

网络购物风起云涌 传统业态面临挑战

2011年1月商业零售行业月报

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2011年1月27日

投资要点:

- ◇ **经济增长略超市场预期 通胀压力犹在。**2010年第四季度我国GDP增长9.8%，较三季度有所提高，略超出市场预期。12月份CPI数据较上月回落0.5个百分点，达到4.6%。全年CPI同比上涨3.3%，高于中央年初确立的3%的调控目标，通胀压力犹在。
- ◇ **通胀促消费名义增速维持高位，但实际增速继续下滑。**2010年，我国实现社会消费品零售总额154,554亿元，比上年增长18.4%，国内消费名义增速维持高增长。扣除价格因素之后，2010年，我国社会消费品零售总额实际增长14.8%，较上年下降2.1个百分点。
- ◇ **资本追捧网络购物 传统零售市场遭蚕食。**2010年，我国网络购物市场交易规模达4980.0亿元，占到社会消费品零售总额的3.2%，在国内消费中的比重按每年平均1个百分点的速度逐年提升。根据艾瑞咨询预测，2014年，我国网络购物市场规模占社会消费品零售总额的比重将达7.8%，成为我国零售行业的重要组成部分。
- ◇ **板块估值明显下移 风险逐步释放。**2011年1月份，商业零售板块延续上年11月份以来的下跌趋势，板块估值水平明显下移。尽管通胀高企，居民消费实际需求增长回落，以及网络购物对传统零售业造成冲击，但是我们坚持认为，零售行业景气度的回落将是缓慢渐进的过程，考虑到目前板块估值水平已大幅下移，市场风险得到显著释放，建议投资者阶段性建仓，重点关注PEG值较低的零售个股，如友阿股份（近期大股东在二级市场增持股份）；大力推进网络购物建设的苏宁电器。

丁文进

SAC 执业证书编号：

S0340510120004

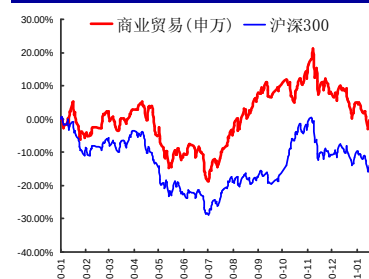
电话：0769-22119455

邮箱：dwj@dgzq.com.cn

细分行业评级

百货商店	推荐
专业连锁	推荐
超市	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

重点公司盈利预测及投资评级（2011/1/26）

股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
友阿股份	22.35	0.43	0.63	0.83	52.16	35.62	26.80	推荐
鄂武商 A	16.30	0.47	0.61	0.75	34.63	26.70	21.62	推荐
武汉中百	11.83	0.31	0.40	0.50	37.77	29.67	23.57	推荐
合肥百货	16.44	0.42	0.57	0.66	39.27	28.89	24.76	推荐
新华百货	26.69	0.92	1.12	1.33	28.88	23.74	20.13	推荐
苏宁电器	12.25	0.41	0.58	0.71	29.66	21.19	17.32	推荐
王府井	41.88	0.92	1.22	1.58	45.51	34.23	26.49	谨慎推荐
通程控股	9.25	0.16	0.29	0.37	57.14	32.18	24.87	谨慎推荐

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

商业零售行业 2011 年上半年投资策略报告：比较区域经济，坚守优势品种

2010 年 12 月 26 日

目 录

1. 经济增长略超市场预期 通胀压力犹在.....	3
2. 通胀促消费名义增速维持高位，但实际增速继续下滑.....	3
3. 2010 年重点零售企业销售增长 18.1%.....	4
4. 资本追捧网络购物 传统零售市场遭蚕食.....	4
5. 板块估值明显下移 风险逐步释放	7

插图目录

图 1: CPI、PPI 当月增速	3
图 2: 食品类、非食品类 CPI 当月增速.....	3
图 3: 社会消费品零售总额当年累计名义增速、实际增速.....	3
图 4: 消费者三大信心指数	4
图 5: 批零企业景气指数、企业家信心指数.....	4
图 6: 千家核心商业企业零售指数	4
图 7: 商业零售三大细分行业零售指数	4
图 8: 我国网络购物交易规模变动	5
图 9: 我国网络购物占社零总额比重	5
图 10: 2010 年自主销售式 B2C 市场份额	7
图 11: 京东商城销售额变动	7

表格目录

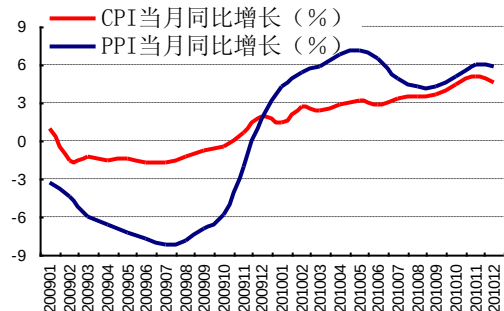
表 1: 部分自主销售式 B2C 网站运营情况	6
表 2: 京东商城与苏宁国美（上市部分）运营比较.....	7
表 3: 商业零售板块估值比较	8
表 4: 重点跟踪个股估值水平比较	8
表 5: 重点公司盈利预测及投资评级（2011/1/26）	8

1. 经济增长略超市场预期 通胀压力犹在

初步测算，2010 年我国实现国内生产总值 397983 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.3%，增速比上年加快 1.1 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.9%，二季度增长 10.3%，三季度增长 9.6%，四季度增长 9.8%。四季度我国经济增长较上一季度有所提高，维持高位运行，略超出市场预期。

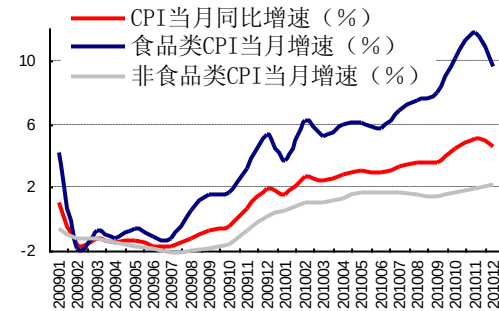
受政府宏观调控加大，以及翘尾减弱因素影响，12 月份 CPI 数据较上月回落 0.5 个百分点，达到 4.6%。其中，食品类价格下降 2.1 个百分点，至 9.6%；非食品价格小幅上升 0.2 个百分点，至 2.1%。尽管 12 月份 CPI 升幅有所减缓，但通胀压力犹在，2010 年全年 CPI 同比上涨 3.3%，高于中央年初确立的 3% 的调控目标。考虑到 1 月份北方雨雪、干旱天气影响，我们认为 2011 年 1 季度我国通胀形势仍然严峻；在目前经济增长维持高位的背景下，政府可能继续出台新的货币从紧政策，以应对通胀。

图 1：CPI、PPI 当月增速



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 2：食品类、非食品类 CPI 当月增速

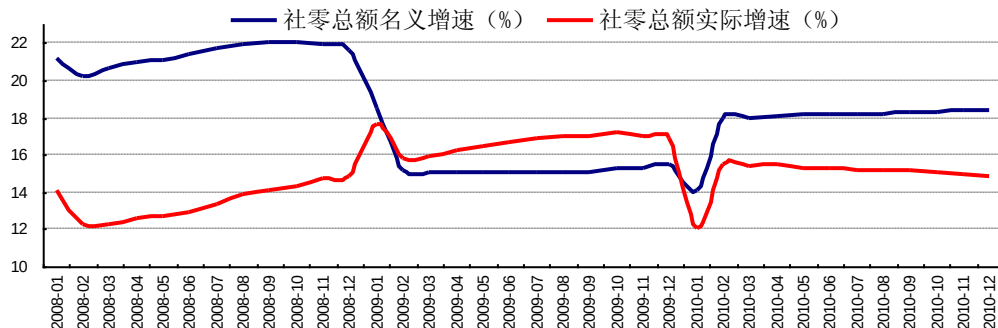


资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

2. 通胀促消费名义增速维持高位，但实际增速继续下滑

2010 年，我国实现社会消费品零售总额 154,554 亿元，比上年增长 18.4%，国内消费名义增速维持高增长。扣除价格因素之后，2010 年，我国社会消费品零售总额实际增长 14.8%，较上年下降 2.1 个百分点。我们注意到，2010 年下半年以来，随着通胀压力的加大，国内消费实际增速呈现持续的缓慢下滑状态，值得投资者予以重视。

图 3：社会消费品零售总额当年累计名义增速、实际增速

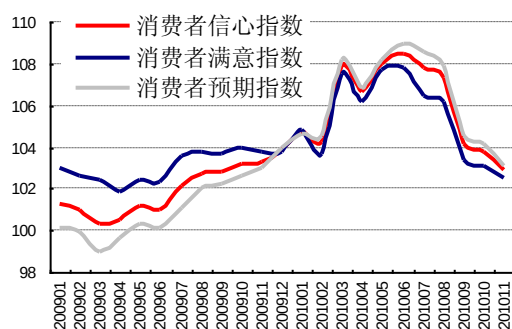


资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯、国家统计局

与消费实际增长下滑相对应的是，是消费者信心指数的持续下挫。2010 年 11 月份，我国消费者信心指数连续第五个月出现下滑，达到 102.9；消费者满意指数与预

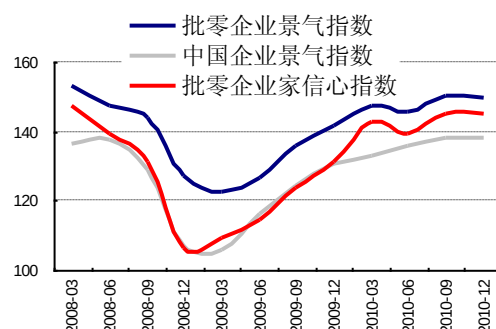
期指数也均出现不同程度的回落。另一方面，第四季度批发零售企业景气指数也较上季度回落 0.6，达到 149.6。

图 4：消费者三大信心指数



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 5：批零企业景气指数、企业家信心指数



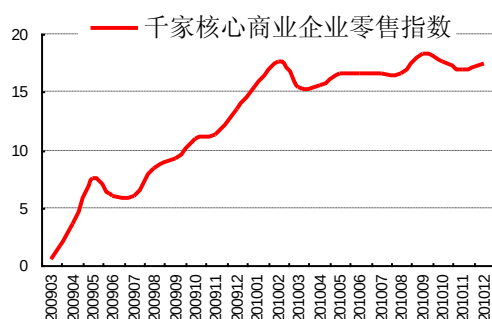
资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

3. 2010 年重点零售企业销售增长 18.1%

根据商务部最新数据显示，2010 年 12 月份，全国 3000 家重点零售企业实现销售额较上年同期增长 19%，增速比 11 月加快 0.4 个百分点。1-12 月份，全国 3000 家重点零售企业销售额同比增长 18.1%，与同期的社会消费品零售总额增速同步。具体来看：（1）金银珠宝、汽车类等热点消费快速增长。12 月份，千家重点零售企业金银珠宝销售额同比增长 39.1%，增幅连续 8 个月保持在 30% 以上。汽车销售额增长 32%，增速比 11 月份加快 2.9 个百分点，同比增幅创 2010 年以来新高。（2）家电、服装鞋帽消费增长明显。家电销售额增长 19.2%，比 11 月份加快 5.5 个百分点。服装销售额同比增长 19%，鞋帽销售额同比增 19.8%，增速比 11 月份分别加快 0.8 和 5.4 个百分点。（3）食品烟酒类消费下滑。12 月份，食品销售额同比增长 15.1%，饮料增长 14.4%，烟酒增长 14.8%，比上月分别回落 3.9、2.9 和 3 个百分点。

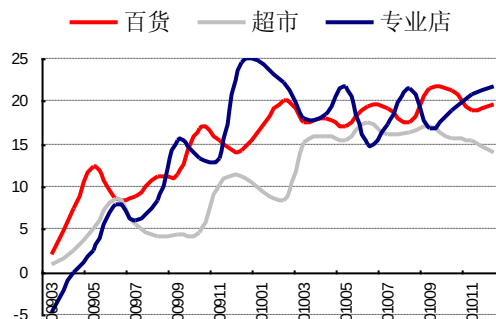
2010 年 12 月份，千家核心商业企业零售指数较上月小幅提升 0.4 个百分点，达到 17.4%。从细分行业来看，专业店销售增长已连续第三个月出现回升，12 月份当月销售同比增长达 21.8%；百货店销售情况也有所回暖，当月增长 19.5%；但是超市销售继续呈现下滑态势，同比增长仅为 14.1%。

图 6：千家核心商业企业零售指数



资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 7：商业零售三大细分行业零售指数



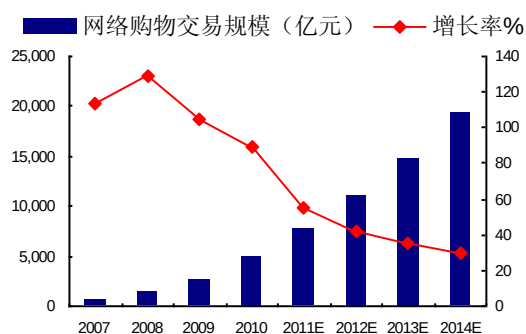
资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

4. 资本追捧网络购物 传统零售市场遭蚕食

2010 年我国网络购物市场延续用户规模、交易规模的双增长态势。艾瑞咨询数据显示，2010 年，我国网络购物用户规模达到 1.48 亿，较 2009 年增加 3900 万，在网民中的渗透率达 30.8%。2010 年，我国网络购物市场交易规模达 4980.0 亿元，占到社会消费品零售总额的 3.2%，在国内消费中的比重按每年平均 1 个百分点的速度逐年提升。根据艾瑞咨询预测，2014 年，我国网络购物市场规模将达 1.93 万亿元，占社会消费品零售总额的比重将达 7.8%，成为我国零售行业的重要组成部分。我们看到：过去五年内，我国网络购物市场规模的年均复合增长率达到 108%；预计 2010 至 2014 年期间，年均复合增长率达 40%，而同期相比，2010 年我国的社会消费品零售总额增速为 18%，显示网络购物市场成长潜力巨大。

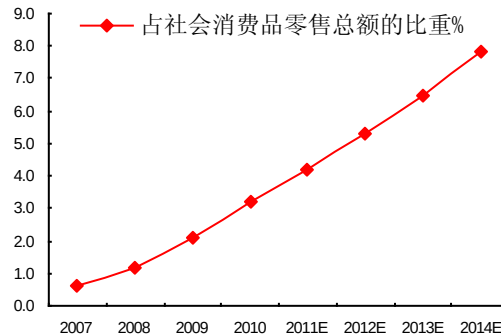
横向比较，艾瑞咨询 US Census Bureau 发布的数据发现，2010 年美国网络购物交易规模将达到 1624 亿美元。2010 年，美国零售和食品服务销售额零售总计 3.93 万亿，由此我们推算出美国网络购物交易规模占美国零售总额的比重为 4.14%。

图 8：我国网络购物交易规模变动



资料来源：艾瑞咨询、东莞证券研究所

图 9：我国网络购物占社零总额比重



资料来源：艾瑞咨询、东莞证券研究所

我们在研究商业零售上市的时候，不得不认真思考网络购物业态所带来的影响。对于消费者而言，“物美价廉、安全省心”永远是其在购物过程中的首要考虑。而在这些方面，不断兴起的多种网络购物业态正在迎合着消费者的需求。

- 1、价廉：**网上销售没有店面租金、水电、陈列品折旧费用，也不需要庞大的销售促销人员开支，致使同样的商品具备比实体店更低的价格。尤其在经济环境不好、物价上涨的环境下，消费者对价格的敏感度更高，低价策略能够吸引到更多的顾客。反过来，越来越多的客户订单也使商家对供货商拥有更强的议价能力，形成正向反馈机制。同时，网上定价机制更加透明，增强了消费者购物的主动性。
- 2、物美：**商家通过保险公司承保，对销售商品提供正品保证；或者提供在一定期限内无条件退货等服务，解除了消费者对买到假货的顾虑。在平台式购物网站上（如淘宝），买家与卖家能够互相打分，促进了市场信用机制的完善。网上商品选择的多样性，以及易于搜索的特点有利于满足消费者的精准需求，提高了购物效率。
- 3、安全省心：**信息流、物流、资金流是商品交易的三大要素。经历十多年的发展，我国电子商务市场日渐成熟，物流配送与网上支付体系趋于完善。当前我国知名的 B2C 商家（如京东商城）均投入了大量的资金用于物流仓储项目建设，通过自有物流团队或是第三方物流（如顺丰、圆通）完成货物的配送。而在网上交易电子支付方面，由淘宝公司推出的以“第三方担保交易模式”运作的支付宝系统保证了网上交易资金的安全性，为中国的网络购物市场壮大做出贡献。

大体上，我国网络购物网站可以分为两大类：一类是平台式购物网站，目前此类网站仍是我国网络购物市场的主导力量，不过未来随着 B2C 市场的壮大，平台式购物市场比重将逐步降低。根据艾瑞咨询数据，2010 年，我国平台式购物市场规模（即 C2C 平台上的 C2C 交易额及其 B2C 商城销售额之和）为 4651 亿元，占整个网络购物市场的 93.4%。其中淘宝网（含淘宝商城）销售额达 4000 亿元，占整个市场的 80.3%；其次为腾讯旗下的拍拍网，达 493 亿元，份额接近 10%。另一类是自主销售式 B2C 网站，目前此类网站市场占比较低，2010 年仅占整个网络市场份额的 6.6%，达到 329 亿元，不过我们，以京东商城、当当网为代表的自主销售式 B2C 企业将成为我国网络购物市场发展的主流，在抢占传统零售行业市场份额中充当先锋角色。

我们常听到这句话：发达国家的今天，就是我们的明天。这恰恰验证了当今我国网络购物市场的发展轨迹，即为“复制欧美新兴电子商务模式—结合中国实际情况本土化改造—依托国内市场，借助风险资本发展壮大—上市”。2010 年 10 月，麦考林（麦网）在美国纳斯达克上市，成为首只上市的中国 B2C 个股；紧接着 12 月份，当当网在纽交所上市。纵观全国，B2C 网站不断受到资本的追捧，2010 年前 11 个月，国内电子商务领域已披露的投资事件高达 41 起，涉及金额 8.72 亿美元；随后京东商城、凡客诚品、唯品会、拉手网等也陆续获得注资。在巨额资本的支持下，具有清晰盈利模式的电子商务企业迅速成长，成为国内零售市场的一支劲旅。

表 1：部分自主销售式 B2C 网站运营情况

网站	10 年交易规模(亿元)	传统业态	国外同类	融资进展
京东商城	107	电器连锁	Amazon	尚未实现盈利；C 轮融资将在 11 年 3 月前到帐，总额超 5 亿美元，沃尔玛参与注资，11 年拟上市
当当网	30	百货	Amazon	09 年实现盈利，10 年 12 月纽交所上市，融资 2.72 亿美元
卓越亚马逊	30	百货		Amazon 子公司
新蛋网	18	电器连锁		NEWEGG 子公司
VANCL	14	品牌服装		10 年 11 月获美国投资方 1 亿美元风投，计划赴美上市
红孩子	9	母婴用品		10 月 6 月获第 4 轮融资：额度为 5000 万至 1 亿美元
易讯网	9	电器连锁	NEWEGG	未知
麦网	7	品牌服装		10 年 10 月纳斯达克上市，融资 1.29 亿美元
唯品会	N/A	品牌折扣店	GILT/Vente-privee	10 年 11 月或 DCM 及红衫资本 2000 万美元风投
钻石小鸟	N/A	品牌首饰	Blue nile	08 年 10 月今日资本联合联创策源 1 亿元风投
拉手网	N/A	团购	GROUPON	10 年 12 月获第二轮融资，金额 5000 万美元

资料来源：艾瑞咨询、媒体报道、东莞证券研究所

下面我们将就京东商城的个案，来说明网络购物对传统零售业态的影响。作为以正品低价的销售模式切入市场的 B2C 公司，自 2004 年创建以来，京东商城由最初的

1000 万元销售额，激增至 2010 年的 102 亿元，年均复合增长率达 217%。京东商城用了七年的时间，把年销售额做到 100 亿元，相比传统渠道商，国美从创立到销售额突破 100 亿元，用了 15 年。据媒体报道，京东商城产品价格比线下零售店便宜 10%~20%，在京东商城买到物美价廉有保障的正牌商品后，消费者很难再下定决心去国美、苏宁实体店买电器，由此所造成的消费习惯的改变，对传统电器连锁巨头而言压力较大。

图 10：2010 年自主销售式 B2C 市场份额

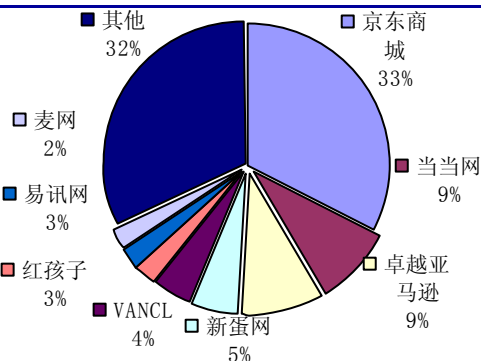
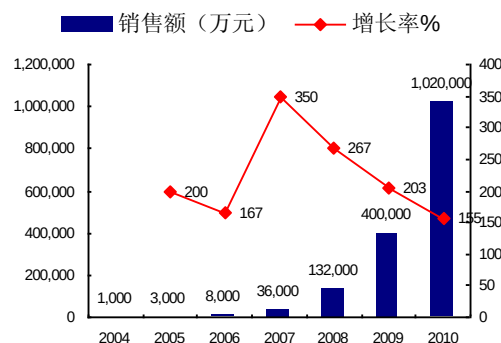


图 11：京东商城销售额变动



资料来源：艾瑞咨询、东莞证券研究所

资料来源：媒体报道、东莞证券研究所

严控费用水平，以及提高存货周转率是京东商城在短短几年内把销售规模做大的核心所在。通常情况下，电器商品单位货值较高，且型号种类是标准化的，消费者对价格的敏感性相对较高，而对电器零售商的忠诚度并不高。由于没有门店租金以及销售人工成本的制约，京东商城费用水平相对较低，使得公司提供低价正品成为可能。通过货款现结、大批购买等方式，使得公司对上游供货商的议价能力增强，能够取得更为优厚的折扣条件。另一方面，公司通过优化信息系统、仓储物流体系建设，大大提高存货周转效率。根据公司的说法，当前的首要目标还是要把销售量做大，保证正常运营即可，今后若要实现盈利，毛利率稍微提高一些便可。在京东商城的步步紧逼之下，苏宁、国美等传统强势零售商也纷纷加入到电子商务的较量中来。据媒体报道，于 2010 年 2 月正式上线的苏宁易购当年实现销售额超过 20 亿元。2010 年 11 月，国美宣布收购库巴购物网 80% 的股权，成为另一家参与竞争的重量级选手。2010 年 12 月，京东商城宣布每本书都比对手便宜 20%，剑指刚刚在美国成功上市的当当网。

表 2：京东商城与苏宁国美（上市部分）运营比较

2009 年	苏宁电器 (002024)	国美电器 (HK0493)	京东商城 (估算)
销售收入	583 亿元	427 亿元	40 亿元
毛利率%	17.35	17.32	5.00
销售管理费用率%	10.47	12.18	4.00
存货周转天数	41.97	50.65	12.00
应付账款周转天数	91.80	121.22	0.00

资料来源：公司公告、媒体报道、东莞证券研究所

5. 板块估值明显下移 风险逐步释放

2011 年 1 月份，商业零售板块延续自上年 11 月份以来的下跌趋势，板块估值水平明显下移。截止 2011 年 1 月 26 日，商业零售板块估值溢价率已大幅回落至同期大盘的 1.26 倍，较 2010 年末下降 0.14，较 2010 年以来 1.8 倍的平均水平降低 0.54 倍。

表 3: 商业零售板块估值比较

TTM 市盈率 (倍)	2011-1-26	2010-12-31
商业零售	33.58	36.73
沪深 300	14.84	15.30
估值溢价率	1.26	1.40

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

尽管在通胀高企情况下, 居民消费实际需求增长回落, 以及网络购物等新兴业态对传统零售业造成冲击, 但是我们坚持认为, 零售行业景气度的回落将是缓慢渐进的过程, 考虑到目前板块估值水平已大幅下移, 市场风险得到显著释放, 建议投资者阶段性建仓, 重点关注 PEG 值较低的零售个股, 如友阿股份 (002277, 近期大股东在二级市场增持股份); 大力推进网络购物建设的苏宁电器 (002024)。

表 4: 重点跟踪个股估值水平比较

股票名称	11 年预测市盈率	11 年预测净利润增速	PEG
友阿股份	26.80	32.9	0.8
鄂武商 A	21.62	23.5	0.9
武汉中百	23.57	25.9	0.9
合肥百货	24.76	16.7	1.5
新华百货	20.13	17.9	1.1
苏宁电器	17.32	22.4	0.8
王府井	26.49	29.2	0.9
通程控股	24.87	29.4	0.8

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

表 5: 重点公司盈利预测及投资评级 (2011/1/26)

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E		
002277	友阿股份	22.35	0.43	0.63	0.83	52.16	35.62	26.80	推荐	维持
000501	鄂武商 A	16.30	0.47	0.61	0.75	34.63	26.70	21.62	推荐	调高
000759	武汉中百	11.83	0.31	0.40	0.50	37.77	29.67	23.57	推荐	维持
000417	合肥百货	16.44	0.42	0.57	0.66	39.27	28.89	24.76	推荐	维持
600785	新华百货	26.69	0.92	1.12	1.33	28.88	23.74	20.13	推荐	维持
002024	苏宁电器	12.25	0.41	0.58	0.71	29.66	21.19	17.32	推荐	维持
600859	王府井	41.88	0.92	1.22	1.58	45.51	34.23	26.49	谨慎推荐	维持
000419	通程控股	9.25	0.16	0.29	0.37	57.14	32.18	24.87	谨慎推荐	维持

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn