

零售

短期压力无碍长期增长——看好在中小城市、低成本扩张的零售企业

独特观点

CPI 下降以及服装鞋帽、金银珠宝子行业增速趋缓会影响明年超市、百货的行业增速。但长期来看，市场对零售行业受网购冲击和费用上升的负面因素无需太过悲观。未来几年零售行业的发展趋势为一线城市由大体量到精细化，二、三线城市由小体量到大体量。我们更为看好在中小城市、低成本扩张的零售企业。

投资要点

零售行业短期增速有压力，但长期增长无需太悲观。短期来看，百货行业由于前两年的高增速以及明年服装鞋帽、金银珠宝子行业销售增速趋缓，持续高速增长有一定压力；明年 CPI 下滑对超市可比门店收入增速有一定负面影响。但长期来看，市场对零售行业受网购冲击和费用上升的负面因素无需太过悲观。网购的高速增长对实体零售的替代程度有限，实体零售的刚性需求仍在；人工成本的上升对百货的影响低于超市，商业租金的上升趋势让自有物业比重较高的零售企业投资价值凸显。

行业未来几年的发展会随着城市经济发展水平的不同而不同。商业在一线城市的发展会由大到精，精品超市的发展和百货自营比例的提高是方向；二、三线城市的商业会由小到大，满足一站式购物的大卖场和业态丰富的购物中心有很大发展空间。

看好扩张区域在中小城市、扩张成本较低的零售企业。主要有步步高（湖南、江西开店空白点多+业绩进入释放期+再融资需求）、文峰股份（江苏省三、四线城市扩张空间大+商业模式有助外延式增长+储备项目增强未来 3 年业绩增长的确定性）、欧亚集团（区域百货龙头+短期业绩增速确定+长期增长空间大）。

风险提示

CPI 下降导致超市同店增速低于预期；竞争激烈影响收入增速、吞噬毛利

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：彭婷

Tel: 021-50589863

Email: pengting@hczq.com

行业评级

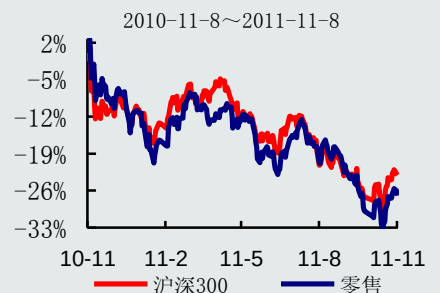
行业评级：推荐

评级变动：维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
步步高（002251）	强烈推荐
文峰股份（601010）	强烈推荐
欧亚集团（600697）	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《看好三线省份区域百货龙头的确定增长》

2011-06-29

上市公司	EPS			PE			评级
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
步步高	0.92	1.25	1.78	27	20	14	强推
文峰股份	0.98	1.3	1.51	20	15	13	强推
欧亚集团	1.04	1.39	1.74	26	19	16	推荐

目 录

一、业绩符合预期，板块跑输大盘.....	4
1、板块回顾：跑输大盘.....	4
2、零售前三季度各项经营指标良好.....	4
二、行业短期有压力，但长期增长无需太悲观.....	5
1、百货、超市行业增速明年或将放缓.....	5
2、行业长期增长无需太悲观.....	7
三、行业未来的发展会出现分化.....	9
1、一线城市，由大到精.....	9
2、二、三线城市，由小到大.....	10
四、投资建议.....	12
1、零售板块估值具备较高安全边际.....	12
2、个股推荐.....	13
五、风险提示.....	13
1、CPI 下降导致超市同店增速低于预期.....	13
2、竞争激烈影响收入增速、吞噬毛利.....	13
步步高.....	14
处于业绩释放期的区域零售龙头.....	14
文峰股份.....	15
以城市综合体的模式，深耕南通、拓展长三角.....	15
欧亚集团.....	16
短期业绩确定，中长期增长有空间.....	16

图表目录

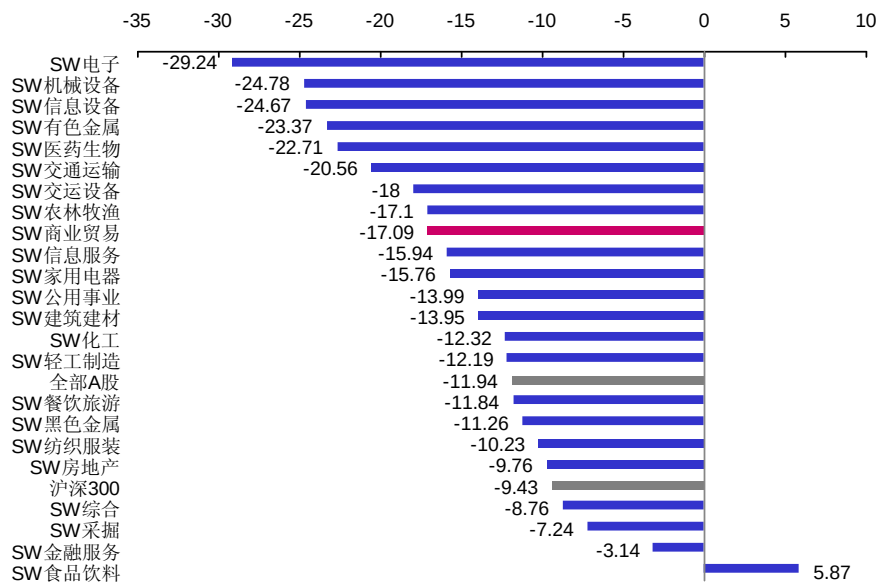
图表 1	2011 年申万一级行业涨跌幅	4
图表 2	零售行业收入增速	5
图表 3	零售行业归母净利润增速	5
图表 4	零售行业毛利率情况	5
图表 5	零售行业费用率情况	5
图表 6	零售行业存货周转率情况	5
图表 7	零售行业应收账款周转率情况	5
图表 8	零售各子行业营业收入增速对比	6
图表 9	物美商业可比门店收入增速与 CPI 的关系	6
图表 10	网络零售规模的社销占比在提升	7
图表 11	网络零售的增速高于社销总额增速	7
图表 12	美国无店铺零售对实体零售的替代程度有限	7
图表 13	美国无店铺零售额与实体零售总额的增速基本是同向的	8
图表 14	20 家重点零售企业销售费用率和管理费用率加总的均值稳中有降	8
图表 15	超市上市公司人工费用的收入占比在上升	9
图表 16	百货上市公司人工费用的收入占比大多下降	9
图表 17	中国大卖场普及率相对低于发达国家	11
图表 18	预测 00—15 年大卖场的市场规模	11
图表 19	中国大卖场的过往及预测数据	11
图表 20	部分城市新规划产生的新商圈	12
图表 21	大多数一线百货的销售费用率与管理费用率之和大于二、三线百货	12
图表 22	目前零售行业的 TTM 市盈率低于历史平均水平	13

一、业绩符合预期，板块跑输大盘

1、板块回顾：跑输大盘

零售行业在今年大盘下跌的过程中，并未表现出较好的防御性。今年年初至 10 月 31 日，沪深 300 指数下跌 9.43%，全部 A 股下跌 11.94%，同期 SW 商业贸易行业指数下跌 17.09%，分别跑输沪深 300 和全部 A 股 7.66PCT 和 5.15PCT。同时零售行业也跑输大消费行业里的食品饮料、纺织服装、餐饮旅游。

图表 1 2011 年申万一级行业涨跌幅



注：涨跌幅数据为总市值加权平均。数据截至到 2011.10.31

资料来源：wind，华创证券

2、零售前三季度各项经营指标良好

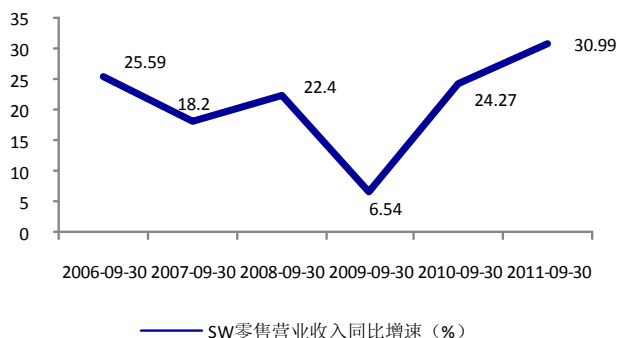
行业成长速度符合预期。前三季度行业整体营业收入增长 31%，归属于母公司的净利润增速为 33.5%，尤其收入的增速创近六年来新高。行业保持较快增速的主要原因是今年百货子行业增速非常高，其中金银珠宝、服装鞋帽等表现尤为突出；

整体毛利率维稳。行业毛利率为 18.74%，较去年同期下降 0.1 个百分点，略高于 06—09 年的水平，较去年同期略有下降的原因是毛利率较低的金银珠宝今年销售火爆，前三季度增速在 50% 以上，对整体毛利率略有摊薄；

营业费用率与管理费用率的加总值维持在过去几年的平均水平。今年前三季度营业费用率与管理费用率之和为 12.59%，较去年同期上升 0.1 个百分点，说明零售行业依托收入的较高增速，将费用率维持在一个合理的水平；

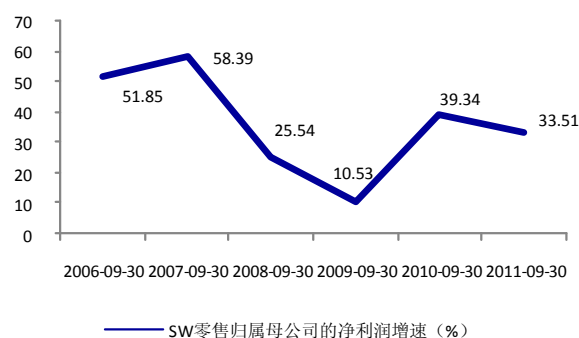
营运能力有待进一步改善。行业的存货周转率为 4.66 次/年，应收账款周转率为 47.5 次/年，较去年同期下降幅度分别为 0.3 次/年、0.5 次/年，由于下降幅度较小，无需过度担忧。

图表 2 零售行业收入增速



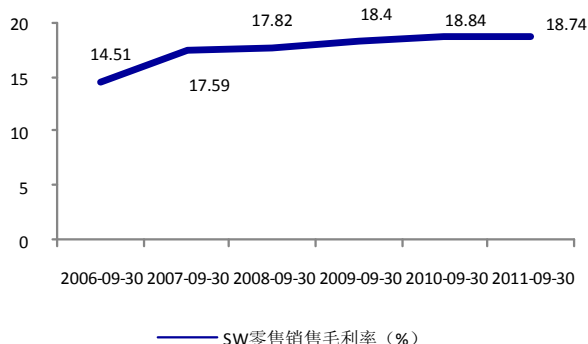
资料来源: wind, 华创证券

图表 3 零售行业归母净利润增速



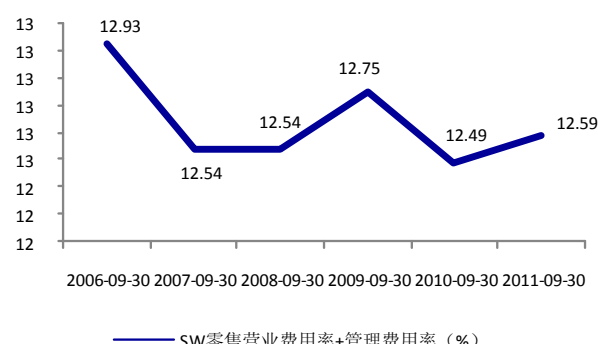
资料来源: wind, 华创证券

图表 4 零售行业毛利率情况



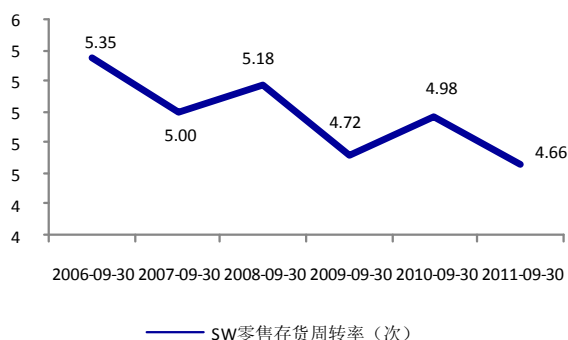
资料来源: wind, 华创证券

图表 5 零售行业费用率情况



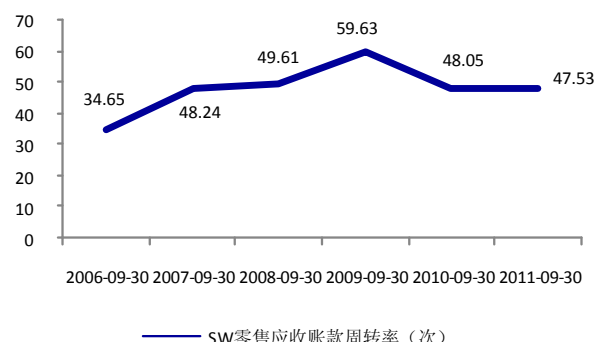
资料来源: wind, 华创证券

图表 6 零售行业存货周转率情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 7 零售行业应收账款周转率情况



资料来源: wind, 华创证券

二、行业短期有压力，但长期增长无需太悲观

1、百货、超市行业增速明年或将放缓

(1) 百货行业维持高增速存在压力

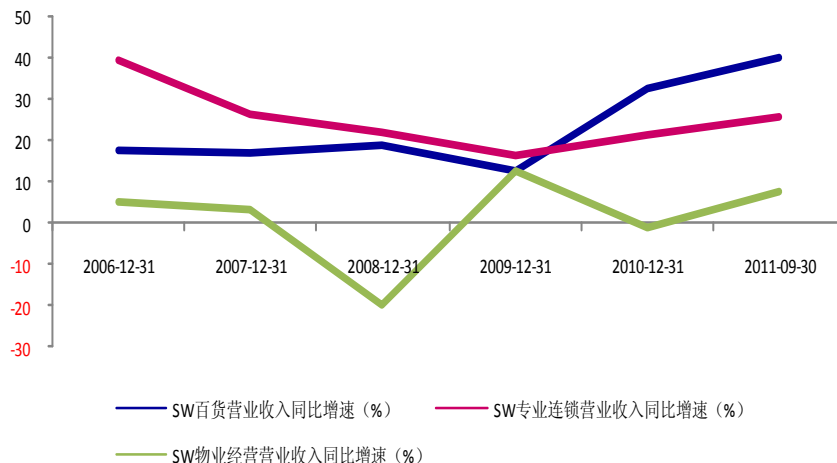
百货行业这 2 年是零售行业里增速最快的子行业。2010 年百货子行业收入增长 32.44%，归属于母公司的净利润增速为 35.6%，今年前三季度收入和归母净利润仍然保持高水平的增速，分别为 39.9%和 46.6%。而 08、09 年百货行业收入增速分别为 18.94%、12.54%，归母净利润的增速分别为 -14.59%、19.72%。这两年百货子行业进入高速增长期。

其中服装鞋帽、金银珠宝销售额的高增速是这两年百货行业高增长的主要原因。10 年、11

年前三季度服装鞋帽销售额的增速分别为 27%、36%，金银珠宝销售额的增速分别 56%、51%，尤其金银珠宝行业增速大大高于之前 30%左右的行业增速。

预计 12 年服装鞋帽、金银珠宝销售额的增速将趋缓，从而影响百货行业的增速。从纺织服装上市公司 12 年春夏订货会的数据来看，增速明显放缓。黄金价格的波动也对金银珠宝子行业的销售额增速带来一定负面影响。12 年百货行业的增速或趋平稳。

图表 8 零售各子行业营业收入增速对比



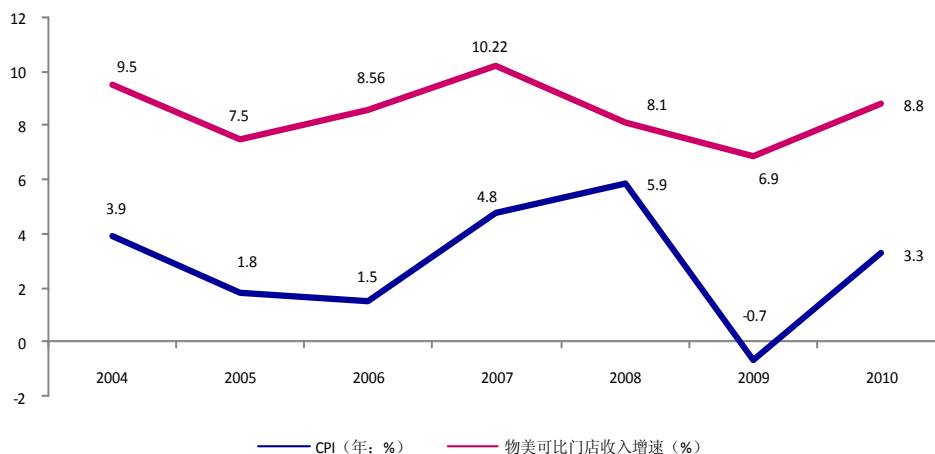
资料来源: wind, 华创证券

(2) CPI 下降影响超市同店增速

CPI 下降将会影响超市的同店增速。超市由于经营的主要是必需品，销售数量变化不会太大，因此销售收入的变化很大程度上取决于价格的变化。食品、生活用品等价格的下降将会拖累超市可比门店的收入增速。由于 A 股超市的年报并未披露可比门店增速这一数据，我们选取的样本为港股的物美商业，可见，超市可比门店的收入增速与 CPI 的变化方向基本一致。

12 年 CPI 下降将使得超市的同店增速放缓，继而对超市业绩有一定影响。我们预计 12 年的 CPI 较 11 年会有一定幅度的下降，因此 12 年超市可比门店的收入增速会出现一定幅度的下调。由于超市的毛利率相对比较稳定，收入增速的下调会影响毛利额的增速，继而对业绩有一定负面影响。

图表 9 物美商业可比门店收入增速与 CPI 的关系



资料来源: 物美商业年报, 华创证券

2、行业长期增长无需太悲观

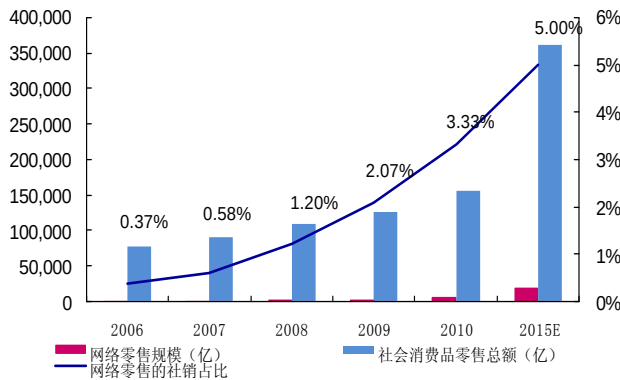
(1) 网购的高速增长对实体零售的增长冲击有限，刚性需求仍在

我国网络零售规模占社会消费品零售总额的比重在不断提高。网络零售的交易规模由 2006 年的 280 亿迅速扩大到 2010 年的 5141 亿元，占社会消费品零售总额的比重从 06 年的 0.37% 提升到 10 年的 3.33%，参考商务部提出的加快电子商务的意见，预计 2015 年网络零售规模占社销总额的比重达到 5% 以上。另外，网络零售规模的增速远高于社会消费品零售总额的增速，06—10 年网络零售规模的复合增速为 107%，远远高于社会消费品零售总额 19.3% 的复合增速。

研究中国网络零售未来的发展趋势我们可参考美国的数据，通过对美国 1992 年至 2010 年的无店铺零售数据和零售总额数据进行研究，我们得出两个结论：1) 美国无店铺零售会替代一部分实体零售，但替代程度有限。无店铺零售在零售总额中的占比由 1992 年的 2% 提升到 2010 年的 7%，这个比重是在稳步提升，但是一直未突破 10%；2) 美国无店铺零售总额的增速与实体零售总额的增速基本是同向的，并不是市场认为的此消彼长的关系。图 13 可见，无店铺零售额与实体零售总额的增速基本是同向的，网络零售的高增速并不会导致实体零售增速单边下滑。而且 2010 年美国的实体零售增速为 6%，远远超越了过去 10 年 2.4% 的均值，达到了金融危机以前 05 年的增速水平。

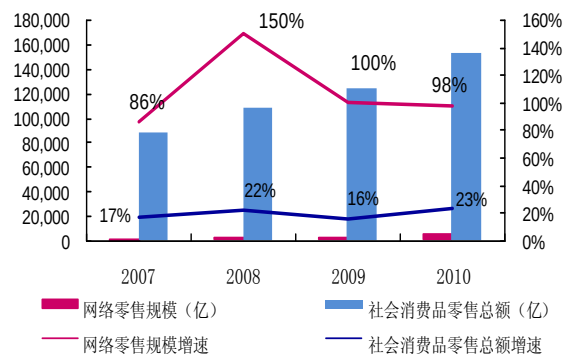
网络零售的蓬勃发展确实会在一定程度上对实体零售产生影响，但是我们认为网络零售的高速增长对实体零售的增长产生的冲击有限，实体零售的刚性需求仍然存在。而且目前优秀的零售企业如苏宁电器正通过实体和网络的零售模式并行，并且提高实体门店的特制商品比例来降低网购的影响程度，零售企业对网购的积极应对同时也进一步增强了企业的竞争能力。

图表 10 网络零售规模的社销占比在提升



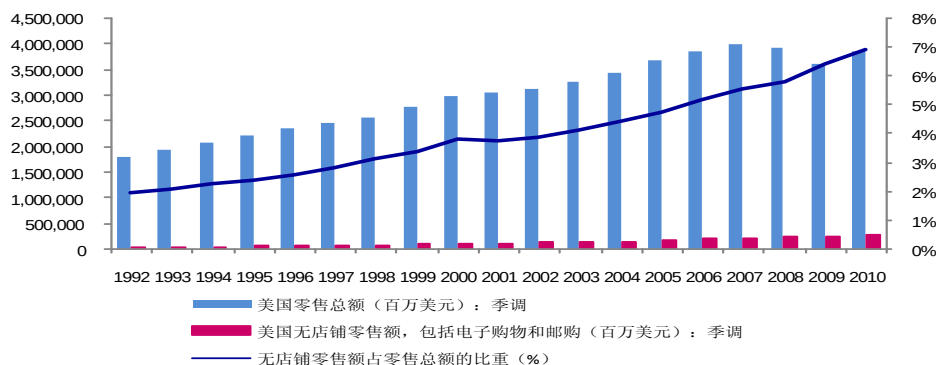
资料来源：中国电子商务研究中心, 国家统计局, 华创证券

图表 11 网络零售的增速高于社销总额增速



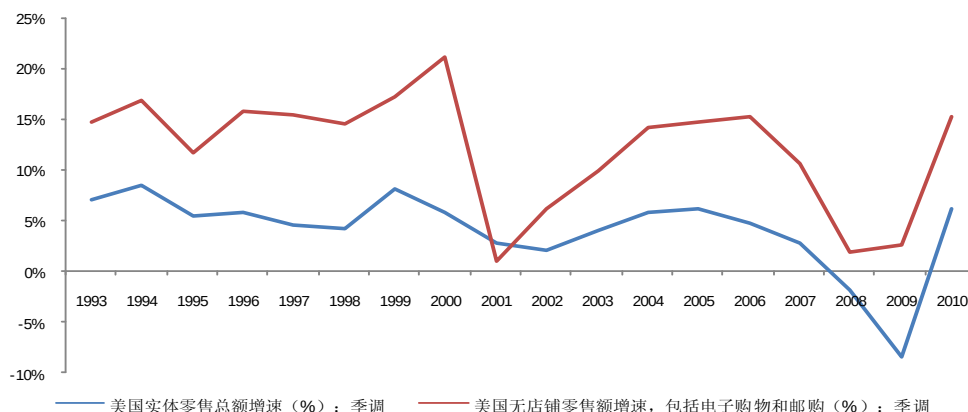
资料来源：中国电子商务研究中心, 国家统计局, 华创证券

图表 12 美国无店铺零售对实体零售的替代程度有限



资料来源：美国商务部, 华创证券

图表 13 美国无店铺零售额与实体零售总额的增速基本是同向的

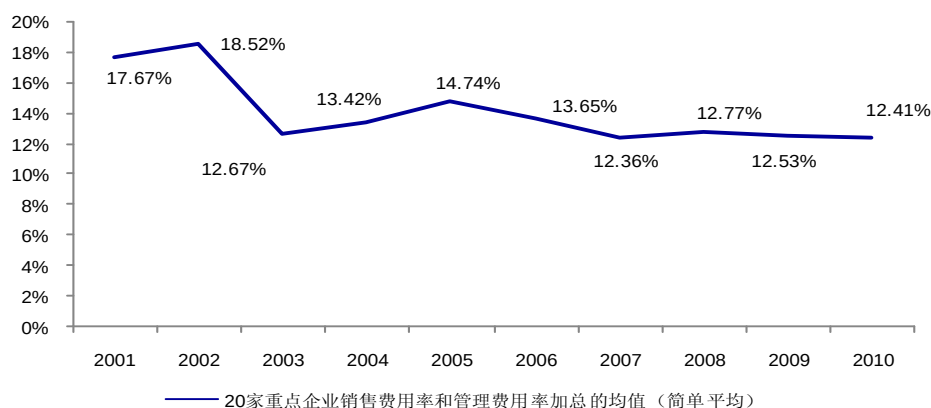


资料来源：美国商务部，华创证券

（2）费用的上升基本能被收入的增长所覆盖，费用率平稳

刘易斯拐点将至导致的人工成本上升和商业地产租金到期后的大幅上调对于零售企业来说确实是个很大的挑战。零售行业的增长非常平稳，整体的平均毛利率大约在 20% 左右，期间费用率在 10%—15% 之间，可见对于零售企业来说，由于收入增速比较平稳，因此期间费用率上升一个点会对原本平稳增长的业绩产生很大影响。我们选用了零售行业 20 家代表性的上市公司近 10 年来销售费用率和管理费用率加总的均值作为样本，如图表 14 所示，重点零售企业的销售费用率和管理费用率加总均值近年来稳中有降，说明即便人力成本和租金费用在上升，优秀的企业还是能通过提高内部运营效率使得费用规模化，让总的费用率保持在一个合理的水平。

图表 14 20 家重点零售企业销售费用率和管理费用率加总的均值稳中有降

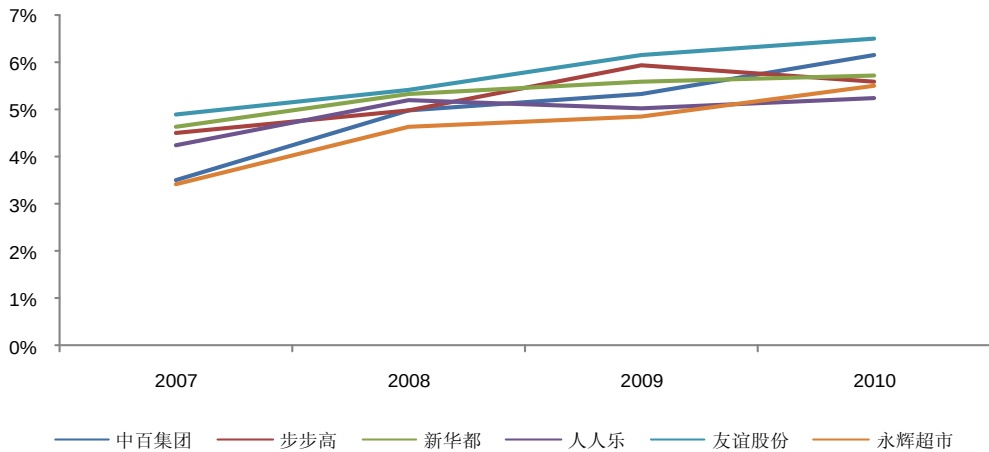


注：20 家重点零售企业的选择标准为 01 年到 10 年的样本数据齐全的企业。包括：合肥百货、通程控股、鄂武商 A、中百集团、武汉中商、天音控股、广州友谊、苏宁电器、宏图高科、新世界、百联股份、东百集团、欧亚集团、重庆百货、友好集团、新华百货、友谊股份、成商集团、银座股份、王府井

资料来源：公司年报，华创证券

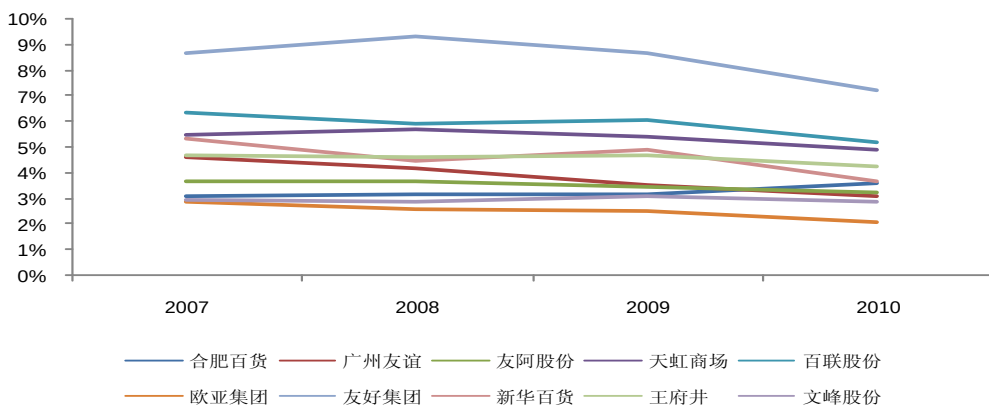
劳动力收入水平的上升对超市的影响大于百货。一方面由于不同业态的盈利模式不一样，百货的联营模式导致公司本身并不需要雇佣很多人，厂商会直接指派售货员进场。而超市主要是自营，售货员基本是超市的自雇员工，因此对于超市来说，人工成本占费用的比例高于百货，超市对劳动力工资水平的上升更加敏感；另一方面，超市属于必需品范畴，企业销售收入的弹性不高，收入的增长难以覆盖费用的上升，而百货属于可选消费品，收入弹性较大，劳动力收入的增长会让劳动力对未来收入形成良好预期，从而增加对可选品的消费，因此百货公司较高的收入增速往往使得人工费用的收入占比下降。

图表 15 超市上市公司人工费用的收入占比在上升



资料来源：公司年报，华创证券

图表 16 百货上市公司人工费用的收入占比大多下降



资料来源：公司年报，华创证券

租赁费用上升的趋势近年来确实非常明显，在物价上涨的环境中，零售企业的长租约到期后基本都会面临物业租金大幅上调的情况，这会降低单店的盈利能力。因此我们更倾向于选择自有物业比重高的零售企业，他们能有效抵御租金上涨的风险。

三、行业未来的发展会出现分化

零售行业未来的发展会根据城市的经济发展水平和商业环境产生分化。一线城市由于商业环境的逐渐饱和，竞争逐渐从体量的竞争转变为精细化的竞争。二、三线城市还存在一些可填补的商业空白点，满足一站式购物的大卖场和大体量购物中心有很大发挥空间。

1、一线城市，由大到精

(1) 精品超市发展的驱动力为健康、品质、享受式消费

一线城市发展精品超市的驱动力是健康、品质、享受式消费。精品超市面对的消费群是对价格不太敏感，但是对品质和购物环境非常敏感的高消费人群。这些消费人群的要求从安全食品到健康食品、从注重价格到注重品质、从任务型购物到享受式消费。由于和一般超市的差异化定位，精品超市重点不在于价格战，而在于为顾客提供优质的商品、贴心的服务和优雅的环境。

精品超市随着一线城市消费力的增强应运而生，未来发展的空间很大。随着一线城市各种 CBD 商圈的涌现，在原有大卖场趋于饱和的情况下，满足写字楼商务人群及高级白领小而精的高端精品超市开始涌现。其中有上海的 city shop，北京华联的 BHG，和记黄埔百佳超市旗下的 taste，香港的 city super，华润万家的 ole 等。目前精品超市在一线城市的布店数量还非常少，例如在北京，华联的 BHG 有 10 余家，华润 ole 有 7 家，city shop 有 1 家；上海的精品超市如 city shop 有 9 家，city super 有 1 家，华润 ole 有 1 家；深圳、广州、天津等城市的精品超市数量更少。随着消费者需求的升级，精品超市未来发展的空间很大。

成功的精品超市在选址、商品、营销、购物环境等方面要求很高。1) 选址非常关键，客流集中的高档商圈和高档住宅社区是比较理想的选择；2) 商品中进口商品和高端商品所占比重较高，要特别讲究食品的安全营养和养生效果，自采的特色商品也是门店的一大亮点；3) 营销一方面要特别注重对顾客的管理，关注会员制营销和对顾客消费习惯的研究，另一方面营销不再以价格为主要诉求点，主题性营销是主流，强化商品的文化；4) 精致的购物环境和贴心到家的各色增值服务打造享受式消费的体验。

(2) 百货的精细化管理要求提高自营比例

一线城市的百货发展到目前的阶段，提高自营比例是大势所趋。在上世纪九十年代，百货联营确实比自营模式有很多好处，如不占用流动资金、没有库存压力等。但是近年来一、二线城市百货商业环境的饱和、商品价格不断推高、同质化竞争等现象出现，百货企业提高自营的比例，建立自己的核心竞争力是大势所趋。提高自营比例可以通过自有品牌模式、直采的买手制以及总经销制等方式来实现。

自营不仅能与竞争对手形成差异化的竞争，还能提高毛利率。如英国的玛莎百货就非常注重自有品牌的发展。玛莎经营的商品 80% 都使用其在 1928 年创立的“圣米高”牌，生产圣米高的厂商多达 800 余家，玛莎只是向制造商提出原材料、生产工艺和品质等方面的要求，同时还向制造商提供技术支援和管理咨询等。除了圣米高，玛莎百货还经营着多个自有服装品牌，包括 Limited collection、AutographHE 和 per una。注重特色产品开发和保证高品质的自有品牌商品自然与竞争对手形成了差异化竞争。另外由于制造商无需进行品牌推广和专门资金投入，所以可以降低供货价格，而渠道商由于进货价格低，又能降低商品售价，提高销量。自有品牌商品的价格一般比制造商品牌低 15%，但是毛利率在 30%—40% 之间，而目前采用联营模式的百货渠道商毛利率在 15%—20% 之间。

百货公司的自营要注重对商品品类的管理。采用自有品牌或者直采的方式自营，百货公司在没有充足的设计师或是专业买手储备的前提下，对某些流行趋势变化较大、季节性的商品如女装、女鞋等的涉足要谨慎，在没有准备好的情况下先交给专业的制造商去做。提高自营比例可以从存货跌价风险较小、顾客偏好差异不大的商品品类开始，如精品生活用品、化妆品等。

2、二、三线城市，由小到大

(1) 大卖场迅速成长

大卖场以其大型格局及丰富的产品供应，从而能够以现代化的方式和具竞争力的价格为消费者提供多样优质食品和非食品的一站式购物体验。

中国大卖场的普及率相对低于发达国家。与更为成熟的地区及国际市场相比，中国大卖场的普及率仍然很低。根据 Euromonitor 估计的 2010 年年底大卖场的数字，中国的大卖场普及率为 2.4 家/百万人，远低于法国、美国、韩国分别为 25、12.3、7.6 的普及率。

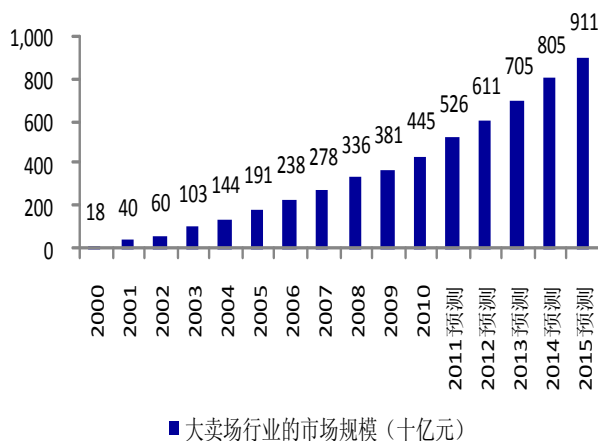
图表 17 中国大卖场普及率相对低于发达国家

国家	大卖场数目（家）	人口（百万）	普及率（家/百万）
法国	1570	62.8	25
美国	3810	310.2	12.3
韩国	368	48.6	7.6
中国	3222	1330.1	2.4

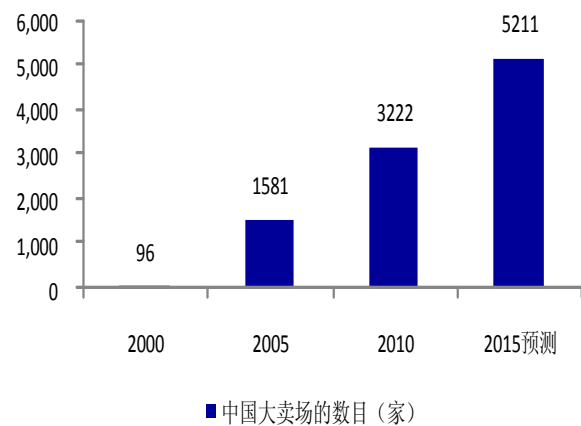
资料来源：高鑫零售招股说明书，华创证券

大卖场的市场规模和数目在未来五年仍处于快速成长期。根据 Euromonitor 估计，大卖场行业从 2000 年约 1% 的市场份额成长为 2010 年的 14%，市场规模从 180 亿元增长为 4446 亿元，市场规模的年复合增长率为 37.8%。到 2015 年，预计大卖场的市场规模到 9110 亿元，2010—2015 年市场规模的复合增速为 15.4%。在过去 10 年大卖场的市场规模强劲增长的同时，店铺的总数也在快速扩张。据 Euromonitor 估计，中国大卖场的数目从 2000 年的 96 家增至 2005 年的 1581 家，年复合增长率为 75.1%，2010 年大卖场的数目达到 3222 家，2005—2010 年复合增速为 15.3%。预计店铺数目 2010—2015 年将以 10.1% 的年复合增长率增长。

图表 18 预测 00—15 年大卖场的市场规模



图表 19 中国大卖场的过往及预测数据



资料来源：高鑫零售招股说明书，华创证券

资料来源：高鑫零售招股说明书，华创证券

大卖场在二、三线城市较低的普及率将推动其迅速增长。1) 二、三线城市发展大卖场在商业竞争环境和布店空间上优于一线城市。一线城市的商业环境饱和度较高，可供大卖场发展的空间已经比较匮乏。而二、三线城市可供挖掘的空白点远远多于一线城市；2) 二、三线城市不断发展的城市化趋势及日益增长的收入水平为大卖场的迅速扩张提高了良好的环境。中国 2009 年的城市化率约为 47%，而美国 2008 年城市化率就达到 80% 的水平，大卖场将显著受益于二、三线城市城市化过程中不断增长的消费需求；另外最近两年二、三线城市居民收入的潜在提高及小汽车车主日益增多，大卖场在购物地点及大批量采购能力及购物方便性方面为消费者提供了更大选择空间；3) 二、三线城市较低的成本也进一步鼓励大卖场的迅速扩展。从上市公司展店的情况来看，二、三线城市折旧摊销/收入或是租金/收入的比重低于一线城市。

(2) 大体量购物中心受追捧

城市化进程的深化推动二、三线城市商圈的开发建设进程。随着城镇化进程的推进，各级政府商业用地的投放节奏明显加快，城市商圈的开发主要表现为：原有核心商圈的改造扩建、依托城市轨道交通及城市规划区外拓的新区商业、郊区城镇商业以及产业功能区商业。

图表 20 部分城市新规划产生的新商圈

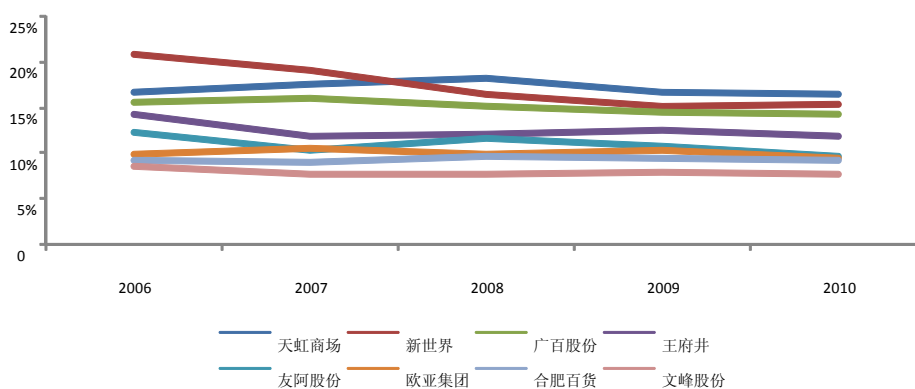
城市	规划	新商圈
重庆	《重庆市建设长江上游地区购物之都规划》	李家沱商圈
金阳	金阳新区“十二五”规划重点打造“五大商圈”	新区将划分为东、西、南、北、中五大商业板块
合肥	庐阳区规划五年蓝图	四牌楼、三孝口商圈
东莞	东莞中央商贸区的初步规划方案	城楼和世博商圈
洛阳	洛阳商圈规划	分别以“卫星镇”和“卫星城”为半径打造新商圈
杭州	杭州中央商务区的高规格规划	钱江新城商圈
福州	大福州战略	南门商圈
哈尔滨	“中华巴洛克”旅游景区远景规划	“中华巴洛克”商圈
无锡	无锡“十二五”商业规划	河埭商圈

资料来源：华创证券整理

商圈的开发建设中购物中心较传统百货更具优势。购物中心在规模、业态齐全度、购物环境等方面都较传统百货商场有更好的感受，有远大于传统百货的辐射半径和聚客能力。购物中心的建筑面积一般在 5 万平方米以上，有些超过 10 万平方米，而传统的百货商场建筑面积一般为 1 万—3 万平方米。购物中心的业态在原有百货的基础上还会有精品超市、家电、餐饮、娱乐休闲等，多种业态的组合一方面满足消费能力较强的消费人群一站式购物外加餐饮娱乐的多样化需求，另一方面能产生协同效应、带动人流。购物中心更为宽敞的购物环境也更能给消费者放松、舒适的感觉。

购物中心在二、三线城市更具成本优势。从费用的绝对值来看，1) 二、三线城市的人员工资水平大大低于一线城市；2) 从文峰大世界在南通、步步高在长沙以自建方式开设购物中心来看，土地加建安的成本每平米在 4000 多元的水平，折合每平米每天的折旧摊销不到 0.5 元；3) 采用租赁的模式开设购物中心平均租金约为 1—2 元/平米/天。人工、折旧摊销、租金等的绝对值都大大低于一线城市的水平。从费用率来看，由于二、三线城市竞争不太激烈，在当地有品牌优势或者规模优势的商场的坪效同样很高，例如文峰大世界的南通市区店今年的坪效将接近 4 万元，理想的坪效进一步摊薄了费用率的水平。

图表 21 大多数一线百货的销售费用率与管理费用率之和大于二、三线百货



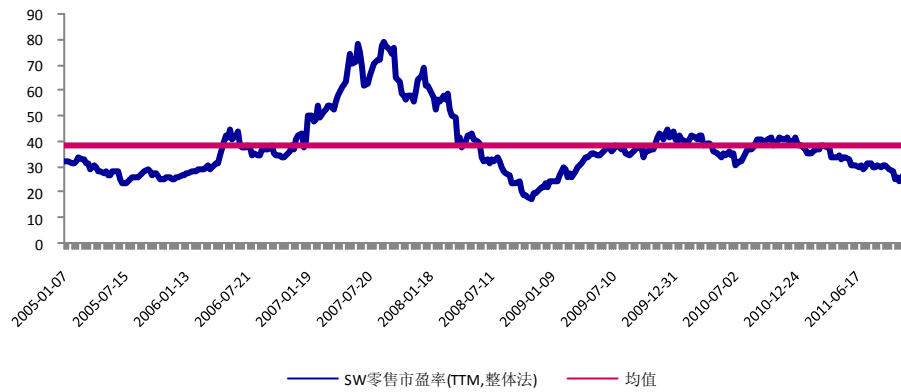
资料来源：公司年报，华创证券

四、投资建议

1、零售板块估值具备较高安全边际

目前零售行业的 TTM 市盈率为 27 倍，低于 05 年至今 38 倍的平均水平。从动态市盈率来看，零售行业当前的估值水平为 23 倍，低于正常情况下 25—30 倍的合理水平。板块估值目前具备安全边际。

图表 22 目前零售行业的 TTM 市盈率低于历史平均水平



注：数据截至到 2011.11.7

资料来源：wind，华创证券

2、个股推荐

看好在中小城市、以低成本扩张的零售企业：

步步高（湖南、江西开店空白点多+业绩进入释放期+再融资需求）

文峰股份（江苏省三、四线城市扩张空间大+商业模式有助外延式增长+储备项目增强未来 3 年业绩增长的确定性）

欧亚集团（区域百货龙头+短期业绩增速确定+长期增长空间大）

五、风险提示

1、CPI 下降导致超市同店增速低于预期

2、竞争激烈影响收入增速、吞噬毛利

零售

步步高(002251.SZ)

处于业绩释放期的区域零售龙头

主要观点

1、中小城市、低成本的扩张战略有助公司迅速成长。1) 湖南、江西地级市、县级市可供布店的空间较多。公司计划超市每年以 30 家左右的速度开店。百货、购物广场以每年 3—4 家的速度开出,其中在地级市以 5 万平方米以上、甚至超过 10 万平方米的购物中心为主,县级市以 2—3 万平方米的百货店为主。2) 中小城市新开店成本较低。以自建方式开设新物业,地级市的土地加建安成本控制在 4000—5000 元,县级市在 3000—4000 元。以租赁方式开设的新物业,地级市租金在 1—2 元/平米/天,县级市不超过 1 元/平米/天。

2、超市改善明显,百货、购物广场进入业绩释放期。1) 外籍管理团队对超市的改善效果明显。外籍团队在超市的外观标识、动线设计、色彩搭配、陈列排面、商品组合等方面都有所调整。前三季度超市的同店增速在 10%—11%之间,增长情况良好。2) 百货、购物中心进入业绩释放期。前三季度百货可比门店收入增速在 30%—35%之间,百货业务今年的业绩增速有望超 100%。09 年开的江西新余店、衡阳店、湘潭步步高广场、永州店今年都度过盈亏平衡期进入业绩释放期。

3、预计 11—13 年业绩增速为 46%、35%、42%。1) 超市: 11—13 年同店增速预计为 10%、8%、8%。12 年 CPI 下行对超市同店增速形成一定压力。2) 百货新店与次新店盈利情况: 湘潭购物广场百货业务今年预计盈利 4000 万, 12、13 年预计为 6000 万、7500 万; 长沙河西店 9 月底开业, 预计今年亏损 900 万, 明年盈亏平衡, 13 年 1300 万; 今年年底计划新开的岳阳店预计 12 年盈亏平衡, 13 年盈利 700 万。3) 百货开店计划: 12 年预计新开耒阳店、宜春店、衡阳店; 13 年新开郴州店、张家界店、赣州店、怀化店、吉首店。

4、盈利预测与投资建议: 预计公司 11—13 年的 EPS 为 0.92、1.25、1.78 元, 增速分别为 46%、35%、42%, 对应 PE 分别为 27X、20X、14X。我们认同公司在湖南、江西中小城市、低成本的扩张战略, 并且公司 11—13 年正处于业绩释放期, 给予公司强烈推荐评级。

5、风险提示: 大体量购物中心培育期过长; CPI 下降对超市同店增速的负面影响超预期

投资评级

投资评级: 强烈推荐
评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	27036
流通 A 股/B 股(万股)	8651/0
资产负债率(%)	63.68
每股净资产(元)	6.18
市盈率(倍)	36.54
市净率(倍)	4.05
12 个月内最高/最低价	28.6/21.52

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	6770	8438	11138	14308
同比增速(%)	18	25	32	28
归母净利润(百万)	171	249	337	480
同比增速(%)	3.45	46	35	42
EPS(元)	0.63	0.92	1.25	1.78
目前市盈率(倍)	40	27	20	14

零售

文峰股份(601010.SH)

以城市综合体的模式，深耕南通、拓展长三角

主要观点

1、商业模式有助外延式增长。突破零售企业成长的天花板一定要打开其外延式扩张空间。公司的商业模式是通过经营核心购物中心占用供应商和消费者的资金，在购物中心产生持续现金流的同时，通过出售步行街形式的商铺、酒店、配套住宅等收回一部分初始投入资本。公司步入“占用资金对外扩张——收入规模扩大后占用更多资金、且新店投入资本快速回笼——新一轮对外扩张”的滚雪球式成长轨道。

2、在江苏省南通地区的商业领域中拥有垄断优势地位。公司是南通地区最大的零售企业，在南通的商业市场占有率达到 30%左右；在核心商圈拥有的大体量物业具有不可复制性，对竞争对手构成壁垒；高于竞争对手的坪效突显其信誉及商业运作能力。

3、高比例的自有物业让公司具备成本优势。公司商业经营的自有物业比重今年年底将超过 70%，这一方面能抵御租赁模式下物业到期租金大幅上涨的风险；另一方面公司在二、三线城市自建的商业物业产生的折旧费用低于市场租金。

4、未来几年丰富的新项目支撑公司零售业绩 25%左右的稳健增长。11 年底即将开业的海安店、启东一期，在建的南通二店、启东二期，储备的海门店、大丰店、宿迁店、上海店、射阳店等，将支撑公司未来几年业绩较为确定的稳健增长。

5、盈利预测及投资建议：预计公司 11—13 年总的 EPS 为 0.98、1.3 和 1.51 元。其中零售业务产生的 EPS 分别为 0.83、1.03、1.24 元，增速为 26%、24%、20%，出售商铺、酒店及住宅产生的 EPS 分别为 0.15、0.27、0.27 元。考虑到公司较好的盈利模式和在长三角地区较大的扩张空间，给予强烈推荐评级。

6、风险提示：在南通市以外的区域新店培育期过长以及拿地优势不明显；可出售资产价格暴跌会影响公司资金的回收

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	5590	6749	7971	9511
同比增速(%)	15	21	18	19
归母净利润(百万)	353	485	643	744
同比增速(%)	20	37	33	16
EPS(元)	0.72	0.98	1.3	1.51
目前市盈率(倍)	27.4	20	15	13

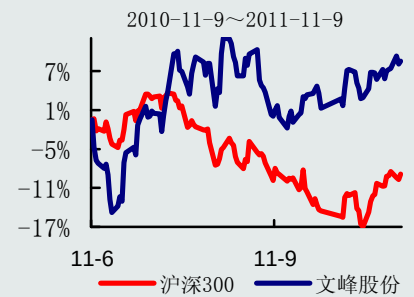
投资评级

投资评级:	强烈推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	49280
流通 A 股/B 股(万股)	11000/0
资产负债率(%)	36.45
每股净资产(元)	6.41
市盈率(倍)	33.88
市净率(倍)	3.08
12 个月内最高/最低价	20.99/15.5

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《文峰股份：以城市综合体的模式，深耕南通、拓展长三角》 2011-08-14

零售

欧亚集团(601010.SH)

短期业绩确定，中长期增长有空间

主要观点

1、公司是吉林省有优势地位的零售龙头。吉林省的人均 GDP 和社会消费品零售总额的增速高于全国平均水平，而欧亚集团作为省内的大型商业企业受益于吉林省的消费升级。

2、内生外延双管驱动。内生增长表现在坪销的提升和费用控制上，公司利润的主要来源是欧亚商都和欧亚卖场，欧亚商都目前 2 万元左右的平销近两年每年 15%左右的增速有望实现，欧亚卖场的平销同样具有很大的提升空间。费用上公司一直采取保守的财务政策，未来费用压缩有空间。外延扩张体现在接下来辽源项目、梅河口购物中心、吉林市综合体项目、北京订购资产项目等新展店计划。

3、管理层激励基金出炉和高管的增持有助于业绩逐渐释放。管理层的激励基金直接与净利润增速挂钩，业绩增速越高，计提的激励基金越多。另外 2010 年 5 月至 2011 年 4 月董事长曹和平以 25—26 的均价增持近 17 万股，这意味着董事长的利益与二级市场投资者一致。管理层激励基金出炉和高管的增持有助于业绩在近两年稳步释放。中长期来看，我们认为公司增长有空间，业绩有持续增长的能力。

4、盈利预测与投资建议：预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为 1.04、1.39 和 1.74 元，增速分别为 25%、34%、25%。给予推荐评级。

5、风险提示：新开店培育期过长导致业绩低于预期

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	5228	6796	8835	11486
同比增速(%)	33.58	30	30	30
归母净利润(百万)	132	165	221	277
同比增速(%)	18.9	25	33.9	25.3
EPS(元)	0.83	1.04	1.39	1.74
目前市盈率(倍)	32.5	25.96	19.4	15.5

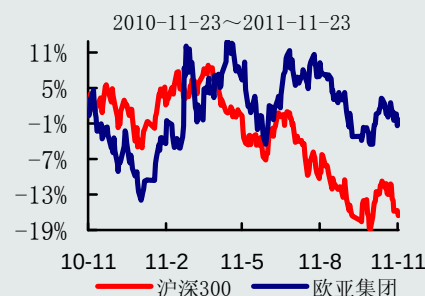
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	15909
流通 A 股/B 股(万股)	15516/0
资产负债率(%)	72.47
每股净资产(元)	5.92
市盈率(倍)	39.80
市净率(倍)	4.57
12 个月内最高/最低价	32.0/23.55

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

零售分析师介绍

彭婷： 华创证券零售行业分析师。曾在平安资产管理有限责任公司股票投资部工作 2 年。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，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、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558