

行业报告

景气复苏，龙头发力

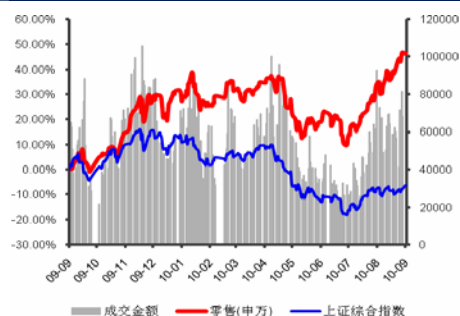
商业零售行业

2010年9月13日

评级：优异

——商业零售行业中期业绩总结

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《商业零售2009年报与2010Q1季报分析：关注低估值和区域龙头品种》
2010/05/11；

《商业零售2010年中期策略报告：淘金消费大时代》2010/06/18

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：0510-82833337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话：0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性声明：

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。

报告要点：

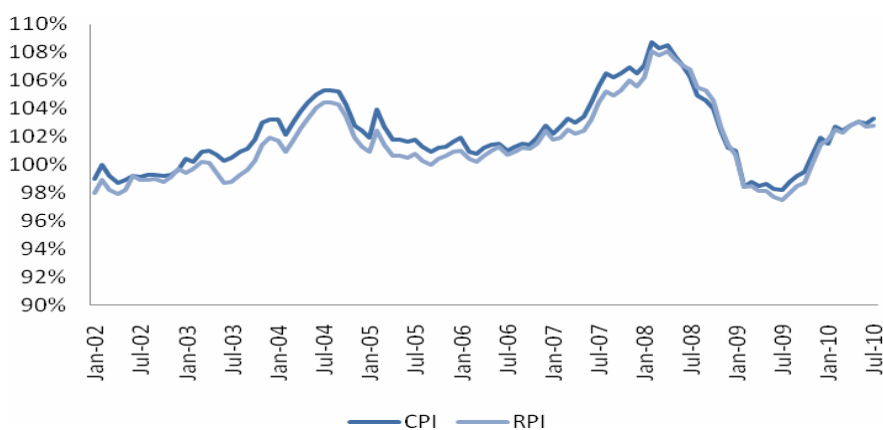
- **行业景气持续复苏。**1-7月社会消费品零售总额稳健增长，其中7月份社会消费品零售总额1.23万亿元，同比增长17.90%，比上年同期提高2.74个百分点，受通胀因素影响显著；10年上半年，城镇居民可支配收入和农村居民现金收入额分别为9757元和3078元，同比增速分别为10.17%和12.62%，其中农村居民收入增速显著高于城镇居民。
- **行业整体业绩增速恢复至危机前水平，但各自行业业绩表现不一。**10年上半年，零售行业上市公司营业收入增速为25.87%，接近08年金融危机前的历史高位水平；净利润增速超过收入增速，达到33.19%。分子业态来看，业绩表现最优异的是家电连锁和珠宝首饰子行业，百货类上市公司次之，超市子行业业绩表现最不尽人意，收入增速和净利润增速分别只有16.44%和12.10%，远低于行业平均水平。
- **估值水平较高，但仍有提升空间。**2010年上半年零售板块受到资金追捧而调整幅度远小于同期大盘，防御性特征得到充分体现。目前零售板块的整体估值为38.5倍，超过历史中值33.2倍的水平；从零售板块相对于A股（剔除银行、地产）市场的溢价率来看，目前66.5%的溢价率超过44.4%的溢价率历史中值，在消费市场持续景气的背景下，零售板块估值有进一步向上提升的动力和空间。
- **给予行业“优异”评级。**建议投资者重点关注中西部市场的区域零售龙头、定位二三线城市以及受益消费升级显著的行业龙头品种，对于那些采取新商业模式或有望实现业绩反转的个股的投资机会也要重点把握。

一、行业景气持续复苏

1.1. 1-7 月社会消费品零售总额稳健增长

7月份社会消费品零售总额1.23万亿元，同比增长17.90%，比上年同期提高2.74个百分点，环比增速略有下滑，但仍高于02年至今月均16.52%的同比增速；若过滤商品价格指数影响，则实际增速14.69%，虽然环比下降不明显，但比上年同期大幅下降3.42个百分点，可见通胀因素对当前行业景气度有着重要影响。因此，CPI（及RPI）是考量近期行业成长趋势的重要观察指标。

图 1：通胀背景下商品零售价格指数持续上升



数据来源：WIND 国联证券研究所

图 2：1-7 月社会消费品零售总额增长稳健

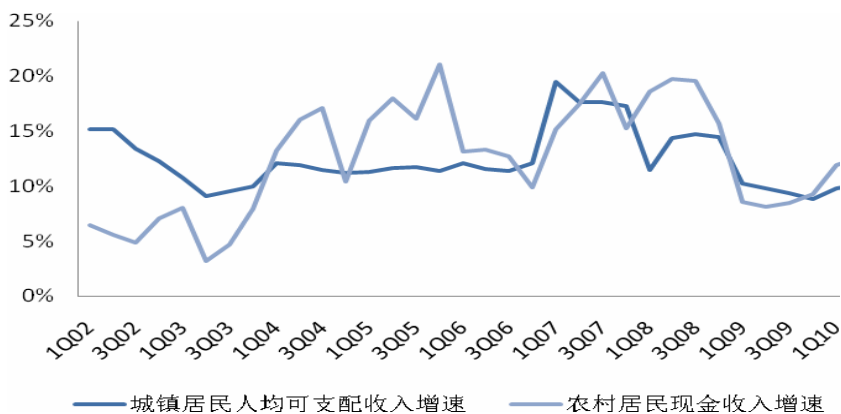


数据来源：WIND 国联证券研究所

1.2. 居民收入增速提高，行业景气持续回升

10年上半年，城镇居民可支配收入和农村居民现金收入额分别为9757元和3078元，同比增速分别为10.17%和12.62%，其中农村居民收入增速显著高于城镇居民。

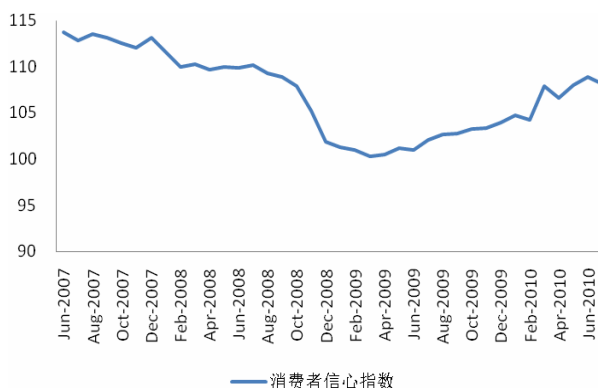
图 3：10 年上半年城乡居民收入稳步提高



数据来源：WIND 国联证券研究所

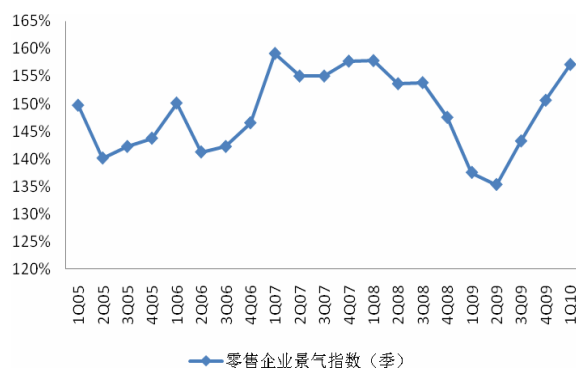
尽管在世界经济可能二次探底和国内宏观调控效果不明朗的双重影响下，4月份以来消费者信心指数有所波动，但我们预计随着各种担忧的消退，消费者信心指数将继续保持向上运行。零售企业景气指数自09年三季度以来也快速上升，行业景气度持续回升。

图 4：消费者信心指数短期波动



数据来源：WIND 国联证券研究所

图 5：零售企业景气指数持续回升



数据来源：聚源数据库 国联证券研究所

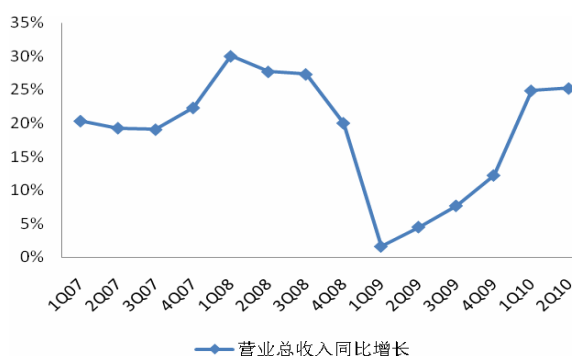
1.3. 业绩增速恢复至危机前水平

10年上半年，零售行业上市公司营业收入增速为25.87%，接近08年金融危机前的历史高位水平；净利润增速超过收入增速，达到33.19%。其中：

(1) 营业收入方面，只有宝商集团、农产品、上海九百、*ST三联（面临退市风险）和轻纺城等5家上市公司收入为负增长，大部分（47家）零售企业保持稳定增长（0~35%），9家企业实现35%~50%的较高增长，此外还有天音控股、津劝业、罗莱家纺、吉峰农机和海宁皮城等5家上市公司增速超过50%以上。

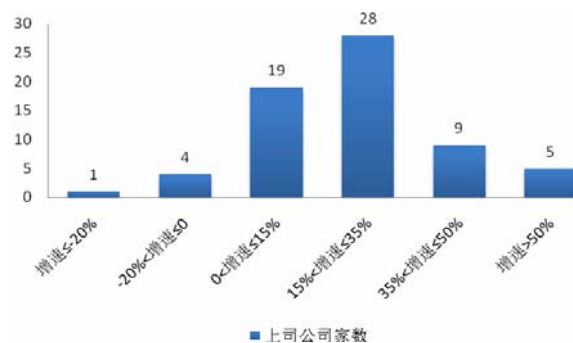
(2) 净利润方面，除长百集团、美邦服饰、上海九百、银座股份、百大集团、西安民生、南京中商和成商集团八家零售企业净利润增速为负，其余58家上市公司实现正增长，并且有36家公司净利润增速超过20%以上。

图 6：营业收入增速反弹至金融危机前高位水平



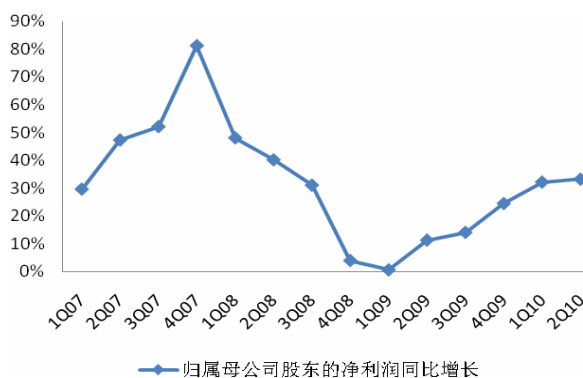
数据来源：WIND 国联证券研究所

图 7：营业收入增速分布



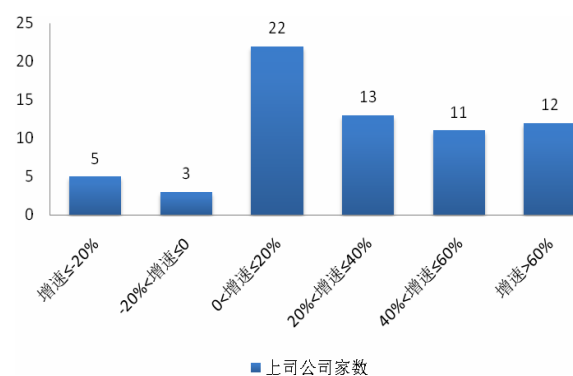
数据来源：WIND 国联证券研究所

图 8：净利润增速连续五个季度反弹



数据来源：WIND 国联证券研究所

图 9：净利润增速分布



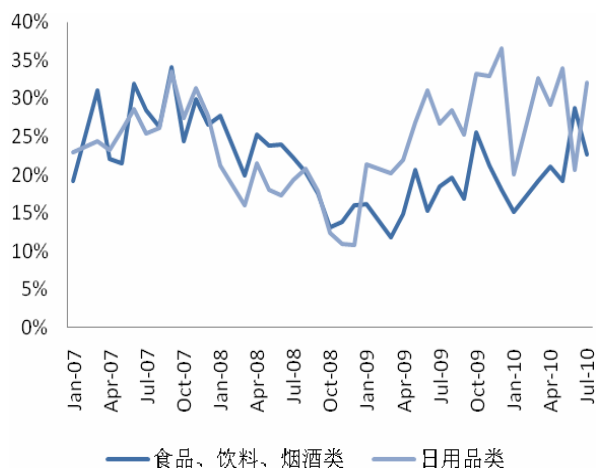
数据来源：WIND 国联证券研究所

二、零售子行业情况

2.1. 超市：业绩增长缓慢，下半年将逐步改善

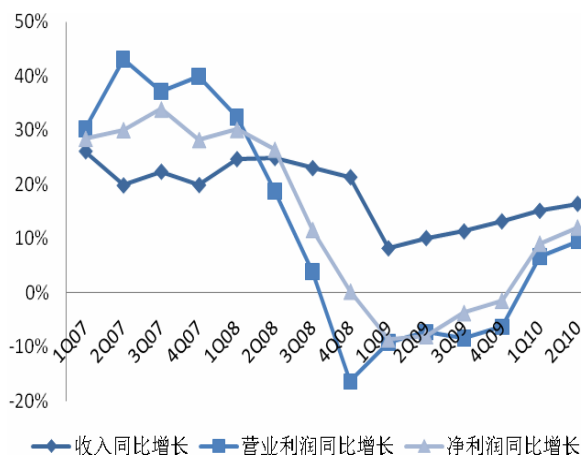
在零售业的诸子业态中，超市子行业上半年的业绩表现最不尽人意，收入增速和净利润增速分别只有16.44%和12.10%，远低于行业平均水平。上半年CPI温和走高，食品、饮料、烟酒和日用品等超市主要销售产品的行业数据也持续向好（图10），但这样的双重利好背景并未使得超市类上市公司业绩出现超预期增长，对于整个零售行业盈利水平提升造成一定拖累。

图 10：限额以上企业食品、饮料、烟酒和日用品销售增速



数据来源：WIND，国联证券研究所

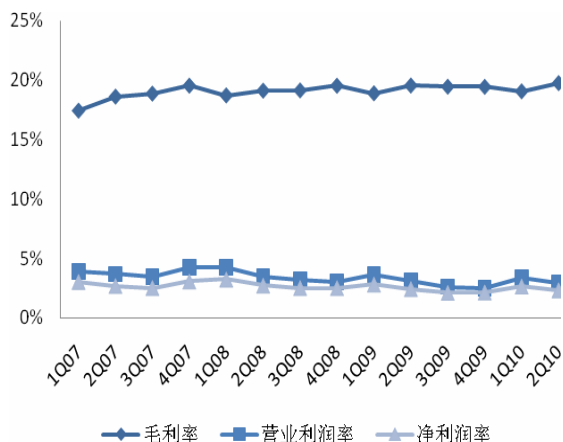
图 11：超市子行业收入和利润增速



数据来源：WIND，国联证券研究所

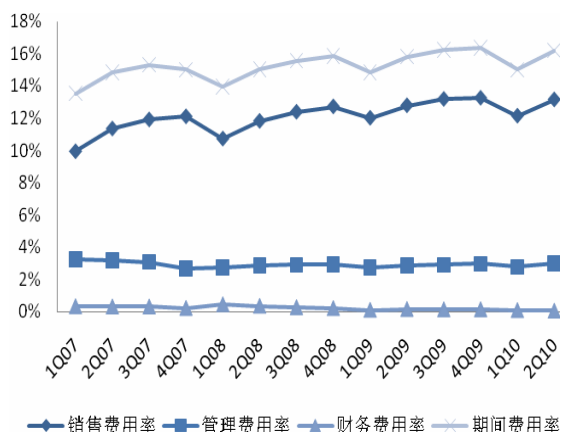
超市子行业10年上半年的平均毛利率为19.74%，同比提高0.20个百分点，但由于期间费用率同比上升了0.39个百分点，导致营业利润率和销售净利率分别同比下降了0.19和0.11个百分点，行业盈利能力有所下降。但随着各家超市企业下半年新开门店数量的增加和通胀背景下超市公司同店增长的加快恢复，超市子行业的业绩增长将有望于下半年提速。

图 12: 超市子行业毛利率、营业利润率和净利润率



数据来源: WIND, 国联证券研究所

图 13: 超市子行业期间费用情况

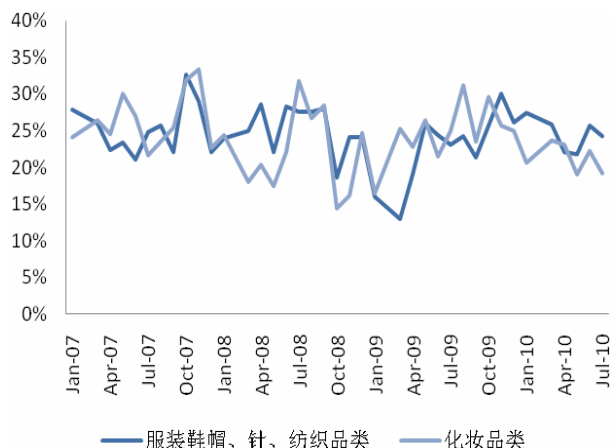


数据来源: WIND, 国联证券研究所

2.2. 百货: 业绩增速恢复, 盈利能力有所提升

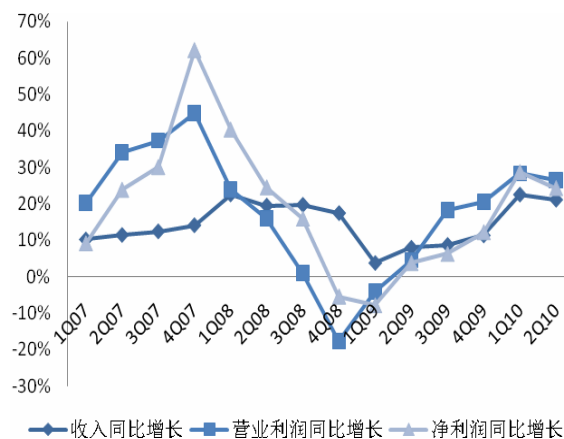
限额以上零售企业的相关数据显示(图14), 尽管10年上半年纺织服装和化妆品等百货主打商品的销售增速环比有所下降, 但仍稳定在20%-25%左右的历史平均水平附近。在上半年的通胀背景下, 百货类上市公司表现出比超市类公司更好的业绩弹性, 营业收入增速和净利润增速分别达到21.16%和24.29%, 均恢复至金融危机前水平。

图 14: 限额以上企业服装、化妆品等销售增速



数据来源: WIND, 国联证券研究所

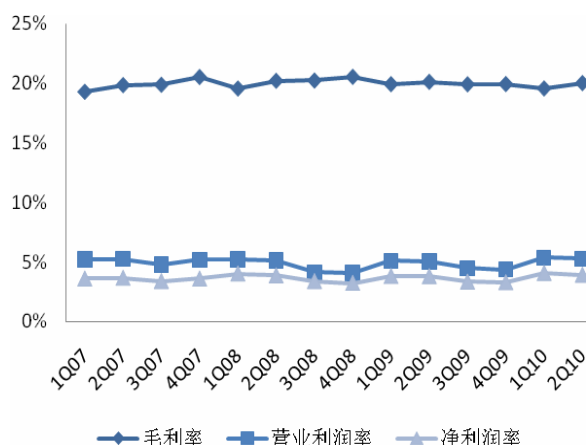
图 15: 百货子行业收入和利润增速



数据来源: WIND, 国联证券研究所

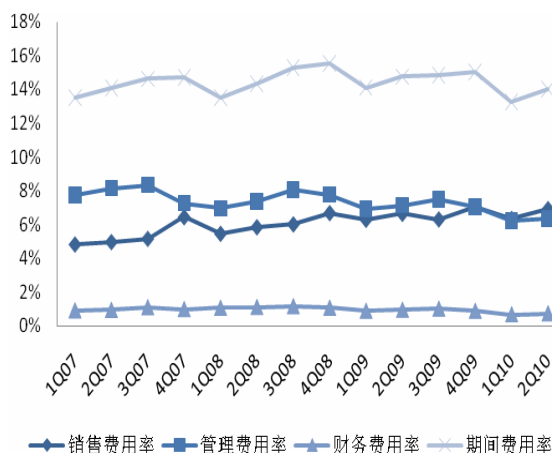
随着金融危机影响的减弱，百货类上市公司通过打折促销的力度有所减弱，销售期间费用率明显下降，由09年同期的14.75%降至14.03%，恢复至07年水平，因此，尽管行业毛利率同比有所下降，但营业利润率和销售净利率同比仍分别提升了0.23和0.12个百分点。

图 16: 百货子行业毛利率、营业利润率和净利率



数据来源: WIND, 国联证券研究所

图 17: 百货子行业期间费用情况

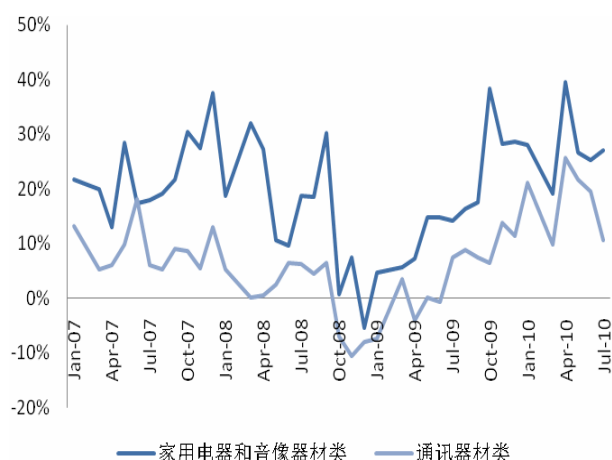


数据来源: WIND, 国联证券研究所

2.3. 家电连锁: 业绩弹性最佳, 盈利能力持续改善

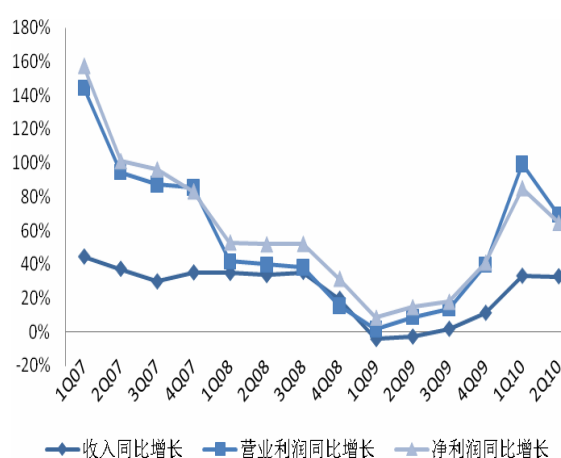
家电连锁子行业是10年上半年业绩表现最佳的子行业，营业收入和净利润增速均远超行业平均水平，分别高达32.79%和64.67%。行业数据来看（图18），家电、音像和通讯器材等产品销售增速率先于08年底见底，并且迅速恢复至近几年的最好水平附近。在国内房产调控政策影响下，家电连锁类公司仍然取得了骄人业绩，充分地展现了其良好的业绩弹性，同时也表明家电连锁行业的发展空间依然十分巨大，相关优质上市公司将继续维持业绩的稳定较快增长。

图 18: 限额以上企业家电、音像和通讯器材类销售增速



数据来源: WIND, 国联证券研究所

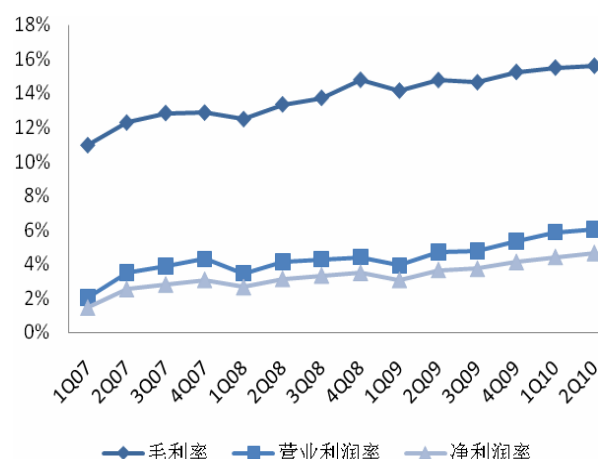
图 19: 家电连锁子行业收入和利润增速



数据来源: WIND, 国联证券研究所

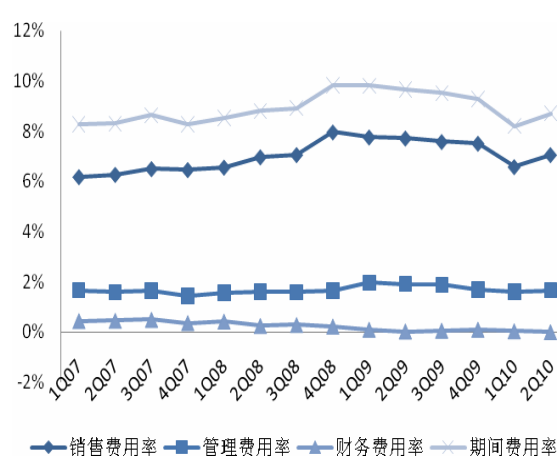
家电连锁子行业的另一突出特征是其盈利能力的持续改善, 毛利率水平由07年一季度的10.97%大幅提升至10年上半年15.60%的水平, 同期营业利润率由2.03%提高至6.02%, 销售净利率也由1.46%持续提高至10年上半年4.65%的水平, 盈利能力不断提升。目前, 家电连锁类上市公司的平均销售期间费用率也已回落至金融危机前水平, 盈利提升空间进一步被打开。

图 20: 家电连锁子行业毛利率、营业利润率和净利润率



数据来源: WIND, 国联证券研究所

图 21: 家电连锁子行业期间费用情况

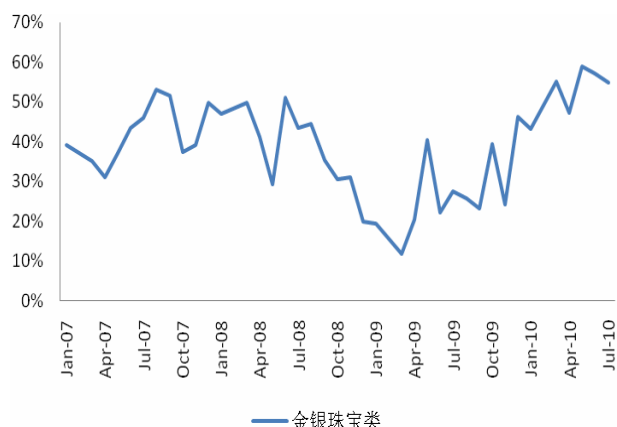


数据来源: WIND, 国联证券研究所

2.4. 珠宝首饰：消费需求激增，销售增速创新高

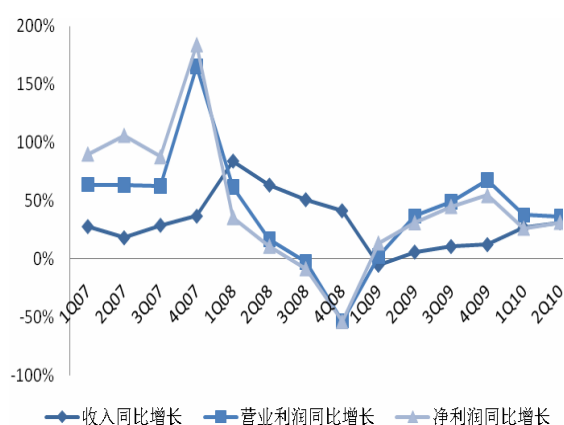
限额以上企业金银珠宝首饰的销售增速自09年8月以来快速反弹，在金融危机和通胀加剧的双重影响下，居民对金银珠宝的保值性消费需求大幅提高，促使行业景气度快速提升，并在10年5月达到了58.85%的历史最高单月同比增速。相关上市公司业绩表现方面，潮宏基独特的市场定位和产品销售结构（K金首饰为主）使得其盈利能力远超行业平均水平，10年中期潮宏基的毛利率和净利率分别高达35.91%和14.76%，而同期的这两项指标行业平均水平只有11.56%和5.50%。

图 22：限额以上企业金银珠宝销售增速



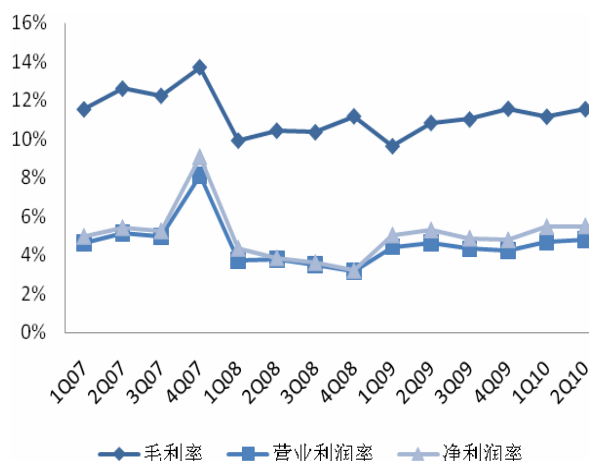
数据来源：WIND，国联证券研究所

图 23：珠宝首饰子行业收入和利润增速



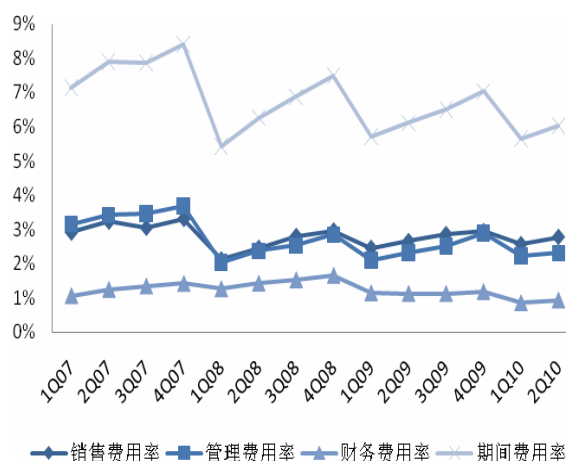
数据来源：WIND，国联证券研究所

图 24：珠宝首饰子行业毛利率、营业利润率和净利率



数据来源：WIND，国联证券研究所

图 25：珠宝首饰子行业期间费用情况



数据来源：WIND，国联证券研究所

三、估值及投资建议

3.1. 估值与评级

2010年上半年市场的剧烈调整过程中，零售板块因其业绩增长稳定、确定性高，受到资金追捧而调整幅度远小于同期大盘，防御性特征得到充分体现。目前零售板块的整体估值为38.5倍，超过历史中值33.2倍的水平；而同期A股（剔除银行、地产）市场的估值为23.2倍，处于历史中值（24.1倍）附近。此外，从零售板块相对于A股（剔除银行、地产）市场的溢价率来看，目前66.5%的溢价率超过44.4%的溢价率历史中值，在消费市场持续景气的背景下，零售板块估值有进一步向上提升的动力和空间，给予“优异”评级。

图 26：零售板块与 A 股（剔除银行、地产）的估值比较



数据来源：WIND 国联证券研究所

图 27：相对于 A 股（剔除银行、地产）的市盈率溢价率



数据来源：WIND 国联证券研究所

3.2. 重点关注品种

我们坚持中期策略报告中提出的选股思路，建议投资者重点关注中西部市场的区域零售龙头、定位二三线城市以及受益消费升级显著的行业龙头品种，对于那些采取新商业模式或有望实现业绩反转的个股的投资机会也要重点把握。

重点推荐:

华联综超：估值反转业已实现 长期向好趋势明确

估值反转业已实现，业绩拐点值得期待。我们的深度报告（5月31日）中指出公司当时的市销率水平（0.35左右）处于历史底部（0.29）区域，明确指出公司的估值反转即将实现，当前公司市销率水平已提升近一倍，估值拐点业已实现。公司上半年新开9家门店的单店面积和单店投入金额继续保持下降，定增预案募投项目的单店面积和投入金额也较前几年大幅下降，新增门店开店速度虽然翻倍但开店费用增长有限，即使未来两年每年新开门店数量达到15-20家，开店费用增长幅度将保持在20%以内，对公司业绩拖累程度将明显低于市场预期。二季度营业收入增速、净利润增速同比和环比均大幅提高，销售净利率延续提升态势，各项期间费用率同比保持下降，业绩向好趋势较一季度进一步明朗。

战略投资者参与定增，长期向好趋势明确。此次定向增发充分彰显出大股东和战略投资者对于公司未来两三年经营业绩大幅改善的强烈乐观预期；募投项目将加速公司渠道网络扩张，推动渠道网络质、量双双提升；募集资金还将对发展公司自有品牌、加大农副产品直采规模有较大推动作用，进一步提升公司竞争力。

维持“强烈推荐”评级。我们将待定增方案获通过后再对公司的盈利预测做出相应调整，此次仍维持10-12年每股收益分别为0.22元、0.29元和0.41元的盈利预测，维持公司“强烈推荐”评级。

武汉中百：区域超市龙头典范

加速渠道下沉，完善网点布局。公司近两年来加快武汉市内和湖北省内二三线城市网点布局节奏，今年外延扩张速度将进一步加快，上半年新增6家仓储门店和13家便民超市门店，预计下半年至少新增仓储门店14家、便民超市47家，年底营业网点总数有望超过723家，区域连锁龙头地位将进一步得到巩固。

新建物流配送中心提升生鲜业务竞争力。11日公司还审议通过了《武汉中百集团股份有限公司关于投资建设生鲜物流配送中心项目的公告》，拟在江夏经济开发区大桥新区征地240 余亩，建设90,740 平方米的现代化生鲜食品加工及采配中心，为公司连锁网点提供蔬果、肉类、水产以及冷冻、冷藏生鲜食品的加工和配送服务。项目建成后，预计水果类的最大配送量可达350

吨/天，蔬菜类最大配送量可达470吨/天，新增冷藏库容量8000余吨。该项目建成后，将对于减少流通环节、降低采购成本和损耗、进一步强化规模优势发挥重要作用。

维持“推荐”评级。预计公司10-12年每股收益分别为0.42、0.55和0.67元，10-11年对应当前股价的动态市盈率分别为28.7倍和21.9倍，估值仍有较大提升空间，维持公司的“推荐”评级。

鄂武商A：受益中部崛起、快速扩张的区域商业龙头

百货业务内生增长强劲、外延扩张迅猛，区域龙头地位持续巩固。一方面，公司通过品牌调整、特色定位和提档升级等多种举措不断提升原有门店的盈利能力；另一方面，公司近两年加紧布局省内二三线城市（襄樊购物中心、十堰人商）并加快业态升级步伐（由传统百货向购物中心和shoppingmall业态转变，摩尔城项目），持续巩固公司的区域龙头地位，10年上半年百货业务营收增速达到43.79%。

量贩业务迅速扩张，未来空间依然巨大。公司07年开始进入加速扩张期，09年底门店数量翻倍至67家，10年上半年又新开3家门店，下半年至少还要开设7家门店。作为湖北省内仅次于武汉中百的量贩龙头，未来渠道扩张将加速向省内二三线城市下沉，规模优势将进一步提升。

给予“推荐”的评级。我们认为公司将充分受益于中部经济崛起过程中居民消费结构升级和二三线城市消费提升，业绩保持高于行业平均的持续、稳定增长，预计公司10-12年每股收益分别为0.59元、0.74元和0.98元，给予“推荐”评级。

东百集团：近看内生性增长 远看外延式扩张

多举措提升门店内生性增长水平。为了提升百货经营效率，公司提出“百货+精品超市”的策略，通过超市来聚集人气、增加团购的市场份额、打造多样化的销售结构，其中东街、元洪、群升自营精品超市在三季度陆续开业。另外为了更贴合当地市场消费需求，公司对各门店的品牌结构进行了优化组合，对东街口、东方店进行品牌升级和丰富，在群升店、元洪店引入大中型餐饮项目以吸引更多人气带动百货销售。

外延扩张成为公司未来利润增长点。10年2月公司首次在福州以外的莆田开设门店，采用了“租赁+托管”的经营方式，开业以来经营业绩较好，有望在11年实现盈利。报告期内公司与兰州市政府签约合作建设“兰州国际商贸中心”，该项目包括购物中心、五星级酒店、商住区，预计购物中心投入运营

后，销售规模有望达到10亿元以上，将成为公司下一个利润增长点。

维持“推荐”评级。公司作为区域零售龙头，在提高内生性增长水平的同时，积极稳健的向外扩张，使得公司的门店盈利能力不断增强、市场份额不断扩大，有望保持较快的增长速度。维持公司“推荐”评级。

探路者：短期“厚积” 长期“薄发”

全面提升销售渠道的“质”与“量”。为了精细化渠道管理，公司在全国设立七大销售区域，扁平化销售渠道，以更快捕捉和反应市场需求；报告期内净新开直营店27家，加盟店44家，并与好乐买、卓越亚马逊等电子商务网站开展战略合作，进一步拓宽销售渠道；另外公司大力推进信息系统的建设，报告期内完成了110家店铺的信息化建设，进一步提升了门店的管理效率。

自主研发能力进一步提升公司竞争力。公司的研发设计中心是国内户外用品行业最大的研发中心之一，其自主研发能力在国内户外行业中处于领先地位，报告期内获得5项实用新型专利及2项外观设计专利；为了更好地满足不同地域消费者的需求，公司还在广州设立研发分部，研发能力将进一步提升。

短期“谨慎推荐”，长期“推荐”评级。公司当前估值偏高，但所处行业发展空间广阔，且公司是国内户外行业的龙头企业，目前正积极加快渠道建设，扩大自身的市场份额，有望受益于行业的快速发展，给予公司“谨慎推荐”评级。

潮宏基：K金珠宝龙头 长线投资佳品

内涵增长稳定，外延扩张提速。公司上半年通过加大新产品线投入、加大营销推广力度和销售能力的提升等措施提升专营店运营能力，内生增长稳步提升；由于成功上市融资解决了公司的资金瓶颈，上半年门店扩张速度明显提高，净增加14家自营门店和2家加盟店，与去年全年15家净增自营门店基本持平，专营店总数达到317家。

K金珠宝首饰业务发展态势良好，毛利水平继续稳步提升。10年上半年，在公司铂金和其他珠宝首饰业务毛利水平分别下降3.63%和3.57%的情况下，K金首饰业务毛利率依然提升了1.37个百分点，呈现出良好的发展态势。

短期“谨慎推荐”，长期“推荐”评级。公司未来两年将有望继续保持快速成长，虽然公司当前估值明显高于行业内的老凤祥等上市公司，但未来的高成长将逐步化解短期的估值压力，值得投资者长线关注。

罗莱家纺：尽享行业繁荣的家纺龙头

多品牌战略，全方位满足消费者需求。公司以自有品牌“罗莱”为核心、以代理国际知名品牌“雪瑞丹”、“尚.玛可”、“迪士尼”为辅，充分满足不同消费者的个性化需求。各品牌不同的定位相互补充，有利于公司最大限度地占有不同层次的市场，提高公司的竞争力。

全面提升销售网络的经营效率。公司采用加盟连锁+直营连锁的复合营销模式进行渠道扩张，以加盟连锁为主可以快速、低成本的抢占市场，而直营连锁可以增强对终端渠道的掌控能力。公司计划逐步扩大直营店的比例，以提高经营效率和销售渠道的稳定性；另外公司还积极探索新的营销模式，涉足团购、大卖场、电子商务等，网购品牌LOVO和大卖场品牌“帝馨”发展势头较好，未来增长潜力较大。

短期“谨慎推荐”，长期“推荐”评级。公司当前估值较高，但所处行业受益于消费升级将保持快速发展，作为家纺行业的龙头企业，公司在全国布局，积极加快渠道建设，扩大自身的市场份额，有望超过行业整体增速水平，给予公司“谨慎推荐”评级。

吉峰农机：受益国家政策 外延快速扩张

借政策东风，渠道网络迅速扩张。在我国大力发展农村连锁经营、稳步推进农机购置补贴政策的背景下，公司加快了渠道网络的扩张，报告期内新增直营连锁店38家，代理经销商158家，新进入西北、华中、华东、东北地区的8个省，目前已覆盖全国17个省、直辖市，拥有127家直营连锁店、750家代理经销商。

多举措并行，增强连锁化管控能力。为提高管控能力，公司实施“总部-大区-片区”为核心的集团化垂直管控与区域横向管理相结合的控制机制；公司已建立财务管理支撑平台，实现了面向全国的资金统筹配置管理功能，并与金蝶签订战略合作协议，加快ERP系统的建设；另外通过外部资源整合、内部资源培育等方式积极建立人才梯队，以满足快速扩张过程中对人才的需求。

短期“谨慎推荐”，长期“推荐”评级。近几年来，我国一直大力支持农业相关行业的发展，公司所处行业是国家重点扶持的行业。作为行业内首家上市的企业，公司的品牌影响力得到提升，随着公司渠道网络的迅速扩张，公司有望保持较快的增长水平，但是公司目前估值偏高，短期给予“谨慎推荐”评级。

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: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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。