



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

在确定与不确定中寻找机会

——零售行业2011年第4季度策略报告

德邦证券有限责任公司研究所

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

2011-09-28

1.基本面分析

► 行业同比增速显著，重点公司全年业绩有望超越预期

2011年国内零售行业整体表现良好，截至8月底全国社会消费品零售总额累计达11.49万亿元，同比增幅16.9%。零售公司业绩普遍超越预期，据我们统计的56家A股零售公司数据，上半年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润同比增幅超过50%的占到30%，增幅介于20%~50%的约占30%，这实际上意味着至少有六成左右零售公司业绩实现了快速增长。而从单季经营数据来分析，尽管行业平均毛利率基本与往年保持稳定，但销售净利率则已处于历史高位，反映了企业正通过实施成本费用控制取得较好的效果。

分业态来看，上半年百货店的业绩表现最为显著，我们统计的36家代表性A股百货企业实现销售收入1153亿元和净利润48亿元，分别比上年同期增长了41.96%和55.47%，整体呈现快速增长趋势；部分龙头公司业绩大幅超出市场预期，其中不乏有像首商、重百这些刚经历资产重组的标的公司，还包括那些迈入资本市场不久的次新股，如天虹和友阿等；此外，百货店与往年相比，同店增速十分明显（表1列示了部分港股百货店的同店销售数据），也显示了该行业目前正处于十分景气的通道之中。与百货店相比，超市、家电等连锁业态的业绩则表现相对平稳，我们统计的8家A股超市企业整体销售和净利分别同比增长17.72%和32.35%，超市企业业绩增速分化较为明显，永辉和新华都两公司净利增幅均超过50%，而华联综超则延续了前期下降的态势；上半年家电连锁业态收入和净利分别同比增长16.32%和8.57%，其中行业龙头苏宁电器无论是销售还是净利继续保持稳步增速，而天音、爱施德等手机分销商业绩则出现了明显下滑。

从整体来看，我们预计A股零售行业全年业绩平均增幅在25%-30%之间，部分优质公司增幅更可达30%乃至50%以上。在所有零售业态中，我们首推百货店，其次是连锁超市。

图1 零售额及CPI的同比增幅

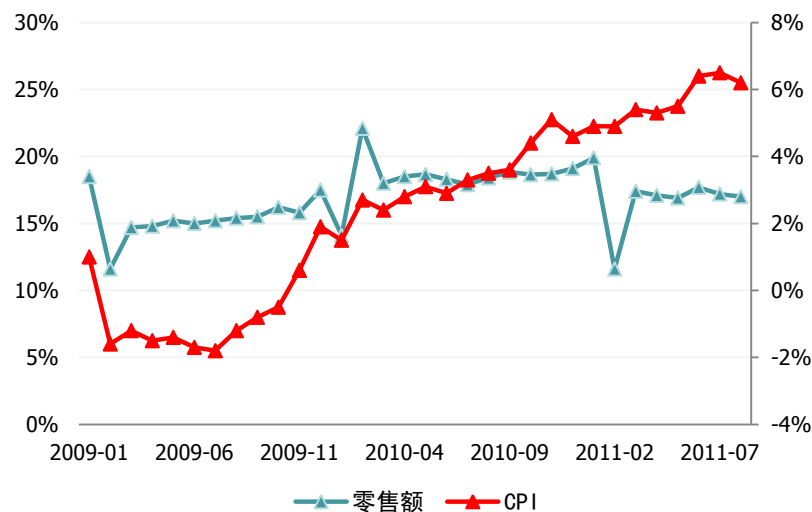


图2 A股零售公司毛利率及净利率

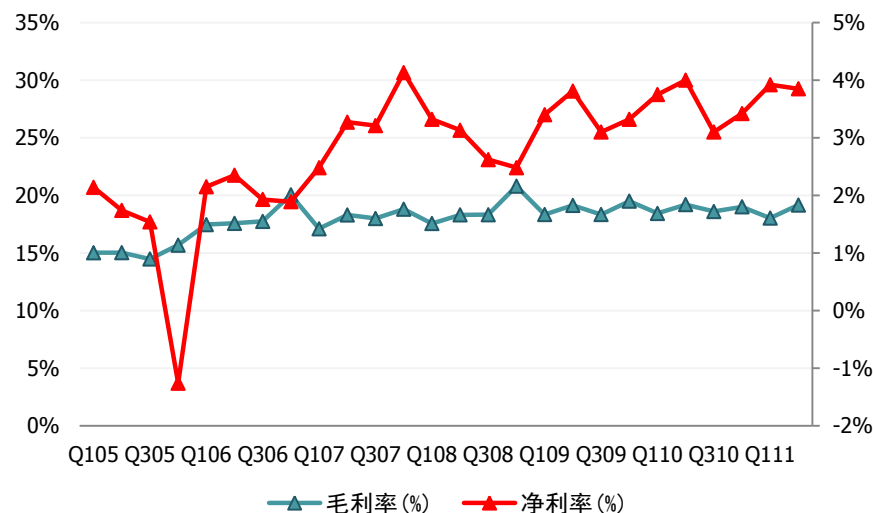


表1 部分港股百货公司同店销售增幅

	银泰百货	茂业百货	华地国际	岁宝百货	百盛集团	金鹰商贸	行业增速	CPI涨幅
2010	18.2%	21.5%	25.5%	7.6%	11.4%	25.1%	18.3%	3.3%
2011Q1	27.2%	30.0%	NA。	NA。	13.9%	31.5%	16.3%	5.0%
2011H1	28.4%	27.4%	29.8%	10.2%	13.3%	28.7%	16.8%	5.4%

资料来源：公司公告、德邦研究

零售企业供需两端同时承载经营压力，运营风险有所加大

从供给层面来看，零售商扩张过程中产生的直接费用主要包括租金、人工成本及水电费用等，这三项费用分别占到零售商当期销售费用的23%、31%和13%，合计占比约在65%以上。我们认为，对于零售商来讲，租金和人工成本等费用基本上属于不可控费用范畴，企业每年承担的此类费用将呈现刚性上升的趋势：租金由于受到城市化进程推动在长期将维持一种持续向上的基本态势，而人工成本的快速上涨则是在国内劳动力结构性矛盾日益突出进而面临“刘易斯拐点”的背景下出现的。租金和人工成本成为零售商目前主要的经营成本构成。

而从需求层面来看，经济下行风险加大、通货膨胀居高不下等因素都将约束当前居民的消费行为，将确定地对行业产生一定的冲击。从目前来看，持续高位的CPI指数对零售商经营的负面影响正在不断加剧，我们认为这种影响若进一步发展甚至有可能完全覆盖前期温和通胀对零售商形成的“催化效应”，即零售市场出现“有价无市”的现象，零售商场客流量锐减最终将导致门店出现经营性亏损，这对零售企业的打击或许是致命的。此外，股市连续下挫引发的财富效应也构成了居民消费增量缺乏继续上行的动力。

我们的观点是，在供需两端多种力量因素的共同挤压之下，零售商运营风险无疑会加大，行业确实存在一定的下行风险。

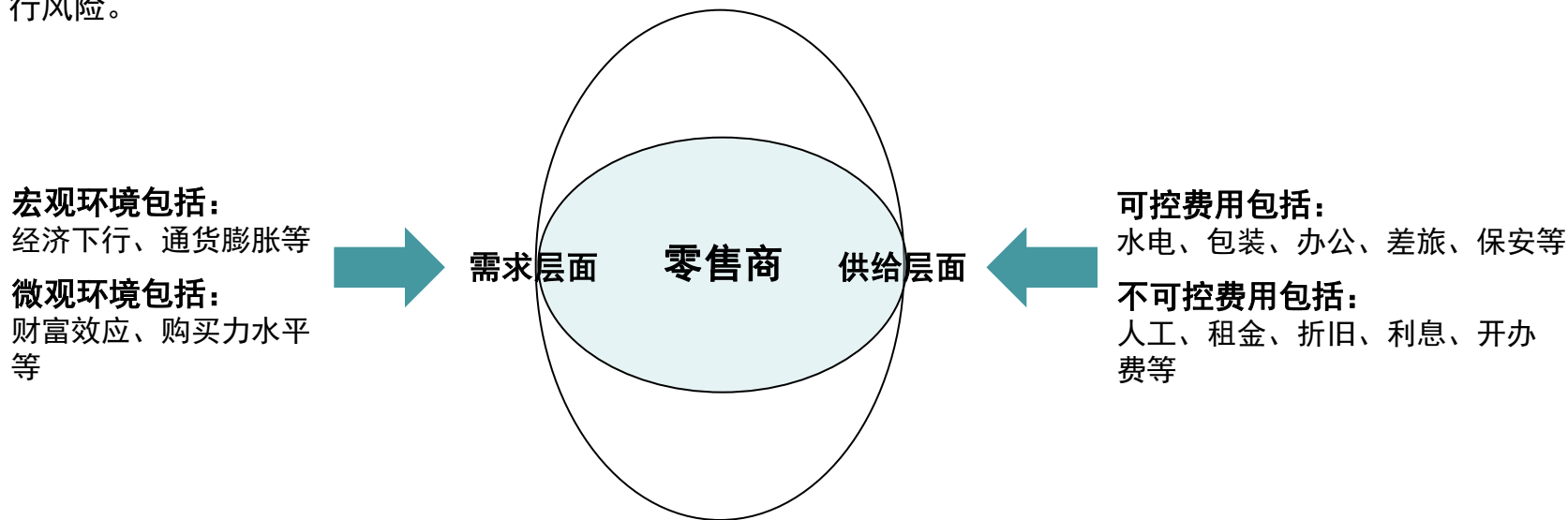


图4 零售额及CPI的同比增幅

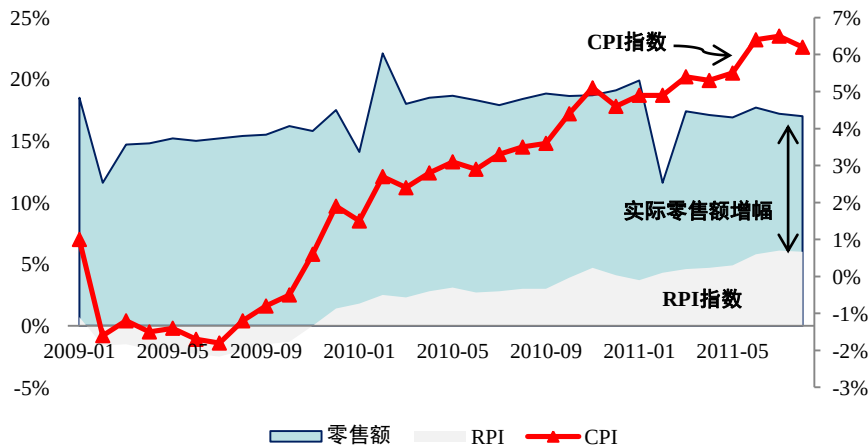


图6 零售商的直接经营费用构成

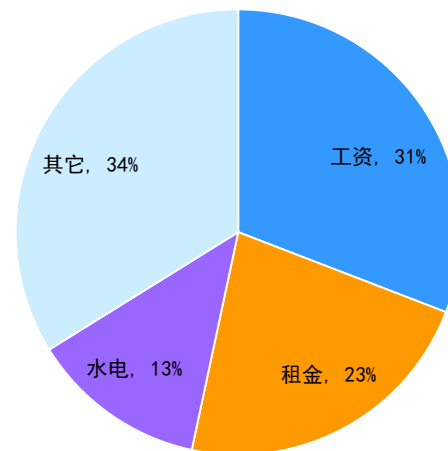


图5 批零行业员工平均工资

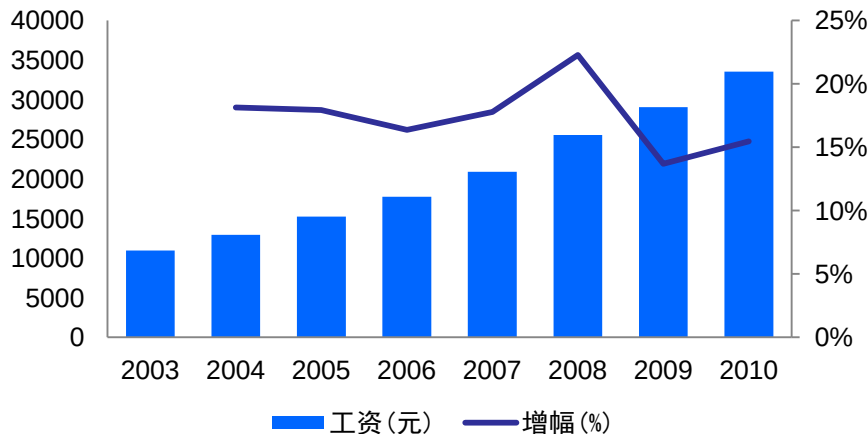


表2 三项费用增幅分区域统计-2010年

		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

2.估值分析

从2011年以来的股价走势来看，SW商贸指数实现近-17%的收益，跑输大盘3个百分点（截至2011年9月27日），而从近三个月的市场走势来看，商贸指数尽管下跌9.73%，但却跑赢大盘指数2.71个百分点，说明随着CPI指数持续上升及大盘指数深度下挫，零售板块相对于整个市场的防御性正在加强。

分析估值层面，首先从静态估值来看，通过比较自2005年以来零售和沪深300的PE（TTM，整体法），我们发现零售板块28.03倍PE相对于沪深300当前11.30倍PE的溢价率为2.48倍，与1.95倍的历史平均溢价率及2.90倍的历史最高溢价率相比，估值溢价处于较高水平。而从动态估值来看，目前商业零售2011年和2012年动态PE分别为20倍和15倍，已处于基本合理的区间范围内（即25~30倍）。在A股所有板块中，零售目前估值位于中枢水平，低于旅游、农业及食品等消费板块。我们认为，相对于行业每年25%-30%左右的盈利增速预期，零售公司目前绝对估值明显偏低，在未来几个月大幅下行的空间不大，具备择机介入配置的基础。

图7 零售板块相对沪深300的静态PE



3.投资策略

► 给予对行业的增持评级

我们认为，下半年以来零售企业面临供需两端多重因素（包括居高不下的CPI、股市下跌引发的财富效应以及门店租金、人工成本的刚性上涨等）的影响，盈利增速将有所放缓，但从中长期来看，行业稳步上行的基础依然牢固，零售企业各项财务指标表现良好，加上行业在上半年积累的超预期表现，预计全年依然可以维持25%-30%的平均业绩增幅（乐观估计30%左右），部分优质龙头企业更可能达到30%乃至50%以上的盈利增长。我们在此重申对行业的增持评级。

► 重点公司推荐组合

与超市、家电等专业连锁相比，我们目前更加看好百货店的投资机会。未来6个月内，我们的优先推荐组合为：[永辉超市（601933.SH）](#)、[大商股份（600694.SH）](#)和[天虹商场（002419.SZ）](#)；重点推荐组合为：[文峰股份（601010.SH）](#)、[银座股份（600858.SH）](#)、[成商集团（600828.SH）](#)和[步步高（002251.SZ）](#)。

- 1) 在零售行业中，我们遵循扩张是王道的基本逻辑，首要挖掘那些具有高速成长潜力的优质标的，我们认为永辉超市凭借其领先的生鲜模式未来具备成为超市行业第一梯队的条件，而天虹商场则通过较强的异地复制能力今后有望成为百货行业中的明星公司。
- 2) 站在五年乃至十年这样一个时间跨度上，我们认为那些占据或控制着诸多优势物业的零售公司应该具备一定的价值重估或并购机会，包括目前具有较高自有物业比例的文峰股份和成商集团以及占据绝对面积优势的银座股份和步步高，这些均是较好的可选标的。
- 3) 我们也密切关注在近期内公司治理获得明显改善、已经或即将出现业绩拐点的潜力零售股，重点推荐标的为大商股份。

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。