

商业零售行业——受益大消费时代的到来

评级

看好

2010 年下半年策略报告

联系人: 王赛楠

电 话: 010-8832 1590

Email: wangsn@tpyzq.com.cn

◆ **国民收入倍增计划奠定消费增长基础** 收入是影响消费增长的根本因素,二者之间密切的正相关关系已经被很多经济学家以及国外的发展经验所证实。目前,我国正处于经济转型的关键期,能否顺利的使消费成为经济增长的引擎,国民收入水平是首先要提高的因素。2010 年 6 月份,国家正式出台了“国民收入倍增计划”,力争在未来 5 年时间内实现人均收入水平翻番的目标,以此来拉动消费的增长。

◆ **人口结构变化变相拉动消费增长** 尽管我国人口自然增长率呈现逐年下降的趋势,但是人口结构的变化已经成为消费增长的主要驱动力。城镇人口增加、女性比例上升、消费观念转变都将在未来 5-8 年内继续拉动消费进一步增长。

◆ **其他影响因素也在朝有利于消费行业增长的方向发展** 社会保障覆盖范围的扩大、保障程度的提高;国家对住房问题的重视;通货膨胀率温和上升等等,我们可以看到居民消费的后顾之忧在逐渐得到解决,中国消费市场仍有较强的内生增长动力。

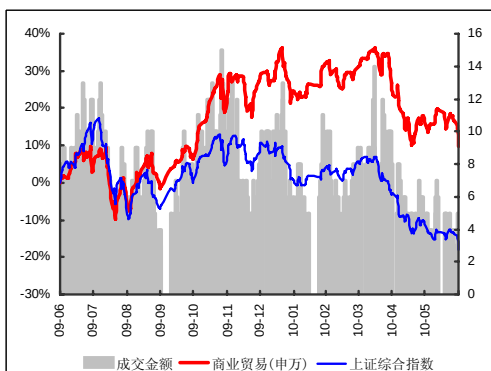
◆ **百货是消费升级最大受益者** 百货所经营的可选消费品对收入的提高更为敏感,从限额以上商品零售额的增速变化也可以看出这一趋势。此外,通过跟日本百货行业比较我们发现,无论是内生盈利能力改善,或是外延扩张空间,我国百货行业均有较大发展机会。给予百货行业“看好”评级。

◆ **家电连锁城镇升级农村普及** 城镇已基本完成主要家用电器的普及,未来更多的是以升级换代、或者摄像机、健身器材等高端耐用品的推广所带来的增长;而相比之下,农村市场家用电器使用率还远远没有达到预期,即使是常用电器也还有较大的增长空间。随着家电下乡及家电以旧换新政策的进一步完善,家电行业仍然有较大的提升空间。

◆ **超市行业面临增长瓶颈** 竞争的加剧,同时管理能力、物流配送能力、信息系统没有跟上经济快速发展的步伐,使我们对国内超市企业的发展前景有一定担忧。给予连锁超市行业“中性”评级。

◆ **重点公司推荐** 在公司选择上,我们按照“自上而下选行业、自下而上选公司”的思路,看好百货、家电连锁子行业,对超市行业持中性态度。在百货行业中,结合公司储备项目对未来发展速度的影响及所在区域经济发展状况,推荐新华百货、重庆百货、鄂武商,长期看好合肥百货、王府井,目前通程控股存在阶段性买入机会。

市场与公司重要数据



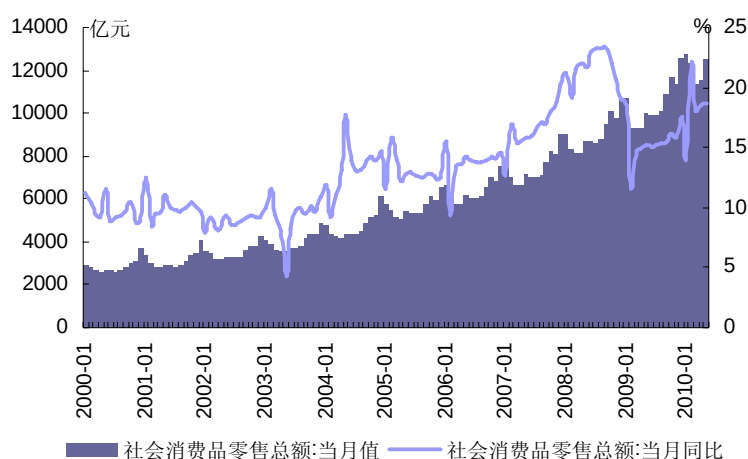
目录

一、	消费增长内生动力充足	3
(一)	“国民收入倍增计划”奠定消费增长基础	3
1、	日本“国民收入倍增计划”效果显著	3
2、	我国消费市场潜力巨大	5
(二)	人口因素变相提高消费倾向	6
(三)	其他影响因素也在朝利好消费增长的方向发展	7
二、	消费升级仍在继续	8
(一)	百货仍是消费升级最大受益者	9
1、	百货类商品零售额增速最快	9
2、	百货行业“内生+外延”均有发展空间	10
3、	区域经济发展水平决定了百货零售的成长速度	11
(二)	家电连锁——淡化房地产衰退影响	12
1、	家用电器城镇升级农村普及	12
2、	苏宁电器尝试创新业态	13
(三)	超市行业——增长出现瓶颈	14
三、	重点公司盈利预测	15

一、消费增长内生动力充足

影响消费行业增长的因素主要有以下几个方面：居民收入、人口、社会福利及保障水平、通货膨胀率等，而这几方面的影响最终通过社会消费品零售总额来表现出来。从 2000 年以来社会消费品零售总额的变化情况可以看出，我国消费行业保持了较好的成长势头，目前保持在 15%-20% 之间的增长水平，远远高于 GDP 的增速。

图 1：社会消费品零售总额月度变化



资料来源：Wind 资讯

（一）“国民收入倍增计划”奠定消费增长基础

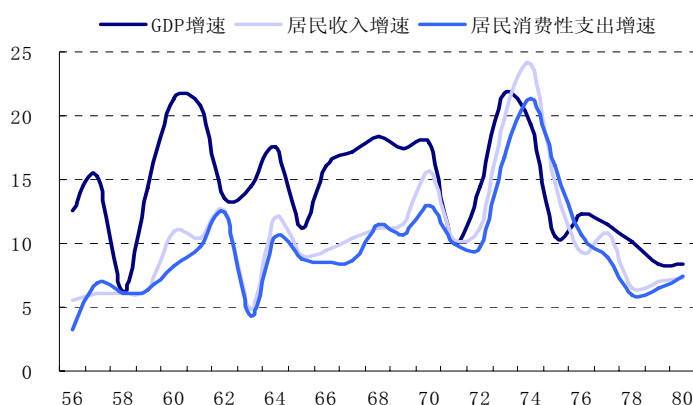
收入是影响消费增长的根本因素，二者之间密切的正相关关系已经被很多经济学家以及国外的发展经验所证实。目前，我国正处于经济转型的关键期，能否顺利的使消费成为经济增长的引擎，国民收入水平是首先要提高的因素。2010 年 6 月份，国家正式出台了“国民收入倍增计划”，力争在未来 5 年时间内实现人均收入水平翻番的目标，以此来拉动消费的增长。

1、日本“国民收入倍增计划”效果显著

“国民收入倍增计划”并不是一个新名词，日本早在上世纪 60 年代末就曾使用该项措施来改善国民收入水平，并带来了经济的迅速崛起，成为仅次于美国的世界第二大经济体。

1961-1970 实施该项计划 10 年间，日本 GDP 增长了 3.58 倍，居民人均年收入增长了 1.76 倍；家庭耐用消费品彩电、冰箱、洗衣机、吸尘器、微波炉、热水器、立体声音响等等普及率甚至达到 90% 以上，日本成了亚洲生活水平最高的国家；教育的普及率提高也非常迅速，高中升学率 1960 年到 1975 年从 57.7% 上升为 91.1%，大学升学率从 10.3% 上升为 34.2%，日本摇身一变成为高学历社会。

图 2：日本上世纪 60 年代后主要经济指标变化

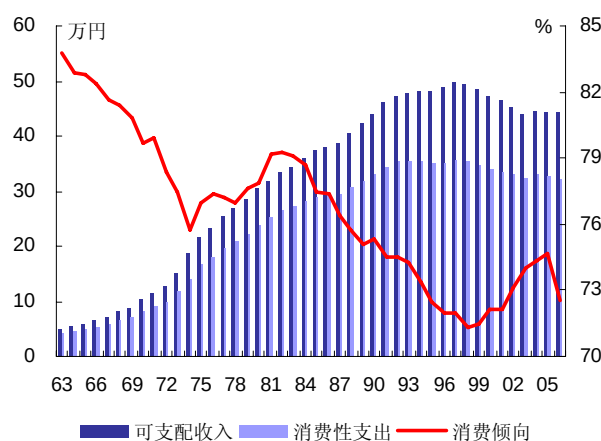


资料来源：日本统计局

日本开始实施“国民收入倍增计划”后，对于经济将持续增长的信心真正的传递给了消费者。一旦对于经济增长成为习惯，生活水准的改善就成为居民最关心的问题。工资上涨，而生活开支的增长速度低于通货膨胀速度，消费热潮随之出现。

从下面的图表我们可以看出，尽管消费倾向随着收入的增加出现了下降的趋势，但在 60-70 年代，日本居民消费性支出占可支配收入的比重却处于相对高位，保持在 75%以上的水平。也就是说，在收入增加的初始阶段，一般来说，消费性支出将会是支出的主要方面。

图 3：日本上世纪 60 年代后主要经济指标变化



资料来源：日本统计局

我们对日本 1955-1975 年间一些主要经济指标的变化情况进行了汇总，分别统计出了三个不同时间段的数据。通过对比可以看出，日本实施该项计划后，1960-1970 十年间，居民收入水平得到了明显提高，增长了 1.76 倍；由此带来了消费行业以快于收入增速的增长水平发展，民间消费增长了 3.08 倍，政府消费增长了 3.26 倍；进一步带动了国民经济长期的繁荣，GDP 增长了 3.58 倍。改善的效果十分显著。

表 1: 日本主要经济指标汇总

不同时间段内各项指标增长倍数						
	GDP	居民收入	居民消费性支出	民间最终消费	政府最终消费	批发零售业
1960-1970 年	3.58	1.76	1.54	3.08	3.26	3.48
1960-1975 年	8.26	4.77	4.05	8.02	10.62	8.75
1955-1975 年	16.72	7.10	5.81	14.41	16.61	21.65
不同时间段内各项指标年化增长率(%)						
	GDP	居民收入	居民消费性支出	民间最终消费	政府最终消费	批发零售业
1960-1970 年	13.61	5.83	4.43	11.91	12.53	13.29
1960-1975 年	15.12	10.98	9.78	14.89	17.06	15.56
1955-1975 年	15.12	10.29	9.19	14.27	15.09	16.62

资料来源: 日本统计局

2、我国消费市场潜力巨大

改革开放 30 年来,我国经济发展水平受到世界瞩目。从近 20 年的数据来看, GDP 增长了 16.96 倍,国家财政收入增长了 22.31 倍,而城镇居民人均可支配收入只增长了 10.37 倍,农村居民人均总收入仅增长了 6.51 倍,收入增长的缓慢使得消费对拉动经济的作用始终没有应有的体现。

表 2: 中国主要经济指标汇总

不同时间段内各项指标增长倍数							
	GDP	全部工业增加值	国家财政收入	城镇居民人均可支配收入	农村居民人均总收入	社会消费品零售总额	批发零售业销售额
1990-2009 年	16.96	18.63	22.31	10.37	6.51	14.10	16.20
1999-2009 年	2.74	2.75	4.98	1.93	1.33	3.03	4.13
不同时间段内各项指标年化增长率(%)							
	GDP	全部工业增加值	国家财政收入	城镇居民人均可支配收入	农村居民人均总收入	社会消费品零售总额	批发零售业销售额
1990-2009 年	16.07	16.64	17.75	13.10	10.36	14.94	15.79
1999-2009 年	10.60	10.66	17.42	6.82	2.90	11.71	15.24

资料来源: Wind 资讯

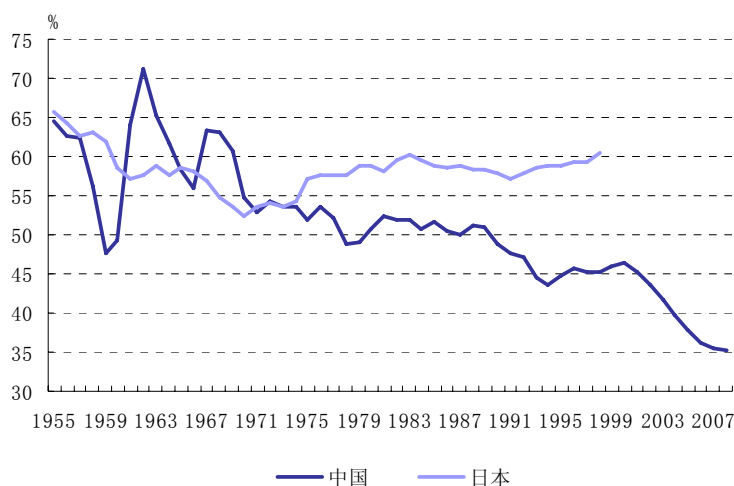
从日本的发展经验来看,消费的增长速度要大大高于相应的收入的提高速度,尤其对于低收入人群,改善生活条件的消费需求更为明显。我国贫富差距悬殊,最高收入 10% 群体与最低收入 10% 群体的收入差距,从 1988 年的 7.3 倍上升到 23 倍,可以说低收入人群的改善需求一直处于受抑制的状态;而由于股市、房市大涨的财富效应使得一部分人迅速致富,增加了对高端奢侈品的需求,我国奢侈品消费近两年平均每年增长 22%,已经超越日本成为世界第二大奢侈品消费国。极端化的收入分配状况也就导致我国消费市场高端、低端两头受益。

按照五年翻番的目标测算,平均每年人均收入增速要达到 15% 左右,可以期待社会消费品零售总额及批发零售贸易额的增速有望高于这一数值,达到 18% 左右的水平。

另外一个支撑消费行业增长前景向好的理由来自于我国居民消费总额占 GDP 的比重自上世

纪 70 年代以来持续下降，目前达到了 35.32%，这一比值不仅低于美国、日本等发达国家，也低于印度等发展中国家。收入增长的缓慢、持续上涨的房价都对消费的增长带来了一定的负面影响。

图 4：居民最终消费占 GDP 比重



资料来源：Wind 资讯、日本统计局

（二）人口因素变相提高消费倾向

尽管我国人口自然增长率呈现逐年下降的趋势，但是人口结构的变化已经成为消费增长的主要驱动力。加快城镇化进程，不仅有利于促进消费，也有利于改善农村居民生活条件、缩小贫富差距，我们预计未来三年城镇人口比例将突破 50%。

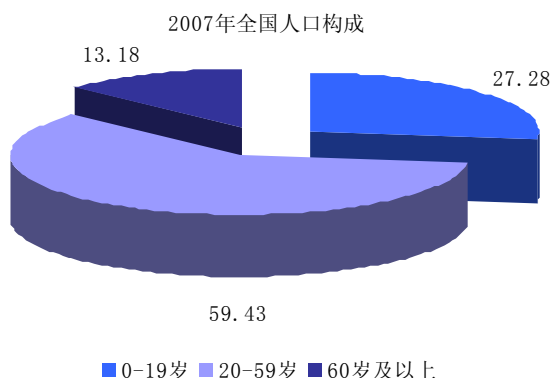
图 5：人口因素对消费影响图解



资料来源：太平洋证券研究院

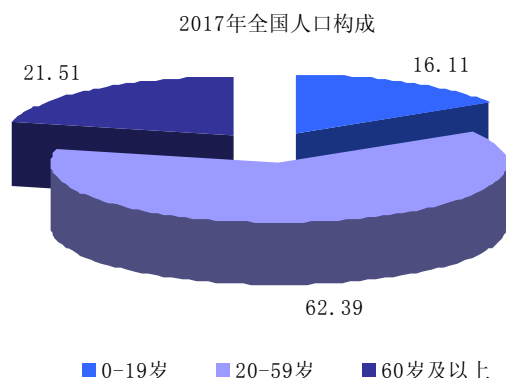
我们按照逐年下滑的人口自然增长率预测了 2010-2017 年的总人口数量，同时根据 2007 年不同年龄段的人口数量预测了 2017 年的人口年龄分布，可以看出，20-59 岁这一主要消费人群占比呈现增多的趋势。

图 6：2007 年人口年龄分布



资料来源：Wind 资讯，太平洋证券研究院

图 7：2017 年预计人口年龄分布



资料来源：Wind 资讯，太平洋证券研究院

（三）其他影响因素也在朝利好消费增长的方向发展

社会福利及保障制度：扩大受保人群、农村医疗养老制度改革、降低基本药物价格等措施解除居民消费的后顾之忧，未来户籍制度的改革也将成为缩小城乡差距的重要方向；

表 3：我国社会保障基本情况

时间	参加基本养老保险人数（亿人）	同比增速（%）	参加基本医疗保险人数（亿人）	同比增速（%）
2000	1.36	9.07	0.38	
2001	1.42	4.15		
2002	1.47	3.91	0.94	
2003	1.55	5.23		
2004	1.64	5.46	1.24	
2005	1.75	6.94	1.38	11.12
2006	1.88	7.32	1.57	14.14
2007	2.01	7.30	1.80	14.54
2008	2.19	8.71	2.00	10.97

资料来源：Wind 资讯

住房问题已经成为社会矛盾的主要方面，尽管对于房价的涨跌我们不好预测，但是政府解决这一问题的决心昭然若揭，从“和谐社会”大背景出发，我们相信住房对百姓的困扰程度将会降低；

通货膨胀率温和上涨已经成为共识，这也是经济发展的基本趋势之一，零售企业作为渠道商，可以有效的将这一因素向终端传导，不但不会影响企业效益，反而能进一步推动行业发展。

小结:

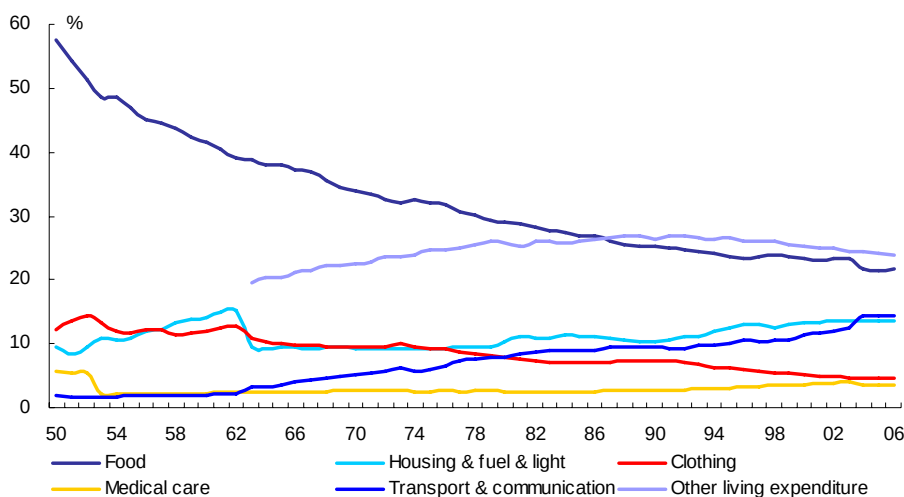
通过对影响消费增长的几个主要因素分析,我们认为,现阶段影响消费的需求因素都在朝有利于行业增长的方向发展,并有日益强化的趋势,其中收入倍增、人口结构的变化是推动消费增长的源泉,中国消费市场仍有较强的内生增长动力。

二、消费升级仍在继续

从主要发达国家的经验来看,随着收入的增长,食品、衣着等必需品开支占消费支出比重逐渐下降,而交通通信、文化娱乐支出将随着人们生活条件的改善逐渐增加。

日本在第一次消费革命(1956-1970)中,开始由“生活合理化”向“更加舒适化”、追求“实现物质需求欲望”发展,进而引发了战后日本第二次(1971-1980,)和第三次(1981-)的消费革命。娱乐和交际费用或从无到有,或从少到多,比重也不断增加。

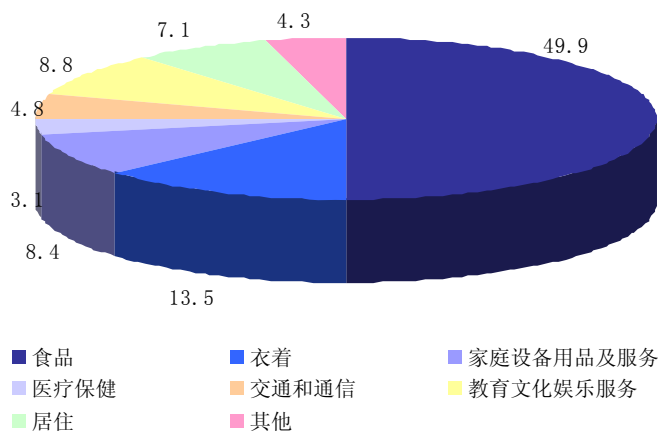
图 8: 日本居民消费支出构成变化



资料来源: 日本统计局, 太平洋证券研究院

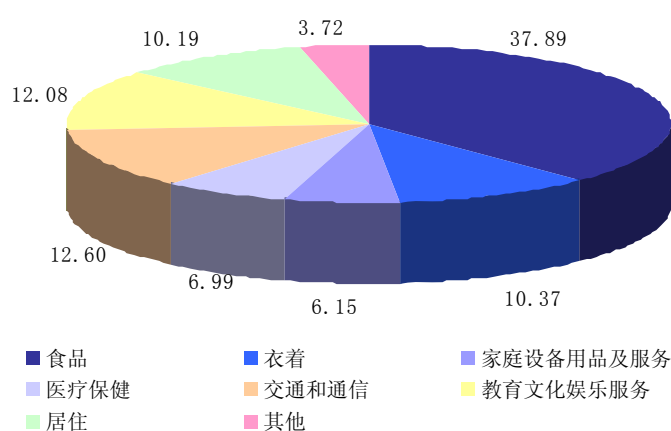
我国近 20 年来的发展轨迹也可以很清楚看到这一变化趋势。我们以 1995 和 2008 年城镇居民消费支出构成变化为例,同样的,食品类占居民消费支出比重在不断下降,而代表消费升级概念的教育文化娱乐、交通和通信类占比逐年上升。

图 9：1995 年城镇居民消费性支出构成



资料来源：Wind 资讯，太平洋证券研究院

图 10：2008 年城镇居民消费性支出构成



资料来源：Wind 资讯，太平洋证券研究院

（一）百货仍是消费升级最大受益者

1、百货类商品零售额增速最快

从限额以上商品零售额增速变化来看，汽车、石油等大额消费品对商品零售额的增长起到了较大的拉动作用，使得限额以上商品零售额增速在 2009 年 12 月达到了历史高位 43.66%，剔除这部分影响后，整体增速下降为 28.21%。

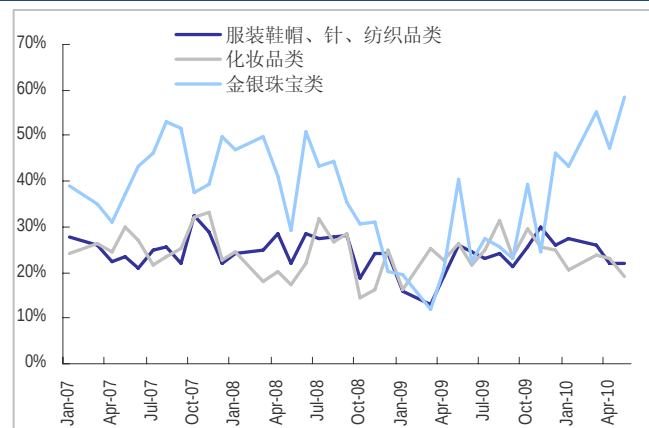
我们分别按照百货、超市、家电企业经营的商品类别统计限额以上商品零售额增速的变化情况，很明显可以看出，代表消费升级概念的百货类商品增速较快，尤其是金银珠宝类增速在 2010 年 5 月达到 58.27%，远远高于其他商品类别的增速。此外，化妆品类达到 19.05%，服装鞋帽类达到 21.92%，均快于同期社会消费品零售总额增速。

图 11：限额以上商品零售额增速



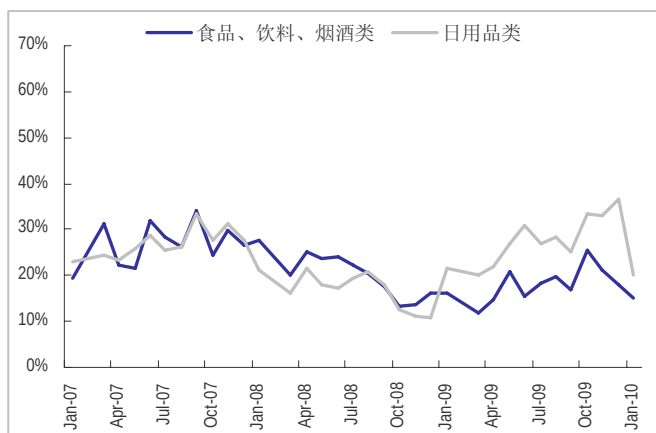
资料来源：CEIC，太平洋证券研究院

图 12：百货类商品零售额增速



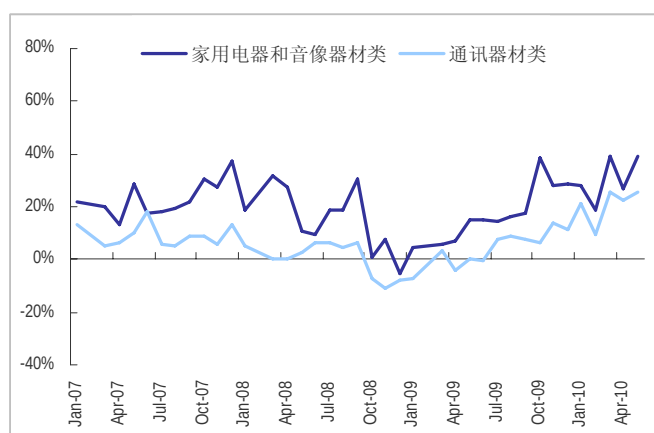
资料来源：CEIC，太平洋证券研究院

图 13: 超市类商品零售额增速



资料来源: CEIC, 太平洋证券研究院

图 14: 家电连锁类商品零售额增速



资料来源: CEIC, 太平洋证券研究院

2、百货行业“内生+外延”均有发展空间

日本百货行业已经处于成熟发展阶段，坪效、客单价等主要指标变动较小，由于经营模式较为接近，如果以日本百货业均衡状态作为我国百货行业未来的发展方向，那么可以很明显的看出，单店面积、人均百货面积较大的差距说明依靠外延扩张的方式百货行业仍有进一步拓展空间；而坪效差距则说明通过内生改善提升效益大有可为。

表 4: 中日百货行业对比

日本					
时间	门店数量	经营面积	每百人拥有百货面积	坪效	单店面积
	(个)	(万平米)	(平米/百人)	(万元/平米)	(平米/个)
1990	378	694.2	5.62	11.94	18365.08
1995	425	757.8	6.03	11.48	17830.59
2000	417	821.8	6.47	8.81	19707.43
中国					
时间	门店数量	经营面积	每百人拥有百货面积	坪效	单店面积
	(个)	(万平米)	(平米/百人)	(万元/平米)	(平米/个)
2007	3805	9401701	1.58	1.73	2558.98
2008	3674	11104026	1.83	1.75	2918.27

资料来源: 日本统计局, 中国统计局, 太平洋证券研究院

注 1: 日本“每百人拥有百货面积”数据是按照总人口数量平均所得，而中国“每百人拥有百货面积”数据是按照城镇人口数量平均所得

注 2: 日本“坪效”数据已按照当年的汇率调整为人民币计价

从上市公司主要盈利指标来看，差距也是显而易见的。我们选取了 A 股零售类公司中经营稳健、管理较为规范的六家公司，以及日本百货代表性企业伊势丹，通过对比可以看出，我国百货企业在单店收入以及坪效方面与日本企业有较大差距，经营最好的广州友谊坪效可以达到 3.66 万元/平米，远远低于日本 10.66 万元/平米的水平，这主要由于日本经营品牌档次较

高所造成的。这也提示我们，通过进一步调整品牌结构、改变经营模式可以改善内生增长状况。在净利率水平上我们好于日本则归因于较低的人工成本。

表 5：代表性百货公司盈利能力对比

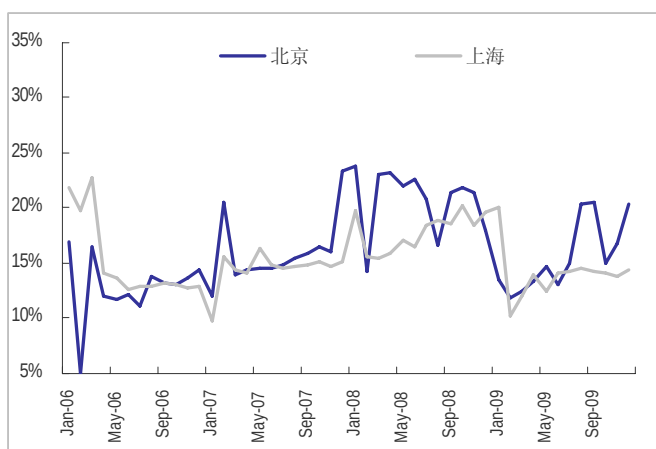
	王府井	广百股份	合肥百货	鄂武商	新华百货	广州友谊	日本伊势丹
营业收入（亿元）	111.0	42.6	40.3	40.98	17.30	28.1	
门店数（个）	19.0	9.0	15.0	6	5.00	4.0	
面积（万平方米）	62.0	21.8	32.0	34.2	10.30	7.7	
单店收入（亿元）	5.8	4.7	2.7	6.83	3.46	7.0	39.9
单位面积收入（元）	17,887.1	19,518.4	12,593.8	11,982.5	16,796.1	36,631.9	106,658.0
单店面积（万平方米）	3.3	2.4	2.1	5.7	2.06	1.9	3.74
毛利率（%）	18.67	20.74	16.51	20.16	18.72	22.62	27.9
净利率（%）	3.78	3.59	4.91	4.00	6.55	9.64	3.00

资料来源：太平洋证券研究院

3、区域经济发展水平决定了百货零售的成长速度

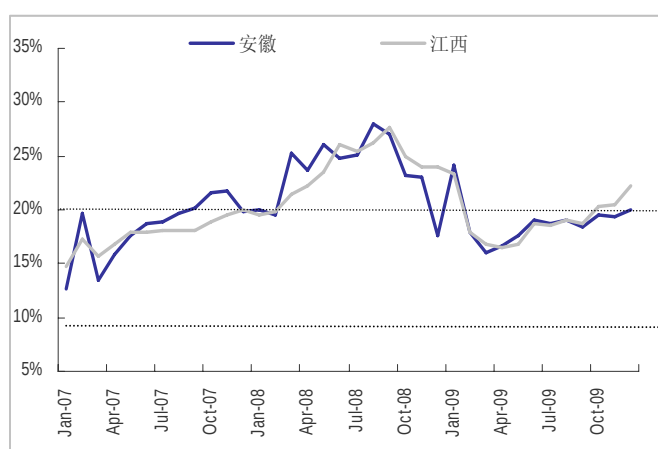
由于我国百货公司分区域而“置”的特点，区域经济的发展状况决定了该区域上市公司的发展速度。

图 15：北京、上海社会消费品零售总额增速



资料来源：CEIC，太平洋证券研究院

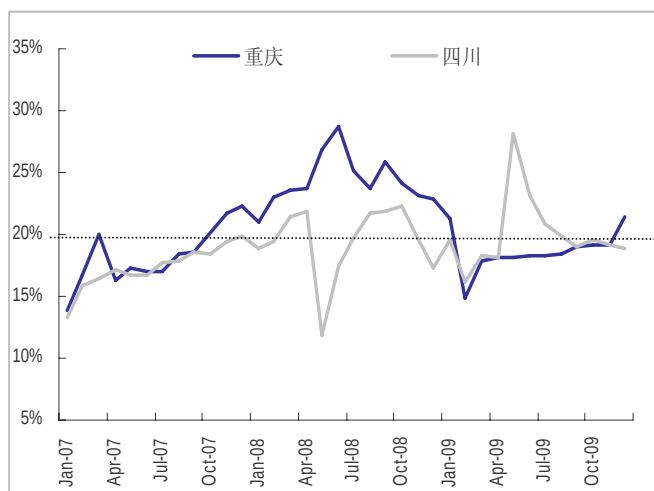
图 16：安徽、江西社会消费品零售总额增速



资料来源：CEIC，太平洋证券研究院

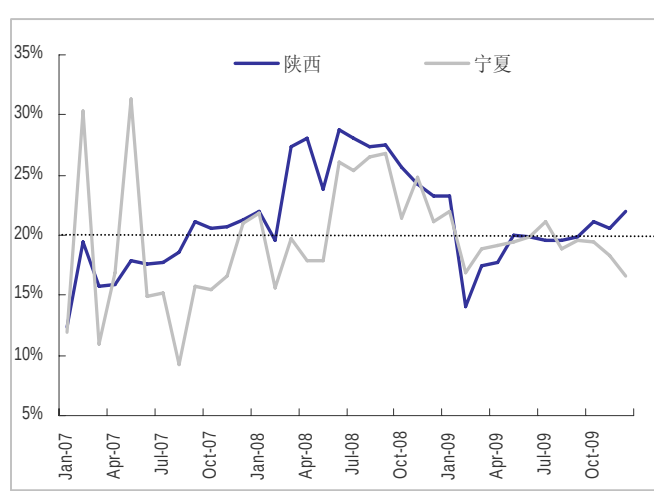
一线城市业态齐全，购物中心化、品牌高端化趋势明显，原有的中低端百货将会面临被边缘化的风险。即使已经完成结构转型的公司由于竞争的激烈也需要寻求新的增长模式、加上有效降低费用率水平来提高盈利能力。而二、三线城市业态演进速度相对缓和，那些率先进行升级改造跨入中高端行列的公司可以有效分享到收入提高带来的增长。此外，政策重点扶持的二、三线城市存在较大的增长潜力，如宁夏、重庆、合肥、武汉。我们推荐相关区域上市公司新华百货、重庆百货、鄂武商。

图 17: 四川、重庆社会消费品零售总额增速



资料来源: CEIC, 太平洋证券研究院

图 18: 陕西、宁夏社会消费品零售总额增速



资料来源: CEIC, 太平洋证券研究院

(二) 家电连锁——淡化房地产衰退影响

1、家用电器城镇升级农村普及

旧三大件—冰箱、彩电、洗衣机在城镇居民家庭已经基本实现了普及,甚至彩电、空调每户拥有量已经超过了一台,家电在城镇更多是以升级换代、以及摄像机、健身器材等代表更高生活品质的电器普及来实现增长。相比之下,农村的家电市场空间更为广阔。除了彩电基本实现普及外,其余常用电器如冰箱、洗衣机每 2、3 户家庭只有一台,更不用说电脑等相对高端的电器产品。

表 6: 居民拥有耐用消费品数量

城镇家庭平均每百户耐用消费品拥有量									
指标名称	洗衣机	电冰箱	空调器	彩色电视机	组合音响	家用电脑	摄像机	健身器材	家用汽车
2000	90.50	80.10	30.80	116.60	22.20	9.70	1.30	3.50	0.50
2003	94.41	88.73	61.79	130.50	26.89	27.81	2.45	4.07	1.36
2006	96.77	91.75	87.79	137.43	29.05	47.20	5.11	5.00	4.32
2009	96.01	95.35	106.84	135.65	28.21	65.74	7.77	4.13	10.89
农村每百户耐用消费品拥有量									
指标名称	洗衣机	电冰箱	空调机	彩色电视机	家用电脑	摩托车			
2000	28.58	12.31	1.32	48.74		21.94			
2002	31.80	14.83	2.29	60.45		28.07			
2004	37.32	17.75	4.70	75.09		36.15			
2006	42.98	22.48	7.28	89.43	2.73	44.59			
2008	49.11	30.19	9.82	99.22	5.36	52.45			

资料来源: Wind 资讯

2010 年家电以旧换新和家电下乡政策对家电消费拉动作用非常明显，同比均出现了大幅增长，尤其家电下乡产品销售额出现成倍增长。考虑到农村居民耐用消费品拥有数量偏低的情况，家电下乡仍然有很好的增长前景。随着补贴产品种类的增多、购买下乡产品的便捷以及售后服务的改进，我们预计农村市场将会成为家电销售的主要区域。

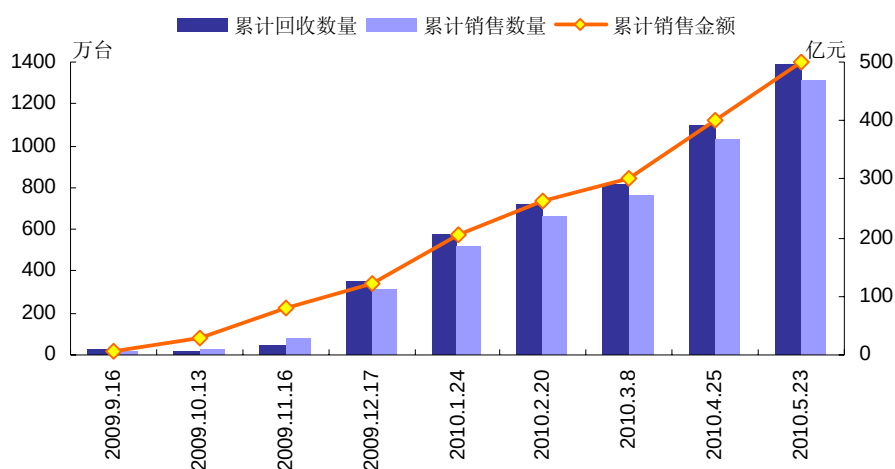
如果以城镇居民家庭耐用品拥有量为标准，按照 2008 年的人口数据来看，农村市场还需要彩电约 6500 万台、冰箱约 1.17 亿台、洗衣机 8400 万台，总计金额在 5500 亿元左右，相当于苏宁电器 09 年营业收入的 9 倍。按照目前每个月销售 100 亿元下乡家电产品的速度测算，至少可以持续到 2013 年。

表 7：2010 年 3 月以来家电下乡实施情况

	彩电	冰箱	洗衣机	销售量	同比增长	销售额	同比增长
	亿元	亿元	亿元	万台		亿元	
3 月	113	90	42	625.2	3.2 倍	124	4.5 倍
一季度				1603.3	4.9 倍	316.7	6.9 倍
4 月	32	32		480.3	1.7 倍	100	2.6 倍
5 月	33	47		575	1.6 倍	126	2.2 倍

资料来源：家电下乡信息管理系统

图 19：家电以旧换新实施情况



资料来源：家电以旧换新信息管理系统

2、苏宁电器尝试创新业态

国家家电以旧换新管理信息系统数据显示，截止到 2010 年 3 月 17 日，苏宁以旧换新销售首次超过百亿，回收旧家电 541 万台，创行业新高。市场占有率近 1/3，在全国 287 家以旧换新销售企业中牢牢占据了行业第一的领先地位。

截至 2010 年一季度末，苏宁电器在大陆地区 202 个城市拥有门店 962 家，连锁面积达到 405.83 万平方米，公司计划今年在江苏、广东、浙江等三四线市场尝试开出 300 家乡镇店，门店面积在 800-1000 平方米左右，预计农村市场对公司业绩影响小于 10%。

2010年6月份，苏宁电器在浦东旗舰店引进 Laox 的 Musicvox，填补国内乐器连锁空白。公司还表示将进一步引进日本风尚杂货店、日本家居精品店和动漫店，利用公司的渠道优势，结合 Laox 的经验和供货商资源，大力拓展家电以外的市场。

此外，日益成熟的物流配送系统加上优秀的管理能力，苏宁易购上线不到一年即实现了 5-6 亿的销售规模，预计今年可以达到 15 亿左右。

我们认为，苏宁是一家充分了解行业发展趋势、能够及时把握发展机会的优秀公司，未来将会逐步通过业态的丰富、管理能力的提升弱化房地产市场波动的影响，2010-2012 年每年仍可保持 25% 左右的净利润增速。长期来看，低于零售行业的估值水平是不合理的，给予公司“买入”评级。

（三）超市行业——增长出现瓶颈

从国外的发展经验来看，超市类公司可复制性强，易于通过外延拓展扩大规模，外延扩张是超市行业发展的主要方式，排在零售行业前列的沃尔玛、家乐福就是典型代表。但国内受制于消费习惯差异较大、区域代理分级严格等限制，目前尚未有一家公司实现真正意义上的全国连锁，这也阻碍了超市类公司的发展速度。

从主要超市企业的收入增长情况来看，2009 年受经济危机的影响，增速出现明显下滑，而 2010 年在同比较低基数上实现收入增速快速提升，但三季度会逐渐回落。

表 8：主要超市企业营业收入同比增速变化

证券代码	证券简称	2009 一季	2009 中期	2009 三季	2009 年度	2010 一季
000759.SZ	武汉中百	7.58	10.47	12.13	16.73	20.97
002251.SZ	步步高	6.46	8.08	9.37	10.07	14.29
002336.SZ	人人乐			13.53	14.07	11.60
600361.SH	华联综超	8.70	8.44	6.88	7.41	5.88

资料来源：太平洋证券研究院

在国内超市企业裹足不前的同时，全球主要零售巨头纷纷将中国市场作为发展的重点区域，给国内的超市类上市公司带来较大的竞争压力。2010 年沃尔玛将继续保持 50 家以上的开店进度，家乐福、乐购也保持在 20-25 家的新店开张速度，乐天玛特、易买得、麦德龙则加紧步伐，拟开 10 家左右门店，卜蜂莲花也在近日表示欲重回天津市场。

图 20: 主要外资零售企业在华开店情况

超市名称	新开 门店*	现有 门店*	全国布局						
			华东	华北	华南	华中	东北	西南	西北
沃尔玛	53	178	38	18	53	21	17	27	4
家乐福	18	157	49	24	25	16	21	18	4
大润发	19	123	64	17	19	6	15	/	2
TESCO 乐购	19	76	42	12	8	/	14	/	/
乐天马特	3	76	65	11	/	/	/	/	/
卜蜂莲花	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	/	/	/	/	/
每家玛	1	4	3	/	/	/	1	/	/

*: “新开门店”为 2009 年 1 月~12 月和 2010 年 1 月的开店总数,“现有门店”数量统计截止到 2009 年 1 月 28 日。数据依据联商网独家盘点整理得出,部分来自超市官网和媒体报道。
注: 全国分布依据地理划分统计,与该超市区域市场划分无关。

资料来源: 联商网

竞争的加剧,同时管理能力、物流配送能力、信息系统没有跟上经济快速发展的步伐,使我们对国内超市企业的发展前景有一定担忧。给予连锁超市行业“中性”评级。

三、重点公司盈利预测

在公司选择上,我们按照“自上而下选行业、自下而上选公司”的思路,看好百货、家电连锁子行业,对超市行业持中性态度。在百货行业中,结合公司储备项目对未来发展速度的影响及所在区域经济发展状况,推荐新华百货、重庆百货、鄂武商,长期看好合肥百货、王府井,目前通程控股存在阶段性买入机会。

表 9: 重点公司盈利预测

代码	简称	总市值	收盘价	EPS			PE			评级
		亿元	2010-6-25	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
002024	苏宁电器	807	11.79	0.57	0.69	0.82	20.7	17.1	14.4	买入
600785	新华百货	63	32.77	1.17	1.47	1.76	28.0	22.3	18.6	买入
600729	重庆百货	157	42.43	1.42	1.71	2.2	29.9	24.8	19.3	买入
000501	鄂武商	74	14.60	0.61	0.75	0.92	23.9	19.5	15.9	买入
000419	通程控股	28	9.58	0.34	0.48	0.6	28.2	20.0	16.0	买入
000417	合肥百货	87	14.95	0.5	0.62	0.76	29.9	24.1	19.7	增持
600327	大厦股份	50	9.71	0.39	0.47	0.58	24.9	20.7	16.7	增持
600859	王府井	134	34.11	1.15	1.35	1.51	29.7	25.3	22.6	增持
002277	友阿股份	74	20.42	0.56	0.75	0.91	36.5	27.2	22.4	增持
600858	银座股份	77	25.80	0.78	1.05	1.5	33.1	24.6	17.2	增持
600628	新世界	67	12.48	0.41	0.48	0.54	30.4	26.0	23.1	增持
600631	百联股份	158	14.05	0.43	0.49	0.53	32.7	28.7	26.5	增持

000759	武汉中百	78	11.12	0.39	0.46	0.54	28.5	24.2	20.6	中性
002251	步步高	66	23.30	0.67	0.78	0.94	34.8	29.9	24.8	中性
002336	人人乐	109	26.76	0.72	0.83	0.99	37.2	32.2	27.0	中性

资料来源：太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。