

2011-09-06

证券研究报告

行业研究 / 深度研究

商贸零售

行业分化，强者恒强

增持/维持评级

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.htlhsc.com.cn

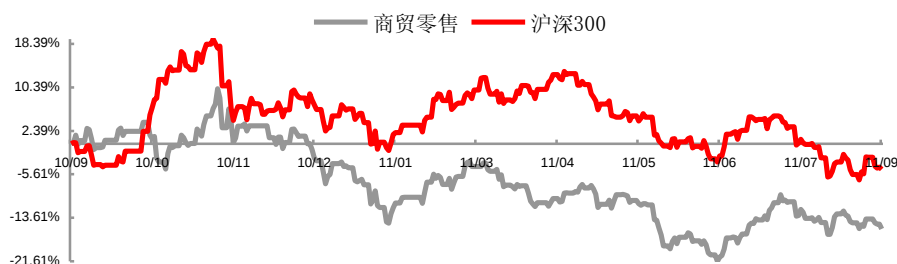
赖宇鸥

(0755)8212 5076

laiyo@mail.htlhsc.com.cn

- 从今年行业公司的业绩表现来看，零售板块行业分化愈发明显，前几年致力于扩张、品牌提升或业态升级的公司继续报出较好业绩（中报增速普遍在 30% 以上），而单体或规模较小的区域连锁承压明显（中报业绩增速基本低于 20%）。我们判断**强者恒强、行业分化将是未来行业必然趋势**。
- 不同体量的百货公司增速差异明显，总体表现为规模越大、增速越快**。突破外延瓶颈的全国布局&大区域连锁中报等权平均收入增速超过 25%；而受制于内生增长瓶颈，单体百货等权平均收入增速约 15%。
- 存量门店越多的企业受新开门店的拖累较小，毛利率波动小；规模越大、布局越广的百货公司凭借更强的经营能力和更强的向上下游占款能力，获得更高的资金周转效率（**全国布局的企业平均营运资金周转天数为-60 天，而单体百货只有-40 天**）；较强的抗风险能力及资金优势使其在重资产化的加速扩张中承压能力更强，并最终胜出。
- 分季度及分区域来看，二季度百货等权收入增速约 20.9%（vs 去年同期 18.9%），但低于一季度的 23.4%，中西部百货增速快于东部约 4 个百分点；二季度百货平均毛利率约 20.7%，略高于一季度。
- 虽受益 CPI 拉动同店增长，但超市 21.1% 的收入增速仍处行业中值水平，人工费率大幅上升更增加行业压力，行业仍需在门店管理、配送体系建设等后台建设继续加大投入。家电连锁（即苏宁）中报毛利率大幅提升至 19.14%，预示其未来增长更多来自于垄断下的渠道溢价；其在易购业务的开拓创新仍需时间，但受益于后台建设的先发优势，我们仍持乐观态度。
- 应对竞争加剧和成本上升，未来能够胜出的企业，其战略领先的重要意义大幅增加，此外极强的经营能力和资本运作质量也是必须要素**。重点推荐四大天王“王府井、大商、重百、苏宁”，三四线区域龙头如文峰、合百、步步高、成商、鄂武商等，以及制度红利释放加快的公司如南京中商等。
- 风险提示：行业竞争加剧；人力、租金成本上升压力凸显；CPI 高企导致居民消费意愿下降。

最近 52 周行业表现



图表目录

图 1:	1H2011 不同体量零售公司业绩增速明显分化	4
图 1:	重点百货季度收入变化	5
图 2:	重点百货季度收入变化（等权平均）	5
图 3:	重点百货分区域季度收入变化（等权平均）	5
图 4:	重点百货分体量季度收入变化（等权平均）	5
图 5:	重点百货季度毛利率（等权平均）	6
图 6:	重点百货分体量毛利率（等权平均）	6
图 7:	重点百货营运资金周转天数变化	6
图 8:	重点百货存货周转天数变化	6
图 9:	重点百货预收账款占收入比	7
图 10:	重点百货应付账款周转天数	7
图 11:	重点百货季度销售+管理费用率变化（等权平均）	7
图 12:	重点百货季度期间费用率变化（等权平均）	7
图 13:	百货分体量季度销售+管理费用率（等权平均）	8
图 14:	百货分体量季度财务费用率（等权平均）	8
图 15:	重点百货公司明细费用率变化	8
图 16:	1H2011 重点百货明细费用率（分体量）	8
图 17:	重点百货季度净利率变化（等权平均）	9
图 18:	重点百货分体量季度净利率变化（等权平均）	9
图 19:	超市行业季度收入变化（等权平均）	9
图 20:	家电连锁行业季度收入变化（等权平均）	9
图 21:	三大业态季度毛利率变化（等权平均）	10
图 22:	三大业态季度销售+管理费用率变化（等权平均）	10
图 23:	1H2011 超市及家电连锁明细费用率	10
图 24:	三大业态季度净利率变化（等权平均）	10
图 25:	超市+家电连锁营运资金周转天数变化	11
图 26:	超市+家电连锁存货周转天数变化	11
图 27:	超市+家电连锁预收账款占收入比	11
图 28:	超市+家电连锁应付账款周转天数	11

投资聚焦

我们以 40 家主流零售公司（其中 32 家百货公司）为样本，通过对其 2011 年中报的经营数据分析，从微观层面对行业发展趋势做出判断。从去年年报及今年一季报中（详见报告《行业变革加剧，谁能最终胜出》），我们已经察觉到行业正在经历的种种变革，而中报则是进一步印证了我们此前的判断：**强者恒强、行业分化将是未来行业必然趋势**。具体表现在以下四个方面：

- **规模越大，收入增速越快：**突破外延瓶颈的全国布局&大区域连锁中报等权平均的收入增速超过 25%；而受制于内生增长瓶颈，单体百货等权平均收入增速约 15%。长期来看，弱于扩张、安于现状的小体量百货，竞争力将逐渐弱化；
- **规模越大，新开门店拖累毛利率影响越小：**存量门店越多的企业受新开门店的拖累较小，毛利率波动小；随着规模的不断壮大，新开门店影响逐渐弱化，不同体量的百货毛利率水平差距将进一步缩小；
- **规模越大，资金周转效率越高：**规模越大、布局越广的百货公司凭借更强的经营能力和更强的向上下游占款能力，获得更高的资金周转效率（**全国布局的企业平均营运资金周转天数为-60 天，而单体百货只有-40 天**）；
- **规模越大，承压能力越强：**较强的抗风险能力及资金优势使得规模大、布局广的公司在以重资产化的加速扩张中承压能力更强，并最终胜出。

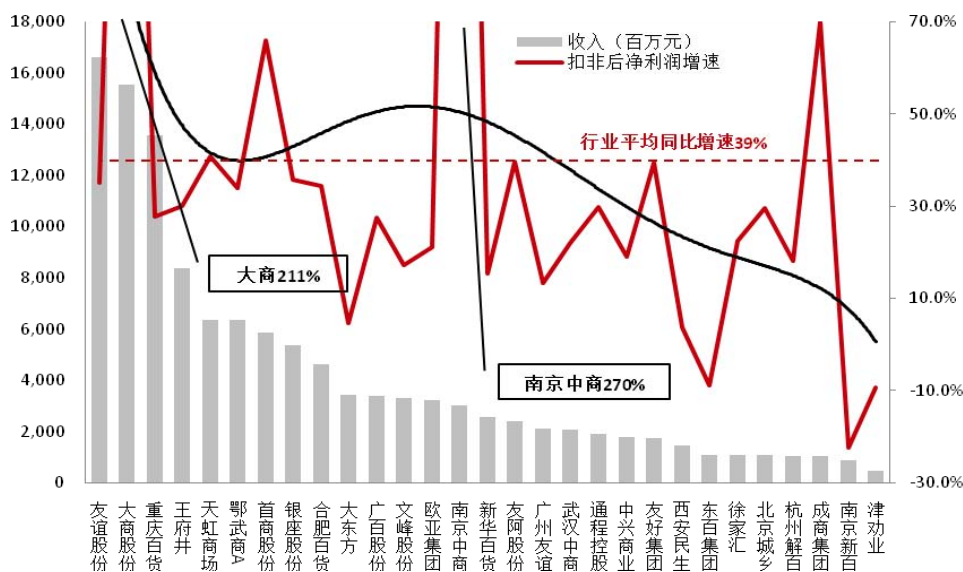
行业竞争明显加剧，公司以重资产化的方式加速扩张，一方面导致行业 ROE 下滑，估值中枢下降；另一方面促使公司分化，强者恒强格局形成。**应对竞争加剧和成本上升，未来能够胜出的企业，其战略领先的重要意义大幅增加，此外极强的经营能力和资本运作质量也是必须要素。**

重点推荐四大天王“王府井、大商、重百、苏宁”，三四线区域龙头如文峰、合百、步步高、成商、鄂武商等，以及制度红利释放加快的公司如南京中商等。

百货：强者恒强，战略制胜

从今年行业公司的业绩表现来看，零售板块行业分化愈发明显，前几年致力于扩张、品牌提升或业态升级的公司继续报出较好业绩（中报增速普遍在 30% 以上），而单体或规模较小的区域连锁承压明显（中报业绩增速基本低于 20%）。我们判断**强者恒强、行业分化将是未来行业必然趋势**。

图 1： 1H2011 不同体量零售公司业绩增速明显分化



资料来源：Wind，公司公告，华泰联合证券研究所

我们以 32 家主流百货公司为样本。今年二季度百货等权平均收入增速约 20.9%，较去年同期提升 2 个百分点，而相比一季度的 23.4% 有所回落，主要由于明码标价、购物卡等政策限制及恶劣天气影响所致。

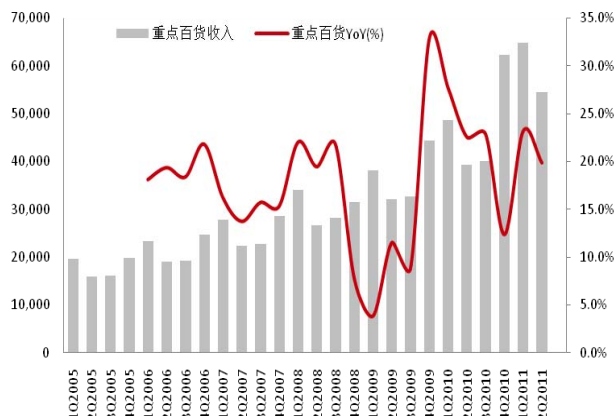
分区域看，中西部地区二季度等权收入增速 24%，快于东部及其他地区约 4 个百分点；自 08 年末以来，中西部收入增速始终快于其他地区，而较低的基数、持续的固定资产投入、民工回流等，将促使其在未来继续维持较高增速。

不同体量的百货公司增速差异明显，总体表现为**规模越大、增速越快**。突破外延瓶颈的全国布局&大区域连锁中报等权平均的收入增速超过 25%；而受制于内生增长瓶颈，单体百货等权平均收入增速约 15%。长期来看，弱于扩张、安于现状的小体量百货，竞争力将逐渐弱化。

行业内公司普遍呈现出规模越大，业绩增速越高的趋势

强者恒强表现 1：
规模越大，收入增速越快

图 1： 重点百货季度收入变化



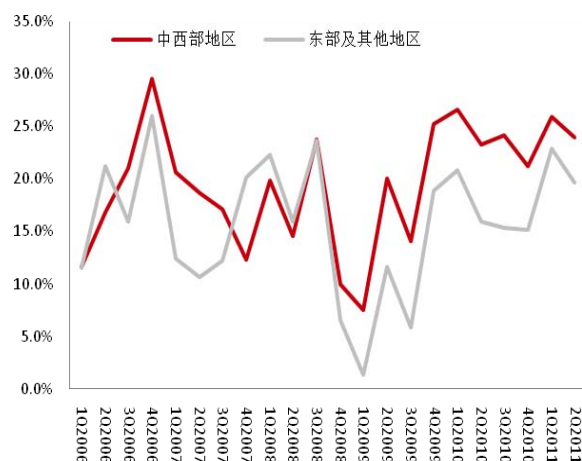
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2： 重点百货季度收入变化（等权平均）



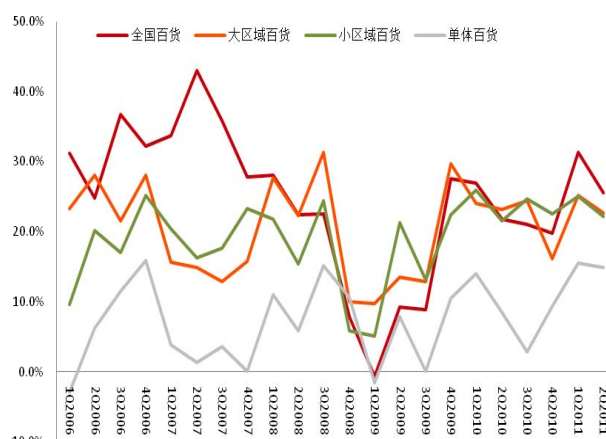
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 3： 重点百货分区域季度收入变化（等权平均）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4： 重点百货分体量季度收入变化（等权平均）



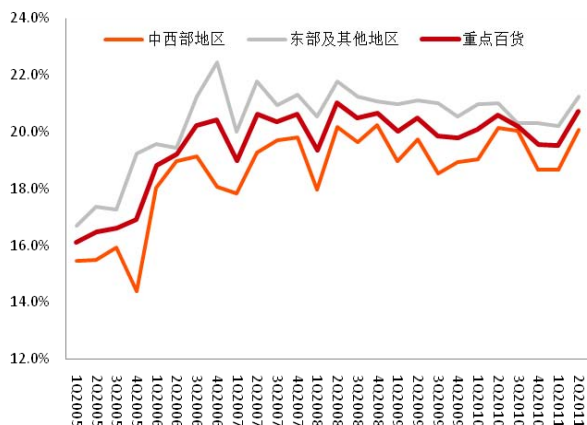
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

尽管受黄金销量大增拖累，二季度百货行业毛利率仍达到 20.7%，略高于一季度，可见各公司在毛利率控制方面取得的成效显著。

强者恒强表现 2:
规模越大，新开门店对毛利率拖累影响越小

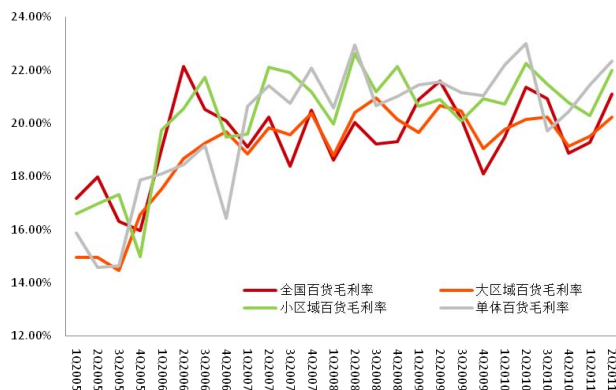
分体量来看，由于受新开门店培育期影响，近几年大规模扩张的百货公司毛利率水平普遍低于以成熟店为主或扩张较少的小体量百货公司。而存量门店越多的企业受新开门店的拖累较小，毛利率波动小，因此随着规模的不断壮大，新开门店影响将逐渐弱化，不同体量的毛利率水平差距将趋于缩小。

图 5： 重点百货季度毛利率（等权平均）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 6： 重点百货分体量毛利率（等权平均）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

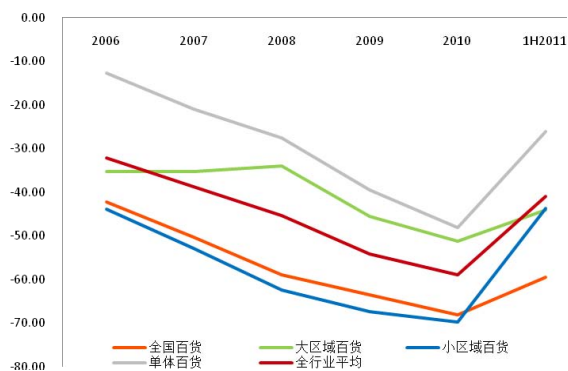
强者恒强表现 3:
规模越大，存货周
转快，向上下游占
款能力强，促使其
资金周转效率高

我们以营运资金周转天数作为衡量公司现金周转情况的指标，行业整体周转效率逐年提升，表现为负值越来越大，主要是由于存货改善及发卡占款贡献所致。规模越大、布局越广的百货公司凭借更强的经营能力（表现为更短的存货周转天数）和更强的向上下游占款能力（表现为更高的应付账款周转天数和预收账款占比），获得更高的资金周转效率（全国布局的企业平均营运资金周转天数为-60天，而单体百货只有-40天）。

存货周转天数越短，说明公司的经营效率越高或者与供应商结算频率较快。我们可以看到，存货周转天数<10天的除了部分单体或门店数较少的百货外（如解百、东百、徐家汇等），就是经营能力较强的大体量公司（如王府井、天虹、百联等）。

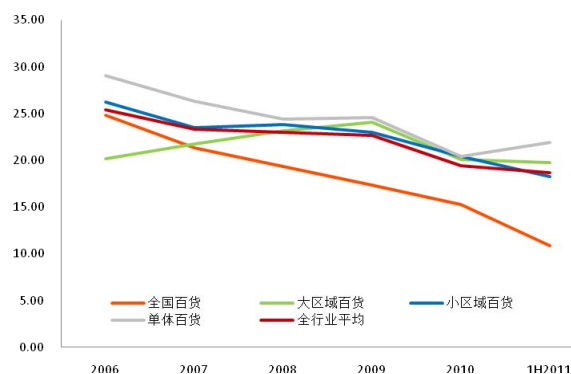
应付账款周转天数+预收账款周转天数体现了零售公司占款能力，其中应付账款周转天数表征公司对上游供应商的议价能力；而预收账款周转天数表征公司对下游消费者的议价能力（发购物卡）。规模越大的公司，向上下游占款能力就越强。

图 7： 重点百货营运资金周转天数变化



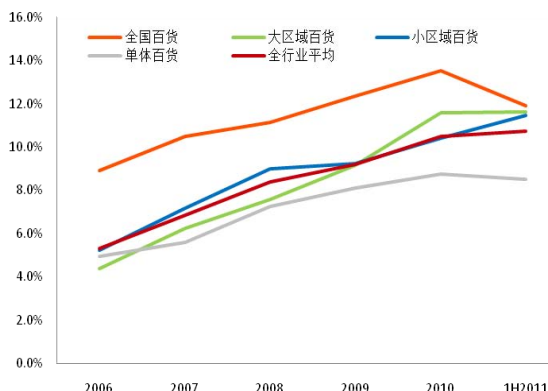
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： 重点百货存货周转天数变化



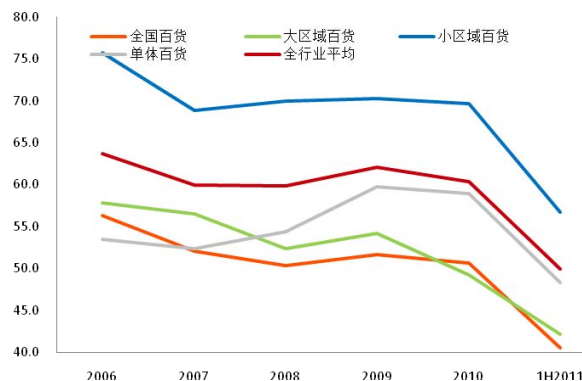
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： 重点百货预收账款占收入比



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 10： 重点百货应付账款周转天数



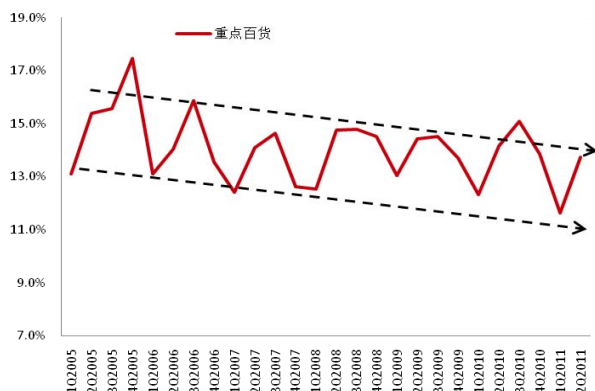
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

强者恒强表现 4： 规模越大，在重资 产化扩张中承压能 力越强

百货行业整体费用率仍处于下降通道。二季度两费率 13.7%，同比下降 0.5 个百分点；期间费用率 14.6%，同比下降 0.3 个百分点。上半年除租金外，各项明细费用率（人工、折旧摊销、广宣、水电等）均有不同程度的下降，我们认为刘易斯拐点期人工成本快速上升，拉动消费更快增长是其背后的主要推动力。（详见报告《刘易斯拐点助力零售黄金时代》）

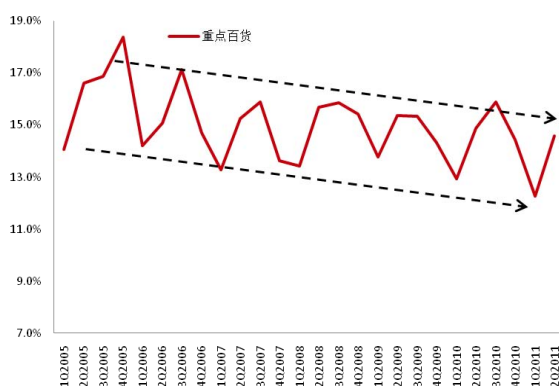
单体及小体量百货以自有物业为主，表现为较高的折旧摊销费率和较低的租金费率；而自有物业比例相对较低的大体量百货公司则相反，不断上升的租金水平显然对其造成了不小的压力。我们可以看到上半年许多公司（如大商、王府井、天虹、文峰等）加速跑马圈地，而收购、自建等重资产方式成为这些公司战略扩张的首选。巨大的资本开支，对不同体量的公司都将产生一定的资金压力，而规模越大的公司因其较强的抗风险能力及资金优势，在重资产化的加速扩张中承压能力更强，并最终胜出。

图 11： 重点百货季度销售+管理费率变化（等权平均）



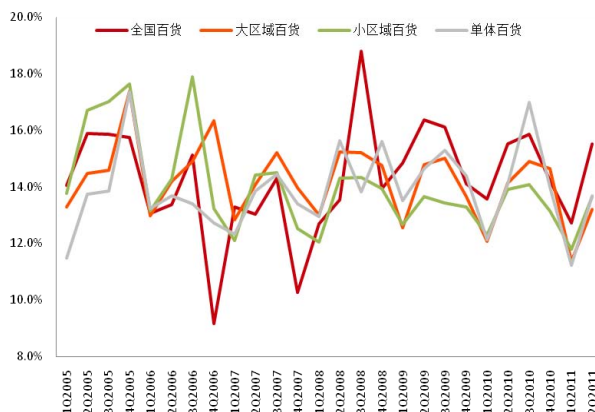
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 12： 重点百货季度期间费用率变化（等权平均）



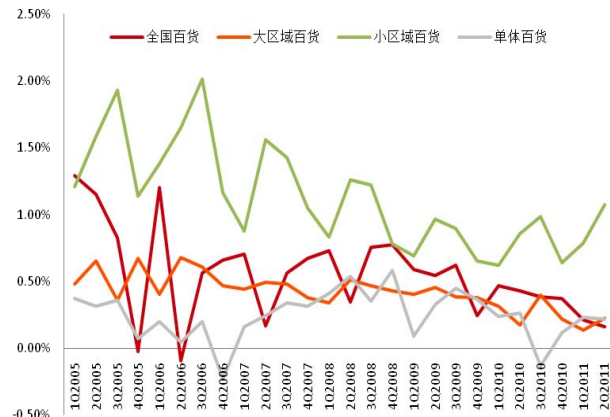
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 13: 百货分体量季度销售+管理费率（等权平均）



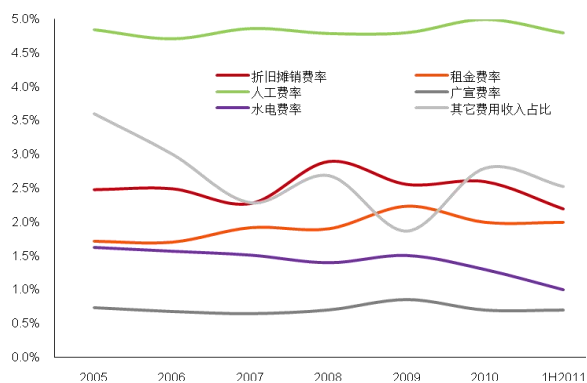
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 百货分体量季度财务费用率（等权平均）



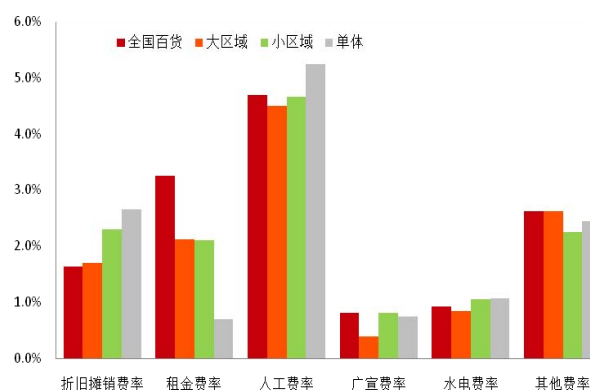
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 15: 重点百货公司明细费用率变化



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 16: 1H2011 重点百货明细费用率（分体量）



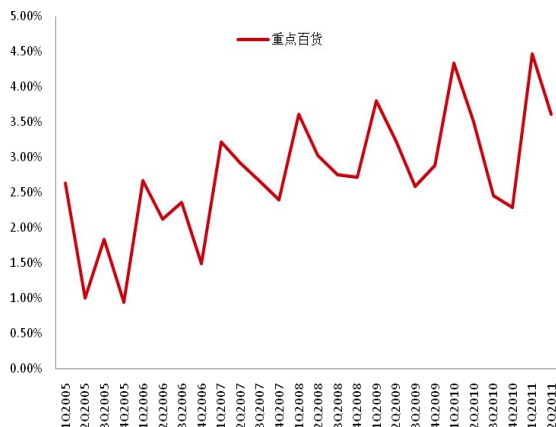
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰联合证券研究所

- 1、战略领先：一二线业态升级、三四线跑马圈地；
- 2、经营能力强：费用控制、周转效率、占款能力
- 3、资本运作质量高：收购、自建等重资产化扩张

稳定的毛利率和不断进步的管理水平下，百货行业盈利能力持续提升。二季度行业等权平均净利率达到 3.6%，同比略升。尽管全国及大区域百货净利率普遍低于单体及小区域公司，但随着以自有物业为主的外延扩张的执行，大体量百货公司净利率将有明显提升，其未来利润增长空间更大。

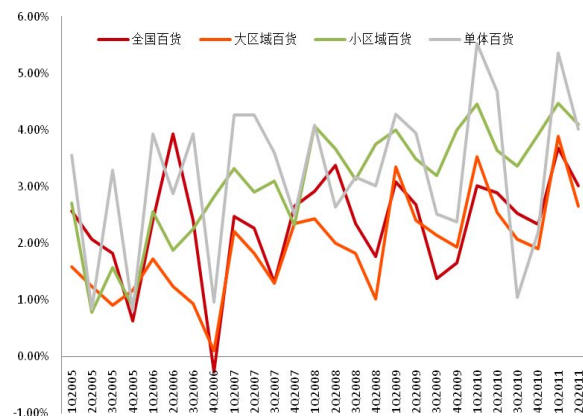
应对竞争加剧和成本上升，未来能够胜出的企业，其战略领先（扩张意愿强烈：一二线城市业态升级、三四线城市跑马圈地）的重要意义大幅增加，此外极强的经营能力（毛利率提升、费用率下降、资金周转效率高、上下游占款能力强）和资本运作质量（以收购、自建等重资产化为扩张模式）也是必须要素。

图 17: 重点百货季度净利率变化 (等权平均)



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 18: 重点百货分体量季度净利率变化 (等权平均)



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

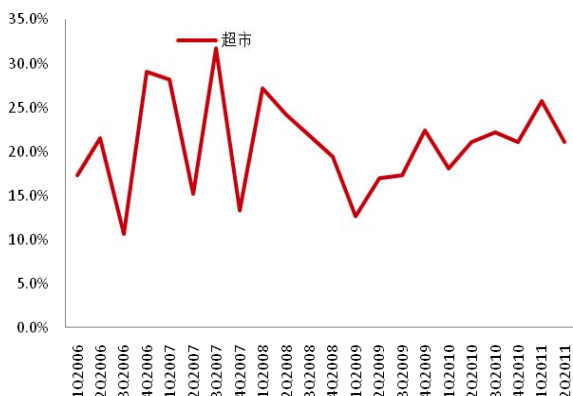
超市&家电连锁: 蛰伏与创新

行业在门店管理、配送体系等后台建设仍需继续加大投入

虽然收益 CPI 拉动同店增长, 但超市行业二季度 21.1% 的收入增速仍处于行业中值水平, 毛利率 20.45%, 销售+管理费用率 16.9%, 扣非后净利率 2.21%, 均与去年同期基本持平。

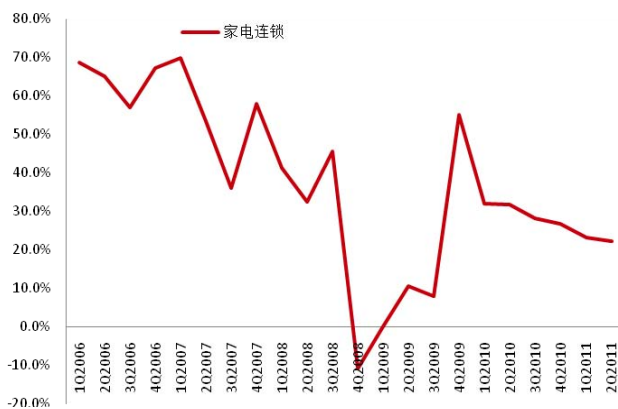
相比百货和家电连锁业态, 国内超市行业自 05 年以来进入痛苦的蛰伏期, 跨区扩张不顺、经营管理水平提升不明显、盈利能力弱、费用率居高不下, 跑冒滴漏现象严重 (表现为其他费用率显著高于其他业态)。在强大的外资超市压力下, 行业仍需在门店管理、配送体系等后台建设继续加大投入。

图 19: 超市行业季度收入变化 (等权平均)



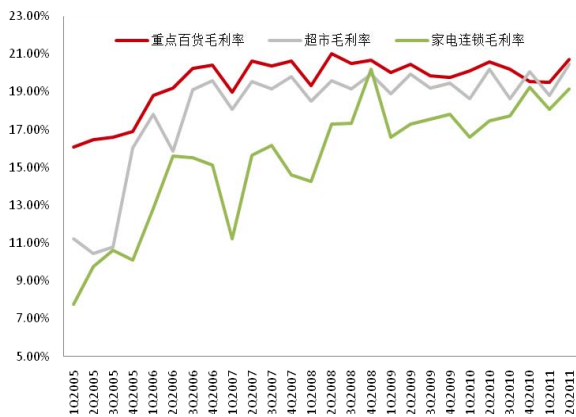
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 20: 家电连锁行业季度收入变化 (等权平均)



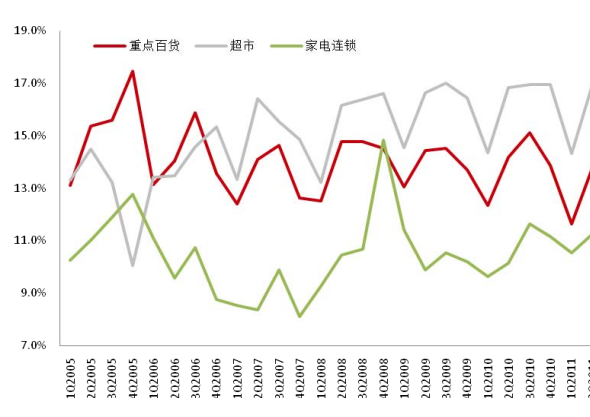
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 21: 三大业态季度毛利率变化（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 22: 三大业态季度销售+管理费变化（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

享受垄断下的渠道溢价

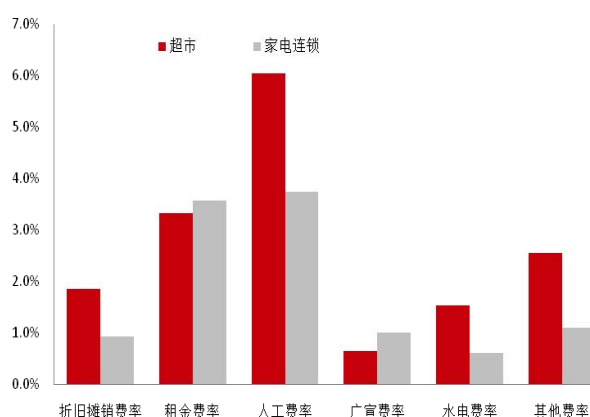
家电连锁行业（即苏宁）二季度收入增速 22.3%，较去年同期 31.8%大幅下降，较一季度 23.2%小幅回落。由于销售商品的高度标准化，行业不可避免地受到来自电子商务的巨大冲击。二季度毛利率大幅提升至 19.14%（无论是大家电、小家电还是 3C/数码，均有不同幅度的提升），其主要原因是首销、包销比例的提高；费用率小幅提升，主要由于租赁及人工费率的上升所致（新开店租金上涨；整体加薪，易购业务研发人员薪酬水平高）。

易购开拓创新仍需时间

自 05 年以来，家电连锁行业资金周转效率逐年提升，主要得益于寡头垄断格局下的渠道溢价。面对电商冲击，传统零售商业纷纷开展网购业务，以业态创新应对挑战。苏宁易购上半年实现含税收入 25.69 亿元（去年全年为 20 亿元），随着下半年网站品类的丰富、首个全自动小品类仓库的投入使用和毛细物流网络建设的推进，我们预计易购全年完成 50 亿元（含税）是大概率事件，并有望达到 60-70 亿元。

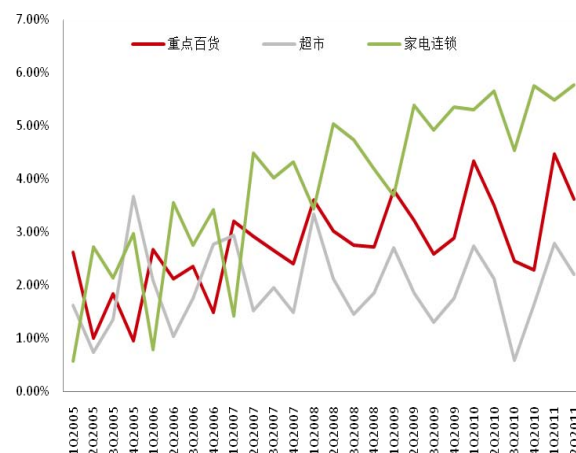
易购业务的开拓创新仍需时间，但受益于后台建设的先发优势，我们仍持乐观态度！

图 23: 1H2011 超市及家电连锁明细费用率



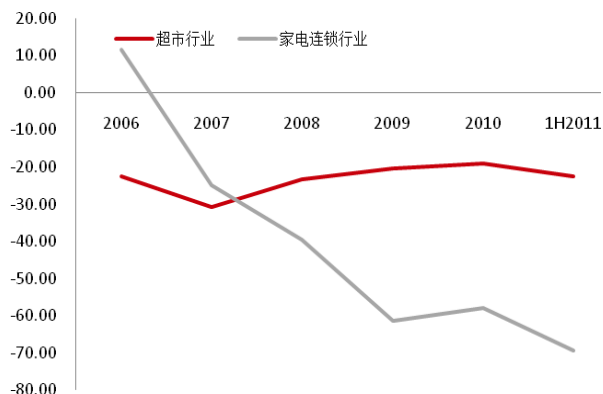
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 24: 三大业态季度净利率变化（等权平均）



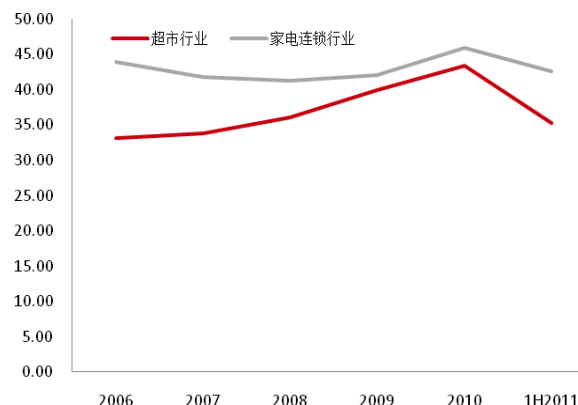
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 25: 超市+家电连锁营运资金周转天数变化



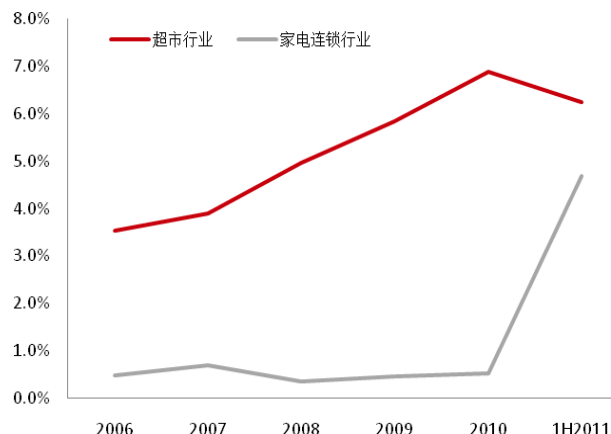
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 26: 超市+家电连锁存货周转天数变化



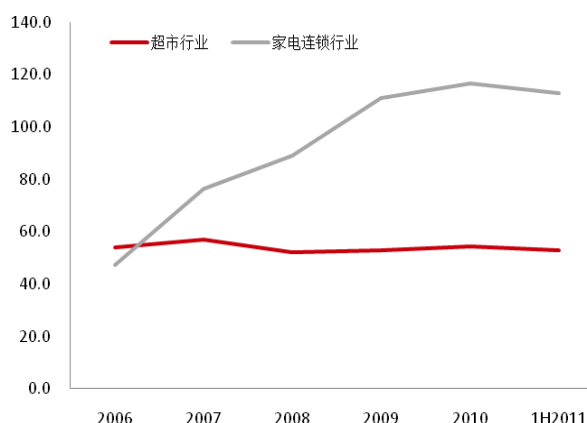
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 27: 超市+家电连锁预收账款占收入比



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 28: 超市+家电连锁应付账款周转天数



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、行业竞争加剧;
- 2、CPI 高企, 居民消费意愿下降;
- 3、租金、人力成本上升压力凸显。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。