

零售行业

行业评级：看好

2010 年 6 月 28 日

2011 年下半年投资策略

——估值压力消失，迎来中长期布局机会

深度研究

近一年零售行业与大盘走势图



研究员：樊慧远

执业证书号 S0760210080005

010-82190365

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：北京市海淀区大柳树路 17 号 富海大厦
808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **行业维持稳定增长态势。**从国家统计局、中华商业信息中心、商务部三个口径来看，零售行业 2011 年上半年维持稳定增长态势。估计行业全年业绩增速还将保持在 25%左右，优质企业仍可达到 35%以上。
- **控制物价水平成为保证消费信心的关键。**我们判断二季度零售企业的销售量增速将比一季度小幅放缓，但预计销售价格的提升将可以弥补这部分影响。我们认为较快同店增长可以覆盖商业物业租金和劳动力成本刚性上涨带来的影响，估计行业全年业绩增速还将保持在 25%左右，优质企业仍可达到 35%以上。
- **市场集中度尚有较大提升空间。**区域内强势零售企业具有较强的议价能力，呈现出强者恒强的态势。而中小零售商从购货价格上就处于劣势，在销量和销售价格上无法与大零售商抗衡，行业内企业间兼并重组将不可避免，行业集中度提升空间较大。
- **网购对传统零售商是机遇还是挑战？**长期来看，我们认为网上购物这种新业态的蓬勃发展对传统零售商来说是机遇大于挑战，随着传统零售商网上购物平台的逐渐成熟，有望成为其一个新的增长亮点。
- **超市行业竞争环境不容乐观。**外资企业在大卖场业态逐渐占据主导地位。无论是从数量规模上，还是从经营效率上，外资大型超市都要明显强于内资。我们认为短期国内的超市行业很难在激烈的竞争中脱颖而出。
- **高端百货将受益于奢侈品消费崛起。**目前，高端百货仍是二、三线城市消费者购买奢侈品的主要渠道，我们看好奢侈品爆发性增长带给高端百货的快速发展机会。
- **投资建议。**我们给予行业“看好”评级，给予百货、家电连锁零售子行业“看好”评级，给予超市子行业“中性”评级。重点关注成商集团、重庆百货、小商品城、合肥百货、大东方等上市公司。

目录

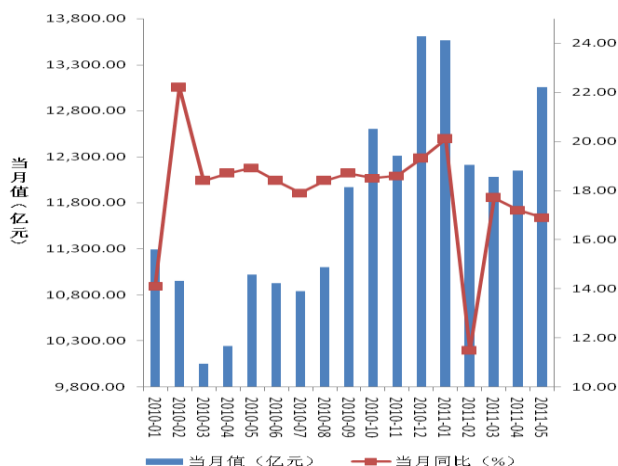
1 行业维持稳定增长态势	1
1.1 国家统计局口径	1
1.2 中华全国商业信息中心口径	1
1.3 商务部口径	2
2 控制物价水平成为保证消费信心的关键	3
3 市场集中度尚有较大提升空间	4
4 网购对传统零售商是机遇还是挑战？	5
4.1 中国网购市场飞速发展	5
4.2 电子网站数量高增长，受风投资金追捧	6
4.3 未来网购市场空间广阔	7
4.4 传统零售企业开始涉足电子商务，具有后发优势	7
5 超市行业竞争环境不容乐观	8
6 高端百货将受益于奢侈品消费崛起	9
6.1 中国奢侈品消费进入黄金发展时期	9
6.2 中国奢侈品消费群体崛起	10
7 投资建议	10
7.1 给予行业“看好”评级	10
7.2 重点关注公司	13
8 风险因素	19

图目录

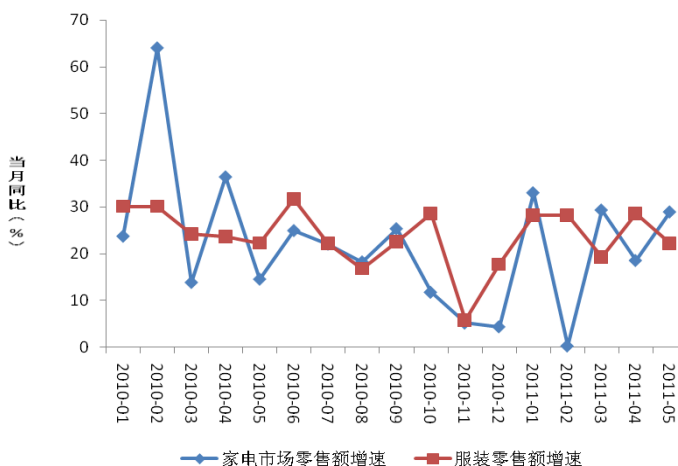
图表 1 商品零售社会消费品零售总额增长情况.....	1
图表 2: 中华全国商业信息中心监测数据 (%)	1
图表 3: 商务部千家核心商业企业按业态分销售状况.....	2
图表 4: 商务部重点零售企业按商品分零售额增长 (%)	2
图表 5: CPI 指数 (%)	3
图表 6: 消费者信心指数	3
图表 7: 中国网民规模	5
图表 8: 中国互联网普及率 (%)	5
图表 9: 中国 B2C 网上零售市场规模	6
图表 10: 网上支付交易规模	6
图表 11: 网购规模	6
图表 12: 新兴市场前五大零售商市场占有率 (%)	4
图表 13: 百强企业销售占社会消费品零售总额比重 (%)	4
图表 14: 百强企业销售占比分布 (%)	4
图表 15: 销售额超百亿企业 (家)	4
图表 16: 2010 年外资企业 VS 百强企业扩张速度 (%)	8
图表 17: 中国奢侈品消费预测走势 (亿美元).....	9
图表 18: 2010 年各国奢侈品消费市场份额 (%)	10
图表 19: 2010 年中国内地奢侈品消费排名 (亿元)	10
图表 20: 各行业年初至今涨幅 (%)	11
图表 21: 零售行业 TTM 估值水平 (倍)	12

1 行业维持稳定增长态势

图表 1 商品零售社会消费品零售总额增长情况



图表 2: 中华全国商业信息中心监测数据 (%)



资料来源: wind、中华全国商业信息中心、山西证券研究所

1.1 国家统计局口径

5 月份社会消费品零售总额 14697 亿元, 同比增长 16.9%, 比 4 月份回落 0.2 个百分点。其中, 限额以上企业(单位)消费品零售额 6787 亿元, 增长 22.7%。1-5 月份, 社会消费品零售总额 71268 亿元, 同比增长 16.6%, 增速比 1-4 月份加快 0.1 个百分点。从环比看, 5 月份社会消费品零售总额增长 1.28%。

1.2 中华全国商业信息中心口径

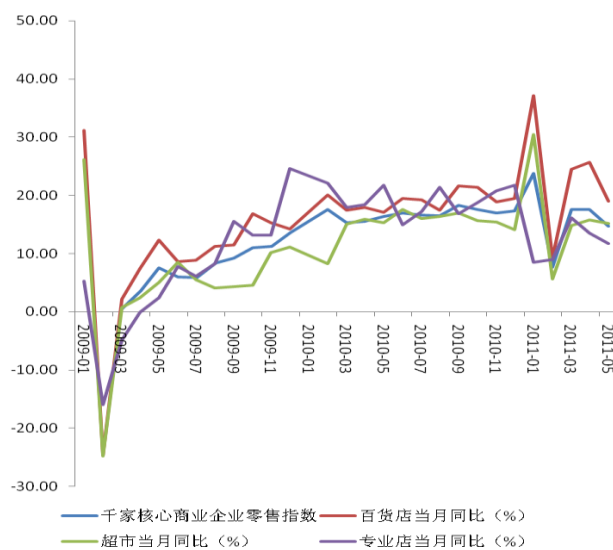
根据中华全国商业信息中心的统计, 2011 年 5 月份, 全国百家重点大型零售企业商品零售额实现同比增长 25.38%, 增速相比去年同期加快了 8.36 个百分点, 但与今年前四个月累计增速相比, 却出现 3.18 个百分点的下滑。此外, 5 月份零售额增速快于同期社会消费品零售总额增速 8.48 个百分点, 比 4 月份缩小 2.64 个百分点; 比同期限额以上企业消费品零售额增速高出 2.68 个百分点, 比 4 月份缩小 2.14 个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计, 全国百家重点大型零售企业 5 月份家电零售额同比增长 28.9%, 增速比 2010 年同期提高 14.4 个百分点, 比 2011 年 4 月份增速提高 10.4 个百分点。5 月份电风扇、冰箱等夏季电器销售火爆, 空调价格上涨明显。预计 2011 年家电业将呈现“前低后高”之势, 受中国经济“V”型反转已然完成、

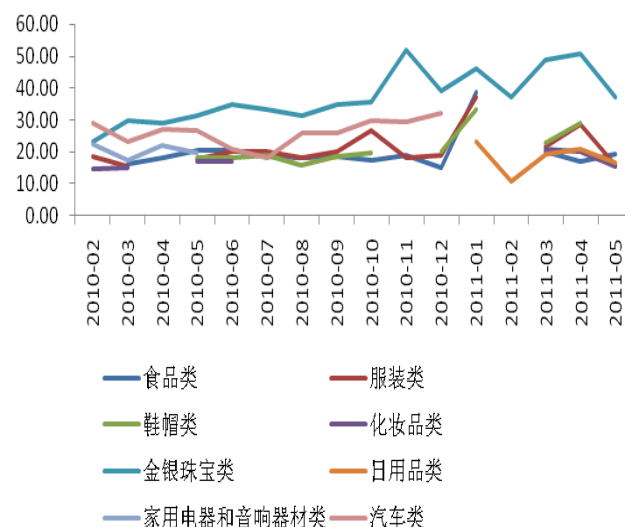
房地产市场增长萎靡等因素影响，2010 年全行业高速增长的局面将不会重现。2011 年中国家电市场增长将回归常态，全年行业增速将在 8%~10%。

根据中华全国商业信息中心统计，2011 年 5 月份全国百家重点大型零售企业服装类商品零售额实现了 22.22% 的同比增长，与去年同月 22.27% 的增长水平基本持平，低于今年 1-4 月累计增速 4.55 个百分点。从零售量的情况来看，5 月份整体服装销售量增长乏力，同比仅增长了 0.86%，增速相比去年同期水平大幅回落了 8.78 个百分点。5 月份服装零售额增速大大高出销售量，可见零售额的增长主要来自于销售单价上涨的拉动。

图表 3：商务部千家核心商业企业按业态分销售状况



图表 4：商务部重点零售企业按商品分零售额增长 (%)



资料来源：wind、山西证券研究所

1.3 商务部口径

商务部监测数据显示，5 月份重点零售企业零售额同比增长 15.7%。较上月回落 3.5 个百分点。这也是今年以来，重点零售企业零售额增幅首次环比下降，我们预期上半年零售类行业整体增速会比一季度略有回落至 25% 的水平。

食品类销售额同比增长 19.2%，日用品销售额增长 16.7%，分别比去年同期加快 4.0 和 0.5 个百分点。

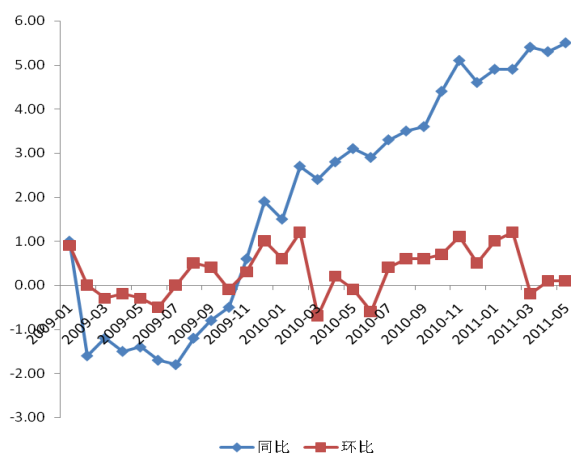
生活必需品需求稳定增长，中高档消费品需求增速放缓。5 月份，商务部监测的 3000 家重点零售企业中，食品类销售额同比增长 19.2%，日用品销售额增长 16.7%，分别比去年同期加快 4.0 和 0.5 个百分点；服装类销售额增长 15.9%，比去年同期回落 2.0 个百分点。

家电、汽车、居住类商品销售稳中回调。商务部监测的 3000 家重点零售企业中，家用电器和音响器材销售额增长 12.9%，通讯器材销售额增长 12.1%，建筑及装潢材料销售额增长 13.4%，分别比去年同期回落 6.9、10.7 和 3.3 个百分点。

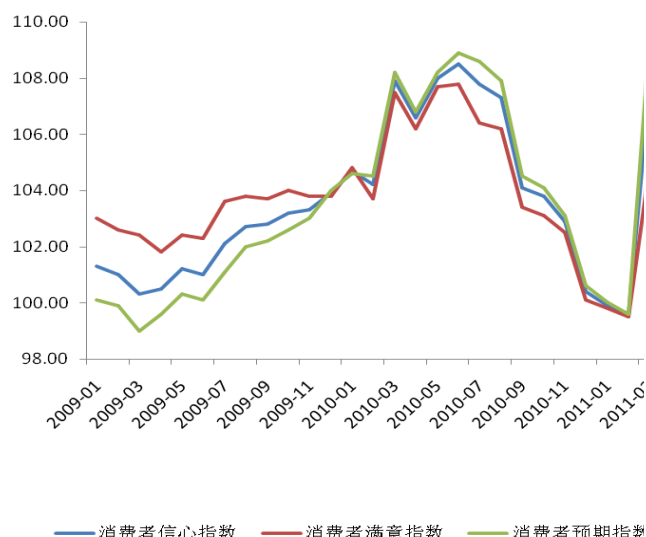
受国际黄金市场回调影响，金银珠宝需求增势略有放缓。商务部监测的 3000 家重点零售企业中，金银珠宝销售额增长 37.2%，比去年同期加快 5.8 个百分点，但比上个月缩小 13.7 个百分点。另据中国汽车工业协会统计，5 月份，全国汽车销量为 138.28 万辆，环比下降 10.9%，降幅缩小 4.2 个百分点。

2 控制物价水平成为保证消费信心的关键

图表 5: CPI 指数 (%)



图表 6: 消费者信心指数



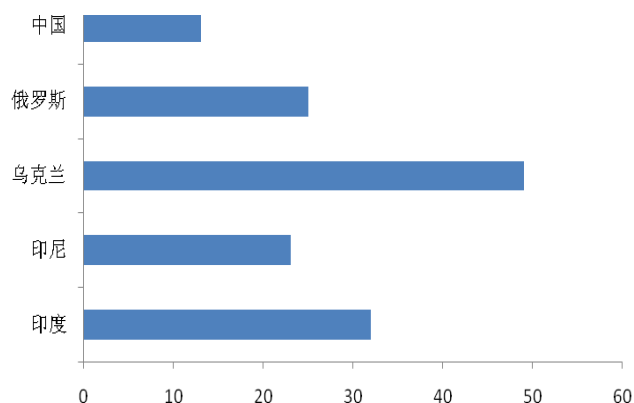
资料来源: wind、山西证券研究所

5 月份 CPI 同比涨幅达到 5.5%，创下 34 个月新高，其中，食品类上涨 11.7%，居住类上涨 6.1%，再次成为拉动 CPI 上涨的主力。由于目前猪肉价格依然很高，叠加以翘尾因素，预计 6 月 CPI 涨幅将高于 5 月份。我们认为通胀程度的加深是导致消费者满意度较低的主要原因，随着 CPI 水平的回落，我们相信消费者信心将会逐渐恢复。下半年由于翘尾的快速回落，新涨价因素继续得到遏制，居民消费价格同比涨幅将高位回落，全年价格将在可控区间运行。6 月份 CPI 将是年内高峰，从下半年即 7 月起，物价指数将现拐点。我们认为通胀程度的加深是导致消费者满意度较低的主要原因，随着 CPI 水平的回落，我们相信消费者信心将会逐渐恢复。随着 CPI 持续走高，消费者的生活成本将有所提升，成为抑制消费热情的最重要原因，我们判断二季度零售企业的销售量增速将比一季度小幅放缓，但预计销售价格的提

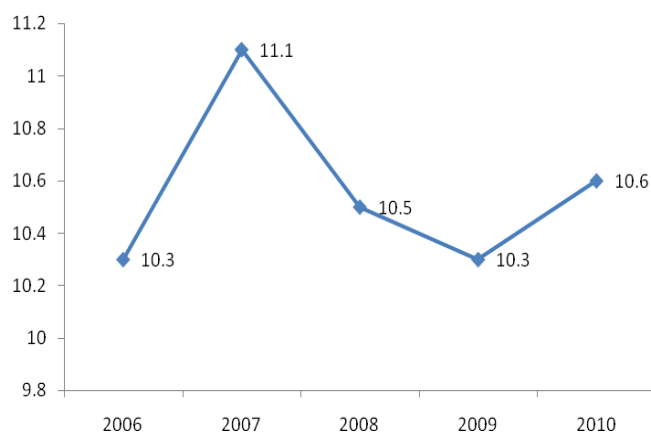
升将可以弥补这部分影响。我们认为较快同店增长可以覆盖商业物业租金和劳动力成本刚性上涨带来的影响，估计行业全年业绩增速还将保持在 25%左右，优质企业仍可达到 35%以上。

3 市场集中度尚有较大提升空间

图表 7：新兴市场前五大零售商市场占有率（%）



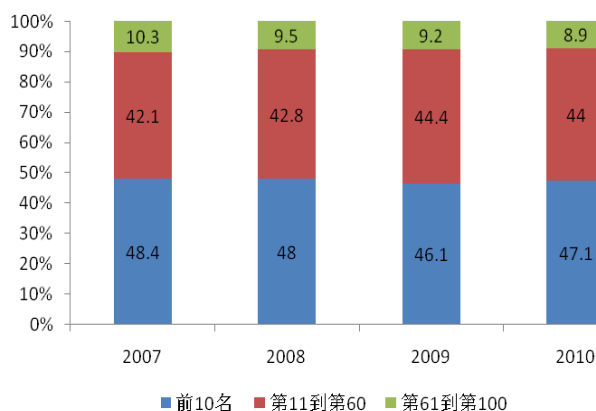
图表 8：百强企业销售占社会消费品零售总额比重（%）



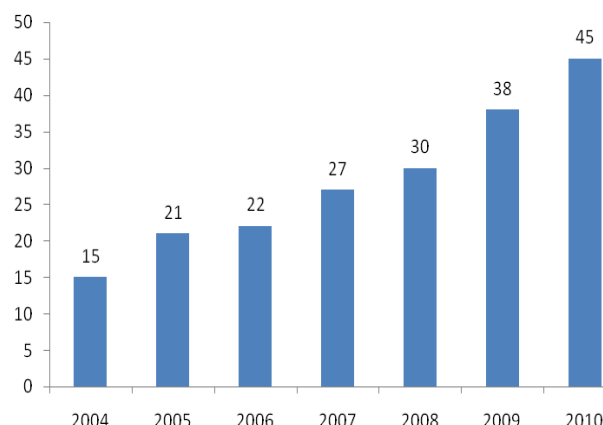
资料来源：联商网、山西证券研究所

对全球五大新兴市场排名前五的零售商市场占有率的调查显示，印度前五大零售商占 32%，印尼占 23%，乌克兰占 49%，俄罗斯占 25%，而中国前五大零售商只占 13%市场份额，远远低于国际水平。

图表 9：百强企业销售占比分布（%）



图表 10：销售额超百亿企业（家）



资料来源：联商网、山西证券研究所

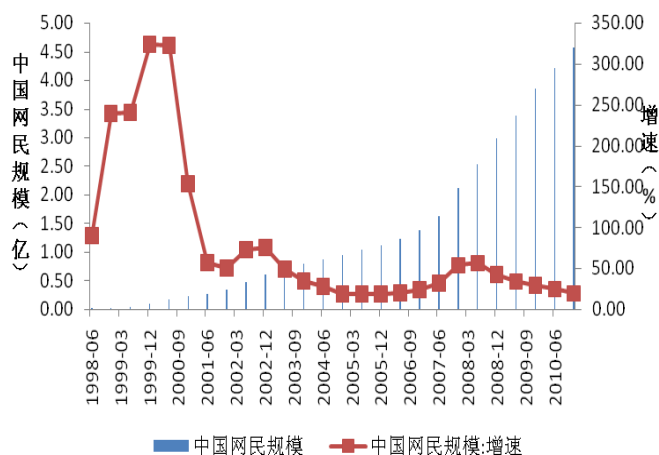
2010 年零售百强企业商品销售总额为 16641.2 亿元，占社会消费品零售总额中的比重为 10.6%，比 2009 年提高 0.3 个百分点。百强企业占社会消费品零售比重的

提高，说明我国大型零售企业的影响力在逐步提高，市场集中度在稳步提升。2010 年前十名企业销售占百强企业的比重为 47.1%，相比 2009 年上升 1.0 个百分点。2010 年销售额超过百亿的企业达到 45 家，比 2009 年新增 7 家，再创新高。这表明我国零售企业中，大型规模的企业越来越多，企业竞争力不断增强。

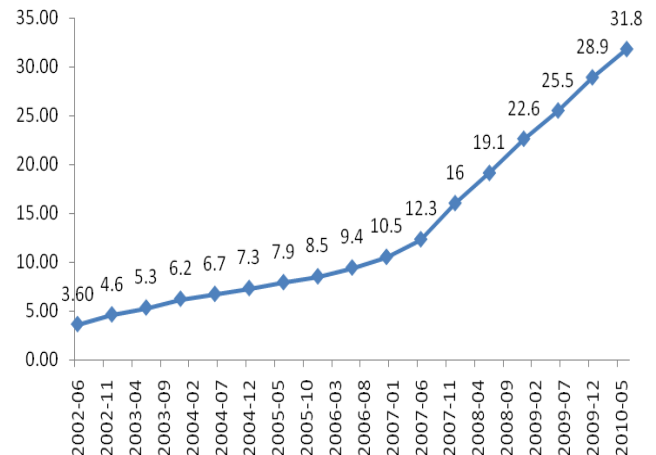
区域内强势零售企业具有较强的议价能力，可以通过规模销售增强对毛利率的控制能力，呈现出强者恒强的态势。而中小零售商从购货价格上就处于劣势，在销量和销售价格上无法与大零售商抗衡，因此处于劣势地位，行业内企业间兼并重组将不可避免，行业集中度提升空间较大。

4 网购对传统零售商是机遇还是挑战？

图表 11：中国网民规模



图表 12：中国互联网普及率 (%)



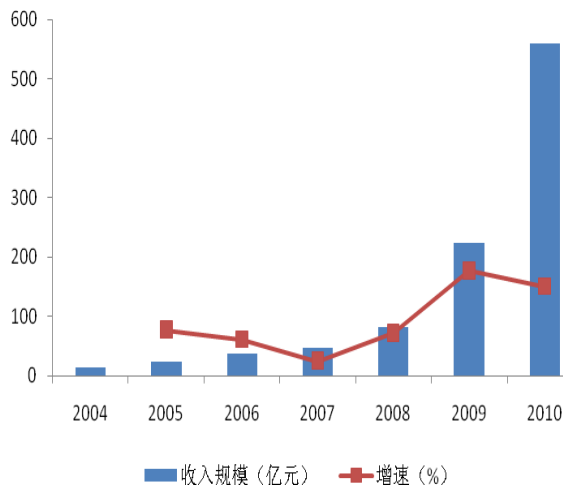
资料来源：wind、山西证券研究所

4.1 中国网购市场飞速发展

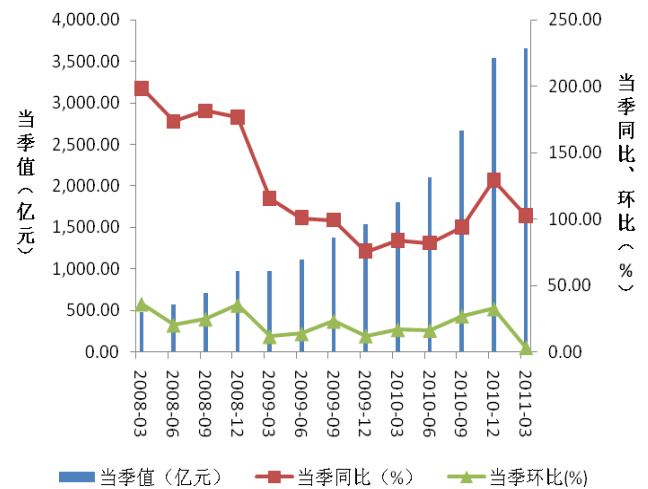
截至 2010 年 12 月，中国已有 4.57 亿互联网用户。2010 年，我国网络购物呈现出爆发式、井喷式的增长，网络购物用户规模已达 1.48 亿人，占中国互联网网民比例近三分之一，增长了 48.6%。《2010 年中国电子商务市场数据监测报告》数据显示：2010 年淘宝网注册用户达到 3.7 亿，网络团购企业数量达 1880 家。中国电子商务市场交易额已逾 4.5 万亿，同比增长 22%。中国网上零售市场交易规模达 5131 亿元，较 2009 年近翻一番，占社会消费品零售总额的比重达 3.3%。根据清科研究中心提供的数据显示，在迅速被扩大的电子商务市场中，B2C 市场容量以每年 2 倍以上的速率增长着，截至 2010 年，达到了 560 亿元。根据艾瑞咨询统计数据显示，2011 年第一季度中国电子商务市场整体交易规模 1.5 万亿元。环比增长 7.6%，增速较上季度有所下降，主要是受季节性因素的影响，一季度是内外贸易及

个人消费行业的传统淡季。

图表 13：中国 B2C 网上零售市场规模

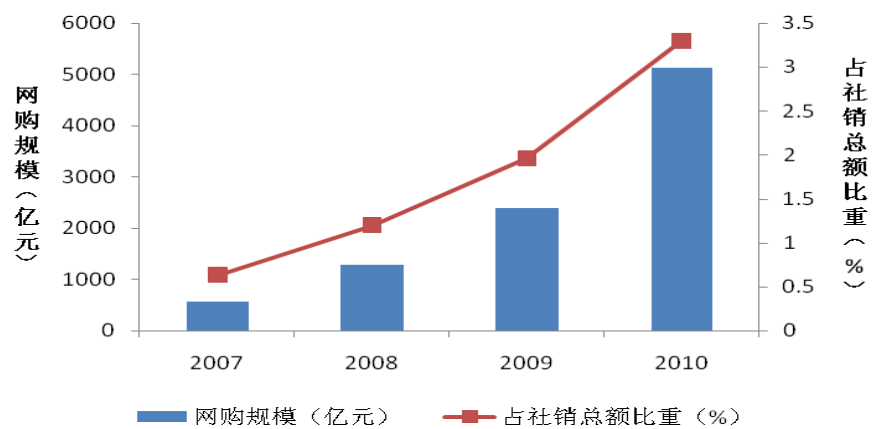


图表 14：网上支付交易规模



资料来源：wind、清科研究中心、山西证券研究所

图表 15：网购规模



资料来源：wind、山西证券研究

4.2 电子网站数量高增长，受风投资金追捧

据中国电子商务研究中心监测数据显示，2010 年国内 B2C、C2C 与其它电商模式企业数已达 15800 家，较去年增幅达 58.6%，预计 2011 年将有望突破 2 万家。全年电子商务网站新增的站点中有 80% 属于 B2C 类型。国内电子商务网站数量呈现高速增长，主要有两方面原因：一方面是基于国内互联网快速发展的必然趋势，另一方面，电子商务模式与传统交易相比，没有地段限制，不受渠道制约，渠道成

本可降低 47%，营销成本可降低 55%，可带来 16%总成本的降低。2010 年中国电子商务行业累计融资 55 笔，涉及 40 多家企业，合计金额超过 10.6 亿美元。

4.3 未来网购市场空间广阔

虽然目前我国网购用户数量持续快速增长，但中国网民的购物潜力仍未完全释放，网民网购的渗透率增长很快，但绝对值还很低，2010 年底我国网购渗透率达 35%，而美国和日本均在 50%~70%之间，我国还有较大的上升空间。尽管我国网络零售交易额增速迅猛，但是其社会零售总额中占的比例还远远低于欧美发达国家。

“十二五”期间，中国商务部将大力促进网络购物的快速发展，力争到“十二五”期末，网络购物交易额占中国社会消费品零售总额的比重超过 5%。首个国家级内贸流通规划——“十二五”流通规划明确了网购发展目标：电子商务交易额从 2010 年的 4.5 万亿上升到 12 万亿；网上购物零售额规模从 2010 年的 5131 亿上升到 2 万亿。

到 2015 年预计中国城市用个人电脑上网的普及率将会达到 66%，与如今西欧的水平相当，而农村的互联网普及率则会翻一番，达到近 30%。城乡加起来，中国将会有超过 7.5 亿互联网用户。2013 年网购交易规模有望突破 1 万亿元。中国个人消费电子商务市场（包括 B2C 和 C2C），在未来五年的复合年增长率将达 42%，市场总规模将于 2014 年达到人民币 1.523 万亿元，占国内零售总额的 7.2%。与此同时，中国互联网普及率将上升至 59.3%，个人用户总数将达 8.12 亿，网购渗透率有望达到 65%，人均网购年消费超过 3300 元。B2C 在未来的 4-5 年销售额将达到 3000-4000 亿元，而从长远来开，最终应该会占到社会整体零售的 10%左右。到 2020 年，近一半的全球奢侈品将由中国消费者购买。

4.4 传统零售企业开始涉足电子商务，具有后发优势

大量的传统企业开始纷纷建立电子商务网站，通过互联网开拓市场。对 120 强企业的调查显示，2010 年，已开通网上商店的百强企业达 30 多家，实现销售规模约 30 亿元，另有近 50 家企业有计划在未来 3 年开始网上零售业务。商务部正在草拟一份关于《支持传统商业企业进军电子商务》的文件，该方案拟成立专项资金对包括北京王府井、上海百联、武汉中百等国资企业进行资助，这使得更多零售企业加大力度进行网购市场开发。

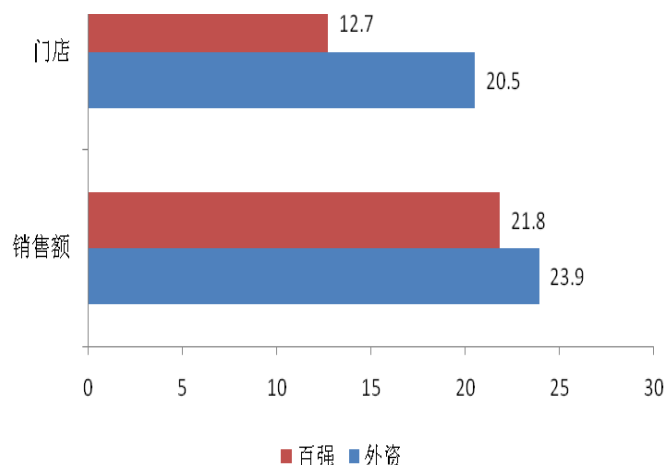
我们认为，随着传统零售商网上商城模式建设的逐渐成熟，将比早年诞生于互

联网本身的 B2C 网上商城更稳健、更强壮、更有竞争力：1、传统零售企业由于覆盖面广、规模大，其在商品品类数量和品质方面都更有保障；2、在价格成本的优势上，规模采购和高效的商品流通周转是零售商获得供应商较高折扣的最重要因素；3、传统零售企业较为完善的物流体系可以和门店网络有机结合；4、商品购买体验感更好，交易更直接。

中国的实体零售商们应该有能力成个人电子消费市场的主力军。长期来看，我们认为网上购物这种新业态的蓬勃发展对传统零售商来说是机遇大于挑战，随着传统零售商网上购物平台的逐渐成熟，有望成为其一个新的增长亮点。

5 超市行业竞争环境不容乐观

图表 16：2010 年外资企业 VS 百强企业扩张速度（%）



资料来源：联商网、山西证券研究所

2010 年零售百强中，外资企业有 19 家，比 2009 年多 2 家。19 家外资企业门店数合计相比上年 2009 年零售百强中外资零售企业门店数增长 20.5%，比整体水平高 7.8 个百分点，按可比口径计算增长 13.8%，提高 1.1 个百分点。2010 年零售百强中，外资企业销售额所占比重达到 23.2%，比 2009 年提高 5.3 个百分点，而内资企业销售额所占比重从 2009 年的 82.1% 下降到 2010 年的 76.8%。

外资企业在大卖场业态逐渐占据主导地位。2010 年，主要 5 家外资大型超市新增店铺 140 家，新开店数比上年增加了 22%。外资企业总体保持较快的发展速度，且开店和销售增幅基本保持同步。2010 年，店铺增幅超过 20% 的外资企业达到 6 家。而在 2009 年，这一数字仅为 2 家。

无论是从数量规模上，还是从经营效率上，外资大型超市都要明显强于内资。外资大型超市的开店速度并没有减缓，区域布局更加合理，优势更加明显，外资超市在国外已经形成了一套成熟的服务体系。通过多年的培养，国内顾客的购物习惯已经大大改变，其在品种选择、设施便利、购物环境等方面的需求有了很大提升。虽然内资超市努力在店面规模上赶超沃尔玛、家乐福等零售巨头，但其购物设施及其购物品种仍难与外资超市媲美，我们认为短期国内的超市行业很难在激烈的竞争中脱颖而出。此外，目前许多地方政府在商业地产价格、租金、水电费用等政策上仍倾向于外资零售企业，这将使内资超市面临更加严峻的竞争环境。

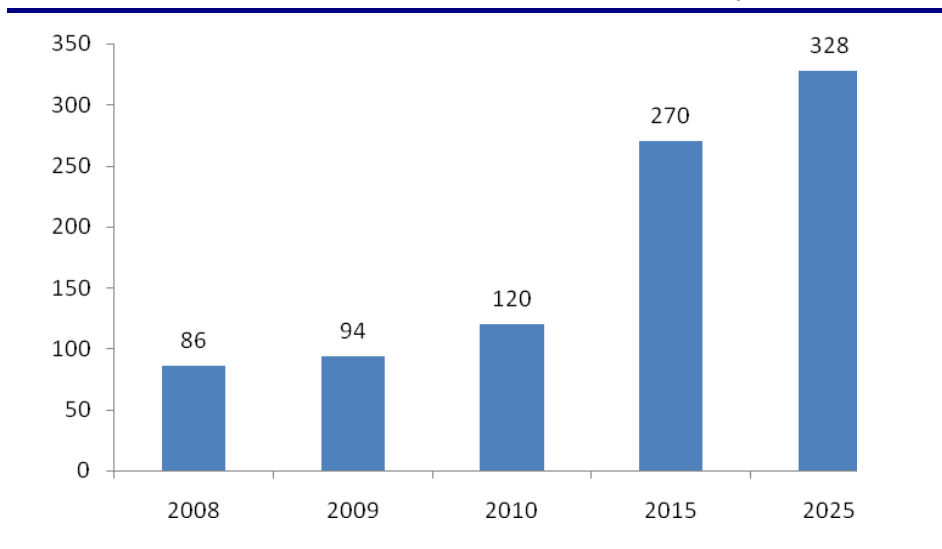
6 高端百货将受益于奢侈品消费崛起

目前，高端百货仍是二、三线城市消费者购买奢侈品的主要渠道，我们看好奢侈品爆发性增长带给高端百货的快速发展机会。

6.1 中国奢侈品消费进入黄金发展时期

中国奢侈品行业在过去几年一直以 20% 以上的速度在增长。2010 年，奢侈品销售额达到了 120 亿美元，现在已经成为仅次于日本的全球第二大奢侈品消费国。

图表 17：中国奢侈品消费预测走势（亿美元）

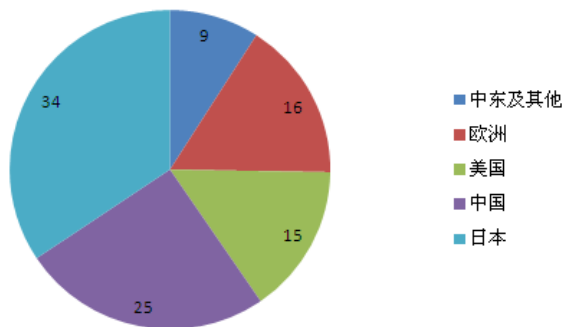


资料来源：奢侈品市场调查报告、山西证券研究所

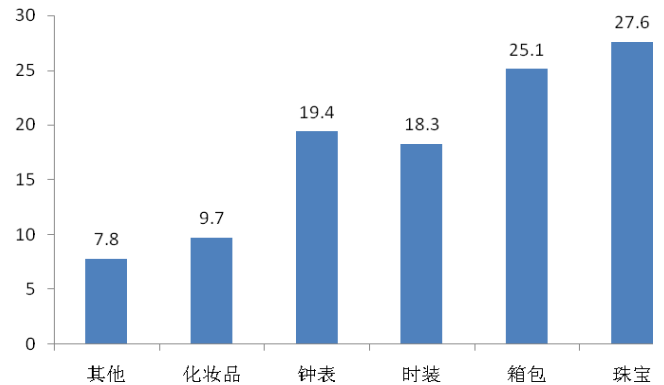
预计在 2012 年的第一季度，中国连续度过元旦、春节、情人节消费旺季时，就将超过日本，成为全球第一大奢侈品消费国。预计未来 5 年，中国奢侈品市场将达到 20% 至 35% 的年增长速度。咨询公司麦肯锡最新发布的《崛起的中国奢侈品市场》报告预测，到 2015 年，奢侈品在中国市场的销售额预计达到 270 亿美元，占

全球奢侈品市场 20% 份额。《奢侈品市场调查报告》认为，中国市场将在 5~7 年内成为全球最大的奢侈品消费市场，到 2025 年将达到 328 亿美元的消费能力。

图表 18：2010 年各国奢侈品消费市场份额（%）



图表 19：2010 年中国内地奢侈品消费排名（亿元）



资料来源：世界奢侈品协会、山西证券研究所

6.2 中国奢侈品消费群体崛起

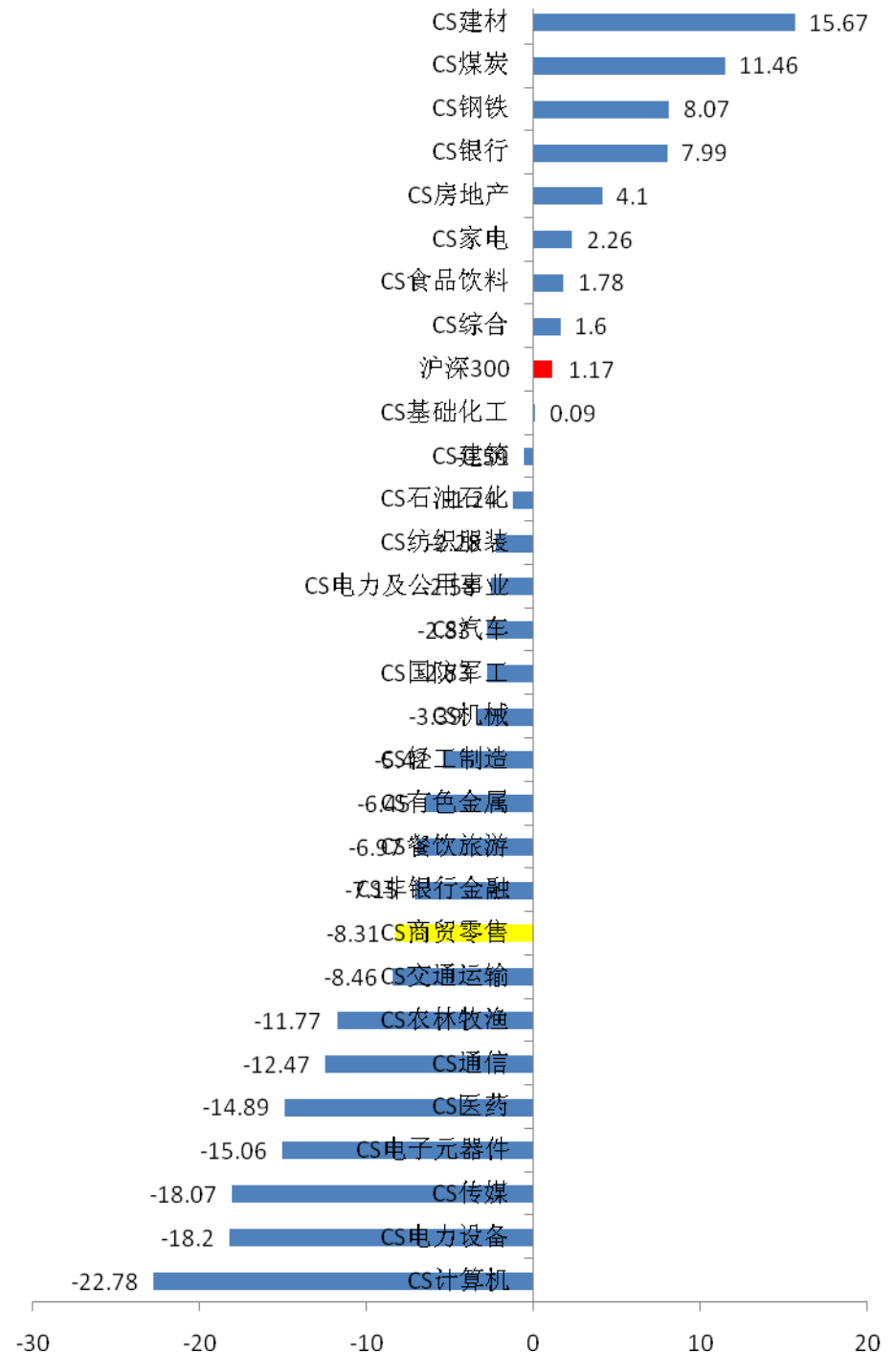
全球领先的市场信息公司欧睿信息咨询公司称，随着中国经济大踏步地向前，中国中产阶级的队伍也不断壮大，现在这一比例为 23%，到 2020 年，在经济的强大驱动下，这一数字将达到 7 亿。报告显示，中国奢侈品消费群体将从现在的 2 亿人不断攀升，目前中国二、三线城市人口是主要支撑购买力。麦肯锡研究表明，中国的 1300 万上层中产阶级家庭（年收入 10 万~20 万元，相当于 15000~30000 美元）是最大的增长机遇来源。数据显示，这部分人群已经占到约 12% 的市场份额，随着该阶层人数的迅速增加，预计到 2015 年有 7600 万户家庭进入该收入范围，占 22% 的奢侈品购物份额。用购买奢侈品来满足个人嗜好的消费者比例也正在迅速增长，从 2008 年的 25% 上升到 2010 年 36%。

7 投资建议

7.1 给予行业“看好”评级

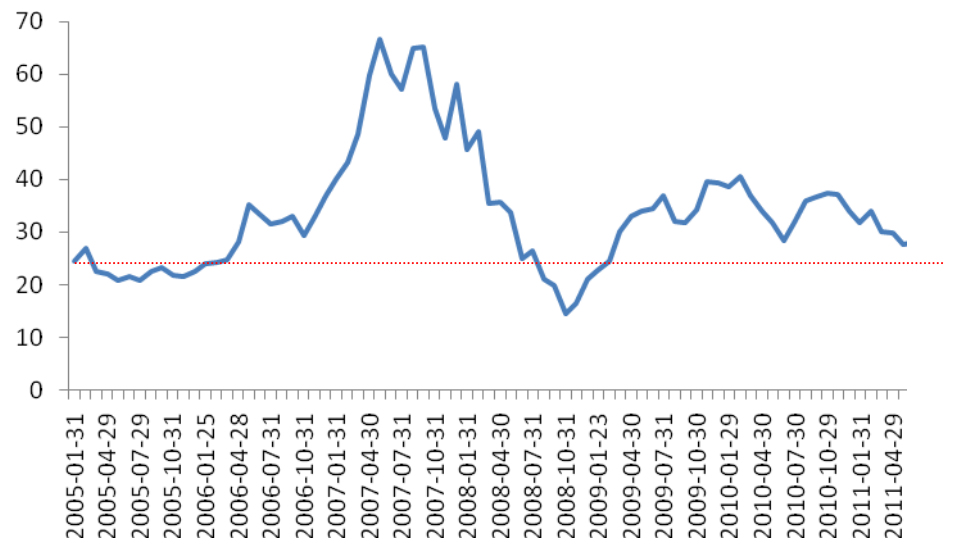
年初以来，消费类行业股票由于估值较高经历了幅度比较大的调整，而购物卡政策的推出，更是让零售行业股票雪上加霜。我们认为目前购物卡政策对零售企业影响有限，经济转型带来的消费升级大环境没有改变，零售企业业绩还将保持快速增长的良好态势。零售行业年初到现在累计涨幅为-8.31%，比沪深 300 落后 9.48 个百分点。目前零售行业 TTM 估值为 28 倍，低于历史平均 TTM 估值 34 倍，我们给予行业“看好”评级，给予百货、家电连锁零售子行业“看好”评级，给予超市行业“中性”评级。

图表 20：各行业年初至今涨幅（%）



资料来源：wind、山西证券研究

图表 21: 零售行业 TTM 估值水平 (倍)



资料来源: wind、山西证券研究

表 1: 关注公司盈利预测及估值

证券简称	6 月 29 日收盘价		EPS			PE		
		评级	2010	2011	2012	2010	2011	2012
成商集团	12.07	买入	0.31	0.47	0.64	38.94	25.68	18.86
重庆百货	42	买入	1.41	1.81	2.31	29.79	23.20	18.18
南京新百	10.51	增持	0.2	0.35	0.54	52.55	30.03	19.46
中百集团	12.32	增持	0.37	0.45	0.58	33.30	27.38	21.24
广百股份	15.64	增持	0.61	0.76	0.89	25.64	20.58	17.57
银座股份	20.25	中性	0.38	0.7	1	53.29	28.93	20.25
天虹商场	21.6	增持	0.64	0.84	1.14	33.75	25.71	18.95
小商品城	12.07	买入	0.3	0.67	0.93	40.23	18.01	12.98
新世界	9.79	增持	0.37	0.42	0.47	26.46	23.31	20.83
合肥百货	18.05	买入	0.61	1	0.94	29.59	18.05	19.20
大东方	9.23	买入	0.43	0.59	0.66	21.47	15.64	13.98
王府井	39.67	增持	0.95	1.53	2	41.76	25.93	19.84
通程控股	7.34	增持	0.23	0.35	0.45	31.91	20.97	16.31
友阿股份	21.5	增持	0.62	0.86	1.28	34.68	25.00	16.80
武汉中商	11.55	增持	0.27	0.42	0.55	42.78	27.50	21.00

资料来源: 公司公告、山西证券研究所

7.2 重点关注公司

➤ 成商集团（600828）精耕细作，同店增长优秀

- **公司经营情况良好。**一季度主力门店同店增长近 30%。盐市口店增长 13%，绵阳兴达店、南充五星店同店增长超过 30%。公司各门店一季度销售情况：盐市口店 2.2 亿、南充五星店 1.15 亿、兴达店 7200 万、临园店 2700 万、武侯店 4500 万、温江店 2900 万、模范街店 1500 万、龙泉店 1300 万、清江店 400 万、白塔店 1600 万。公司 4 月份同店增速要超过一季度水平，5 月份稍微趋缓。南充模范街店 2010 年亏损 510 万元，计划 3-5 楼改为租赁模式经营，预计今年能实现盈亏平衡，龙泉店、清江店也有望于今年实现扭亏。综合毛利率小幅下降。公司 2011 年一季度综合毛利率较 2010 年同期下降 0.4 个百分点。我们认为 2011 年毛利率的回升幅度将不会很大，主要原因是：1、主力门店品牌调整升级，新引进名品扣率相对较低；2、金银珠宝类商品销售额增长较大；3、新增的龙泉店和清江店以综超业态为主，毛利率相对较低。由于新项目投资额较大，预计公司 2011 年财务费用率将会小幅上升。目前，公司较为确定的新项目主要有 4 个：荷泽惠和商业广场（已建成）、成都茂业中心（在建）、盐市口二区项目（在建）和九眼桥项目（筹建）。
- **荷泽惠和商业中心项目。**公司于 2011 年 3 月通过公开拍卖的形式以 1.34 亿元价格获得荷泽惠和商业中心有限公司 90% 股权，此公司拥有面积 2.92 万平米会和商业广场所有权和经营权，并租赁经营约 1.2 万平米的东方红超市及 3 家约 200 平米的社区便利店。惠和商业广场是荷泽市第一家百货商场，被公司收购后更名为荷泽茂业百货。由于公司是首次跨区域发展，而茂业国际在山东已有门店，管理经验和供应商资源优于公司，因此公司将荷泽项目以委托管理方式托管给茂业国际经营，委托期限至 2013 年年底，自委托经营管理之日起至当年年底、2012 年、2013 年的利润总额目标分别为 100 万元、1500 万元、3000 万元，达到利润目标公司向茂业国际支付管理费 50 万元、150 万元、300 万元，超过目标则另外向对方支付超额完成部分 12% 作为管理费。荷泽市拥有 925 万人口，2010 年 GDP 增速达到 39.6%，增速列山东各市第一。经济快速增长为消费发展提供了强有力的支撑。
- **茂业中心项目。**该项目地处天赋新区地铁 1 号线行政中心站所在地。公司与成都崇德联合建设规划面积为 33.86 万平米的商业体，其中地下一层至地面四层裙楼约为 6.83 万平米的商业物业及地下二层 2.32 万平米地下停车场及对应土地归公司所有。该茂业中心商业裙楼部分主体已经完工，计划于 2011 年 10 月开业，招商谈判工作已全面展开。该项目将以购物中心模式经营，即收取固定租金和联营扣点相结合，计划餐饮、配套占比 50%。该项目预计总投资 4.28 亿，目前公司已投入 2 亿左右，今年该店资本

性支出将达到 1 亿元。该项目所处区域是规划中的城市新中心、规划人口 60 万，商业发展潜力巨大。由于该区域目前尚无成熟的商圈环境，我们预计该项目 2013 年可实现盈利。

- **盐市口二期项目。**该项目为自有土地，拿地成本仅为 1.2 亿，公司计划建设一个集商业、酒店、写字楼为一体的综合建筑体。该项目规划建筑面积 15 万平米，其中商业裙楼 3.96 万平米、酒店 4.24 万平米，写字楼 3.89 万平米，地下负一、二层商业、设备房等 1.6 万平米，地下负三层停车场、设备房等 0.8 万平米。该项目计划投资 10 亿元，商业部分投资 3-4 个亿（目前投资 1 个亿）。商业部分计划于 2012 年 5 月试营业，定位为高端精品百货，酒店和写字楼部分预计 2013 年建设完工。该项目位于盐市口商圈核心位置，紧邻盐市口一期项目，预计培育期一年。
- **九眼桥项目。**该项目位于成都东南一环边上，邻近规划中的金融街。项目规划土地面积 17 亩，其中公司自有土地约 14 亩。由于拆迁过程中涉及法律纠纷，将由政府主导拆迁过程，项目投资额预计会增加。拆迁完成后将建设住宅、商业等为一体的地产项目，其中将留 3 万平米的商业面积用于开设百货，住宅项目附近售价约 1 万元/平米。保守预计九眼桥项目可以保证在 2013 年年底前开出。
- **太平洋春熙路店。**该门店经营面积约 2.3 万平米，2010 年实现销售额约为 6.7 亿元，净利润近 8000 万元。公司与太平洋百货签订合同的第二期协议已于 2010 年底到期，目前双方经过多次谈判仍就新的租赁条件尚未达成一致，对方已申请仲裁解决。对方的仲裁请求为合同执行到 2014 年年底，利润分配由原来的太平洋百货向公司支付 2600 万元固定收益改为每年支付 2600 万+扣除固定收益后净利润的 50%，保守估计公司春熙路店收益将实现翻倍。若能收回自营，利润贡献将大幅提升。成都中级人民法院已正式受理该起纠纷，但尚未开庭审理。
- **投资建议。**公司预收帐款占营业收入比重约为 5%，受购物卡政策影响小。2011 年公司计划新开门店 2 家，新增商业面积约 12 万平方米（含茂业中心项目）。公司将以每年新增 1-2 家百货门店的速度在成都及其他省内经济实力较强的三、四线城市如自贡、攀枝花、达州等进行拓展。公司可利用的土地资源丰富，主要包括双流机场附近土地约 24 亩、东北二环 103 仓库约 12 亩、南充仓库约 6 亩、简阳小岛约 82 亩、成商宾馆约 6 亩、峨眉山凤凰湖酒店约 10 亩，公司计划在这些土地资源附近环境成熟后，将其用来开发建设购物中心、百货或超市门店。公司已将 3 家汽车 4s 店全部出售完毕，2011 年将加快对四川新世纪网络、宾馆、物业管理等非主营业务资产的处置和剥离。我们本着保守的原则，暂假定春熙路店不能收回自营，不考虑地产业务对业绩的增厚，预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元和 0.82 元，对应的动态 PE 分别为 24 倍、18 倍和 14 倍，给予“买入”评级。

- **风险因素。**1、新项目开发进度低于预期。2、成都地区新开百货门店较多带来的商业竞争环境恶化。3、投资额扩大带来的财务费用超预期。4、春熙路店不能顺利收回自营。

➤ **重庆百货（600729）整合方案值得期待**

- **协同整合打开业绩成长空间。**新世纪和老重百 2010 年已实现了合并报表，整合工作也拉开了序幕。公司人事方面的搭建工作正在紧锣密鼓进行，预计方案有可能很快出台。完成后公司会进行管理架构和业务架构的建设，有望从采购、管理、财务等业务层面实现新世纪和老重百的协同整合。考虑到整合对于公司内部是一场实质性的大变革，由于涉及各方面利益，难度较大，我们预计可能真正推进还需要较长时间。整合完成后公司销售规模将从 80 亿左右提升至超过 200 亿，占重庆社会消费品零售总额近 10%。公司将覆盖重庆地区 40 个区县的 33 个，成为重庆地区网点数量最多、覆盖区域最广的零售巨头。两者市场定位互补、整合带来的协同效应将消除部分恶性竞争，显著提升经营效率和毛利额，规模经济效应将有助于降低采购成本，提高议价能力。
- **尚熙店成为新门店扭亏任务重点。**公司目前培育期门店主要又泸州店、乐山店和尚熙店。泸州店 2010 年亏损 600 多万，2010 年一季度显著有所改善，预计今年能实现扭亏。乐山店 2010 年亏损 900 多万，今年有望实现大幅减亏；尚熙店 2010 年亏损 2000 多万，公司正在大幅调整品牌和加强门店宣传，力争减亏。
- **扩张仍以重庆为桥头堡。**公司 2011 年以来已经开出 3 家百货门店，分别为年初新开的新世纪大渡口店、4 月份新开的新世纪永川店及 4 月底在巴南区新开的重百李家沱店。此外老重百尚有彭州店、梁平店、秀山店、大足店和丰都扩容工程等储备项目计划于 2012 年开出，新世纪方面在 2012 年也计划新开 1-2 家门店，并计划于 2013 年上半年新开位于巴南区内的渝南购物中心。未来超市方面新世纪和老重百的扩张计划为每年各开 12 家左右门店，重点是抢占重庆市空白点。公司目前自有物业比重在 40%以上，考虑到重庆地区商业物业租金上涨速度近年来有加快趋势，公司未来扩张会优先考虑自有物业方式。
- **投资建议。**我们看好整合协同效应给重百带来的盈利能力提升，公司引入战略投资者新天域资本后，也给公司的股权激励打开了想象空间。公司预收帐款占比约为 7.21%，并且发行购物卡主要为面值 1000 元以下的，所以受购物卡政策影响甚微。公司人力成本仍将保持刚性增长趋势，预计公司 2011 年工资成本仍将上涨 20%左右。我们预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.81 元、2.31 元和 3.01 元，对应的动态 PE 分别为 23 倍、18 倍和 14 倍，给予“买入”评级。

➤ **小商品城（600415）房地产收入结算延迟，2011 年进入业绩释放期**

- **业绩低于预期主要受地产结算延迟影响。**公司业绩低于预期的主要原因为：1) 计划于 10 月份开业的国际商贸城五区推迟至 2011 年 4 月份开业；2) 计划于 2010 年交房 70% 的东城印象项目未达到交付条件。市场经营收入较 2009 年小幅上涨 0.82%，主要是三期一阶段五楼商铺搬入带来的租金增量，毛利率比 2009 年提高 2.23 个百分点，主要原因为水电费同比下降。房地产销售收入较 2009 年下滑 77.67%，主要原因是 2009 年嘉和公寓项目集中交房体现收入 8.7 亿元，2010 年只销售了部分嘉和公寓项目的剩余房产和其他房地产项目。商品销售收入同比增加 14.03%，主要原因为国家提高出口退税率政策刺激下进出口业务量稳步增长。广告业务毛利率过去三年平均在 45% 的水平，而 2010 年大幅萎缩至 7.58%，我们认为主要原因是国际博览中心项目 2009 年 10 月刚投入运营，折旧及摊销成本较高。2010 年财务费用率达到 1.16%，比 2009 年提高 1.23 个百分点，主要原因为财务费用的利息支出增加。投资收益 2010 年为 450.98 万元，较 2009 年增长 4981%，主要原因为按权益法计提 2009 年 9 月份营业的义乌惠商小额贷款公司收益同比增加 430.73 万元。少数股东损益同比减少 95%，主要原因为本期购买下属商城房产及商城广告少数股东股权所致。
- **义乌市场发展提升至国家战略高度。**义乌国际贸易综合改革试点获批后，将义乌市场提升到国家战略层面，从海关、商检、税务、出入境等方面为义乌开展更为便利的国际贸易、开拓更多的国际市场保驾护航，市场国际竞争力大大增强，国际贸易战略地位将得到巩固和提升，为公司长远发展创造了十分优越的平台。
- **未来业绩增长点。**1) 公司到期市场的租金将有较大的提升空间。2) 国际商贸城五区市场和篁园服装市场已于 2011 年 4 月试营业，计划于文博会前正式投入使用，投用商位达 13000 余个，新的商铺租金模式将有效打开利润增长空间。3) 北苑商城创业园计划于 2011 年底竣工交付，东城印象 2011 年底完成竣工初验，钱江新城、南昌凤凰洲项目 2011 年内开工，力争 2011 年回笼资金 15 亿元以上。4) 义西生产资料市场一期工程（500 亩）有望在 2011 年 6 月份之前开工建设；5) 一区东扩项目有望在 2011 年 10 月份前开工建设，预计 2012 年中期开业；6) 国际会议中心计划在 2011 年文博会前投入使用，皇冠假日酒店开业筹备工作计划在 2011 年底基本完成。7) 公司积极培育发展金融、创投等相关行业；8) 公司加快电子商务、展会新兴服务业态的培育，不断增厚新的利润增长点。
- **投资建议。**2011 年，公司经营计划目标：营业收入 409,698 万元，费用 205,488 万元，利润总额 120,053 万元，目标较为保守。预计公司 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.34 元和 1.86 元，对应的动态 PE 分别为 23 倍和 17 倍，给予“买入”评级。
- **风险因素。**1) 专业批发市场受到上下游产业链的挤压；2) 成长型或大中型企业热衷于网格化分销渠道建设；3) 全国大中型区域性批发市场异军突起，对义乌市场构成了

冲击。4) 现有的义乌产业、土地等资源要素, 不能满足义乌市场向更高层次发展的要求; 5) 市场经营主体素质以及市场商品质量档次有待提升; 6) 房地产收入确认时间的不确定性; 7) 新市场开业时间低于预期。

➤ 合肥百货(000417)增发方案获批渐行渐近

- **外延扩张顺利进行。**2010 年周谷堆项目主体工程已开工建设, 预计 2011 年底建成, 预计该项目全部建设完成投入运营第一年后可实现主营业务收入 2.31 亿元, 净利润 8796 万元, 巢湖百大购物中心项目于 2010 年 9 月 30 日建成开业。2010 年 5-8 月公司对百货大楼一楼黄金珠宝区域进行了整合和重新规划, 黄金首饰和珠宝品类经营面积扩大到 1,100 平米, 入驻百货大楼的黄金饰品知名品牌超过 20 家。2010 年末将鼓楼店七、八层的办公区域压缩, 带来门店经营面积提升 10%左右, 预计 2011 年中期开始营业。公司还启动了宿州百大农产品物流中心项目、肥西百大购物中心项目(定位为小型社区购物中心), 储备港汇广场项目。合家福超市全年新增直营门店 31 家, 公司直营门店数达到 102 家; 公司进一步向县城及农村市场延伸, 新增加盟店 5 家, 加盟店总数达到 31 家; 百大电器新增门店 1 家。预计未来百货门店将以年均 1-2 家的速度扩张, 超市将以每年 25 家门店左右的速度进行扩张, 不排除并购的可能。
- **内生增长依然强劲。**公司百货可比门店收入增长在 15%左右。2010 年公司完成了鼓楼商厦、铜陵合百商厦、黄山百大等百货门店以及部分大卖场、标超门店实施升级改造。公司百货业态毛利率达到 15.02%, 比 2009 年小幅下降 0.36 个百分点, 主要原因是促销力度的加大和新开巢湖百大拉低毛利所致。鼓楼商厦 2010 年实现含税销售额 14 亿元, 其中百货 9 亿, 家电 4 亿, 净利润下降主要原因是进行了大门、电梯的改造, 装修投入支出约 1000 万元。合肥百货大楼 2010 年实现含税销售额 8 个亿, 同比增长 20%左右。乐普生 2010 年实现含税销售额 2 亿。乐普生之前几年经营亏损, 2010 年盈利可以抵消原有亏损额, 免除所得税, 此抵扣政策还将延续到 2012 年。百大 CBD2010 年实现含税收入接近 4 亿, 该店将进入业绩释放期。蚌埠百货大楼 2010 年含税收入接近 5 亿元。蚌埠购物中心开业首年便实现含税收入 1.5 亿。亳州店 2010 年含超市实现 3971 万收入。合肥商业大厦 2010 年含税收入将近 3 亿元。黄山店 2010 年同店增长在 30%以上。公司 2011 年将对百货门店的商品结构进行细化调整, 从而进一步提升百货的盈利能力。2010 年超市业态毛利率提高 1.53 个百分点。2010 年公司经营的综合毛利率为 16.66%, 比 2009 年同期提高 0.15 个百分点。我们认为随着超市规模效应的显现(议价能力加强, 进场费提升), 超市经营模式的转变(逐渐加大自营比例、定牌、直采、农超对接等), 超市品类的丰富和加强(提高自有品牌比重, 加强对高端品牌的招商引资), 超市毛利率仍有提升空间。预计公司 2011 一季度净利润增速在 50%左右, 超越市场普遍预期。

- **剥离地产业务、收购股东权利增厚 2011 年利润。**2011 年 1 月，公司（含子公司）以成交价格 19994.55 万元完成房地产股权转让工作，本次股权转让将增加 2011 年投资收益约 1.34 亿元。完成转让后，公司扫除了增发障碍，2011 年上半年定向增发方案有望获批。资金募集完毕后，公司将收购安徽百大合家福连锁超市 51.375% 股权以及安徽百大乐普生商厦 40% 股权，股权收购完毕后，我们预计 2011 年少数股东权益的减少将直接转增至公司利润约 6000 万元。
- **投资建议。**考虑公司增发摊薄后，预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 1 元、0.94 元和 1.14 元，对应的动态 PE 分别为 17 倍、18 倍和 14 倍，给予“买入”评级。
- **风险因素。**1、公司竞争环境加剧；2、公司扩张带来的人才储备不到位；3、公司激励制度不到位带来的管理层代理成本风险。4、人力、租金及建筑材料等刚性成本上升带来的风险。5、专卖店、专业店和网购等对传统百货的冲击。

➤ 大东方（600327）外延扩张打开成长空间

- **商业大厦将迎来恢复性增长。**公司 2010 年对二楼以上品牌的综合调整提升，全年淘汰老品牌 124 个，引进新品牌 112 个。一楼国际名品新增 BV 等品牌，全年销售增幅达 24%，黄金珠宝名表手饰大类全年销售增幅 25%。通过调整，大东方百货本部品牌表现整体良好，其中年销售达 500 万元以上有 63 个品牌，达 1000 万元级的有 30 个品牌，并有一些品牌达到 5000 万元以上的级别。全年实现销售收入 16.28 亿元，同比增长 13.52%。少了地铁封路的影响，我们预计 2011 年商业大厦的客流量将会有显著上升，销售额将迎来恢复性增长。
- **外延扩张提上日程。**公司于 2010 年 10 月公告变更设立大东方伊酷童公司和发起设立海门大东方百货，开始迈出由单体百货向连锁百货转变的实质性步伐。预计该两家门店将于 2011 年年内开业。明年公司可能还会开拓苏南区域，选择诸如宜兴、江阴、苏州、南通等地的区域单体百货作为标的，以增资控股等方式进行扩张。
- **汽车销售业务占据当地霸主地位。**公司 2010 年销售汽车达 3.23 万余辆，继续占据无锡市区乘用车市场近 70% 的份额，汽车经营收入达 39.55 亿元，同比增长 17.53%。公司 2011 年不排除公司通过收购完成汽车业务外延扩张的可能（周边地区）。公司旗下 16 家东方汽车 4S 店和 10 家新纪元汽车 4S 店将搬迁至无锡新区“中国工业博览园”。新汽车城建好后进行集中搬迁，所以搬迁前不会影响原汽车城的正常经营。新东方汽车城预计将于 2011 年二季度开业，10 家左右 4s 店将率先入驻，剩余将在年内陆续进驻。
- **汽车销售业务毛利率仍有上升空间。**公司汽车业务毛利率提高 0.64 个百分点，达 7.96%，创下历史新高。其中维修保养等后产业服务收入呈稳增长态势，达 2.74 亿元，增长 25%，平均毛利率为 44.28%，增长 1.43 个百分点，维持良好盈利水平。公司 4S



店的汽车品牌结构将向高档方向优化，有利于提高公司汽车销售业务的利润率。同时，公司将进一步加强备件销售、汽车美容、汽车保养等服务内容。随着汽车保有量的提高和后汽车服务流失率的降低，公司后汽车服务收入占比将有望由目前的 7%提升至 10%以上，因此未来公司汽车业务毛利率长期看将会呈上升趋势。

- **集中股权有利于三凤桥肉庄做大做强。**股权分散使三凤桥肉庄难以形成统一的发展思路。近年来，作为城市中心商务核心区最陈旧的面街商业地块，三凤桥肉庄总部及城中店已不符合城市规划的要求，需原地重新规划建设，股权制约的矛盾进一步凸现。受让社会个人股东持有的分散股权后，三丰桥肉庄将成为公司的全资子公司，从而为三凤桥肉庄的发展创造良好的条件。2010 年度，三凤食品销售收入 1.33 亿元，实现利润 3003 万元，同比增长 6.15%。
- **投资建议。**我们预计公司 2011 年-2012 年的 EPS 分别为 0.59 元和 0.66 元，对应的动态 PE 分别为 20 倍和 18 倍，考虑到公司的区域龙头地位和公司目前的估值优势，我们给予“买入”评级。
- **风险因素。**1、百货业务所处商圈竞争激烈化对公司影响超出预期；2、投资收益低于预期；3、宏观经济波动导致的汽车销售低于预期；4、新开门店培育期表现低于预期。

8 风险因素

- 1、零售行业竞争激烈程度超出预期。
- 2、人工成本增长速度超出预期。
- 3、租金成本增长速度超出预期。
- 4、购物卡政策对零售企业影响程度超出预期。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。