

行业报告

零售行业：关注低估值和区域龙头品种

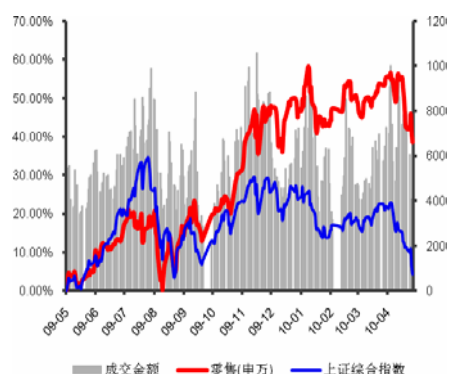
商业零售

2010年5月11日

投资评级：中性

——商业零售 2009 年报与 2010Q1 季报分析

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

组长：张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

梁海

电话：0510-82832380

 Email: liangh@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

投资要点：

收入增速仍处于历史低位，二季度增速可能放缓。2001 年以来，全行业上市公司整体收入逐年增加，但收入增速近三年有明显回落，由 05 年的 29.58% 逐年下降至 09 年的 13.56%。与营业收入近三年增速连续下滑不同，营业利润增速在 09 年率先大幅反弹。10 年 Q1 单季度净利润创历史新高，但净利润增速有所回落，二季度继续回落的可能性较大。

行业估值水平位于 05 年以来历史中枢附近。零售行业 05 年以来 PE 的历史中值为 32.69 倍，当前行业整体 PE 为 27.06 倍；行业 PS 的历史中值为 1.06 倍，当前行业整体 PS 正好为 1.06 倍。在市场整体估值中枢不断下移的背景下，估值处于历史中枢附近的零售行业估值重心向下的牵引力较大，加上二季度行业增速放缓，行业估值向上拓展动力不足，故给予行业“中性”评级。

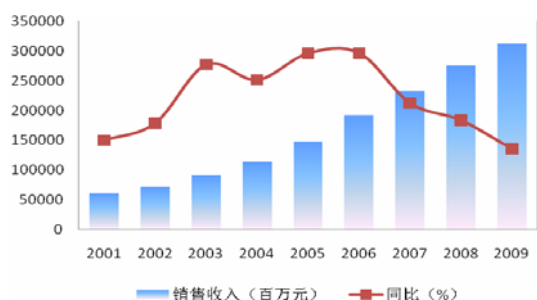
建议关注低估值和区域龙头品种。（1）低估值优势品种中我们推荐处于历史估值底部的苏宁电器，即将突破发展瓶颈的大厦股份，估值拐点将现、市值成长空间巨大的华联综超；（2）区域龙头品种中我们推荐扩张有序、业绩持续超预期的新华百货，业绩持续高增长的区域家电龙头通程控股。

收入增速仍处历史低位，二季度业绩增速可能放缓

商业零售行业销售收入增速仍处于历史低位。2001年以来，全行业上市公司整体收入逐年增加，但收入增速近三年有明显回落，由05年的29.58%逐年下降至09年的13.56%，为01年以来的历史最低点；其中，从细分子行业来看，超市、家电及电子消费和金饰等连锁业态的细分子行业销售收入增速高于行业平均水平，主营是与连锁业态子行业具备更强的外延式扩张能力有关。

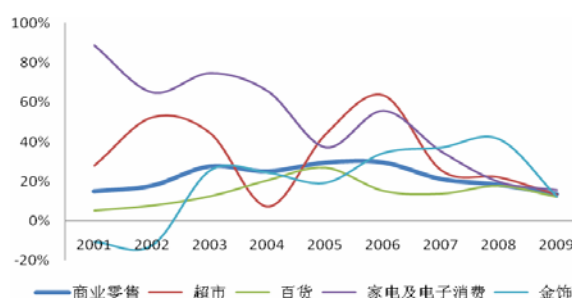
从03-10Q1的季度数据来看，行业整体销售收入具有明显的季节波动性，二季度收入一般均为全年的低谷，三、四季度逐渐递增；受金融危机影响，08年四季度行业收入增速骤降至03年来历史最低点4.85%，但在国家刺激消费政策等有利因素推动下，至09年四季度已回升至34.48%的增长水平，恢复至历史中值上方。10年一季度收入增速有所回落，考虑到低基数效应的减弱，以及收入增速二季度略低于一季度的情况居多，10年二季度收入增速可能会继续小幅回落，但仍将维持在历史中值水平附近。

图1：销售收入增速仍处于历史低位



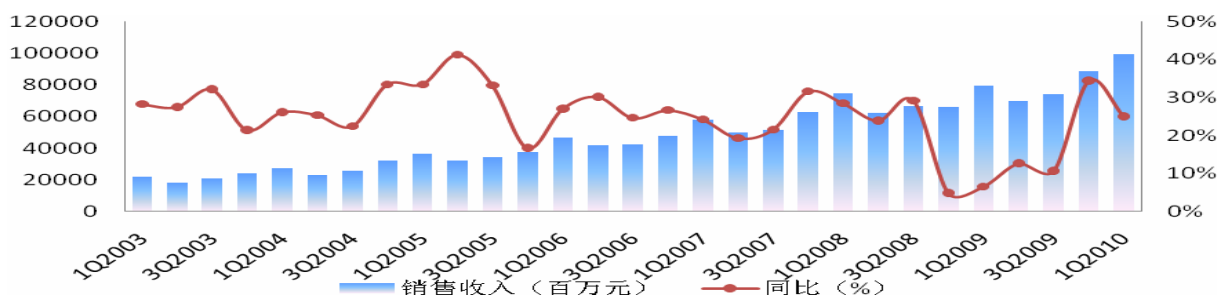
数据来源：Wind，国联证券研究所

图2：超市和家电等连锁类子行业收入增速高于全行业平均水平



数据来源：Wind，国联证券研究所

图3：收入的季节波动性特征显著，二季度一般为全年低谷



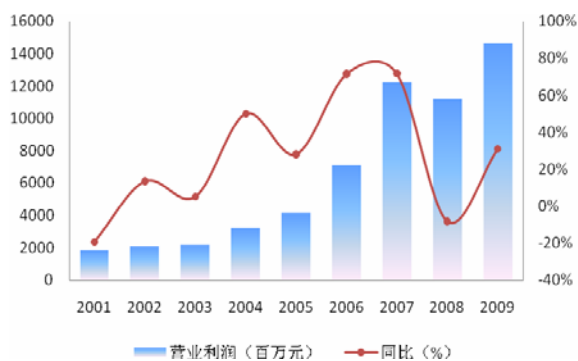
数据来源：Wind，国联证券研究所

与营业收入近三年增速连续下滑不同，营业利润增速在09年率先大幅反弹。商业零售行业营业利润增速在08年有非常明显的下降，由07年的71.61%骤

降至 08 年的-8.20%，主要可能是由于金融危机影响下，零售企业打折促销力度明显加大导致毛利水平明显下降所致；其中，各细分子行业中，金饰子行业的营业利润弹性最大，在 08 年金融危机中受影响也最为明显（营业利润增速由 07 年 162.68%迅速降至 08 年的-50.11%），但同时在 09 年的业绩复苏中受益也最为显著（营业利润增速由-50.11%回复至 67.54%）。

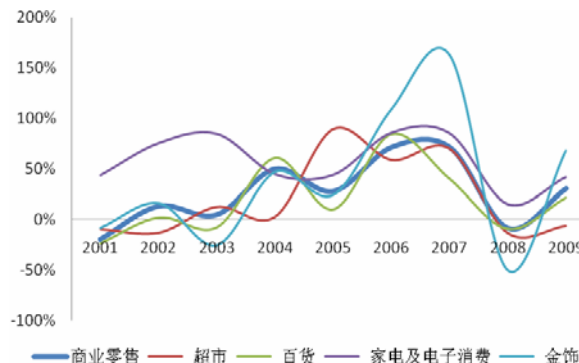
从 03-10Q1 的季度数据来看，营业利润增长也同样具有明显的季节波动性，三季度一般为全年的低谷，一季度为全年的高点；考虑到 09 年二季度营业利润增速反弹幅度较大、低基数效应减弱，10 年二季度营业利润及其增速均有可能有所回落。

图 4：营业利润增速 09 年大幅反弹



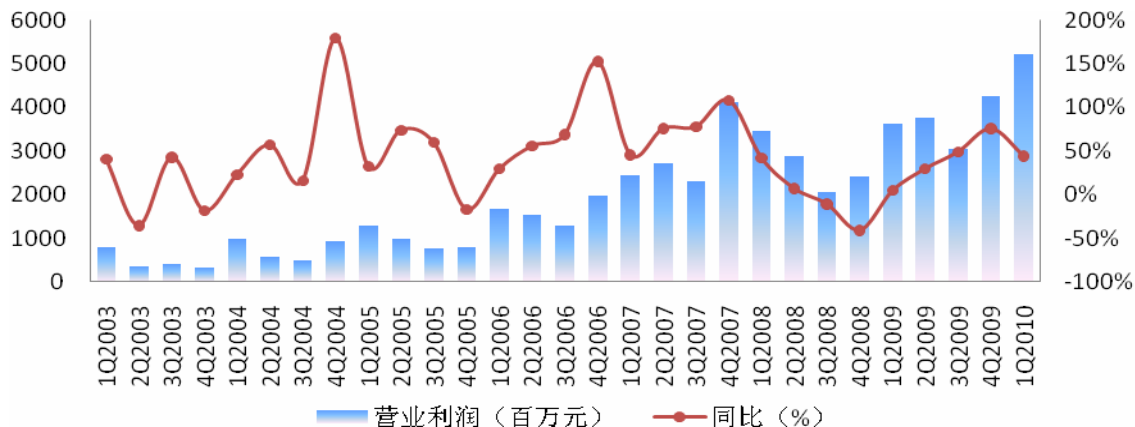
数据来源：Wind，国联证券研究所

图 5：金饰的营业利润弹性最大



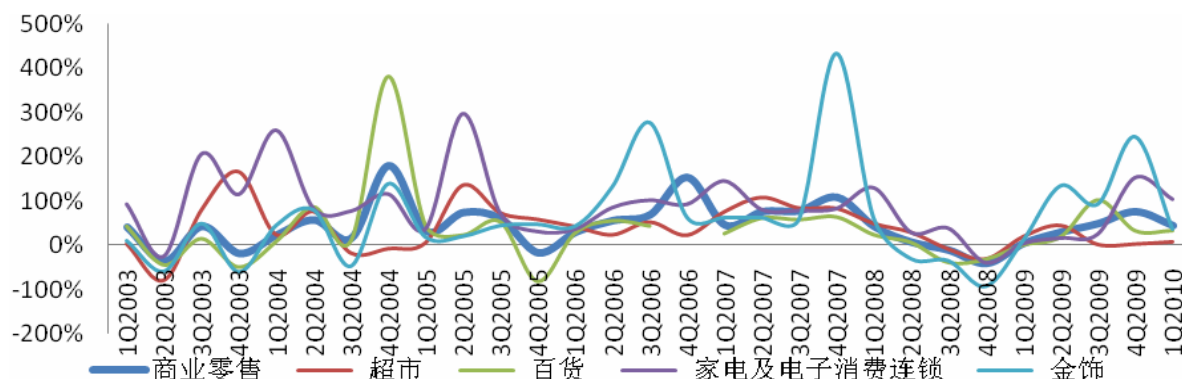
数据来源：Wind，国联证券研究所

图 6：营业利润季节波动性特征显著，三季度一般为全年低谷



数据来源：Wind，国联证券研究所

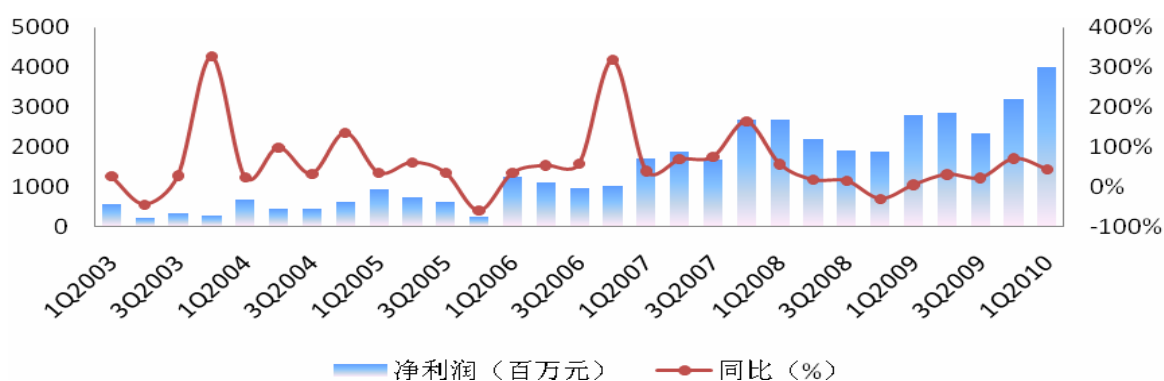
图 7: 各细分子行业的营业利润增速情况



数据来源: Wind, 国联证券研究所

10 年 Q1 单季度净利润创历史新高，但净利润增速有所回落，二季度继续回落的可能性较大。金融危机影响下，2008 年四季度行业净利润增速跌至 06 年以来最低谷，同比下降 30.51%；09 年以来随着行业景气回暖，净利润增速逐步回升，并在 10 年一季度创出单季度净利润历史新高 40.05 亿元，但净利润增速有较为明显的下滑（由 70.39% 下降至 43.29%）。考虑到历史上几乎没有出现过净利润增速超过四个季度连续增长的情况，我们认为自 09 年一季度以来的净利润增速持续恢复的态势可能会在今年 2 季度继续修正，加上低基数效应的减弱，二季度净利润增速将可能比一季度继续有所回落。

图 8: 10 年 Q1 单季度净利润创历史新高，但净利润增速有所回落



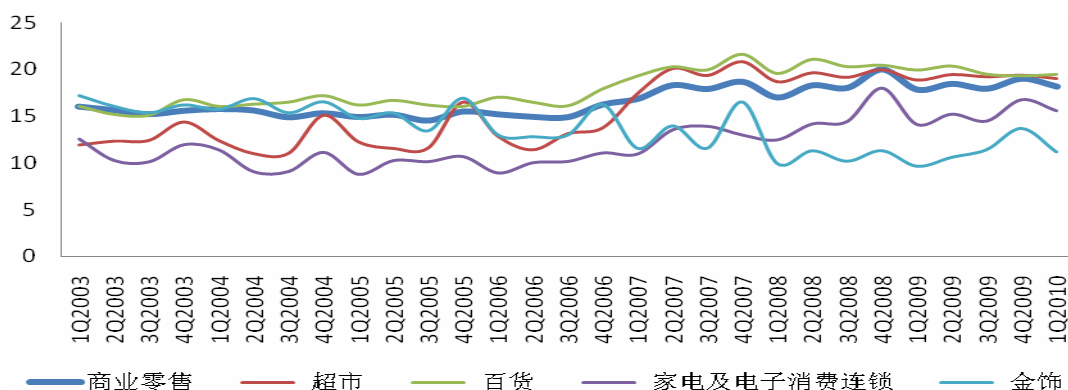
数据来源: Wind, 国联证券研究所

盈利能力分析

毛利率: 行业毛利率水平上升；细分子行业中百货始终高于行业平均水平，超市和家电不断提高，金饰趋于下降。2003 年以来，行业毛利率中值由 15% 左右逐渐提升至 18% 左右，整体毛利率水平提升明显，其中金融危机爆发时的 08 年四季度达到 20.04% 的历史高位，10 年一季度回落至 18.18% 的中值水

平附近。细分行业来看，百货子行业的毛利率水平几乎始终保持高于行业平均水平，由 03-06 年间平均 16.5%左右的均值水平提升至 07-10Q1 间平均 19.50%的均值水平；超市、家电及电子消费的毛利率水平也保持整体向上的态势，其中超市子行业自 07 年起毛利率水平持续超越行业平均，10Q1 维持在 19.05%的水平，考虑到 10 年 CPI 将可能继续走高，超市行业将从中受益而进一步提升行业毛利率；金饰子行业则由于近年来黄金价格的持续高位运行而毛利率水平整体趋于下降，目前维持在 10%-11%左右，比 03 年 17%左右的水平有明显下降。

图 9：百货毛利率始终高于行业平均水平，超市和家电毛利率不断提高，金饰毛利率整体趋于下降



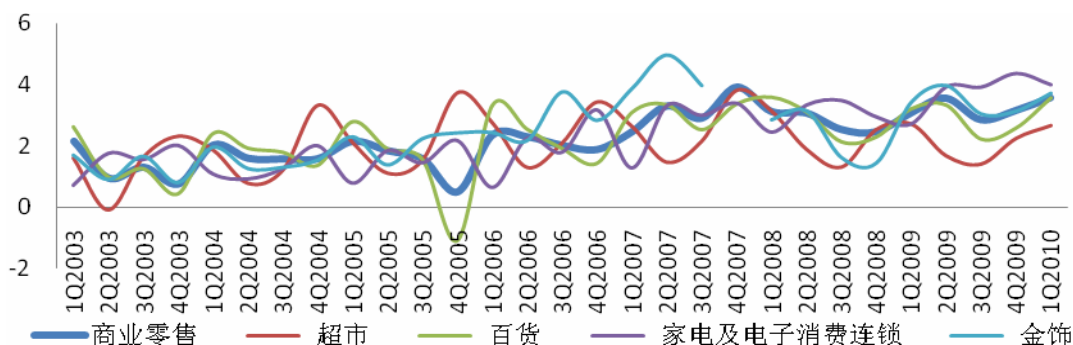
数据来源：Wind，国联证券研究所

销售净利率：行业销售净利率水平逐渐提高；细分子行业中，09 年以来家电和金饰子行业销售净利率超越行业平均水平，百货和超市低于行业平均水平。行业销售净利率整体处于上升趋势中，已由 03-06 年平均 1.60%-2.00%的水平提升至目前平均 3.00%左右的水平。09 年以来，各细分子行业中家电和金饰子行业销售净利率维持高于行业平均的水平；尽管百货和超市低于行业平均水平，但 09 年三季度以来均有明显回升，至 10Q1 季度已分别回升至 3.56%和 2.66%。其中值得关注的是，超市子行业的销售净利率季节波动性十分显著，一般二季度为波动谷底，四季度为波动谷峰，以此来推断，二季度超市子行业销售净利率回落的可能性较大。

此外，值得特别指出的是：金饰行业中，新上市的潮宏基由于市场定位（K 金首饰）独特，不同于另外两家金饰上市公司老凤祥和豫园商城，其毛利率水平近年来提升迅速，由 06 年的 20.68%快速提升至 09 年的 38.25%；销售净利率水平也显著高于行业平均，由 06 年的 9.23%提升至 09 年的 15.49%，远高于行业平均 3%左右的销售净利率水平。但由于所占权重远小于豫园商城和老凤祥（以 09 年营业收入计，仅有这两家的 5.24%和 6.87%），故在行业

毛利率和销售净利率表现中未得到充分体现。

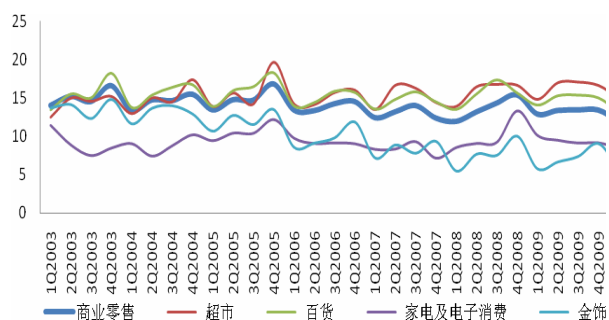
图 10: 09 年以来家电和金饰子行业销售净利率超越行业平均水平, 百货和超市低于行业平均水平



数据来源: Wind, 国联证券研究所

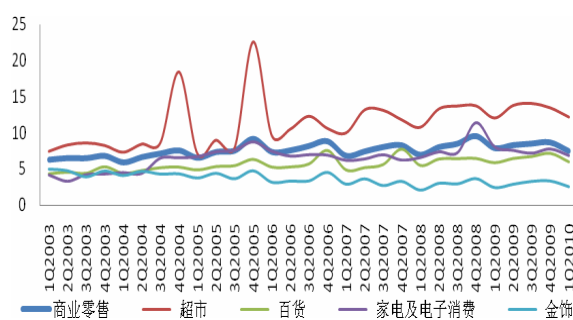
期间费用率: 长期来看 (03 年至今) 期间费用率稳中有降, 其中销售费用率逐渐上升, 管理费用率和财务费用率稳步下降。2003 年以来, 零售行业期间费用率保持稳中有降, 由 03-05 年 14%-16% 的平均水平降至 09 年的 13% 左右, 10Q1 季度更是降至 11.93%; 但考虑到历史上二季度普遍比一季度期间费用率高, 故 10 年 Q2 季度有所上升的概率较高。期间费用“三费”中, 长期来看管理费用率和财务费用率稳步下降, 而销售费用率逐渐上升; 就 08 年至今短期趋势来看, “三费”均在 08Q4 季度达到阶段性高点后开始回落。

图 11: 全行业期间费用率水平 (%)



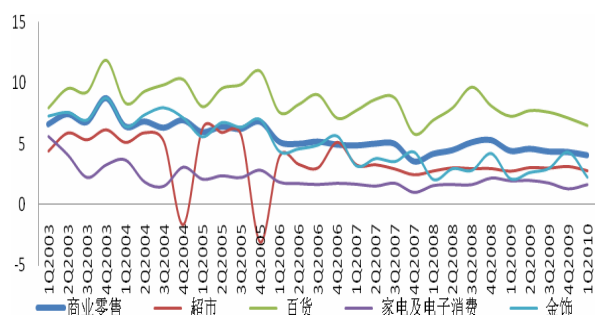
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 12: 全行业销售费用率水平 (%)



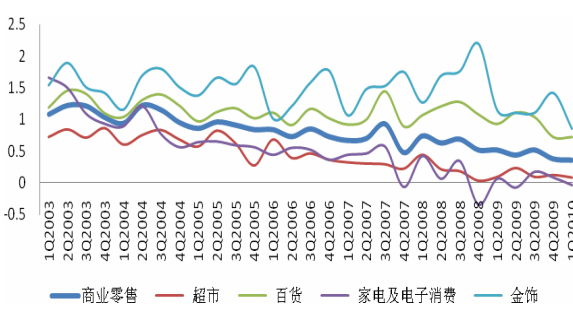
数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 13: 全行业管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 14: 全行业财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

资本结构与偿债能力：偿债风险较低

债务结构相对稳定，偿债能力持续改善。06-09 年行业资产负债率保持连续小幅回落，稳定维持在 60% 左右水平；以流动比率和速动比率衡量的偿债能力也逐年提高，行业整体债务风险逐渐降低。

表 1：资产负债率稳定在 60% 左右（整体法，%）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
商业零售	54.40	53.78	56.18	57.53	60.84	61.46	61.05	60.47	60.43
超市	40.42	46.03	48.64	49.26	55.31	56.00	57.60	56.22	58.04
百货	51.38	53.17	54.31	54.50	57.33	58.01	58.63	60.38	60.19
家电及电子消费	84.48	55.35	63.68	68.85	70.96	68.59	66.67	59.58	61.40
金饰	53.94	47.83	52.29	53.42	53.47	51.65	53.04	57.66	54.63

数据来源：Wind，国联证券研究所

表 2：流动比率近三年保持增长态势（整体法）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
商业零售	0.84	0.83	0.83	0.78	0.78	0.81	0.85	0.85	0.94
超市	1.02	1.00	0.97	0.97	0.86	0.87	0.99	1.09	1.11
百货	0.81	0.78	0.77	0.74	0.72	0.68	0.65	0.63	0.71
家电及电子消费	0.79	1.26	1.14	1.11	1.14	1.26	1.27	1.35	1.39
金饰	1.15	1.23	1.19	1.16	1.10	1.19	1.35	1.23	1.39

数据来源：Wind，国联证券研究所

表 3：05 年以来行业速动比率持续提高（整体法）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
商业零售	0.56	0.56	0.54	0.52	0.50	0.53	0.59	0.57	0.66
超市	0.82	0.68	0.63	0.70	0.60	0.60	0.69	0.76	0.77
百货	0.54	0.54	0.52	0.53	0.51	0.51	0.48	0.44	0.52
家电及电子消费	0.59	0.91	0.80	0.73	0.68	0.73	0.86	0.93	1.06
金饰	0.55	0.59	0.51	0.45	0.43	0.60	0.70	0.64	0.60

数据来源：Wind，国联证券研究所

营运能力：存货周转放缓，应收账款周转加快

由于 08 年以来受金融危机影响，销售难度加大、营业收入增长放缓，导致行业内企业存货周期普遍放缓，行业存货周转率由 07 年 8.18（次/年）明显下降至 09 年的 7.46（次/年）；与此同时，行业内企业加强应收账款管理，应收

账款周转率由 02 年的 32.57 (次/年) 大幅提升至 09 年的 100.36 (次/年), 经营性现金流状况不断得到改善。

表 4: 07 年以来行业存货周转率持续降低 (整体法)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
商业零售	5.15	5.96	6.58	7.00	7.56	7.81	8.18	7.98	7.46
超市	8.17	8.00	8.19	9.43	11.04	11.33	11.01	9.65	8.78
百货	5.54	6.37	6.65	7.23	8.71	9.85	10.75	10.47	9.95
家电及电子消费	3.98	7.66	9.70	9.19	7.76	7.23	7.44	7.94	7.74
金饰	2.67	2.07	2.62	2.76	3.09	4.12	4.53	5.20	4.71

数据来源: Wind, 国联证券研究所

表 5: 02 年以来行业应收账款周转率持续提高

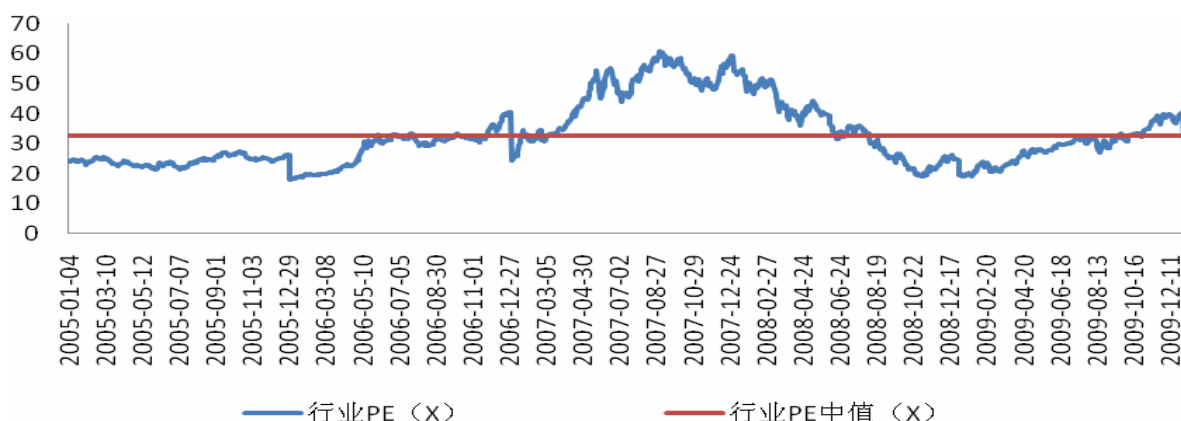
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
商业零售	32.57	37.93	43.13	52.66	77.86	92.44	99.44	100.36
超市	69.03	83.13	128.91	386.55	491.71	605.82	631.05	409.99
百货	71.77	69.29	63.24	66.98	83.99	107.71	132.66	129.99
家电及电子消费	8.36	13.61	21.56	26.94	49.95	60.45	59.39	59.78
金饰	10.59	10.72	12.32	18.62	19.67	22.14	36.46	29.51

数据来源: Wind, 国联证券研究所

估值: 历史中枢附近

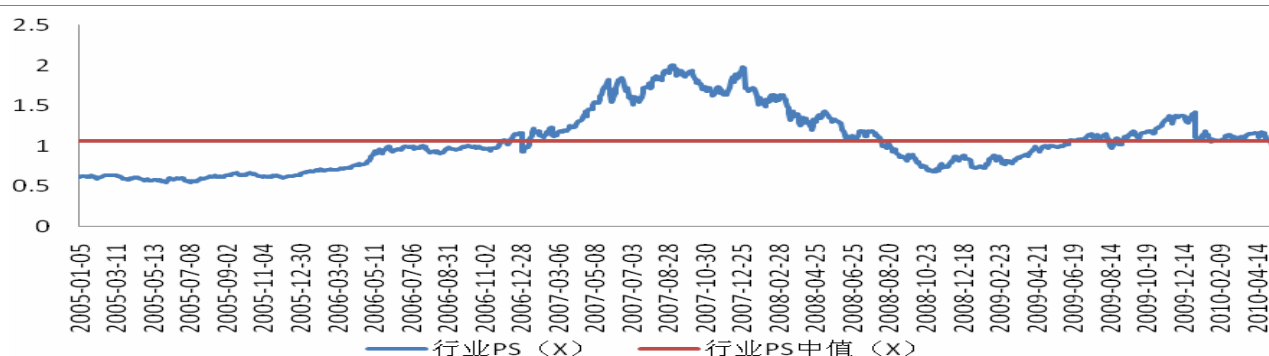
零售行业 05 年以来 PE 的历史中值为 32.69 倍, 当前行业整体 PE (以 5 月 11 日收盘价计算) 为 27.06 倍; 行业 PS 的历史中值为 1.06 倍, 当前行业整体 PS (以 5 月 11 日收盘价计算) 正好为 1.06 倍。在当前市场系统性风险较大背景下, 若市场整体估值中枢进一步下移, 考虑到零售行业二季度业绩增速可能放缓, 则零售行业的整体估值重心也可能会继续下沉。

图 4: 行业估值水平 (市盈率, 整体法, 剔除负值)



数据来源: Wind, 国联证券研究所

图 16: 行业估值水平（市销率，整体法）



数据来源：Wind，国联证券研究所

投资策略：关注低估值和区域龙头品种

给予行业“中性”评级。在市场整体估值中枢不断下移的背景下，估值处于历史中枢附近的零售行业估值重心向下的牵引力较大，加上二季度行业增速放缓，行业估值向上拓展动力不足，故给予行业“中性”评级。

建议关注低估值和区域龙头品种。（1）低估值优势品种中我们推荐处于历史估值底部的苏宁电器，即将突破发展瓶颈的大厦股份，估值拐点将现、市值成长空间巨大的华联综超；（2）区域龙头品种中我们推荐扩张有序、业绩持续超预期新华百货，业绩持续高增长的区域家电龙头通程控股。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。