



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

关注零售公司成长能力与费用控制的匹配

——零售行业2011年中期策略报告

德邦证券研究所

李项峰 (Lixf@tebon.com.cn)

SAC执业证书编号:S0120109030554

刘晓华 (Liuxh@tebon.com.cn)

8621-68761616-8316/8515

2011-06-22

0. 内容提要

一、投资观点及基本依据

估值层面来看，A股零售公司目前20倍的PE接近历史低位，板块具备很高的投资吸引力及安全边际。行业层面来看，11年零售行业景气持续，零售公司尤其是百货公司业绩有望超越预期。

二、收入-费用之比较分析

尽管扩张是零售行业的基本态势，但扩张的过程也通常伴随着诸多经营风险。我们认为，门店租金、人工成本及水电费用等快速上涨已成为零售公司连锁扩张的主要瓶颈。

三、推荐逻辑与重点公司

重点关注两类公司：占据或控制着诸多优质零售物业的零售公司，我们认为其在未来具备一定的价值重估机会或并购机会；能够实现收入增长与费用控制较好匹配的零售公司，我们认为其未来或许能够成为行业的领头羊。

未来6个月内重点推荐零售公司：百货包括天虹商场（002419）、文峰股份（601010）、友阿股份（002277）；超市主要为永辉超市（601933）等。

1. 投资观点及基本依据

➤ 估值已接近20倍，安全边际显现

我们认为，A股零售公司目前20倍左右的PE是极具吸引力的。从股价上来看，由于受板块轮动效应和市场热点转移等影响，前期整个零售板块经历了近半年时间的调整，目前下行空间已经十分有限。

11年1季度零售公司业绩普遍超越预期，反映了行业正处景气向上的通道。尽管目前宏观经济存在着不确定性，尤其是CPI持续高位运行将在一定程度上抑制居民的消费能力与消费意愿，但是我们认为，从长期来看，整个零售行业的运行基础依然非常扎实，行业面临着多重政策利好，企业持续快速的盈利增长态势有望在11年得以延续。

我们认为，未来每年30%左右的业绩增速足以支撑行业目前20倍的估值水平，因此可以推断A股零售公司目前已具较高的安全边际，在二级市场板块整体的投资机会业已呈现。

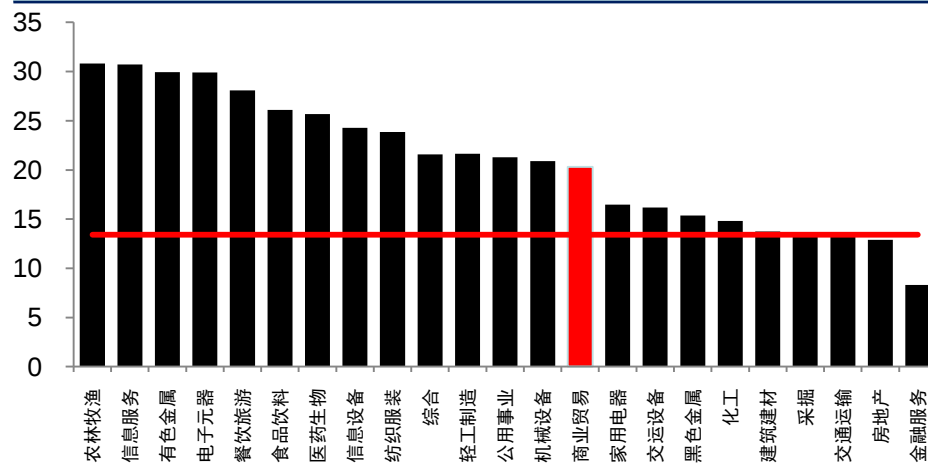
A股零售板块估值水平已处历史低位

如图1所示，目前A股零售板块11年动态PE仅为20倍左右，处于历史低点，行业整体已具很高的投资安全边际。

如图2所示，零售PE相对于A股市场的溢价率已持续下降，对比历史数据分析，我们判断行业指数下行空间已经十分有限。

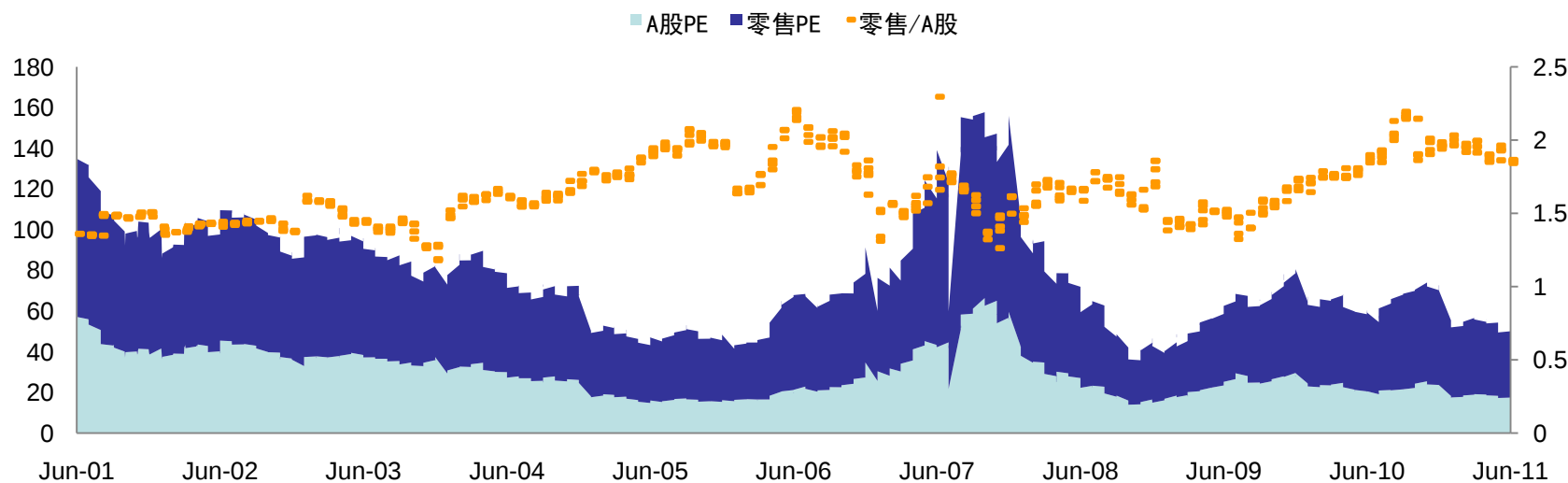
根据历史经验，作为防御性的品种，零售股在宏观经济存在不确定性的时点上，通常能够获得较好的相对收益。

图1 零售板块估值处于A股市场中等偏下水平



资料来源：德邦研究

图2 零售行业相对于A股市场的估值溢价水平



资料来源：德邦研究

➔ 行业增长确定，11年业绩有望超越预期

11年上半年零售行业增长整体保持平稳，1-5月份国内社零总额同比增幅16.6%。零售公司1季度业绩普遍超越预期。据我们对58家A股零售公司的统计，1季度扣除了非经常性损益后净利润增幅超过100%的占13.8%，超过50%的占22.4%，四成以上公司业绩同比增幅超过30%，接近六成公司超过20%。

1季度A股百货行业销售和净利分别同比增长28%和50%，其中37家代表性百货公司扣除非经常性损益后的净利润规模为25亿元，同比增幅42%，既好于市场预期也优于超市和家电连锁。超市公司业绩分化明显，但总体来看，收入和净利分别同比增长了19%和31%。我们预计11年A股零售公司业绩平均增幅有望达到30%左右，行业继续呈现景气局面。此外，1季度港股零售公司销售业绩也保持强劲增长态势，百货公司同店增速明显高于10年，包括金鹰、茂业和银泰在内百货企业同店增速均在30%左右，预计下半年增势有望得以延续。

表1 部分港股百货公司同店销售增幅

	银泰百货	茂业百货	华地国际	百盛集团	金鹰商贸
2010	18.2%	21.5%	25.5%	11.4%	25.1%
2011Q1	27.2%	30.0%	NA。	13.9%	31.5%

资料来源：公司公告、德邦研究

2. 进攻，抑或坚守？

-基于A股零售公司收入-费用之比较分析

► 扩张是行业长期的演进态势

► 基于经济增长和居民收入提高，国内零售市场容量随之扩大，行业业态结构也呈现着持续变化的过程中。尽管这种变化在不同的时空范围内呈现着不同的特征，但其中基本的演进规律与方向是一致的。

► 我们认为，扩张将是行业长期的基本发展趋势。尤其在中国这一特殊的社会背景下，零售化率依然很低，市场无论是容量还是结构均难以与现有的经济规模及居民财富形成匹配，这些基本条件将支撑着行业在未来几年仍有巨大的增长空间。与美国等发达市场相比，中国的零售行业目前正处起步阶段。

► 行业扩张具有必然性特征，而对于零售企业来讲，扩张可能更多地体现为迫切性。行业的发展内在地引发了自身的并购整合，而从另一方面来讲，并购整合则是行业优化和升级的一种有效途径。同行竞争迫使零售企业自身发展并具备一种危机感，实际上对于零售商而言，其只有在较短时间内迅速扩大网点规模、抢占市场份额，才能在这种激烈的竞争中处于不败之地。

► 扩张的形式多种多样，包括自建、收购和租赁等方式，我们认为，每种形式的扩张均将伴随着一定的经营风险或经营成本，零售商首要做的或许是在规模扩张与盈利能力之间达成一种很好的平衡。

➔ 扩张通常伴随着经营风险

从整个行业层面的发展趋势来看，国内零售行业正经历着市场容量持续扩大、盈利能力快速提升的重要历史阶段，主要体现为：行业通过整合、重组，集中度不断上升，龙头企业凭借资金优势、人力优势及管理优势等迅速占领市场，规模效应获得充分体现；零售行业相对于上游供应商的议价力正趋不断增强，毛利率上升空间进一步被打开。零售上市公司凭借资本市场这一最佳的融资平台，其竞争优势更为明显，下图表明，从02年至今，A股零售企业销售毛利率和净利率均已呈现明显提升，三大费用中除销售费用外，其它两类费用占收入的比重也有不同程度地下降。

表2 国内零售公司盈利费用比率

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
销售毛利率	零售	16.3%	15.6%	15.5%	15.7%	18.6%	18.3%	19.0%	19.0%	19.0%
	百货	16.5%	16.3%	16.9%	17.1%	20.0%	20.4%	20.4%	19.9%	19.5%
	超市	17.6%	16.7%	16.9%	17.1%	20.5%	20.1%	20.6%	20.6%	21.6%
销售费用率	零售	5.7%	6.6%	6.9%	8.0%	8.3%	8.0%	8.5%	8.5%	8.7%
	百货	4.8%	5.3%	5.5%	6.5%	6.9%	6.7%	6.7%	7.1%	7.5%
	超市	10.5%	12.1%	13.2%	13.6%	15.3%	14.5%	15.0%	14.7%	15.0%
管理费用率	零售	7.7%	7.1%	6.8%	6.5%	5.0%	4.4%	4.6%	4.3%	4.1%
	百货	9.0%	9.6%	9.4%	9.1%	7.5%	7.1%	7.7%	7.0%	6.0%
	超市	5.0%	3.5%	3.1%	2.7%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%
财务费用率	零售	1.4%	1.1%	1.1%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%
	百货	1.3%	1.3%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	0.9%	0.7%
	超市	0.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
销售净利率	零售	1.7%	1.7%	1.5%	1.5%	2.6%	3.8%	3.5%	3.8%	4.0%
	百货	2.0%	1.4%	1.4%	1.3%	2.6%	3.7%	3.2%	3.4%	3.6%
	超市	2.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.8%	2.8%	2.2%	2.3%	2.6%

资料来源：WIND、德邦研究

租金、工资及水电费用等快速上升构成零售企业连锁扩张的主要经营风险

零售企业扩张产生的直接费用主要包括门店租金、人工成本及水电费用等，目前A股零售公司这三项目费用分别约占当期销售费用的23%、31%和13%，合计占比约在65%以上。

分区域来看，

东部一线城市无论是百货店还是连锁超市，租金占比与工资占比基本接近，水电费用仅为以上两项费用的一半左右；

东部二线城市，零售企业面临的人工成本压力要明显大于租金费用，而这种情况对于连锁超市而言表现得更为明显；

中、西部二线城市，零售企业的人工成本占比依然高于租金费用和水电费用，但这种情况对于百货店来讲表现得更加显著。

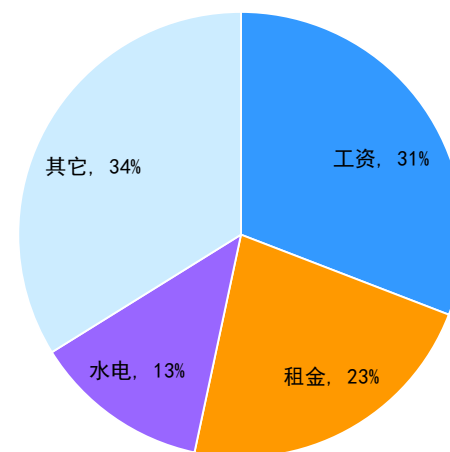


表3 零售公司租金、工资及水电三项费用合计占比情况（2010年）

百货	天虹商场	新华百货	广州友谊	鄂武商A	东百集团	重庆百货	文峰股份	广百股份	银座股份	王府井	百联股份	均值
费用/销费	73.1%	72.7%	71.7%	67.2%	66.2%	65.0%	63.7%	63.1%	59.1%	58.0%	57.8%	65.2%
超市	中百集团	新华都	三江购物	友谊股份	人人乐	永辉超市	华联综超	步步高				均值
费用/销费	70.5%	69.7%	69.5%	68.6%	67.7%	66.8%	64.7%	58.5%				67.0%

资料来源：德邦研究

表4 百货店三项费用占比分区域统计

		租金/收入(%)	工资/收入(%)	水电/收入(%)	三项/收入(%)	租金/销费(%)	工资/销费(%)	水电/销费(%)	三项/销费(%)
东部一线城市	王府井	1.9%	2.0%	1.1%	5.0%	22.3%	22.9%	12.8%	58.0%
	百联股份	1.1%	2.5%	1.3%	4.9%	12.8%	29.3%	15.6%	57.8%
	广州友谊	2.4%	1.7%	0.6%	4.7%	36.4%	26.6%	8.7%	71.7%
	广百股份	3.0%	3.4%	1.2%	7.6%	25.1%	28.1%	10.0%	63.1%
	天虹商场	4.6%	3.8%	2.3%	10.7%	31.5%	26.1%	15.5%	73.1%
	均值	2.6%	2.7%	1.3%	6.6%	25.6%	26.6%	12.5%	64.8%
东部二线城市	文峰股份	0.8%	1.5%	0.9%	3.3%	16.4%	28.9%	18.4%	63.7%
	银座股份	1.8%	3.1%	1.6%	6.5%	16.5%	28.1%	14.4%	59.1%
	东百集团	2.1%	2.4%	1.6%	6.0%	22.6%	26.1%	17.5%	66.2%
	均值	1.6%	2.3%	1.4%	5.3%	18.5%	27.7%	16.7%	63.0%
中、西部二线城市	鄂武商A	2.1%	4.3%	1.6%	8.0%	17.7%	36.3%	13.2%	67.2%
	重庆百货	1.3%	3.5%	1.1%	5.9%	14.6%	37.9%	12.5%	65.0%
	新华百货	2.1%	3.3%	0.7%	6.1%	25.1%	39.5%	8.1%	72.7%
	均值	1.8%	3.7%	1.1%	6.7%	19.1%	37.9%	11.3%	68.3%

表5 连锁超市三项费用占比分区域统计

		租金/收入(%)	工资/收入(%)	水电/收入(%)	三项/收入(%)	租金/销费(%)	工资/销费(%)	水电/销费(%)	三项/销费(%)
东部一线城市	华联综超	3.9%	4.0%	2.2%	10.0%	24.9%	25.7%	14.0%	64.7%
	友谊股份	4.1%	5.5%	1.7%	11.3%	25.1%	33.4%	10.1%	68.6%
	人人乐	4.4%	3.3%	2.1%	9.8%	30.5%	22.7%	14.5%	67.7%
	均值	4.1%	4.3%	2.0%	10.4%	26.8%	27.2%	12.9%	67.0%
东部二线城市	三江购物	2.4%	5.1%	0.9%	8.4%	19.6%	42.1%	7.8%	69.5%
	永辉超市	2.2%	4.6%	1.6%	8.4%	17.5%	36.7%	12.6%	66.8%
	新华都	4.0%	4.3%	1.9%	10.2%	27.2%	29.4%	13.1%	69.7%
	均值	2.8%	4.7%	1.5%	9.0%	21.4%	36.0%	11.2%	68.7%
中、西部二线城市	步步高	3.0%	4.1%	1.5%	8.6%	20.1%	27.9%	10.5%	58.5%
	中百集团	2.2%	4.1%	1.8%	8.1%	19.5%	35.5%	15.5%	70.5%
	均值	2.6%	4.1%	1.7%	8.3%	19.8%	31.7%	13.0%	64.5%

资料来源：德邦研究

门店租金：稀缺性决定着商铺租金未来的基本趋势

④ 商铺是零售商进行扩张的主要载体

商铺的价值，在根本上来讲，取决于市场的供需关系。由于（实体）零售商主要依赖于购买或租赁商铺来实现扩张，因此其对既定商铺的争夺必定推高物业本身的市场价值。我们认为，从长期来看，城市商铺的租金或物业价值呈现的是一种持续向上的基本态势（尽管在短期内会随着房地产市场的价格振荡而发生一定波动），因此对于那些以租赁方式扩张为主的零售商来讲，租金费用或许是其外延扩张过程中面临的主要风险之一。

④ 零售商铺租金呈现长期向上的趋势

我们认为，城市化本身是推动商铺租金普遍上涨的基本动力。一方面，城市化意味着城市居民数量的增加，因此其对城市住宅、商业等基础设施及配套设施的需求也随之增加；另一方面，从供给层面来看，与广阔的农村相比，城市土地面积相对狭小，增量商铺供给有限。

城市商铺的供给增加既可能来自增量方面，包括市政规划、旧房改造等，也可能来自存量层面，如商圈重构、物业重置等。我们认为，无论是增量还是存量方面，商铺供给尽管短期会有波动，但长期来看将趋于平稳，因此市场需求的增加无疑将直接导致城市零售物业价值的提升。

价格是平抑商铺供需缺口的主要途径，通过价格调整，城市商铺的供需力量才能趋于平稳。因此，我们认为，未来城市商铺尤其是优质商铺的基本趋势将更多地反映在“价”的提升，而非“量”的变化。

CBRE数据显示，近年来国内一线城市（指北京、上海、广州）优质首层商铺租金呈现明显上升趋势，2007-2010年CAGR达到3.9%；二线城市优质首层商铺租金上涨幅度略小于一线城市，但2007-2010年CAGR也达到了2.6%。在我们统计的8个主要城市中，杭州的商铺租金增幅最大，其次分别为天津、上海和北京等。

至2011年第一季度，国内一、二线城市优质商铺平均空置率分别为8.8%和8.7%，与2009年和2010年相比，呈现明显地下降趋势。较低的物业空置率意味着至少在中短期内城市商铺租金下调的空间不会很大，相反而言租金上扬将可能是一种常态。

表6 一、二线城市优质首层零售物业租金统计

	2007	2008	2009	2010	CAGR
一线城市	38.6	40.8	40.2	43.2	3.9%
北京	29.0	28.2	29.2	32.4	3.9%
上海	41.2	45.8	44.6	48.3	5.5%
广州	45.7	48.3	46.8	49.0	2.4%
二线城市	25.8	27.4	27.7	27.9	2.6%
大连	25.4	26.5	25.6	25.1	-0.5%
天津	16.5	18.0	18.8	20.9	8.1%
杭州	19.6	23.7	25.3	27.4	11.8%
深圳	23.4	22.9	23.2	23.9	0.6%
成都	44.0	46.1	45.4	42.0	-1.5%

资料来源：CBRE、德邦研究

表7 一、二线城市优质零售物业空置率统计

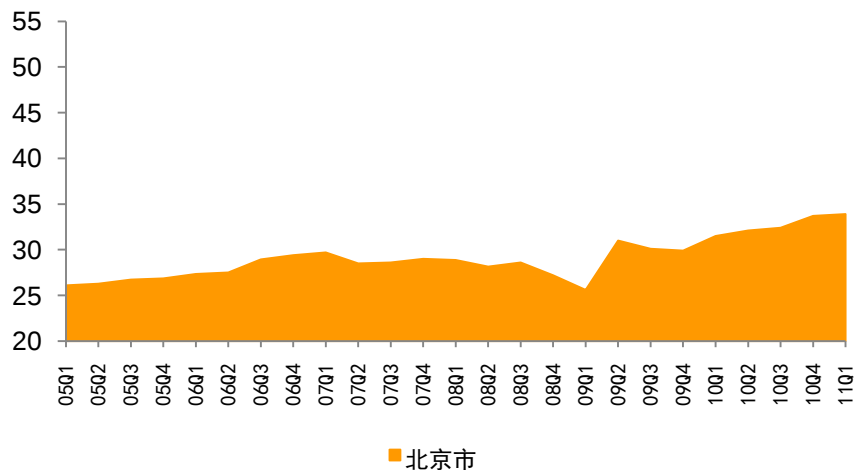
	2007	2008	2009	2010	2011Q1
一线城市	8.1%	7.3%	10.3%	9.6%	8.8%
北京	7.1%	7.2%	10.3%	12.0%	11.1%
上海	8.7%	6.3%	9.2%	6.1%	6.0%
广州	8.4%	8.3%	11.5%	10.6%	9.4%
二线城市	7.0%	10.5%	9.2%	10.0%	8.7%
大连	1.8%	20.5%	8.3%	7.3%	6.9%
天津	11.7%	11.4%	19.7%	16.1%	13.5%
杭州	11.3%	11.9%	1.9%	0.4%	1.0%
深圳	5.4%	5.6%	10.7%	8.9%	8.5%
成都	4.8%	3.3%	5.6%	17.4%	13.6%

资料来源：CBRE、德邦研究

图4与图5分别显示了2005年至今北京、上海两大城市优质商铺的租金变化情况，我们可以看到，除了09年上半年外（主要由于受国际金融危机影响，国内城市物业租金普遍下降），两大城市的商铺租金均呈现了持续上升的趋势，其中北京优质首层商铺租金近6年来的累计涨幅约为30%，而上海更是接近50%。

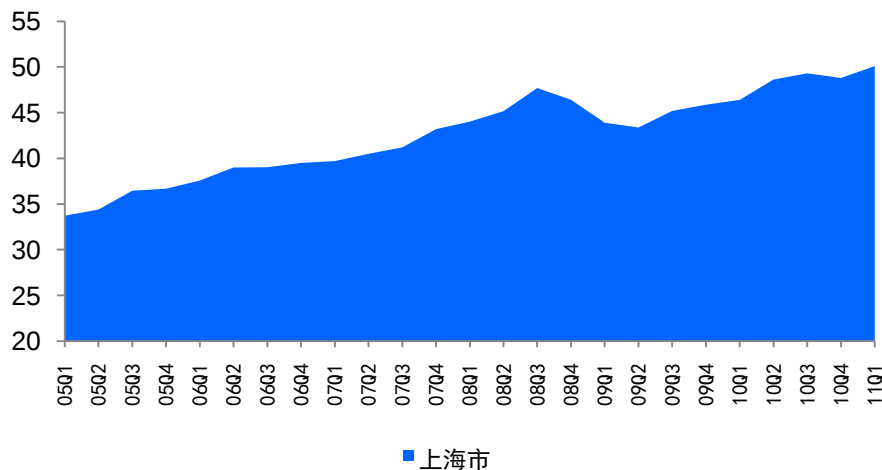
与09年情况相比，10年国内主要城市商铺租金出现普涨态势且涨幅比较明显，北京、天津两地涨幅均超过了11%，上海和杭州等地也都在8%以上。2011年，大部分城市优质商铺的新增需求还在继续扩大，致使零售物业入驻率持续走高，进一步促使优质商铺租金的不断上扬。

图4 优质首层零售物业租金（元/㎡·天）



资料来源：CBRE、德邦研究

图5 优质首层零售物业租金（元/㎡·天）



资料来源：CBRE、德邦研究

② 城市商铺租金上涨的主要因素分析

我们认为，国内城市商铺租金的需求将持续增长，主要基于：

■ **国际零售品牌加速入驻。**中国目前是全球最具国际化的零售市场之一，据CBRE10年的报告显示，在所调查的国际零售品牌中，中国吸引了约47%的国际零售品牌，位居全球第5位，且这一排序还在继续上升中。北京已跻身全球十大奢侈品及商务时尚城市，目前国际奢侈品牌入驻率和零售商入驻率分别达到67%与38%。中国庞大的奢侈品消费潜力正吸引着越来越多的国际品牌商和零售商的入驻。目前上海、北京等一线城市的优质零售物业已经变得十分稀缺，而二线、三线城市将成为国际品牌商下一步的战略重点。

■ **上游品牌商对零售终端的争夺。**国内零售商普遍面临着上游品牌厂商对优质物业的竞争，包括罗莱、梦洁和富安娜等家纺企业及美邦、森马等服饰品牌在近年均加大了连锁门店的拓展力度。我们认为，上游品牌商对零售终端的业务渗透将进一步推高城市零售物业的租金水平。

表8 上游品牌商加速拓展零售门店

		2008年	2009年	2010年
家纺	罗莱家纺	1614家	1810家	2085家
	梦洁家纺	1524家	1662家	1990家
	富安娜	1072家	1222家	1580家
休闲服饰	美邦服饰	2698家	2783家	3583家
	森马服饰	2667家	3258家	4007家

资料来源：德邦研究

表9 国际品牌商的加速入驻(截至2011年5月)

	进入年份	进入城市	门店合计
GUCCI	1996年	31个	42家
BURBERRY	2007年	30个	57家
H&M	2007年	21个	51家
ZARA	2006年	30个	75家
UNIQLO	2001年	15个	77家

资料来源：德邦研究

■ 连锁化推动零售商对优质物业的争夺

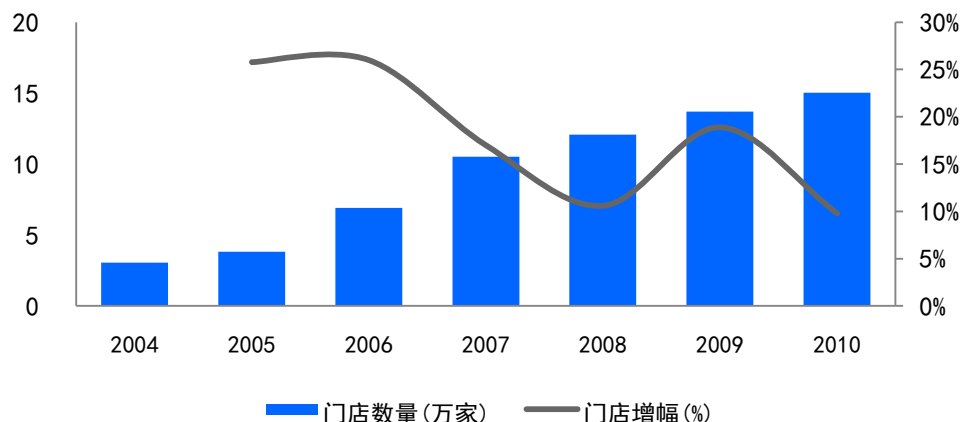
我们认为，与上游品牌商相比，零售商本身更是这场物业争夺大战的主角，其内在的扩张冲动将有力推动城市商业物业租售价格持续上扬。

目前国内零售业的连锁化率已处一个相对较高的水平，我们认为行业连锁化进程在未来几年还将继续推进。零售商通过连锁战略的实施以扩大销售及提升份额。

2008-2010年国内连锁百强门店数量与销售收入CAGR分别达到11.5% 和17.7%，百强销售/社零总额约为11%左右。百强零售企业的持续扩张反映了国内零售行业近年的基本趋势。

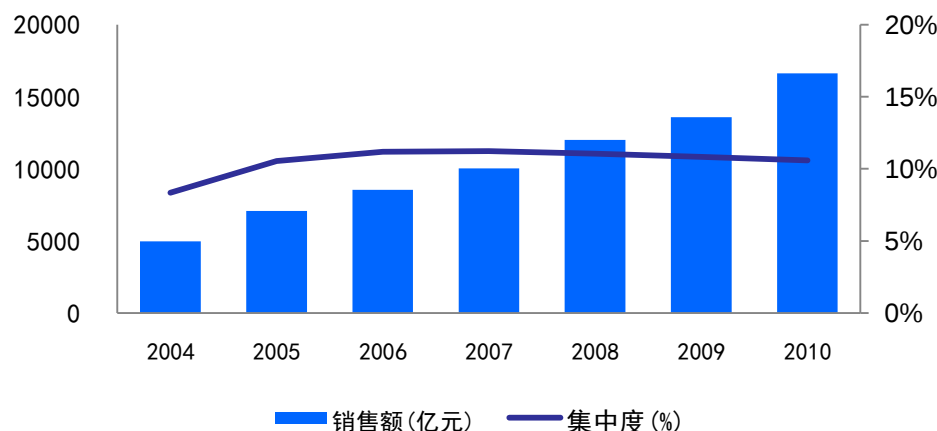
总的观点，零售商的连锁策略是推动零售物业租金上扬的主要因素。只要企业扩张的进程没有结束，未来租金继续上升将属于大概率事件。

图6 国内连锁百强零售企业门店增长情况



资料来源：德邦研究

图7 国内连锁百强零售企业销售规模情况



资料来源：德邦研究

④ 门店租金或将成为零售公司未来扩张战略的主要瓶颈

由于租金已占零售公司销售费用的20%以上，仅次于人工成本，因此租金费用的上涨将直接影响零售商未来几年的扩张战略、盈利能力及经营业绩：

■ 零售公司的发展态势分析

首先从连锁超市来看，

2007-2010年A股6家代表性连锁超市门店数量CAGR为13.6%，其中复合增速最快的是新华都和永辉超市，分别达到40.0%和39.1%；同期这些超市公司经营面积CAGR约为26.8%，其中增幅最大的是永辉超市，达到53.6%。08/09/10年超市公司经营面积同比增幅分别为26.2%、28.5%和25.6%，呈现稳步扩张趋势。

表10 连锁超市公司门店拓展情况统计

	2007	2008	2009	2010	08/07	09/08	10/09	CAGR
步步高	87	99	102	123	13.8%	3.0%	20.6%	12.2%
人人乐	57	73	93	99	28.1%	27.4%	6.5%	20.2%
新华都	35	48	71	96	37.1%	47.9%	35.2%	40.0%
中百集团	551	608	643	679	10.3%	5.8%	5.6%	7.2%
永辉超市	58	77	122	156	32.8%	58.4%	27.9%	39.1%
三江购物	97	106	126	145	9.3%	18.9%	15.1%	14.3%
合计	885	1011	1157	1298	14.2%	14.4%	12.2%	13.6%

资料来源：德邦研究

表11 连锁超市公司经营面积情况统计

	2007	2008	2009	2010	08/07	09/08	10/09	CAGR
步步高	62.51	75.76	78.06	103.33	21.2%	3.0%	32.4%	18.2%
人人乐	74.82	95.56	121.74	136.06	27.7%	27.4%	11.8%	22.1%
新华都	22.79	31.43	44.71	57.02	37.9%	42.2%	27.5%	35.7%
中百集团	NA.	NA.	NA.	NA.	NA.	NA.	NA.	NA.
永辉超市	28.87	40.56	71.92	104.65	40.5%	77.3%	45.5%	53.6%
三江购物	29.45	32.47	37.99	44.14	10.3%	17.0%	16.2%	14.4%
合计	218.44	275.78	354.42	445.20	26.2%	28.5%	25.6%	26.8%

资料来源：德邦研究

其次从连锁百货来看，

我们仅统计了A股市场6家具有代表性连锁百货公司，2007-2010年门店数量与经营面积CAGR分别23.1%和22.0%，其中复合增速最快的是银座股份和广百股份。

我们判断，在整个零售市场中，上市公司通常能够凭借先进的管理机制、丰富的经营经验以及资本市场这一良好的融资平台，在激烈的市场竞争中获得明显的竞争优势。

资本市场正吸引着越来越多的优质零售企业和行业龙头步入IPO进程。比较来看，零售上市公司具备充沛的现金流，其扩张力度和门店增幅均要明显大于连锁百强和行业均值，且可以相信在未来较长的一段时间内这种态势还将延续。

总的观点，国内百货行业正实现从单体店向连锁公司的快速转变。

表12 连锁百货公司门店拓展情况统计

	2007	2008	2009	2010	08/07	09/08	10/09	CAGR
王府井	16	16	19	22	0.0%	18.8%	15.8%	11.2%
天虹商场	27	30	35	40	11.1%	16.7%	14.3%	14.0%
广百股份	10	9	19	23	-10.0%	111.1%	21.1%	32.0%
银座股份	14	22	32	46	57.1%	45.5%	43.8%	48.7%
成商集团	5	8	9	10	60.0%	12.5%	11.1%	26.0%
文峰股份	9	9	10	10	0.0%	11.1%	0.0%	3.6%
合计	81	94	124	151	16.0%	31.9%	21.8%	23.1%

资料来源：德邦研究

表13 连锁百货公司经营面积情况统计

	2007	2008	2009	2010	08/07	09/08	10/09	CAGR
王府井	64.47	64.80	87.26	97.18	0.5%	34.7%	11.4%	14.7%
天虹商场	62.86	71.08	84.90	99.31	13.1%	19.4%	17.0%	16.5%
广百股份	21.12	21.47	37.52	47.47	1.6%	74.8%	26.5%	31.0%
银座股份	35.14	50.42	72.95	106.20	43.5%	44.7%	45.6%	44.6%
成商集团	11.94	19.28	20.12	20.62	61.5%	4.3%	2.5%	20.0%
文峰股份	23.11	23.11	25.84	25.84	0.0%	11.8%	0.0%	3.8%
合计	218.65	250.16	328.58	396.61	14.4%	31.3%	20.7%	22.0%

资料来源：德邦研究

■ 零售公司的扩张模式分析

由于优质商业物业的稀缺性，零售商实现外延扩张普遍面临着一定的瓶颈，与以前几年相比，尤其是在一线、二线城市，许多零售商目前已难以获得较为理想的物业资源，这一点在众多中小零售商当中显得更为突出。而一些区域零售龙头凭借着其在所在区域内长期积累起来的较好的企业信誉、资金实力及与当地政府良好的合作关系，通常能够获得更多优质的物业资源，我们判断，这些通道或资源的存在使得部分区域龙头零售商的竞争优势表现得更为明显。

我们认为，租赁依然将是未来零售商外延扩张的主要方式。城市商铺租金快速上涨的事实将促使国内零售企业的经营压力不断加大。因此，若从这一方面来看，那些已经控制诸多优质物业资源或自有物业占比较高的零售商，将无疑因面临更小的租金压力而承担较小的经营风险。

零售公司租赁门店占比逐年提升

如表14所示，国内零售公司的连锁扩张主要以租赁方式为主，且租赁门店占比呈现逐年上升趋势。

2003-2010年间，以我们统计的8家连锁企业为例，租赁门店占比整体上升了整整12个百分点，即年均上升约1.71个百分点。租赁物业是零售商扩张的主要方式。

表14 国内连锁零售公司租赁门店占比情况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
天虹商场	100%	100%	100%	100%	92.6%	93.3%	94.3%	95.0%
广百股份	83.3%	85.7%	87.5%	90.0%	80.0%	77.8%	84.2%	87.0%
银座股份	66.7%	66.7%	80.0%	80.0%	85.7%	86.4%	87.5%	82.6%
王府井	57.1%	66.7%	66.7%	73.3%	75.0%	68.8%	73.7%	77.3%
人人乐	100%	100%	100%	100%	100%	98.6%	98.9%	99.0%
永辉超市	100%	100%	100%	100%	98.3%	97.4%	97.5%	98.1%
新华都	66.7%	80.0%	90.0%	90.0%	94.3%	93.8%	95.8%	96.9%
三江购物	64.7%	71.7%	77.6%	79.3%	80.4%	81.1%	82.5%	83.4%
合计	80.2%	84.4%	88.3%	89.6%	89.8%	90.0%	91.7%	92.2%

资料来源：德邦研究

自有物业价值将获得市场重估

零售公司由于采用扩张策略的不同，自有物业占比存在较大差异：如在百货店中，成商集团和文峰股份的自有物业占比分别高达74.3%和62.3%，而天虹商场则仅为2.0%；连锁超市中，步步高自有物业占比达30.0%，而人人乐和新华都则分别为2.0%和2.4%。自有物业面积占比的差异将成为未来零售上市公司业绩释放的重要指标。我们认为，那些具有优质物业且占比较高的零售公司，其投资价值应该在目前资本市场获得重估。

表15 连锁超市公司自有物业面积及占比情况

	人人乐	新华都	永辉超市	三江购物	步步高
自有面积(万㎡)	2.73	1.38	2.61	8.46	31.00
自有占比(%)	2.0%	2.4%	2.5%	19.2%	30.0%

资料来源：德邦研究

表16 连锁百货公司自有物业面积及占比情况

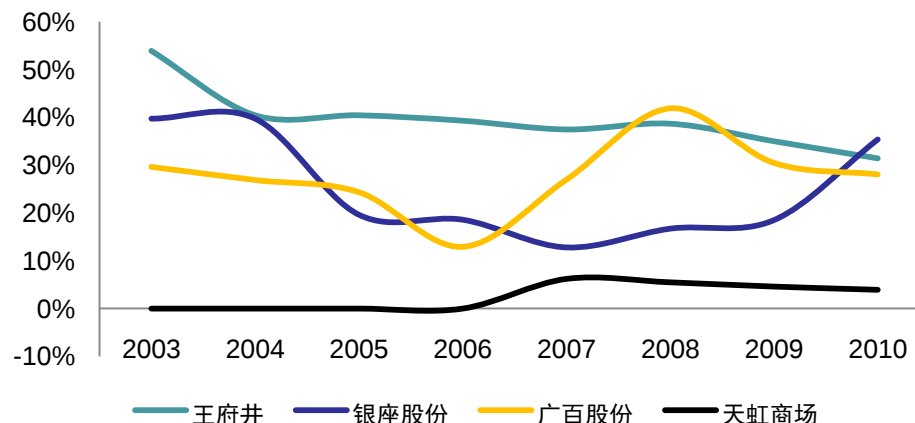
	天虹商场	西单商场	广百股份	王府井	银座股份	友阿股份	文峰股份	成商集团
自有面积(万㎡)	1.95	13.50	10.88	30.57	37.57	8.37	21.79	15.33
自有占比(%)	2.0%	18.5%	22.9%	31.5%	35.4%	43.9%	62.3%	74.3%

资料来源：德邦研究

整体来看，国内百货店自有物业面积占比呈现下降趋势

如图8所示，除了银座股份外，王府井、广百股份及天虹商场等连锁百货自有物业面积占比在近年均有不同程度地下降。

图8 A股部分百货公司自有物业面积占比



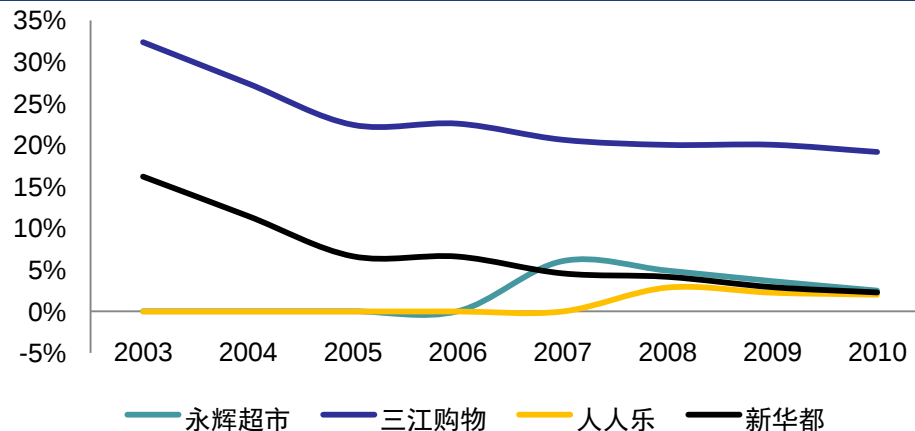
资料来源：德邦研究

连锁超市自有物业面积占比普遍下降

图9所示，近年来看，国内连锁超市自有物业面积占比均有不同程度的下降，尤其是新华都和三江购物下降幅度较为明显。

总的观点，连锁企业通常以租赁物业作为其未来扩张的主要方式，租赁物业占比的上升及单位租金水平的上涨将使得租金成为零售商未来主要的经营风险和扩张瓶颈。

图9 A股部分连锁超市自有物业面积占比



资料来源：德邦研究

人工成本：劳动力供求结构性短缺推动“加薪潮”的到来

除了租金外，人工成本的快速提升或许是零售商面临的又一大经营风险。

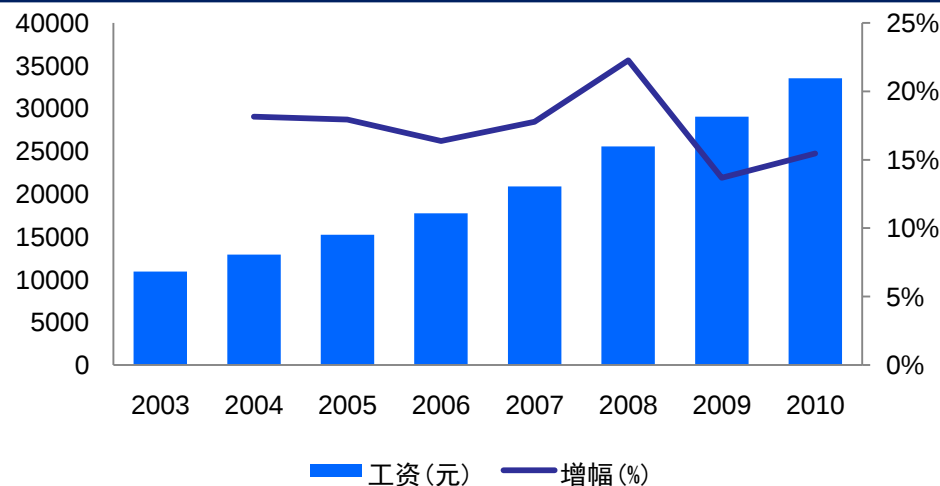
④ 劳动力成本快速上行，中国面临“刘易斯拐点”

低廉的劳动力供给为中国的工业化进程作出了巨大贡献，然而随着劳动力供求结构性矛盾的日益突出，中国正面临着“刘易斯拐点”，劳动力成本持续上升，工资水平进入快速上行通道。实际上，在过去几年间，中国劳动力成本已经呈现了快速上升的态势。据国家人力资源和社会保障部数据显示，年初至今，各省市在10年调整的基础上又再次上调了最低收入标准，平均调整幅度达20%左右，且有理由相信这种调整在未来几年内将很可能成为一种常态。

批零行业员工平均工资持续上升

图10所示，2005-2010年国内批零行业员工平均工资年均增幅达到24%。预计未来几年内零售行业人工成本还将快速上行。人工成本已经与租金一起成为国内零售商当前面临的主要经营风险。

图10 批零行业员工平均工资



资料来源：德邦研究

租金、人工及水电费用之比较分析

④ 租金与人工成本等快速增长削弱企业的盈利能力

正如上文所述，近几年随着内地消费市场的崛起及房地产价格的飙升，城市零售物业整体表现为供不应求，租金、人工及水电费用等大幅上涨，对零售商的实际经营提出了极大挑战。

► 租金费用与人工成本。2010年A股主要零售上市公司的统计数据表明，无论是百货店还是连锁超市，门店租金和人工成本整体上涨幅度均已超过同期销售收入的同比增幅，显示了行业目前的经营风险有所加大。

► 分业态来看，百货公司的租金费用上升更为明显，表17数据显示，2010年A股15家代表性百货企业租金增幅平均达到34.6%，略高于30.8%的工资增幅；相对而言，连锁超市的人工成本上升则更快，2010年平均增幅为28.7%，略高于25.3%的租金增幅（见表18）；两项费用合计来看，百货公司同比增幅达到65.4%，显然高于连锁超市54.0%的增幅。

► 无论是百货还是连锁超市，2010年水电费用同比增幅分别为16.9%和18.4%，均低于同期收入增幅，更低于租金和人工成本的增幅。我们认为，零售商的经营风险主要来自租金和人工成本。

表17 A股连锁百货公司收入费用增幅情况统计（2010年）

公司简称	营业收入 (万元)	收入增幅 (%)	销售费用 (万元)	销费增幅 (%)	销费/收入 (%)	门店租金 (万元)	租金增幅 (%)	租金/收入 (%)	人工成本 (万元)	工资增幅 (%)	工资/收入 (%)	水电费用 (万元)	水电增幅 (%)	水电/收入 (%)
西单商场	299,286	20.4%	11,646	-4.1%	3.9%	10,385	86.3%	3.5%	7,059	-5.8%	2.4%	3,386	8.1%	1.1%
百联股份	1,284,396	22.8%	109,076	23.9%	8.5%	14,007	64.3%	1.1%	32,005	13.1%	2.5%	17,009	27.2%	1.3%
友好集团	291,653	45.8%	13,999	33.6%	4.8%	3,479	61.5%	1.2%	9,291	36.7%	3.2%	2,365	14.3%	0.8%
新华百货	398,254	23.2%	33,338	34.3%	8.4%	8,357	47.2%	2.1%	13,154	32.6%	3.3%	2,716	55.4%	0.7%
鄂武商A	1,053,704	32.7%	125,308	37.9%	11.9%	22,228	44.9%	2.1%	45,473	34.4%	4.3%	16,529	23.2%	1.6%
东百集团	189,240	21.4%	17,284	12.0%	9.1%	3,912	35.0%	2.1%	4,512	27.2%	2.4%	3,020	12.3%	1.6%
银座股份	879,468	38.3%	97,026	54.1%	11.0%	16,049	28.0%	1.8%	27,286	123.6%	3.1%	13,984	32.6%	1.6%
广州友谊	358,574	21.2%	23,409	21.9%	6.5%	8,516	27.2%	2.4%	6,236	10.9%	1.7%	2,035	-22.4%	0.6%
天虹商场	1,017,436	26.3%	148,663	21.5%	14.6%	46,799	25.3%	4.6%	38,835	15.5%	3.8%	23,099	11.3%	2.3%
合肥百货	706,170	20.0%	19,087	22.3%	2.7%	6,480	24.1%	0.9%	9,674	38.2%	1.4%	6,272	2.3%	0.9%
友阿股份	356,393	29.8%	16,437	13.7%	4.6%	2,618	24.0%	0.7%	10,437	14.9%	2.9%	2,532	8.4%	0.7%
王府井	1,394,623	25.7%	121,021	22.4%	8.7%	27,013	22.2%	1.9%	27,721	20.6%	2.0%	15,492	29.4%	1.1%
广百股份	582,485	25.8%	70,273	32.8%	12.1%	17,606	16.9%	3.0%	19,760	38.8%	3.4%	7,003	33.3%	1.2%
重庆百货	2,121,274	19.0%	194,029	23.1%	9.1%	28,255	10.5%	1.3%	73,629	42.2%	3.5%	24,206	4.6%	1.1%
文峰股份	559,018	14.5%	28,883	15.3%	5.2%	4,738	1.3%	0.8%	8,353	18.4%	1.5%	5,301	12.6%	0.9%
行业均值		25.8%		24.3%	8.1%		34.6%	2.0%		30.8%	2.8%		16.9%	1.2%

资料来源：公司年报、德邦研究

表18 A股连锁超市公司收入费用增幅情况统计（2010年）

公司简称	营业收入 (万元)	收入增幅 (%)	销售费用 (万元)	销费增幅 (%)	销费/收入 (%)	门店租金 (万元)	租金增幅 (%)	租金/收入 (%)	人工成本 (万元)	工资增幅 (%)	工资/收入 (%)	水电费用 (万元)	水电增幅 (%)	水电/收入 (%)
永辉超市	1,231,650	45.3%	155,771	64.6%	12.6%	27,233	62.9%	2.2%	57,145	61.8%	4.6%	19,639	38.1%	1.6%
新华都	436,419	40.9%	63,600	49.5%	14.6%	17,302	53.1%	4.0%	18,673	48.2%	4.3%	8,343	35.6%	1.9%
步步高	677,027	18.3%	99,782	28.3%	14.7%	20,082	21.0%	3.0%	27,792	28.9%	4.1%	10,455	15.5%	1.5%
三江购物	482,368	8.3%	58,017	14.6%	12.0%	11,373	20.5%	2.4%	24,410	10.3%	5.1%	4,536	12.5%	0.9%
人人乐	1,004,050	14.5%	145,937	18.3%	14.5%	44,492	19.7%	4.4%	33,085	20.8%	3.3%	21,157	2.8%	2.1%
中百集团	1,187,245	17.6%	135,673	23.1%	11.4%	26,443	17.4%	2.2%	48,179	30.9%	4.1%	21,017	17.7%	1.8%
友谊股份	3,105,242	6.4%	511,609	8.0%	16.5%	128,570	8.6%	4.1%	170,649	7.8%	5.5%	51,685	5.1%	1.7%
华联综超	1,033,882	11.7%	160,069	11.0%	15.5%	39,888	-1.0%	3.9%	41,164	20.5%	4.0%	22,480	19.7%	2.2%
行业均值		20.4%		27.2%	14.0%		25.3%	3.3%		28.7%	4.4%		18.4%	1.7%

资料来源：公司年报、德邦研究

► 分区域来看，东部一线城市租金和工资占比基本接近，而对于二线城市而言，无论是东部还是中西部，工资占比要明显高于租金占比。从趋势来看，2010年东部一线城市百货租金增幅大于工资增幅，而超市情况正好相反，零售合计租金增幅24.7%，高于工资16.0%及水电11.8%的增幅。东部二线城市百货工资增幅大于租金增幅，而超市情况则相反，零售合计工资增幅48.3%，高于租金33.5%及水电24.0%的增幅。中、西部二线城市百货租金增幅略高于工资增幅，而超市工资增幅则远高于租金增幅，零售合计费用增幅排序依次为：工资31.5% > 租金27.3% > 水电17.3%。

东部一线城市零售商收入增幅要低于东部二线及中、西部二线城市。与收入增幅相比，各个区域零售公司的租金和人工成本均出现了快速的增长，相对来看，东部一线城市租金增幅偏大，而对于其他区域零售公司，租金和人工成本的增速均超过了同期收入的增速。

表19 三项费用增幅分区域统计

		收入增幅(%)	租金增幅(%)	工资增幅(%)	水电增幅(%)
东部一线城市	百货	23.7%	40.4%	15.5%	14.5%
	超市	10.9%	9.1%	16.4%	9.2%
	零售	17.3%	24.7%	16.0%	11.8%
东部二线城市	百货	24.7%	21.4%	56.4%	19.2%
	超市	31.5%	45.5%	40.1%	28.8%
	零售	28.1%	33.5%	48.3%	24.0%
中、西部二线城市	百货	28.4%	35.4%	33.2%	18.0%
	超市	18.0%	19.2%	29.9%	16.6%
	零售	23.2%	27.3%	31.5%	17.3%

资料来源：德邦研究

◎ A股零售上市公司三项费用比较分析

首先看连锁超市，我们比较了A股4家超市上市公司。从静态上来看，2010年4家超市公司平均单位面积租金为341元/ m²，依次排序为人人乐>新华都>三江购物>永辉超市，租金水平差异主要基于门店选址上的差异。

从动态上来看，2007-2010年间这四家连锁超市的租金费用增幅要明显大于租赁面积增幅，反映在单位面积租金水平上，4年CAGR为4.4%，其中永辉超市CAGR达到6.4%，增幅最大；其次是新华都和三江购物，增幅分别为4.6%和4.2%；人人乐增幅最小，仅为2.6%。

表20 连锁超市租金费用比较分析

	2007	2008	2009	2010	CAGR
租赁面积(万m ²) 人人乐	74.82	92.83	119.01	133.33	21.2%
永辉超市	27.13	38.57	69.31	102.04	55.5%
新华都	21.75	30.12	43.39	55.70	36.8%
三江购物	23.37	25.97	30.38	35.68	15.1%
租赁费用(万元) 人人乐	22,427	24,629	37,166	44,492	25.7%
永辉超市	6,260	9,670	16,716	27,233	63.2%
新华都	5,579	6,873	11,304	17,302	45.8%
三江购物	6,420	8,072	9,437	11,373	21.0%
单坪租金(元/m ²) 人人乐	326	294	351	353	2.6%
永辉超市	264	294	310	318	6.4%
新华都	305	265	308	349	4.6%
三江购物	305	327	335	344	4.2%

资料来源：德邦研究

在这4家连锁超市公司中，永辉和三江具有明显的坪效优势，但从费用水平来看，永辉10年单坪租金、人工成本及水电费用合计达到1187万元，明显大于其他连锁超市公司，尤其是人工成本和水电费用这两项均要比同行高出许多。结合单坪收入与费用等指标，4家公司排序大致为永辉超市>三江购物>新华都>人人乐。

而从百货公司情况来看，10年文峰股份坪效水平最高，但其实际包括了毛利率较低的超市和家电业务。结合单坪收入和费用指标比较，5家百货公司的排序大致为文峰股份>王府井>广百股份>天虹商场>银座股份。

表21 A股部分超市公司单坪指标分析

	人人乐	永辉超市	新华都	三江购物	步步高
①单坪收入(元/m²)	7789	13951	8581	11746	7465
②单坪租金(元/m²)	353	318	349	344	NA.
③单坪人工(元/m²)	257	647	367	594	306
④单坪水电(元/m²)	164	222	164	110	115
①-(②+③+④)	7016	12763	7700	10697	NA.

资料来源:德邦研究

表22 A股部分百货公司单坪指标分析

	天虹商场	广百股份	银座股份	王府井	文峰股份
①单坪收入(元/m²)	11047	13707	9819	15123	21637
②单坪租金(元/m²)	531	562	248	438	360
③单坪人工(元/m²)	422	465	305	301	323
④单坪水电(元/m²)	251	165	156	168	205
①-(②+③+④)	9844	12515	9110	14216	20749

资料来源:德邦研究

3. 推荐逻辑与重点公司

➤ 自有物业价值重估提升部分零售公司的投资价值

中长期来看，租金费用持续上涨将显著影响零售商的经营业绩，这一点已经成为市场共识。随着城市零售物业稀缺性不断凸现，那些单纯依靠租赁物业的零售公司将面临着较大的经营风险，而另一些占据或控制着诸多优质零售物业的零售公司具备一定的价值重估机会或并购机会。在A股市场中，具有较高自有物业比例的零售公司主要包括：成商集团、文峰股份和友阿股份等，而从绝对面积来看，持有自有面积规模靠前的公司大致为银座股份、王府井及步步高。

➤ 关注零售公司扩张性与盈利性的匹配与平衡能力

未来行业的基本态势依然是以扩张为主，而从以往的经验来看，这种扩张通常伴随着诸多的经营风险，其中比较显著的是门店租金与人工成本的急速上升，因此需要权衡零售商扩张与盈利之间的平衡能力。我们认为，以往那种单纯的“粗放式”扩张战略已经不再适应行业未来基本发展趋势，零售公司的扩张应该是一种“有效率”的扩张，即费用的增长能与收入的增长实现较好的匹配。通过上文分析，我们认为，在未来几年，东部二线城市的百货与中西部二线城市的超市具有相对的租金控制优势，东部一线城市的百货具备更好的人工成本控制能力。此外，对于人工成本，我们基本持有一种相对确定的判断，因为其更多地受到中国社会经济发展的趋势影响。而对于租金费用，我们认为零售企业可能更有作为，因为租金的变化趋势更多地受到门店选址等因素影响。我们认为，在目前A股市场，能够较好协调收入与费用同步增长的零售公司：天虹商场、友阿股份、王府井、广百股份和永辉超市（参见表17、表18）。

➡ 主要推荐公司

结合以上分析，我们未来6个月重点推荐为：天虹商场（002419）、文峰股份（601010）、友阿股份（002277）、永辉超市（601933）。

表23 重点推荐公司列表

代码	简称	收盘价	总市值	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE	PEG
■ 601933.SH	永辉超市	22.40元	172亿元	0.625元	0.877元	1.164元	35倍	25倍	19倍	0.88
目标价：35元	评级：买入	推荐理由：①国内生鲜卖场的领军者，生鲜模式具备强大竞争优势；②较强的异地复制能力；③国家对“农超对接”的政策扶持；④未来3年40%以上的业绩复合增长率。								
■ 601010.SH	文峰股份	15.88元	78亿元	0.897元	1.088元	1.286元	18倍	15倍	12倍	0.72
目标价：24元	评级：买入	推荐理由：①专注于长三角二、三线城市，未来几年拓展空间巨大；②“百货+超市+家电”组合业态模式，能够充分发挥整体竞争力，门店具有坪效优势；③城市综合体具有较好的现金流。								
■ 002419.SZ	天虹商场	20.09元	160亿元	0.825元	1.100元	1.375元	24倍	18倍	15倍	0.82
目标价：30元	评级：买入	推荐理由：①较强的异地复制能力；②战略定位明确，内外兼修；③能够较好地实现收入增长与费用控制间的匹配。								
■ 002277.SZ	友阿股份	19.85元	69亿元	0.880元	1.290元	1.600元	22倍	15倍	12倍	0.64
目标价：30元	评级：买入	推荐理由：①较强的奥特莱斯连锁复制能力；②自有物业占比较高，收入-费用匹配能力较好。								

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。