

十字路口向左向右？

——商业零售行业 2011 年 2 季度投资策略

要点：

- 零售行业表现弱于大盘，市场从短期估值过高和通胀挤出角度进行解释，但我们认为这些都是短期因素，估值可以通过时间消化，通胀最终也会回落，需要回答的是行业市场表现的根本推动因素时是什么，什么是判断行业有没有投资价值标准，行业的合理估值在哪里，这些才是我们做出职业判断的依据。
- 回顾商业行业历史，我们发现行业也曾有高估值、高溢价的阶段（2004 年至 2007 年），业态创新、消费环境转好以及商业行业竞争和缓是行业市场表现持续优异的动能，从财务指标看，ROE、毛利率、费用率、净利率、存货周转率等指标都说明行业处于高景气状态。
- 2008 年以来行业宏观环境仍然宽松，从现金流、存货周转率等指标看，行业运行状况良好。但从中观层面看，区域市场进入者增多，物业供给的大量增加为行业和公司快速扩张提供良机，但也带来财务压力和项目决策风险，通胀背景下租金和人工成本压力也是越来越现实。行业进入稳定增长期。
- 分析行业历史市场表现，可以发现市场对商业股的投资风格已悄然变化。2007 年前将行业定位为成长性行业，百货、超市、专业连锁百花齐放。2008 年后，市场已经注意到百货、超市所需面对的竞争压力，投资线索首先是关注新的商业模式，其次是寻找系统性风险带来的估值修复机会，第三是另辟蹊径，挖掘业绩反转型公司。对白马股的抛弃实质是反应了市场对行业基本面的担忧。
- 下调投资评级至“中性”。通过前文分析，我们认为基本面是行业市场表现的根本推动因素，零售业因其渠道价值理应享有估值溢价，但进入稳定增长期的行业溢价水平又不能长期超越历史均值，便宜是可以投资行业的唯一标准。目前，行业估值溢价仍在历史均值之上，二季度宏观和行业基本面又没有特别催化因素，给予行业“中性”评级。子行业方面，建议关注百货和专业业态，回避超市行业。在百货子业态中，仍延续 2010 年的选股思路，建议关注存在业绩爆发潜力的公司，选择标准一是公司的开店速度适中（最好是前期扩张步伐较快，后面开店速度放缓的公司），二是公司有业绩释放动力。专业连锁方面，建议关注存在行业性机会的公司。

独立声明

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，特此声明。

报告日期：2011 年 04 月 06 日

分析师

姚雯琦

☎0755—83515144

✉yaowenq@cgws.com

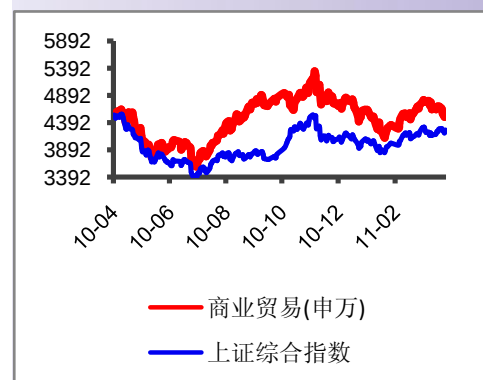
执业证书编号：S1070208080274

投资评级：中性（下调）

重点公司盈利预测及评级

	EPS		PE		投资评级
	10EPS	11EPS	10PE	11PE	
重庆百货	1.41	1.61	28.05	24.57	推荐
新华百货	1.04	1.38	24.05	18.12	推荐
天虹商场	1.28	1.63	33.80	26.54	推荐
苏宁电器	0.57	0.73	22.77	17.78	推荐
吉峰农机	0.42	0.76	74.19	41.00	推荐

行业表现



相关报告



目 录

一、零售行业表现弱于大盘	4
二、前期涨幅过高和通胀挤出是行业表现差的短期因素	5
三、零售行情推动因素：PE OR EPS	9
1、行业高景气+商业模式创新，成长性溢价突出（2004 年 - 2007 年）	9
2、竞争加剧，行业进入稳定增长期（2008 年至今）	13
3、与行业基本面变化一致，投资风格悄然转变	17
四、鉴于行业进入稳定增长期，而估值溢价又无吸引力，给予行业“中性”评级	21

图 表 目 录

图表 1、行业市场表现	4
图表 2、公司市场表现（年初至今）	4
图表 3、行业估值溢价	5
图表 4、行业市场表现（200901 至今）	5
图表 5、行业历史估值	5
图表 6、限上企业各品类前 2 月累计收入增速	6
图表 7、社会消费品零售总额增速	6
图表 8、超市相关品类累计收入增速	6
图表 9、百货相关品类累计收入增速	6
图表 10、专业连锁相关品类累计收入增速	7
图表 11、汽车和汽油的累计收入增速	7
图表 12、收入信心指数	7
图表 13、消费意愿指数	7
图表 14、当期物价满意指数	8
图表 15、物价指数	8
图表 16、消费者信心指数	8
图表 17、居民贷款（短期和中长期）	8
图表 18、行业估值溢价	9
图表 19、行业从越过溢价均线到达到顶峰的时长统计	9
图表 20、行业净资产收益率变动趋势	10

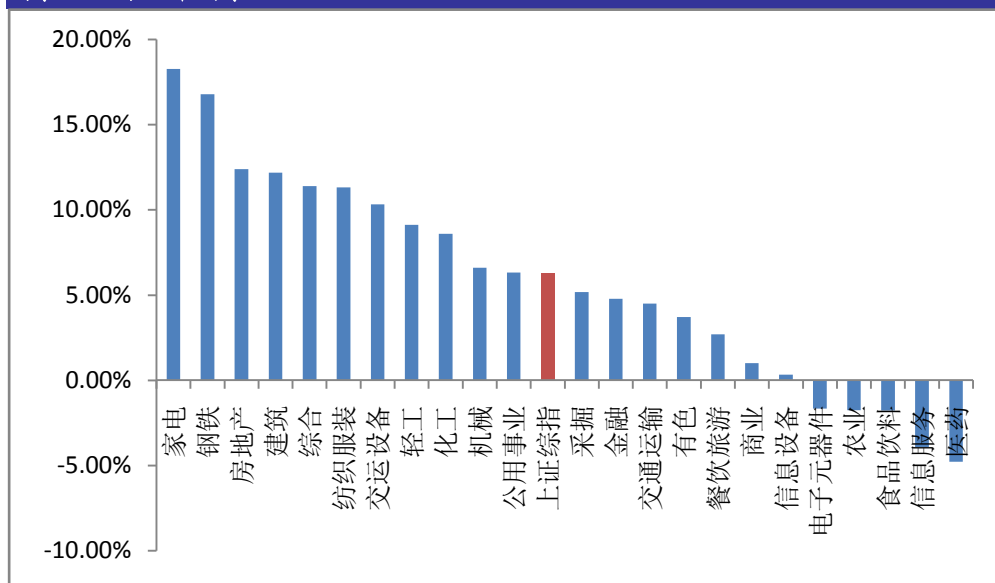


图表 21、行业历年净资产收益率	10
图表 22、行业销售净利率变动趋势	11
图表 23、行业销售毛利率变动趋势	11
图表 24、行业营业收入变动趋势	11
图表 25、行业费用率变动趋势	12
图表 26、行业销售费用率变动趋势	12
图表 27、行业管理费用率变动趋势	12
图表 28、行业财务费用率变动趋势	12
图表 29、行业存货周转率变动趋势	13
图表 30、行业固定资产折旧/收入变动趋势.....	13
图表 31、住宅和商业的新开工面积占比	14
图表 32、住宅和商业每年新开工面积	14
图表 33、百货样本公司的历年新开店面积	15
图表 34、行业长期待摊摊销额在收入中的占比.....	15
图表 37、行业净资产收益率变动趋势	17
图表 38、商业公司历史表现	18
图表 39、苏宁电器单季净利润增速变动趋势.....	18
图表 40、天音控股单季净利润增速变动趋势.....	18
图表 41、大商股份单季净利润增速变动趋势.....	19
图表 42、小商品城单季净利润增速变动趋势.....	19
图表 43、历史涨幅前 10 公司在 5 年时段和 3 年时段的表现.....	19
图表 44、银座股份单季净利润增速变动趋势.....	20
图表 45、武汉中百单季净利润增速变动趋势.....	20
图表 46、2005 年涨幅居前公司催化因素	22
图表 47、2006 年涨幅居前公司催化因素	22
图表 48、2007 年涨幅居前公司催化因素	23
图表 49、2008 年涨幅居前公司催化因素	23
图表 50、2009 年涨幅居前公司催化因素	24
图表 51、2010 年涨幅居前公司催化因素	24

一、零售行业表现弱于大盘

延续 2010 年 12 月以来的弱势,行业从年初至今虽取得 1% 的绝对收益,但和 6.27% 的全市场收益相比,仍跑输 5.27 个点。公司方面,行业内涨幅前十的公司更偏重于主题投资,而传统的优质白马股普遍表现差强任意,涨幅前三的公司分别为深国商、长百集团和津劝业,跌幅前三公司为王府井、海宁皮城和银座股份。

图表 1、行业市场表现



数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 2、公司市场表现 (年初至今)

	名称	涨幅			跌幅
1	深国商	42.39%	1	王府井	-22.16%
2	长百集团	21.54%	2	海宁皮城	-19.16%
3	津劝业	21.19%	3	银座股份	-15.97%
4	宏图高科	18.26%	4	大商股份	-14.73%
5	百大集团	14.05%	5	爱施德	-14.20%
6	北京城乡	13.96%	6	南京中商	-13.76%
7	欧亚集团	12.17%	7	永辉超市	-12.42%
8	天音控股	9.95%	8	中兴商业	-11.85%
9	西安民生	8.94%	9	合肥百货	-11.24%
10	汉商集团	8.11%	10	新华百货	-9.91%

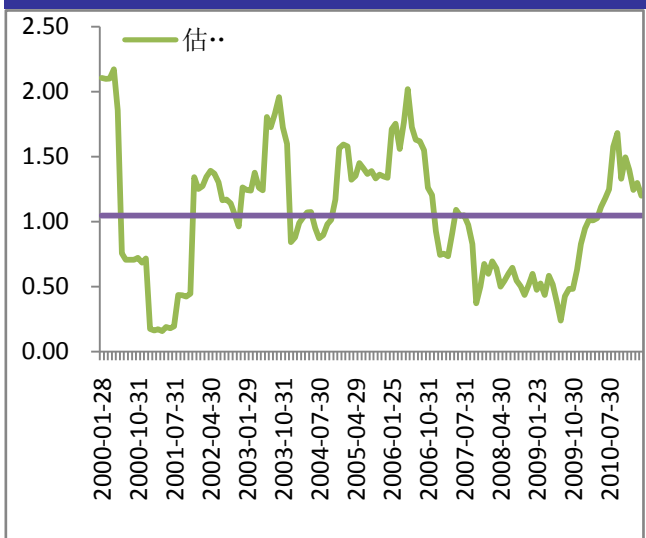
数据来源: wind, 长城证券研究所



二、前期涨幅过高和通胀挤出是行业表现差的短期因素

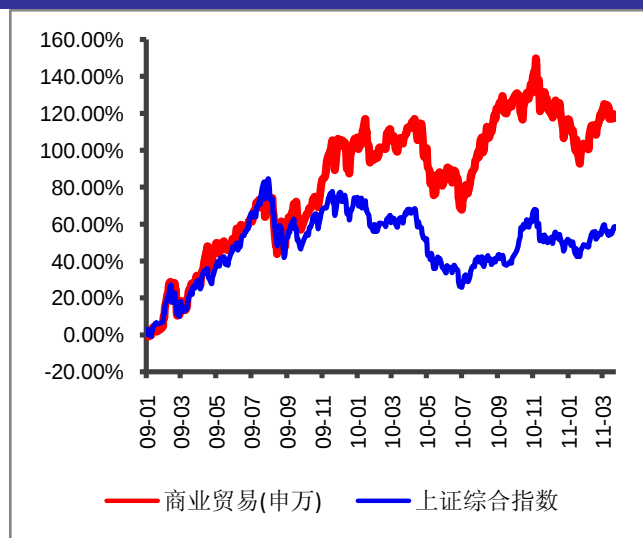
对于零售行业的表现,市场之前的解读是2009年以来行业持续上涨(大盘上涨58.66%,零售指数上涨117.43%),静态估值偏高,又没有进一步的催化剂,需要时间消化,因此行业指数在2010年11月见顶后,和其他消费股一起展开一轮较大级别的调整。经过前期调整,从绝对估值的角度看,目前专业连锁、超市、百货、百货剔除业绩反转型公司滚动PE分别为30.21X、52.1X、38.33X和33.82X,按2011年行业增长30%的一致预期,各子行业2011年动态市盈率分别为23.24X、40.08X、29.48X、26.02X,估值基本合理。也因此,在周期股轮番表现后的2011年2月商业股迎来了短暂反弹。

图表3、行业估值溢价



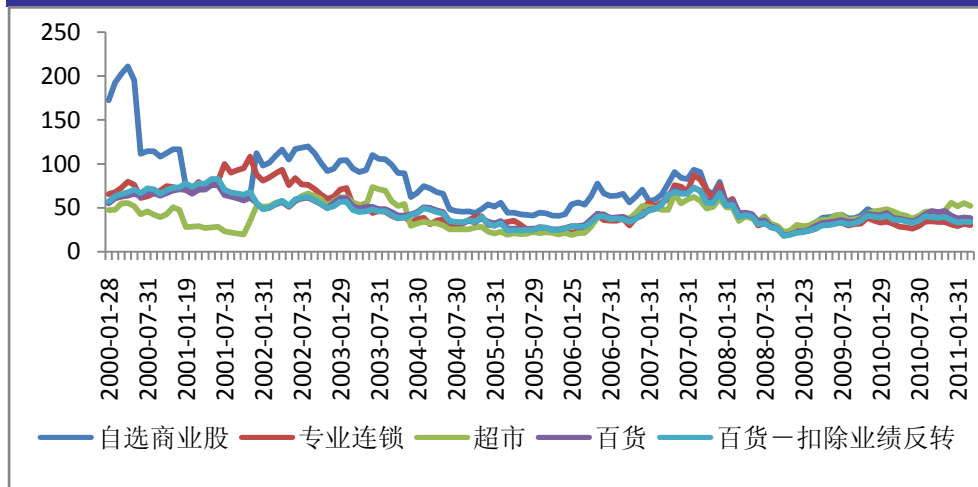
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表4、行业市场表现(200901至今)



数据来源: wind, 长城证券研究所

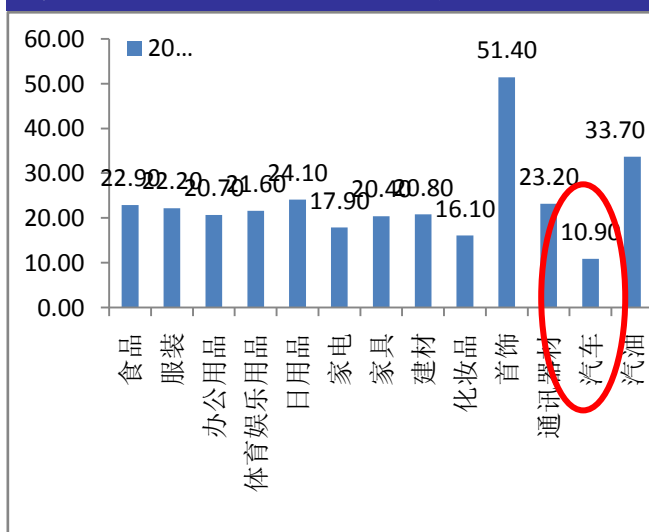
图表5、行业历史估值



数据来源: wind, 长城证券研究所

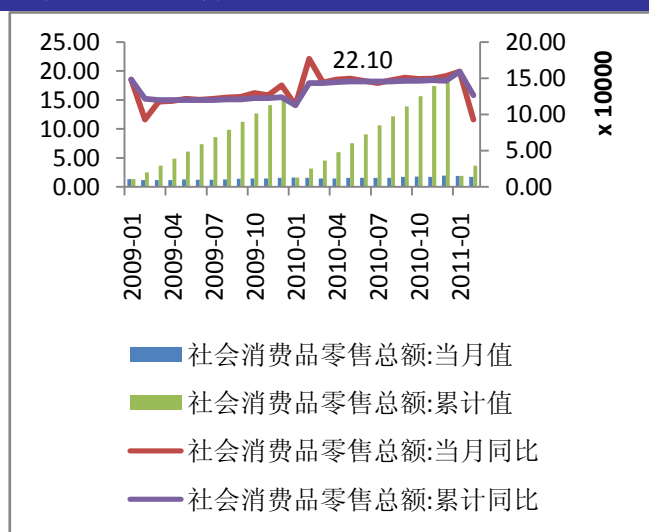
2011年3月中旬,随着消费数据的陆续出台,市场又开始关注通胀挤出效应。虽然从企业层面和社会消费品零售总额这类同步数据看,行业运行状况还是非常好的。微观层面,许多公司的1、2月份同店增长都在20%以上;宏观层面,1、2月的社会消费品零售总额累计增速虽只有15.8%,但百货、超市、专业连锁中的主要品类销售仍保持强劲增长,限额以上批发零售企业1、2月的食品、服装、日用品、家电销售分别增长了22.9%、22.2%、24.1%和17.9%,拉低社消增速的原因仅仅是汽车销售的低增长,而这是一个与传统零售渠道相关度不高的品类。

图表 6、限上企业各品类前 2 月累计收入增速



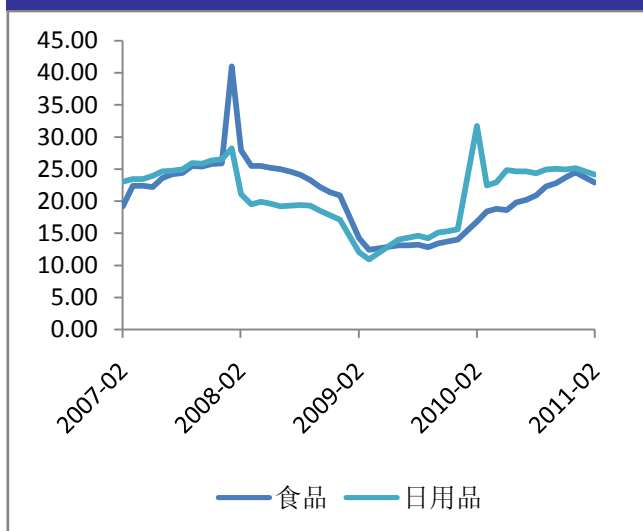
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 7、社会消费品零售总额增速



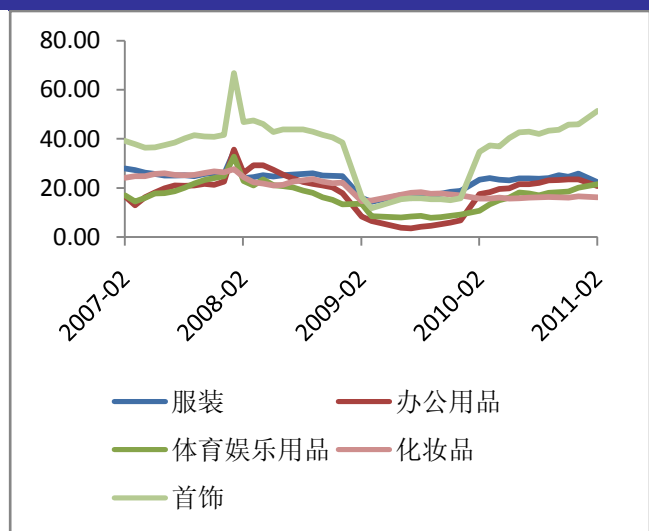
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 8、超市相关品类累计收入增速



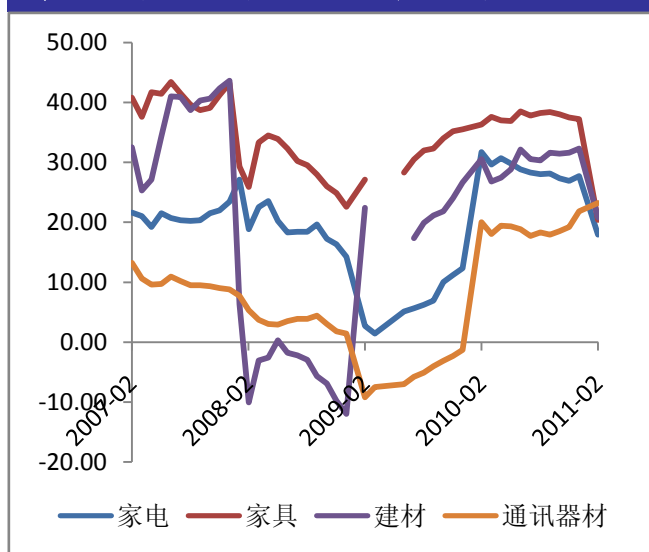
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 9、百货相关品类累计收入增速



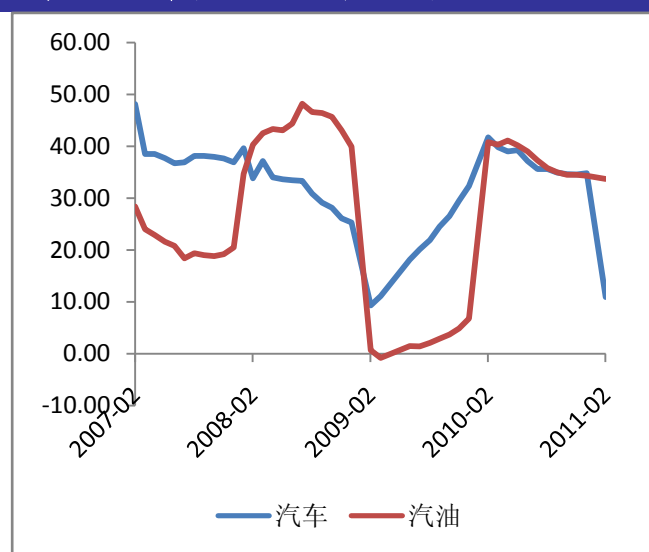
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 10、专业连锁相关品类累计收入增速



数据来源: wind, 长城证券研究所

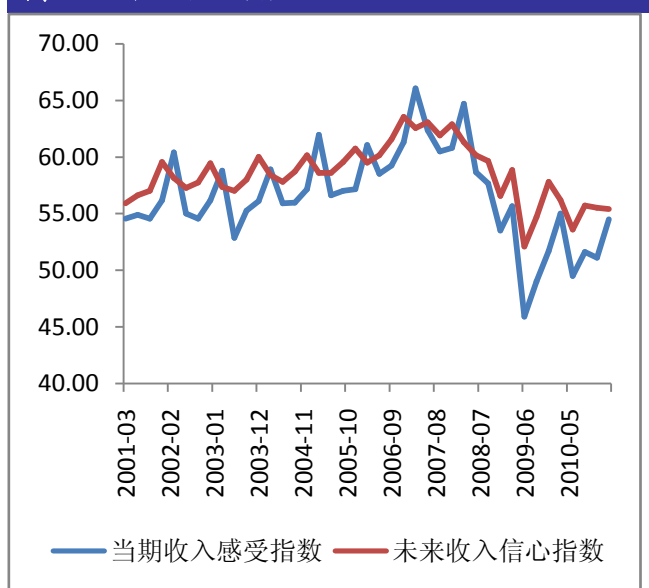
图表 11、汽车和汽油的累计收入增速



数据来源: wind, 长城证券研究所

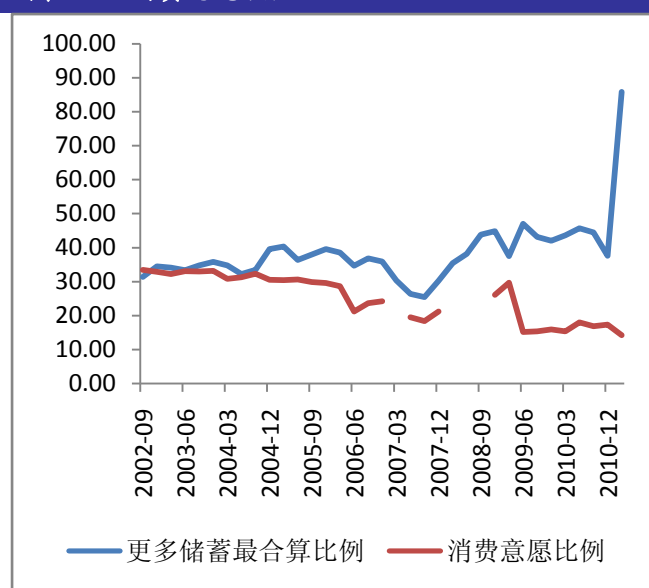
但随后陆续发布的一些消费先行指标使得市场真正开始担忧通胀对消费的挤出效应。首先是1季度来自中国银行的全国城镇储户问卷调查数据显示,今年1季度居民储蓄意愿和消费意愿分别达到85.8的峰值和14.2的低谷。剖析居民储蓄意愿增强的原因,从收入端看,收入信心指数保持稳定,从支出端看,当期物价满意指数大幅下降,对目前物价表示满意的只占受访人群的17.3%,创下2001年以来的历史新低,说明物价因素是消费者更倾向于储蓄而不愿消费的主要推手。近期公布的2月份消费者信心指数进一步走低(99.6,比1月份下降0.3),1、2月居民新增贷款额下降(2月短期贷款新增量只有6亿,2008年的两个低点分别是8亿和19亿)的情况也一再印证了消费意愿受到抑制的市场观点。

图表 12、收入信心指数



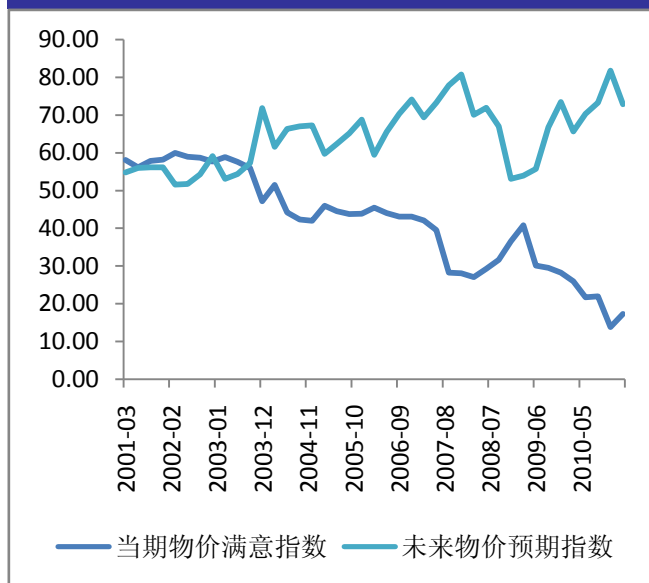
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 13、消费意愿指数



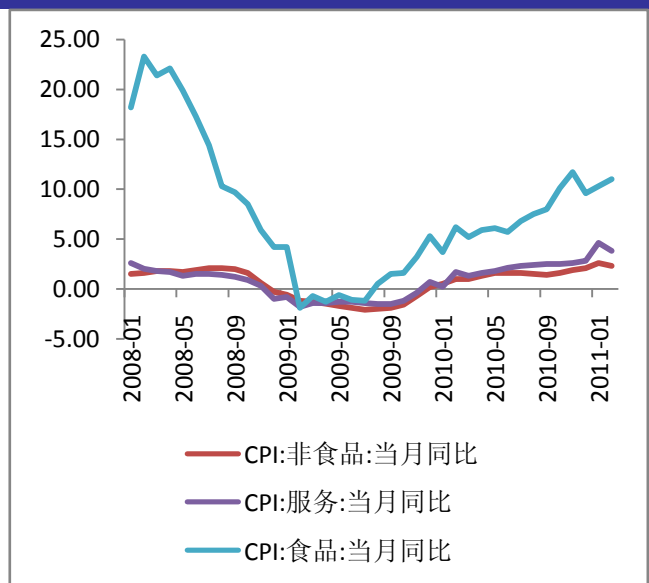
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 14、当期物价满意指数



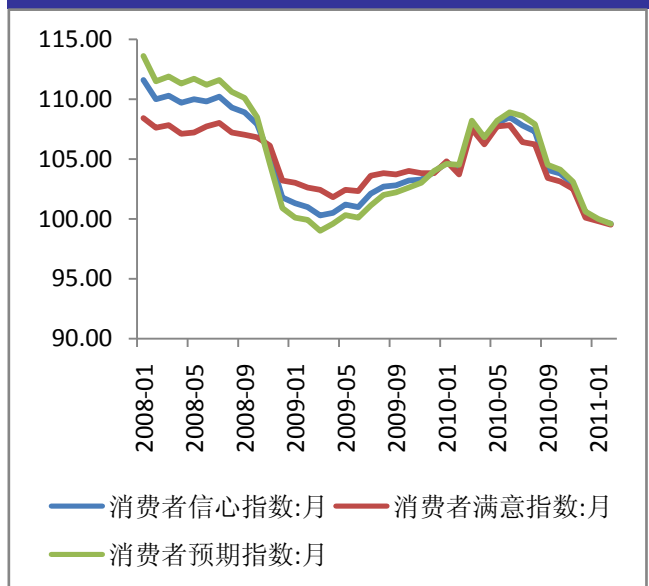
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 15、物价指数



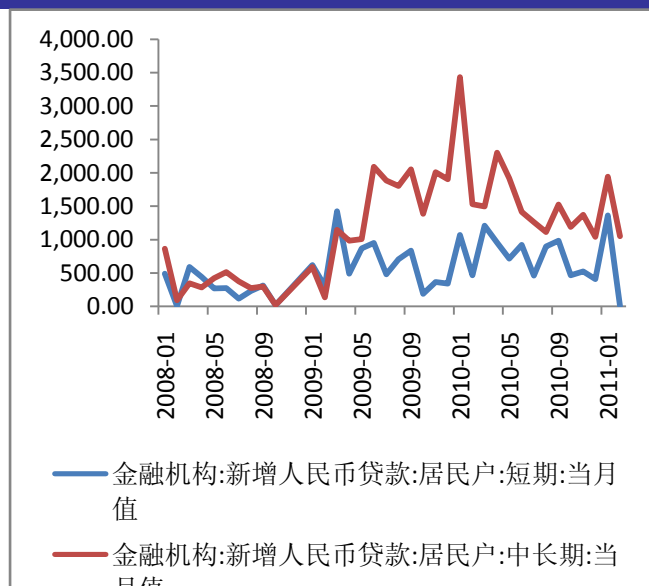
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 16、消费者信心指数



数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 17、居民贷款 (短期和中长期)



数据来源: wind, 长城证券研究所

虽然前期涨幅过高和通胀挤出预期是近期行业市场表现的诱导因素,但我们认为这些都是短期因素,估值可以通过时间消化,通胀最终也会回落,行业市场表现的根本推动因素时是什么,什么是判断行业有没有投资价值的标准,行业的合理估值在哪里,对于这些问题的回答才是最本源的,也是我们判断行业后期走势的依据。



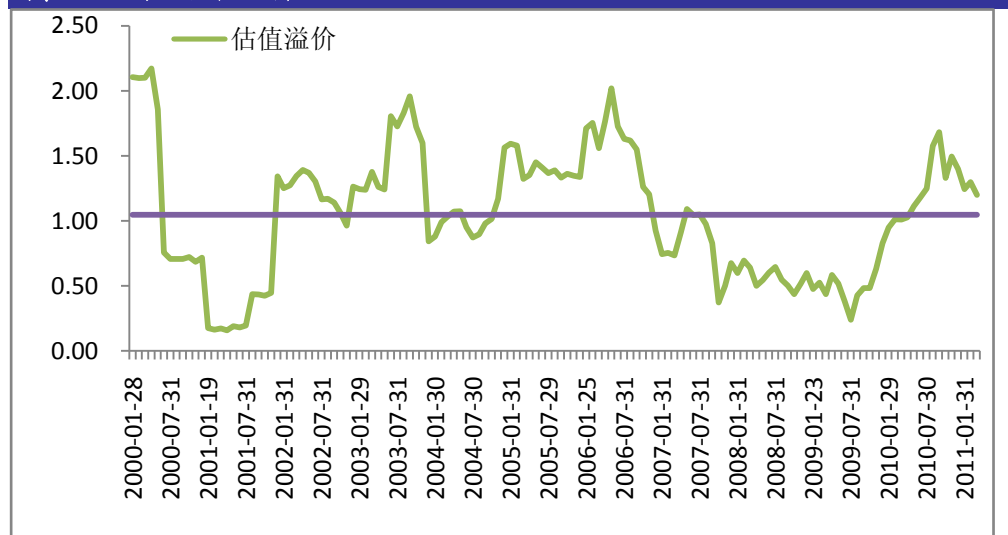
三、零售行情推动因素：PE or EPS

时至今日，对于消费股，特别是商业股，市场经常会用估值溢价来衡量行业是否有投资价值。里面隐含了两层意思：首先是认可商业的渠道价值，认为存在溢价是合理的，零售 PE 高于全市场 PE 是常态；其次是零售股的 PE 又不能长期享受高溢价，只有在低于平均溢价水平时（对便宜的判断）才有投资价值，这种低估值溢价来自三方面，EPS 上升（行业自然稳定增长）PE 下降（因某种原因，出现行业估值整体大幅下挫）、市场 PE 上升。我们好奇的是：历史一直如此吗，还是随着时间推移，对零售业的想法也在悄然发生变化，现在的选择其实是行业走到今天的一个结果。

1、行业高景气+商业模式创新，成长性溢价突出（2004 年 - 2007 年）

回顾商业行业的估值溢价走势，历史上越过溢价均线的时间段有四个，时间点分别为 2001 年 12 月，2002 年 12 月，2004 年 11 月和 2010 年 5 月，其中三个时间段的估值溢价从越过均线到达到顶峰在 6 个月左右，唯独 2004 年 11 月开始的那次溢价跃升维持了 18 个月。

图表 18、行业估值溢价



数据来源：wind, 长城证券研究所，TTM 滚动市盈率，不剔除负值，取申万零售股和上证 A 股

图表 19、行业从越过溢价均线到达到顶峰的时长统计

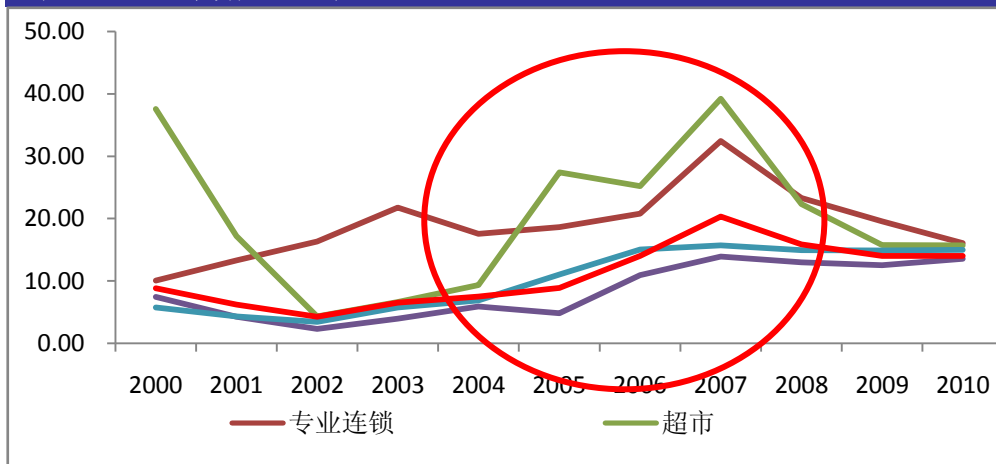
越过均线时间	2001-12-31	2002-12-31	2004-11-30	2010-5-31
到达顶峰时间	2002-4-30	2003-8-29	2006-5-31	2010-11-30
维持时间	4 个月	8 个月	18 个月	6 个月

数据来源：wind, 长城证券研究所

翻开那段零售业历史,2004 年中国零售业步入了春天。经过多年积累,居民消费潜力开始爆发,为零售业发展提供良好外围环境,而零售业态的商业模式创新也是层出不穷。百货业从购销到代销,存货压力和现金流危机没有了,代表渠道价值的其他业务收入快速增加;以物业租赁为主要手段的连锁扩张模式初成,资金压力和折旧压力小了;全国性百货连锁商还没有成气候,区域零售商只管扩张而不用理会竞争压力。超市行业里,沃尔玛、家乐福、大润发等外资超市的精力还主要放在一线城市,而消费习惯的改变以及快速的城镇化带来的急剧膨胀的消费需求却是现实的,区域超市企业只要开店就能赚钱,如何快速开店是他们唯一需要考虑的。2004 年,家电连锁企业苏宁在 60 亿规模时上市,上市后即表现出良好的成长性,收入快速增长,由于规模效益,净利润以更快的速度在增长。手机代销商天音控股转变代理模式,国代品种不断增加,加之手机需求的爆发性增发,公司业绩表现靓丽。这段时间行业成长性突出,PE 持续走高,估值维持在高溢价水平。

从财务表现看,2004 年是零售行业净资产收益率走出低谷的时点,到 2007 年行业整体净资产收益率已达到 20.31%,和行业整体表现一致,专业连锁、超市、百货(无论是否扣除业绩反转型公司)都是在 2007 年达到了净资产收益率的顶峰。

图表 20、行业净资产收益率变动趋势



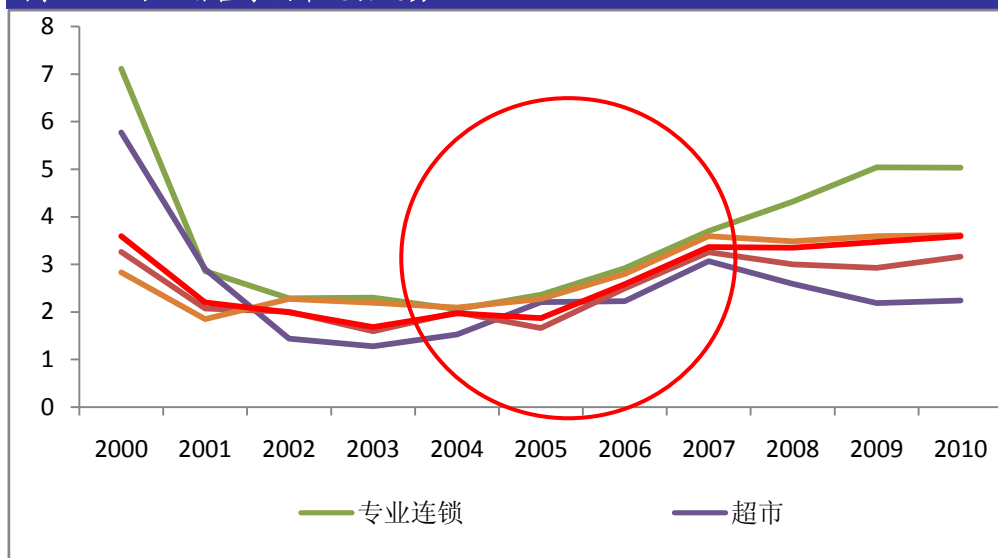
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 21、行业历年净资产收益率

板块名称	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
专业连锁	10.02	13.25	16.31	21.73	17.52	18.63	20.75	32.45	23.29	19.53	16.05
超市	37.59	17.21	4.31	6.64	9.34	27.40	25.21	39.22	22.33	15.78	15.72
百货	7.42	4.23	2.30	3.94	5.88	4.81	10.91	13.89	12.96	12.50	13.54
百货一扣除业绩反转	5.75	4.27	3.41	5.73	6.85	11.04	15.05	15.71	14.95	14.89	14.98
自选商业股	8.82	6.17	4.24	6.49	7.50	8.86	14.01	20.31	15.84	14.00	14.02

数据来源: wind, 长城证券研究所

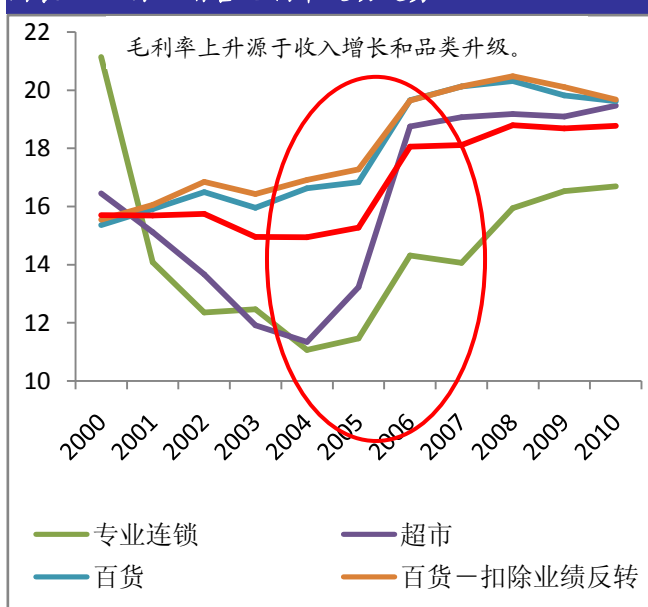
图表 22、行业销售净利率变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

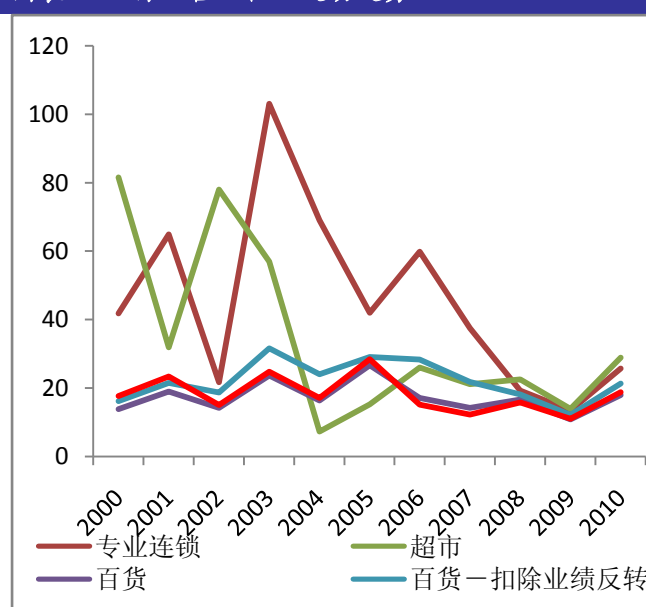
- 1、2000 年专业连锁公司样本为小商品城、宏图高科和天音控股（赣南果业），宏图高科和赣南果业还未转型，数据不可比。
- 2、开办费计入当期费用是从 2001 年开始，2000 年和 2001 年的销售净利率差异在于会计准则不同。
- 3、不考虑上述因素，2001 年至 2004 年行业净利率一直在低谷徘徊，2004 年是净利率上升周期的拐点，除了专业连锁，超市和百货净利率明显上升趋势都是持续到 2007 年。

图表 23、行业销售毛利率变动趋势



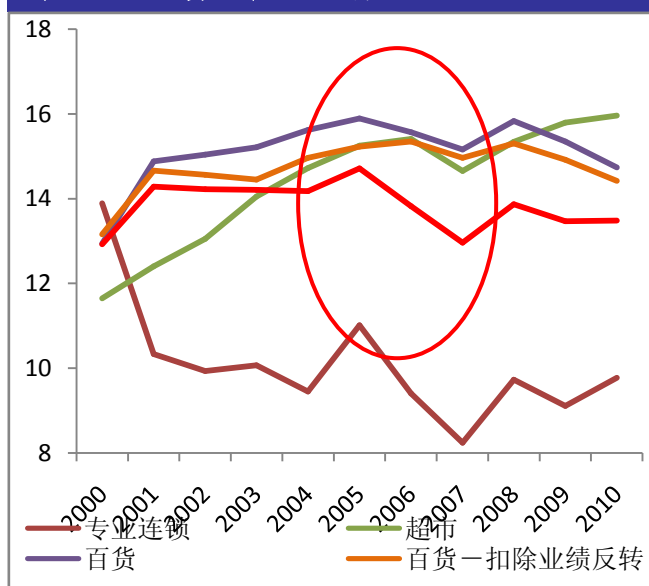
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 24、行业营业收入变动趋势



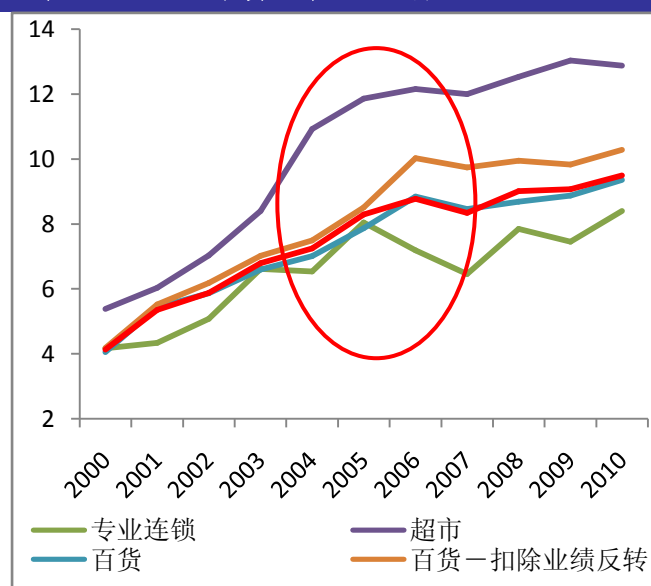
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 25、行业费用率变动趋势



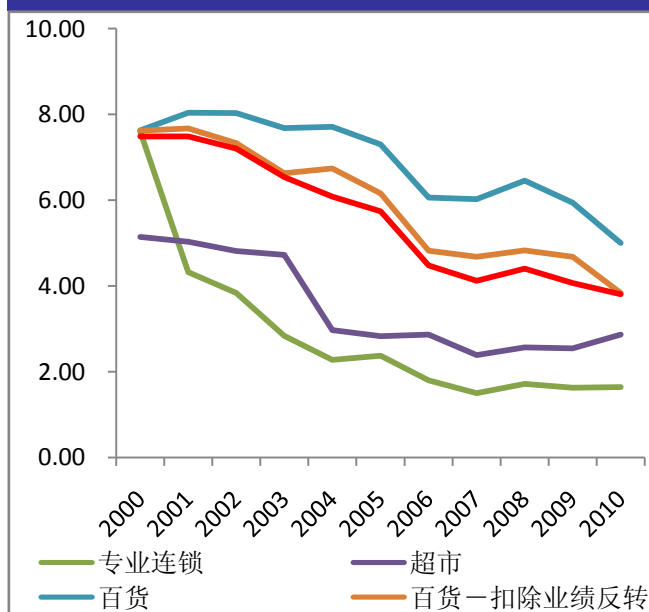
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 26、行业销售费用率变动趋势



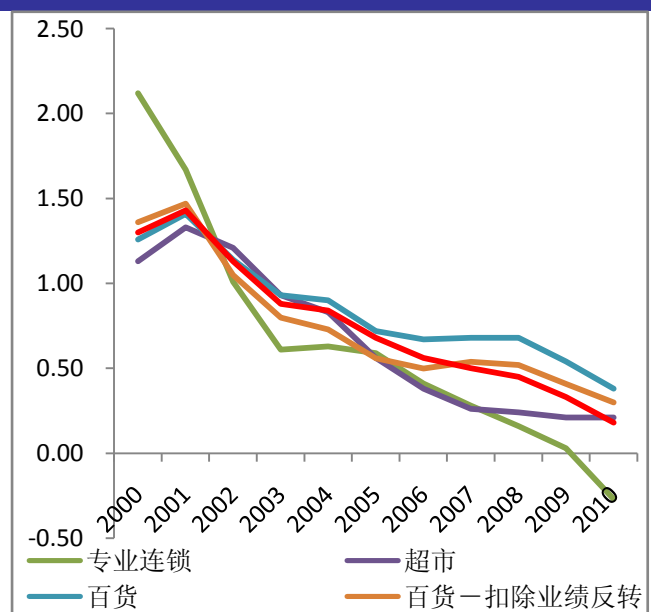
数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 27、行业管理费用率变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

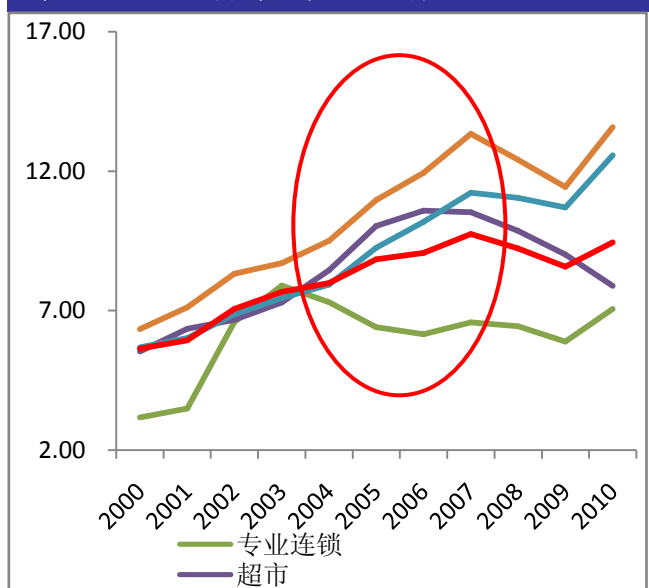
图表 28、行业财务费用率变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

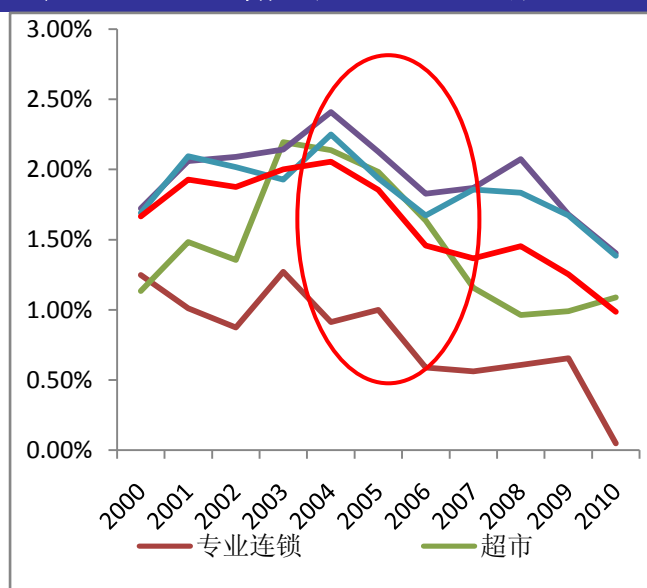
- 1、2004 年至 2007 年管理费用率和财务费用率的下降快于销售费用率的上升，行业费用率下降明显，2008 年至 2010 年整体费用率基本持平，百货和专业连锁与行业趋势保持一致，超市费用率除了 2007 年有个低点，其余时间段持续上升。
- 2、行业依靠规模扩张而成长，销售费用率持续上升。
- 3、购销改代销，存货跌价准备减少，存货周转率上升；租赁方式扩张的比例上升，自建比例下降，固定资产折旧减少。最终管理费用率下降。2004 年至 2007 年各子业态的管理费用率下降趋势都非常明显。
- 4、消费环境良好，商品旺销，现金回流状况良好；购销改代销，无需垫付资金，又可挤占供应商货款，现金流充裕。因此财务费用持续下降，且趋势一直持续。

图表 29、行业存货周转率变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 30、行业固定资产折旧/收入变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

- 1、存货周转率上升，一是销售模式的改变，二是整体消费环境向好，百货的这种趋势最为明显（不考虑 2008 年经济危机影响）。超市以自营为主，2007 年前存货周转率持续上升，2008 年以后开始下降。
- 2、由于以租赁方式扩张的占比增加，2004 年开始资产折旧在收入中的比重逐年下降，且 2004 年 - 2007 年下降最为明显，2008 年开始超市的折旧费用占比连续上升，可能的原因是租金上涨压力下，自建方式重新成为趋势。

2、竞争加剧，行业进入稳定增长期（2008 年至今）

从宏观面上看，即使在 2007 年以后行业所处的环境仍是非常好的。以代销为主的零售企业（主要指百货）的存货周转率持续上升，说明终端消费仍然旺盛；由于现金流充裕，整个行业（包括各个子行业）的财务费用率都在下降；整合行业的盈利也都有稳定增长。也因此，无论资本市场还是实业界都很喜欢投资商业。

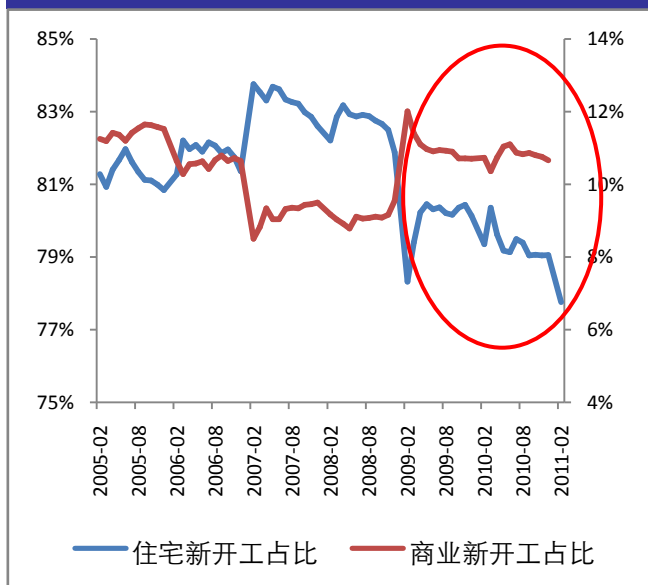
但在中观层面，行业竞争加剧则是不争的事实。“报告期，省会百货市场发生重大变化，一批知名百货连锁企业陆续进入合肥市场并向二级市场延伸，百货门店的数量急剧增加且多以城市综合体或大型购物中心形态，加之专卖店、专业店及网络购物等新业态的快速发展，对传统百货业以及市场格局产生一定冲击，百货市场竞争空前加剧，网点、品牌、客户、人才资源争夺日趋激烈；超市业竞争更为充分，内外资知名超市企业基本悉数登陆安徽市场，并不断加强网点建设力度，网点资源争夺更为激烈，一线城市网点日趋饱和，竞争区域逐渐向二三级市场纵深发展，此外消费群体进一步细分，精品超市等新业态逐渐兴起；家电业市场竞争对手主要仍为国内专业家电连锁企业，但竞争区域开始由核心商圈进一步向城市次商圈扩展，次商圈网点布局成为发展所趋，同时全自营连锁门店比重逐渐加大，行业经营模式可能

发生重大变革。”这是合肥百货 2010 年年报中关于安徽市场竞争格局的一段论述，而在今年的商业上市公司年报中这种论述相当普遍。

解读上面这段话，最大的感受就是拥有成熟扩张技术的零售企业无论是在百货还是在超市都是越来越多，并且每个企业都保持高速扩张之势，也因此之前独享区域市场成长机会的企业面临前所未有的竞争压力。另一方面，随着消费升级的需要，百货走城市综合体或大型购物中心的趋势越来越明显。第三，超市在一线城市已趋于饱和，竞争蔓延到二、三线城市。第一条说明每个零售企业都必须面对越来越多的竞争对手，第二、三条则说明新店的培育周期越来越长，导致的结果就是现阶段的零售行业已经很难赚到超额利润（换句话讲，盈利越来越确定）。

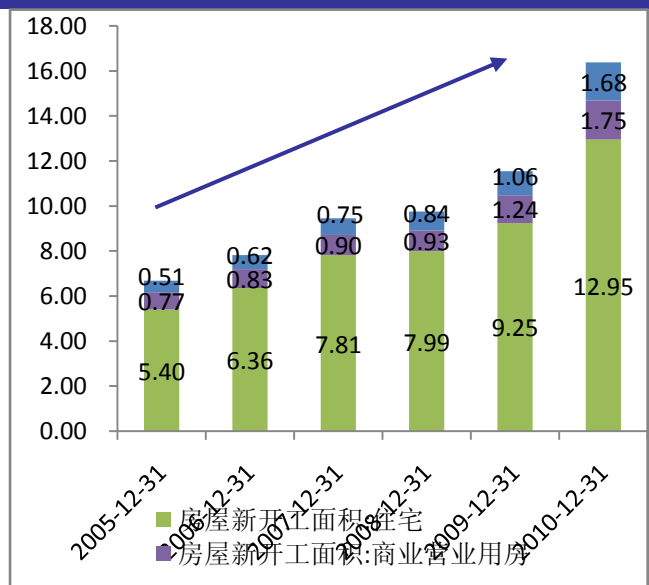
而在我们看来，行业竞争者增多只是竞争加剧的一个充分条件，商业物业供给的大量增加是行业竞争加剧的另一个推手，也是使这种竞争从可能变为现实的根本原因。由于国家对住房类地产的持续打压以及对新社区中商业配套设施的日益重视（现在新的社区规划基本都要求有配套商业，目的是将社区居民留在本地，这也是缓解交通压力的一个重要手段），地产商纷纷向商业地产转型（行业中很多零售商建城市综合体的行为，实质也是在向商业地产商转型）。从商业物业在新开工面积中的占比关系看，2008 年以来持续走高；从商业物业的绝对开发量上看，2005 年的全国商业新开工面积为 7700 万平米，2010 年则是 1.75 亿平米，当年新增供应比 2005 年翻了 1.27 倍；从商业物业的供给来源看，这些新增的商业物业大部分建在中心城市的次新商圈、新社区和二三线城市的旧城改造地区。

图表 31、住宅和商业的新开工面积占比



数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 32、住宅和商业每年新开工面积



数据来源：wind, 长城证券研究所

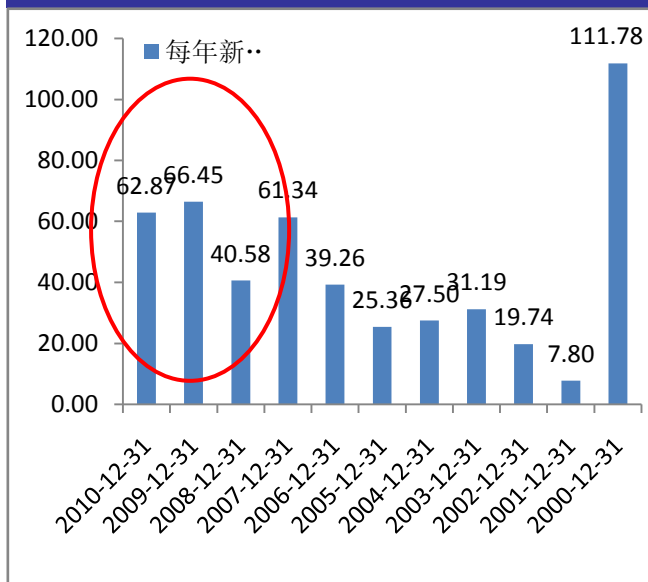
和市场普遍的高度认可商业企业快速开店观点有所区别，我们认为高速扩张是把双刃剑，好的方面是保证了公司的持续成长性，坏的方面则是



大大增加了资金压力和项目决策风险，因为在这么大规模的供给下，商业物业的稀缺性在某种程度上其实是大大降低了，之前我们关注企业拿物业的能力、招商的能力，并将之作为商业企业的核心竞争力，但当物业不再稀缺、招商日趋同质化时，商业企业的核心竞争能力已逐渐转向连锁经营管理能力，而选到合适的物业地址的能力是其中最为关键的，同理，选址风险也是企业扩张中需面临的重大风险。

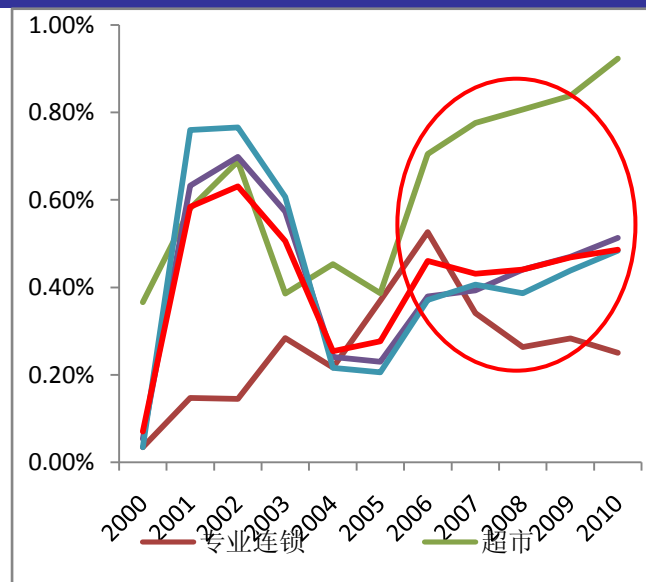
我们想如果行业整体是因物业供给增加而带来开店提速，作为行业最优秀代表的上市公司更应该有这种表现。为了印证我们的看法，我们统计了13家百货类上市公司的历年开店情况（超市更为明显）。从每年新增营业面积指标看，2007年以后行业步入快速扩张期，除了2008年受经济危机影响开店速度略有下降外，2007年至2010年每年新增营业面积都在61万平方米以上；从当年新增面积在总营业面积占比指标看，2007年至2010年分别为12.42%、8.22%、13.45%和12.73%，13家公司过去四年新增营业面积占到总营业面积的46.82%，新店面积接近一半。由于大部分企业以轻资产模式扩张，长期待摊费用摊销额在收入中的占比的变动趋势也从另一个角度反应了行业扩张状况，2007年开始，百货和超市的长期待摊费用摊销额占比亦都是持续走高。展望未来，在可预见的1-3年，各个公司的新店计划仍然是开大店（包括百货面积的扩大、购物中心化、走商业综合体方向）、多开店。

图表 33、百货样本公司的历年新开店面积



数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 34、行业长期待摊摊销额在收入中的占比



数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 35: 部分百货企业的历年新开店面积

	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年前
天虹商场	14.00	11.35	5.39	22.47	12.36	9.26	7.40	8.89	7.84		2.18
王府井	11.60	25.50	3.00	3.00	6.50		14.70	4.90	2.90		42.30
中兴商业	9.00										
欧亚集团	16.00	3.00	6.40	1.30	28.00	4.00	4.00		10.00	15.00	19.50
新华百货	8.00	0.50			3.50					1.80	3.80
友好集团		4.00	1.30	6.70							7.50
西安民生	7.14			6.50							8.20
鄂武商		1.50		10.50				2.00	5.00		15.40
友阿股份			1.50	2.90				1.50			8.39
合肥百货		2.13	8.35		3.00	4.65		5.30			8.00
银座股份	9.73	15.67	17.04	5.27	9.90	4.45		4.60		2.00	2.01
东百集团	3.40	1.80					1.40				
广州友谊	5.00					3.00					10.00
合计	62.87	66.45	40.58	61.34	39.26	25.36	27.50	31.19	19.74	7.80	111.78

数据来源: 上市公司调研, 公司公告, 长城证券研究所

图表 36: 部分百货企业已公布的开店计划

天虹商场	计划每年 10 家店速度扩张
王府井	募投新开 4 家(成都 2 店, 鄂尔多斯、唐山、郑州店), 改造 7 家(百货大楼西配楼、双安、长沙、重庆解放碑、武汉、呼和浩特和西宁 1 店), 另签约西宁 1 家店,
欧亚集团	收购吉林百联购物中心(建面 3.3 万平米), 欧亚商都四期(5 万), 欧亚购物中心(8—10 万), 松原店, 济南大观园(3.8 万土地储备), 梅河口店(7 万平米, 土地款 1540 万元, 净地 220 元/平方米, 建设商业和住宅。11 年开始动工)
新华百货	老大楼扩建, 宁夏大世界(2014 年开业, 5.9 万)
友好集团	友好商场扩店、伊宁铜锣湾项目(3.2 万)
西安民生	北大街店(4.5 万+2.5 万), 1 期 2011 年 9 月建成, 延安东方红世纪广场(3.26 万)
鄂武商	十堰人民商场扩建(7 万), 摩尔城 27 万
友阿股份	长沙奥特莱斯(16 万建面), 2011 年 2 月试业, 2011 年 5 月正式开业。天津奥特莱斯 51% 股权(商业, 2012 年中期开业, 10 万, 住宅, 2011 年年底预售, 7.7 万)
合肥百货	巢湖百大购物中心(4.2 万平米), 增发项目, 肥西购物中心(3 万), 12 年开出
银座股份	1、济南振兴街项目(土地面积 9 万平米, 总规划建面 48.7 万平米, 2011 年 5 月开业)。2、聊城项目(2910 万竞得土地, 项目面积 1.12 万平米, 投资 2 亿, 建筑面积 5 万), 预计 2012 年春节开业。3、济南金玺大厦, 投资 15312 万元, 拟开设酒店。4、青岛乾豪项目, 项目 15 万, 商业 5 万。5、青岛李沧项目, 规划面积 14.8 万, 50% 住宅。50% 商服。6、保定租赁项目, 4.45 亿租金, 4.8 万建筑面积, (合 38 元/平/月), 预计 2012 年 6 月 30 日前交房。7、泰安租赁门店, 1.49 亿租金, 物业管理和设备维修各 0.74 亿, 建筑面积 4.57 万(合 27.5 元/平/月), 2010 年 10 月 30 日前交付物业; 8、西安租赁门店, 建面 5.67 万, 租金 7.86 亿元(合 57.5 元/平/月), 2011 年 12 月 31 日前交付物业; 9、济南旧城改造项目(济南市天桥区顺河街三角地 A 地块), 土地面积 1.98 万, 总投资 1.69 亿。10、张家口租赁门, 建面 5.5 万, 租金 3.69 亿, (合计 28 元/平/月), 2012 年 9 月 30 日前交付物业。

资料来源: 上市公司调研数据, 公司公告, 长城证券研究所

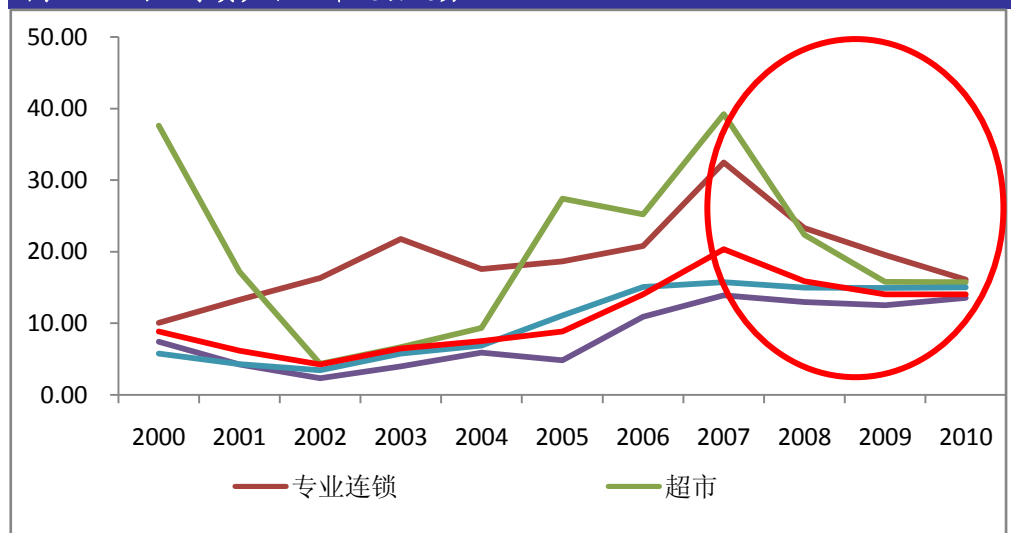


从 2009 年开始，除了物业供给的影响，租金上涨和人工上涨又成为行业发展中的另两个困扰因素。由于住宅地产价格的持续上涨，加之参与竞争者越来越多，新商业物业的租金一路走高。同时，商业又是典型的劳动密集型行业，全社会最低工资的上涨虽然带来的新的消费需求，但劳动力成本上涨压力却更加直接和猛烈。

分析行业的财务表现，和行业基本面的变化其实是保持一致的。首先是行业净资产收益率，峰值出现在 2007 年，2008 年和 2009 年缓慢下降，2010 年基本保持稳定。再看净利率指标，峰值同样出现在 2007 年，之后基本保持稳定。2008 年后，百货的毛利率和费用率同时略微下降，使得净利率保持稳定。百货毛利率下降的原因一是促销，二是新开店占比增加，费用率下降的主要原因仍然是管理费用率和财务费用率的双降。2008 年后超市毛利率略有上升，但无法抵消费用率（主要就是销售费用率）的上升，造成超市净利率下降。

曾几何时，一位非常有名的零售企业的领导人在谈到公司发展时说，公司的目标就是“在盈利能力和可持续发展之间寻求衡”。在我们看来，这个目标不仅仅是这家公司的，也是全行业的；从另一个角度讲，这不仅仅是目标，其实也是行业现状。也因此，给我们的感受是行业盈利越来越稳定、越来越确定。

图表 37、行业净资产收益率变动趋势



数据来源：wind, 长城证券研究所

3、与行业基本面变化一致，投资风格悄然转变

在讨论行业看法时，经常有人会问“如果物业供给、租金、劳动力真的对行业造成这么大影响，为什么商业股还有很好的投资机会？市场已经反应了这些基本面的变化吗？”为了解释这个问题，我们统计了历史表现最好以及最近五年、最近三年涨幅排前的商业股，同时还对 2005 年以来的每年

涨幅前 10 名的公司进行了催化因素分析，结果恰恰印证了我们的观点。

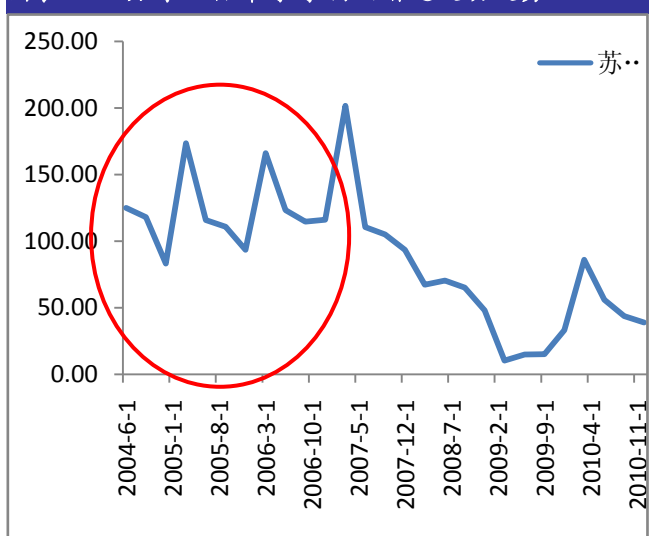
首先，市场最喜欢商业模式创新的公司，这样的公司想象空间最大，也最受市场热捧，容易成为牛股。从零售行业历史涨幅看，排名前四的公司都是有模式创新历史的，包括走家电连锁的苏宁电器、创新手机分销模式的天音控股、率先走全国化道路的大商股份以及专注于专业市场的小商品城，而合肥百货、银座股份、王府井也都是在百货业态转型时（集中在 2005 年）迈出辉煌第一步的。从行业每年的涨幅排名看，除了 2007 年，每年涨幅第一的亦都是存在商业模式创新机会的专业业态，包括海宁皮城（2010 年，+152.16%）、天音控股（2009 年，+298.51%）、小商品城（2008 年，+26.74%）、天音控股（2006 年，+521.15%）、苏宁电器（2005 年，+95.20%）。一旦有催化因素出现（比如行业向好、模式创新卓有成效、业绩超预期），这些公司都会脱离行业估值瓶颈，走出自己的独立行情。

图表 38、商业公司历史表现

	3 年涨幅			5 年涨幅			历史涨幅	
1	小商品城	224.59%		合肥百货	1,466.32%		苏宁电器	4499.29%
2	海宁皮城	152.16%		天音控股	1,155.64%		天音控股	1716.82%
3	合肥百货	126.95%		苏宁电器	1,091.79%		大商股份	1571.16%
4	新华百货	87.80%		王府井	1,028.41%		小商品城	1229.84%
5	吉峰农机	81.71%		成商集团	969.49%		合肥百货	1179.61%
6	成商集团	54.82%		小商品城	880.12%		王府井	1117.62%
7	大厦股份	40.81%		重庆百货	770.30%		新华百货	849.65%
8	重庆百货	35.40%		新华百货	737.17%		银座股份	769.42%
9	南京中商	31.11%		东百集团	708.53%		武汉中百	697.50%
10	天虹商场	28.71%		通程控股	680.04%		华联综超	670.30%

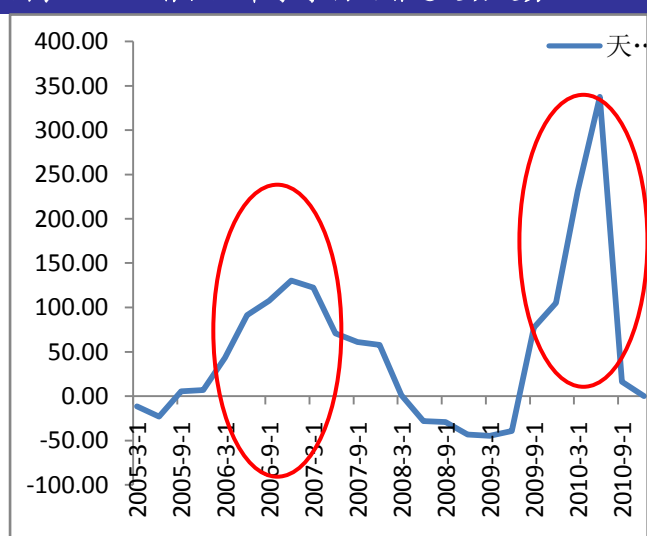
数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 39、苏宁电器单季净利润增速变动趋势



数据来源：wind, 长城证券研究所

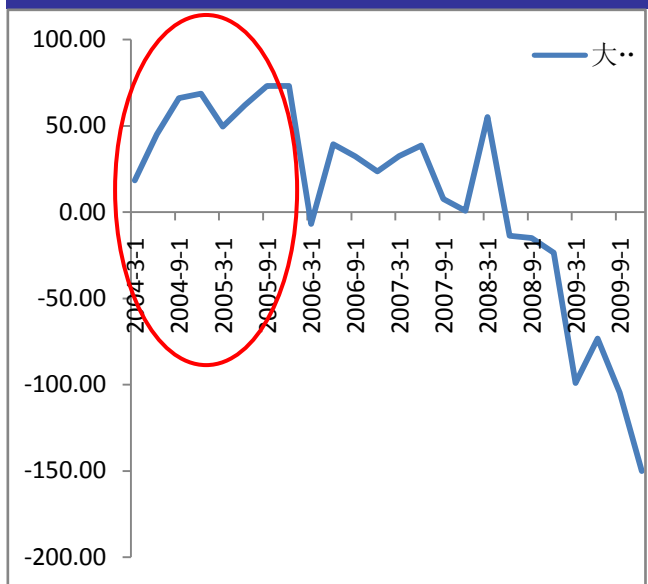
图表 40、天音控股单季净利润增速变动趋势



数据来源：wind, 长城证券研究所

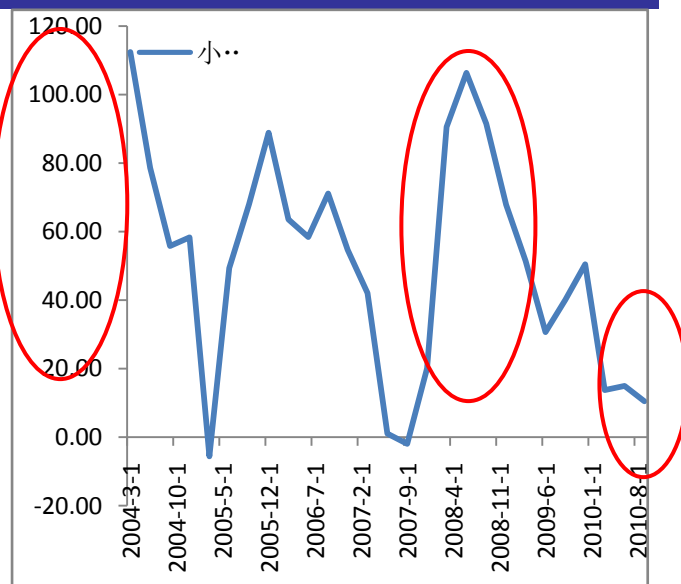
苏宁电器市场表现最好的时间是2004年-2007年,连续4年排在行业涨幅前10,这段时间也是公司净利润高速增长的时期。天音控股市场表现最好的时间是2006年和2009年,前者是2G手机销售爆发期,后者是3G手机进入商用元年。

图表 41、大商股份单季净利润增速变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 42、小商品城单季净利润增速变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

大商股份从2000年开始就有很好的市场表现,公司在2000年就开始走跨区域扩张道路,并被视为行业典范。

2005年后小商品城表现最好的时间是2008年和2010年,前者是义乌国资向公司注入国际商贸城3期,后者是国际商贸城4期招商情况超预期。

第二,2005年至2007年行业持续跑赢大盘,催化因素包括物业重估价值、股改含权、资产注入、业绩拐点,但维持估值的根本原因还是行业基本面向好,公司业绩持续高增长。由于涨幅大,持续时间长,零售行业中历史涨幅排前的公司也多出自这个时期。(历史涨幅前10名的公司除了小商品城、新华百货,其余公司在2005年至2007年这段时间都有很好的表现;以2006年为起点,5年涨幅前10位的公司有6家进入历史涨幅前10位)

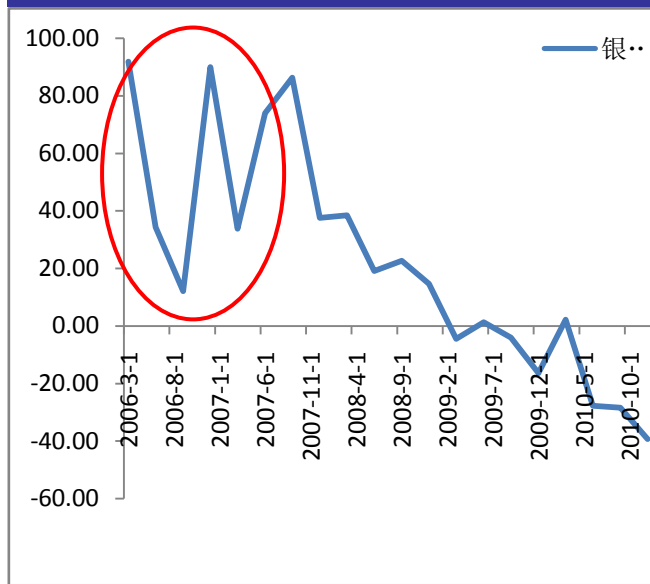
图表 43、历史涨幅前10公司在5年时段和3年时段的表现

	历史 涨幅	5年 涨幅	3年 涨幅	备注
苏宁电器	1	3	—	2004年第3、2005年第1、2006年第3、2007年第8
天音控股	2	2	—	2001年第2、2004年第4、2006年第1、2009年第1
大商股份	3	—	—	2000年第10、2001年第3、2002年第5、2003年第5、2004年第2、2005年第2
小商品城	4	6	1	2003年第2、2004年第1、2008年第1、2010年第2
合肥百货	5	1	3	2000年第9、2004年第10、2005年第10、2007年第5、2008年第4、2010年第8
王府井	6	4	—	2001年第8、2002年第10、2004年第8、2005年第9、2006年第2、2010年第6
新华百货	7	8	4	2000年第8、2003年第8、2008年第9、2009年第8

银座股份	8	—	—	2000 年第 7、2002 年第 9、2005 年第 3、2006 年第 6、2008 年第 5
武汉中百	9	—	—	2004 年第 7、2006 年第 8、2008 年第 3
华联综超	10	—	—	2001 年第 4、2002 年第 3、2003 年第 6、2004 年第 6、2005 年第 5、2006 年第 5

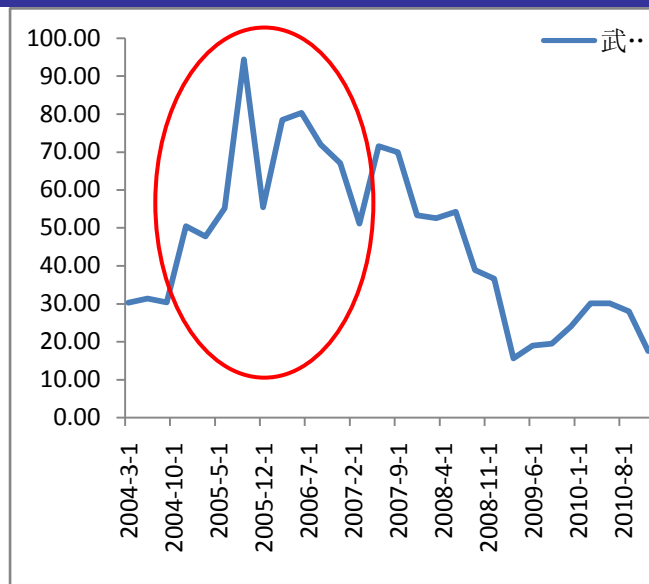
数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 44、银座股份单季净利润增速变动趋势



数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 45、武汉中百单季净利润增速变动趋势



数据来源：wind, 长城证券研究所

第三，2008 年以后市场对商业股的投资风格已悄然转变，2008 年突出防御，2009 年估值修复，2010 年挖掘业绩拐点型公司，这中间已然看不到对成长的诉求，行业的整体估值和溢价水平亦相应下降。

分年度看，2008 年行业出现系统性风险，当年除了小商品城全部为负收益，跌幅较小的公司集中在以刚性需求为主的超市和受经济危机影响较小的区域百货。2009 年是一轮明显的估值修复行情，涨幅前五位的公司全部是进入 2008 年跌幅前十名的公司，涨幅前十位的公司除了重庆百货（重庆商社重启股改承诺）、新华百货（经营杠杆明显，业绩不断超预期）和大厦股份（4S 店业绩超预期）有比较特别的催化剂，其余都是估值修复行情。2010 年，市场一方面青睐具有独特概念的专业业态（海宁皮城和小商品城），一方面专注于挖掘业绩拐点型公司，挖掘出了友好集团、成商集团、通程控股、王府井、商业城、中兴商业这样的拐点型公司，除了王府井（定增刺激股价，股权激励后存在放业绩动力）和合肥百货，传统白马股俱都不见踪影。而这种挖拐点型公司的投资思路只有 2007 年市场疯狂时才出现过，但两个时期的市场环境相去甚远，2007 年是在 2005 年、2006 年白马股轮番表演后的一个续幕，2010 年则仅仅是 2009 年估值修复行情的延续，白马股基本没有表现，白马股不作为背后的原因其实就是市场对行业基本面的担忧。



四、鉴于行业进入稳定增长期，而估值溢价又无吸引力，给予行业“中性”评级

我们前面说过，估值和通胀挤出都是短期影响，估值可以用时间消化，通胀回落是大概率，只是时间问题。通过对历史的回溯，我们认为推动零售行业市场表现的根本因素还是在于行业的基本面。行业也曾有高估值、高溢价，基本条件一是商业模式有创新，二是消费环境好而行业竞争缓和。现在的零售行业已进入稳定增长期，好的方面是渠道价值仍在，商业氛围也很好，但业态日趋成熟，而大量供给的商业物业和租金、人工带来的成本压力也加大了企业的生存压力，因此估值难有提升空间。行业的投资机会只在于便不便宜，对于便不便宜的判断可以用估值溢价，渠道价值和业绩的确定性说明行业理应享有溢价，但受制于行业基本面，溢价水平不会长期超越历史中轴，只有在溢价低于历史中轴时才有投资价值。

由于行业目前溢价水平仍在历史中轴之上，而二季度又没有宏观面改善或者行业基本面改善的催化因素，因此给予行业“中性”评级。

子行业方面，建议关注百货和专业业态，回避超市行业。回避超市子行业的理由：一是超市本身比百货估值高，二是超市受租金和人工成本上涨冲击更大，三是超市以自营为主，而市场日趋饱和，存货风险加大（存货周转率下降）。在百货子业态中，仍延续 2010 年的选股思路，建议关注存在业绩爆发潜力的公司，选择标准一是公司的开店速度适中（最好是前期扩张步伐较快，后面开店速度放缓的公司），二是公司有业绩释放动力。专业业态方面，建议关注存在行业性机会的公司。

附表：2005 年至 2010 年涨幅居前公司的催化因素分析

图表 46、2005 年涨幅居前公司催化因素

	公司	涨幅	催化因素
1	苏宁电器	95.20%	收入大幅增长，净利率提高，盈利能力显著提升。
2	大商股份	79.82%	引进百联做战略投资者，前期低成本扩张效果明显，业绩保持高增长
3	银座股份	72.65%	市场整体环境向好，走全国性扩张的百货还很少，竞争不激励，新开门店培育期短，盈利快速增长
4	广州友谊	72.62%	市场整体环境向好，盈利模式由购销转向代销，管理费用下降，公司向高端百货转型
5	华联综超	56.18%	超市进入繁荣期，其他业务收入快速增长，增发
6	鄂武商	24.83%	行业基本面转好，扭亏（剥离亏损业务，2004 年计提非经常性亏损），管理层换届后第一年
7	重庆百货	23.74%	重庆商社收购重百股权，预期重百与新世纪整合，以物业重估价值为目标价
8	中兴商业	17.41%	商业地产兴起带来物业重估价值提升，稀缺的物业资源下品类调整带来盈利能力提升，股改含权
9	王府井	16.79%	行业基本面转好，收入、利润稳定增长，股改含权，物业重估价值为目标价
10	合肥百货	11.20%	估值低，股改含权

数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 47、2006 年涨幅居前公司催化因素

	公司	涨幅	催化因素
1	天音控股	521.13%	手机销售高速增长，公司拿到摩托、索爱、诺基亚、三星四大品牌国代，收入（70%）、利润（130%）快速增长，拟增发
2	王府井	412.11%	百货业景气，全国性百货龙头地位确定，业绩出现拐点，净利率从 0.75% 提高到 3.35%，其他包括收购长安商场，预期引入战略投资者，奥运概念
3	苏宁电器	354.00%	收入大幅增长，净利率提高，盈利能力显著提升
4	东百集团	248.55%	收购元宏城购物中心，多业态扩张，并购价值高于市值
5	华联综超	219.74%	销售数据平稳，增发，行业估值提升
6	银座股份	204.08%	06 年年初动态 PE15 倍，在行业中估值低端，大股东资产注入预期
7	通程控股	202.82%	物业价值和市值差距巨大，股改送股、通程集团改制
8	武汉中百	202.82%	大型超市发展势头良好，收入增长，主营业务盈利能力提升
9	成商集团	188.32%	资产重估价值和市值差距巨大，茂业控股第一年，业绩改善预期强烈
10	大厦股份	178.70%	市盈率偏低，股改含权进一步降低市盈率

数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 48、2007 年涨幅居前公司催化因素

	公司	涨幅	催化因素	绝对股价
1	西单商场	287.61%	绝对股价低，奥运概念	4.76 元
2	渤海物流	276.33%	绝对股价低，物业价值做安全垫	2.53 元
3	友好集团	272.63%	绝对股价低，管理层 2006 年换届，2007 年业绩改善明显，净利润增长 502%	2.85 元
4	宏图高科	255.82%	向大股东及其关联方收购宏图三胞 100% 股权，进入 IT 连锁业，向其他投资者进行现金增发，当年利润增长 189%	7.56 元
5	合肥百货	248.64%	考核从收入导向向利润导向转变，毛利率、净利率提升明显。收购商之都预期	5.00 元
6	商业城	239.69%	资产重估角度公司严重低估，商业城改制引入民营资本，预期 08 年盛京银行上市	3.88 元
7	鄂武商	224.91%	基本面改善，毛利率、净利率提升明显。剥离不良资产，银泰参与公司经营，预期武汉广场 08 年可收归自营	5.74 元
8	苏宁电器	216.52%	基本面继续向好，收入高速增长同时费用率下降，净利润增速高于收入增速。当年完成股权激励和再融资	45.40 元
9	武汉中商	199.70%	物业重估价值做垫，武商联整合	3.33 元
10	兰州民百	193.95%	物业重估价值做垫，拟增发收购富春江	3.47 元

数据来源：wind, 长城证券研究所，绝对价格指年初。

图表 49、2008 年涨幅居前公司催化因素

	公司	涨幅	催化因素
1	小商品城	26.74%	公司向义乌国资定向增发，义乌国资注入国际商贸城 3 期 市场遭遇系统性风险，超市、区域百货比全国性百货、高端百货表现出更强的防御性
2	步步高	-0.47%	
3	武汉中百	-20.64%	
4	合肥百货	-24.13%	
5	银座股份	-34.46%	
6	东百集团	-41.99%	
7	新华都	-42.10%	
8	欧亚集团	-42.29%	
9	新华百货	-43.98%	
10	商业城	-46.13%	

数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 50、2009 年涨幅居前公司催化因素

	公司	涨幅	催化因素	绝对股价
1	天音控股	298.51%	08 年下跌 77%，跌幅第二，09 年 3G 牌照发放，3G 手机销售出现井喷	3.36 元
2	南京中商	267.20%	08 年下跌 69%，跌幅第六，09 年雨润集团着手组织和经营结构调整	6.52 元
3	鄂武商	200.43%	受经济危机影响 08 年下跌 73%，跌幅第四，09 年估值修复	5.02 元
4	兰州民百	199.04%	08 年下跌 69%，跌幅第七，资产价值+资产注入预期	3.11 元
5	友好集团	185.32%	08 年下跌 70%，跌幅第五，绝对股价低	3.14 元
6	重庆百货	183.42%	重庆商社履行股改承诺注入新世纪资产，复牌后预期管理效率提升	14.29 元
7	西单商场	171.75%	08 年下跌 78%，跌幅第一，预期北京国资有整合动作	4.00 元
8	新华百货	170.72%	2008 年 4 季度开始业绩不断超预期	10.55 元
9	广州友谊	166.83%	08 年金融危机对高端百货影响更为明显，09 年估值修复	10.58 元
10	大厦股份	163.05%	增长平稳，估值低，汽车 4S 店业务爆发	5.55 元

数据来源：wind, 长城证券研究所，绝对价格指年初。

图表 51、2010 年涨幅居前公司催化因素

	公司	涨幅	催化因素
1	海宁皮城	152.16%	专业连锁
2	小商品城	56.67%	专业连锁
3	友好集团	50.45%	新疆主题
4	成商集团	46.69	预期收回太平洋店，绵阳茂业展示公司提升管理效率能力
5	通程控股	44.99%	计划配股，09 年高速扩张，10 年从资源型公司向效益型公司转变
6	王府井	41.93%	为可转债转股公司管理层加强与管理层沟通，定向增发收回成都王府井，未来有股权激励预期。
7	大厦股份	34.44%	估值低，汽车 4S 店业务表现良好
8	合肥百货	33.19%	
9	商业城	32.74%	大股东持股成本提供安全边际，商业城店改造，业绩改善拐点在 2011 年
10	中兴商业	32.27%	3 期项目大幅提升业绩，业绩改善拐点在 2011 年

数据来源：wind, 长城证券研究所

研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>