长 17.95%；家用电器类实现销售 17.72 亿元，比去年同期增长 22.34%。

图 3：2008 年全国重点大型零售企业零售额名义增速

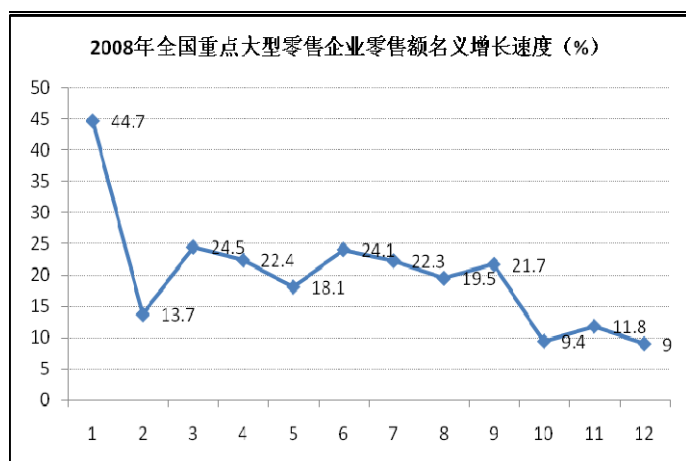
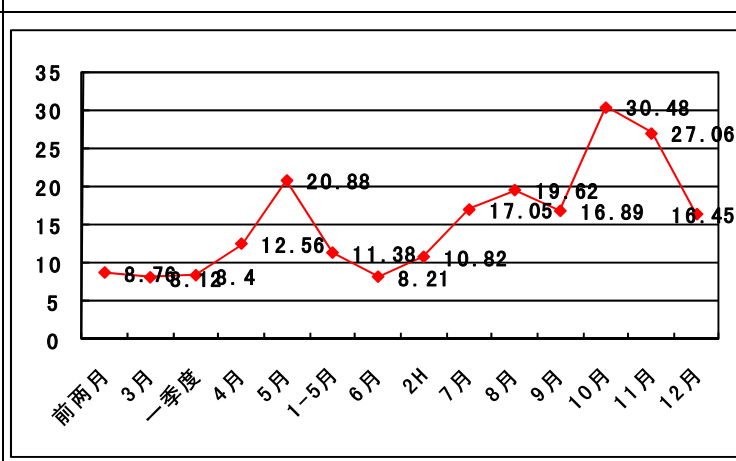


图 4：2009 年重点大型零售企业零售额名义增速



数据来源：中华全国商业信息中心、广发证券发展研究中心

表 2：全国重点零售企业 2009 年 1-12 月份主要商品销售增速 %

	Jan-09	2009 前两月	Mar-09	2009 1Q	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09
合计	34.46	7.01	8.12	8.4	12.56	20.88	9.33	17.05	19.62	16.89	30.48	27.06	16.45
食品类	41.15	1.64	7.96	6.86	7.56	17.01	7	19.47	20.57	33	31.09	27.93	10.7
服装类	36.39	8.44	6.55	8.21	11.1	18.8	13.54	15.63	23.96	20.76	25.73	31.48	17.95
化妆品类	36.6	13.76	16.74	16	15.89	18.51	16.23	20.39			26.98	19.93	8.92
金银珠宝	38.6	13.56	7.08	13.61	25.45	38.33	11.77	17.90		15.55	35.1		22.24
家用电器	15.79	-12.52	0.07	-3.8	16.82	14.22	13.5	20.77	15.76	7.31	40.84	24.85	22.34

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 5：2005-2010.02 消费者信心和消费者预期指数

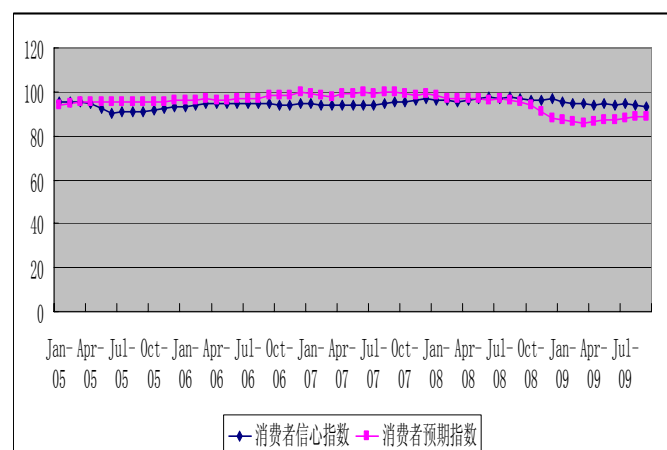
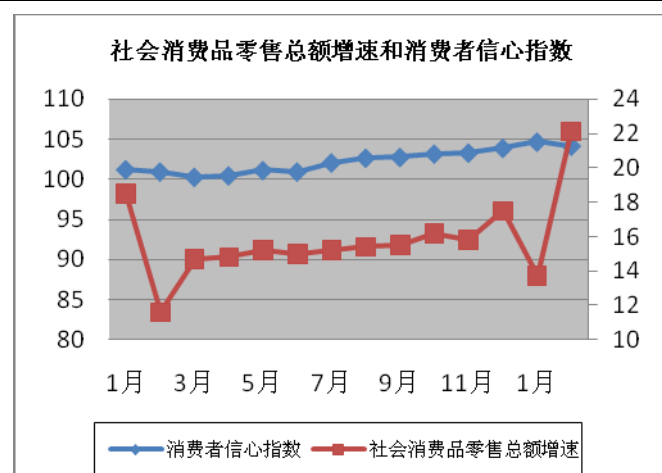


图 6：2009-2010.02 月度社会消费品零售总额和消费者信心指数



数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

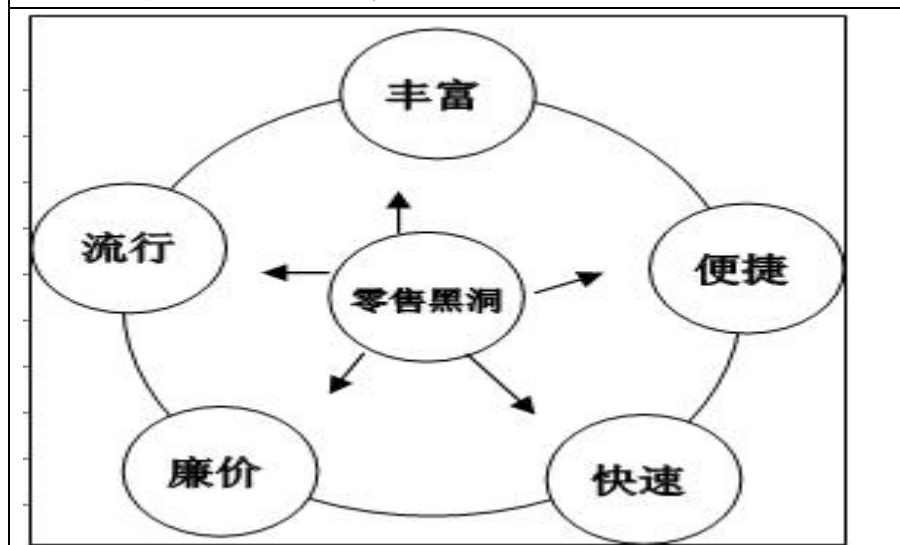
二、从零售企业的 5 个核心竞争力去挑选成长性个股

我们认为从行业的发展趋势来看，增长率仍然是决定公司能否给与高估值得决定因素，而且随着优质商圈的日益减少，外延扩张的难度加大，过去两年进行了扩张的公司，在战略上仍然是我们首先选择的对象。基于这个基础，我们认同美国威拉德.N.安德、尼尔.Z.斯特恩的观点，丰富、流行、便捷、廉价、快速是零售业核心竞争力的五个来源，各个零售企业不管获取五个中的任何一个，只要能将该领域做到极致，均能获得相应的核心竞争力，在市场竞争中处于“蓝海”范畴。通过这五个发展方向的分析，我们可以了解目前国内上市公司当前所处的市场位置和所选择的经营策略是否符合行业发展趋势。

“丰富”是当前大量百货可选择的最佳战略之一，选择这个战略无需企业对自身的资源及技能作多大的调整，只需结合企业自身的优势、资源及兴趣，在“绝对面积规模化”或“相对品类规模化”两个方面选择一条路即可，在与传统的所谓“流行百货”之间长期品牌的同质化、激烈的价格战相比，本战略通过产品线的逐步丰富以及与延伸，可通过购物、休闲、娱乐、文化等一体化的“齐全性”优势而获得消费者的青睐，采取绝对面积和相对品类规模化的上市公司主要有南京中商（在主楼旁边加盖，如淮安和徐州店）、中兴商业（在目前物业旁边推出第三期）、鄂武商（在

目前物业旁边购土地建设新的购物中心)、王府井(在北京百货大楼旁边新建北楼,扩大经营面积)。

图 7: 零售企业五种核心竞争力



数据来源: 美国威拉德.N.安德、尼尔.Z.斯特恩、广发证券发展研究中心

竞争优势来源之二: “便捷”。由于市场细分的加剧, 品牌大量同质化的影响, “便捷”成为某种类型百货的相对竞争优势。与“丰富”战略相类似, 我们认为“便捷”也有广义和狭义方面的区别, 广义上的“便捷”指的是相对其他商圈而言的, 对于本商圈周边及竞争商圈反方位的区域而言, 本项目的便捷性必然比竞争商圈强, 这也是为何许多新的商业项目在选址时, 要选择与老商圈对应方位的原因, 一是避开直接竞争, 二是对某区域客流进行拦截, 越来越趋近于顾客。狭义上“便捷”的意思在于, 更多的连锁商业集团, 迫于竞争的压力, 开始放弃核心商圈, 而选择了区域商圈甚至社区商圈开店, 这种战略特别适合那些拥有超市配套的商业企业, 如深圳的天虹、山东的银座、广州的广百等, 选择这种战略, 对那些购物中心、中心城区的百货而言, 鞭长莫及, 可有效避开与他们之间的竞争。当然, 除了这些绝对意义上的“便捷”以外, 交通的便利性也是便捷的一种表现, 一个是市中心拥堵的交通, 一个是城郊结合部便捷的交通、宽敞的停车环境, 后者对有车族来说, 其便捷性可能要大大超越前者。

竞争优势来源之三: “快速”。百货作为一个引领潮流的行业, “快速的发现变化并引领变化”绝对是行业的核心竞争力之一, 要做到“快速”的企业, 需要具备那些观念及技能呢? 首先这类企业一定要有创新以及冒险精神, 敢于尝试, 比如市场上一些新出的商品品类、品牌, 要敢于为天下先, 于行业觉察之前提前引进(比如连卡佛引进大量设计师品牌、均价在 6 位数的 IPONE 手机、迷你轿车等), 并且愿意支付一定的尝试成本, 而非四处询问竞争店哪个品牌业绩表现不俗; 其次, 除了有“快速”的意愿, 还得有快速的能力, 目前国内发达城市许多公司开始采取的“买手制”某种程度上就是在顺应这种趋势, 买手制本质上就是代表着顾客, 以最快的速度帮顾客买到适合自己, 而他人又未曾发现的超值物品。精明专业的买手、快速简短的进场手续, 机灵的调整退出机制, 都是保

证商场“快速”、获取竞争优势之宝。但国内百货企业的“快速”战略应用很少，这主要是与国内零售企业采取的联营模式有关，我们认为买手制的推行在国内仍有相当长的时间要走。

竞争优势之四：“廉价”。在“廉价”这个策略的使用者里面，存在着两种形态的“主动降价者”，他们都是基于“战略赢利”的角度，无时无刻不在通过主动降价来加速行业重新洗牌的商业企业。这些“战略赢利”的企业包括：利用资本手段通过购并实现快速扩张的企业，为了获得相应的规模及份额优势，这些企业不惜耗费高额的成本收购既有企业，又通过降价及微利的形式实现新市场的渗透，给许多区域经营、单店经营的企业带来巨大的价格压力。对于这一类企业来说，只要“局”能够布出来，在零售市场所花的代价，最终将由资本市场的溢价及放大来“埋单”；另一种企业是商业地产开发企业，这种企业为了提高商业物业的价值，宁可选择在商业市场进行让利，这种让利许多时候都是微利、持平甚至亏本在进行的，然而其最终也将通过物业的升值来偿还“廉价”的代价。可以选择“战略赢利”的上述这二种企业，都必须拥有庞大的资金实力（如茂业、百盛、银泰、新世界、万达等），这种企业的“廉价”很多时候都是市场价格战的始作俑者，犹如寒冷冬天里的雪狼，无时无刻不在期待着和对手通过体能战来消灭对方。但我们认为以上两种价格战不能带来行业的良好经营环境，我们倡导的“廉价”策略是通过供应链的协调及寻找细分市场机会以获取“廉价”优势的策略。简单来说，就是给顾客制造“赢”、“超值”的感觉，“超值”一方面可以理解为“超额价值”，另一方面可以理解为“超过顾客期望值”。

超额价值我们可以理解为百货公司经营的是大量质优价低的品牌商品，这需要公司的买手或招商人员对品牌及商品有丰富的知识及专业的眼光。超过顾客期望值，莫过于当前最红火的“OUTLETS”了，驰名世界的品牌，超乎想象的价格，令大量顾客为其心驰神往。以上海百联集团青浦 OUTLETS 为例，该店业绩连续三年持续增长，赢利能力排体系内前茅，“名品折扣”可以说是一块尚为开发的大市场，在当前大机情况下，大量品牌纷纷放下身段，步入折扣的行列，这是许多百货体系百年一遇的切入契机，当然，要想获得这块市场，庞大的资金实力、丰富的奢侈品品牌资源、专业的团队必不可少。目前准备进入奥特莱斯市场的主要有广州友谊和家润多。

竞争优势之五：“流行”。就“流行”这个核心竞争力而言，目前是百货企业努力转型的主要目标。我们认为，“流行”的战略定位可以分为两种，分别为“文化（也叫技术）流行”与“资源流行”。文化（技术）流行，指的是企业由于立地、实力等原因，无法在品牌资源、建筑实体等硬件方面引领流行、时尚，而只能在文化层面或技术层面达到“流行”的感觉，这种典型的代表如日系、台系的百货，由于在资本市场一般不如大陆商业集团那么有背景，因此其在商场的气氛活动、人文细节、商场文化等方面做的相对都比较到位。这类企业的典型代表有来雅百货、太平洋、大洋等。这种策略需要优秀文化及人才的支持。资源流行，指的是那种在奢侈品品牌资源方面占据有优势的百货商场，这些商场未必能在商场的流行文化方面做得如何，但由于有资金的支持，因此可以通过拥有这些

独有的奢侈品品牌而获得“流行”的竞争优势，因为这些品牌本身就“意味着流行”。这类企业的典型代表如杭大、美美、卓展等。

在此基础上，我们当然也需要关注这些企业的内在增长能力，而这就取决于他们的单店经营能力提升。目前国内零售企业单店经营提高营业收入主要有二个方面的发展趋势，即规模化与专业化，规模化的趋势又可分为几种，一种是直接从面积规模上的绝对扩大，如在原来的商场，旧楼加盖新楼，并添加了部分餐饮食品、休闲娱乐业态，直接向购物中心转型，期待利用产品线的延伸，通过“齐全性”获取竞争优势；还有一种面积规模无法绝对扩大的企业，通过减少品类数量，增加核心品类的规保模性来获取相应竞争优势，如逐步放弃了小家电、床品、童用等品类，而集中扩大了女装、女鞋、化妆品等品类的绝对面积，这种策略在市场细分明确、竞争比较充分的城市往往表现的尤为明显。专业化经营从目前市场各企业的表现来看，主要都是往“高端化”发展，大家都在竭尽全力地希望通过少数高端奢侈品品牌资源的获取，来赢得竞争优势，以满足客户需求，同时提高每平米销售额，在无法再提高客流的情况下，提高客单价。

综合上述核心竞争能力的分析，我们认为在以上五种竞争力中能够在两个以上方面做得非常好的零售企业主要有王府井、银座股份，他们两家有可能分别成为全国性连锁百货和区域性零售企业的龙头。

三、重点跟踪企业一季报前瞻

从国家统计局公布的限额以上企业来看，今年前 1-2 月份扣除汽车、家具、石油和建筑材料等的销售增速为 21.56%，如果再扣除药品和文化办公用品的销售增速为 22%。

根据我们对部分重点零售企业 2009 前两个月销售情况的了解，大部分企业经营情况良好，大部分企业在没有大型促销的情况下，销售增长幅度良好，从地区分布来看，由于去年基数效应和消费者消费弹性较大等因素，华南百货业普遍上升幅度较大比如华南地区百货业中，广州友谊收入增长 40%，广百股份收入增长 25%，同时毛利率与同期相比也有所回升。而华中地区百货，如家润多收入增长超过 30%，鄂武商收入有两位数增长，同时毛利额增幅好于毛利率增幅；西北地区百货，如新华百货业务有超过 30%的增长，超市 20%的增长，毛利率基本稳定；全国性连锁百货王府井春节期间销售分别较同期增长 25%，比如春节期间成都、长沙、西宁、包头 2 的销售增幅都在 40%以上。而新开店中的太原店经营理想，元月份实现销售 7022 万元。

而连锁经营企业中，前两个月武汉中百销售增长 18%，同店增长为 5%，步步高销售增长 15%，同店增长 5%。连锁家电企业苏宁电器销售增长 50%，同店增长约为 30%。通程控股家电业务销售增长超过 30%，连锁珠宝企业潮宏基 1-2 月份销售增长 50%，其中同店增长约为 40%。

从我们重点跟踪企业来看，一季度销售能超出预期的有主要是百货企业 and 专业连锁公司，我们预计净利润增长超过 50%的公司主要有通程控股（100%以上）、潮宏基（60%-70%）、苏宁电器（80%-100%）、家润多（40%-50%）。

净利润增长超过 20% 的公司主要有王府井（30%-35%）、广百股份（25%-30%）、新华百货（20%-25%）、广州友谊（20%-25%）、人人乐（20%-25%）武汉中百（20%-25%）。

四、投资策略

（一）投资组合建议

目前行业估值水平处于历史均衡水平，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。

我们建议投资者的组合，以成长性股票如潮宏基、银座股份、王府井、重庆百货、新华百货、广百股份、广州友谊、豫园商城等作为基本配置，同时以弹性较大的中小市值公司，且处于国家规划的振兴区域中，同时近期有股价触发因素的公司作为弹性配置，以提高组合的弹性，可供选择的投资标的如下表所示。目前阶段我们重点推荐通程控股和商业城。

表 3：小市值公司的投资机会

	证券简称	总市值 (亿元)	所处国家规划 经济区域	潜在机会或业务增长点
1	汉商集团	14.12	武汉经济圈	大股东 6.32 元定向增发注入土地资产
2	长百集团	19.20	长吉图概念	被收购重组
3	南宁百货	19.51	北部湾	被收购重组
4	宝商集团	19.00	中西部地区	高铁配餐
5	西安民生	23.46	中西部地区	系统内商业整合平台
6	商业城	23.50	辽宁沿海	业绩在 2011-2012 年释放
7	武汉中商	26.73	武汉经济圈	潜在被收购对象
8	兰州民百	28.11	中西部地区	大股东有注入资产预期
9	杭州解百	27.56	长三角地区	2012 年有新增商业面积，业绩释放
10	渤海物流	25.74	津滨新区	黄茂如控制
11	通程控股	33.73	长株潭经济区	2010-2011 年业绩释放，
12	北京城乡	31.2	京津冀	PB 低
13	百大集团	36.2	长三角地区	转型为商业地产
14	东百集团	35.80	闽西经济区	参与西部开发
15	中兴商业	36.96	辽宁沿海	2011 年业绩释放

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

(二) 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。虽然北楼 2-4 楼要进行大修，但我们预计对公司净利润影响不会超过 2000 万元。同时公司还签约了鄂尔多斯、北京大兴、郑州郑东新区、唐山文化广场等门店，为公司未来的长期发展奠定了基础。

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，我们维持买入评级和目标价 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，同时公司已经完成向大股东定向增发，价格锁定在 22.52 元，同时收购的资产盈利能力极佳，是攻防兼备的品种。我们预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.60、1.00 和 1.30 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

报告期内，公司实现营业收入 46.31 亿元，实现归属于公司股东的净利润 1.66 亿元，与 2008 年度调整（因同一控制下的企业合并而发生的报表数据调整）前相比，分别增长 44.68% 和 15.64%，与 2008 年度调整后相比，分别增长 8.84% 和 2.05%。业绩增速低于预期，主要是新大新整合效应尚未体现，且公司 09 年加速外延扩张，门店开办费较多，且短期门店亏损所致。

2010 年，公司的整体工作目标是以推动企业快速健康发展为主线，着力抓好网点拓展工作，着力抓好销售工作和管理提升工作，公司主要工作为力争新开三个网点。推进成都、武汉项目高质量顺利开业。同时继续加大同行并购力度，积极对外发展。公司将寻求新的门店投资或收购项目，择机向省内外其他城市发展，提升公司竞争力，实现规模快速扩张。公司计划在适当的时候通过证券市场筹措资金以满足发展需要。

考虑到公司新开门店较多，培育期可能较我们预期更长，我们调整了公司 2010-2011 年盈利预测，下调 EPS 至 1.24 和 1.65 元，预计 2012 年 EPS 为 1.98 元。但我们仍然看好公司逆势扩张的战略眼光和内部管理提升的能力，相信公司未来有能力实现成功的跨区域扩张。维持买入评级，调整目标价至 37 元。主要风险在于门店培育期拉长，亏损幅度超出预期

重庆百货

公司09年实现营业收入73.12 亿元，同比增长13.89%；实现利润总额1.82 亿元，同比增长0.73%；实现净利润1.59 亿元，受技改抵免所得税的影响，同比下降3.69%。尽管公司在09年加大了促销力度，但由于公司2009 年公司推进资源整合和品牌结构调整，使得公司毛利率较08年提升了0.04个百分点。公司净利润率较08年下滑0.4个百分点，主要是由于公司国产设备抵扣所得税减少，使得所得税率大幅提高。其次，公司费用率较08年增加了0.46个百分点，其中管理费用率提高幅度较大，提高了0.44个百分点。但公司通过落实狠抓扭亏、减亏、控亏的措施，全年实现1 家商场扭亏，6 家商场大幅减亏，使得营业费用下降了0.1个百分点。

重庆百货2010年业绩目标为销售收入79.75亿元，增长9.07%，原预测值为77.77亿元，新目标较原预测值高2.55%，费用目标10.85亿元，增长15%，高于销售目标增长幅度，我们认为主要是考虑了购并的成本。合并新世纪后，新重百网点布局已进入40 个区县的33 个，将是目前重庆地区网点数量最多、覆盖区域最广的商业连锁企业。初步形成以主城为核心，以重庆区县为补充，以区外市场为动力的网络格局。08年市场份额为7.71%，未来仍有持续提升能力。

我们预计整合后新重百2010-2012年EPS为1.49、1.70和2.03元，我们看好购并后的整合效应，以及西部地区的消费快速增长趋势，维持买入评级和年内目标价50元。

通程控股

公司的主营业务为零售、酒店管理和综合投资业务。其中零售业务占公司销售收入 88%，并贡献公司一半以上的净利润。其中公司的零售业务主要由金色家族名品中心、购物广场和通程电器三块构成。而酒店业务主要包括五星级的商务型通程国际大酒店、五星级的同升湖通程山庄酒店、09 年开业的宁乡温泉酒店、10 年拟开业的红星商务酒店以及向集团收购的麓山宾馆。过去二年公司进行了大量的项目投资，新开 3 个购物中心，近 15 家电器门店、3 家酒店，大量的投资使得公司 09 年营业收入较 06 年增长了 1 倍，但前期的亏损使得公司净利润较 06 年仅增长了 6%。随着公司业务规模的扩大，公司认识到不能仅仅只追求规模的扩张，更要重视当期利润增长与规模扩张的平衡，因而公司未来会更加重视内部管理水平提升和协调，提高公司业务的盈利水平，基于此，公司提出 2012 年营业收入要较 2009 年翻番，同时净利润增长率要高于收入的增长率，在此基础上实现公司市值的扩大。

公司目前拥有7 家百货及购物中心门店（含一家拟开业门店），包括金色家族3 家（主营精品百货及折扣店），通程商业广场4 家，营业面积超过15 万平米，未来每年拓展1-2家购物广场项目基础上，2010年百货和购物中心业务收入增长50%以上，达到9个亿，随着浏

阳的扭亏，预计净利润3500万元。超市4个店，09年营业收入1.5亿左右，亏损1000万，预计10年能略有减亏。超市业务公司主要考虑为购物中心配套所用，如果持续亏损，公司将果断退出该业务。

通程电器目前在湖南省内共拥有42家门店，09年新开9个电器店，搬迁1家，07-09年可比门店增长率有10%。受益于以旧换新、家电下乡等国家刺激家电消费的政策和公司强化利润考核，公司电器业务09年实现的营业收入超过14亿元，同比增长30%以上，净利润约3700万。公司计划2010年新开8-10家门店，主要布点在湖南的二、三线城市，2010年计划营业收入同比增长20%，考虑到规模效益，净利润增长将超过40%，预计净利润4500万元以上。从我们调研的东塘店来看，该门店1-2月份收入增加了1500万，该收入增长水平，在公司门店系列仅排在第十左右，受益于毛利率快速提升，该门店前两个月净利润较去年同期增长了90%。

综合公司各个业态的规划，我们预计未来三年零售业务收入复合增长率在30%以上，净利润增长率在40%以上。

不考虑宁乡温泉酒店的亏损，公司酒店业务的净利润率在10%左右，09年净利润为2000万元，10年新收购的麓山宾馆可为公司贡献500万以上的净利润，而同升湖可扭亏为盈，预计净利润在200万左右，从目前温泉酒店的经营情况来看，温泉酒店可减亏2000万元，同时考虑红星商务酒店亏损300万以内，基于此综合测算，2010年公司酒店业务能贡献约400万的净利润。

公司目前的投资业务主要是持有典当公司84.41%的股权和长沙商业银行约3000万股权。典当公司目前典当余额为1个亿左右，09年预计可贡献3000万收入，1900万净利润，公司还计划在10年扩大典当业务规模，预计典当余额可增加至1.5亿，10年预计营业收入4500万，净利润3000万元。同时公司还拥有各种可综合开发土地约800亩，公司既可以结合现有主业，自主开发，也出售获取投资收益，使得公司业绩的弹性大大提升。

由于公司自身有较为强烈的业绩改善动力和业绩持续增长的能力，我们预计公司2009-2011年EPS为0.16、0.33和0.49元，目前股价对应业绩有较好的安全边际。同时我们认为公司地处长株潭经济圈，零售和酒店业务均将受益于国家各种消费政策，而公司目前市值约33亿，属于行业中的中小市值公司，市销率1.13，居于行业中端，在主题投资概念下，属于安全边际较高的公司。综合来看，我们认为在当前投资风格下，公司具有较大的投资机会，给与买入评级，目标价15元。后续我们将推出更为详细的报告。

新华百货

报告期内公司实现营业收入 323,556 万元,同比增长 14.55% , 归属于上市公司股东的净利润 19,172.48 万元,同比增长 77.45%, EPS1.11 元,超出市场预期,体现出公司良好的经营能力。公司毛利率较 08 年年大幅提升,主要受益于公司零售规模的扩大和母公司毛

利率的提升。母公司 09 年度未进行大型促销,使得毛利率提升了 1.3 个百分点至 18.05%。扣除母公司毛利率因素,子公司毛利率基本平稳。公司管理费用率较 08 年大幅下降了 1.56 个百分点,主要是由于公司 09 年装修费用较少,同时管理层奖励基金计划在 08 年结束,今年未再提取管理层激励基金所致。

公司将继续深入强化本公司区域强势商业店品牌的打造,致力于新商圈的构筑建设与原有商圈的巩固发展,百货店将全力做好新开店面的培育,超市及家电将继续加强营销网点布局,力争新开 5-10 家各类店铺。公司储备的门店包括拟租赁建发现代城地下一层(部分)及地上一至六层,租赁面积约 4 万多平方米。同时为适应未来配送业务需要,新华百货连锁超市有限公司拟购买银川市金凤区土地约 150 亩左右作为新物流用地。

我们上调 10-12 年的 EPS 至 1.35、1.69 和 1.99 元。公司业绩确定性和管理层增持提供了很好的安全边际。同时我们认为公司在区域市场仍有极大的拓展空间,使得公司将保持较快的增长。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 35 元,对应 10 年 25 倍 PE。

家润多

春节期间七天公司销售增长了 46%,春节(初一到十五)公司销售增长超过 40%,旗下门店如友谊商店销售增长超过 50%,东塘友谊增长超过 38%,春天百货销售增长超过 40%,家润多百货销售增长超 100%。异地店中常德店和郴州店销售增长略低于长沙市场。从 1-2 月份销售来看,预计增速超过 25%,我们预计净利润增速将超过 40%。

公司拟改变募集资金项目,不再对阿波罗商业广场进行大规模改造,但在去年三季度该门店新增了 1 万平米经营面积,去年国庆节开业,销售情况日益理想,今年 1-2 月份销售增幅在 30%以上,内生增长在 10%左右。阿波罗商业广场停止改造,我们原 2010 年盈利预测中估计该门店改造将对公司业绩造成比较大的影响,预计减少公司净利润在 1000 万元以上,目前来看,不改造只调整的方案还可新增公司净利润在 500 万元以上,增进 EPS0.025 元。公司去年三季报还收购了服装品牌代理公司,该公司三季报实现收入 2527 万元,净利润约 400 万,预计 2010 年可实现收入 10000 万元,净利润 1500 万元,增厚 EPS0.075 元,这两块可增厚公司 EPS0.10 元。

该项目地理位置优越该项目位于长沙芙蓉路和韶山路交界处,毗邻野生动物园,距长株潭市区半小时车程。项目占地 267 亩,建筑面积 12 万平米,引入餐饮和影院,6 万平米做商业,6 万平米做其它配套,打造成购物休闲城。公司预计固定资产投入 2 亿元,土地租赁成本为 600 万。奥特莱斯店将参照上海奥特莱斯的形式,公司将采取与百联合作或者聘请该公司管理人员进行管理的方式,以解决一线品牌折扣店的招商问题。但考虑到广州友谊的奥特莱斯项目也将在 2011 年开

业，我们预计该项目商业上前期还是会以国内品牌折扣店为主，同时强化休闲、餐饮和影院配套，将成为长株潭地区的购物休闲城，考虑2010年开办费和折旧等因素预计亏损1000万以内。

春天百货地处五一商圈，该店后半部分有部分物业在棚户区内，预计土地面积为2000平米，公司考虑将该面积收购并对春天百货进行扩建，预计商业部分可增加20000万平米面积，同时还有部分写字楼供应。建成后，写字楼出售收益可以弥补商业部分折旧和摊销。春天百货进入上市公司方案尚未确定，考虑到大股东持股比例不高，且未来有一定的减持需求，基于此，我们估计向大股东定向增发的概率较大。尽管管理层已经在集团持股，但在上市公司层面，公司仍然会考虑采取合适的方式对管理层进行激励，以进一步强化管理团队与流通股股东利益一致。

我们预计公司2010-2012年EPS为1.00、1.31和1.60，净利润复合增长率30%。长沙独特的消费文化和逐步提高的消费能力，将使得公司内生增长保持快速提升态势，同时公司的奥特莱斯、春天百货改造等项目将使得公司未来外延扩张的弹性较大，且未来公司在湖南二线城市仍然有足够的扩张空间，公司股价回落至32元附近，长期投资价值已经开始显现，且公司持有的长沙商业银行股权等隐性价值(每股2元)也未充分体现。我们认为公司一季报超预期的概率很大，激进的投资者可以把握短期的交易性机会，而对于长期投资者而言，七月份有6000万股小非减持，那时应该是长期投资者较好的买入时点。

苏宁电器

2009年公司实现营业总收入583.00亿元，比上年同期增长16.84%；实现营业利润38.75亿元、归属于母公司净利润28.90亿元，比上年同期分别增长30.72%、33.17%。受行业增速放缓影响，公司新增门店数量下降。公司09年新进入地级以上城市22个，新开连锁店182家，净增加门店129家，较05-08年期间新增门店增速明显放缓。但全年可比门店增速呈现前低后高，使得全年可比门店增速为6.98%。同时毛利率提升和费用率下降导致公司净利润率5.13%达到历年新高。

基于宏观经济稳步向好，市场信心恢复上升，且一系列针对家电行业的拉动内需政策将延续，“家电下乡”限价提高、“以旧换新”计划在全国范围内推广，“节能惠民补贴”深化推进；但房地产市场处于调整期，由于基数因素，我们预计全年同店销售增长呈现前高后低的特征，预计全年同店在10%左右。公司预计全年新增200家传统门店，净增加150家门店，新增面积约60万平米，同时在经济较发达的县镇新增200-300家县镇店，新增面积约25万平米。

我们预计公司2010-2012年EPS为0.94（包含土地出让收益约0.10元）、1.01和1.21元，剔除投资收益，目前股价对应21倍、16和14倍PE，低于行业平均估值，虽然公司步入稳定发展期，但公司

作为行业龙头仍将长期受益于行业发展，我们认为作为行业市值最大的公司，公司仍然值得机构投资者重点配置，分享消费行业的快速增长。

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	1.3	1.72	31.22	25.22	19.06	买入
3368.hk 百盛集团	0.35	0.45	0.55	38.29	29.78	24.36	买入
600631 百联股份	0.38	0.5	0.55	46.84	35.60	32.36	买入
600694 大商股份	-0.1	1	1.3	-377.90	37.79	29.07	持有
综合超市							
000759 武汉中百	0.38	0.4	0.5	27.61	26.23	20.98	买入
8277.hk 物美商业	0.4	0.5	0.63	36.80	29.44	23.37	买入
002251 步步高	0.62	0.77	0.95	42.90	34.55	28.00	持有
002336 人人乐	0.57	0.78	0.98	52.46	38.33	30.51	交易性机会
0980.hk 联华超市	0.7	0.8	0.9	36.00	31.50	28.00	持有
区域零售							
600858 银座股份	0.63	1	1.3	43.30	27.28	20.98	买入
600280 南京中商	0.3	0.9	1.2	78.77	26.26	19.69	买入
600875 新华百货	1.11	1.35	1.69	38.93	32.01	25.57	买入
002277 家润多	0.78	1	1.25	44.12	34.41	27.53	短期交易性机会，长期买入
600729 重庆百货	0.9	1.49	1.7	42.37	25.59	22.43	买入
002187 广百股份	0.98	1.25	1.7	31.26	24.50	18.02	买入
600655 豫园商城	0.7	1	1.15	39.39	27.57	23.97	买入
000419 通程控股	0.15	0.35	0.45	66.00	28.29	22.00	买入
专业连锁							
002024 苏宁电器	0.63	0.94	1.01	29.00	19.44	18.09	买入
002345 潮宏基	0.71	1.05	1.35	64.37	43.52	33.85	买入

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

按3月18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

零售行业春节销售跟踪	欧亚菲	2010-02-23
零售业 2009 年 4 季度策略	欧亚菲	2009-09-21
零售行业 2009 年中期策略报告	欧亚菲	2009-06-25
经济复苏中优选弹性大的百货公司	欧亚菲	2009-05-27
零售业 (010811)	欧亚菲	2009-05-04

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。