

行业在多极化发展中孕育投资机会

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **高端消费市场的爆发、二三线城市消费市场的崛起和多元化业态结构的形成将是零售行业发展三大驱动引擎。**在二元经济结构的背景下，中国目前处于消费普及与消费升级并行的阶段。我国奢侈品销售额增速有望保持在20%的水平，2015年市场规模将激增至1800亿人民币，成为全球第一大奢侈品消费国。境外消费转向境内消费和二三线城市中产阶层的壮大将成为高端消费市场的双引擎。随着我国步入消费升级阶段，居民消费需求日益多元化，人工成本和物业成本的上升也迫使行业需要重新寻找新的增长模式。奥特莱斯、购物中心以及电子商务等业态已经具备高速发展的基础，有望成为零售公司增长的新源泉。
- **行业进入稳定增长阶段，通胀影响开始显现。**2011年一季度零售行业上市公司营业收入同比上升23.06%。我们预计2011年行业收入增速不会出现趋势性的变化，将保持在20-23%的水平，净利润增速将达到25-28%。受CPI高企的影响，主要商品品类中食品和金银珠宝销售增速高于总体增速。我们预计2011年通胀将很难有效缓解，对零售企业的影响将持续存在。
- **关注基本面有改善预期的百货和超市公司。**从基本面看，零售行业2011年上半年增速平稳，虽然消费者信心指数仍处于低位，但行业全年增长较为确定。近期的调整使行业估值溢价大幅下降，估值压力得到释放，行业重点公司PE已处于历史相对低位。我们认为，零售行业2011年下半年投资回报将超越市场，给予“谨慎推荐”的投资评级。在投资机会的选择上，建议投资者应重点关注拥有新兴商业模式、基本面有改善预期的百货公司友阿股份、西单商场，以及供应链改造效果释放，迎来业绩拐点的超市公司步步高。

分析师



陈雷

☎: (8610) 6656 8162

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208071629



卞晓宁

☎: (8610) 6656 8482

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130109054136

相关研究

2009年投资策略: 在预期风险释放中显现投资机会

2008年11月12日

2010年投资策略: 关注连锁扩张, 分享行业成长

2009年12月31日

2011年投资策略: “十二五”规划定调行业价值, 结构性变化孕育行业巨人

2010年11月30日

需要关注的重点公司

名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			11-13EPS	ROE
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	CAGR	2011E
步步高	002251	0.83	1.07	1.47	28	22	16	34%	12.50%
友阿股份	002277	0.86	1.31	1.38	25	16	15	27%	15.20%
西单商场	600723	0.56	0.71	0.89	22	17	14	29%	20.30%

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

居民可支配收入增速变化是衡量行业未来趋势的主要因素,消费普及和消费升级促进了我国消费结构的提升。我们认为,中国零售业仍蕴含着巨大的成长空间,高端消费市场的爆发、二三线城市消费市场的崛起和多元化业态的结构形成将是零售行业发展三大驱动引擎。

我们预计 2011 年社会消费品零售总额全年增速为 17-18%。2011 年一季度零售行业上市公司营业收入同比上升 23.06%,其中百货和超市行业收入增速分别为 27.93%和 19.19%。我们预计 2011 年行业收入增速不会出现趋势性的变化,将保持在 20-23%的水平,其中百货和超市行业收入增速将分别为 23-25%和 15-18%。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为,虽然我国零售行业发展空间广阔,但国内消费市场增长是个缓慢渐进的过程,目前消费者信心指数处于相对低位,宏观经济的不确定性较大,因此零售行业投资空间有限。

我们认为, (1) 在“十二五”规划和经济结构转型的推动下,我国零售行业将进入黄金发展阶段,随着社会保障体系和收入分配改革力度的不断加强,行业的长期价值正得到充分显现; (2) 我们预计 2011 年行业收入增速将为 20-23%,这种趋势将在未来延续,在目前复杂的国内外经济环境下,行业的确定性增长必将受到市场的重点关注; (3) 受市场估值中枢下移的影响,行业出现调整,行业估值溢价下降,估值压力得到释放。

行业估值与投资建议:

从估值上看,2007-2010 年行业相对整个市场的估值溢价一直保持在 20%-80%之间。随着行业逐步成为资本市场关注的热点,行业整体估值中枢迅速上移,行业估值溢价处于历史高位。2010 年 10 月份以来行业出现明显调整,估值溢价迅速下降,估值压力得到释放。

新兴产业和消费服务依然是市场看好的两大主题,蕴含着巨大的成长空间。从长期看,受到政策扶持的零售行业的发展前景是毋庸置疑的。我们认为,零售行业 2011 年下半年投资回报将超越市场,维持对行业“谨慎推荐”的投资评级。

行业表现的催化剂:

- 1、国家推出新的刺激消费政策;
- 2、消费者信心指数持续上升。

主要风险因素:

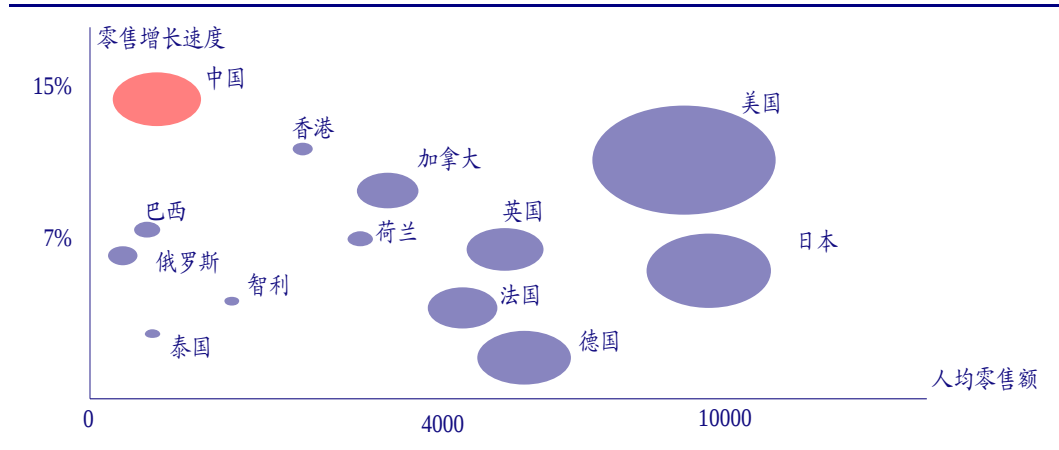
- 1、居民消费意愿受到抑制;
- 2、市场竞争格局变化;
- 3、市场估值中枢下移。

目 录

一、消费升级引领行业多极化发展.....	1
（一）高端消费持续高增长	1
（二）多元化业态开辟新蓝海.....	4
二、行业平稳发展，通胀影响显现.....	9
（一）行业进入稳定增长阶段.....	9
（二）通胀成为行业重要影响因素	10
（三）2011 年行业增速预计为 20-23%.....	12
（四）行业在嬗变中蕴含投资机会	13
三、关注基本面有改善预期的百货和超市公司.....	15
四、重点关注公司.....	16
（一）步步高（002251）：供应链改造效果释放，业绩迎来拐点.....	16
（二）友阿股份（002277）：内生式增长推升公司业绩	19
（三）西单商场（600723）：优势互补，协同发展	22
插图目录	25
表格目录	25

步入 2011 年，中国消费市场受到经济增速放缓、成本上升等负面因素影响，增长呈现出一定放缓迹象。在二元经济结构的背景下，中国目前处于消费普及与消费升级并行的阶段，这种放缓相信只是暂时性的。对比其它国家消费市场，我国零售额增速虽保持较高水平，但人均零售额仅处于 1000 美元附近的较低区间，与欧、美等发达国家 5000~10000 美元的人均零售额差距较大。我们认为，中国零售业仍蕴含着巨大的成长空间，高端消费市场的爆发、二三线城市消费市场的崛起和多元化业态的结构形成将是零售行业发展三大驱动引擎。

图 1：各国零售行业对比（美元）



资料来源：中国银河证券研究部整理

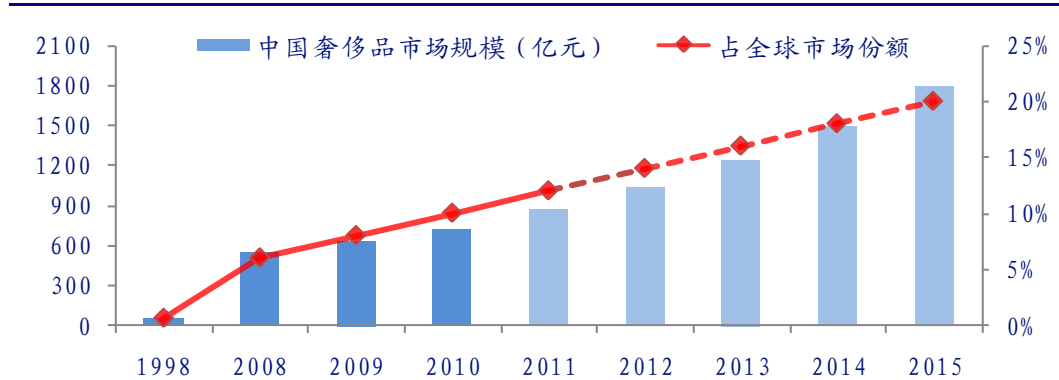
一、消费升级引领行业多极化发展

（一）高端消费持续高增长

1、奢侈品消费增速有望达到 20%

过去十年，伴随着中国中产阶级的雏形初现以及资本市场的饕餮盛宴，消费者品牌意识不断提升，国内高端消费品市场步入爆发式增长阶段，复合增速高达 30%，被诸多国际品牌视为亚洲乃至全球最为重要的市场。2010 年国内奢侈品市场规模达到 720 亿人民币，仅位列美国、日本之后，占全球市场份额达到 10%。

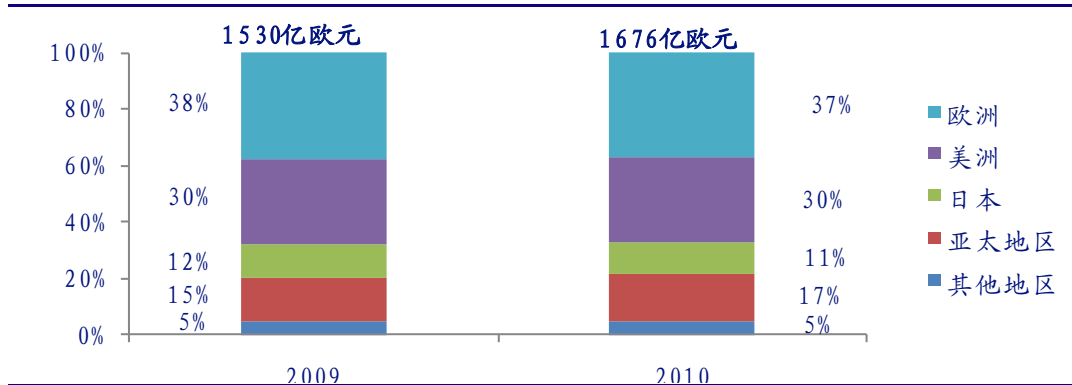
图 2：中国奢侈品消费保持高速增长



资料来源：世界奢侈品协会，中国银河证券研究部整理

据世界奢侈品协会预计，未来5年中中国奢侈品消费人口将从4000万上升到1.6亿，奢侈品销售额增速有望保持在20%的水平，2015年市场规模将激增至1800亿人民币，成为全球第一大奢侈品消费国。

图3：亚洲市场独树一帜，日本市场依旧低迷



资料来源：贝恩资本，中国银河证券研究部整理

2、双引擎驱动高端消费市场

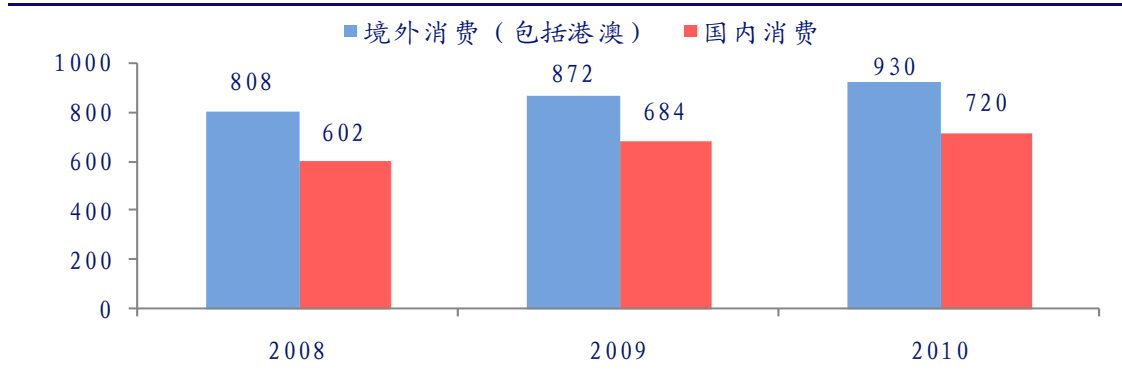
1、境外消费转向境内消费

尽管国内高端消费品市场增长迅猛，但中国消费者每年海外奢侈品消费占比仍超过消费总量的50%。我们认为这一状况在境内外价差缩小、门店数量增加以及客户体验提升的背景下正逐步发生改变。

(1) 境内外价差缩小

目前，多数奢侈品在中国都要缴纳10%的消费税、17%的增值税和24%的奢侈品税，这导致境内奢侈品价格高于境外30%左右。而近期商务部官员公开表示，我国将进一步降低包括部分中高档商品关税，这将有利于缩小境内外差价，吸引庞大的海外消费回流。

图4：境外奢侈品消费占比超过50%（单位：人民币亿元）



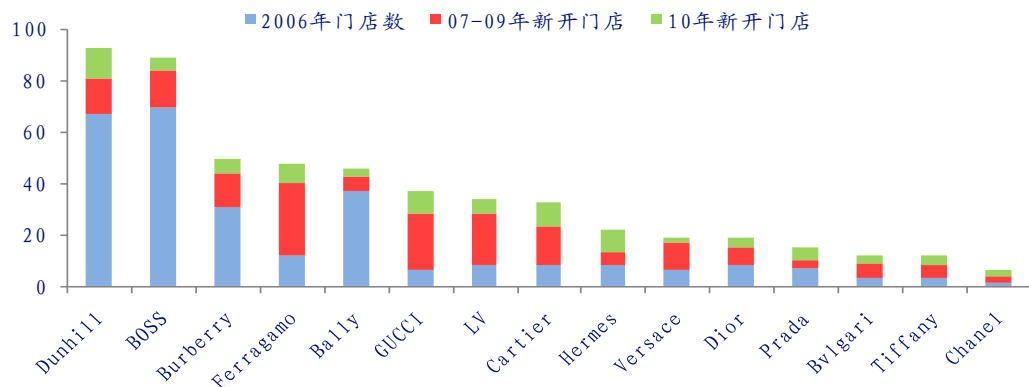
资料来源：世界奢侈品协会，中国银河证券研究部整理

(2) 新开门店加速增长

奢侈品门店近年来在中国扩张出现加速迹象。特别是金融危机后欧日市场萎靡不振，各

大品牌均把战略重心移至亚洲市场，部分品牌 2010 年在中国开店数量超过 2006-2009 年总量。此外，很多品牌新店的单店销售额超过了原有门店的销售额。从门店数量来看，相比欧美日等发达国家，中国市场远远没有达到饱和状态，仍具备巨大的消费潜力。

图 5：部分奢侈品牌开店速度

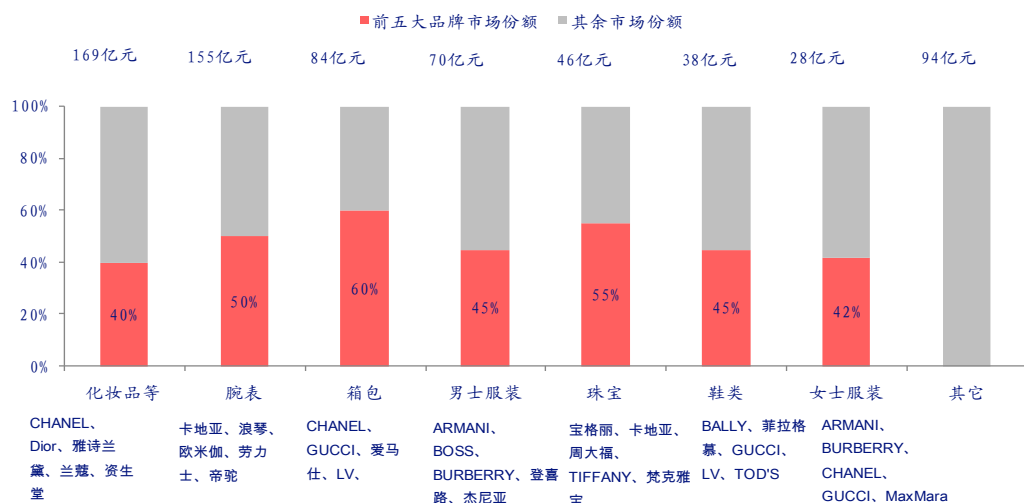


资料来源：世界奢侈品协会，中国银河证券研究部整理

（3） 客户体验提升

随着各大品牌对中国市场越加重视，消费者境内消费体验得到了极大地改善，从简单购买一两件奢侈单品，向享受包括购物环境、尊贵服务等综合的高端购物体验过度。随着各大高端品牌增加本地化元素、丰富商品品类、改善新品到货及时性以及提供本地售后服务等方面的不断完善，相信有更多的消费者会选择在本地消费。

图 6：国内奢侈品消费品类、品牌仍较为单一



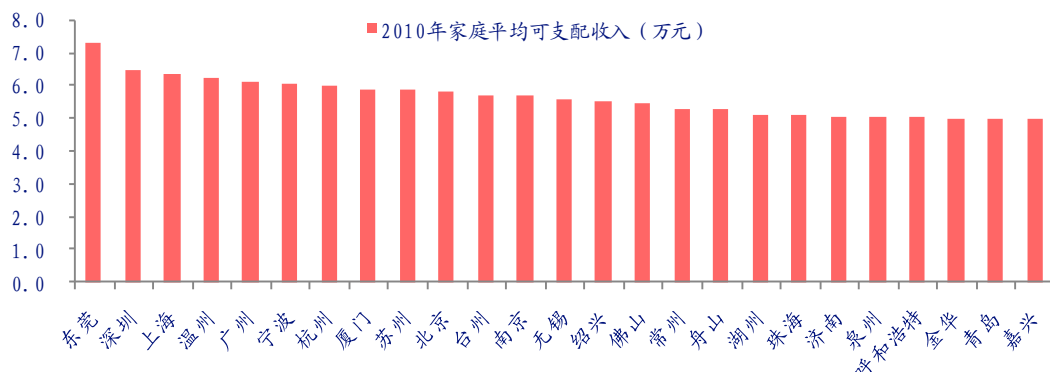
资料来源：贝恩资本，中国银河证券研究部整理

2、二三线城市将成为“主力军”

随着二三线城市房地产市场的高速发展，二、三线城市消费者的财富水平以及对奢侈品的态度与一线城市消费者趋于接近。从 2010 年奢侈品在国内的销售来看，北京和上海继续保持

市场的中心地位，但规模相对较小的如太原、长春、烟台等城市显出更快增速，预计这些未来二、三线城市是奢侈品消费增长的主动力。

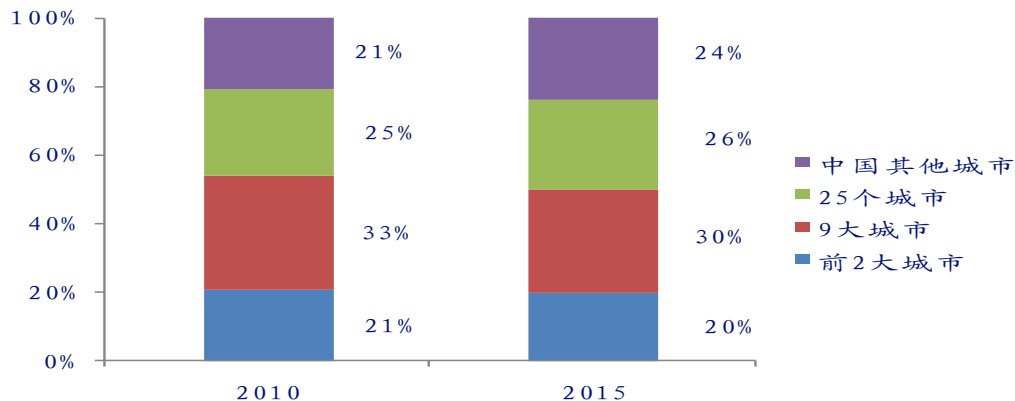
图 7：二三线城市具备奢侈品消费实力



资料来源：麦肯锡咨询公司，中国银河证券研究部整理

一线城市的主力消费群体，已经度过了奢侈品消费的初级阶段，消费倾向呈现更加多元化的迹象。而二、三线城市的富裕阶层正在崛起，他们对品牌的认知程度以及消费意愿起步较晚，还有很大的提升空间。此外，二三线城市的营销成本、竞争形势相较一线城市也更具优势，因此利润空间反而高于一线城市。据麦肯锡预计，未来五年，奢侈品牌涉足的二三线城市数量将翻一番，从 30 个增加到 60 个之多，贡献一半的市场份额。

图 8：二三线城市将成为奢侈品增长最快的区域



资料来源：麦肯锡咨询公司，中国银河证券研究部整理

(二) 多元化业态开辟新蓝海

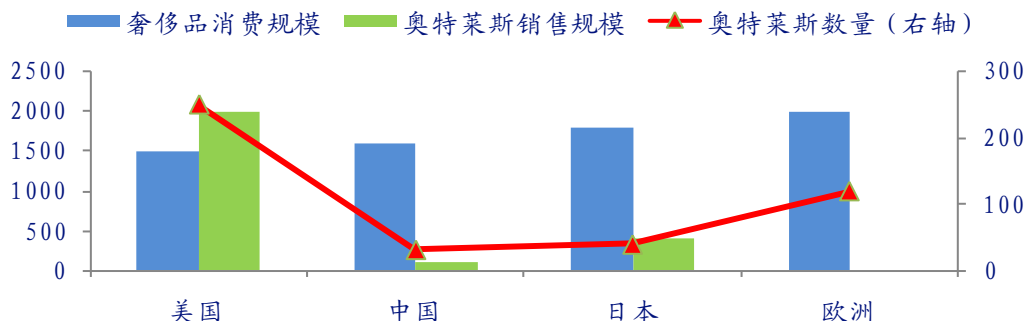
中国现代百货业经历了近三十年的发展，目前已步入相对成熟期，销售模式和商品结构均呈现高度趋同的迹象。随着我国步入消费升级的阶段，居民消费需求日益多元化，百货业仅以渠道的作用参与零售市场显然已经不能满足需求。此外人工成本和物业成本的上升也迫使行业需要重新寻找新的增长模式。我们认为，奥特莱斯、购物中心以及电子商务等业态已经具备高速发展的基础，有望成为零售公司增长的新源泉。

1、奢侈品市场扩容带动奥特莱斯发展

奥特莱斯业态的成长是需要一定的条件和土壤的。第一，奥特莱斯业态的出现必须要求知名品牌要达到一定的销售规模，市场中出现相当数量的过季或下架商品，这样才会需要一个专门的渠道来消化这些商品。其次，只有消费者对国际高端品牌具备较高的辨识力以及忠诚度时，奥特莱斯业态才有生存的空间。

我国高端消费品市场已经高速发展近十年，已经具备奥特莱斯蓬勃发展的土壤。2010年，我国消费者境内外奢侈品消费总额到1600亿元人民币，位居全球消费第二位，并有望在2011年成为全球第一大奢侈品消费国。但无论是从奥特莱斯的销售规模还是从门店数量来看，我国与欧美成熟市场相比都有很大差距，具备广阔的发展空间。

图9：我国奥特莱斯销售规模（亿元）及门店数量

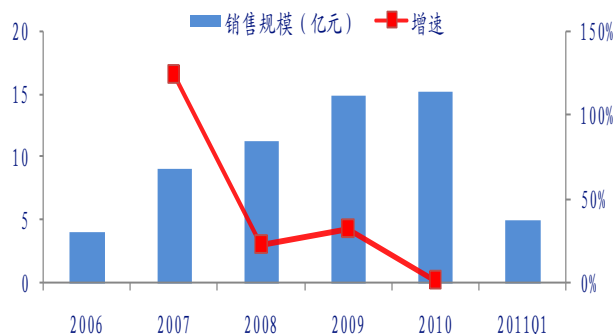


资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

目前，国内绝大部分奥特莱斯的运营主体是地产开发商，这种模式的劣势已经显现。首先，地产开发商获取短期利益的根本目的往往会导致奥特莱斯存在重销售轻服务、重招商轻管理的问题；其次，开发商不具备充足的服装品牌资源，只能依赖于外部招商，对品牌的掌控及组合能力较差，整体经营状况并不理想。

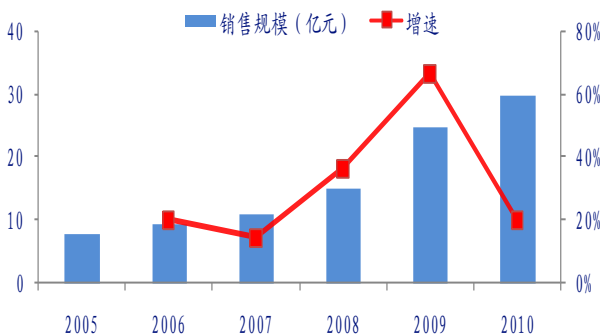
我们认为，百货行业的龙头企业在未来奥特莱斯业态的发展中具有较大优势，这些公司具备多年的高端品牌运营经验并拥有成熟的零售管理体系。以北京燕莎奥特莱斯和上海青浦奥特莱斯为例，这两家国内一线城市的奥特莱斯都是各自依托所在的燕莎集团和百联集团的强势资源支撑，得以在品牌招商上获得优异的表现。可见，奥特莱斯在成功零售企业的直接管理下，才能最大程度地保证整体的服务品质以及经营的稳定性。

图 10: 上海青浦奥特莱斯销售规模



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 11: 北京燕莎奥特莱斯销售规模



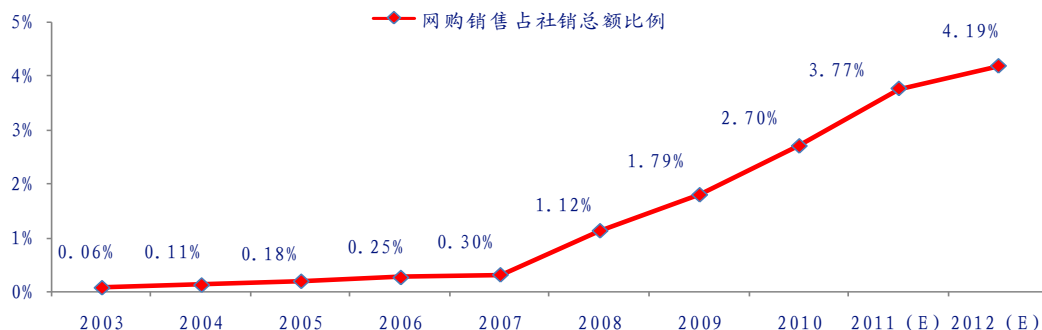
资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部整理

2、电子商务风生水起

1、网购销售规模显著提升

据统计, 2010 年中国网络购物市场交易规模接近 5000 亿元, 同比增速高达 90.1%, 占社会消费品零售总额比例为 2.7%, 网络购物用户规模达到 1.48 亿人, 网络购物占人均消费支出的比例为 30%, 而零售行业上市公司 2010 年营业收入总额为 4187.8 亿元。据艾瑞咨询预计, 2013 年网络购物规模将达到 12692.0 亿元, 占社会消费品零售总额的比例将上升为 6.5%。

图 12: 网购占社销比例日益增大 (%)



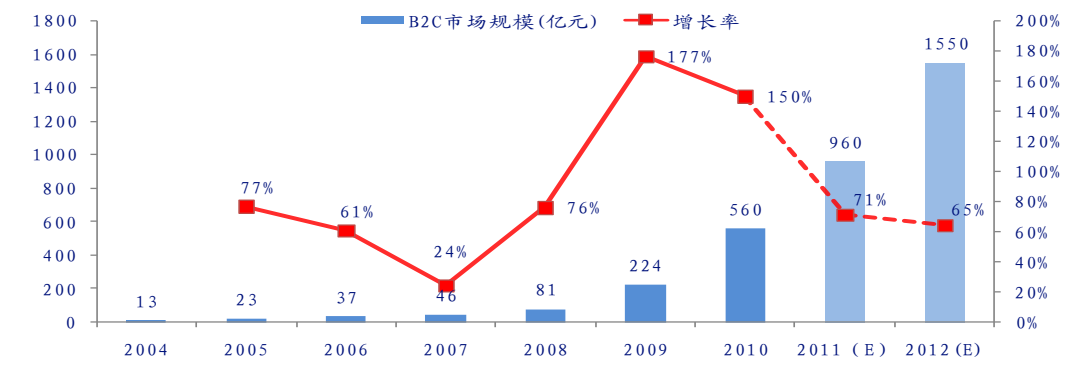
资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究部

2、B2C 市场空间巨大

中国电子商务 B2C 市场营收及用户数持续扩大, 用户在线消费的品类越加多元化, 客单价也连年提升, 这表明电子商务 B2C 已经成为中国传统行业产品多渠道推广的重要途径之一。但与欧美相比, B2C 销售比例以及客单价都仍旧很低, 这与电商相关配套基础设施仍未完善, 中国广大的三四线城市及农村地区还未接触到互联网, 以及平台企业还没有形成相对的垄断等不无关系。

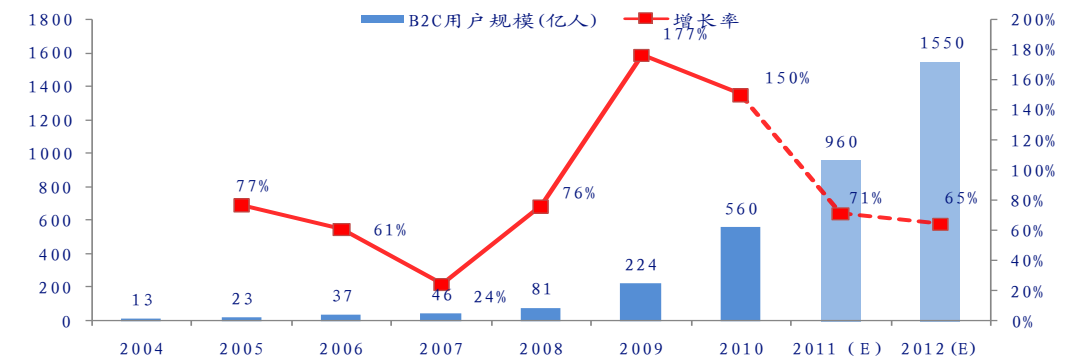
我们认为, 随着支付体系的日渐完善与持续发展, 以及十二五规划中物流体系的战略规划出台, 都将对电子商务 B2C 市场发展起到重要的促进作用。

图 13: 2004-2012 年中国 B2C 市场规模



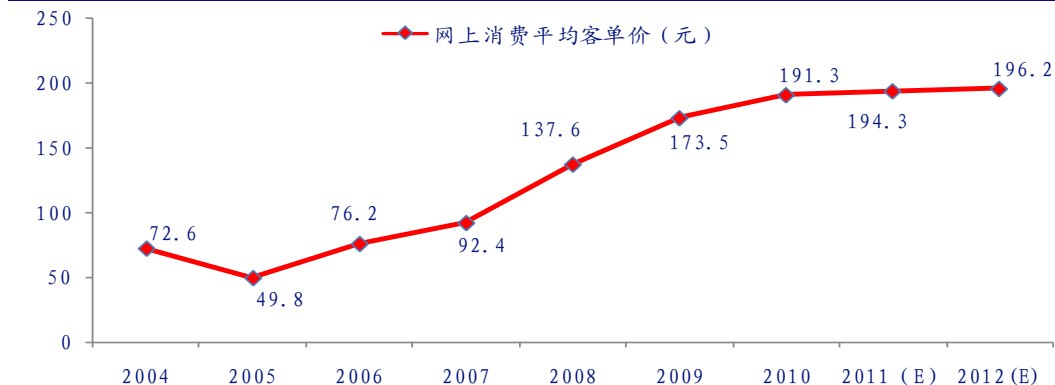
资料来源: 清科资本, 中国银河证券研究部整理

图 14: 2004-2012 年中国 B2C 用户规模



资料来源: 清科资本, 中国银河证券研究部整理

图 15: 网络购物客单价不断提升



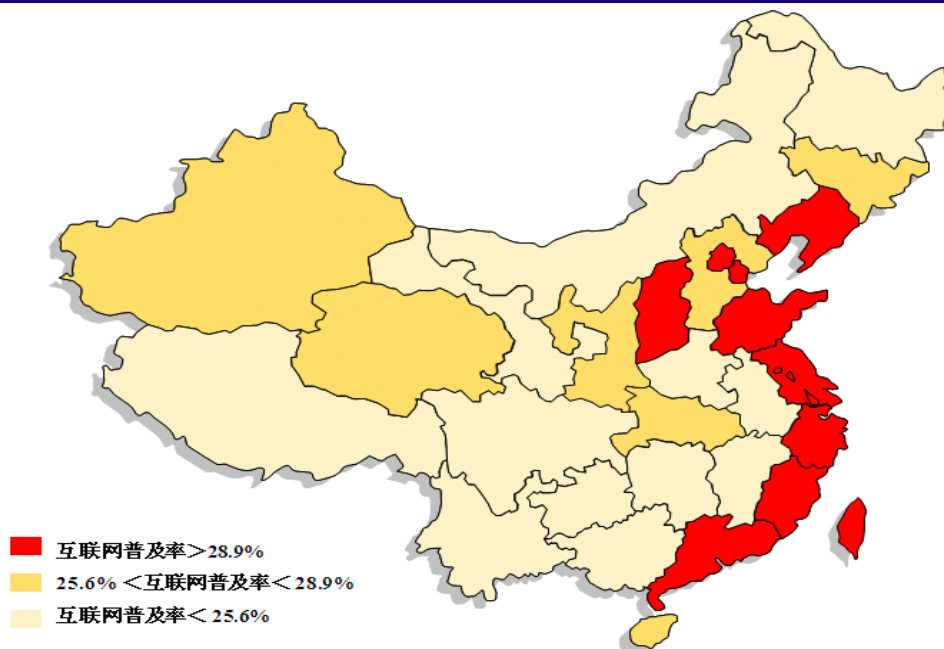
资料来源: 清科资本, 中国银河证券研究部整理

3、主战场转向二三四线城市

2010 年 12 月底, 中国互联网用户达到 4.6 亿。随着互联网的普及, 中国电子商务的主战场正向二三四线城市推进, 二三四线城市用户的消费能力和品牌认知正向一线城市靠拢, 但品牌商的传统渠道却难以覆盖二三四线城市。这种供需不平衡造成的市场真空地带, 为电子商务企业的发展带来绝好的发展空间。

因此对于传统零售企业而言，网上零售将成为零售市场日趋重要的组成部分，电子商务化是未来大势所趋，提早布局电子商务是抢占未来市场的关键。

图 16：二、三、四线城市是电子商务的主战场



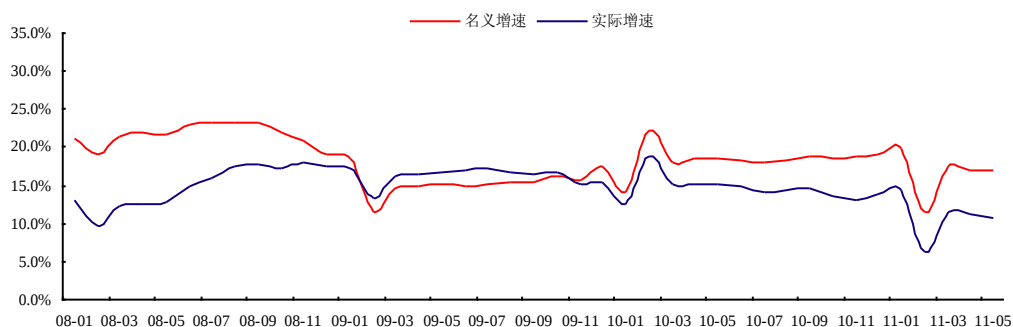
资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

二、行业平稳发展，通胀影响显现

(一) 行业进入稳定增长阶段

2011 年 1-5 月社会消费品零售总额名义增速为 16.6%，保持平稳增长，其中 5 月份增速为 16.9%，增速同比下降 1.8%。但在考虑物价因素的情况下，实际增速出现下滑，这主要是受到汽车关联消费和地产关联消费减速的影响。我们预计 2011 年社会消费品零售总额全年增速为 17-18%。

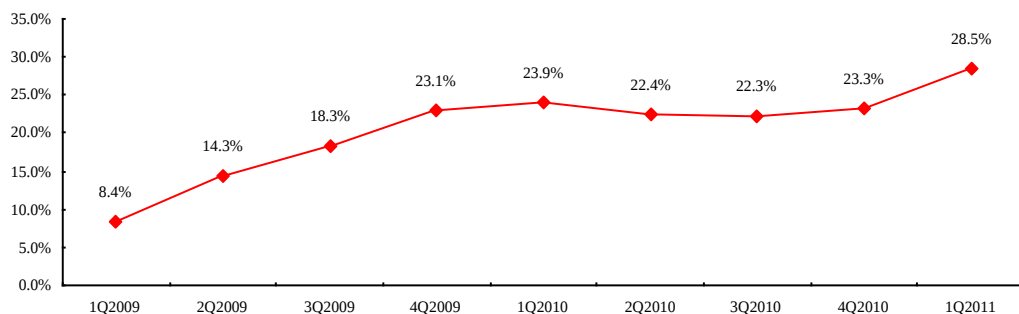
图 17: 社会消费品零售总额名义和实际增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

从零售市场看，金融危机后全国百家重点大型零售企业销售增速呈现逐季向上的趋势。2010 年全年增速为 23.3%，已恢复到金融危机前的水平。2011 年一季度增速达到 28.5%，增速同比提高 4.6%，相比 2010 年提高 5.2%，明显高于社会消费品零售总额和限额以上企业零售额 16.3%和 22.5%的增速。4 月份销售增速为 28.2%，增速同比提高 6.3%，金银珠宝产品销售大幅增长是最重要的推动力。

图 18: 全国百家重点大型零售企业销售季度增速 (%)



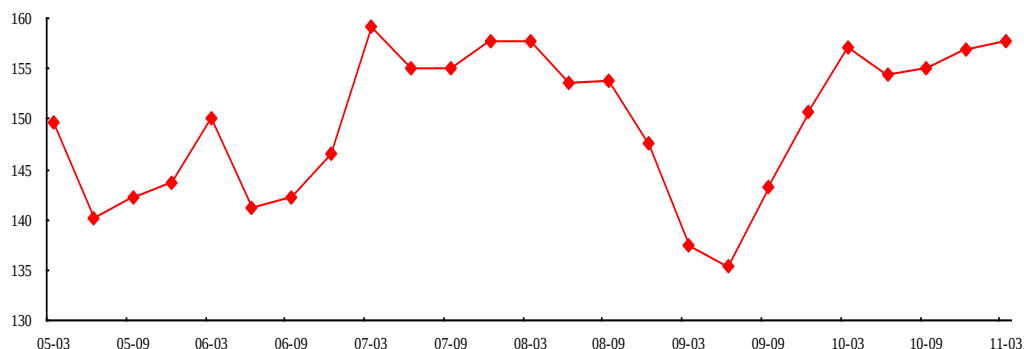
资料来源: 中华商业信息网, 中国银河证券研究部整理

从行业景气指数分析,零售行业景气指数在 2008 年四季度和 2009 年一季度出现大幅下降,随后开始迅速企稳回升,持续向上趋势明显。目前景气指数处于相对高位,继续保持较为平稳的状态。

2011 年一季度消费者信心指数达到 108,初步扭转了 2010 年三、四季度连续两季下跌的

趋势，这主要得益于居民收入预期和就业预期的好转。但受通货膨胀等因素的制约，消费者信心能否持续向上依然存在不确定性。

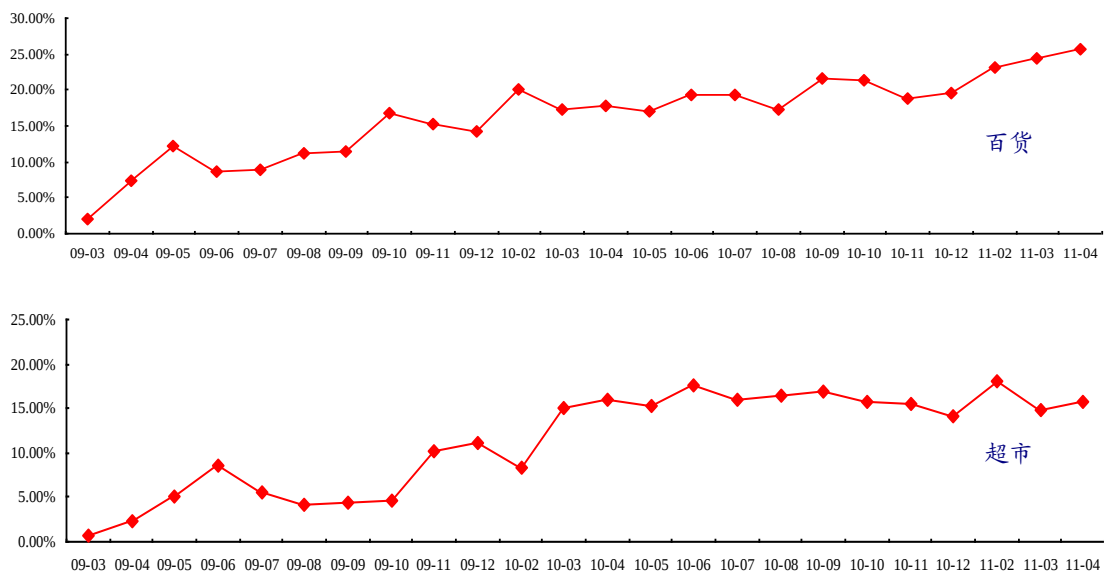
图 19: 零售行业景气指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

根据商务部重点商业企业监测数据,重点百货和超市企业 2011 年一季度销售增速环比上升,特别是百货企业加速趋势明显。

图 20: 国内重点零售企业销售增速 (%)

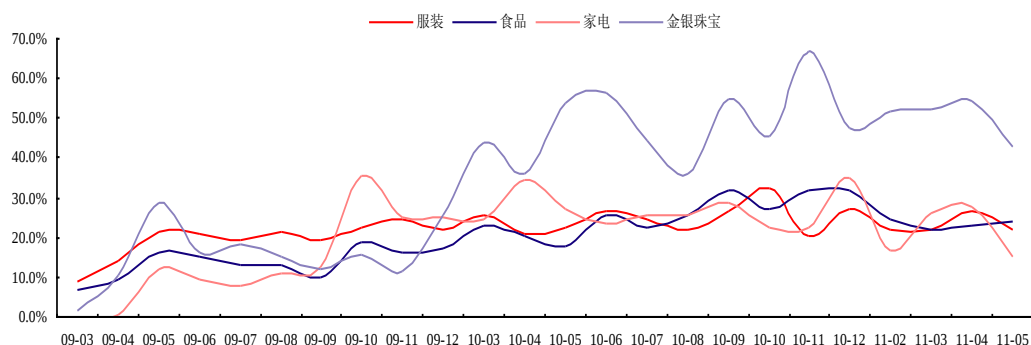


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

(二) 通胀成为行业重要影响因素

从分商品看,价格因素成为零售企业销售增长和结构变化的重要推动因素。受 CPI 高企的影响,2011 年一季度全国百家重点大型零售企业主要商品品类中食品 and 金银珠宝销售增速高于总体增速,服装、家电等商品销售增速同比出现下降。我们预计 2011 年通胀将很难有效缓解,对零售企业的影响将持续存在。

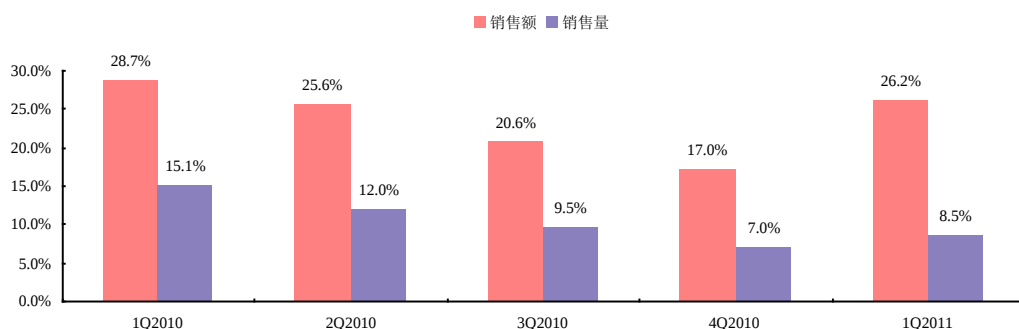
图 21: 限额以上企业服装、食品、家电和金银珠宝销售增速 (%)



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部整理

(1) 由于物价上涨引起居民消费支出向食品等商品品类集中, 2010 年服装销售额和销售量增速呈现逐季回落的趋势。2011 年一季度服装销售额增速为 26.2%, 增速同比下降 2.4%, 其中 3 月份销售增速为 19.2%, 增速同比下降 4.8%。服装销售量 2011 年一季度增速为 8.5%, 增速同比下降 7.1%, 放缓趋势较为明显, 但 4 月份销售量出现反弹, 达到 13.72%, 带动销售额增速达到 28.6%。我们预计 2011 年服装销售额增速将保持在 20-23%, 与 2010 年相比略有下降。

图 22: 全国百家重点大型零售企业 1Q2010-1Q2011 服装销售额和销售量增速 (%)



资料来源: 中华商业信息网, 中国银河证券研究部整理

(2) 食品销售受消费回暖和价格上涨的影响呈逐季加速的趋势, 2010 年 12 月增速达到 57.5%, 增速同比提高 46.8%。2011 年一季度增速为 33.9%, 增速同比提高 8.7%。5 月份 CPI 同比上涨 5.5%, 其中食品价格同比上涨 11.7%。在 2011 年 CPI 持续高企的情况下, 食品销售高增速将难以回落。

(3) 家电销售季节性特征较为明显。在家电下乡等消费刺激措施的推动下, 2010 年前三季度家电累计增速为 22.0%, 但 11-12 月增速分别降为 5.1%和 4.3%, 创出年内新低。2011 年一季度家电零售额同比增长 21.6%, 增速同比下降 2.3%, 其中 3 月份增速达到 29.3%, 相比 2 月份大幅回升, 但 4 月份增速降为 18.5%, 增速同比下降 17.9%。我们预计 2011 年家电销售增速为 15-18%。

(4) 2011 年一季度金银珠宝销售同比增长 60.5%, 增速同比提高 24.4%。4 月份同比增

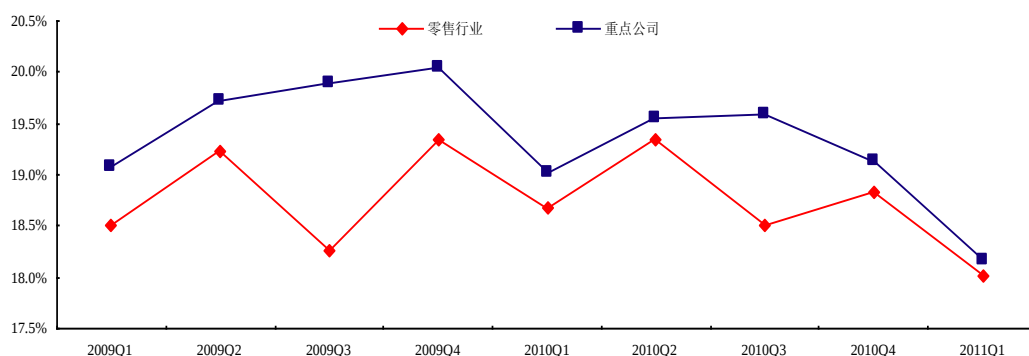
速为 60.3%，增速同比提高 26.5%。受国际黄金和白银市场回调影响，金银珠宝需求近期有放缓趋势。商务部监测 3000 家重点零售企业 2011 年 5 月金银珠宝销售增速为 37.2%，增速同比提高 5.8%，但环比下降 13.7%。

（三）2011 年行业增速预计为 20-23%

2011 年一季度零售行业上市公司营业收入同比上升 23.06%，其中百货和超市行业收入增速分别为 27.93%和 19.19%。相对于 2010 年 22.09%的收入增速，我们预计 2011 年行业收入增速不会出现趋势性的变化，将保持在 20-23%的水平，其中百货和超市行业收入增速将分别为 23-25%和 15-18%。

从毛利率水平看，在行业结构、商品结构和经营模式未出现重大变化的情况下，2008-2010 年行业综合毛利率基本保持在 18.5-19.5%之间波动。2011 年一季度超市行业毛利率与去年同期基本持平，而百货行业毛利率出现明显下降，导致 2011 年一季度行业综合毛利率为 18.02%。毛利率变化往往是由于打折促销活动引起的，但商品结构变化正日益成为影响行业毛利率水平的重要因素。

图 23：行业上市公司毛利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部整理

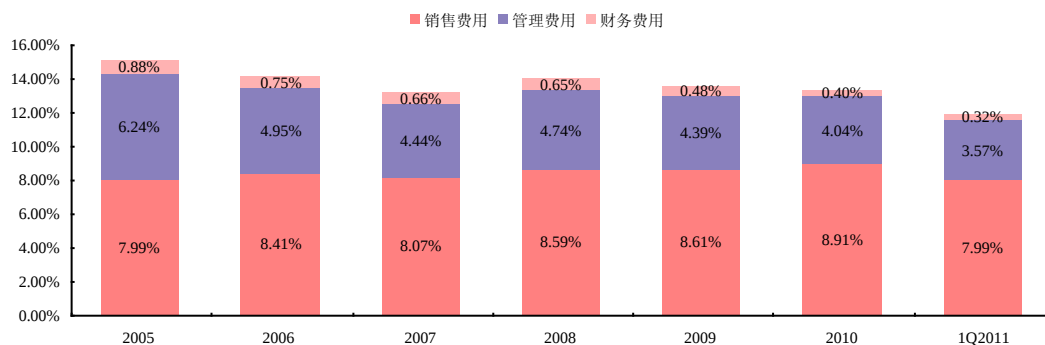
商品结构变化首先表现为金银珠宝和食品的比重迅速上升。全国百家大型零售企业 2011 年 1-2 月份食品比例为 15.6%，金银珠宝比例为 9.3%，对零售总额增长贡献率分别为 17.3%和 15.4%，同比分别提高 2.6%和 5.6%。而 1-2 月服装零售额比例为 32.6%，对零售总额增长贡献率同比下降 8.0%。

商品结构变化其次表现为商品高端化趋势明显。例如 2010 年高档大型零售企业服装零售额增速达到 31.2%，明显高于中档零售企业 19.2%和低档零售企业 18.4%的增速，比整体水平高出 10%。在服装市场集中度略有降低的情况下，高端品牌服装的市占率迅速提升。相应地，2010 年一线城市大型零售企业服装零售额同比增长 21.5%，近四年来首次超过全国水平，增速同比提高 9.6%。

从费用水平看，2010 年行业期间费用率为 13.35%，较 2009 年同期下降 0.13%。2010 年一季度期间费用率同比分别下降 0.46%。虽然人工成本和租金成本攀升的状况难以逆转，但随着行业进入稳定增长阶段，特别是随着收入规模的稳步扩大，期间费用率水平缓慢下降的趋势将会延续。我们预计 2011 年行业期间费用率将同比下降 0.3%-0.4%，从而将充分抵消毛利率

下滑对净利润率的影响。

图 24: 行业上市公司三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部整理

在不考虑非经常性损益的情况下, 基于行业收入增速为 20-23% 的假设, 我们预计 2011 年行业净利润增速将达到 25-28%。

(四) 行业在嬗变中蕴含投资机会

虽然可能的经济减速将对居民的消费信心产生负面影响, 但在国内经济不发生硬着陆的前提下, 我们预计行业稳定增长的趋势性将会延续。这除去居民强大的消费惯性外, 行业的驱动力还包括

- (1) 高端消费市场、特别是奢侈品市场的迅速成长;
- (2) 购物中心、奥特莱斯等新型业态的逐步成熟;
- (3) 区域不平衡带来的消费阶梯效应为企业外延发展提供空间。

但商品结构的变化和网络购物的冲击将影响行业毛利率水平, 人工成本和租金成本的上升将减缓期间费用率的下降, 而社会对进场费等问题的关注预示着行业经营模式的逐步改变。因此投资者应重点关注行业在嬗变中蕴含的机会。

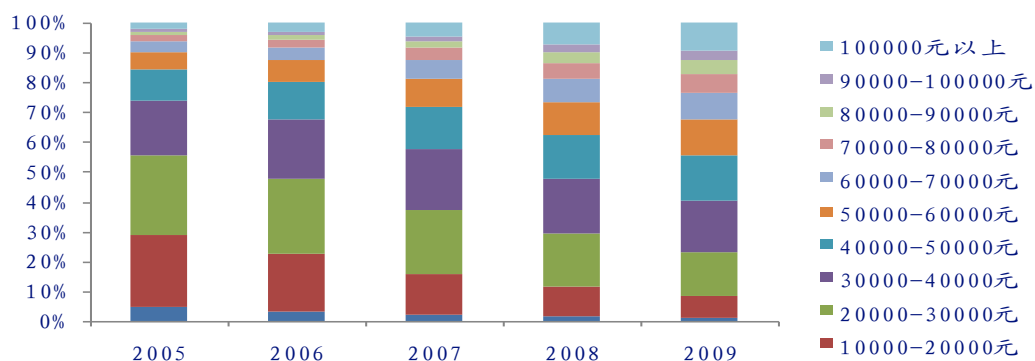
表 1: 收入增速和毛利率水平对行业净利润增速的敏感性分析

		收入增速						
		21.50%	22.00%	22.50%	23.00%	23.50%	24.00%	24.50%
毛 利 率	18.60%	21.50%	22.00%	22.50%	23.00%	23.50%	24.00%	24.50%
	18.70%	23.59%	24.10%	24.61%	25.12%	25.63%	26.14%	26.65%
	18.80%	25.69%	26.21%	26.72%	27.24%	27.76%	28.28%	28.79%
	18.90%	27.78%	28.31%	28.84%	29.36%	29.89%	30.41%	30.94%
	19.00%	29.88%	30.41%	30.95%	31.48%	32.02%	32.55%	33.09%
	19.10%	31.97%	32.52%	33.06%	33.60%	34.15%	34.69%	35.23%
	19.20%	34.07%	34.62%	35.17%	35.72%	36.28%	36.83%	37.38%

资料来源: 中国银河证券研究所

长远来看，中国将全面迎来消费升级的时代，消费者需求呈现多极化的提升趋势。零售行业若想提升在市场中的话语权，需要跳出单一渠道的角色定位，多元化品类结构，发挥多业态组合经营的优势，降低对少数高端品牌的依赖，回归“百货”的本质。只有完成由消费渠道向消费趋势引领者的角色转变，零售行业才能把握市场中的主动权。

图 25：中国居民可支配收入各区间比例



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部整理

三、关注基本面有改善预期的百货和超市公司

2011 年 1-6 月沪深 300 跌幅为 3.22%，而零售行业指数跌幅为 8.97%，落后市场 5.75%。而从基本面看，零售行业 2011 年上半年增速平稳，趋势并未发生明显的改变，虽然消费者信心指数仍处于低位，但行业全年增长较为确定。此外，近期的调整使行业估值溢价大幅下降，估值压力得到释放，行业重点公司 PE 已处于历史相对低位。我们认为，零售行业 2011 年下半年投资回报将超越市场，给予“谨慎推荐”的投资评级。

在投资机会的选择上，建议投资者应重点关注拥有新兴商业模式、基本面有改善预期的百货公司友阿股份、西单商场，以及供应链改造效果释放，迎来业绩拐点的超市公司步步高。

四、重点关注公司

(一) 步步高 (002251): 供应链改造效果释放, 业绩迎来拐点

关键指标预测	投资评级 推荐				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5725	6770	8937	11797	15807
EBITDA(百万元)	274	296	397	528	827
净利润(百万元)	166	171	223	290	398
摊薄 EPS(元)	0.61	0.63	0.83	1.07	1.47
PE(X)	38.0	36.8	28.0	21.7	15.8
EV/EBITDA(X)	21.4	20.7	14.8	10.9	6.3
PB(X)	4.0	4.0	3.5	3.0	2.4
ROIC	9.2%	8.3%	11.3%	13.4%	15.5%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

驱动因素、关键假设及主要预测:

- (1) 2011-2013 年每年公司新开超市门店 15 家左右, 百货门店 3 家左右;
- (2) 2011-2013 年超市业务收入复合增长率为 35%, 百货业务收入复合增长率 20%;
- (3) 2011-2013 年毛利率维持在 20.4% 的水平, 期间费用率维持在 16% 以上的水平。

我们与市场不同的观点

市场普遍认为由于公司在湖南省内的扩张速度有放缓迹象, 新开店培育期超出预期。

我们认为公司聘请专业外资团队, 花费近一年的时间对超市事业部的供应链改造升级, 对与公司的未来发展具有战略意义, 提升了公司核心竞争力。门店标准化程度的推进, 以及供应链效率的提升, 为公司今后的快速复制式开店打下了优质的基础, 同时也将缩短新开门店的培育期。今年公司供应链整合将基本完成, 改造后门店的同店增速将有所提升, 新开门店的培育期望缩短, 公司业绩将迎来拐点。

公司估值与投资建议

综合 DCF 以及市盈率估值, 我们认为公司股票的合理估值在 28-30 元之间, 给予“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂

供应链整合效果释放, 同店增速保持高增长, 新店培育期缩短。

主要风险因素

- (1) 超市及百货门店扩张速度放缓;
- (2) 新开门店培育期延长。

表 2: 步步高报表和主要财务指标预测表

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	701	611	807	1065	2342	营业收入	5725	6770	8937	11797	15807
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	4602	5384	7114	9390	12583
应收账款	15	25	23	31	87	营业税金及附加	34	51	67	88	119
预付款项	196	446	776	1212	1796	销售费用	778	998	1296	1699	2260
其他应收款	168	170	225	296	397	管理费用	113	131	172	228	305
存货	577	840	877	1158	483	财务费用	-22	-17	-8	5	5
其他流动资产	0	28	28	28	28	资产减值损失	4	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	916	1173	1040	1155	1209	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	126	89	209	205	152	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	215	220	296	387	536
无形资产	107	145	40	34	28	营业外收支净额	14	15	10	10	10
长期待摊费用	224	281	133	114	95	税前利润	229	235	306	397	546
资产总计	3042	3819	4162	5302	6622	减: 所得税	63	64	83	107	147
短期借款	0	200	0	0	0	净利润	166	171	223	290	398
应付票据	209	255	337	445	596	归属母公司净利	165	171	223	290	398
应付账款	734	969	1262	1666	2233	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	254	341	455	605	807	基本每股收益	0.61	0.63	0.83	1.07	1.47
应付职工薪酬	38	50	50	50	50	稀释每股收益	0.61	0.63	0.83	1.07	1.47
应交税费	-16	49	49	49	49	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他应付款	262	326	326	326	326	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	10.1%	18.3%	32.0%	32.0%	34.0%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	1.9%	4.8%	38.8%	36.1%	38.0%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	1.5%	3.4%	30.6%	29.7%	37.6%
负债合计	1481	2253	2544	3208	4130	盈利性					
股东权益合计	1561	1566	1789	2079	2477	销售毛利率	19.6%	20.5%	20.4%	20.4%	20.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
净利润	166	171	223	290	398	ROE	10.6%	10.9%	12.5%	13.9%	16.1%
折旧与摊销	76	89	102	114	123	ROIC	9.2%	8.3%	11.3%	13.4%	15.5%
经营活动现金流	305	264	395	277	1382	估值倍数					
投资活动现金流	-403	-202	-200	-200	-100	PE	38.0	36.8	28.0	21.7	15.8
融资活动现金流	76	18	1	182	-5	P/S	1.1	1.0	0.7	0.6	0.4
现金净变动	-22	79	196	258	1277	P/B	4.0	4.0	3.5	3.0	2.4
期初现金余额	954	701	611	807	1065	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	931	780	807	1065	2342	EV/EBITDA	21.4	20.7	14.8	10.9	6.3

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部预测

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

步步高集团始创于 1995 年，立足于中小城市，以密集式开店、多业态、跨区域的发展模式向消费者提供零售服务。目前拥有超市、百货、电器、餐饮、大型商业地产等业态，并拥有湘中南零售业最大的现代化物流中心。连锁门店遍及湖南各地州市以及江西部分地区，截至 2010 年底，多业态门店共计 162 家。

2011 年公司将继续深入挖掘品牌优势，以密集式开店发展模式发挥协同效应，提升市场份额。公司斥资 4 亿元打造的营业面积达 10 万平米的步步高广场长沙店，招商工作已经展开，显示了公司进军长沙百货业战略的实质推进。而地处长株潭腹地的物流中心也有望在 2011 年下半年投入使用，为公司巩固优势区域提供了有力保障。此外，公司在江西业务极有可能在今年实现扭亏为盈，这一标志性时刻的来临非常有利于公司树立信心，为未来的省外扩张埋下伏笔。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 3.6
优势	供应链整合提升公司运营效率 省内渠道下沉较早，具有较高的市占率	分值: 4.0
劣势	公司百货经营经验能力有待提升 物流体系还不完善，省外扩张受制约	分值: 3.0
机会	省内扩张仍具备较大发展空间 供应链整合完毕，开店速度将出现提升	分值: 4.0
威胁	内外资超市在同一市场加速布局	分值: 3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.6
供应商力量	公司经营规模扩大，对供应商的议价能力增强	分值: 4.0
新进入壁垒	公司拥有一定的品牌知名度，但行业进入壁垒较低	分值: 3.0
客户力量	客户选择性较强，对服务的要求不断提高	分值: 3.0
替代产品	便利店及农贸市场对超市有一定替代性	分值: 4.5
竞争对手	内外资超市竞争较为激烈	分值: 3.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(二) 友阿股份 (002277): 内生式增长推升公司业绩

关键指标预测	投资评级 推荐				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2747	3564	4811	6591	7233
EBITDA(百万元)	219	296	423	732	759
净利润(百万元)	151	220	303	485	487
摊薄 EPS(元)	0.77	0.62	0.86	1.31	1.38
PE(X)	27.3	34.0	24.6	16.1	15.3
EV/EBITDA(X)	10.5	24.1	15.7	8.2	6.9
PB(X)	2.7	4.2	3.6	2.9	2.4
ROIC	9.8%	11.8%	14.7%	19.6%	16.3%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

驱动因素、关键假设及主要预测:

- (1) 2011-2012 年收入增速分别为 35%、37.0%;
- (2) 2011-2012 年期间费用率年均下降 0.5-1.0%;
- (3) 天津奥特莱斯于 2012 年开业。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司门店主要集中于长沙地区, 市场占有率达到 40%, 因此业绩提升空间受到限制。

我们认为公司立足于长沙地区, 依托长沙向省内二三线城市扩展。友谊商城等门店通过品牌结构调整不断挖掘内生增长的潜力, 2011 年一季度收入增长 37%, 期间费用率明显下降至 4.83%, 充分显示了公司的内部管理能力和市场控制能力。我们预计 2011-2012 年现有门店仍将保持较高增速。长沙“奥特莱斯”主题购物广场和天津滨海“奥特莱斯”将成为公司重要的利润增长点。

公司估值与投资建议:

综合 DCF 以及市盈率估值, 我们认为公司股票的合理估值在 28-30 元之间, 给予“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂:

- (1) 公司同店增速维持高增长;
- (2) 长沙奥特莱斯业绩增长超出预期;

主要风险因素:

- (1) 奥特莱斯项目经营低于预期;
- (2) 春天百货扩建未能如期完成。

表 3: 友阿股份报表和主要财务指标预测表

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1521	1337	1805	2473	2776	营业收入	2747	3564	4811	6591	7233
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2215	2898	3907	4944	5858
应收账款	15	15	26	36	40	营业税金及附加	32	40	53	303	80
预付款项	36	432	966	1642	2443	销售费用	145	164	212	303	333
其他应收款	17	19	26	35	38	管理费用	155	184	236	330	304
存货	59	267	150	190	225	财务费用	-3	-15	0	19	10
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	91	190	190	190	190	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	582	550	13	28	44	投资收益	0	7	0	0	0
在建工程	2	51	13	16	18	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	203	299	404	693	649
无形资产	136	151	130	126	123	营业外收支净额	-1	-4	0	0	0
长期待摊费用	171	144	106	91	76	税前利润	202	296	404	693	649
资产总计	2634	3259	3425	4827	5973	减: 所得税	51	76	101	208	162
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	151	220	303	485	487
应付票据	70	87	118	149	177	归属母公司净利	150	216	299	457	480
应付账款	338	477	634	802	950	少数股东损益	1	4	4	28	7
预收款项	531	765	1081	1513	1987	基本每股收益	0.77	0.62	0.86	1.31	1.38
应付职工薪酬	37	52	52	52	52	稀释每股收益	0.77	0.62	0.86	1.31	1.38
应交税费	2	-25	-25	-25	-25	财务指标					
其他应付款	113	117	117	117	117	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	23.8%	29.8%	35.0%	37.0%	9.7%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	15.0%	38.7%	45.6%	76.1%	-7.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	24.6%	44.5%	38.4%	52.9%	5.1%
负债合计	1134	1508	2026	2681	3340	盈利性					
股东权益合计	1519	1751	2054	2539	3026	销售毛利率	19.4%	18.7%	18.8%	25.0%	19.0%
现金流量表						销售净利率	5.4%	6.1%	6.2%	6.9%	6.6%
净利润	151	220	303	485	487	ROE	9.9%	13.0%	15.2%	18.9%	16.6%
折旧与摊销	82	19	19	20	21	ROIC	9.8%	11.8%	14.7%	19.6%	16.3%
经营活动现金流	462	1	414	444	333	估值倍数					
投资活动现金流	7	-109	-20	-20	-20	PE	27.3	34.0	24.6	16.1	15.3
融资活动现金流	883	15	74	244	-10	P/S	1.5	2.1	1.5	1.1	1.0
现金净变动	1352	-94	468	668	303	P/B	2.7	4.2	3.6	2.9	2.4
期初现金余额	412	1521	1337	1805	2473	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1764	1427	1805	2473	2776	EV/EBITDA	10.5	24.1	15.7	8.2	6.9

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部预测

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

公司是长沙市乃至湖南省最大的百货零售企业，门店数量、经营面积远远超过当地主要竞争者，在长沙市大型百货店的市场份额 2007 年和 2008 年分别为 35.8%、38.2%，目前已达到 40% 左右。旗下百货商场拥有包括“友谊”、“阿波罗”、“家润多”、“春天百货”等多个著名百货品牌，其中友谊商店是商务部评定的全国 35 家“金鼎店”之一，是湖南省唯一一家被评为“金鼎店”的百货商场。公司百货门店覆盖长沙市五大商圈之主要四个，区位优势得天独厚，并且公司拥有旗下近半数百货商场物业的产权，并与 1,000 余家国际和国内的知名品牌供应商建立了良好的长期合作关系，因此具有强大的招商能力和稳定的供应渠道。公司的核心管理团队具有丰富的百货业管理经验。

随着公司完成对中山集团的收购，春天百货扩建升级将在 2011 年展开，这有利于增强公司在长沙百货市场的王者地位。此外，奥特莱斯项目将逐步成为公司业绩增长的新引擎，并且成为公司进行商业模式跨区复制的重要途径。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	在长沙地区零售市场具有很强的市场控制力 市场定位差异化，覆盖客户范围广 门店内生增长能力很强	分值: 4.5
劣势	门店主要集中于长沙地区 部分门店经营受面积限制	分值: 3.5
机会	天津“奥特莱斯”开业 春天百货扩建 向湖南二三线城市扩张	分值: 4.5
威胁	行业竞争压力加大 “奥特莱斯”项目经营可能低于预期	分值: 4.0

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 3.8
供应商力量	随着公司经营规模扩大，对供应商的议价能力不断增强	分值: 4.0
新进入壁垒	公司拥有品牌、规模和地域优势，进入壁垒较高	分值: 4.0
客户力量	客户选择性较强，对细分市场的要求不断提高	分值: 3.5
替代产品	其它业态对百货替代效应较低	分值: 4.0
竞争对手	长沙地区竞争对手相对较弱	分值: 4.0

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

(三) 西单商场 (600723): 优势互补, 协同发展

关键指标预测	投资评级 推荐				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2486	2993	12584	15433	18413
EBITDA(百万元)	110	124	870	1114	1403
净利润(百万元)	30	40	372	467	585
摊薄 EPS(元)	0.07	0.10	0.56	0.71	0.89
PE(X)	165.8	126.0	21.6	17.2	13.8
EV/EBITDA(X)	12.5	21.3	6.5	4.4	2.8
PB(X)	2.5	4.2	3.0	2.4	1.9
ROIC	7.20%	9.20%	10.20%	12.40%	14.60%

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部预测

驱动因素、关键假设和主要预测:

重组后的公司在经营业态方面覆盖更加全面, 形成互补, 提升了整体竞争力。公司通过共享供应商、共享品牌、共享管理经验, 有望扩展公司的盈利空间, 为公司长期稳定增长打下坚实基础, 公司市场份额有望进一步提高, 我们预计 2011-2012 年营业收入增速将分别达到 20.2% 和 18.8%。

我们与市场的不同观点:

市场普遍认为北京地区商业竞争激烈, 新物业选择比较困难, 整合需要时间较长, 因此未来发展空间有限。

我们认为西单商场和新燕莎控股在市场定位上优势互补, 收购完成后上市公司将形成多品牌、多业态的立体化商业运营态势, 通过共享供应商、共享品牌、共享管理经验等方式扩展盈利空间, 公司市场地位和竞争能力将显著提高。

公司估值与投资建议:

综合 DCF 以及市盈率估值, 我们认为公司股票的合理估值在 16-18 元之间, 给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

重组后的公司发挥规模优势, 对渠道的控制力有所提升, 与供应商的议价能力增强。燕莎金源 Shopping Mall 以及燕莎奥特莱斯 C 座销售增速超出预期。

主要风险因素:

- (1) 线上零售业对传统零售业的挤压;
- (2) 商业地产租金价格出现大幅上涨;
- (3) 异地扩张风险。

表 4: 西单商场报表和主要财务指标预测表

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2329	2662	3146	4167	5524	营业收入	2486	2993	12584	15433	18413
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1931	2343	9836	12079	14443
应收账款	48	46	138	169	202	营业税金及附加	20	27	101	123	147
预付款项	23	25	35	47	61	销售费用	121	116	700	832	945
其他应收款	27	34	101	123	147	管理费用	346	426	1128	1343	1544
存货	254	234	808	993	1187	财务费用	11	8	25	46	74
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	523	485	584	609	709	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	107	153	177	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	55	71	795	1009	1260
无形资产	355	342	359	359	187	营业外收支净额	-5	-4	0	0	0
长期待摊费用	60	68	46	39	33	税前利润	50	68	795	1009	1260
资产总计	1875	1956	5474	6811	8379	减: 所得税	14	21	223	282	353
短期借款	72	50	311	366	385	净利润	35	47	572	726	907
应付票据	5	9	32	40	47	归属母公司净利	30	40	372	467	585
应付账款	300	305	808	993	1187	少数股东损益	5	7	200	259	322
预收款项	117	149	526	835	1203	基本每股收益	0.07	0.10	0.56	0.71	0.89
应付职工薪酬	81	71	571	571	571	稀释每股收益	0.07	0.10	0.56	0.71	0.89
应交税费	17	23	23	23	23	财务指标					
其他应付款	129	141	391	391	391	成长性					
其他流动负债	0	0	96	124	154	营收增长率	6.9%	20.4%	320.5%	22.6%	19.3%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	124.3%	19.4%	913.4%	28.7%	26.4%
预计负债	0	3	3	3	3	净利润增长率	-	31.5%	836.0%	25.6%	25.3%
负债合计	721	755	2765	3350	3969	盈利性					
股东权益合计	1154	1201	2664	3391	4298	销售毛利率	22.3%	21.7%	21.8%	21.7%	21.6%
现金流量表						销售净利率	1.2%	1.3%	3.0%	3.0%	3.2%
净利润	35	47	572	726	907	ROE	2.8%	2.5%	20.3%	29.2%	18.4%
折旧与摊销	43	43	50	59	70	ROIC	7.20%	9.20%	10.20%	12.40%	14.60%
经营活动现金流	105	169	1655	1110	1385	估值倍数					
投资活动现金流	53	-45	-200	-200	-200	PE	165.8	126.0	21.6	17.2	13.8
融资活动现金流	1833	208	174	111	172	P/S	2.0	1.7	0.6	0.5	0.4
现金净变动	1990	332	1629	1021	1357	P/B	2.5	4.2	3.0	2.4	1.9
期初现金余额	339	2329	2662	3146	4167	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2329	2662	4291	4167	5524	EV/EBITDA	12.5	21.3	6.5	4.4	2.8

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部预测

公司战略与竞争力分析

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

西单商场是北京久负盛名的老字号商业企业,新燕莎控股这一优质商业零售资产注入上市公司后,有利于提升公司整体的资产质量和盈利能力,西单商场原有业务的经营有望得到改善,燕莎集团的购物中心和奥特莱斯业务发展将获得融资平台。西单商场和新燕莎控股均为立足北京、面向全国的商业零售企业,目前西单商场的业态主要为大众时尚百货和专营专卖,新燕莎控股的业态主要为都市高端百货、社区休闲购物中心、奥特莱斯名品折扣和大型综合购物中心。西单商场和新燕莎控股在市场定位上优势互补,本次重组完成后上市公司将形成多品牌、多业态的立体化商业运营态势,市场地位和竞争能力将显著提高。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.6
优势	涵盖了多个零售经营业态,拥有“西单”、“燕莎”及“贵友”等具有较高知名度的品牌,具有本地和异地扩张的成熟经验和有利条件。	分值: 5.0
劣势	自有物业比例较低,商业房产的价格和租金不断上涨侵蚀部分利润。	分值: 4.0
机会	发挥集团规模优势,提升对供应商的议价能力;进行异地扩张,扩大市场份额。	分值: 4.5
威胁	百货行业集中度提高,发展空间受到挤压。	分值: 4.0

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.3
供应商力量	随着公司经营规模扩大,对供应商的议价能力不断增强。	分值: 4.0
新进入壁垒	大型百货拥有地域和品牌优势,进入壁垒较高。	分值: 4.5
客户力量	客户选择性较强,对服务的要求不断提高。	分值: 4.5
替代产品	专卖店对部分中高端商品具有一定的替代性。	分值: 4.0
竞争对手	竞争激烈,但各商场有独特的市场定位和目标客户。	分值: 4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 表示未来变差

插图目录

图 1: 各国零售行业对比 (美元)	1
图 2: 中国奢侈品消费保持高速增长	1
图 3: 亚洲市场独树一帜, 日本市场依旧低迷	2
图 4: 境外奢侈品消费占比超过 50% (单位: 人民币亿元)	2
图 5: 部分奢侈品牌开店速度	3
图 6: 国内奢侈品消费品类、品牌仍较为单一	3
图 7: 二三线城市具备奢侈品消费实力	4
图 8: 二三线城市将成为奢侈品增长最快的区域	4
图 9: 我国奥特莱斯销售规模 (亿元) 及门店数量	5
图 10: 上海青浦奥特莱斯销售规模	6
图 11: 北京燕莎奥特莱斯销售规模	6
图 12: 网购占社销比例日益增大 (%)	6
图 13: 2004-2012 年中国 B2C 市场规模	7
图 14: 2004-2012 年中国 B2C 用户规模	7
图 15: 网络购物客单价不断提升	7
图 16: 二、三、四线城市是电子商务的主战场	8
图 17: 社会消费品零售总额名义和实际增速 (%)	9
图 18: 全国百家重点大型零售企业销售季度增速 (%)	9
图 19: 零售行业景气指数	10
图 20: 国内重点零售企业销售增速 (%)	10
图 21: 限额以上企业服装、食品、家电和金银珠宝销售增速 (%)	11
图 22: 全国百家重点大型零售企业 1Q2010-1Q2011 服装销售额和销售量增速 (%)	11
图 23: 行业上市公司毛利率 (%)	12
图 24: 行业上市公司三项费用率 (%)	13
图 25: 中国居民可支配收入各区间比例	14

表格目录

表 1: 收入增速和毛利率水平对行业净利润增速的敏感性分析	13
表 2: 步步高报表和主要财务指标预测表	17
表 3: 友阿股份报表和主要财务指标预测表	20
表 4: 西单商场报表和主要财务指标预测表	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908