



批零贸易业

2011.11.17

坚持就是胜利

——商业零售行业 2012 年策略报告

 **刘冰**
 021-38676703
 liubing6168@gtjas.com
 编号 S0880511010042

本报告导读：

受物价回落和经济增速放缓影响 2012 年行业增速放缓，但稳健增长可期；投资空间主要在于行业稳健增长和估值切换带来，坚定看好行业中长期投资价值。

摘要：

- 十二五期间商业零售行业的长期稳健增长可期，根据美国和韩国的网络消费数据分析，网络零售并未对传统零售业业态造成大的冲击。
- 我们覆盖的商业零售行业 56 家上市公司前三季度收入同比增长 23.6%，净利润增 33.7%，保持较快增长；预期 2011 年四季度行业收入增速能够延续第三季度态势；预期 2012 年行业收入增速放缓主要原因是：物价回落影响价格上涨幅度低于 2011 年，预期受到经济增速放缓影响，消费量增速不容乐观。预期到 2012 年重点商业零售行业上市公司的收入平均增速将继续缓慢回落至 20% 左右，利润增速还是可以达到 30% 以上。
- 商业零售行业 2012 年的投资空间主要在于行业稳健增长且估值切换带来，中长期持有商业零售行业将能够获得稳定的绝对收益，维持对商业零售行业“增持”评级。
- 细分行业中推荐增速较快且估值合理的百货行业和黄金珠宝行业：
- ✓ 由于高端消费持续度高，高端消费品提价仍然是趋势，而且百货行业 A 股上市公司的内生性增长仍有空间，预期在经济增速放缓和 CPI 下行时期百货行业的收入利润仍会有稳健增长，维持百货行业“增持”评级。我们分析了百货行业未来业态创新的趋势是购物中心模式，优选业态创新能力较强的龙头企业，重点推荐王府井（600859）、友谊股份（600827）、首商集团（600723）；主要扩张二三线城市的区域龙头企业中，我们依然按照区域经济增速、门店地位及未来扩张能力为核心要素进行评价选股，重点推荐重庆百货（600729）、鄂武商（000501）、友好集团（600778）、合肥百货（000417）。
- ✓ 黄金珠宝行业 2012 年较高增速仍将延续，但增速相比 2011 年可能将会有所放缓，预测 2012 年黄金珠宝首饰行业增速在 30%，维持黄金珠宝行业“增持”评级，坚持竞争优势和性价比综合选股，持续重点推荐老凤祥（600612）；
- ✓ 超市行业 2012 年将面临 CPI 回落带来同店增速放缓和人力成本上升两大压力，优选竞争优势明显的超市企业，在超市行业中，我们按照竞争优势突出，近两年业绩增速较快，估值较为合理的逻辑选股，重点推荐——步步高（002251）；
- ✓ 家电销售连锁行业：预期受到经济增速放缓影响，2012 年家电销售数据不容乐观，但是苏宁电器（002024）作为行业内龙头企业，近两年积极扩张二三线及县镇市场，相对进取的扩张速度能保证公司在未来二、三年内持续 20% 以上的收入增速，持续推荐。
- ✓ 专业市场中推荐小商品城（600415），业绩阴霾逐渐扫清，长期投资价值凸显。

评级：

增持

上次评级：增持

细分行业评级

百货行业	增持
黄金珠宝首饰行业	增持
家电连锁行业	增持
专业批发市场行业	增持
超市行业	增持

重点覆盖上市公司评级

王府井 600859.SH	增持
重庆百货 600729.SH	增持
合肥百货 000417.SZ	增持
鄂武商 000501.SZ	增持
友好集团 600778.SH	增持
老凤祥 600612.SH	增持
苏宁电器 002024.SZ	增持
武汉中百 000759.SZ	增持
东百集团 600693.S	增持
新世界 600628.SH	增持
广州友谊 000987.SZ	增持
南京中商 600280.SH	增持
新华都 002264.SZ	增持
友谊股份 600827.SH	增持
小商品城 600415.SH	增持
步步高 002251.SZ	增持
广百股份 002187.SZ	谨慎增持
银座股份 600858.SH	谨慎增持
成商集团 600828.SH	谨慎增持
潮宏基 002345.SZ	谨慎增持
大商股份 600694.SH	中性
友阿股份 002277.SZ	中性
人人乐 002336.SZ	中性
华联综超 600361.SH	中性

相关报告

批零贸易业：《三季报平均收入利润延续较快增速——11 月周报第一期》	2011.11.05
批零贸易业：《10 月周报第四期：——三季度基金持续增配商业零售行业》	2011.10.31
批零贸易业：《政策利好十二五期间商业零售行业稳定增长》	2011.10.26
批零贸易业：《10 月周报第三期：——9 月社零总额部分商品品类增速反弹略超预期》	2011.10.24
批零贸易业：《10 月周报第二期：——2011 年 9 月重点零售企业数据点评》	2011.10.18
批零贸易业：《没有最好，只有更好——商业零售行业 2011 年中期投资策略报告》	2011.05.20
批零贸易业：《商贸诚可贵，百货价更高——2011 年投资策略报告》	2010.12.01

目 录

1. 2011 年行业收入利润增速较快，预期 2012 年稳健增长略有回落 ...3	
1.1. 2011 年前三季度收入利润增速延续较快态势3	
1.2. 预期四季度仍将延续前三季度态势，预期 2012 年增速放缓但仍有稳健增长4	
1.3. 2011 年行业表现差强人意5	
1.3.1. 纠错行情助长助跌5	
1.3.2. 基金持续增持商业板块6	
2. 十二五稳健增长可期，网购基数小增速快6	
2.1. 十二五期间行业稳健增长可期6	
2.1.1. 经济结构转型决定消费率未来将有提高6	
2.1.2. 十二五期间消费稳定增长7	
2.1.3. 居民收入增长推动消费稳定增长7	
2.2. 预期十二五期间网络购物仍有较高增速，但增速中枢下移8	
2.2.1. 网络购物蓬勃发展8	
2.2.2. 网购的特点9	
2.2.3. 美国和韩国的经验10	
3. 投资策略：坚持就是胜利13	
3.1. 估值溢价仍处于高位13	
3.2. 商业零售行业 A 股 H 股估值基本接轨，估值切换带来中长期投资空间 13	
3.3. 坚持就是胜利15	
4. 细分行业分析16	
4.1. 百货行业：投资符合业态创新趋势的龙头企业16	
4.1.1. 预期在经济增速放缓和 CPI 下行时期百货行业的收入利润仍会有稳健增长，维持百货行业“增持”评级16	
4.1.2. 网络购物对百货行业整体冲击有限19	
4.1.3. 购物中心模式才是百货业态的发展趋势20	
4.1.4. 百货行业投资策略：优选符合业态创新趋势的龙头企业24	
4.2. 黄金珠宝行业：行业较高增速仍将延续26	
4.2.1. 行业仍处于快速增长阶段，维持黄金珠宝行业“增持”评级 26	
4.2.2. 坚持竞争优势和性价比综合选股，持续重点推荐老凤祥27	
4.3. 超市行业：2012 年将面临 CPI 回落带来同店增速放缓和人力成本上升两大压力29	
4.3.1. 超市业态已经较为成熟，竞争格局诸侯割据29	
4.3.2. 超市行业已经进入平稳增长的时期30	
4.3.3. 预期 2012 年超市行业稳健增长可期，但同店增速将放缓，费用压力加大31	
4.3.4. 投资策略：优选竞争优势明显的超市企业32	
4.4. 家电销售连锁行业34	
4.4.1. 经济下滑时期，耐用消费品增速下滑严重34	
4.4.2. 从美国的经验看网购对于家电连锁企业的冲击34	
4.4.3. 推荐公司——苏宁电器（002024）35	
4.5. 专业市场35	

1. 2011 年行业收入利润增速较快，预期 2012 年稳

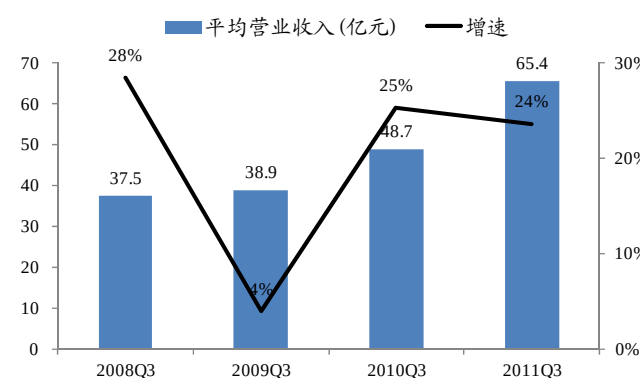
健增长略有回落

1.1. 2011 年前三季度收入利润增速延续较快态势

从我们覆盖的商业零售行业 56 家上市公司 2011 三季报汇总数据来看，前三季度零售企业收入同比增长 23.6%，增长稳健；前三季度零售企业归母净利润增速达到 33.7%，依旧保持较快增长。

从整个行业来看，第三季度收入增速没有出现下降，而且环比增速还略有增长，相比较市场预期的第三季度增速放缓，算是超出预期，显现出商业零售行业的稳健增长持续性。但是从利润增速来看，出现下滑，不过如果剔除苏宁数据来看，第三季度行业利润增速环比还有所上升。

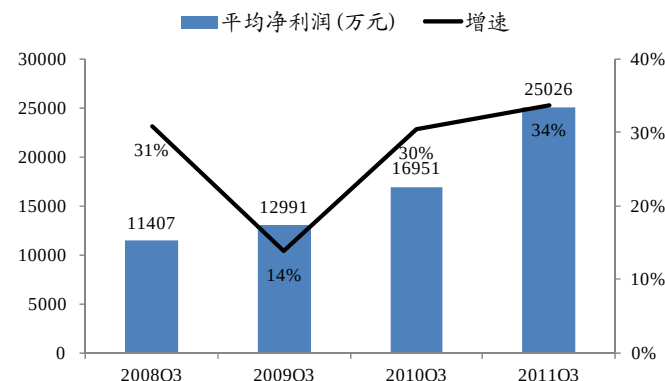
图 1：前三季度收入情况-追溯友谊/重百/首商



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

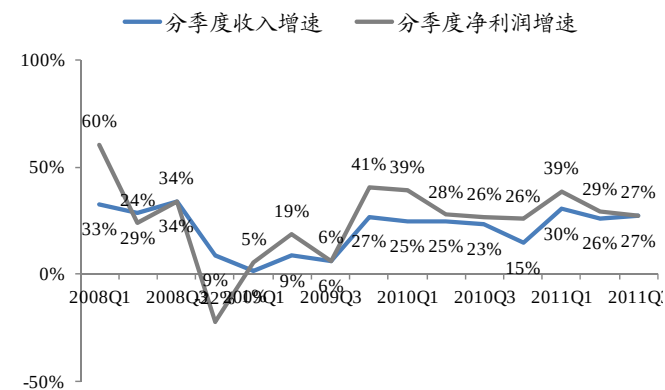
注：计算 2011Q3 增速时，友谊股份、重庆百货、首商集团已经追溯调整，使用的是可比数据

图 2：前三季度净利润情况-追溯友谊/重百/首商



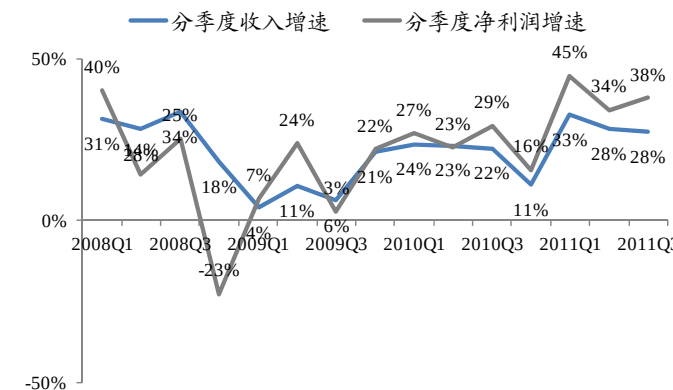
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 3：单季度情况-剔除友谊/重百/首商



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

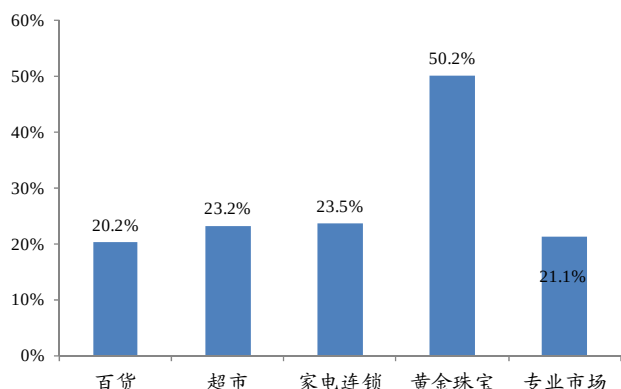
图 4：单季度情况-剔除友谊/重百/首商/苏宁



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

注：与前三季度数据汇总追溯友谊/重百/首商可比数据不同，计算单季度增速时，我们剔除以上公司数据

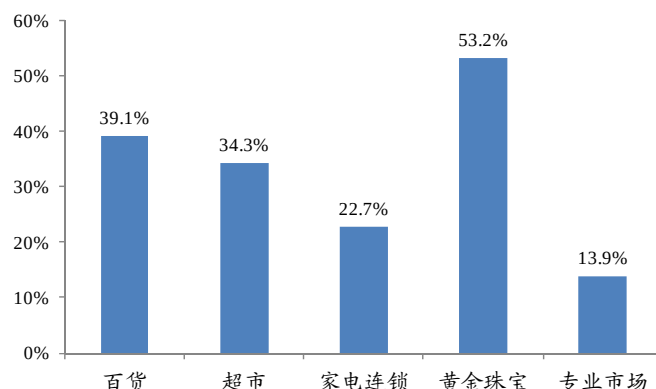
图 5：2011 年前三季度分业态收入增长情况



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

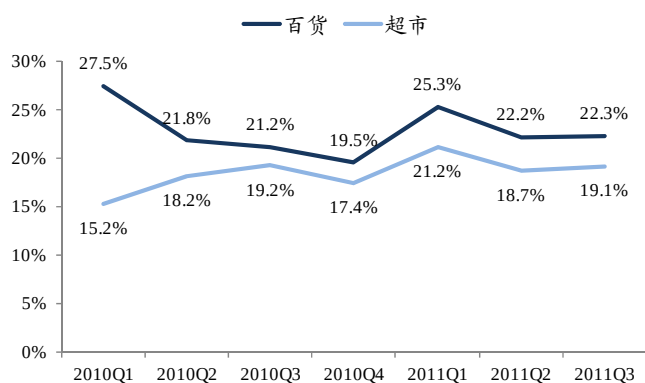
注：计算 2011Q3 增速时，友谊股份、重庆百货、首商集团已经追溯调整，使用的是可比数据

图 6：2011 年前三季度分业态净利润增长情况



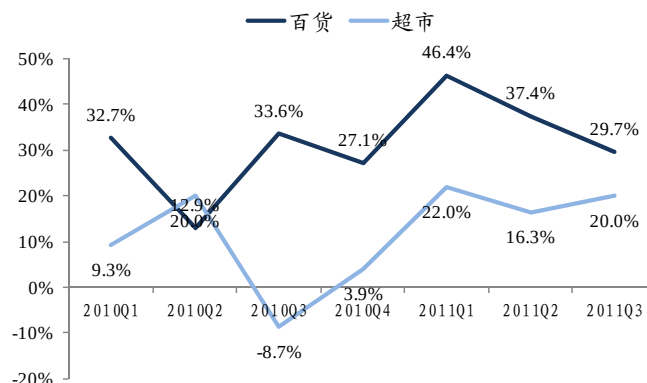
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 7：单季度收入-剔除友谊/重百/首商/永辉/三江



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 8：单季度利润-剔除友谊/重百/首商/永辉/三江

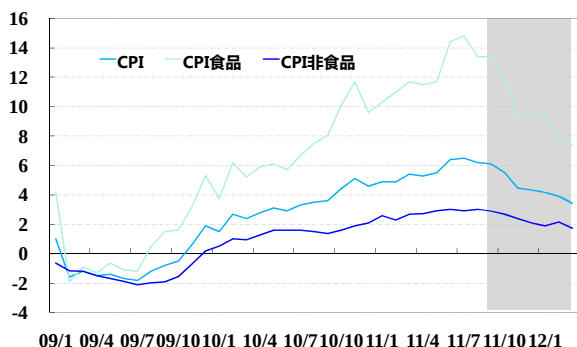


数据来源：WIND、国泰君安证券研究

1.2. 预期四季度仍将延续前三季度态势,预期 2012 年增速放缓但仍有稳健增长

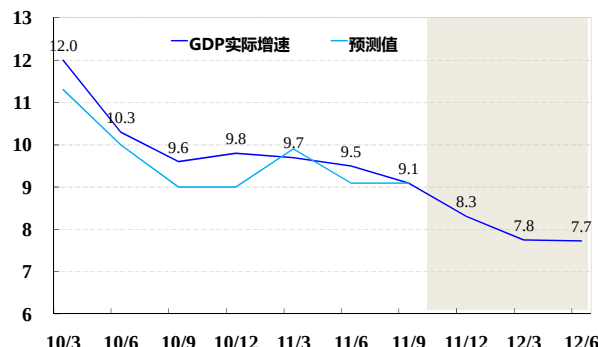
预期 2011 年四季度行业收入增速能够延续第三季度态势，利润增速仍将保持较快增长：我们预计四季度行业的销售增速与第三季度持平，或略有放缓，但秋冬服装等高端消费品价格上涨已经明确，消费者信心未受到经济放缓的明显影响，预期四季度旺季因素将带动商业零售行业增速数据仍然能保持较快增长。

图 9：国泰君安宏观 CPI 预测



数据来源：国泰君安证券研究

图 10：国泰君安宏观经济增速预测



数据来源：国泰君安证券研究

预期 2012 年行业收入增速放缓但仍有稳健增长，主要原因是：

- ✓ 预期受到 2012 年物价回落的可能因素影响，商业零售行业销售的商品价格上涨幅度低于 2011 年同期；
- ✓ 我们的宏观研究小组预测，2012 年 GDP 增速将放缓到 8% 的增速水平，预期受到经济增速放缓，影响消费量增速不容乐观。

由于价和量两方面因素影响，预期到 2012 年重点商业零售行业上市公司的收入平均增速将继续缓慢回落至 20% 左右，利润增速按照我们重点覆盖的上市公司主业的平均利润增速还是可以达到 30% 以上。

1.3. 2011 年行业表现差强人意

1.3.1. 纠错行情助长助跌

2011 年至今在市场一路下跌的过程中，商业零售板块下跌 16%，同期沪深 300 下跌 11.7%，行业跑输市场 4.3 个百分点。为何传统意义上的防御性行业在熊市中并没有表现出防御性呢？

我们回顾历史表现，发现在上一轮 2006 年初-2008 年底的周期中，行业确实表现优于市场，上涨时超越市场，下跌幅度小于市场。但超越幅度相对并不是很大。在之后 2009 年初至 2010 年底的结构性牛市中，行业涨幅却远超市场，不过在之后市场回落之时，行业表现也与上一轮熊周期时不同，行业开始跑输市场。我们对此的理解是，2009 年经济复苏期，商业板块受业绩推动，表现远好于市场，不过 2009 年和 2010 年良好的业绩也被市场过度预期，2010 年 7 月后行业又出现一轮大幅上涨，导致两年涨幅几乎超越了市场一倍。这也就造成了 2010 年 11 月后市场的纠错，当然这次是向下的。于是 2011 年商业板块虽然盈利能力稳健增长，但是还是跑输了市场。

表 1：行业与市场历年表现

	商业贸易指数	沪深 300
06/01-08/01	592.7%	472.0%
08/01-09/01	-58.9%	-65.0%
09/01-11/01	116.7%	69.4%
11/01-至今	-16.0%	-11.7%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 11：2006-2011 行业与市场走势对比



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

注：采用的是申万商业贸易行业指数

图 12：2010/11 月高点后行业与市场走势对比



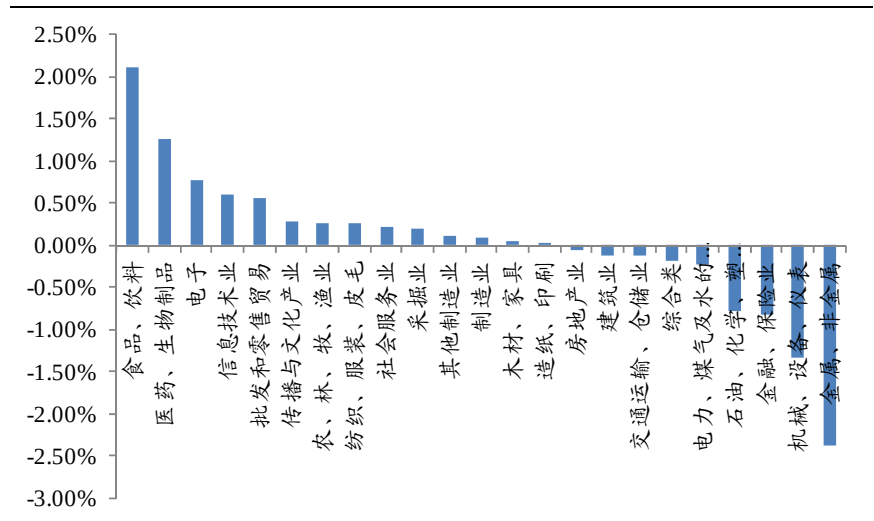
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

1.3.2. 基金持续增持商业板块

从最新公布的第三季度基金业数据来看，食品饮料、医药、商贸这3个主要的消费行业第三季度分别被基金增持2.1、1.3、0.6个百分点。其中商贸零售板块第三季度占基金股票投资比重为6.3%，超配3.1个百分点。

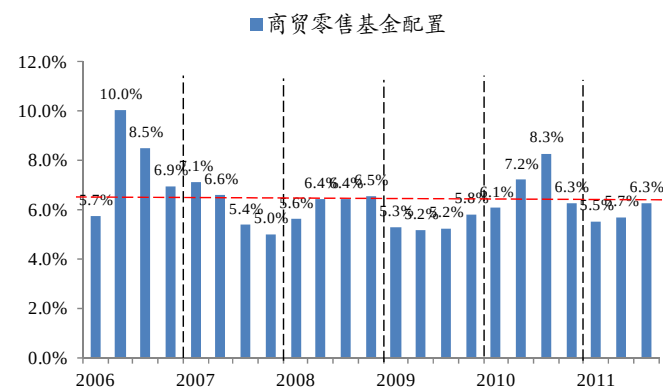
从历史数据来看，基金增持商贸板块一般会持续3-4个季度，目前板块连续2个季度持仓提高，预计增持还将持续1-2个季度。在市场向上的时候，配置的提高将会使板块获得一定的超额收益。我们认为行业稳定增长将推动2011年四季度以及2012年上半年商业零售板块有较好市场表现。

图 13: 商贸零售基金配置环比变化比率



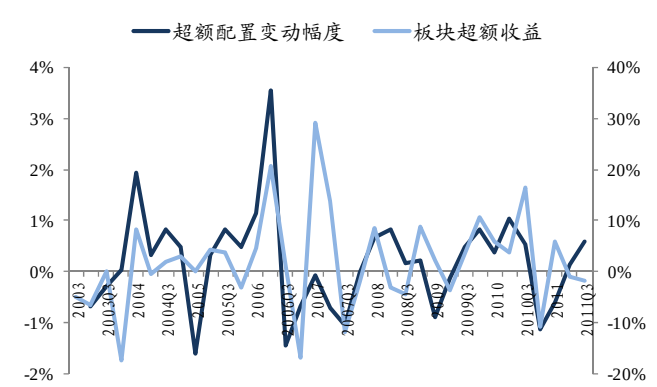
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 14: Q3 行业基金配置比例接近平均水平



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 15: 商贸零售基金配置变化与板块超额收益关系



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

2. 十二五稳健增长可期，网购基数小增速快

2.1. 十二五期间行业稳健增长可期

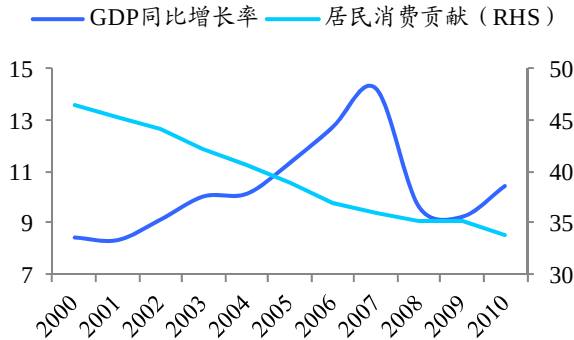
2.1.1. 经济结构转型决定消费率未来将有提高

虽然我们的宏观研究小组预测2012年经济增速在8%左右，经济增速的放缓必将会影响到各个行业，包括商业零售行业这样的消费行业，但是

从长远来看，行业的稳健增长还将延续。

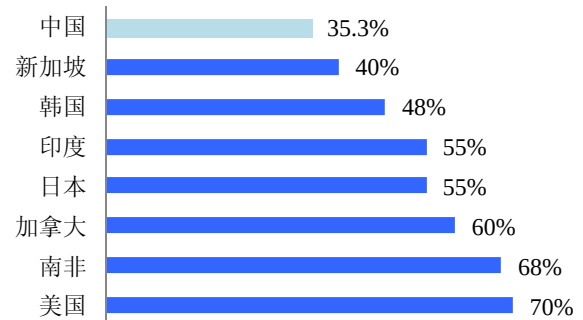
目前中国的经济主要依靠投资和出口拉动，消费在 GDP 中的占比低于国际平均水平。数据显示，目前中国居民的消费率仅为 35.3%，远低于美国 70% 的消费水平，甚至低于印度等发展中国家。十二五期间消费持续稳定增长，继续看好行业的长期发展：随着国家政策的推动以及经济内在动力的推进，消费占比将不断提高。

图 16：中国近几年经济增长和消费贡献度



资料来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 17：2010 年各国消费率比较

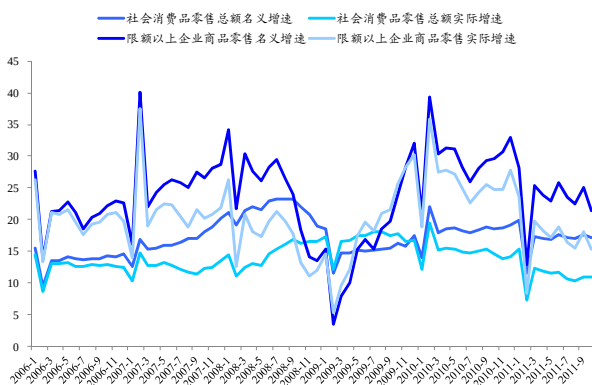


资料来源：CEIC，国泰君安证券研究

2.1.2. 十二五期间消费稳定增长

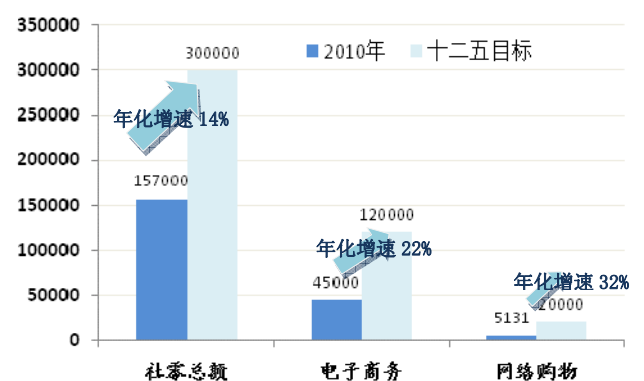
根据新闻报道，国家对于“十二五”期间国内贸易的发展振兴规划已经基本定稿，近期将正式出台。规划明确了“十二五”期间中国国内贸易发展的具体目标：到 2015 年，全国社会消费品零售总额从 2010 年 15.7 万亿元上升到 30 万亿；生产资料销售总额从 2010 年的 37 万亿上升到 70 万亿；电子商务交易额从 2010 年的 4.5 万亿上升到 12 万亿；网上购物零售额规模从 2010 年的 5131 亿上升到 2 万亿。十二五国内贸易规划明确了未来五年消费的持续稳健增长。

图 18：社零总额、限额以上零售名义和实际增速



资料来源：商务部，统计局，国泰君安证券研究

图 19：十二五期间国内贸易增速预期



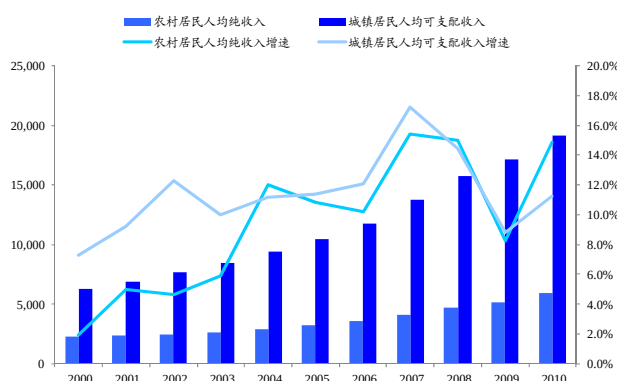
资料来源：经济观察报，国泰君安证券研究

2.1.3. 居民收入增长推动消费稳定增长

宏观角度看，居民收入水平快速提高是消费能够增长的坚实基础。城镇居民人均可支配收入保持较快的增速，而农村居民的纯收入增速显著提高。

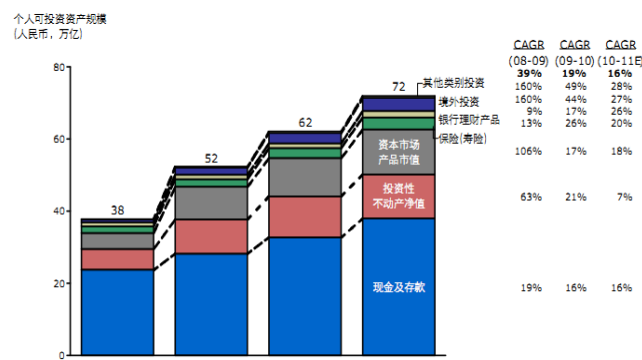
而且，各阶层财富增长明显：高收入人群目前由于地产、股票、实业经营获得大量财富，富人数量不断增加；中低收入人群由于劳动力供给的结构性变化成为较为稀缺的要素，工资不断上升；财富增长渠道的多样化，使得中产阶级规模继续扩大。

图 20：城镇、农村居民纯收入增速



资料来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 21：社会财富增长明显



资料来源：贝恩咨询，国泰君安证券研究

2.2. 预期十二五期间网络购物仍有较高增速，但增速中枢下移

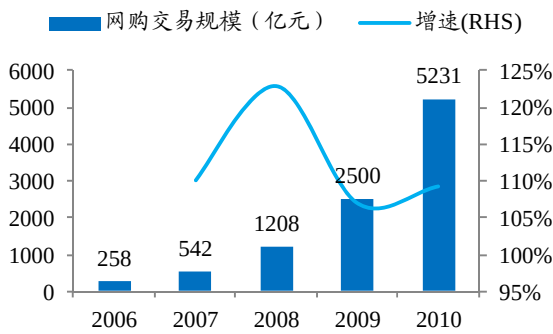
本次国家对于十二五内贸的发展规划草稿中，强调了电子商务和网购的十二五将达到的销售额，按照此目标，年化增速将达到 22%、32%，远超过十二五规划对于社零总额预期的年化 14% 的增速。网络购物是否会对实体商业带来一定的冲击？我们通过讨论我国网络购物发展的阶段以及特点，并综合美国和韩国的发展经验，判断未来五年网购仍将有较高增速，但是增速中枢将下移，而且网络零售将不会对传统零售业态造成大的冲击。

2.2.1. 网络购物蓬勃发展

2010 年，中国包含 B2C 和 C2C 在内的网络购物规模达到了 5231 亿元，同比增速达到 109.2%，是 2006 年交易规模的 20 余倍，年均复合增长率 112.2%，呈现出指数式增长趋势。

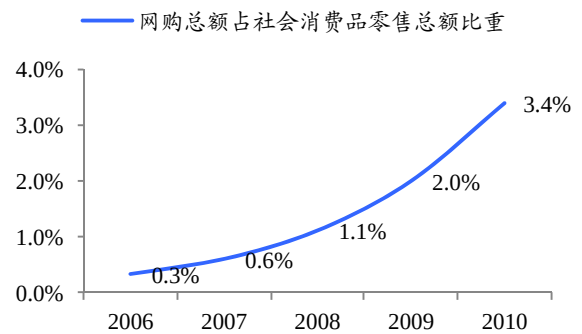
可以预见的是，随着互联网用户的逐渐增多以及网络购物的不断普及，未来整个网络购物行业的增速仍将保持较快速的增长，占社会零售消费品总额的比重也将攀升。但是，由于前几年的高速增长，基数已经被显著拉高，未来行业增长的中枢将不断下移。

图 22: 中国网络购物交易规模持续高增长



资料来源: 中国互联网络信息中心, 国泰君安证券研究

图 23: 网购交易总额占社零总额的比重不断攀升



资料来源: 中国电子商务研究中心, 国泰君安证券研究

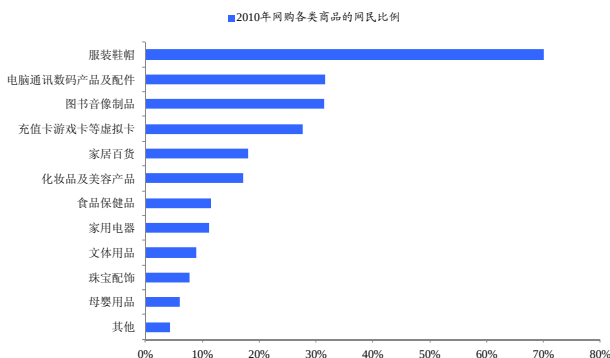
2.2.2. 网购的特点

1、标准化、品牌化和功能化商品主导

通过分析中国互联网络信息中心的数据, 我们归纳概括为——消费者网络购物主要集中在标准化、品牌化和功能化商品上:

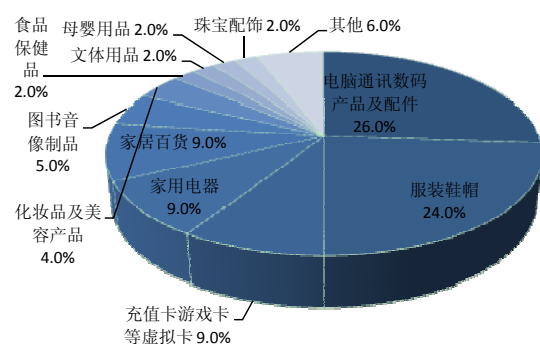
- ✓ 电脑通讯数码产品占比 26%, 这部分商品更新换代较快, 面向年轻且受教育程度较高的顾客层, 而且这些商品具有品牌化、标准化的特征, 体积小也便于物流传递, 因此销售额占比较高;
- ✓ 服装销售额占网购比重为 24%, 从价格和消费习惯等因素分析, 我们预计这部分商品和实体百货销售的商品具有一定差异, 网络消费的服装主要为单价较低的女装外, 功能化的男式衬衣、男女内衣、运动类服饰等占比较大;
- ✓ 家电类销售占比 9%, 但是我们预计其中如果按照细分品类划分, 仍以小家电为主;
- ✓ 食品保健品、文体用品、母婴用品等与超市经营品类类似的商品占网购比重都为 2%, 比重并不高;
- ✓ 珠宝配饰类商品占比重 2%, 按照消费习惯和单价, 我们预计主要为单价较低的饰品。

图 24: 2010 年消费者网购的购物倾向



资料来源: 中国互联网络信息中心, 国泰君安证券研究

图 25: 2010 年网络零售主要商品销售额



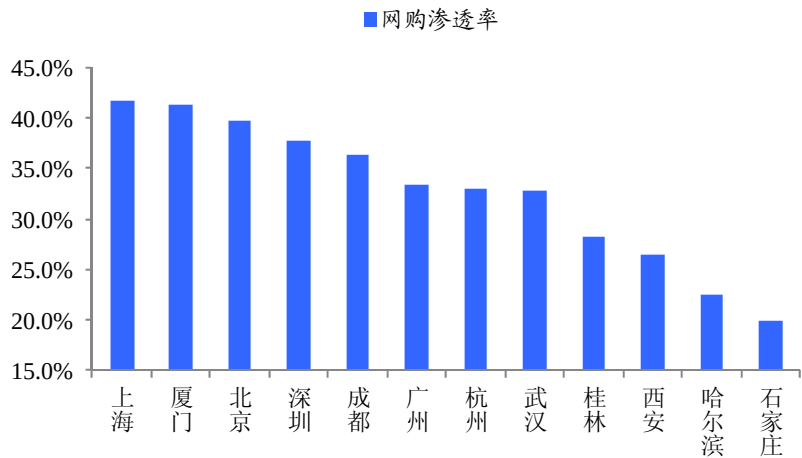
资料来源: 中国互联网络信息中心, 国泰君安证券研究

2、网络购物地区差异较大

整体而言, 南方地区的网购渗透率高于北方地区, 但从城市的角度来看,

一线城市的网购渗透率要明显高于二三线城市，部分沿海发达的二线城市也有较高的网购渗透率，但总体而言还是低于一线城市。

图 26：一线城市网购渗透率高于二线城市



资料来源：中国互联网络信息中心，国泰君安证券研究

我们分析，出现上述现象的主要原因在于：

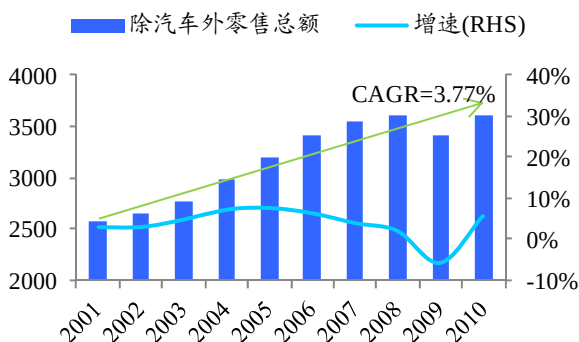
- ✓ 一线城市白领有网购的消费习惯，白领消费人群外出购物时间和交通成本较高，因此很大比重的消费者选择进行网购；此外，一线城市物流配送发达也是原因之一。
- ✓ 对于二三线城市而言，消费者的消费习惯还比较传统，时间和交通成本相对较低。另外由于物流配送较不发达，每单的配送成本要高于一线城市，导致了二三线城市的网购相对欠发达。

2.2.3. 美国和韩国的经验

2.2.3.1. 美国网购发展历程以及对于实体消费的影响

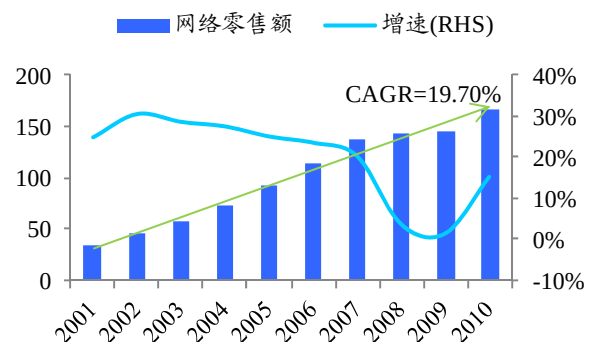
美国网络零售业兴起于 1995 年，2000 年之后随着互联网的普及才快速发展起来。2010 年，美国网络零售总额达到 1664.76 亿美元，同比增长 15.2%，为近三年最快的增速。从 2000 年到 2010 年，网络零售的 CAGR 为 19.70%，明显快于除汽车外零售总额 3.77% 的增速。

图 27：美国整体零售增长平稳缓慢



数据来源：US Census Bureau，国泰君安证券研究

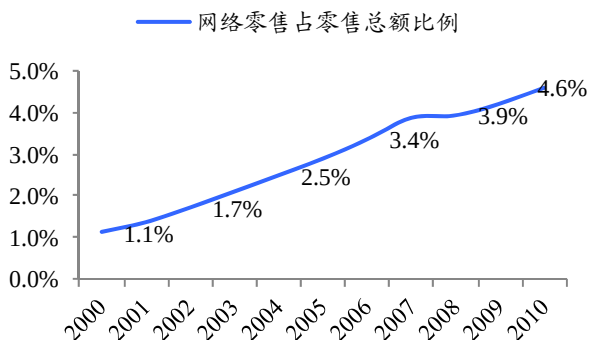
图 28：网络零售总额快速增长



数据来源：US Census Bureau，国泰君安证券研究

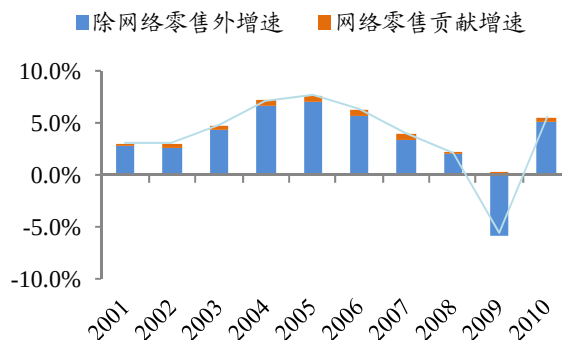
伴随着网络零售的高速增长，其在美国零售总额中的占比不断提升，2010 年的比重为 4.6%。除此之外，我们发现网络零售持续为零售贡献正的增速，特别是在 2009 年消费总额整体下滑的情况下。当然，我们看到，零售总额增速的主要部分还是由网络零售之外的实体零售贡献。

图 29：网络零售占比稳步提高



数据来源：US Census Bureau，国泰君安证券研究

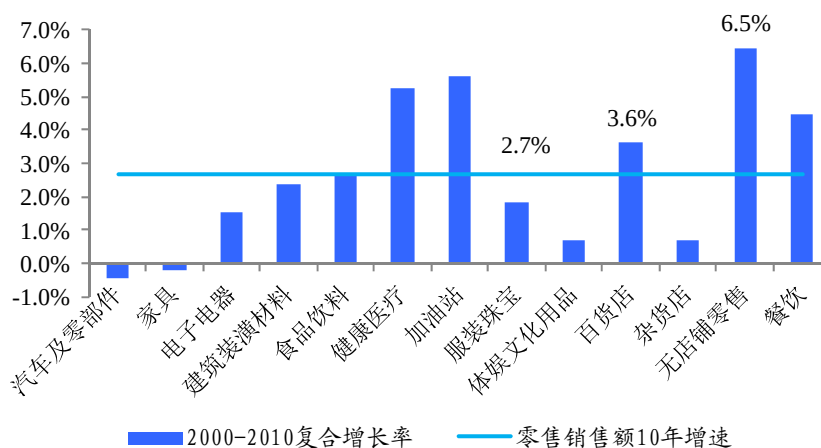
图 30：网络零售持续贡献正增速



数据来源：US Census Bureau，国泰君安证券研究

为了能够对不同业态的发展进行比较，我们通过对 2000-2010 年美国分类别的零售销售数据中主要类别的 10 年复合增长率进行了分析。10 年内美国包括汽车零部件和餐饮在内的零售销售总额的 CAGR 为 2.7%，高于此增速的主要类别有健康医疗、加油站、百货商店、无店铺销售和餐饮。增速最快的当属无店铺销售，快于平均水平 3.8 个百分点，而百货店的增速也是快于平均水平。我们似乎可以得出这样一个合理的推论：即百货店的发展并未受到无店铺零售的过多冲击。

图 31：近 10 年百货店似乎并未受到无店铺业态的过多冲击

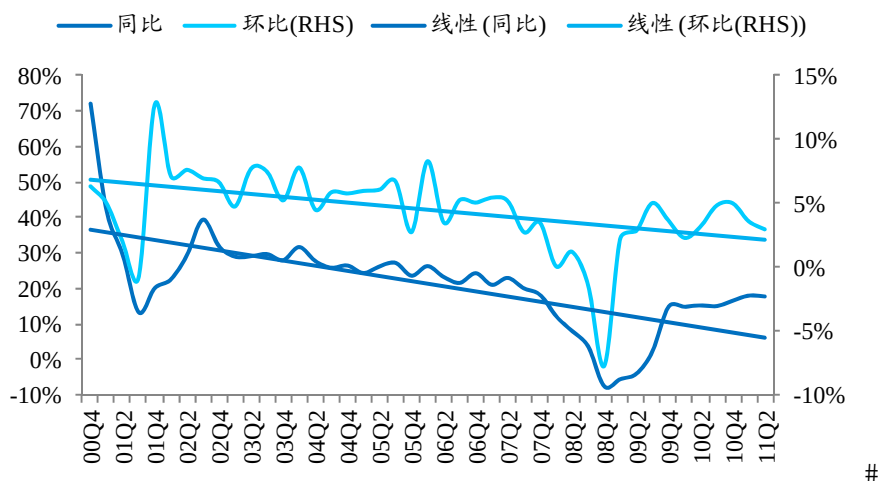


资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

我们继续利用 2000 年 4 季度到 2011 年 2 季度的美国网络零售数据进行分析：无论是同比增速还是环比增速，美国网络零售额增速出现了不同程度的中枢下移趋势，同比下移趋势更加明显。这表明，随着网络零售

基数的扩大，其增速也将下降，如之前几年的爆发式增长的出现几无可能。

图 32: 美国网络零售额增速中枢下移



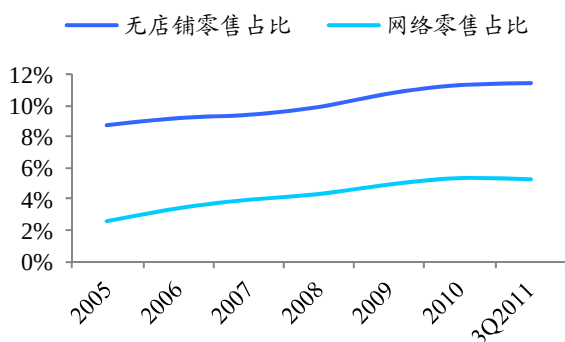
资料来源：US Census Bureau，国泰君安证券研究

通过分析美国的相关数据，我们可以对美国网络购物和实体零售行业整体作出这样的推断：由于经济增速的放缓，在零售行业整体增速不断下降的情况下，传统百货业态基本保持了与之一致的趋势，且百货行业的增长停滞已经持续很久，远在网络零售兴起之前；超市和家电连锁与网络零售业态整体相比并未有过于劣势的表现；但随着基数提高，网络零售整体增速的下行速度明显快于其他业态。

2.2.3.2. 韩国网购发展历程和对于实体消费影响

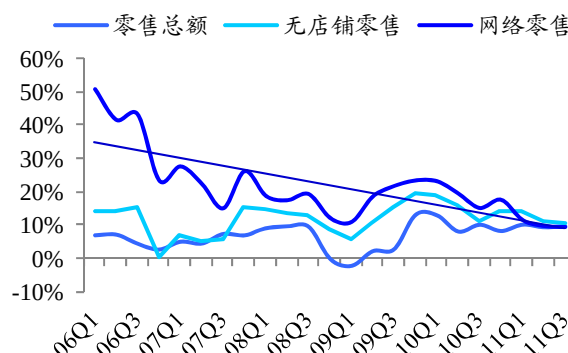
韩国的网购起步于1996年，当年的规模不足100亿韩元，而到2010年，网络零售规模达到14.6万亿韩元，年均复合增速达到68.3%。随着网络购物发展的逐步成熟以及基数的增加，网络零售近年增速明显下移，从同比数据看，已经和零售总额、无店铺整体增速处于相同的水平之上。

图 33: 韩国网络零售占比逐步提高



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 34: 韩国网络零售增速放缓



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

整体而言，韩国的网络零售发展趋势与美国一致，在经历快速发展之后

进入稳定的增长区间，增速中枢明显下移。据此，我们对中国网络零售的发展前景以及对实体零售的冲击作出如下推断：

网络零售并未对传统零售业态造成大的冲击，美国传统零售业增长乏力的主要原因还在于行业的成熟以及经济景气下降的因素，韩国的实体和网上零售的增速基本趋于一致。因为基数较低的缘故，我们预计未来中国网络购物的增长依然较快，但是增速中枢也将逐步下移。

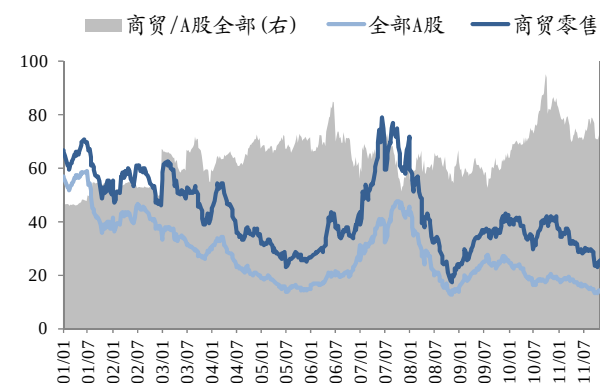
对于零售业态发展而言，业态之间的竞争也会更加激烈，但同时各业态自身的变革创新和不同业态之间的融合也将持续。对于网络零售和实体零售而言，并不存在着“你死我活”的竞争，更多的是两者之间的相互吸收和借鉴，从而更好的获得发展。网络零售只是作为一种新的渠道，是对现有零售业态的补充和改进。

3. 投资策略：坚持就是胜利

3.1. 估值溢价仍处于高位

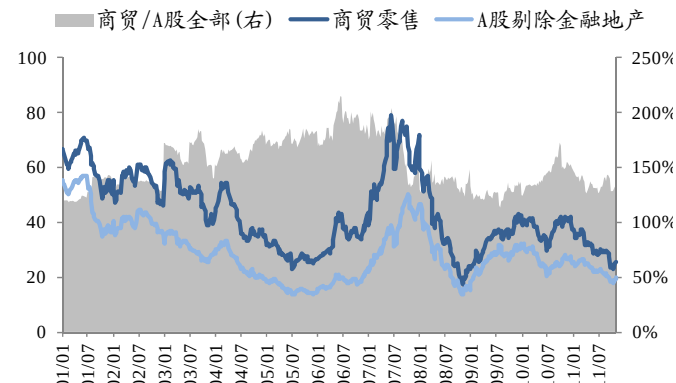
由于商业零售行业的估值溢价一直在较高水平，阻碍了估值提升；但是商业零售行业相对 A 股剔除掉金融地产等低估值大市值行业后的平均估值溢价并不高。

图 35：商贸板块与 A 股估值溢价比



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 36：商贸板块与 A 股剔除金融地产估值溢价比



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

3.2. 商业零售行业 A 股 H 股估值基本接轨，估值切换带来中长期投资空间

从估值的横向比较来看：

- ✓ 百货行业：A 股上市公司的平均估值与增长较好的几家港股上市公司——百盛、银泰、金鹰的平均估值基本接轨；
- ✓ 超市行业：A 股的平均估值高于港股，但是从增长性来看，超市行业的 A 股和 H 股的上市公司都是较为平稳的增长，2011 年超市行业平均利润增速在 20%；
- ✓ 家电连锁行业：国美苏宁两巨头估值差别不大，但国美增速慢于苏宁；
- ✓ 黄金珠宝行业：港股公司的平均增速慢于 A 股黄金珠宝行业上市公司，因此估值也低于 A 股黄金珠宝行业公司的平均估值。

表 2: 重点公司盈利预测与估值 (2011 年 11 月 11 日)

	代码	简称	投资评级	收盘价	总市值	EPS (按最新股本)			PE		
						10A	11E	12E	10A	11E	12E
百货	000417.SZ	合肥百货	增持	18.95	99	0.55	0.98	1.07	34	19	18
	000501.SZ	鄂武商 A	增持	17.59	89	0.45	0.60	0.84	30	29	21
	000516.SZ	开元控股	谨慎增持	5.06	36	0.21	0.20	0.23	24	25	22
	000564.SZ	西安民生	增持	6.41	20	0.20	0.26	0.40	33	25	16
	000715.SZ	中兴商业	增持	9.90	28	0.24	0.45	0.71	42	22	14
	000987.SZ	广州友谊	增持	19.95	72	0.91	1.09	1.34	22	18	15
	002187.SZ	广百股份	谨慎增持	14.69	42	0.61	0.72	0.90	24	20	16
	002277.SZ	友阿股份	中性	21.96	77	0.62	-	-	35	-	-
	002419.SZ	天虹商场	增持	22.15	177	0.61	0.80	1.06	37	28	21
	600280.SH	南京中商	增持	29.08	42	0.32	0.68	1.27	89	43	23
	600628.SH	新世界	增持	8.71	46	0.37	0.43	0.53	23	20	16
	600693.SH	东百集团	增持	8.38	29	0.29	1.11	0.51	29	8	16
	600694.SH	大商股份	中性	41.85	123	0.41	-	-	101	-	-
	600723.SH	首商股份	增持	12.34	81	0.06	0.58	0.72	204	21	17
	600729.SH	重庆百货	增持	41.20	154	1.41	1.80	2.24	29	23	18
	600778.SH	友好集团	增持	13.12	41	0.34	0.40	1.01	39	33	13
	600785.SH	新华百货	增持	24.35	51	1.04	1.43	-	23	17	-
	600824.SH	益民集团	中性	5.81	43	0.17	0.19	0.22	35	31	26
	600827.SH	友谊股份	增持	16.11	277	0.17	0.88	0.91	93	18	18
	600828.SH	成商集团	谨慎增持	10.47	46	0.32	0.52	0.67	33	20	16
超市	600858.SH	银座股份	谨慎增持	19.34	56	0.38	0.60	0.90	50	32	21
	600859.SH	王府井	增持	40.97	190	0.81	1.50	2.06	50	27	20
	601010.SH	文峰股份	增持	19.08	94	0.72	0.91	1.13	27	21	17
	000759.SZ	中百集团	增持	9.25	63	0.37	0.42	0.53	25	22	17
	002251.SZ	步步高	增持	24.61	67	0.63	0.92	1.24	39	27	20
	002264.SZ	新华都	增持	13.25	42	0.24	0.45	0.61	55	29	22
家电连锁	002336.SZ	人人乐	中性	17.40	70	0.59	0.70	0.84	29	25	21
	600361.SH	华联综超	中性	7.20	48	0.08	-	-	87	-	-
	601933.SH	永辉超市	中性	31.84	244	0.40	0.65	0.88	80	49	36
黄金珠宝	002024.SZ	苏宁电器	增持	10.54	737	0.57	0.66	0.82	18	16	13
	600122.SH	宏图高科	增持	5.76	65	0.22	-	-	26	-	-
	600612.SH	老凤祥	增持	32.98	144	0.67	1.30	1.80	49	25	18
	002345.SZ	潮宏基	谨慎增持	29.19	53	0.57	0.87	1.25	51	34	23
批发	002574.SZ	明牌珠宝	谨慎增持	26.88	65	0.90	1.15	1.57	30	23	17
	600655.SH	豫园商城	增持	10.07	145	0.47	0.63	0.77	22	16	13
	600415.SH	小商品城	增持	9.30	253	0.30	0.36	0.61	31	26	15
	002344.SZ	海宁皮城	谨慎增持	25.66	144	0.45	0.88	1.22	57	29	21

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 海外相关公司盈利预测与估值 (2011 年 11 月 11 日)

代码	简称	收盘价	EPS	PE
----	----	-----	-----	----

			(折合人民币)	10A	11E	12E	10A	11E	12E
百货	3368.HK	百盛集团	8.01	0.35	0.41	0.49	23	20	16
	0331.HK	春天百货	0.99	0.08	0.09	0.12	12	11	8
	1833.HK	银泰百货	8.01	0.36	0.44	0.55	22	18	15
	3308.HK	金鹰商贸	14.78	0.49	0.63	0.80	30	23	18
	0848.HK	茂业国际	1.72	0.11	0.12	0.17	16	14	10
超市	1025.HK	物美商业	12.64	0.42	0.51	0.63	30	25	20
	0980.HK	联华超市	9.01	0.50	0.69	0.79	18	13	11
	0814.HK	北京京客隆	5.85	0.44	0.53	0.62	13	11	9
	0291.HK	华润创业	21.67	2.37	1.09	1.30	9	20	17
	6808.HK	高鑫零售	8.87	0.19	0.19	0.26	47	47	34
	0121.HK	卜蜂莲花	0.17	0.03	-	-	6	-	-
	WMT.US	沃尔玛	59.20	4.48	4.49	4.91	13	13	12
家电连锁	CA.FP	家乐福	20.24	1.13	1.42	1.63	18	14	12
	0493.HK	国美电器	1.80	0.13	0.15	0.18	14	12	10
黄金珠宝	0116.HK	周生生	17.57	1.16	1.61	1.97	15	11	9
	0590.HK	六福集团	26.27	1.71	2.19	2.65	15	12	10
	0417.HK	谢瑞麟	5.16	0.58	-	-	9	-	-
	TIF.US	TIFFANY	76.85	2.87	3.72	4.19	27	21	18

数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究。

注: 盈利预测为 Bloomberg 一致预期

表 4: A/H 行业估值比较

	A 股			外盘		
	10 年 PE	11 年 PE	12 年 PE	10 年 PE	11 年 PE	12 年 PE
行业平均	47	25	19	19	16	13
百货	48	24	18	19	17	13
超市	53	30	23	19	20	17
家电连锁	22	16	13	14	12	10
黄金珠宝	41	25	18	17	15	12
专业批发市场	44	27	18	-	-	-

数据来源: 国泰君安证券研究

3.3. 坚持就是胜利

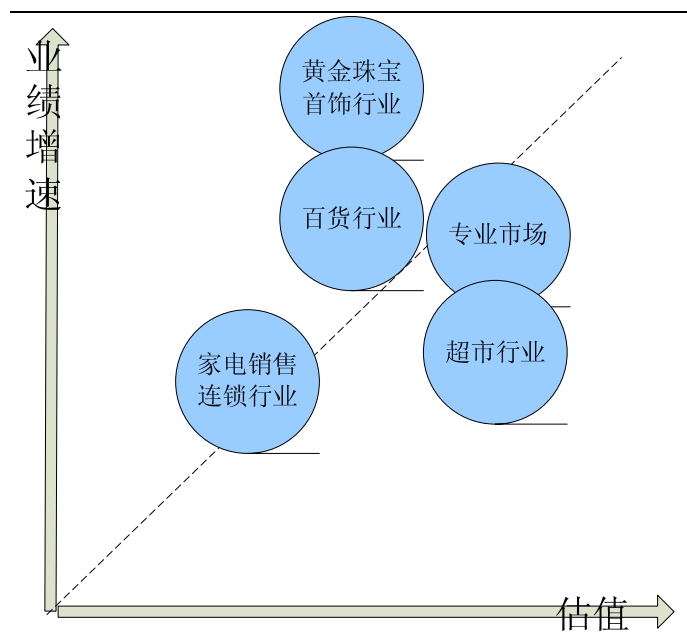
我们预期 2011 年四季度和 2012 年商业零售行业增长仍将保持稳健,但是由于增速的整体放缓,以及估值溢价仍处于较高水平,因此行业平均估值的向上提升以及业绩超预期带来的行业上涨机会不显著,我们认为,商业零售行业 2012 年的投资空间主要在于行业稳健增长且估值切换带来。

虽然 2011 年前三季度商业零售行业的市场表现并不如往年,但是正是由于这样的调整,使得整个板块的估值较为合理,而且已经提前充分反映了市场对于行业发展的悲观预期,我们认为已经是可以放心购买商业零售行业并且坚持持有的阶段,中长期持有商业零售行业将能够获得稳定的绝对收益。维持对于商业零售行业的“增持”评级。

4. 细分行业分析

对于细分行业的投资建议，我们综合考虑业绩增速和估值，推荐增速相对较快且估值合理的百货行业和黄金珠宝行业。

图 37: 细分行业比较



数据来源：国泰君安证券研究

4.1. 百货行业：投资符合业态创新趋势的龙头企业

一线城市来看，随着百货行业布局逐渐饱和，百货商店之间的竞争日趋激烈，加之消费者的不断成熟，业态变革将更加突出。我们认为，对于一线城市的百货企业而言，业态变革更加突出，未来的发展方向将会从发展传统百货商店转向购物中心化、专题百货化和折扣店。

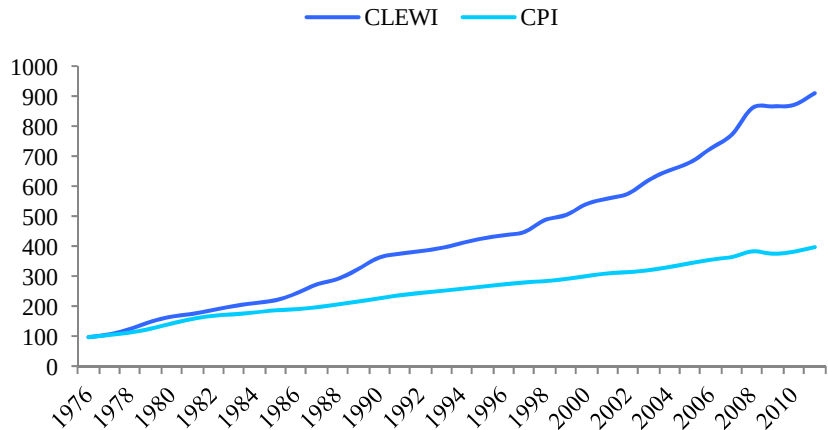
对于二三线城市的百货业，百货行业仍在蓬勃发展，尚未达到饱和的状态。未来随着居民收入的增加，消费水平将提高，传统百货和购物中心等百货业态都具有很大空间，目前还处于黄金发展时期。

4.1.1. 预期在经济增速放缓和 CPI 下行时期百货行业的收入利润仍会有稳健增长，维持百货行业“增持”评级

(1) 高端消费品提价仍然是趋势

从百货经营的品类来看，主要销售的中高档服装、化妆品、黄金珠宝首饰，我们预期这部分商品未来的提价仍会持续，且幅度高于一般消费品。

图 38: 高端商品价格上涨幅度远超 CPI



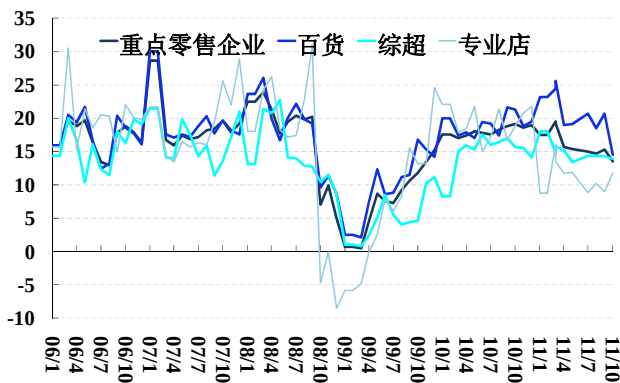
资料来源：Forbes，国泰君安证券研究

注：CLEWI 指数是指美国高端消费者消费的 40 大类商品的价格指数，主要用来衡量奢侈品的价格上涨，上图 CLEWI 和 CPI 指数都是以 1976 年编制起始年为基准。

（2）高端消费持续度高

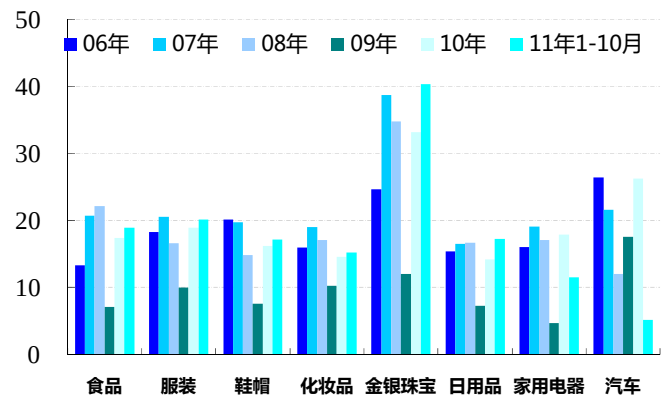
从重点零售企业销售增速来看，百货行业和黄金珠宝行业无论在 2008 年-2009 年经济危机时还是 2009-2010 年经济复苏时，以及 2011 年经济稳健增长时期，都是增速最快的两个细分行业。虽然我们宏观小组判断 2012 年的经济增速放缓，但是我们预期百货行业和黄金珠宝行业这两个涉及到高端消费的行业仍将有相对较快增长。

图 39：重点零售企业销售增速



资料来源：商务部，国泰君安证券研究

图 40：分类别销售增速

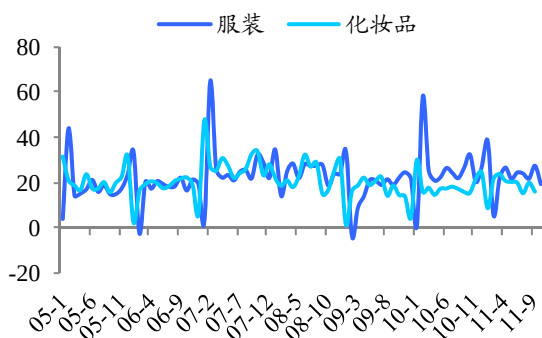


资料来源：商务部，国泰君安证券研究

根据限额以上销售中和商业零售行业相关性较强的几个品类增速来看：

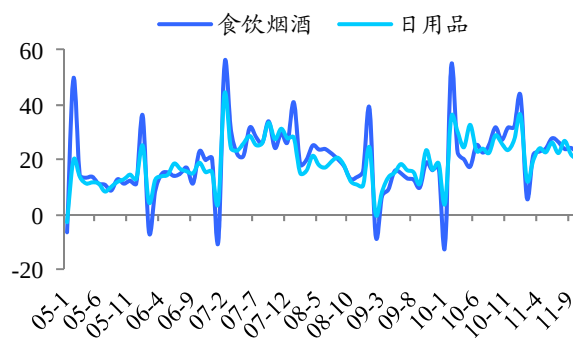
- ✓ 百货行业销售的黄金珠宝、服装和化妆品等高端消费品在整个消费品中增速更快；
- ✓ 黄金珠宝销售增速远超行业平均水平，虽然 2009 年显示出稍微滞后的增速放缓，但是仍然是正增长，2010 年、2011 年持续高增长；
- ✓ 必须消费品虽然增长稳健，超市经营的食物等类商品金融危机时也出现了下降，而且经济复苏时，超市业态销售增速反弹幅度较小。

图 41: 限额以上服装、化妆品销售增速



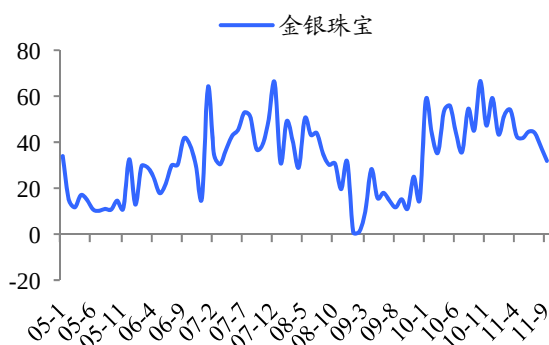
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 42: 限额以上餐饮烟酒、日用品销售增速



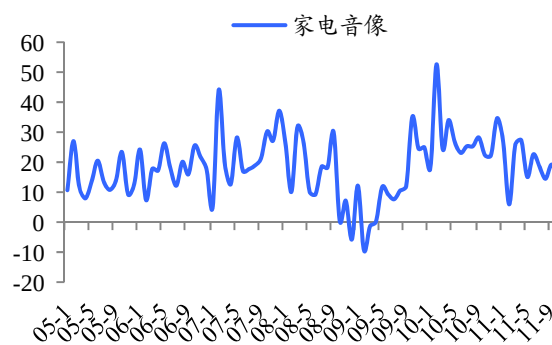
数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 43: 限额以上金银珠宝销售增速



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 44: 限额以上家电音像销售增速



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

社会财富迅速增长, 而中高收入人群规模亦在不断扩大, 由此带来的潜在消费量的提升, 以及高端消费品价格的上涨空间将带来百货业同店收入的增加, 百货业的稳健的收入增速依然值得期待。

(3) 百货行业 A 股上市公司的内生性增长仍有空间

A 股百货行业上市公司与 H 股同样以内地为主要扩张区域的百货行业上市公司在毛利率、净利率为考核指标的盈利能力上有很大差距, 而且同样是 A 股百货行业上市公司, 国资背景的和民营企业背景的也有很大差距, 国资的百货行业上市公司如果治理结构改善将有很大盈利提升空间。

表 5: 百货行业 A 股上市公司与港股上市公司毛利率、费用率、净利率比较

代码	简称	11H1 收入	增速	毛利率	净利率	费用率
000987.SZ	广州友谊	21.3	16.80%	22.70%	9.50%	9.30%
600628.SH	新世界	16.3	6.40%	26.10%	7.40%	14.90%
002419.SZ	天虹商场	63.7	41.00%	23.00%	5.10%	15.50%
600723.SH	首商股份	58.5	66.00%	21.00%	5.00%	13.00%
000501.SZ	鄂武商 A	63.4	27.60%	20.00%	4.50%	13.30%

600859.SH	王府井	83.6		29.70%	18.70%	4.10%	11.90%
000785.SZ	武汉中商	20.8		21.20%	20.40%	3.30%	15.00%
002187.SZ	广百股份	34		19.50%	19.60%	3.30%	13.90%
600697.SH	欧亚集团	32.4		20.70%	13.80%	2.80%	9.40%
600729.SH	重庆百货	135.7		27.80%	13.50%	2.80%	9.60%
600778.SH	友好集团	17.2		46.90%	20.80%	3.80%	15.90%
600827.SH	友谊股份	166		31.00%	21.40%	3.40%	17.40%
600858.SH	银座股份	53.6		-11.90%	17.50%	1.40%	14.60%
国资背景的公司		平均	58.96	26.36%	19.88%	4.34%	13.36%
代码	简称	11H1 收入		增速	毛利率	净利率	费用率
600828.SH	成商集团	10.3		61.40%	23.20%	10.40%	11.50%
002277.SZ	友阿股份	24.1		40.30%	19.00%	8.90%	6.60%
601010.SH	文峰股份	33.2		25.50%	16.90%	6.80%	7.00%
600785.SH	新华百货	25.5		15.10%	19.20%	5.90%	11.20%
600694.SH	大商股份	155.4		131.50%	18.50%	1.50%	15.00%
600280.SH	南京中商	30.1		60.40%	20.20%	0.30%	16.50%
民营企业背景的公司		平均	53.66	54.56%	18.76%	4.68%	11.26%
代码	简称	11H1 收入	增速	11H1 可比收入	毛利率	净利率	费用率
HK0848	茂业国际	20.9	68.1%	57.2	24.2%	5.3%	14.2%
HK3308	金鹰商贸	16.1	37.1%	68.8	18.4%	8.9%	7.1%
HK3368	百盛集团	24.5	18.5%	81.6	22.4%	7.2%	12.5%
HK1833	银泰百货	18.6	38.8%	58.6	23.8%	8.2%	15.1%
港股公司	平均	20.0	40.6%	66.6	22.2%	7.4%	12.2%

资料来源：国泰君安证券研究；收入单位：亿元人民币

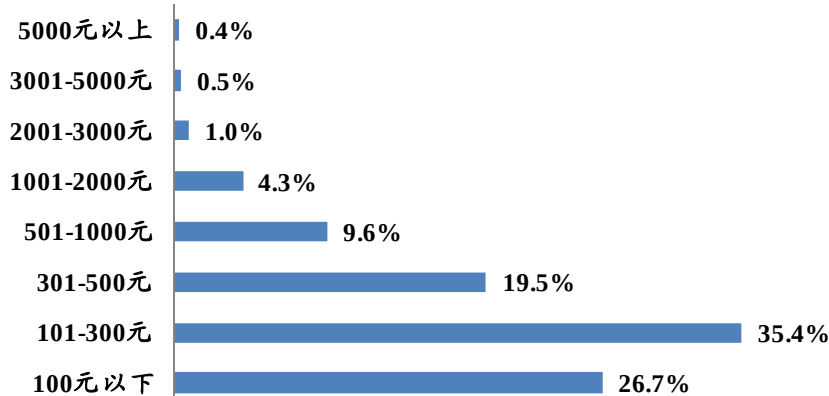
注：港股公司可比收入=营业总收入+专柜销售收入-专柜佣金收入，毛利率和净利率以及费用率都是按照可比收入为基数计算。

4.1.2. 网络购物对百货行业整体冲击有限

从前文美国网络零售行业的发展经验以及对于中国目前网络零售的研究上，我们认为，网络零售对于百货行业整体的冲击有限，主要基于如下几点判断：

- ✓ 首先，从定位上看，网络零售基本定位在中低端的标准化商品。而高端定位的百货商店商品单价高，消费者对于消费体验有较高的要求，因此网络零售对于中高端百货商店影响不大。对于定位中低端的百货商店可能会产生一定的影响。
- ✓ 其次，在经营品类上，网络购买百货类的商品主要集中在单价低、部分标准化商品——鞋、衬衣、内衣、袜子、运动服装等，也有少数高档化妆品。此类商品在百货业态中占比不高，对于百货业态的影响有限。
- ✓ 最后，从网络购物花费上看，84.2%的网购用户月消费金额在100-500元，对于百货企业主要经营的价格较高的中高档商品形成的冲击可以忽略。

图 45： 网购用户月均网购花费金额少



#

资料来源：中国互联网络信息中心，国泰君安证券研究

表 6：百货企业着力发展网购平台

企业名称	网站名称	网址	主要销售品类	与实体定位差异
百联集团	百联E城	www.blemall.com	3C、家电、百货、金银饰品	服装类产品较少
王府井	王府井百货集团网上商城	www.goonow.com	化妆品、服饰	目前仅开通双安商场、广州王府井、长沙王府井
大商股份	大商网	www.66buy.cn	日用品、3C、家电、服饰、家居等	
广州友谊	广州友谊	mall.cgzs.com	化妆品、超市百货	
银座股份	银座网上商城	www.yinzuo100.com	母婴、百货、超市	
新世界	新世界百货网上商城	www.xinbaigo.com	服装、鞋靴、配饰	
文峰大世界	文峰大世界网上商城	www.wfdsj.com.cn/shop	数码、超市、母婴、服饰	
天虹商场	网上天虹	www.myrainbow.cn	食品饮料、厨卫清洁、美容护理、母婴、家居、家电、运动服饰	品类接近超市
银泰百货	银泰网	www.yintai.com	化妆品、服饰、鞋子、箱包、运动、配饰	
武汉中商	中商购物网	www.aizsw.com	3C、化妆品、运动休闲、超市商品	
广百股份	广百百购网	www.igrandbuy.com	运动、服饰、化妆品、鞋类、箱包	
欧亚集团	欧亚卖场网络商城	www.ccoymall.com	品牌折扣、服饰、箱包、3C	

资料来源：国泰君安证券研究

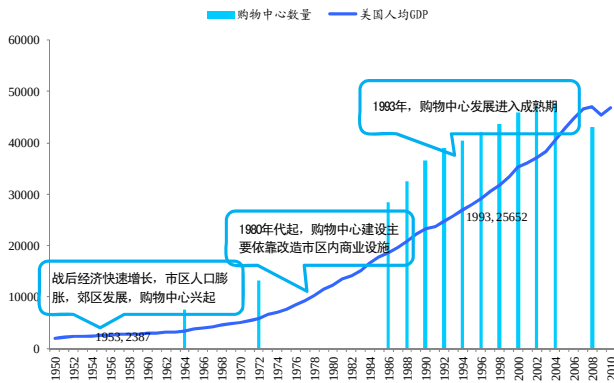
国内不少的传统百货企业也已开始“触网”，未来也将在网络零售市场分得一杯羹。但是实际上，网络销售的金额在公司总的业务收入中占比尚小，网上平台更多的是充当宣传的角色。而正如前文所提到的那样，我们认为，百货业态未来的方向并非在“触网”，更多的还是在购物中心化。

4.1.3. 购物中心模式才是百货业态的发展趋势

购物中心按照中国商务部的定义是“多种零售店铺、服务设施集中在一个建筑物内或一个区域内，向消费者提供综合性服务的商业集合体。这种商业集合体内通常包含数十个甚至数百个服务场所，业态涵盖大型综合超市、专业店、专卖店、饮食店、杂品店以及娱乐健身休闲等。”

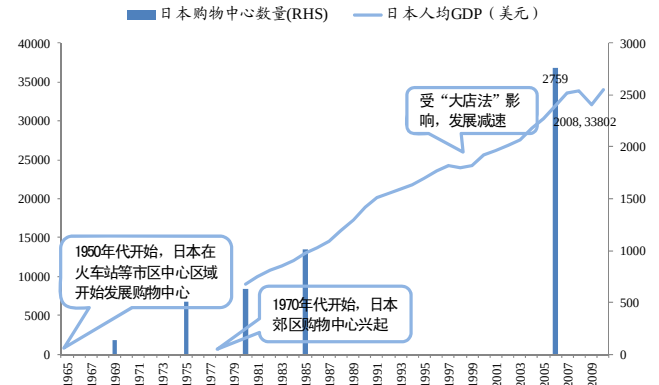
从美国的经验看，美国在 60-70 年代人均 GDP 达到 10000 美元后购物中心业态开始快速发展；而从日本的数据来看，日本是在 70 年代以后人均 GDP 到达 5000 美元进入快速增长轨道，从现在的发展情况来看，购物中心在美国和日本都成为零售的主要业态。

图 46：美国购物中心发展



数据来源：国泰君安证券研究

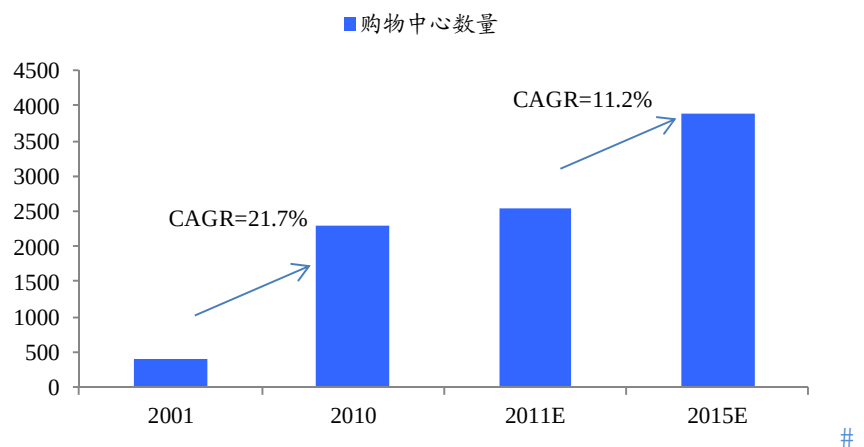
图 47：日本购物中心发展



数据来源：国泰君安证券研究

虽然截至 2010 年中国人均 GDP 29762 元——相当于 4800 美元，低于美国和日本购物中心业态快速发展时期的人均 GDP 水平，但是由于有发达国家的经验为参考，加上中国居民消费力的快速增长，购物中心近年在中国取得了高速的发展。中国购物中心的数量由 2001 年的 390 个左右快速增加到 2010 年的 2289 个，预计 2011 年将增加 253 家至 2542 家。数量快速增长的同时，购物中心的建筑面积也在不断增加。预计全国购物中心商业建筑面积将由 2009 年的 1.2618 亿平方米增加至 2011 年年底的 1.6867 亿平方米，两年增速 33.7%。

图 48：中国购物中心数量急剧增加



资料来源：中国购物中心产业资讯中心，国泰君安证券研究

正如图上所示，预计未来五年购物中心数量仍将保持 10% 以上的增速，内生性的增长无法做出具体的预期，但随着居民收入水平的提高带来的

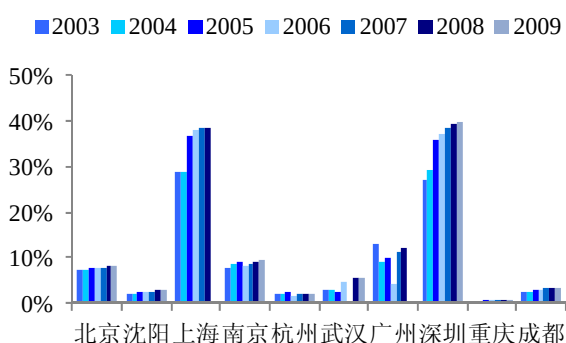
消费增量将十分可观，加之购物中心异常强大的集客能力，我们对于未来购物中心消费额高增速以及在消费中占比的不断提升持有很高的期待。

我们分析，购物中心近年高速发展的原因主要有如下几点：

➤ 城市规模扩大带来购物中心的市场空间

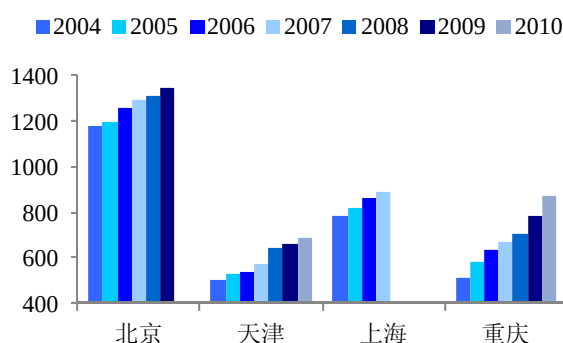
随着中国城市化进程的不断推进，无论是一线城市还是二线城市，其规模都在不断扩大，具体表现在城市建成区面积不断扩大，城市建设用地面积占行政区域土地面积的比重在不断提高。城市规模扩大之后，原有的核心商圈已经难以覆盖到新建区域，次级商圈不断兴起。

图 49：各城市建设用地面积占比不断提高



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 50：四大直辖市建成区面积持续增加



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

中国购物中心可以按照所处的位置以及相应的影响力分为都市型、区域型和社区型三类。随着城市规模的扩大，区域型和社区型购物中心的需求不断增加。

表 7：购物中心划分

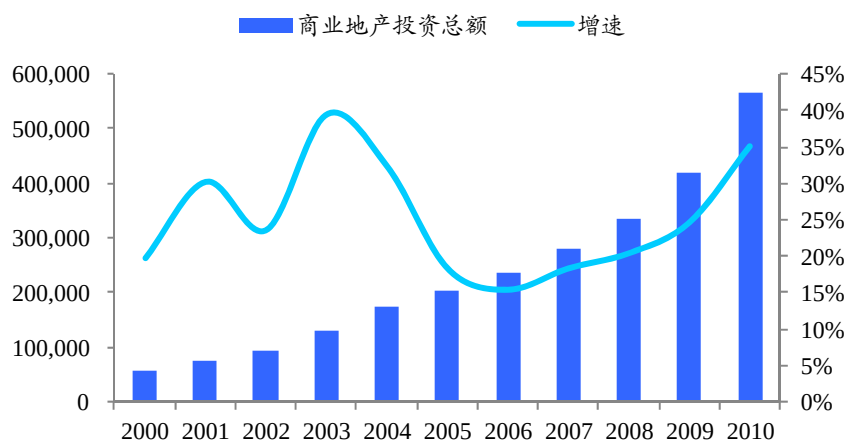
	一般特征	营业面积	实例	主力店类型
都市型	处于市级商圈，或规模巨大，或商业具有市级影响力和渗透力	20 万平方米	上海港汇广场、正大广场	品牌专卖店、影院、美食广场、健身/SPA、KTV
区域型	处于非市级商圈或城市新兴商圈，商业难以渗透到全市	15 万平方米左右	百联中环购物中心	百货、超市、专业卖场（家居建材）、大型餐饮、影院、健身/娱乐中心
社区型	处于城市较大型生活社区中，或者规模较小，无商业渗透能力	几万平方米	易初莲花	儿童娱乐、卖场、超市、家电/家居卖场、社区型百货、影院、大众餐饮、健身/娱乐中心

资料来源：《中国购物中心发展研究报告》，国泰君安证券研究

➤ 商业地产供给的增加

商业地产的快速发展为购物中心的兴起提供了必不可少的场所，商业物业供给的增加带来了购物中心的快速复制和增长。

图 51：近年商业地产投资明显加速

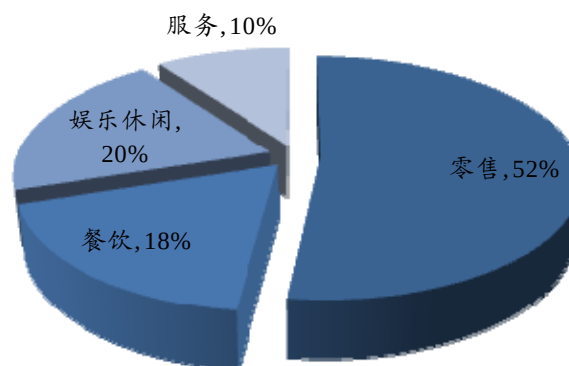


资料来源：CEIC，国泰君安证券研究

➤ 一站式购物和休闲便利

购物中心与传统的百货业态相比，更具一站式购物的便利，因为一个购物中心往往集合了超市、百货以及餐饮娱乐等多种零售业态。尤其是其中的餐饮娱乐部分增加了对于消费者的吸引力，更带来了用户购物消费的粘性。

图 52：购物中心零售业态构成的理想占比



资料来源：《中国购物中心发展研究报告》，国泰君安证券研究

➤ 专业店这种品类杀手的兴起

品类杀手指的是营业面积较大但商品品类经营较少的连锁专卖店。品类杀手对于客流量有很高的要求，主要采用的是以量补价的销售模式，因此其有着朝着客流量多的核心商圈聚集的倾向，而购物中心恰恰适合其生存和发展。

表 8：目前上海地区购物中心的主要专业店

类型	专业店
服饰类	ZARA, H&M, 优衣库, C&A
家电类	苏宁、国美、永乐

玩具类	玩具反斗城
美容健身	一兆韦德、威尔士
娱乐休闲	汤姆熊欢乐世界、星期八小镇
家居饰品	百安居
音像书店	大众书局

资料来源：国泰君安证券研究

从经营风险层面，购物中心如果自有物业则前期投入大，重资产发展，如果租赁物业经营购物中心则有可能“为他人做嫁衣”。但是经营购物中心也具备一定优势，首先，由于购物中心面积较大，购物餐饮娱乐为一体，因此具备培育独立商圈的能力；而且由于除了大部分面积自营百货外，其他大部分面积为出租，因此购物中心的培育期较一般百货店短。

对于中国百货行业而言，未来发展的主要方向购物中心化，而现有的百货企业发展购物中心具有较强的竞争力，主要体现在：

- ✓ **传统百货的品牌效应：**现有的百货企业具有品牌知名度，因此在发展新的购物中心项目时能够缩短对于消费者的培育，而且和原有百货门店和其他业态形成共同繁荣；
- ✓ **百货企业具有定位规划以及品牌招商和专业化管理的经验和能力：**百货业态的核心竞争力在于招商以及经营管理，现有的百货企业在这两个方面积累了大量的经验，也具备相应的专业化管理的的能力，而对于一些没有这些经验的商业地产开发商，百货企业的管理优势明显。
- ✓ **自营主力百货门店：**由于具备经营百货的管理经验，因此可自己经营购物中心的主力门店。
- ✓ **发展商业地产优势：**在获得购物中心的土地时，相比一般的地产开发商，具有管理经验的百货企业将更具备优势。

4.1.4. 百货行业投资策略：优选符合业态创新趋势的龙头企业

我们汇总了百货行业重点跟踪的上市公司门店数据：

- ✓ 位于一线城市的百货行业上市公司——友谊股份、王府井、首商集团都走在业态创新的前列，购物中心和奥特莱斯面积占总经营面积的比重较高；
- ✓ 而在区域型百货行业上市公司中，鄂武商、重庆百货、银座股份、友阿股份、文峰股份、友好集团、南京中商、合肥百货，一方面受益于区域振兴带来的消费高增速，另一方面，在发展购物中心等新兴业态上也紧跟行业趋势。

表 9：百货企业创新业态情况

公司	总门店数	总面积	购物中心数量(5 万平以上)	购物中心面积	奥特莱斯数	奥莱面积	主题百货
友谊股份	34 家	132	中环/西郊等 9 家	83	青浦、杭州下沙 2 家	15.5	
王府井	23 家	84	昆明/重庆等 5 家	28			HQ 尚客
首商股份	18 家	59	金源/西单 2 家	20	北京燕莎 1 家	4.3	
重庆百货	46 家	70	世纪新都/尚熙等 3 家	11			

鄂武商	8 家	62	摩尔城/武汉广场等 7 家	60		
友阿股份	7 家	47	阿波罗/友谊商店 2 家	16	长沙 1 家	17
文峰股份	11 家	39	南大街/如皋等 5 家 (2 家在建)	26		
合肥百货	14 家	36	巢湖/蚌埠 2 家*	5		
南京中商	7 家	28	淮安/南京 2 家	16		
友好集团	7 家	24	库尔勒 1 家/多家在建	7		
银座股份	51 家	130	潍坊/淄博等 11 家	63		
广州友谊	7 家	19	国金店 1 家	4	广州长隆 1 家在建	10

资料来源：国泰君安证券研究

注：面积单位为万平方米；*合百购物广场面积较小。

选股逻辑——

- ✓ 在扩张区域位于一二线城市的百货企业中，我们优选业态创新能力较强的龙头企业，重点推荐**王府井**、**友谊股份**、**首商集团**；
- ✓ 而在主要扩张二三线城市的区域龙头企业中，我们依然按照区域经济增长、门店地位及未来扩张能力为核心要素进行评价选股，重点推荐**重庆百货**、**鄂武商**、**友好集团**、**合肥百货**。

由于考虑到 2012 年整个行业的放缓趋势，我们在重点公司选股时也重点考虑到业绩的稳定性和长期可持续性。

表 10：百货行业重点推荐上市公司

代码	公司	EPS		增速		PE		投资亮点
		2011	2012	2011	2012	2011	2012	
600859.SH	王府井	1.50	2.06	85%	37%	27	20	王府井在百货连锁发展具备经验和优势，为长期业绩增长奠定了基础；近两年王府井主力拓展消费增速较快的中西部地区，符合行业趋势；增发后成都王府井子公司成为 100% 全资，将明显增厚公司近两年业绩；战略投资者增资集团，可能将推动股权激励实施，业绩释放将更为充分。
600827.SH	友谊股份	0.67	0.91	20%	36%	24	18	重组后新上市公司成为百联集团旗下以百货超市连锁为核心的商业发展平台，也是上海的商业航母；未来随着规模的增长和治理结构的改善，费用率可能将有一定的下降空间。
600723.SH	首商集团	0.58	0.72	70%	24%	21	17	公司主要门店都是成熟门店，未来费用增长将低于收入增速，收入增长对利润弹性大。重组后公司新燕莎和西单门店多，定位全，影响力大，将发挥协同效益，背靠首旅集团，长远发展空间巨大。
600729.SH	重庆百货	1.80	2.24	27%	24%	23	18	公司是重庆地区商业龙头企业，重组后公司管理团队已经明确，

								后续还要进行事业部改制；重庆商社集团重视新上市公司平台，战略投资者推动近三年业绩稳健增长；预期公司将进行管理层激励改善治理结构，时间点在不断接近。
000501.SZ	鄂武商	0.78	1.09	35%	40%	23	16	公司是湖北地区百货龙头企业，在区域内具备绝对优势，且省内三线城市拥有成功扩张经验；公司主力门店优势明显，国广二期盈利前景乐观；武商联和银泰对于鄂武商股权之争凸现鄂武商并购价值，可能将推动业绩释放。
600778.SH	友好集团	0.45	0.54	33%	20%	29	24	公司不仅在乌鲁木齐占据较高的市场份额，在省内三线城市（库尔勒、独山子、伊宁、阿克苏、奎屯）扩张步伐加快。预期未来三年成熟门店收入增速都将超过百货行业平均增速。
000417.SZ	合肥百货	0.78	1.07	42%	37%	24	18	公司百货业务在安徽省内优势明显，超市业务稳步发展，周谷堆农贸市场将逐步过渡到新市场，成长空间巨大。作为中西部地区安徽省内的商业龙头，将受益于中西部由于经济及居民收入快速提高所带来的快于全国平均水平的商业发展速度。

来源：国泰君安证券研究

注：EPS 为主业贡献业绩，扣除非经常性损益

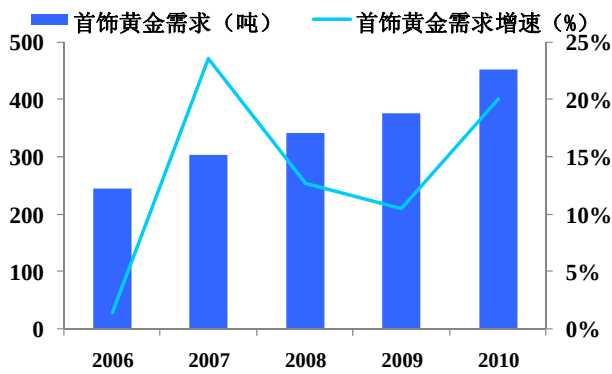
4.2. 黄金珠宝行业：行业较高增速仍将延续

4.2.1. 行业仍处于快速增长阶段，维持黄金珠宝行业“增持”评级

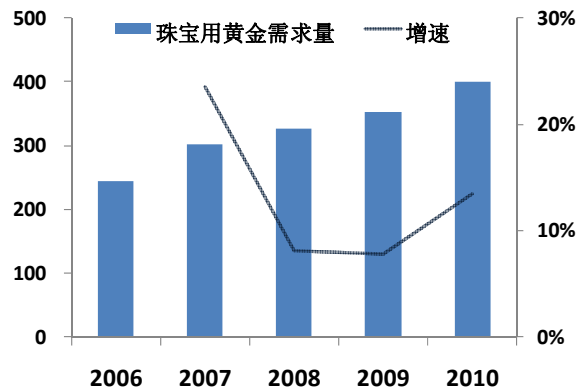
根据限额以上分类商品销售增速，以及重点零售企业分类商品销售增速，我们可以看出黄金珠宝在 2011 年前三季度的平均月度增速都在 40% 以上，2006-2011 年前三季度的年度平均增速在 30%，行业的高成长使得近两年黄金珠宝行业关注度较高。

图 53：中国 2010 年首饰需求黄金增速 20.1%

图 54：中国珠宝用黄金需求量及增速

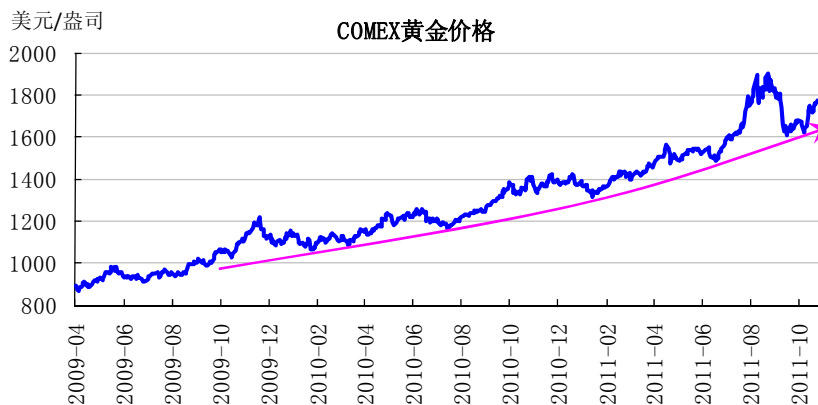


数据来源: GFMS, Bloomberg, 国泰君安证券研究



数据来源: 世界黄金协会, 国泰君安证券研究

图 55: 黄金价格向上趋势可能延续



资料来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

在 2008 年和 2009 年金融危机受影响较大两个年度，月度的平均增速也在 20%以上，而 2012 年的经济增速放缓对于消费的冲击幅度肯定低于金融危机，我们预计行业的高增长在 2012 年仍将延续。我们基于 2012 年黄金价格不会出现持续性、大幅下跌的预测，假设金价能维持相对稳定，我们对于黄金珠宝行业 2012 年的增长依旧保持非常乐观的判断，但增速相比 2011 年可能将会有所放缓，预测 2012 年黄金珠宝首饰行业增速在 30%。

4.2.2. 坚持竞争优势和性价比综合选股，持续重点推荐老凤祥

我们依旧坚持对于 2011 年中期投资策略报告中对于黄金珠宝行业选股的标准——综合竞争优势和“性价比”选取投资标的。

黄金珠宝首饰行业竞争优势分析:

- ✓ 品牌仍然是核心竞争力，拥有品牌知名度的企业在零售终端定价上具有优势；
- ✓ 生产设计仍是长远的核心竞争力，近两年来黄金饰品的款式开始有了较大的变化，因此拥有设计优势的企业可以开发附加值较高的产品，而且饰品珠宝化的趋势也很明显，对于款式更新较多的珠宝类饰品，生产设计更是核心；

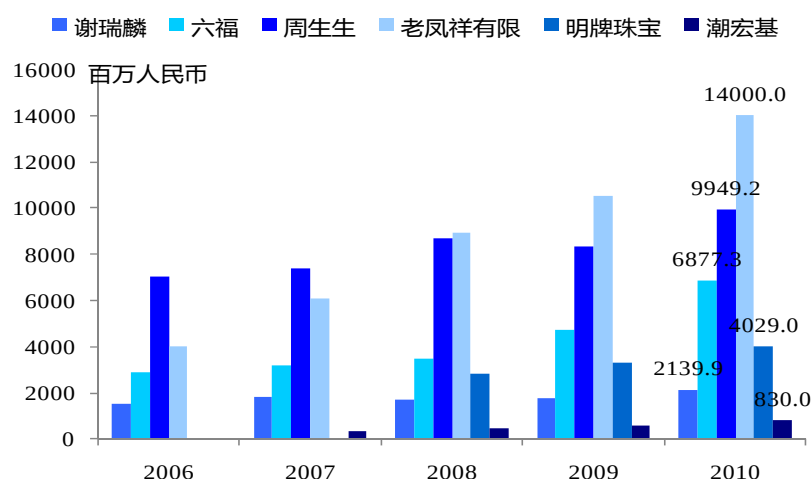
✓ 渠道上，由于现在行业仍处于高增长阶段，因此自营和经销加盟多渠道并重是适应行业发展规律，但是未来如果行业进入成熟阶段，自营化是趋势。

表 11: 黄金珠宝首饰行业 A 股上市公司品牌、生产设计、渠道三项核心竞争力比较

	品牌	生产设计	渠道
老凤祥	极强——160 余年历史，中国黄金首饰第一品牌	强——老凤祥名师设计中心拥有多位名师组成的团队，公司新品每年更新率 30%左右	极强——自营与经销相结合（约 64/1400 家），与区域经销商关系紧密，自营开始走出江浙
潮宏基	较弱——在一线城市和华南大部分区域具有一定知名度	极强——公司 K 金饰品以设计见长，设计团队拥有多国设计师，与清华合作首饰实验室	较强——主要以自营为主（367 家）
明牌珠宝	较强——铂金首饰具有一定知名度	较强	较强——自营与经销相结合（5/291 家）
老庙/亚一（豫园）	强——中华老字号，江浙范围内具有较高知名度	较强	强——自营与经销相结合（99/1242 家）

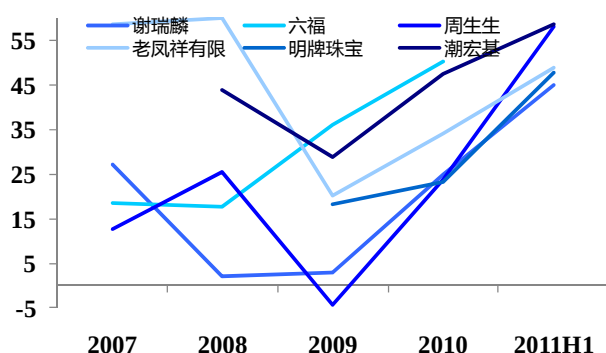
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 56: 黄金珠宝行业上市公司收入规模比较



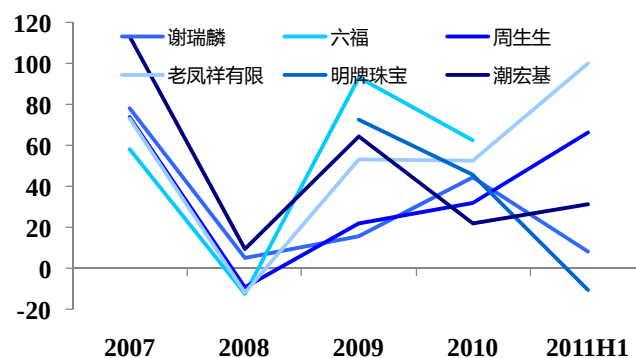
资料来源：Bloomberg，WIND，国泰君安证券研究

图 57: 黄金珠宝行业上市公司收入增速比较



数据来源：Bloomberg，WIND，国泰君安证券研究

图 58: 黄金珠宝行业上市公司净利润增速比较



数据来源：Bloomberg，WIND，国泰君安证券研究

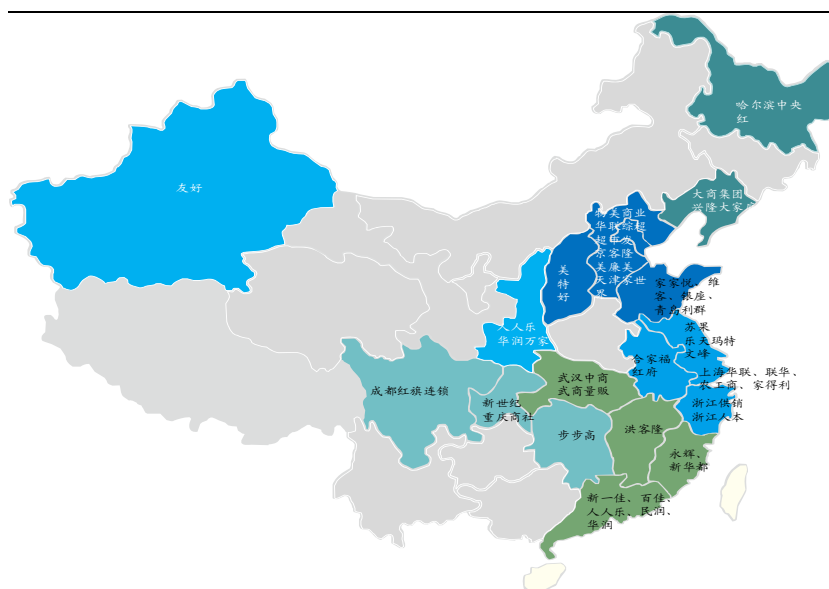
4.3. 超市行业: 2012 年将面临 CPI 回落带来同店增速放缓和人力成本上升两大压力

对于超市行业而言，其业态创新比较难更进一步。中国的超市就是学习着国际经验逐步发展成熟，其经营方式与其他国家基本一致。目前超市的经营情况同质化非常明显。

从竞争格局上来看,现阶段内资超市企业还是以划省为区域来发展,部分企业在两到三个省市扩张发展,但是市场占有率还未超过当地龙头企业,还未有一个超市企业能在全中国扩张,这主要是由于中国较大的地域和较高的交通费用带来的物流成本较高,以及中国现阶段大部分商品销售采用的总分代理制,而一般分代理的区域划分也是以省为单位。

而对于大部分消费者而言，一站式购物的便利会有足够的吸引力，因此超市大型化趋势非常明显，即大卖场这种业态将会取得更大的发展。

图 59: 内资超市诸侯割据, 尚未出现全国布局企业



数据来源：国泰君安证券研究

表 12: 2010 年超市分类数据

业态	门店 个数	门店个 数占比	营 业 面 积 (千平方米)	营 业 面 积占比	从 业 人 数 (千人)	从 业 人 数占比	商品销售额 (十亿元)	销售额占比
便利店	14,202	26.1%	1,071.681	2.7%	75.025	7.7%	24.663	4.0%
折扣店	701	1.3%	214.217	0.5%	6.935	0.7%	3.608	0.6%
超市	32,818	60.4%	19,244.671	48.7%	499.267	51.0%	276.687	45.1%

大型超市	6,322	11.6%	18,437.377	46.7%	386.275	39.4%	291.913	47.5%
仓储会员店	272	0.5%	544.176	1.4%	12.024	1.2%	17.185	2.8%
合计	54,315	100%	39,512	100%	980	100%	614	100%

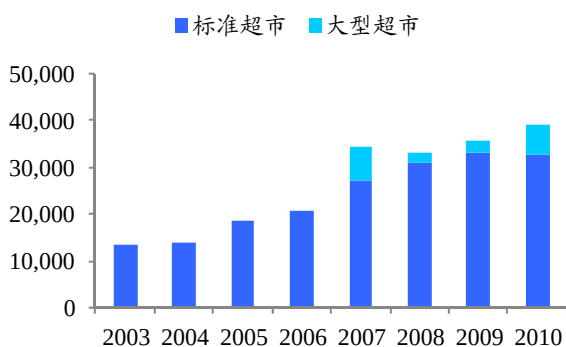
数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

4.3.2. 超市行业已经进入平稳增长的时期

通过分析超市门店数量和营业面积、从业人数和商品销售额的数据，我们认为，总体而言超市行业已经越过了爆发式增长的阶段，目前已经进入平稳增长的时期：

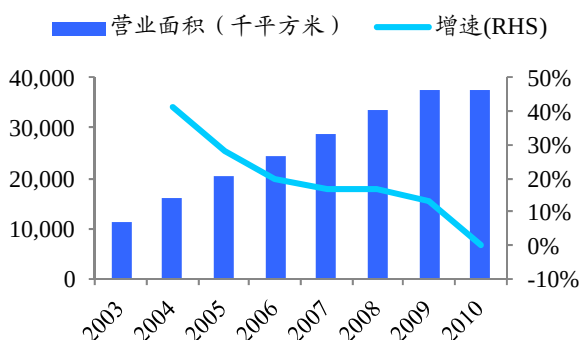
- ✓ 门店数目在近两年增速较慢，超市行业整体的销售额增速不断下降，近年稳定在 10% 左右；
- ✓ 超市营业面积从 2004 年的 41.4% 的增速稳步下降到 2009 年的 13.0%，而 2010 年的增速为零；从业人数从 2003 年的 38.6 万人增加到 2010 年的 88.6 万人，CAGR 达到 12.6%，但是不同年度之间的增速差别很大。

图 60：超市门店数目近年增长较慢



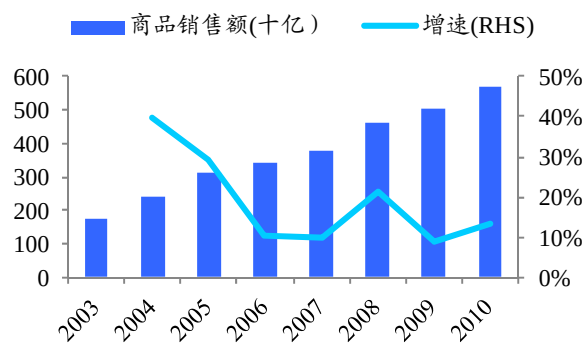
数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 62：超市营业面积增速下降逐渐企稳



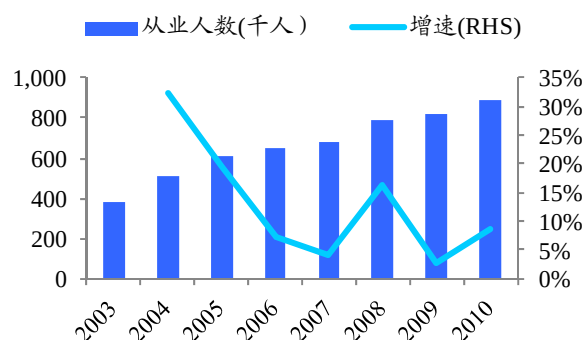
数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 61：超市和大型超市销售额稳定增长



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 63：超市雇员人数不断增加，增速波动



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

另外通过分析连锁百强的数据也可以验证此判断，中国连锁百强中的超市企业 2009、2010 年收入增速在 11%、13%，而门店增速为 18%、4%，而 2009 年门店增速较快，其中行业并购带来的影响也较大。

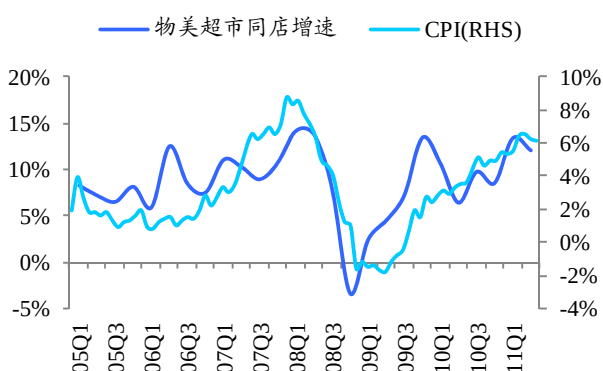
4.3.3. 预期 2012 年超市行业稳健增长可期，但同店增速将放缓，费用压力加大

超市行业 2011 年前三季度扣除掉永辉的收入利润增长 19.1%、20%，我们自 2010 年 12 月份的《商贸诚可贵，百货价更高——商业零售行业 2011 年策略报告》，2011 年 6 月《没有最好，只有更好——商业零售行业 2011 年中期策略报告》就判断超市在通货膨胀中后期由于人力、租金成本占费用比重较大，而这两个要素价格的上涨对整个超市行业有非常大的压力，2011 年将是超市收入和利润稳健增长的一年。

而在 2012 年超市行业面临的压力则更大，一方面由于与 CPI 高度相关的同店收入增速将会放缓；另一方面，现阶段中国的人力成本的上升是刚性的，虽然 CPI 逐步回落，中低收入人群的工资持续上涨，而且幅度还高于社会平均工资上涨幅度。因此我们判断，超市行业 2012 年整体的收入和利润增速将会比 2011 年更加放慢。

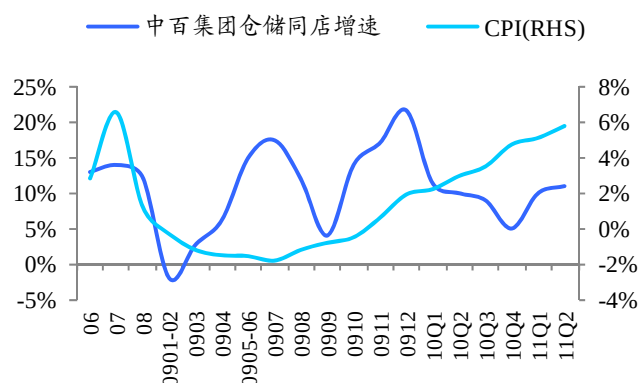
虽然我们对于超市行业 2012 年基本面发展情况比较谨慎，但是由于上市的超市行业公司都是行业内龙头，通过扩张和内生增长，业绩也都能保持较稳健增长，所以我们对于超市行业依然维持“增持”评级。

图 64: 物美商业同店收入增速与 CPI 相关性



数据来源：国家统计局，公司公告，国泰君安证券研究

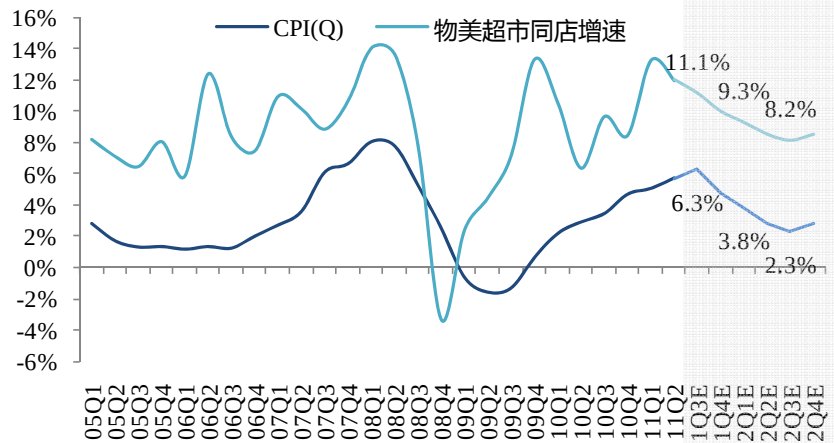
图 65: 中百集团同店收入增速与 CPI 相关性



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

为了量化 CPI 下降对于超市同店收入增速的影响，我们使用 2008 年以来的同店收入数据和 CPI 进行了简单的线性拟合。结果显示，当 CPI 同比增速下降 1% 时，物美超市的同店收入增速将下降 0.74%。我们使用国泰君安宏观团队对于 2012 年 CPI 的预测，物美对应的同店收入增速如下图。2012 年年底 CPI 下行到 3% 左右时，物美的同店收入增速将从 2011 年一季度 13.3% 的同店收入增速高点下降到 8.6% 的同店收入增速。

图 66: CPI 变动对物美同店收入增速的影响



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

表 13: 超市净利润增速对人力成本上升的敏感性分析（同店增速 10%）

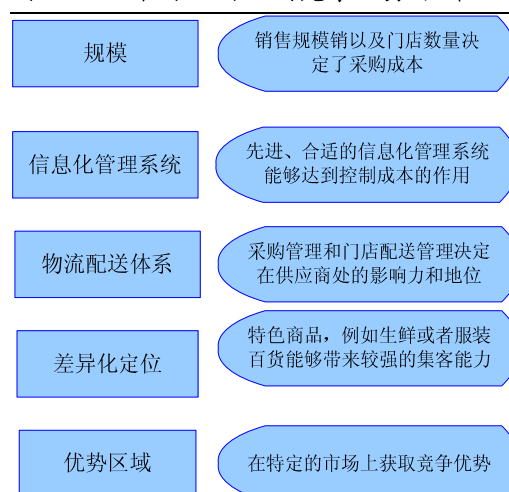
	基本情景	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
人力成本增速		10%	15%	20%	30%
收入	1	1.1	1.1	1.1	1.1
毛利率	18%	18%	18%	18%	18%
毛利	0.18	0.198	0.198	0.198	0.20
人力成本费用率	4%	0.044	0.046	0.048	0.052
利润	0.14	0.150	0.147	0.145	0.141
净利润增速		6.86%	5.29%	3.71%	0.57%

数据来源：国泰君安证券研究

4.3.4. 投资策略：优选竞争优势明显的超市企业

我们认为衡量超市企业优势的标准包括规模、物流及信息化管理、差异化定位以及区域优势。那些位于经济发展迅速的区域、信息化管理成熟、物流配送完善、门店布点众多、并有着与其它超市能形成差异化竞争的超市企业将成为长期市场的成功者。

图 67: 超市行业内主要竞争优势分析



数据来源：国泰君安证券研究

表 14: A/H 股超市企业情况对比

公司	2010 年 收入 (亿元)	2011Q3 收入 (亿元)	Q3 增速	毛 利 率	净 利 率	差异化 定位	物流配送及信息化管理水平	区域
永辉超市	123.2	124.7	42.7	19.3	3.0	生鲜	福州闽侯有配送中心，异地多个中心在建；供应商和第三方物流结合。	福建、重庆、北京、安徽
步步高	67.7	62.8	26.3	20.4	2.9	多业态	湘潭物流中心可以辐射湖南地区	湖南、江西
新华都	43.6	42.2	33.8	20.2	2.6		设立自有物流分公司	福建、贵州
中百集团	118.7	102.9	16.8	19.1	1.9	大卖场	现有三个物流中心和基地，多个在建	湖北、重庆
三江购物	48.2	38.6	6.7	17.8	2.9	社区平价超市	在杭州和奉化拥有 2 个配送中心	浙江
人人乐	100.4	90.2	21.9	20.2	1.8	中小城市扩张	供应商物流占比较大，自有物流不完善	广东、陕西、天津
华联综超	103.4	84.7	11.0	20.5	0.6	精品超市	北京、合肥两个物流中心，有建全国物流的计划	全国
公司	2010 年 收入	2011H1 收入	H1 增速	毛 利 率	净 利 率	差异化 定位	物流配送及信息化管理水平	区域
物美商业	125.7	71.5	18.6	9.9	4.7	多业态	华北物流中心	北京
联华超市	258.9	140.2	7.8	13.8	2.8	多业态	嘉定新建物流中心	全国
华润创业	714.6	436.5	26.8	24.9	2.9			广东、浙江、江苏、陕西、天津、北京、辽宁
高鑫零售	561.7	344.6	24.1	19.9	2.3	大卖场	主要依靠供应商物流，华东、华北两大配送中心	全国
北京 京克隆	74.4	41.0	18.3	15.4	2.5		拥有生鲜、常温、批发等物流中心	北京
卜蜂莲花	93.7	49.9	15.8	17.8	0.4	大卖场	上海、广州、北京三个配送中心	上海、江苏、广东、北京

数据来源：国泰君安证券研究

注：华润创业收入采用的是港币为计价单位，其余均为人民币。

在超市行业中，我们按照竞争优势突出，近两年业绩增速较快，估值较为合理的逻辑选股，重点推荐——

步步高 (002251): 持续扩张和费用压缩保证未来两年较快增长

公司深入湖南、江西三线城市开店，费用低、成功率高；公司将继续加大自建百货门店扩张，现有大型购物中心门店经营状况良好；聘请外资团队后，管理能力显著提升，2011 年公司拐点清晰，未来两年业绩优于费用压缩和收入规模提升能保持较快增长，预计 2011、2012 年 EPS0.92 元、1.24 元，增持，目标价 31 元。

新华都 (002264): 股权激励推动 2012 年业绩稳健增长

公司是福建省内龙头企业，在福建省内泉州、漳州、龙岩等地区具有

绝对优势的区域的扩张，并且加快了在省内具有消费增长潜力的厦门、福州的布局，未来一年还有将实现异地扩张。作为民营企业控股，并且职业经理人实现了股权激励，业绩释放有动力，将会为充分。我们预计公司 2011-13 年 EPS0.45/0.61/0.82 元。我们给予增持评级，目标价 15.3 元。

中百集团（000759）：重组事项虽未落定，业绩增长稳且估值低

虽然公司重组事项仍未确定，2011 年前三季度业绩增速低于预期，但是我们认为公司的超市业务在湖北省优势突出；费用如果正常化，业绩增速应能超过行业平均水平；现阶段估值是行业内最低——按照 2011 年业绩计算的 PE22 倍，2012 年 PE17 倍。预计公司 2011、2012 年 EPS0.42 元、0.53 元。作为湖北超市行业的区域龙头，公司未来会继续平稳增长，“增持”评级，按照 2012 年 EPS 参考 20 倍市盈率，给予目标价 10.6 元。

永辉超市（601933）：综合优势明显，但估值溢价较高

2010 年异地扩张成绩斐然，公司在福建稳步发展，重庆地区成长迅速，北京地区加速扩张，并进入了安徽、贵州地区，预期未来几年扩张步伐持续。公司在我们上述的超市企业竞争优势都较为明显，值得享受溢价，我们期待业绩的较好增长能够释放估值压力。我们预计 2011-2012 年 EPS0.65 元、0.88 元，中性评级。

4.4. 家电销售连锁行业

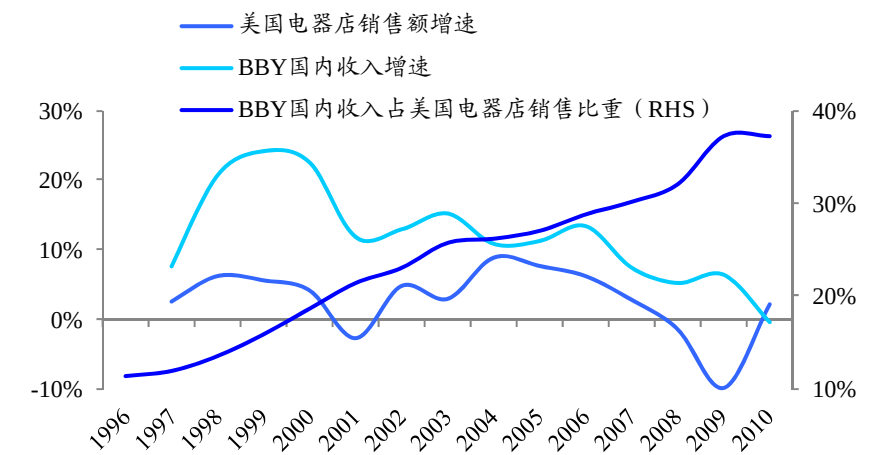
4.4.1. 经济下滑时期，耐用消费品增速下滑严重

从限额以上零售企业分类销售增速来看，家电的销售增长在 2008、2009 年金融危机是波动较大，而在此次经济放缓宏观背景下，家电作为耐用消费品的增速放缓是大概率事件。

4.4.2. 从美国的经验看网购对于家电连锁企业的冲击

美国经验显示优势企业受网购影响不大：美国作为网络最发达的国家，网民购物比例高达 80%，加上多年来美国经济增速放缓的影响，实体电器店销量确实有一定下滑，但 BBY 受到的影响相对行业并不严重，疲软的市场反而帮助 BBY 进行行业洗牌，挤垮竞争对手，从而扩大市场占有率，同时网络购物的兴起也并没有使新蛋对 BBY 产生实质性挑战。

图 68：美国实体店规模有所萎缩，但不妨碍 Best Buy 稳步增长



数据来源：CEIC、公司年报、国泰君安证券研究

4.4.3. 推荐公司——苏宁电器（002024）

收入增速快于行业增长：行业内的龙头企业苏宁电器在度过其收入爆发期后开始重视收入质量，相对进取的扩张速度能保证公司在未来二、三年内持续 20-25%左右的收入增速。而且公司在 2010 年开始加快在二三线城市以及县镇的布局，这部分市场的家电销售增速应该会快于全国平均水平。

物流配送和信息化管理占据行业领先地位：公司计划 2012 年完成 60 个物流基地的选址，提前锁定物流建设成本；完成行业领先的物流信息系统模块建设；具有较完备的大家电仓储及小家电拣选仓储体系；小件商品的周转体系建设，支撑网络平台的快速发展。

发展易购着眼长远：苏宁提出双品牌运营，双网络营销的口号，确定了易购不只是定位于网络家电销售，未来将发展成全品类，并能提供各类服务的多功能网络平台。我们认为苏宁后台建设和投资大大领先于竞争对手，在销售规模上百亿拼内功之时，将有更大机会立于不败之地。

虽然家电销售数据预期增速下滑、网络购物、国美等竞争的不利预期也影响着公司估值水平。但我们认为以公司未来三年平均 23% 的增速，相对目前 15X 的估值，估值水平下跌的幅度有限。我们坚持苏宁未来股价主要来自于业绩的驱动的判断，稳定的增速可以提供稳定的收益。

预计公司 2011、2012 年收入 944 亿元、1144 亿元，同比增长 25%、21%；实现净利润 49.1 亿元、61.3 亿元，同比增长 22%、25%，对应 EPS0.66 元、0.82 元。目前公司股价对应 2011 年 EPS 大约 17 倍左右，给予目标价 14 元，对应 2012 年 17 倍 PE，增持评级。

4.5. 专业市场

上市公司中小商品城、海宁皮城、轻纺城皆属于产业集群型专业市场，且都位于浙江。江浙一带是中国轻工业生产企业聚集地，江浙民营生产企业发展促进市场形成加之政府施以“有形的手”在调控，小商品城和轻纺城这样的专业批发市场才得以茁壮发展。

表 15: 专业市场行业上市公司比较 (参考 2011 年 11 月 10 日收盘价)

代码	公司名称	地区	股东背景	产业	面积	市场交易额 (2010 年)	批零占比	外向度
600415.SH	小商品城	浙江 义乌	义乌国资委	3 万多种 品类	400 万平	450 亿	批发为主	外贸为主
600790.SH	轻纺城	浙江 绍兴	绍兴国资委	纺织品	80 万平	391.5 亿	批发为主	内贸为主
002344.SZ	海宁皮城	浙江 海宁	海宁财政局	皮革相关 制品	185 万平 (包括异地)	约 100 亿	批零对半	内贸为主

代码	公司名称	股价	市值 (亿元)	收入 2010	收入 2011E	EPS2011E	EPS2012E	PS	PE
600415.SH	小商品城	9.26	252	31.7	38.7	0.30	0.36	6.5	25
600790.SH	轻纺城	7.95	49	3.3	3.1	0.16	0.30	15.8	49
002344.SZ	海宁皮城	25.74	144	10.2	20.2	0.88	1.22	7.2	29

数据来源: 国泰君安证券研究

推荐公司——

小商品城 (600415): 业绩阴霾逐渐扫清, 长期投资价值凸显

义乌自由贸易试验区细则将在年内出台, 将推动市场的繁荣发展; 未来三年增量市场以及存量市场的提价, 确保了业绩能够保持 30% 以上的复合增速, 业绩增长明确; 公司在国内也将秉承走出去战略进行扩张也将看到成果, 我们看好公司的中长期发展。只要租金定价方式明确, 公司未来两年业绩增长稳健, 而且公司自有土地储备和市场资产重估价值显著, 长期投资价值显著。预计 2011 年 EPS 为 0.36 元, 其中房地产贡献约 0.02 元; 预计 2012 年 EPS0.61 元, 其中房地产贡献 0.07 元, 2012 年市场业务的增长主要来自五区和篁园市场全面贡献收入, 二区五楼和四区五楼体现收入。维持增持评级, 目标价 12 元, 对应 2012 年 EPS22 倍 PE。

作者简介:

刘冰:

执业资格证书编号: S0880511010042

电话: 021-38676703

邮箱: liubing6168@gtjas.com

汪睿 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110024644

电话: 021-38674657

邮箱: wangrui008182@gtjas.com

陈均峰 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111090056

电话: 02138674930

邮箱: chenjunfeng010839@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		