

分享经济转型盛宴

推荐(维持)

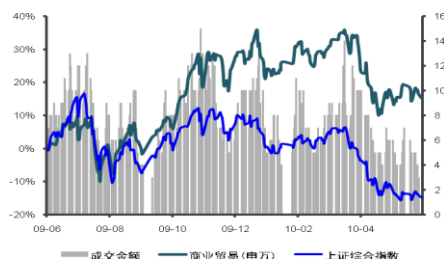
——2011 年零售行业投资策略

报告摘要:

市场数据

商业零售指数	4821
三个月涨跌幅	2.3%
上证综合指数	2911
沪深 300 指数	3247

行业相对股价表现



相关研究

《2010 年下半年零售行业投资策略: 扩张依然是选择零售股的主线》;

《2010 年第四季度零售行业投资策略: 确定性增长蕴涵的就是机会》

分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120109030554

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

多重利好促进行业高度景气, 快速发展: 2010 年社零增速步入 18% 左右的高位增长阶段。我们判断, 2011 年国内零售市场将继续快速扩张, 2011 年适度的通货膨胀能促进行业利润增长, 有利于零售业维持行业景气。经济转型、居民实际收入和消费率的上升以及城镇化进程的加速, 零售业态的发展空间和速度都有望提升, 预计 2011 年全年行业整体增幅将会达到 15-20% 的水平。我们看好零售业态排序大致为: 百货 > 专卖店 > 家电 > 超市。

零售股主要投资逻辑: 1) 品牌消费逐步趋于潮流, 在财富效应以及持续的通胀预期下, 高端消费品及奢侈品的需求会有上升势头, 关注高端零售商和奢侈品牌经营商。主要包括: [广州友谊 \(000987\)](#)、[奢侈品经营商潮宏基 \(002345\)](#)、[华斯股份 \(002494\)](#)。2) 对外注重连锁扩张和行业整合、对内加强品牌结构调整, 以多业态方式发展的具备高成长潜力的零售商。主要包括: [天虹商场 \(002419\)](#)、[王府井 \(600859\)](#)、[东百集团 \(600693\)](#)、[西单商场 \(600723\)](#)。3) 以区域为特征的市场格局决定了零售企业的发展将很大程度上依赖于区域经济的发展层次。优选区域消费增速较快、网点下沉的中西部市场的区域零售龙头, 定位二三线城市受益消费升级显著的行业龙头品种, 相关上市公司有: [广百股份 \(002187\)](#)、[银座股份 \(600858\)](#)、[合肥百货 \(000417\)](#)、[重庆百货 \(600729\)](#)。4) 在通胀背景下超市连锁获取收入利润双向增长。推荐: [永辉超市 \(601933\)](#)、[武汉中百 \(000759\)](#)、[步步高 \(002251\)](#) 等。

行业估值及重点公司推荐: 目前零售行业整体 PE 为 23 倍, 相对于 A 股市场的估值溢价约为 1.68, 接近 1.60 的历史均值, 从近一年的走势来看, 零售行业指数跑赢市场近 30%。零售板块是极佳防御板块, 明年“扩内需”是拉动经济转型的主要手段, 在消费市场持续景气的背景下零售行业快速发展, 零售板块估值有进一步向上提升的动力和空间。上市公司业绩普遍超预期增长, 亦为估值空间提升提供了稳定支撑。可以说当前是个较好的介入时点。建议 2011 年重点配置具有高成长性 or 估值相对较低安全边际较高的公司, 推荐公司排序为: [天虹商场 \(002419\)](#)、[华斯股份 \(002494\)](#)、[广百股份 \(002187\)](#)、[潮宏基 \(002345\)](#) 及 [永辉超市 \(601933\)](#) 等。

目 录

1. 多重利好促进行业高度景气、快速发展.....	1
2. 零售行业进入新的发展阶段.....	2
3. 2011 年零售股投资之基本逻辑.....	5
3.1 投资主线一：品牌消费和财富效应下的高端零售商和奢侈品牌经营商.....	5
3.2 投资主线二：优选区域消费增速较快、网点下沉的中西部市场的区域零售龙头，定位二三线城市中受益消费升级显著的行业龙头品种.....	7
3.3 投资主线三：对外注重连锁扩张和行业整合、对内加强品牌结构调整，以多业态方式发展的具备高成长潜力的零售商.....	9
3.4 投资主线四：在通胀背景下超市连锁获取收入利润双向增长.....	10
4. 行业估值及重点公司推荐.....	11
4.1 天虹商场（002419）：根基扎实、跨省扩张、爆发力强.....	12
4.2 华斯股份（002494）：小行业，大空间.....	14
4.3 广百股份（002187）：专注性、持续性和耐久力.....	15
4.4 潮宏基（002345）：国内具有成长潜力的奢侈品零售商.....	18
4.5 永辉超市（601933）：中国生鲜卖场的领军者.....	18

图 表

图表 1 国内零售额年度数据.....	1
图表 2 国内零售额月度数据.....	1
图表 3 限额以上分品类商品零售额同比增幅.....	1
图表 4 代表性零售商收入增幅.....	2
图表 5 代表性零售商净利增幅.....	2
图表 6 A 股零售板块单季收入同比增幅.....	2
图表 7 代表性零售商销售毛利率数据.....	2
图表 8 城镇化率不断提升.....	3
图表 9 奥特莱斯在中国的发展.....	3
图表 10 零售业态多样化.....	4
图表 11 新燕莎 C 座奥特莱斯收入状况（万元）.....	4
图表 12 城镇居民可支配收入分布.....	6
图表 13 奢侈品在中国发展情况.....	6
图表 14 国家出台的区域振兴规划.....	8
图表 15 零售商扩张速度加快.....	9
图表 16 零售商多业态覆盖表.....	10

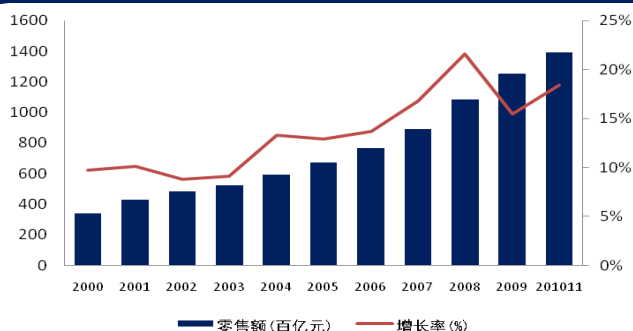
图表 17 CPI 和社零总额趋势基本同步	11
图表 18 超市企业收入增速和 CPI	11
图表 19 零售 PE 相对市场溢价	11
图表 20 近一年零售行业指数走势	11
图表 21 天虹商场城市中心店情况	12
图表 22 天虹商场社区购物中心情况	12
图表 23 天虹商场新店计划	13
图表 24 天虹商场历年门店的扩张情况	14
图表 25 广百主要百货门店情况	15
图表 26 新大新公司主要门店情况	16
图表 27 广百历年门店的扩张情况	16
图表 28 广百百货店经营坪效	17
图表 29 广百销售毛利率变化情况	17
图表 30 广百销售净利率变化情况	17
图表 31 广百门店租金和销售费用	17
图表 32 潮宏基公司历年毛利率比较	18
图表 33 永辉超市区域市场门店经营情况	19
图表 34 永辉超市新开门店培育期及盈亏比例	19

1. 多重利好促进行业高度景气、快速发展

2010年社零增速步入18%左右的高位增长阶段。1-11月份累计实现社会消费品零售总额达13.9万亿元，同比增幅为18.4%，其中城镇零售额为120,429亿元，同比增长18.7%；乡村零售额为18,795亿元，同比增长16.0%，总体来看，城市零售仍然为零售增长的主力军，城镇与乡村零售额之比约为6:1。从业态结构来看，前11个月商品零售累计达123,311亿元，同比增长18.4%；餐饮零售为15,913亿元，同比增长18.0%，餐饮收入增幅要小于商品零售增幅。

与2009年相比，2010年零售行业销售增幅明显放大。分类别数据显示，1-11月份黄金珠宝、汽车和家具等耐用消费品的增幅居于前列，而食品饮料、服装，酒类和化妆品等快速消费品的增长相对缓和。占百货店大部分销售额的服装鞋帽、针、纺织品类产品，同期累计增幅达24.5%，化妆品达16%，占超市大部分销售额的食品、饮料、烟酒类，同比增速达24%，与09年相比，增速显著加快。

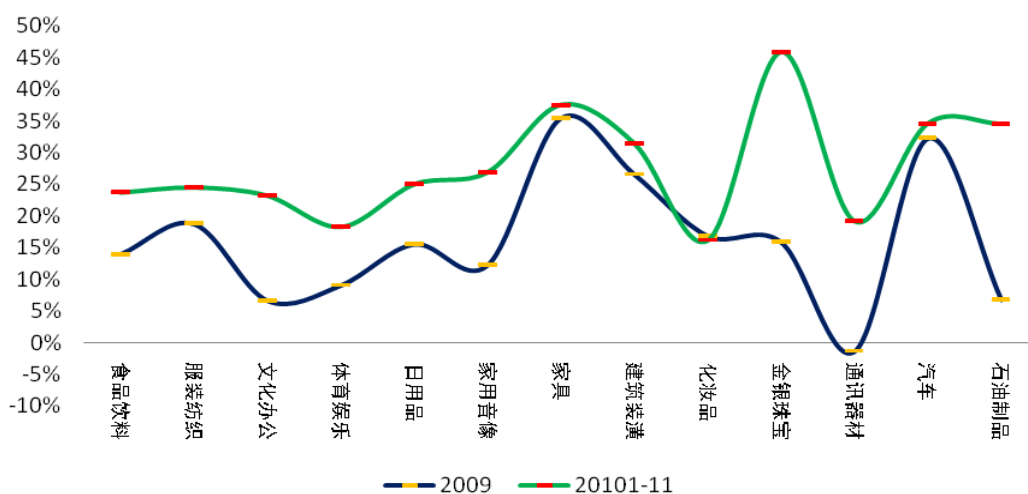
图表 1 国内零售额年度数据



图表 2 国内零售额月度数据



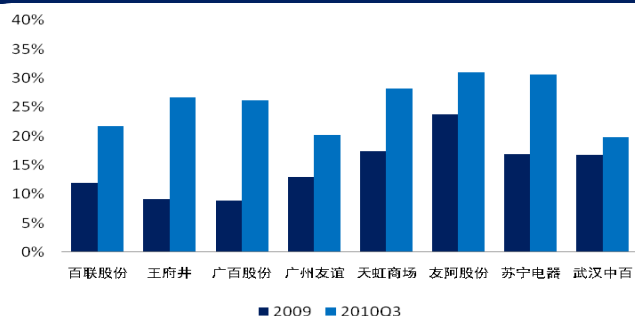
图表 3 限额以上分类别商品零售额同比增幅



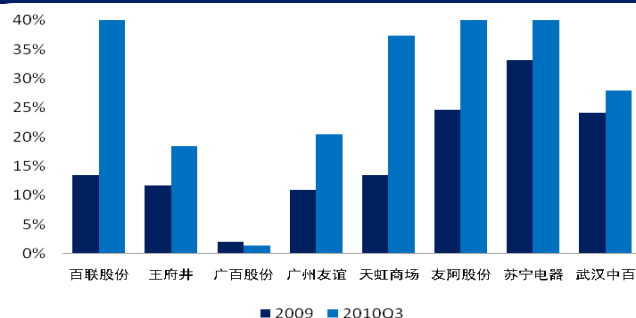
资料来源: 德邦研究

在我们选取的几家代表性零售公司数据显示，与09年相比，10年以来上市公司的收入和净利增幅均有不同程度的上升，其中收入增幅明显提升的公司主要有王府井、广百、百联及苏宁，而净利润增幅最大的则是百联、天虹商场和友阿股份。此外，10年零售行业整体毛利率有一定幅度提升，其中天虹商场幅度最大。

图表 4 代表性零售商收入增幅

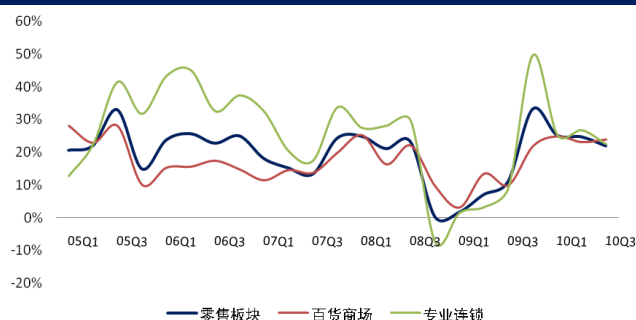


图表 5 代表性零售商净利增幅

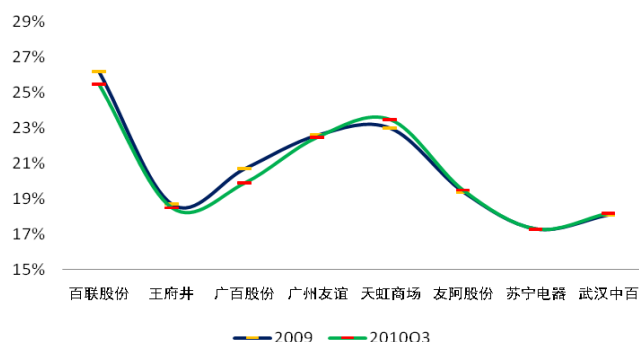


资料来源:德邦研究

图表 6 A 股零售板块单季收入同比增幅



图表 7 代表性零售商销售毛利率数据



资料来源:德邦研究

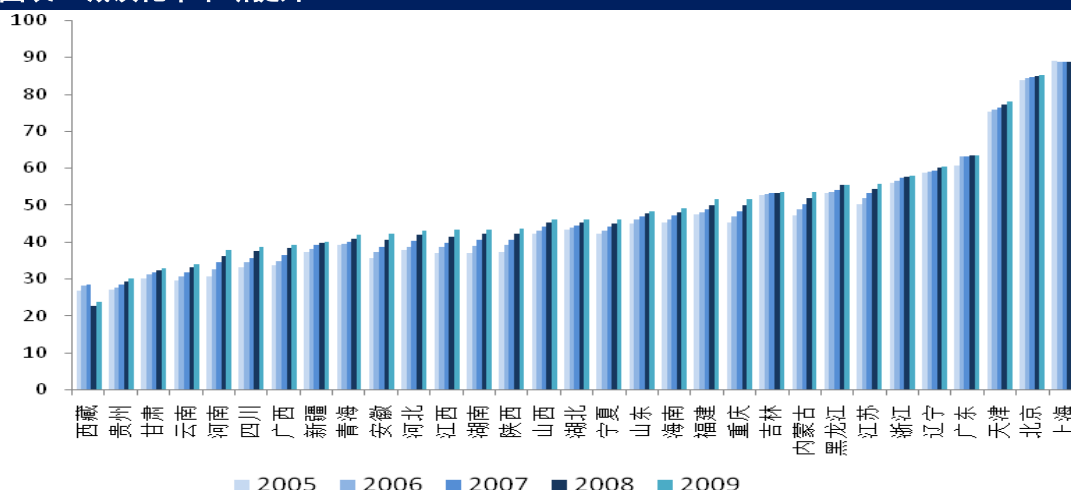
我们判断，2011年国内零售市场将继续快速扩张，2011年适度的通货膨胀能促进行业利润增长，有利于零售业维持行业景气。经济转型、居民实际收入和消费率的上升以及城镇化进程的加速，零售业态的发展空间和速度都有望提升，预计2011全年行业整体增幅将会达到15-20%的水平。我们看好零售业态排序大致为:百货>专卖店>家电>超市。

2. 零售行业进入新的发展阶段

1) 区域深耕和市场细分将赢得更多市场机会，商业零售行业发展格局仍以区域型企业为主，注重向二三线城市扩张，向低成本的三四线城镇渠道下沉。截止2009年，我国城镇化率达到47%。根据官方预测，2015年有望达到52%。目前中西部的城镇化率水平较低。随着中西部城镇化进程加快，各地区域经济的落差在逐步减小，在东部沿海等

地的一线城市消费市场日趋饱和，竞争也越来越激烈。二三线以及三四线城镇零售需求端人口基础将增长，内陆尤其中西部大都市圈的崛起有望带来消费市场的重塑。

图表 8 城镇化率不断提升



资料来源:德邦研究

2) 经济发展、社会进步促成消费需求不断改变。零售业态突破传统单一生存方式，取而代之将会是多元业态发展的黄金时代。新兴业态包括购物中心、奥特莱斯、汽车后市场如大厦股份、中大股份等，健康与休闲连锁，手机渠道商如爱施德、天音控股等。

在明确主业并优先发展的情况下，适当地去创新和开拓其他领域，使自身的商业功能更加完善，能够在市场竞争中充分发挥出“组合拳”的优势。超市也添加了百货，家店，餐饮等多个补充，百货业纷纷在底层建设超市，很多以传统百货或者超市为主要业态的零售商现在都朝购物中心模式发展。

图表 9 奥特莱斯在中国的发展

时间	奥特莱斯项目	城市	区域
2002 年 12 月	燕莎奥特莱斯	北京	外城区
2006 年 4 月	青浦奥特莱斯	上海	外城区
2006 年 6 月	燕莎奥特莱斯	哈尔滨	市中心
2006 年 9 月	先锋奥特莱斯	南京	市中心
2006 年 12 月	香港城奥特莱斯	张家港	外城区
2008 年 9 月	太平洋西部奥特莱斯	重庆	外城区
2008 年 10 月	和顺奥特莱斯	苏州	外城区
2009 年 3 月	美兰湖奥特莱斯	上海	外城区
2009 年 6 月	金街奥特莱斯	长春	市中心
2009 年 8 月	赛特奥特莱斯	北京	市中心
2010 年 6 月	下沙奥特莱斯	杭州	外城区
2011 年	海西奥特莱斯	福州	外城区
2011 年	房山奥特莱斯	北京	外城区

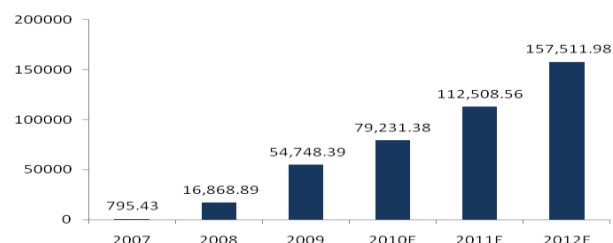
2011 年	昌平奥特莱斯	北京	外城区
2011 年	东方奥特莱斯	厦门	海边
2011 年	长沙奥特莱斯	长沙	外城区
2012 年	天津奥特莱斯	天津	滨海新区
2012 年	长隆奥特莱斯	番禺	市中心

资料来源:德邦研究

图表 10 零售业态多样化

零售业态	消费者喜好
百货公司	传统消费、有一定品质、多样
超市	生活方便、卫生、低价
购物中心	一站式、多元化、气氛
专卖店连锁	个性化、品牌消费
网上购物	足不出户的便利、信息量大
便利商店	便利、快速

图表 11 新燕莎 C 座奥特莱斯收入状况 (万元)



资料来源:德邦研究

3) 在消费升级的大背景下,消费趋势不断向时尚化、个性化的方向发展,品牌的意义和价值逐步凸显。生产企业自建渠道催生新品牌的连锁企业,人民币升值情况下外贸转内销的品牌连锁专卖店将大量涌现。代表性公司如华斯股份。

4) 涌现更多的综合性商业集团,有实力的扩张型企业转型商业+地产模式来获得财富累积和业绩增长双丰收。2010年以来,一系列针对房地产市场调控的新政,使住宅市场投机行为被空前打压,商业地产优势凸显出来,很多零售商逐步涉足商业地产。尽管零售商比起单纯的开发商,在商业地产的投资运营中更具有优势,但也面临不小的风险,招商进展不利也使得商业地产模式陷入僵局。

5) 2010年,温家宝总理在政府工作报告中提出“积极发展电子商务”。商务部提出“十二五”期末,力争网络购物交易额占我国社会消费品零售总额的比重提高到5%以上。预计2013年网购交易规模有望突破1万亿元。巨大的发展空间将吸引越来越多的传统零售商和品牌生产商以及其他力量积极地发展网络零售,这将成为零售渠道之争的新战场,鼠标+水泥的融合、发展电子商务,将传统零售商的品牌优势、顾客忠诚与网络的便捷性和消费者的网购习惯进行高度绑定,这样既可避免客源流失,还能在无形中扩张商圈,突破传统商圈的束缚,而且借助连锁企业自身的品牌效应和商品采购物流配送的原有平台,零售企业开网店有自己独特的实体优势。包括沃尔玛、家乐福、乐购、国美、苏宁、大商在内的很多大型零售商都已经开通了网络零售业务。

6) 采购模式变革：提高自采比例，开发自有品牌，不仅可以获取更高的毛利率，而且避免了商品的同质化。这方面，超市走在了百货前面。代表性公司如永辉超市，成功实现农超对接，在自采方面走在了前列。百货公司也加快开发自有品牌，从联营转向自营的步伐也将在2011年提速。直接采购的比例进一步提升，区域零售商对配送中心的建设将会掀起新的热潮。对超市而言，在更加注重食品质量、安全、新鲜的今天，冷链物流作为供应链末端的重要一环，也越来越受到零售商的重视。武汉中百已经启动低温物流配送中心的建设。

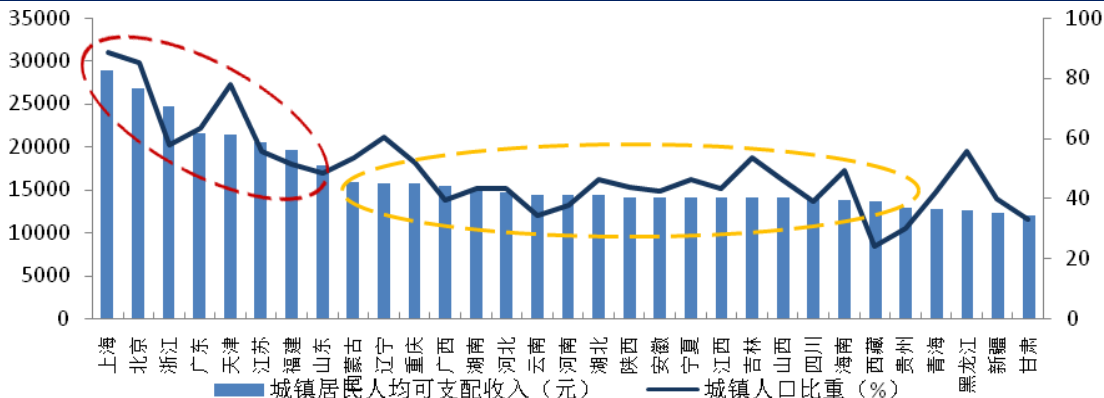
7) 业内并购增多，行业集中度进一步提高。中国零售市场整体仍呈现出市场分散，公司较小的特点，根据最新的连锁百强数据，2009年中国零售业连锁百强的销售额占社会消费品零售总额的11%，而在美国该比例约在45%左右，我国前三大百货商仅占市场份额的6%。而日韩百货的前三份额能占到80%。我们预计行业集中度在2011年将进一步提升。

3. 2011 年零售股投资之基本逻辑

3.1 投资主线一：品牌消费和财富效应下的高端零售商和奢侈品牌经营商

在2004年时，中国奢侈品消费总额仅为20亿美元。而截至2009年12月，中国奢侈品消费总额达94亿美元，增长了12%，全球占有率达到27.5%，而美国、日本和欧洲市场则在2009年分别下滑了16%、10%和8%。中国已经成为全球仅次于日本的第二大奢侈品消费国。在品牌消费逐步趋于潮流，财富效应聚集以及持续的通胀预期下，高端消费品及奢侈品的需求会有上升势头。上海、北京、浙江、江苏、广东等沿海发达省市存量优势比较明显，如城市人均GDP、地区居民可支配收入、城镇化率等指标均要明显高于内陆二、三线城市及全国的平均水平。有调查显示，其中月收入介于5000至15,000元之间，居住在北京、上海等沿海一级城市的家庭，每年在奢侈品上的消费会在21,000元左右，这部分不断扩大的中产阶级群体成为奢侈品消费的基础力量。预计未来5年，中国奢侈品的需求以每年10-15%的速度增长，中国将占据全球奢侈品消费额的顶峰。

图表 12 城镇居民可支配收入分布



资料来源:德邦研究

图表 13 奢侈品在中国发展情况

品牌	在中国发展
Gucci	目前 28 家，每年新开 3-5 家中国门店，计划在中国共设 40 家分店，而目前日本有 50 家，欧洲大约 70 家
LV	目前 32 家（7 家专卖店），平均一年开 2 家专卖店
Coach	2010 年 15 家，Coach 的目标是 5 年在中国收入达到 2.5 亿美元
Prada	18 家
Burberry	计划每年在中国新开 4-6 家门店
Cartier	计划 2011 年在中国再开 30 多家店
Hermes	未来两三年内每年在中国开设 3—4 家店

资料来源：德邦研究

奢侈品在中国的快速发展将使中国对奢侈品的需求量大大超过欧洲生产能力，一方面，奢侈品牌会在中国建立生产基地以减少人工成本及运输费用。另一方面，国内大批企业长期为跨国企业代工，实际上制造水平已经日臻完善，企业有通过转型来提升附加值的意愿并具备一定的进行转型的技术和实力，预计后续自主品牌建设将进入黄金发展期。而零售行业中如服装，鞋类，珠宝等准奢侈品行业，更容易产生溢价的品牌。建议重点关注高端零售商和奢侈品牌运营商，主要包括：广州友谊（000987）、奢侈品运营商中注重自主品牌建设，拥有技术优势，毛利不断提升的上市公司，如珠宝业的**潮宏基（002345）**、裘皮行业的**华斯股份（002494）**。

3.2 投资主线二：优选区域消费增速较快、网点下沉的中西部市场的区域零售龙头，定位二三线城市中受益消费升级显著的行业龙头品种

以区域为特征的市场格局决定了零售企业的发展将很大程度上依赖于区域经济的发展层次。北京、上海和深圳等沿海发达城市的消费力目前已基本趋于稳定，中西部地区资源丰富，要素成本低，市场潜力大，近几年，相对于东部地区，中西部地区经济在增长步伐明显加快，零售业为回避东部地区商业激烈的市场竞争，均开始谋求中西部地区的扩张，将中西部地区作为扩张的重点，未来的增长模式将是“由东向西、由上至下”。承接产业链快的省份如安徽、四川、重庆、湖南、湖北将迅速增长，成为中国经济的第二梯队，有望重演沿海省份过去10年的高增长。

我国人口众多、幅员辽阔，除市辖区外的面积达到了近900万平方公里，农村人口达到7.13亿，人均纯收入达到5153元，近三年的复合增长率达到了11.6%，广阔的渠道下沉将为零售商提供新的扩张空间。

从国家政策激励层面，从06年至今，国家先后出台了20多个区域振兴规划，包括广西北部湾经济发展规划、珠江三角洲地区改革发展规划纲要、海南国际旅游岛建设规划纲要等。区域振兴规划不断出台，充分表明政府致力于缩小地区差距的政策意图，同时也为区域零售商带来了自上而下的发展机遇。

图表 14 国家出台的区域振兴规划

国务院批复时间	区域振兴规划
2006 年 4 月	国务院关于促进中部地区崛起的若干意见
2006 年 12 月	西部大开发十一五计划规划出台
2007 年 6 月	发改委批准重庆市和成都市设立全国统筹城乡综合配套改革实验区
2007 年 12 月	发改委批准武汉城市圈和长株潭城市群统筹城乡综合配套改革实验区
2008 年 1 月	广西北部湾经济发展规划
2008 年 3 月	天津滨海新区综合配套改革试验总体方案
2009 年 1 月	珠江三角洲地区改革发展规划纲要
2009 年 1 月	国务院关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见
2009 年 5 月	支持福建加快建设海峡西岸经济区的若干意见
2009 年 6 月	江苏沿海地区发展规划
2009 年 6 月	横琴总体发展规划
2009 年 6 月	关中-天水经济区发展规划
2009 年 7 月	辽宁沿海经济带发展规划
2009 年 8 月	中国图们江区域合作开发规划纲要
2009 年 9 月	促进中部地区崛起规划
2009 年 12 月	鄱阳湖生态经济区规划
2009 年 12 月	黄河三角洲高效生态经济区发展规划
2009 年 12 月	国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见
2010 年 1 月	皖江城市带承接产业转移示范区规划
2010 年 5 月	重庆两江新区发展规划
2010 年 5 月	国务院办公厅关于进一步支持甘肃经济社会发展的若干意见
2010 年 5 月	发改委关于促进中部地区城市群发展的指导意见
2010 年 8 月	国务院关于中西部地区承接产业转移的指导意见

资料来源:德邦研究

我们看好在产业链向中西部转移和持续的国家激励政策出台情况下,中西部消费零售市场的壮大和渠道下沉带来的扩张空间。目前,很多零售商已经在做这方面的布局并巩固其优势,如苏宁向二、三线城市以及乡镇店的扩张、重庆百货和新世纪百货合并成为西部最大的零售商并将门店下沉、大商股份在东北及华中地区的扩张、人人乐主要的募投项目也用于进驻三四线城市。通过依托国家区域振兴的宏观环境,许多零售商将快速在各自区域内做强、做大,从而形成先发竞争优势。我们重点看好重庆、安徽、广东、山东、四川等区域内零售商的成长空间,优选这些区域中消费增速较快,网点下沉的中西部市场的区域零售龙头,以及定位二三线城市受益消费升级显著的行业龙头品种,相关上市公司有: 广百股份 (002187)、银座股份 (600858)、合肥百货 (000417)、重庆百货 (600729)。

3.3 投资主线三：对外注重连锁扩张和行业整合、对内加强品牌结构调整，以多业态方式发展的具备高成长潜力的零售商

消费的持续景气将有利于零售企业尤其是零售类上市公司加快发展。在占据区域市场优势后，区域零售商再度遇到发展瓶颈。随着区域市场的日趋饱和，众多零售企业都在找寻适合自身的区域外发展空间。很多优秀的区域零售商如步步高、永辉超市、天虹商场、武汉中百等，都开始向区域外扩张。一些零售商开始迈出国扩张步伐，店面迅速增加也成了其收入增长的主要驱动力。

我国零售业绝大多数子业态领军公司的销售规模和利润水平均未达到美国相应子行业第一大公司的1/10，零售业有着显著的成长空间，在连锁已逐渐成为零售企业经营模式主流情况下，通过连锁扩张以及行业整合，逐渐体现出零售企业的规模优势。

图表 15 零售商扩张速度加快

公司	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
广百股份										
门店(家)						9	10	10	16	20
面积(万㎡)						11.22	21.12	21.12	21.47	36.42
天虹商场										
门店(家)								27	30	35
面积(万㎡)								60.30	68.65	84.86
永辉超市										
门店(家)								58	77	122
面积(万㎡)								28.87	40.56	71.92
武汉中百										
仓储超市	5	9	16	24	33	43	86	104	125	139
便民超市		80	160	243	276	347	430	443	479	500
苏宁电器										
旗舰店						25	38	82	112	136
中心店						58	98	183	224	265
社区店						141	215	367	476	446
合计		25	24	41	84	224	351	632	812	847

资料来源:德邦研究

在良好外部宏观经济环境以及消费品市场兴旺背景下，整个行业发展趋势向好，业内零售企业向内实行结构调整实现内生性增长，对外通过扩张共同推升零售企业业绩实质性的提升。国内零售商在卖场环境、陈列布局、气氛营造、促销手段、管理体系、规模等各个方面与零售巨头的差距正逐渐缩小。

在发展过程中，消费者也逐步体现出多层次，消费升级快的特点，多层次的消费需求

催生了多业态的零售企业。多业态覆盖的零售商可以充分满足各个消费群体的不同消费需求，占据更广泛的市场空间，并且在各业态间形成协同效应。

图表 16 零售商多业态覆盖表

公司	百货	超市	家电	购物中心	奥特莱斯
武汉中百					
鄂武商					
武汉中商					
重庆百货					
合肥百货					
银座股份					
广州友谊					
天虹商场					
东百集团					
友阿股份					
新华都					
西单商场					

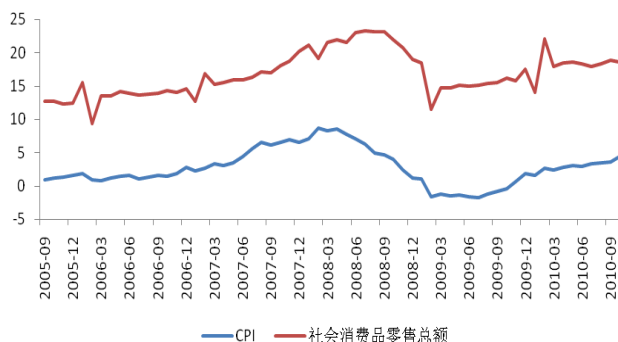
资料来源：德邦研究

对于零售业上市公司投资对象的选择，我们侧重有能力在全国范围内快速扩张的有成功连锁经营经营的大型龙头公司，以及对内成功实现结构调整并加强多业态经营的具备高成长潜力的零售商，主要包括：天虹商场（002419）、王府井（600859）、东百集团（600693）、西单商场（600723）。

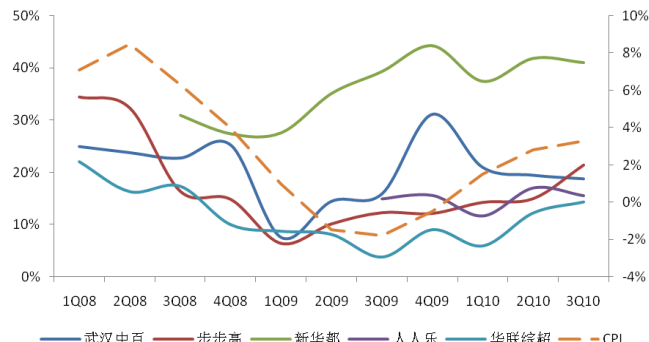
3.4 投资主线四：在通胀背景下超市连锁获取收入利润双向增长

国内CPI指数已由09年的1.9%上升至目前的5.1%，预计十二月份由于翘尾因素影响会稍下降。温和的通胀为国内零售企业创造了良好的经营环境。我们认为，温和通胀下，成本提升向消费者传导使得销售均价提高，名义工资的上涨导致需求增加从而提高平均销量，销售均价和成交量提升共同推动销售收入的增长，在这方面，超市的收益弹性要高于百货。CPI对零售商的销售规模特别是超市子行业会起到一种“催化剂”效应。重点关注相关零售公司：永辉超市（601933）、武汉中百（000759）、步步高（002251）等。

图表 17 CPI 和社零总额趋势基本同步



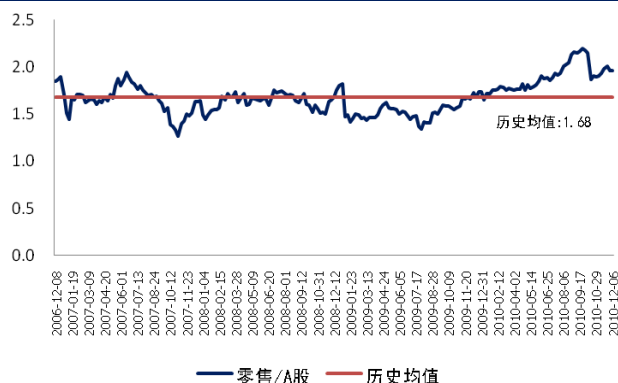
图表 18 超市企业收入增速和 CPI



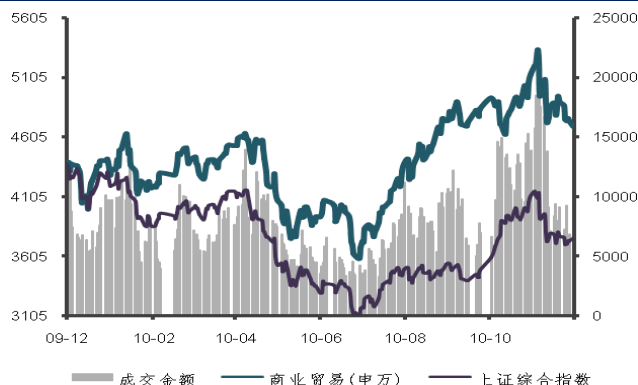
资料来源:德邦研究

4. 行业估值及重点公司推荐

图表 19 零售 PE 相对市场溢价



图表 20 近一年零售行业指数走势



资料来源:德邦研究

目前零售行业整体PE为23倍,相对于A股市场的估值溢价约为1.68,接近1.60的历史均值,从近一年的走势来看,零售行业指数跑赢市场近30%。零售板块是极佳防御板块,主要原因:1)老门店内生性增速和外延扩张使得零售板块基本面稳健向上、业绩每年上一个台阶。2)零售商可以调整其商品组合以适应消费趋势的改变,使得零售企业对自身盈利能力的把控显著好于其他消费类子行业。3)温和通胀本身对零售行业是个刺激作用。明年“扩内需”是拉动经济转型的主要手段,在消费市场持续景气的背景下零售行业快速发展,零售板块估值有进一步向上提升的动力和空间。上市公司业绩普遍超预期增长,亦为估值空间提升提供了稳定支撑。可以说当前是个较好的介入时点。建议2011年重点配置具有高成长性 or 估值相对较低安全边际较高的公司,推荐公司排序为:天虹商场(002419)、华斯股份(002494)、广百股份(002187)、潮宏基(002345)及永辉超市(601933)等。

4.1 天虹商场（002419）：根基扎实、跨省扩张、爆发力强

■ 扎根深圳,渗透全国,已经形成较具规模的零售网络

公司目前已确立了“巩固珠三角、闽三角,进军长三角、环渤海,区域门店密集布点”的发展战略,在深圳、南昌、厦门等 11 个城市开设了 39 家直营门店,还以特许经营方式管理 3 家商场,经营面积 96.8 万 m^2 。公司百货门店主要集中在深圳,深圳门店数量达到 19 家,公司在当地具有较大的规模优势和品牌优势。

■ “百货+超市+X”的业态模式更好地符合国内零售市场的需求

公司坚持“百货+超市+X”的组合业务模式,即百货占 60%,超市为 25%,剩余面积公司根据顾客需求和竞争对手情况灵活配置。这种组合模式更具弹性,可以更好地满足不同地域、不同消费层次的需求,为公司对外扩张奠定了基础。

■ “中心店+社区店”的有效组合使得门店更具异地复制的能力

在扩张过程中,公司采取了“城市中心店”和“社区购物中心”相结合的定位模式,公司以城市中心店确立其市场地位,以社区购物中心抢占市场份额,同城布局形成“众星拱月”态势。这种差异化定位模式可以更好地提高公司新开门店的适应能力。

图表 21 天虹商场城市中心店情况

城市中心店	开业时间	门店位置	经营面积(m^2)	09 营业收入(万元)
天虹购物广场	2003-12-09	深圳福田区	37,781	47,287
东莞东纵天虹商场	2004-09-09	广东东莞市	26,411	23,970
惠州天虹商场	2005-08	广东惠州市	30,892	18,665
嘉兴天虹商场	2006-03-01	浙江嘉兴市	19,972	8,423
福州天虹商场	2006-07-12	福建福州市	46,486	19,324
厦门大西洋天虹商场	2007-01-18	福建厦门市	19,488	30,524
南昌中山路天虹商场	2007-04-19	江西南昌市	54,379	23,156
后海天虹百货	2007-11-23	深圳南山区	15,374	8,583
国贸天虹	2008-12-05	深圳罗湖区	35,698	22,864
苏州金鸡湖天虹	2009-04-24	江苏苏州市	50,912	14,145
北京宣武天虹	2009-04-25	北京宣武区	22,000	11,120
合计			359,393	228,061

图表 22 天虹商场社区购物中心情况

社区购物中心	开业时间	门店位置	经营面积(m^2)	09 营业收入(万元)
南昌江大天虹商场	2002-06-14	江西南昌市	13,000	11,470
福民天虹商场	2002-11-25	深圳福田区	12,553	26,114

创业天虹商场	2002-11-25	深圳宝安区	19,129	35,222
龙华天虹商场	2002-11-25	深圳宝安区	19,006	33,819
厦门汇腾天虹	2003-04-22	福建厦门市	19,778	40,951
常兴天虹商场	2003-10-31	深圳南山区	31,348	55,702
龙新天虹商场	2003-12-09	深圳龙岗区	14,810	24,738
沙进天虹商场	2004-05-09	深圳宝安区	31,888	34,375
布吉天虹商场	2004-05-12	深圳龙岗区	17,014	32,915
双龙天虹商场	2005-02-03	深圳龙岗区	20,721	25,227
东门天虹商场	2005-06-02	深圳罗湖区	25,730	36,002
东莞常平天虹商场	2005-08-01	广东东莞市	15,350	12,726
前进天虹商场	2006-01-10	深圳宝安区	21,048	29,687
西丽天虹商场	2006-01-11	深圳南山区	17,521	24,434
松岗天虹商场	2006-10-08	深圳宝安区	18,585	21,267
观澜天虹商场	2007-10-09	深圳宝安区	16,660	17,325
深南天虹新店	2007-11-21	深圳福田区	19,544	39,041
民治天虹商场	2007-11-22	深圳宝安区	20,180	24,330
东莞长安天虹	2007-12-28	广东东莞区	24,000	7,723
沙河天虹商场	2008-06-12	深圳南山区	16,456	19,532
长沙芙蓉天虹	2008-12-06	湖南长沙市	30,000	11,132
南昌红谷天虹	2009-09-04	江西南昌市	20,000	2,873
惠州惠阳天虹	2009-09-12	广东惠州市	27,500	2,638
杭州萧山天虹	2009-12-17	浙江杭州市	17,800	537
东莞黄江天虹	2010-04	广东东莞市	26,264	
北京国展天虹	2010-04	北京市	15,398	
东莞厚街天虹	2010-08	广东东莞市	49,578	
湖州爱山广场	2010-09	浙江湖州	27,800	
合计			608,661	569,780

图表 23 天虹商场新店计划

城市中心店	门店位置	经营面积(m²)	投资额(万元)	开业时间
横岗信义	深圳龙岗	25,000	4088	2010 年 12 月
溧阳平陵广场	常州溧阳	24,000	3093	2011 年春节
泉州世纪嘉园	福建泉州	24,500	2513	2011 年末
东莞虎门	东莞	38,000	4648	2011 年底
绍兴柯桥蓝天影视文化中心	绍兴	30,000	3039	2011 年底
娄底万豪城市广场店	湖南娄底	33,000		2012 年
苏州木渎新华商业广场	苏州	39,000	2654	2012 年中
株洲银天商业广场店	湖南株洲	33,552	2849	2012 年
吉安天虹商场有限公司	吉安			2012 年
成都武侯祠成都	成都	30,000	3358	2012 年
青岛中联诺德广场	青岛	47,000	4073	2012 年
总部大楼旗舰店	深圳	39,000		2012 年底
南昌京东购物广场	南昌	30,000	2632	2013 年
龙岗坪山店	深圳	16,629		
岳阳汇泽	岳阳			

■ 公司门店毛利率高且外延扩张能力强

公司门店数量持续增加，02-06 年年均净增门店数为 4 家，07-09 年年均净增 5 家，募集资金后公司将加大开店步伐，预计 10-12 年年均开店数将达到 8 家左右。

公司主业盈利能力强，综合毛利率要高出行业均值 2-3 个百分点，分业态来看，公司百货和超市的毛利率均要高于行业平均水平，尤其是百货店，更具毛利率上的优势。

图表 24 天虹商场历年门店的扩张情况

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
门店数量(家)	4	8	11	15	20	27	30	35	43	51	59	66	73
净增数量(家)	4	4	3	4	5	7	3	5	8	8	8	7	7
经营面积(万m ²)	6	17	24	34	46	63	71	85	104	124	145	163	180
净增面积(万m ²)	6	10	8	9	12	17	8	14	19	20	21	18	18

■ 盈利预测及投资评级

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.23 元/1.59 元/1.93 元。考虑其特色经营、高成长性及跨区发展可以享受一定估值溢价。给予目标价格 56 元/股,对应 10/11/12 年 PE 分别为 45 倍/35 倍/29 倍。维持“买入”评级。

4.2 华斯股份 (002494) :小行业，大空间

■ 公司是裘皮界的佼佼者

裘皮行业准入门槛较高，重口碑。裘皮制品以及半成品具有保值增值的奢侈品属性。公司是裘皮界的佼佼者，具备资源加上品牌优势。原材料采购优势、渠道市场优势、以及质量和技工优势均把国内竞争对手远远摔在了后面。

■ 在俄罗斯市场和国内市场巨大的拓展空间

公司灵活采用销售策略，对西欧和美国采取与国际品牌合作，成为众多国际品牌在中国的最大供应商之一。但对俄罗斯及周边地区以及中国采取自主品牌销售。内销与俄罗斯出口收入成为强劲的外生增长源，国内销售收入从 07 年的 2071 万元上升至 09 年的 5364 万元，对俄罗斯出口额由 07 年的 375 万元上升到 09 年的 8852 万元。

公司在华北、东北和西北地区的多个城市建有二十多个销售点，公司拟用 5,655.35 万元募集资金投入直营店及配送中心建设项目，拟在北京、哈尔滨、大连、银川、重庆等城市的核心商圈新增直营专卖店 5 家和配送中心。

俄罗斯市场的想象空间巨大。裘皮产品在俄罗斯是必需品，但俄罗斯本国生产能力较低，市场缺口需要大量的进口的填补。自从 07 年公司进入俄罗斯市场后，俄罗斯已经成为其强劲的外生增长源，自主品牌“怡嘉琦”已在俄罗斯销售，今后也将成为其主要发展市场，俄罗斯整个国家机制变化以及海关整顿将为公司的发展提供更大的机遇。

■ 品牌结构的调整提升公司整体毛利率

公司核心竞争力逐渐从原料和制造领域向研发设计以及自主品牌建设转移，结构模式

从 OEM 向 ODM 和 OBM 提升，原材料结构中水貂皮占比提高，产品结构中服装和饰品的比例提升，这些都将使公司整体毛利率水平持续提高。

■ 产能进一步拓展，品牌建设进一步提升，带来业绩翻番的可能

目前产能限制是公司进一步增长的瓶颈，公司裘皮服装和饰品的产销率已超过 100%，饰品在 2010 年上半年的产销率甚至达到 140%。随着裘皮服装服饰生产基地项目达产，公司产量将得到极大提升，由 2009 年的裘皮服装 13.65 万件、饰品 13.33 万件提高到裘皮服装近 25 万件、饰品近 20 万件。项目预计在 11 年底竣工投产，从 12 年起开始贡献利润。

■ 盈利预测及投资评级

预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.5 元/0.65 元/0.9 元。给予目标价格 38 元/股，对应 10/11/12 年 PE 分别为 76 倍/58 倍/42 倍。给予“买入”评级。

4.3 广百股份（002187）：专注性、持续性和耐久力

■ 公司目前是广州地区最具规模的百货店运营商，门店数达 20 家

公司多年坚持“一业为本”的发展模式，百货店占公司营业收入 90%以上。08 年出售家广超市 25%股权，更是表明公司把百货店做强做大的决心和意图。

我们看好公司最大的理由在于其所具有的一种持续、快速的扩张能力，这也许就是保证公司能够在未来几年内显著超越竞争对手最大的竞争优势。09 年公司新开门店 4 家，并收购了集团下属的新大新百货，使得公司当年净增百货门店数达到 9 家；2010 年 5 月公司又成功开出了第一家异地百货店-武汉店，截至目前公司共计拥有百货门店数 20 家，经营面积接近 40 万平方米，是目前广州地区规模最大的百货运营商。

图表 25 广百主要百货门店情况

广百门店	开业时间	经营面积(m²)	09 年收入(万元)	09 年净利(万元)
北京路店	1991-02	69,911	170,225	
从化店	1998-12	4,500	4,341	121
棠溪店	2002-12	2,550	4,305	
花都店	2003-01	5,335	5,588	212
新市店	2004-10	13,171	26,365	
肇庆店	2005-09	17,500	10,195	57
天河店	2006-09	49,599	92,096	
新一城店	2006-12	49,469	25,593	2,292
佳润店	2008-09	14,086	9,116	(159)
惠州店	2009-09	16,513	1,312	(552)
揭阳店	2009-12	24,815	416	(270)
茂名店	2009-12	12,000	310	(122)
深圳店	2009-12	26,000	117	(242)
武汉店	2010-06	35,000		

成都店	2010-12	20,825	
珠江新城新天地	2011-08	26,000	
花都凤凰店	2011 下半年	40,000	
湛江店	2011 上半年	34,000	
北京路 GBF	2010-12	14,353	
河源店	2010-12	19,000	
合计		494,627	349,979

图表 26 新大新公司主要门店情况

新大新门店	开业时间	经营面积(m²)	09 年收入(万元)	09 年净利(万元)
北京路店	1967-01	13,795	30,729	2,215
东山店	2005-12	12,550	22,343	
荔湾店	2004-03	7,402	4,453	2
番禺店	2005-09	9,200	14,217	239
佛山店	2008-12	15,306	5,407	(443)
李占记	2004-05	493	1,371	46
合计		58,746	78,519	2,059

■ 老门店盈利稳定,新门店将逐步进入收获期

公司老门店多数位于广州境内,且已占据当地核心商圈。北京路总店凭借市中心丰富的客流量,销售继续保持稳步增长。收购新大新百货之后,公司把广百总店和新大新总店相互协调、错位经营,进一步增强了公司在该商圈内的影响力和品牌优势。目前,两家门店合计经营面积达到 8.37 万 m²,销售收入超过 20 亿元。天河中怡店是公司最近几年的最主要利润增长点,门店地理位置绝佳,目前已经步入成熟期,预计 10 年销售增幅可达 20%左右。新市店是广州白云商圈内唯一的中高档百货,04 年开业以来已在该区域形成较大的品牌优势,目前该门店经营相当稳健。新一城购物广场是公司的募集资金项目,被定位为海珠区首个“地标式的区域时尚购物中心”,07-09 年门店分别实现净利润 1674 万元、2025 万元及 2292 万元,预计未来还有 15%-20%的增长空间。

公司 08 年新店主要是佳润店及通过收购新大新获得的佛山店,这两家门店目前尚处亏损状态,其中佳润店 08-09 年亏损额分别 220 万元和 159 万元,我们预计 10 年基本可以实现盈亏平衡,而佛山店 09 年净亏 443 万元,经营情况略差于佳润店。公司 09 年集中新开惠州、揭阳、茂名和深圳 4 家门店,开店当年均处于亏损状态,合计亏损额达 1186 万元。由于四家门店体量较大,我们认为,开办费、折旧、租金及其它人工费用是导致门店出现亏损的直接原因,预计 10 年 4 家门店均会出现不同程度的减亏。

图表 27 广百历年门店的扩张情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
门店数量(家)	9	11	10	16	20	24	27	27	27	27
经营面积(m²)	112,155	211,223	211,223	214,672	364,195	489,075	589,075	589,075	589,075	589,075
营业收入(万元)	167,890	203,504	280,511	320,100	428,550	554,562	687,332	799,907	886,255	967,465
净利润额(万元)	5,911	7,207	10,974	14,313	16,552	18,561	22,818	27,084	30,487	33,682

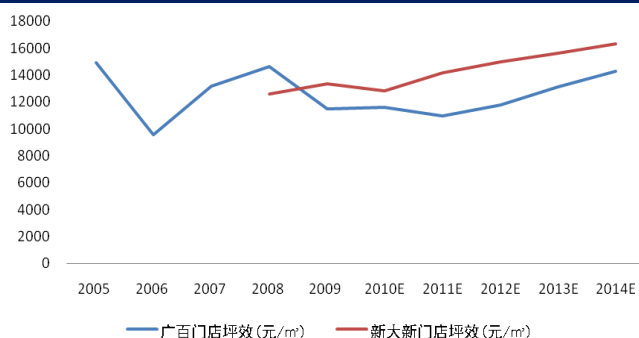
■ 主要风险:扩张导致的销售费用大幅上扬抑制了公司业绩释放的空间和能力

公司取得物业的方式主要以租赁为主, 09 年底租赁物业面积接近 30 万 m^2 。门店租金-销售费用的上扬增加了公司近年业绩释放的压力。07-09 年公司销售费用年复合增长率达 20.7%, 09 年销售费用率为 11.4%, 均高于同城百货店广州友谊, 也高于行业的平均水平。

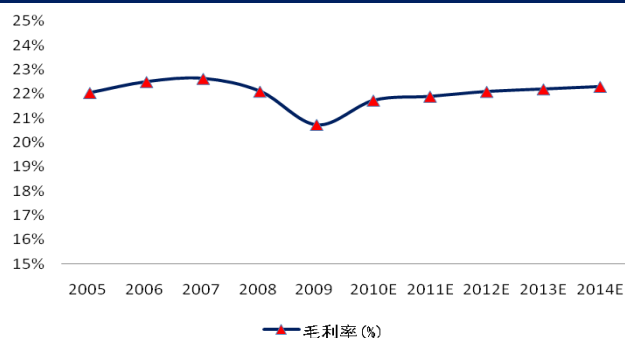
■ 盈利预测及投资评级

公司作为区域零售龙头, 与同类上市公司相比, 公司估值明显偏低, 具有较大的投资安全边际。预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 1.10 元、1.35 元和 1.60 元, 给予公司目标价 38 元/股, 对应 10/11/12 年 PE 分别为 35/28/24 倍。维持“买入”评级。

图表 28 广百百货店经营坪效

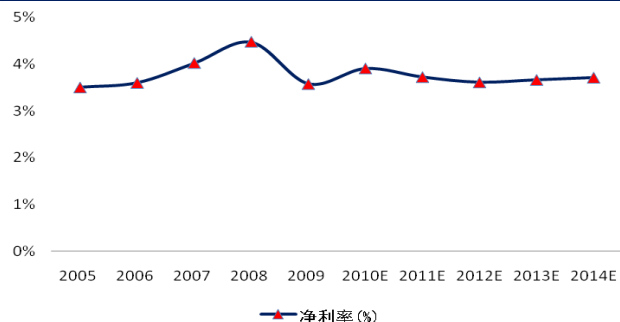


图表 29 广百销售毛利率变化情况

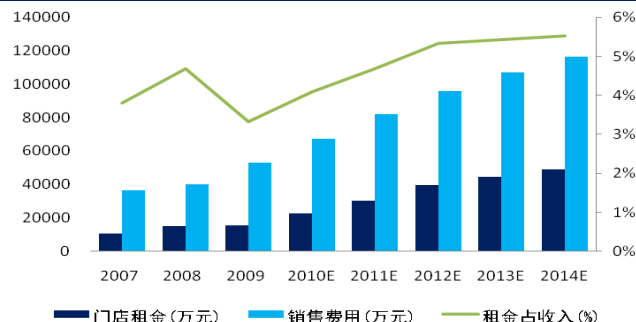


资料来源:德邦研究

图表 30 广百销售净利率变化情况



图表 31 广百门店租金和销售费用



资料来源:德邦研究

4.4 潮宏基（002345）：国内具有成长潜力的奢侈品零售商

■ 品牌+产品+渠道构成公司未来快速发展的三大基础

品牌优势：公司是国内珠宝首饰行业的领先企业，尤其在 K 金珠宝首饰领域处于行业领先地位。2010 年公司“潮宏基”品牌价值以 47.95 亿元为列中国珠宝首饰行业第二名，仅次于香港品牌“周大福”；**产品优势：**潮宏基珠宝以“设计领先”提供更多创意设计及精湛工艺见称，公司拥有强大的设计团队。近年来，公司每年推出自主设计款式超过 5000 款；**渠道优势：**目前公司已形成了以华东、华南和东北为核心市场，覆盖全国 27 个省市 80 多个主要城市，拥有 345 家品牌专营店的销售网络。

■ 成长性和盈利性均处行业前列

成长性：2007-2009 年，公司新增自营店数量分别为 85 家、44 家和 15 家，截至目前公司自营门店已达 253 家，预计年底将突破 260 家。通过大幅开店，公司自有销售网络进一步巩固。

盈利性：公司综合毛利率稳中有升，尤其是 K 金珠宝首饰的毛利率呈现持续上升趋势。与同类公司比较，公司产品销售毛利率明显处于较高水平，显示了其良好的盈利能力。

图表 32 潮宏基公司历年毛利率比较

		2006	2007	2008	2009	H12010
综合毛利率(%)		20.7%	29.0%	35.5%	39.5%	35.9%
按模式分	自营	38.8%	44.7%	43.9%	44.3%	39.3%
	品牌代理	10.0%	14.7%	18.5%	17.3%	16.4%
	非品牌批发	6.0%	9.2%	7.5%	6.27%	
按产品分	K 金珠宝首饰	20.1%	28.3%	39.6%	47.0%	48.3%
	铂金珠宝首饰	46.7%	40.9%	35.2%	32.8%	31.8%
	其他珠宝首饰	8.6%	28.3%	17.1%	15.4%	12.8%

资料来源:德邦证券

■ 盈利预测及投资评级

预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.72 元、0.93 元和 1.07 元，给予公司目标价 45 元/股，对应 10/11/12 年 PE 分别为 62 倍/48 倍/42 倍。给予“买入”评级。

4.5 永辉超市（601933）：中国生鲜卖场的领军者

■ 专注于国内连锁超市业务

永辉是一家专注于国内连锁超市业务的零售企业，创建于 2000 年，经过十年的发展，公司及其控股子公司已在福建、重庆、北京及安徽等省市拥有直营连锁门店 135 家（截至 2010 年 6 月底），经营面积约 86.57 万平方米，其中大卖场 20 家（占比 15%）、卖

场 64 家 (47%) 和社区超市 51 家 (38%)。

图表 33 永辉超市区域市场门店经营情况

福建	2007	2008	2009	2010H1	重庆	2007	2008	2009	2010H1
净增门店 (家)	6	10	20	2	净增门店	5	9	23	6
净增面积 (万 m ²)	4.72	5.39	13.81	3.11	净增面积 (万 m ²)	3.87	6.30	14.93	4.75
门店总数 (家)	49	59	79	81	门店总数 (家)	9	18	41	47
营业面积 (万 m ²)	21.75	27.14	40.95	44.05	营业面积 (万 m ²)	7.12	13.42	28.35	33.10
单店面积 (m ²)	4,438	4,599	5,183	5,439	单店面积 (m ²)	7,913	7,456	6,915	7,043
门店收入 (万元)	291,226	399,634	518,327	313,442	门店收入 (万元)	67,995	154,469	282,942	207,495
单店收入 (万元)	5,943	6,773	6,561	3,870	单店收入 (万元)	7,555	8,582	6,901	4,415
门店坪效 (元/m ²)	13,392	14,727	12,659	7,115	门店坪效 (元/m ²)	9,547	11,510	9,980	6,268
门店净利 (万元)	11,595	15,316	17,705	12,583	门店净利 (万元)	2,036	5,092	11,217	6,693
单店净利 (万元)	237	260	224	155	单店净利 (万元)	226	283	274	142
毛利率 (%)	17.53%	18.14%	18.42%	19.65%	毛利率 (%)	15.76%	17.20%	17.02%	17.12%
净利率 (%)	3.98%	3.83%	3.42%	4.01%	净利率 (%)	2.99%	3.30%	3.96%	3.23%
北京	2007	2008	2009	2010H1	安徽	2007	2008	2009	2010H1
净增门店 (家)			2	3	净增门店				2
净增面积 (万 m ²)			2.63	3.71	净增面积 (万 m ²)				3.08
门店总数 (家)			2	5	门店总数 (家)				2
营业面积 (万 m ²)			2.63	6.33	营业面积 (万 m ²)				3.08
单店面积 (m ²)			13,131	12,664	单店面积 (m ²)				15,422
门店收入 (万元)			19,871	26,919	门店收入 (万元)				4,732
单店收入 (万元)			9,935	5,384	单店收入 (万元)				2,366
门店坪效 (元/m ²)			7,567	4,251	门店坪效 (元/m ²)				1,534
门店净利 (万元)			-435	521	门店净利 (万元)				-254
单店净利 (万元)			-217	104	单店净利 (万元)				-127
毛利率 (%)			16.04%	17.74%	毛利率 (%)				18.55%
净利率 (%)			-2.19%	1.93%	净利率 (%)				-5.37%

资料来源:公司招股书,德邦研究

图表 34 永辉超市新开门店培育期及盈亏比例

	2007					2008				2009				2010H1			
	总计	盈利	占比	亏损	占比	盈利	占比	亏损	占比	盈利	占比	亏损	占比	盈利	占比	亏损	占比
2006 年新店	12	12	100%	0	0%	10	83%	2	17%	11	92%	1	8%	9	75%	3	25%
2007 年新店	11	11	100%	0	0%	8	73%	3	27%	11	100%	0	0%	11	100%	0	0%
2008 年新店	19					12	63%	7	37%	18	95%	1	5%	17	89%	2	11%
2009 年新店	45									36	80%	9	20%	33	73%	12	27%
2010H1 新店	13													8	62%	5	38%

资料来源:德邦研究

■ 在 1) 门店的坪效 2) 门店毛利率 3) 门店培育期方面均优于国内行业平均水平

1) 门店坪效。公司成熟门店坪效 1.1-1.5 万元/m²，新店坪效通常超过 0.5 万元/m²，远远高于国内同业平均水平；2) 门店毛利率。公司主营业务毛利率在 15%以上，高于行业均值 2-3 个百分点；3) 门店培育期。公司新店培育期通常较短，单店盈利规模可达 220-300 万元，净利率超过 3%，具有良好的盈利能力和经营效率。

■ “永辉模式”竞争优势突出

1) 独有的生鲜经营模式-能够体现公司强大的核心竞争力；2) 高效的直接采购模式-缩减中间流通环节提高毛利率；3) 自营为主的盈利模式-掌控与加强渠道控制力提高毛利率；4)强大的门店选址能力-缩短门店的培育期。“永辉模式”是公司在门店选址、商品采购、配送、销售等各个环节相互协作和经验总结基础上的一种模式创新，目前公司已把这种模式成功复制到了重庆市场，未来几年还将向北京和安徽等地推广

■ 盈利预测及投资评级

我们预计公司 10 年/11 年/12 年营业收入分别增长 41.7%、40.3%和 32.4%，EPS 分别为 0.42 元/0.60 元/0.83 元。给予公司目标价格为 30 元/股，对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 71 倍/50 倍/36 倍。

重点公司盈利预测及估值表

	代码	简称	收盘价 2010-12-14	总市值 亿元	EPS 2010E	EPS 2011E	EPS 2012E	P/E 2010E	P/E 2011E	P/E 2012E	PEG	评级
百货商场	002187.SZ	广百股份	28.58	48	1.10	1.35	1.60	26	21	18	0.85	买入
	600723.SH	西单商场	14.91	61	0.13	0.55	0.67	115	27	22	4.00	买入
	000501.SZ	鄂武商A	18.70	94	0.55	0.73	0.95	34	26	20	2.00	买入
	002419.SZ	天虹商场	51.30	205	1.23	1.59	1.93	42	32	27	1.08	买入
	600693.SH	东百集团	12.74	43	0.42	0.50	0.57	30	25	22	0.40	买入
	002277.SZ	友阿股份	25.26	88	0.60	0.91	1.19	42	28	21	1.05	买入
	600631.SH	百联股份	16.46	181	0.55	0.54	0.60	30	30	27	0.60	增持
	600858.SH	银座股份	27.26	78	0.80	1.05	1.50	34	26	18	0.57	增持
	600729.SH	重庆百货	48.38	98	1.10	1.30	1.58	44	37	31	1.02	增持
	000987.SZ	广州友谊	28.32	101	0.91	1.10	1.45	31	26	20	2.13	买入
	000417.SZ	合肥百货	19.54	93	0.50	0.62	0.78	39	32	25	1.99	买入
	600655.SH	豫园商城	14.41	207	0.90	1.13	1.30	16	13	11	0.32	无评级
	600694.SH	大商股份	51.89	152	1.00	1.30	1.70	52	40	31	0.80	无评级
	000715.SZ	中兴商业	15.43	43	0.44	0.66	0.70	35	23	22	1.03	增持
	600327.SH	大厦股份	12.66	66	0.66	0.81	0.93	19	16	14	1.22	买入
	600628.SH	新世界	12.54	66	0.50	0.55	0.60	25	23	21	0.53	增持
	600814.SH	杭州解百	8.29	26	0.28	0.33	0.46	30	25	18	0.85	买入
	600785.SH	新华百货	30.06	66	1.31	1.54	1.70	23	20	18	1.21	买入
	600828.SH	成商集团	19.91	72	0.70	0.97	1.50	28	21	13	2.59	增持
	600859.SH	王府井	50.96	212	1.27	1.50	1.70	40	34	30	1.36	增持
	600697.SH	欧亚集团	26.92	43	0.78	1.03	1.35	35	26	20	3.03	增持
连锁超市	000759.SZ	武汉中百	13.59	92	0.43	0.54	0.67	32	25	20	1.09	买入
	002251.SZ	步步高	26.40	71	0.73	0.95	1.21	36	28	22	1.51	增持
	601933.SH	永辉超市			0.39	0.59	0.86					
	002264.SZ	新华都	23.99	38	0.62	0.81	1.10	39	30	22	1.29	增持
	002336.SZ	人人乐	26.01	104	0.74	0.92	1.15	35	28	23	1.21	买入
	600827.SH	友谊股份	19.93	94	0.75	0.85	1.00	27	23	20	1.20	增持
专业连锁	002024.SZ	苏宁电器	14.30	1000	0.60	0.80	1.00	24	18	14	0.60	买入
	002416.SZ	爱施德	42.64	210	1.33	1.75	2.15	32	24	20	0.85	增持
	000829.SZ	天音控股	13.12	124	0.70	0.78	0.90	19	17	15	0.50	增持
	300022.SZ	吉峰农机	34.18	61	0.90	1.52	2.50	38	22	14	0.63	无评级
商业物业	000301.SZ	东方市场	5.25	63	0.26	0.35	0.40	20	15	13	0.73	增持
	002344.SZ	海宁皮城	61.58	172	0.61	1.20	1.65	101	51	37	1.35	增持
	600415.SH	小商品城	35.44	482	0.85	1.21	1.50	42	29	24	1.54	增持
	600824.SH	益民集团	7.39	54	0.17	0.21	0.25	43	35	30	2.90	增持
品牌经营	002345.SZ	潮宏基	37.08	66	1.00	1.20	1.55	37	31	24	1.09	买入
	002494.SZ	华斯股份	32.53	37	0.50	0.65	0.90	65	50	36	2.13	买入
	600612.SH	老凤祥	31.92	107	0.81	0.98	1.20	39	33	27	0.37	增持

资料来源:德邦证券

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。