

零售行业：平稳中寻求突破

2010 年中期投资策略报告

报告关键点：

- 零售额目前增长主要受CPI上升被动拉动，主动消费的动力仍有待加强；
- 去年低基数上正常回升，预计零售板块2010年净利润增速将在25%-30%；
- 建议关注成长性较好的二、三线城市百货；苏宁电器的估值较大偏离零售行业平均估值是不合理的。

报告摘要：

- 社会消费品名义增长趋势仍然向上，石油制品增长可能成其中重要拉动力量。4月份社会消费品零售总额增速达到18.5%，1季度平均增速为17.9%。限额以上企业零售额构成中，汽车约占30%，石油制品约占20%；今年汽车销售对消费的贡献度将减小，石油制品可能成为总体消费额的一个重要拉动力量。
- 零售额受CPI上升被动拉动，主动消费的动力仍有待加强。物价上升使消费支出被动增加，是推动短期零售额增长的主要力量。城镇人均可支配收入、农村人均现金收入自从2009年明显下滑之外没有呈现明显的回升态势。受CPI影响普通消费品零售额下半年被动提升仍将继续。限额以上企业吃类、穿类商品零售额数据近两月出现了明显的回升。吃类用品今年3月份增速超过了20%，这是自2008年8月份以来，吃类用品首次增速超过20%。穿类、日用品类亦有明显回升。
- 去年低基数上正常回升，预计零售板块2010年净利润增速将在25%-30%。零售板块营业收入1季度增长20%-25%，1季度平均增长30%。后续季度收入和净利润增长速度很有可能逐渐放缓，全年维持平均25-30%左右的判断。2009年和2010年的营业收入的复合增长率约为2005年-2008年的一半，一定程度上也说明除了宏观因素外，对于行业本身也进入了平稳增长期，需要公司寻求突破。
- 3个业态简单排序：我们目前仍然最看好百货，由于超市和家电连锁标的较少，公司的个性差异较大。百货的环境相对缓和，二、三线城市因城市化加速和周边城镇消费升级，百货店仍然有较大的成长空间；超市面临的竞争环境最残酷，政策环境以及与内资卖场与外资之间的差距，使得内资超市在未来几年面临的局面波谲云诡。
- 百货类：友阿股份、合肥百货；大厦股份、东百集团。友阿股份和合肥百货为值得中长期投资的成长性较好的区域性百货；友谊商店这2年仍处在成长期，公司对于下属门店的精耕细作和良好的体制使公司有别于一般区域百货。大厦股份和东百集团今年下半年较大的看点是业绩可能继续超出预期，是下半年可以关注的交易型品种。
- 超市类：行业竞争激烈下将催生变局；武汉中百、步步高、人人乐。关注第四季度步步高可能会出现良性拐点；武汉中百为2010年增长最为确定的A股上市的超市公司；人人乐短期估值较贵，最新进入的几个区域的盈利能力等待验证。
- 家电连锁：百货超市类相对市场的估值接近最高位，苏宁电器估值应回归零售类公司。发达地区一、二线城市即使不受房地产调控政策影响，大家电的需求在增量上也是萎缩的，公司在这些城市的发展重点主要是满足各种更新换代的升级需求，并提供更好的服务。公司目前的拓展重点是东部三四线城市、乡镇店以及中西部地区。我们认为从公司未来可持续的增长角度，苏宁电器的估值较大地偏离零售行业是不合理的。

大卖场与超市 领先大市-A
上次评级 领先大市-A

大卖场与超市

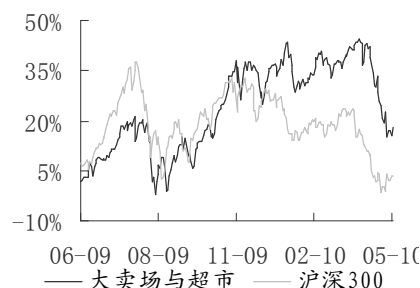
报告日期 2010-05-30

首选股票	目标价	评级
002024 苏宁电器	13.1	买入-A
000759 武汉中百	13.5	增持-A
002251 步步高	27.4	增持-B
002277 友阿股份	23.8	增持-B
600327 大厦股份	17.7	增持-A

预测变动情况

公司一	评级变动情况
公司二	业绩预测变动情况
公司三	目标价位变动情况

12 个月行业表现



研究员

储丽雯 行业分析师
021-68765335 chulw@essence.com.cn
证书编号 S1450210010311

前期研究成果

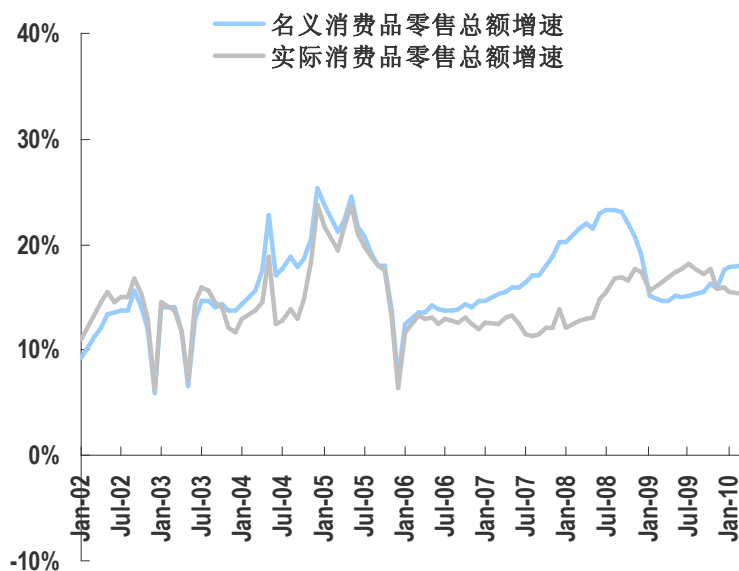
零售：火爆假日销售后的隐忧 2009-01-09
零售业：百货业毛利率见顶 2008-11-10
连锁商的魅力：成本转嫁与坪效提升 2008-06-26

1. 社消零售总额名义增速趋势向上

1.1. CPI 上升被动拉动，主动消费的动力还不足

作为实物型消费（区别于服务型消费）的重要指标社会消费品零售总额，名义增速仍然呈上升趋势。我们始终认为名义指标是相对重要的指标。4 月份社会消费品零售总额增速达到 18.5%，1 季度平均增速为 17.9%。

图 1 社会消费品零售总额增速

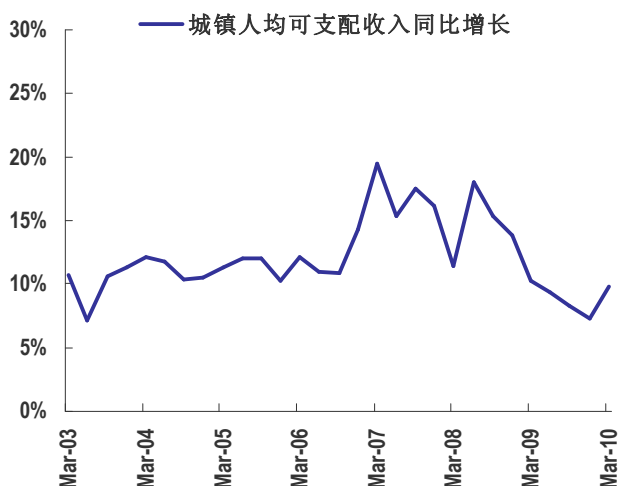


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

1.1.1. 城镇人均可支配收入增速未明显恢复

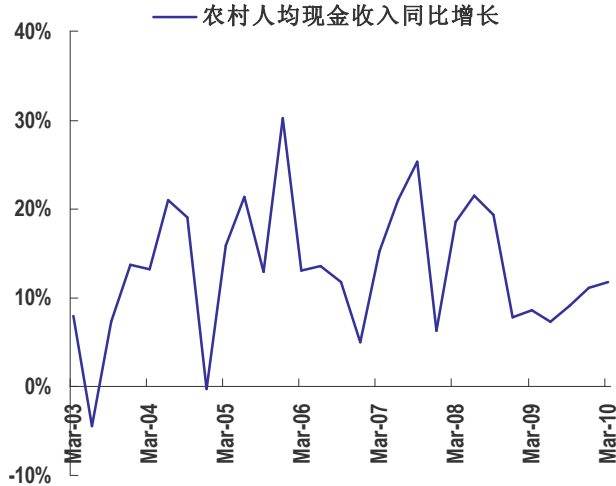
从城镇人均可支配收入的名义增速来看，2006 年和 2007 年明显高于其他年份，城镇人均可支配收入增长的真正下滑是从 2009 年开始，2010 年 1 季度微弱回升。由于居民是根据名义收入来进行消费决策，我们认为名义收入是个更用的同步性指标。城镇人均可支配收入指标仍然在缓慢回升之中，对于后续消费走势我们短期内并不过份乐观。

图 2 城镇人均可支配收入名义增长率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3 农村人均现金收入增长

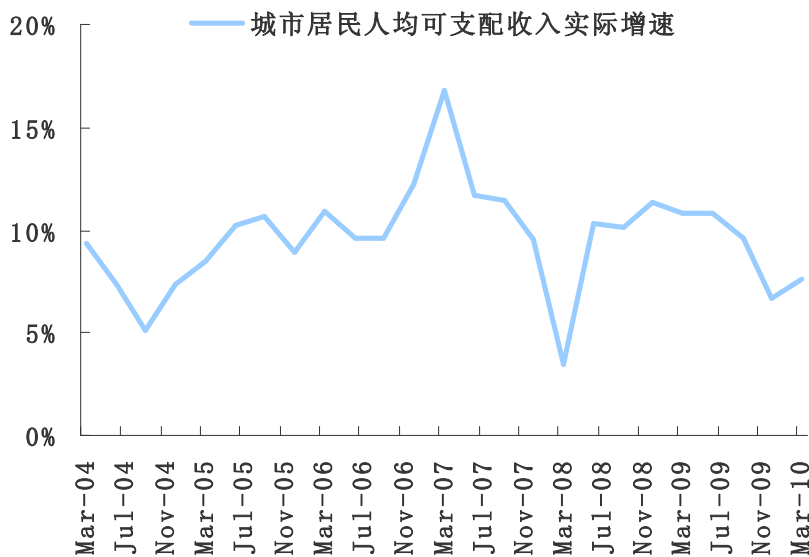


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

居民人均可支配收入增长 2010 年 1 季度有一定回升，但是如果扣除物价因素，城

城镇居民实际人均可支配收入增长从 2005 年开始加速，2006 年和 2007 年最高，2009 年 3 季度增速下滑；2010 年 1 季度实际人均可支配收入增速仍只有 7.61%。

图 4 城镇人均可支配收入实际增长率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

而衡量农村人口收入的指标农村人均现金收入、农民工工资这些指标与城镇人均可支配收入（扣除所得税、社会保障性保险支出等）在统计口径上不具有可比性。但从我们获得的数据来看，农村人均现金收入的增长高点与低点与城镇人均可支配收入增长是一样的。目前看起来增长比较明显的中西部农民工近今年外出务工工资的变化，中西部地区的低端消费（家电、食品、日用品）等有一定的增长潜力。

表 1 外出务工人员工资的变化（单位：元）

	2003	2004	2006 年 10 月	2009 年 3 季度	年平均增速
东部	760	798	1090	1455	11.4%
中部	570	724	880	1389	16.0%
西部	560	701	835	1382	16.2%

数据来源：安信证券研究中心策略部门

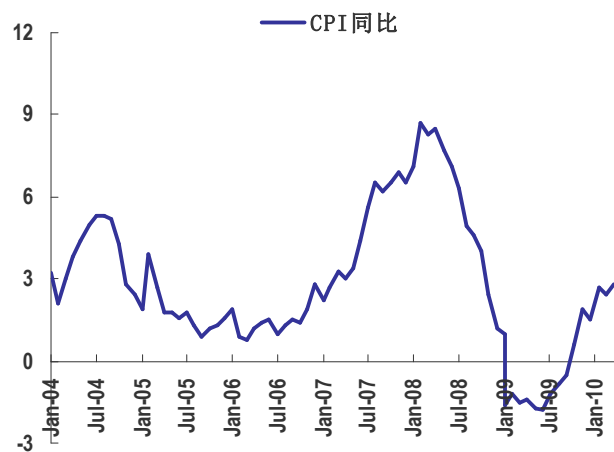
1.1.2. 期待经济结构调整、收入分配制度变革、社会保障制度的完善

重工业发展阶段，资本要素和土地要素的回报大大高于劳动力要素的报酬，这使得财富迅速向资本和土地的所有者手中集中，这导致了贫富差距的拉大。由于普通居民收入提升较慢，富人通过资本反复获得较高的收益，而富人的边际消费倾向相对穷人较小，这也导致了一线城市的零售市场在 2005-2007 年的高速增长后接近饱和，后续增长无力。而收入分配的改革本质上牵动着中国经济结构改变的过程，这将是一个漫长的过程，正如消费在 GDP 份额中的提升。国家对于农村市场一直投入较少，如果能够切实改善农村社会保障，如加大新农保全覆盖，则对农村消费有极大的促进作用。

1.1.3. 物价上升使消费支出被动增加，将是推动短期零售额增长的重要力量

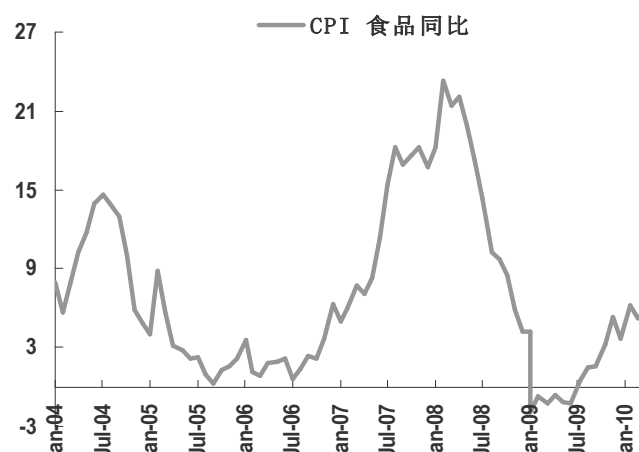
由于食品、服装、日用品属需求弹性相对低的商品，因此相对温和的价格上涨将增加这方面的消费支出，从而推动零售额的增长。我们宏观部门仍然维持原来的判断：即全年 CPI 增长 3%，在 6、7 月份达到高点。

图 5 CPI 同比



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 CPI 食品同比

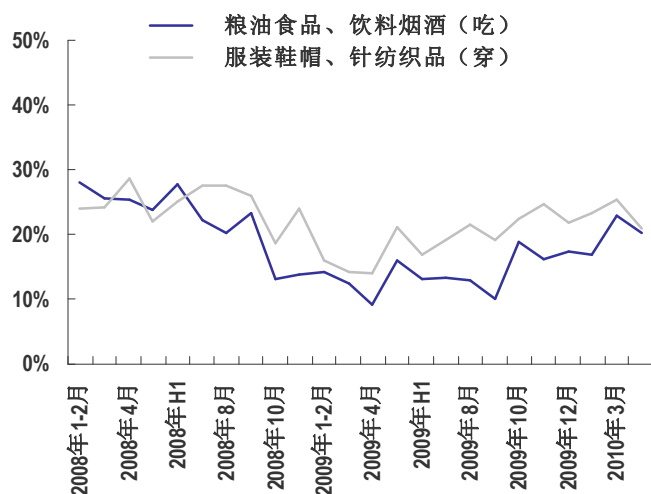


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

1.2. 受 CPI 影响，普通消费品零售额下半年被动提升仍将继续

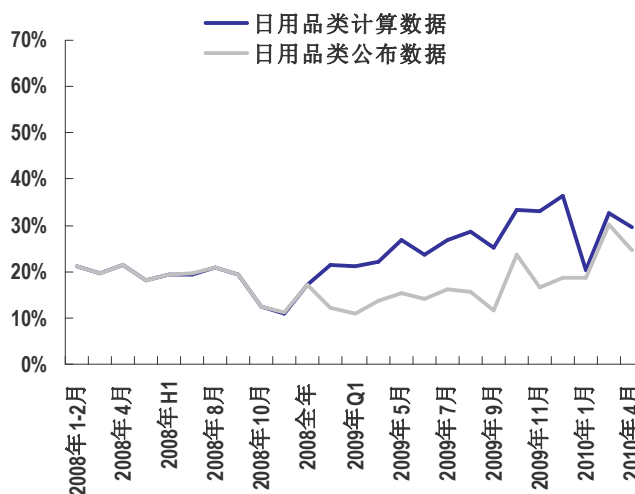
从统计局公布的限额以上企业吃类、穿类商品零售额数据看，出现了明显的回升。尤其是吃类用品，今年 3 月份增速超过了 20%，这是自 2008 年 8 月份以来，吃类用品首次增速超过 20%。穿类、日用品类亦有明显回升。

图 7 限额以上企业吃穿类零售额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

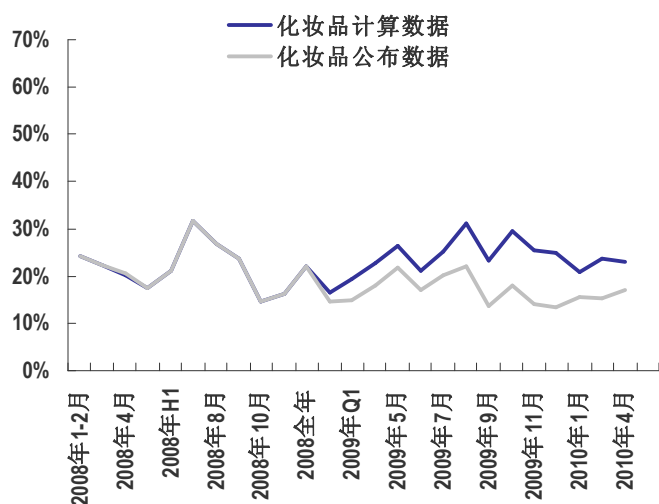
图 8 限额以上企业日用品零售额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

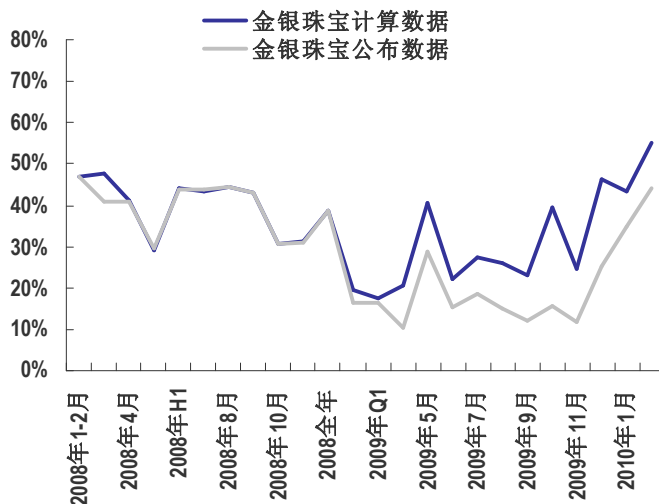
化妆品总体增速十分平稳，受金融危机的影响也不大；金银珠宝零售额增速的提升则很大程度上取决于金价的波动，另外受到婚庆的影响也很大。

图 9 限额以上企业化妆品零售额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 10 限额以上企业金银珠宝零售额

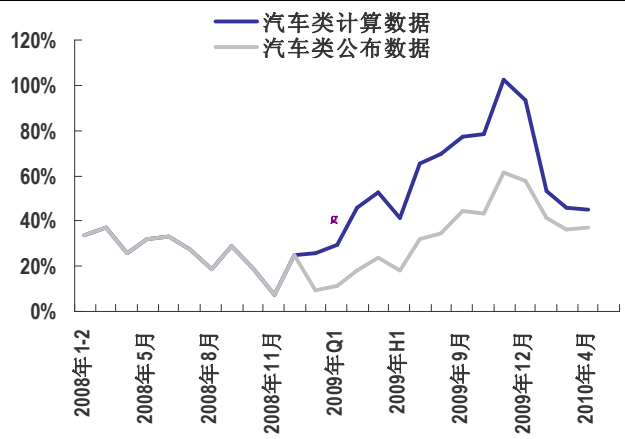


数据来源：CEIC，安信证券研究中心

1.3. 汽车销售增速有一定下滑，石油制品成一个重要拉动力量

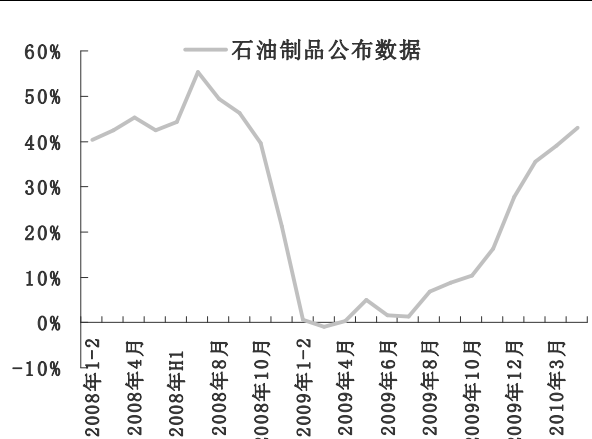
限额以上企业零售额构成中，汽车约占 30%，石油制品约占 20%；去年汽车销售受到政府鼓励政策刺激出现井喷后，今年增速出现了一定回落，但是仍然维持在较高水平。而作为另一重要构成石油制品受到价格上涨的影响，今年限额以上企业零售额出现了明显的上升，由于石油制品在总的零售额中占比较大，将成为今年总体消费额的重要拉动力量。

图 11 限额以上企业汽车零售额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 12 限额以上企业石油制品零售额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

2. 正常修复增长—零售板块 2010 年净利润增速将在 25%-30%

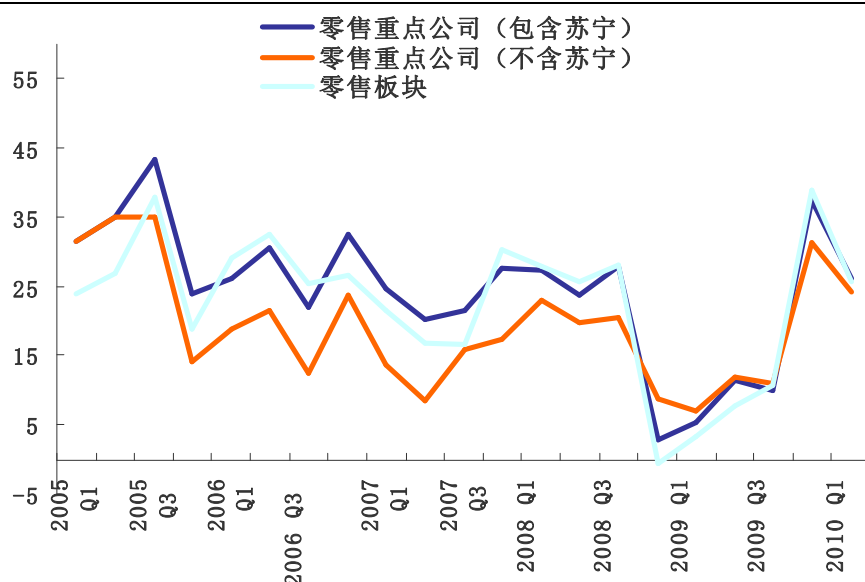
2.1. 板块盈利正常恢复

零售板块重点公司营业收入和净利润增速从 2009 年四季度开始快速回升，2010 年 1 季度仍然维持了较高的增速。2005 年-2007 年行业收入快速增长，在 2006 年-2007 年达到了顶峰，2008 年开始下滑，第 4 季度遭遇金融危机达到最低点。

营业收入 1 季度平均增长 20%-25%，净利润 1 季度平均增长约 35%。后续季度收入和净利润增长速度很有可能逐渐放缓，全年维持平均 30%左右的判断。但是从复合增长率的角度看，2009 年和 2010 年的营业收入的复合增长率约为 2005 年-2008 年的一

半，这可能一定程度上也说明除了宏观因素之外，对于上市公司和所在的行业本身也度过了一个快速成长的阶段，而进入相对平缓期。

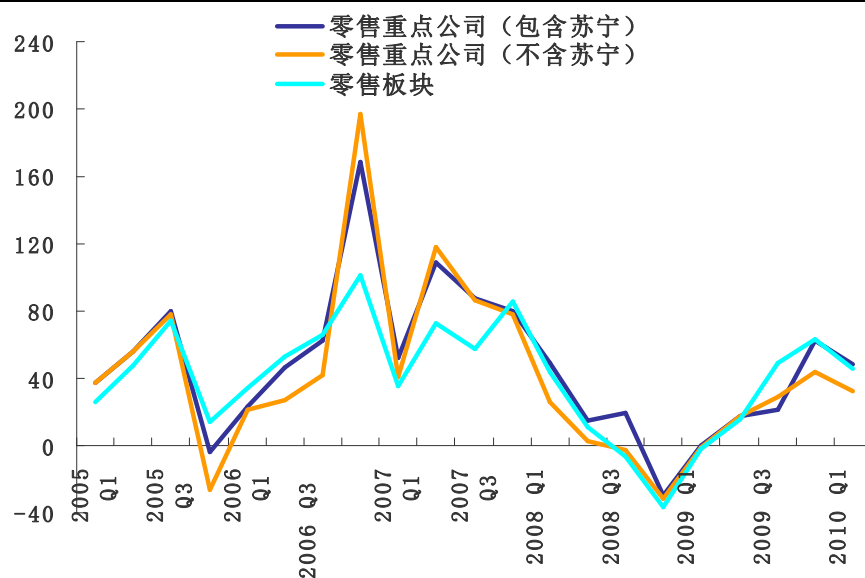
图 13 零售板块营业收入增长



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

注：零售重点公司为我们挑选的连续 5 年净利润为正的 21 家零售类公司；由于苏宁电器在上市的零售板块中较高的营业收入、利润和市值占比，部分指标我们独立进行计算。

图 14 零售板块净利润增长



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

因为 2009 年前低后高，我们认为从全板块来看，下半年找不到特别的刺激因素，因此行业整体出现超预期的可能性不是太大，我们维持对于零售重点公司全年净利润增速为 25%-30% 的判断。

2.2. 2010 年下半年零售板块投资策略

从 3 个业态简单排序，我们仍然最看好百货，由于超市和家电连锁标的的较少，公司的个性差异较大，需要独立分析。百货、家电连锁和超市 3 个业态中，超市面临的竞争环境最残酷，内资超市面临的压力较大；百货的环境相对缓和，二、三线城市因城市

化加速和周边城镇消费升级，百货店仍然有较大的成长空间。

2010 年下半年业绩可能超预期的公司：家润多、大厦股份、东百集团

稳健可持续发展的白马公司：武汉中百、王府井

建议重点关注基本上可能出现较大变化的公司：步步高

3. 超市行业——内资超市如何突破重围

3.1. 外资卖场在华布点加速，中西部成重点战场

3.1.1. 政策环境对内资超市较为不利

商务部 2008 年 9 月下发了关于“今后外资零售门店的审批权将下放到省一级商务部门”的文件，这意味着对于外资超市而言，在中国开店速度将加快，而对于内资超市而言面临的环境更加雪上加霜。沃尔玛 2009 年新开了 55 家门店，大大超过其他外资超市以及其他内资超市。

表 2 超市新开门店

超市名称	2009 年	现有门店	地区分布						
	新开门店		华东	华北	华南	华中	东北	西南	西北
沃尔玛	55	178	38	18	53	21	17	27	4
家乐福	25	157	49	24	25	16	21	18	4
大润发	19	123	64	17	19	6	15	/	2
乐购	20	77	43	12	8	/	14	/	/
乐天	3	76	65	11	/	/	/	/	/
卜峰莲花	2	73	38	9	14	6	/	3	3
麦德龙	4	42	19	5	7	4	3	3	1
欧尚	4	35	29	4	/	/	/	2	/
易买得	5	23	17	6	/	/	/	/	/
永旺	4	22	/	6	16	/	/	/	/
人人乐	20	92	/	/	46	2	/	17	18
鄂武商	16	67	/	/	/	67	/	/	/
武汉中百	16	136	/	/	/	136	/	3	/
步步高	3	59	/	/	/	59	/	/	/

数据来源：联商网，安信证券研究中心

上表中主要指武汉中百的仓储超市；步步高超市难以对应具体分类，我们计算的是公司 5000 平方米以上的超市

3.1.2. 2009 年外资超市开店速度有超过内资超市之势

从分布区域来看，华东地区为外资竞争的主战场，本土超市中的强者除联华超市在上海占据绝对优势之后，苏果超市早在 2005 年就被华润收购，时代零售去年也被乐天收购。可以预见在其他区域较为弱势的逃脱不了被收购的命运。目前对于华东市场的争夺早已从一、二线城市蔓延到三、四线城市。而相对落后的中西部地区，随着产业转移和收入增速提高，消费升级刚刚开始，已经成了外资和内资下一步发掘的目标。

据了解，2010 年沃尔玛将继续保持 50 家以上的开店进度，家乐福、乐购也将保持在 20-25 家的新店拓展速度，乐天玛特、易买得、麦德龙则加快步伐，拟开 10 家左右门店。根据联商网信息，卜峰莲花表示欲重回天津市场，乐天将进入东北市场，大润发将进入西南地区。

表 3 2009 年连锁百强超市企业

企业名称	销售额（税前） 万元	增幅 %	门店总数 （个）	增幅 %
华润万家有限公司	6800000	6.6	2926	8.5

其中：苏果超市有限公司	3323600	9.5	1852	2.8
其中：联华超市股份有限公司(含华联)	6716978	3.2	5599	-4.7
华联集团吉买盛购物中心有限公司	392618	-2.9	22	4.8
康成投资(中国)有限公司(大润发)	4043169	20.5	121	19.8
家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	3660000	8.2	156	16.4
沃尔玛(中国)投资有限公司	3400000	22.2	175	45.8
物美控股集团有限公司	3270000	6.7	2333	16.1
新合作商贸连锁集团有限公司	3000000	76.5	88653	24.8
农工商超市(集团)有限公司	2673800	0.2	3331	0
合肥百大合家福连锁超市有限责任公司	202560	12.4	102	15.9
新一佳超市有限公司	1723600	-2	109	3.8
武汉中百集团股份有限公司	1685519	18.4	674	7
其中：武汉中百连锁仓储超市有限公司	1050606	25.4	139	13.9
武汉中百便民超市连锁有限公司	272760	8.1	500	4.6
好又多管理咨询服务(上海)有限公司	1650000	0.6	104	0
利群集团股份有限公司	1516622	9.4	890	3.9
新世界百货中国有限公司	1500000	1.4	34	3
武汉武商量贩连锁有限公司	730790	23.8	69	30.2
TESCO(中国内地)	1330000	15.7	79	29.5
易初莲花	1300000	0	77	1.3
锦江麦德龙现购自运有限公司	1202277	-4.9	42	10.5
永辉集团有限公司	1021800	45.6	268	30.7
山东家家悦集团有限公司	1012021	18.6	489	7.2
北京京客隆商业集团股份有限公司	1006410	1.9	247	1.6
人人乐连锁商业集团股份有限公司	1003779	13.8	90	25
欧尚(中国)投资有限公司	986000	21	35	12.9
武汉中商---平价连锁分公司	424249	3.7	32	3.2
福建新华都购物广场股份有限公司	694678	29.2	75	44.2
步步高商业连锁股份有限公司	572400	10	123	11.8

数据来源：联商网，安信证券研究中心

3.2. 内资超市突围——加快开店或者内部调整

内资超市中 A 股上市公司中，人人乐、步步高、武汉中百、武商量贩、合家福超市、重庆百货新世纪超市、基本上都是在中西部地区及外资超市进入较晚且力量较为薄弱的中西部地区。

表 4 主要 A 股上市超市公司策略一览

公司	主要业态形式	区域	扩张方式	背景	战略	关注点
人人乐	卖场(超市+一定比例百货的综合体)	广东、陕西、天津、四川、重庆	租赁为主	民营企业	专注做大卖场，深圳起家，率先进入一些区域，蜂窝式扩张战略	进入新区域的盈利能力有待观察；整合资源的能力
武汉中百	仓储超市、便民超市	湖北、重庆	租赁为主	国有企业，但国资占比不高，机制比较灵活	立足湖北，利用现有网络优势纵深扩张，并重点开拓湖北二、三线城市市场	后续开店空间

步步高	紧凑型卖场、社区超市、电器店	湖南、江西	租赁为主，日益重资产	民营	立足湖南、江西，2012年之后去其他省份开店，圈定了5个省份；2012年之前主要	外籍管理团队全权管理超市业务后，能否带来新的变化
武商量贩	量贩超市	湖北	租赁为主	国有企业	主做量贩超市	后续开店空间，内部资源整合

数据来源：安信证券研究中心

3.2.1. 步步高——期待四季度基本面上出现良性拐点，下半年重点关注品种

步步高在2009年5月引进外籍管理团队之后，2009年4季度开始在大的层面实施了一系列改革举措，包括战略、业态定位、组织架构、商业流程、内部治理改善等。公司未来的发展重点是4000-5000平米的紧凑型卖场。

从公司1-5月份由外籍团队主导开出的新店来看，直观变化是前台管理明显改善，而后台运营的改革刚刚开始。由外籍团队主导开出和改造的4家门店在陈列和现场管理上（布局、形象、品类组合、新的商品、货架陈列、客服）有了很大的改善，对于提高购买欲望和增加卖场使用率有促进，相信公司的坪效会有明显提升。

从公司今年的工作部署来看，3季度淡季开始要改造57家卖场，这一工作将在4季度之前结束。此外将新开20家新店，预计主要在下半年开出。我们认为如果顺利的话，公司在4季度收入增长上会有体现，而由于今年是投入年，对于收入增长的关注将更加重要，公司今年净利润增长目标是20%，考虑到外资团队的高昂费用，我们认为这已经是个很好的业绩。我们期待公司在2010年4季度出现一个良性拐点，这也是外籍团队改革效果的一个验证。

预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.73元和0.95元，2010年和2011年净利润增速分别为18.8%、30.4%。我们暂时给予公司增持-B的投资评级，建议到三、四季度重点关注。我们认为改革对于公司长远发展应该是正面的，在今年第四季度将看到一定效果。

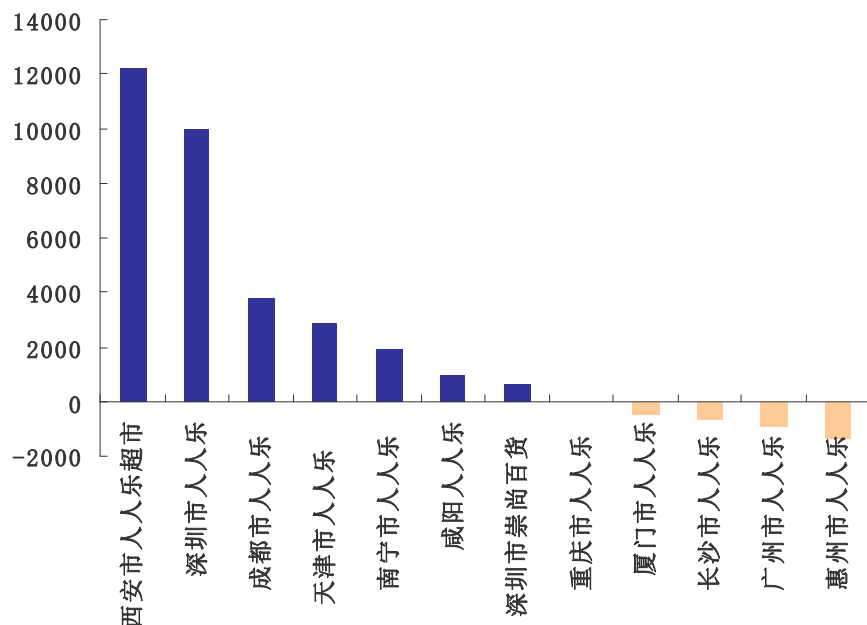
未来可能面临的风险。（1）扩张速度不能如期，在湖南省布局慢于竞争对手；（2）相对高的投入下无法保持低价优势。

3.2.2. 人人乐——目前A股唯一跨区扩张较为成功的超市公司，长期关注品种

主要观点：二季度开始业绩增长将逐步好转，2011年增长值得期待

现状：由于进入西安、天津、成都市场相对较早，公司在这些市场已经盈利，尤其是西安和天津地区，成为净利润增长的主力。西北地区、华北地区、西南地区1季度净利润增长都在30%-50%之间。占公司利润比重较大的深圳和广东地区受金融危机影响恢复较为缓慢，但是逐渐好转。公司去年新进入湖南、福建地区，还在培育期。

图 15 人人乐分区净利润情况



数据来源：安信证券研究中心

未来具体的扩张战略：从区域扩张来看，西南地区（四川、重庆）将是公司未来重点扩展的区域，开店空间较大，四川中心城市和二级城市的购买力相对均衡；公司在重庆市场的战略主要主要是求稳，不会大规模开店，成都的配送中心和供应商资源将对重庆发展形成有力的支持；西北地区公司将积极在西安之外拓展市场。华北地区在天津之外，将往北京郊区扩张。华南地区，广西将尽快布店，能开出来就开，长期还是看好珠三角的发展前景，广东在公司战略版图上的地位不会发生改变，仍将仍然围绕广州进行开店。

关注点：公司在新进入区域湖南和福建的拓展能力有待观察；公司 1 季度净利润增长 14%，上半年预计净利润增长 20% 左右，随着去年新开门店盈利加速，我们认为下半年的情况将好妆。预计 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.74 元、0.95 元，由于上市时间较短，目前在超市公司中估值最高。从公司的长期投资价值上看，我们给予公司增持-B 的投资评级。

3.2.3. 武汉中百——2010 年业绩增长最确定的超市公司，稳健的白马股品种

内生和外延式提升两方面支持公司今年的增长。武汉中百为 1 季度超市公司中同店增长回升最明显的公司，这和公司的门店年龄结构以及公司在湖北的优势地位有关。考虑到今年通胀情况和公司目前门店的年龄构成，我们认为今年公司超市同店增长比去年提升 5 个点。公司 2010 年在湖北省内外延扩张将加速。预计今年新增仓储大卖场不少于 20 家，便民超市 60 家。

预计 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.39 元、0.48 元，在超市公司中估值和步步高接近。公司虽然跨省扩张不利，但是在湖北省内仍有做深做透空间，公司十分注重细节管理提升内生增长，通过直采、自有品牌等来提升毛利率。给予公司增持-A 的投资评级，我们认为未来几年湖北省随着三四线城市购买力提升，公司仍然有较好的发展空间。

4. 百货——成长性好的区域龙头仍是首选

我们对于百货行业中长期的看法是：一线城市随着分工的越来越细化，中低端的百货将被逐步多功能化的卖场、社区行的购物中心逐渐分流，卖场百货化的趋势已经越来越明显；核心商圈百货将是往高端百货

4.1. 成长性好的二、三线城市百货龙头仍然是中长期投资首选

下半年可能继续超预期：家润多、大厦股份、东百集团
 稳健抗跌型的白马股：合肥百货

4.1.1. 家润多——精耕细作、成长性好的区域百货

友谊商店今明两年处在快速增长期。中期净利润将增长 50% 以上。友谊商店今年的销售将超出预期；1-4 月份销售收入增长 60%，预计上半年友谊商店销售收入增长 50% 以上。去年销售收入接近 7 亿元，净利润为 6000 多万元；预计今年友谊商店今年达到 10 亿元，净利达到 9000 多万元。目前友谊商店 1 层化妆品仍然在不断引进中，1 层销售仍然有较大的提升空间。友谊商店客单价 2000 元，平时人流一般，主要是长沙及周边地级市的富人周末开车过来购物。友谊商店目前为湖南省规模最大的较为齐全的偏高端定位百货，经营面积 45000 平米，我们认为该门店的坪效还有较大的提升空间。

奥特莱斯和春天百货扩建是未来看点。公司相继投入了湖南和天津奥特莱斯两大项目，面积均在 10 万平米，分别于 2010 年 10 月和 2012 年开业。公司湖南的奥特莱斯，位于长株潭交界处，距离长沙市区 20-30 分钟的车程。由于公司在湖南省的招商能力很强，获得了供应商的广泛支持。公司在天津的奥特莱斯项目，位于滨海新区，公司以较低的价格获得了奥特项目的土地所有权。新的业态有望成为公司的亮点。

友阿集团对于春天百货的设想是：集团完成对中山集团的整体兼并并取得该房屋及附属设施的产权后，再把春天百货的资产注入上市公司。计划将经营面积从 1.6 万平米拓展到 4-5 万平米。目前仍在等待政府批文。五一商圈目前为长沙最核心的商圈，

良好的机制和精耕细作的传统。我们调研长沙各门店的感觉是，除了春天百货之外（公司有扩建计划因此未做调整），各个门店（包括友谊商城、阿波罗商业城、家润多朝阳店）管理都比较精细，尤其是友谊商城，对于坪效提升的追求已经达到了极致。另外从友阿集团的股权结构来看，虽然长沙市国有资产管理公司持有 28% 的股权，但是胡子敬本人持有 14% 和员工，这种多重制约的股权结构的设置相比一般的管理层直接持股的民营百货更加规范，但是比一般的区性型国资委主导的百货从机制上更加灵活，激励也更加明显。

4.1.2. 合肥百货——稳健扩张、平滑增长的区域龙头百货

未来 2 年净利润复合增长率 25% 以上。（1）鼓楼商厦办公区计划于 2010 年进行搬迁，将腾出 7000 平米左右作为经营面积。（2）收购改造后的门店乐普生 2009 年销售收入 2 亿，净利润 800 万，该门店有较大的增长潜力。（2）淮南店 2009 年亏损 800 万左右，六安和高新店微亏，我们测算这 3 个门店销售收入达到 1.4 亿左右即可盈亏平衡。（4）合家福超市扩张步伐将加快。2009 年拥有超市直营门店 74 家，加盟店 28 家，2009 年新开 13 家直营店。在外围竞争加剧的情况，合家福将加快扩张步伐的同时进一步提升管理水平。

储备项目充分支持更长远发展，充分分享安徽省经济的增长。蚌埠购物中心已于 2009 年 11 月开业；巢湖购物中心将于 2010 年第 3 季度开业；周谷堆大兴农批市场建成后长期在安徽省具有垄断地位。此外，公司将有序地实行在合肥所辖区县和其他地级市的扩张计划。目前百货店(购物中心)已经进入蚌埠、铜陵、淮南、六安、巢湖的核心商圈，以百货为主、合家福超市和百大电器为辅的管理由高到低输出将使公司充分分享安徽的经济增长。

盈利预测和投资评级。预计 2010 年和 2011 年每股收益分别为 0.53 元、0.66 元，维持增持-A 的投资评级，虽然是国有企业，公司管理层励精图治和在安徽省的先发优势地位是我们长期看好公司的主要原因。

4.1.3. 大厦股份和东百集团——偏交易型的配置品种

我们认为大厦股份和东百集团今年下半年较大的看点是业绩在下半年可能继续超出预期。高基数上大厦股份汽车业务销售的增速放缓，但是毛利率仍然在缓慢上升，主要来自于后汽车服务业务（如配件销售），而随着无锡市场汽车保有量的增加，后服务业务仍然有提升的空间。百货店净利润 1 季度增长 40% 左右，主要因为 2009 年是公司改造完成后的第一个完整经营年度，费用摊销压力较大，2010 年公司费用增长压力大大减轻。我们认为今年大厦百货店增长将超出预期。预计 2010 年、2011 年每股收益 0.70 元、0.88 元。

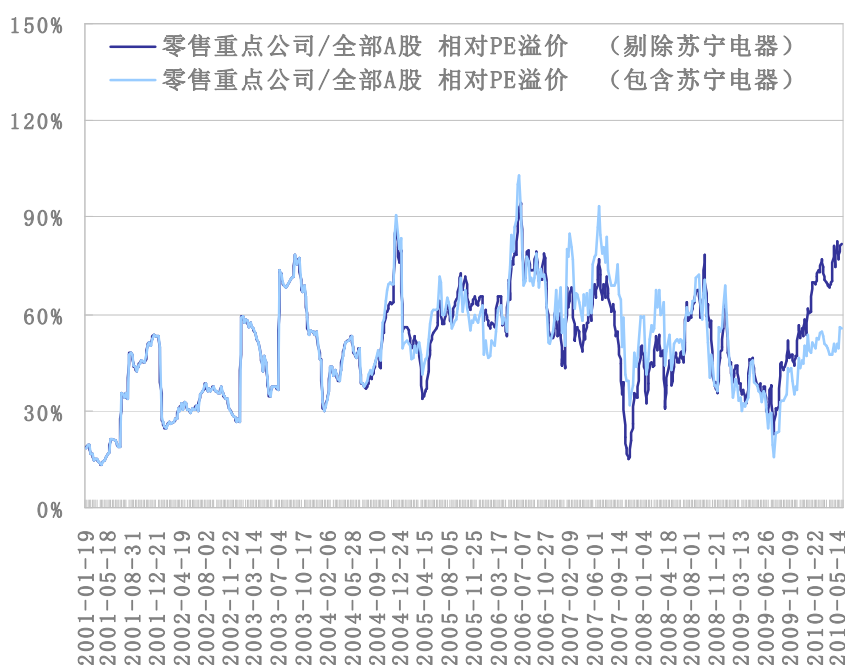
东百集团今年业绩将有明显的反弹，估算东百商场、元洪购物广场、莆田三信广场今年将增加 4000 多万元的净利润。4 个门店中东百商场和群升国际未来是亮点。东百商场各项费用已经十分固定，如果全年收入增长达到 15%，则今年净利润将增加 2000 万元。元洪转租收入将增加 1000 万元左右；莆田三信广场托管费等将增加净利润 1000 多万元。管理层激励和股东变化对公司业绩应该有一定的提升作用。预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.40 元、0.51 元、0.63 元。

5. 盈利预测和板块估值情况

5.1. 百货超市类相对估值接近最高位，苏宁电器估值应回归零售类公司

可以看出，从 2009 年 1 季度之后，苏宁电器的估值水平开始渐渐偏离 A 股零售公司的水平，终于渐行渐远。目前相对于百货与超市动态 PE 的折价在 30% 左右。

图 16 零售重点公司相对 PE 溢价



数据来源：安信证券研究中心

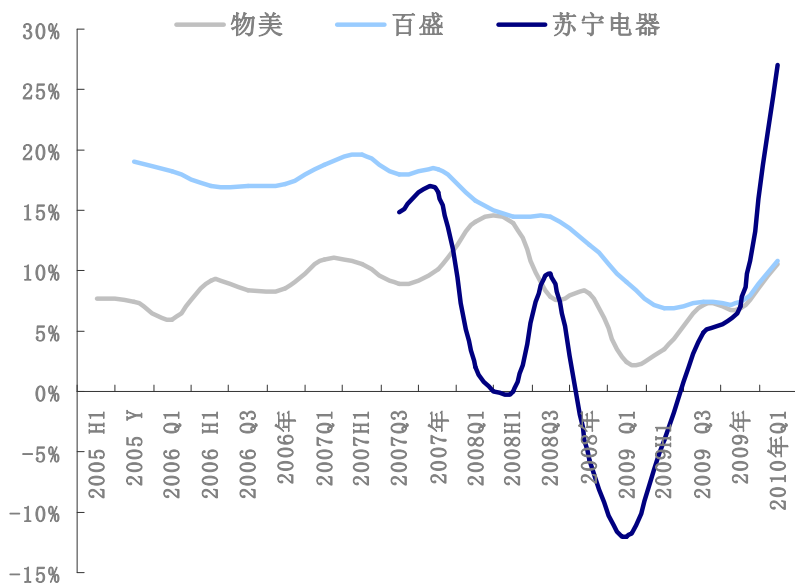
5.1.1. 房地产成交对公司的影响将逐步淡化

苏宁电器可以快速复制的盈利模式使公司在 2008 年之前保持了远高于 A 股其他零售公司的高速增长，从下图可以看出收入和净利润高增长主要由外延式增长迅速开店所实现的。

2008 年 4 季度公司的营业收入（内生性和外生性）以及净利润的增长都出现了明显的

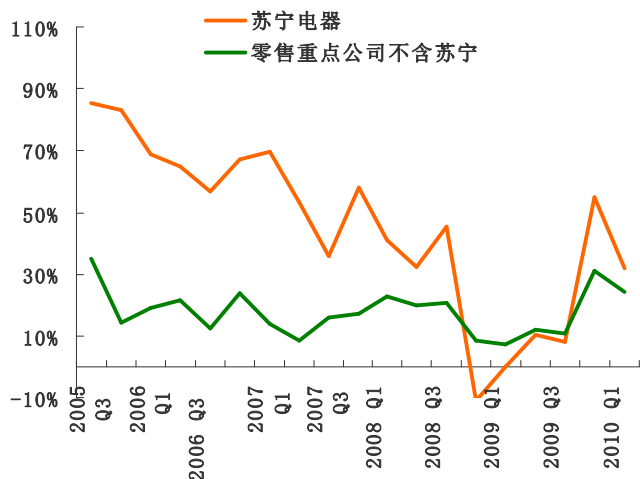
下滑，销售收入下降的幅度大于利润下降的幅度。市场普遍认为公司 4 季度的调整是 2008 年上半年一系列房地产政策的出台导致成交量下滑的滞后反应。不可否认，在行业经历了前几年的高速增长之后逐渐饱和之后，在一、二线城市，新房带来的整体家电需求存量的边际影响越来越大。

图 17 3 种业态公司销售收入同店增长情况



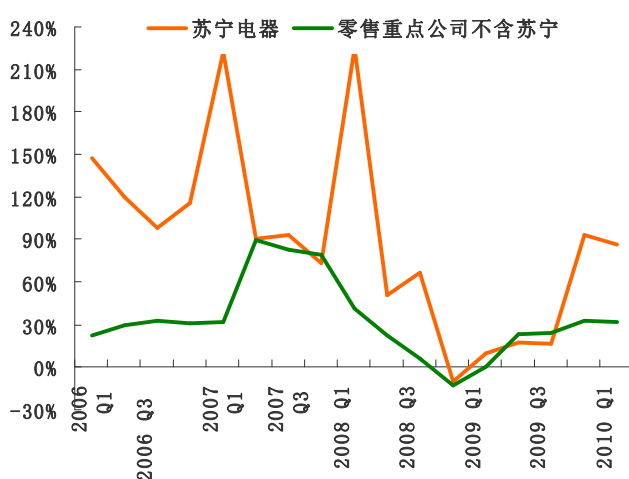
数据来源：安信证券研究中心

图 18 营业收入增长率



数据来源：安信证券研究中心

图 18 净利润增长率



数据来源：安信证券研究中心

我们认为发达地区的一二线城市即使不受房地产成交影响也是一个增量相对较小的市场，地产成交量只是影响波动的因素。事实上公司一直致力于发达地区的门店调整，包括商品结构、品类，并大力发展旗舰店，开设精品店来满足于发达地区日益多元化的需求，在这些地区加大数码 3C 和更高端的大家电的比重来满足更新换代的需求。

而发达地区的三四线城市以中西部地区将是公司重点开拓的市场。今年公司将开 200 多家传统店和 200 多家乡镇店，我们认为公司在三四线城市和乡镇店的长期前景较好，短期内对整体利润的贡献不会太快。对于这一规模庞大的全国性零售公司，在行业内优势地位十分明显，内部资源整合带来效益提升仍然有很大的空间。我们认为公司相对于其他零售公司估值较大的折价是不合理的，公司的后续增长相信会证明这一点。

5.2. 零售重点公司盈利预测与估值

表 5 零售重点公司盈利预测

证券	公司	最新	每股收益			PE			现价
代码	名称	评级	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	5.29
百货商店									
002187	广百股份	增持-A	0.89	1.01	1.24	31.2	27.5	22.4	27.77
600693	东百集团	增持-B	0.24	0.4	0.51	42.2	25.3	19.9	10.13
600859	王府井	增持-B	0.98	1.31	1.61	35.5	26.6	21.6	34.82
600729	重庆百货	增持-A	0.77	0.95	1.15	54.5	44.2	36.5	41.96
000501	鄂武商 A	增持-A	0.36	0.54	0.64	42.6	28.4	23.9	15.32
000987	广州友谊	增持-A	0.79	0.94	1.15	29.5	24.8	20.3	23.33
000417	合肥百货	增持-A	0.42	0.53	0.66	35.3	27.9	22.4	14.81
600327	大厦股份	增持-B	0.57	0.7	0.88	28.3	23.1	18.3	16.14
002277	友阿股份	增持-B	0.43	0.57	0.89	44.2	33.3	20.2	19.00
大卖场与超市									
000759	武汉中百	增持-A	0.38	0.39	0.48	30.8	30.1	24.4	11.72
002251	步步高	中性-A	0.61	0.73	0.95	38.1	31.8	24.4	23.22
002336	人人乐	增持-B	0.57	0.74	0.95	48.8	37.6	29.3	27.81
专营零售									
002024	苏宁电器	买入-A	0.62	0.55	0.7	18.0	20.3	15.9	11.14

数据来源：安信证券研究中心

作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034