

零售行业跟踪分析报告

行业估值已触及历史底部，中枢进一步下移概率很小

欧亚菲 分析师 电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn 执业编号: S0260511020002
瞿猛 分析师 电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn 执业编号: S0260511050001

广发零售指数 11 月份增速出现反弹

从 GFRI 图中可以看出, 11 月份零售行业指数维持在高位, 增速为 38.31%, 较 10 月份出现大幅反弹, 环比提升 6.67 个百分点。预计 12 月份增速会有进一步提升, 但行业增速底部有望在 2012 年一季度形成。

行业估值已触及历史底部，中枢进一步下移概率很小

我们重点分析了美国、日本及台湾零售业增速及行业估值变化情况, 从中我们发现, 部分国家零售业估值在行业增速下滑过程中出现一定程度下降, 但过程比较缓慢, 除非出现零售额增速大幅下降, 否则短期内出现估值大幅下降的概率很小。我们认为 2012 年行业增速下降是大概率事件, 但如果不出现深度调整, 行业估值中枢不会出现大幅下移。从长期来看, 行业估值只是个缓慢下降的过程, 目前行业估值已触及历史低位, 中长期估值优势凸显。

近期行业、公司资讯及调研动态

1、前三季消费对 GDP 贡献率 47.9% 明年促消费再加力; 2、五部委将整治大型零售企业向供应商违规收费; 3、《网络零售管理条例》1 月份出台, 商务部加强市场规范。 调研动态: 潮宏基、成商集团、开元投资。

投资建议

目前估值水平已经包含了投资者对行业的悲观情绪, 估值优势凸显, 1 月份建议重点关注: 南京中商、友阿股份、王府井、银座股份、合肥百货。投资主线: 1、全国性扩张的连锁企业, 重点推荐王府井, 并建议关注永辉超市扩张模式验证后的投资机会; 苏宁易购若快速放量则有望迎来新一轮投资机会; 2、区域角度推荐估值较低增长明确的新华百货和重庆百货; 3、从客户定位来看, 一方面看好友阿股份、友好集团、首商股份; 另一方面看好以购物中心模式在三四线城市进行渠道下沉的步步高和文峰股份。4、PS 较低的拐点型公司, 我们推荐南京中商、欧亚集团、银座股份。5、专业连锁看好潮宏基、老凤祥和上海家化。

风险提示: 经济下行、网购冲击、劳动力和物业成本持续上涨等。

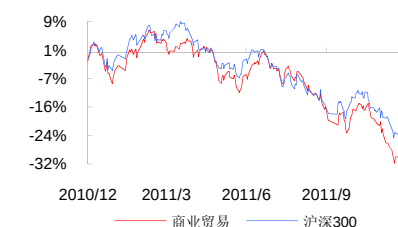
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-14.38	-18.64	-33.64
沪深 300	-9.12	-10.54	-26.15

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
王府井	31.16	0.95	1.40	1.80	32.80	20.77	16.66	0.77	60	买入
南京中商	25.00	0.33	1.20	2.07	75.76	20.83	12.08	0.50	40	买入
潮宏基	26.00	0.57	0.89	1.20	45.61	29.21	21.67	0.95	40	买入
重庆百货	30.94	1.41	1.76	2.30	21.94	17.58	13.45	0.82	58	买入
新华百货	22.44	1.04	1.35	1.70	21.58	16.62	13.20	0.70	40	买入
永辉超市	30.19	0.39	0.65	0.92	77.41	46.45	32.82	1.04	35	短持长买
文峰股份	15.29	0.72	0.89	1.32	21.24	17.18	11.58	0.70	28	买入
友好集团	9.42	0.34	0.38	1.30	27.71	24.79	7.25	0.34	16	买入
友阿股份	14.91	0.62	0.83	1.00	24.05	17.34	14.91	0.57	28	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

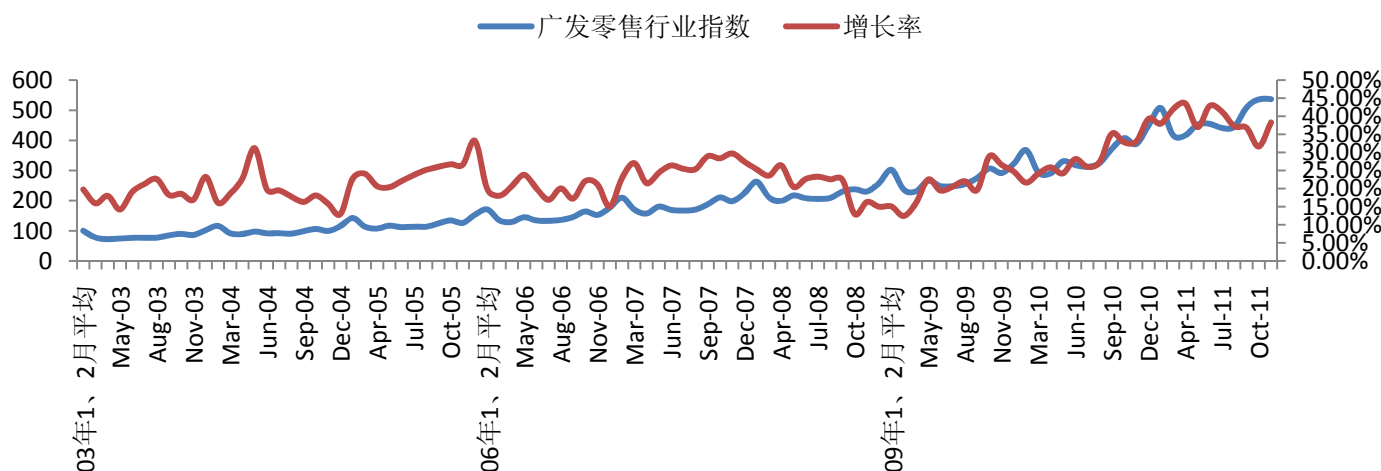
本报告联系人: 欧亚菲 020-87555888-8641 oyf@gf.com.cn

一、广发零售指数 11 月份开始反弹

从 GFRI 变动图中可以看出, 2011 年 10-11 月份零售行业指数维持在高位, 增速 11 月份出现大幅反弹, 为 38.31%, 环比提升 6.67 个百分点。根据商务部重点商业企业数据, 分品类来看, 11 月份受金价波动影响, 黄金珠宝销售增速出现明显下降, 同比增速为 21.2%, 环比降 9.9 个百分点。服装类 (15.4%)、食品类 (17%)、鞋帽类 (15.3%) 增速均有不同程度反弹, 预计 12 月份销售数据会有进一步反弹, 但行业增速底部有望在 2012 年一季度形成。目前已经形成政策底部, 展望明年, 我们认为人口结构变化推动的中低端劳动力薪酬上升和今年 9 月份开始实施的中低收入人群减税将推动居民可支配收入增速继续保持较快增速, 同时, 明年实施的促消费月也将会对零售业销售增速有提振作用。

我们认为 2012 年行业将保持平稳增长, 预计广发零售指数零售额增速回落至 20% 左右。

图 1: 广发零售行业指数



数据来源: 国家统计局、商务部、广发证券发展研究中心

二、行业估值中枢进一步下移概率很小

12 月份, 零售板块股价出现较大幅调整, 板块下跌 13.75%, 大幅跑输沪深 300 的 -5.15%, 股价的深度调整也引发投资者对行业的担忧和思考。成本大幅上升、下游需求增速下滑、网购冲击步步逼近等因素使投资者更加注重思考行业发展的不利因素, 也开始思考行业发展脉络和前景。

面对 2012 年, 行业增速可能出现的下滑, 很多投资者都开始担心行业估值中枢下移, 毕竟中国零售业也经历了数年的快速发展之后, 行业发展是不是驶入慢车通? 估值中枢会不会进一步下移? 自然成为投资者关注的焦点。基于此, 我们本月探讨部分国家及地区零售业发展的历程及估值, 也希望能够给投资者一点启示。

从对美国、日本、台湾零售业的研究发现: 1、台湾近 10 年来 PE 估值中枢相对稳定, 没有出现下降, 近 10 年平均估值在 26.83; 2、美国近 20 年估值中枢稳中略有下降, 近几年维持在 15-20 之间; 3、日本零售业可分为两个阶段 2006 年以前, 估值出现大幅波动, 2006 年之后, 估值中枢开

始比较稳定，PE 平均值在 25.23。

通过对比，我们发现台湾估值水平处于最高水平，美国其次，日本估值水平最低，回顾国内，1、中国目前 PE 估值水平高于美国及日本估值水平，但仍低于台湾零售业市场估值水平；2、中国 PS 估值水平略高于日本，但低于美国及台湾的估值水平；3、PB 估值高于美国及日本，但低于台湾 PB 水平。

从以上其他国家和地区的情况来看，虽然部分国家零售业估值在行业增速下滑的过程中出现一定程度的下滑，但是个缓慢的过程，短期内出现估值大幅下降的概率仍然很小。综合以上分析，我们认为 2012 年行业增速下降是大概率事件，但如果不出现大幅调整，行业估值中枢不会出现大幅下移。从长期来看，行业估值只是个缓慢下降的过程。从目前的估值水平来看，行业估值也已经处在较低水平，中长期估值优势明显。

表 1: 美国、日本、台湾等地区零售行业估值

指标	美国		日本		台湾		中国	
	平均值	现值	平均值	现值	平均值	现值	平均值	现值
PE	22.48	17.8	25.23	14.58	26.83	23.23	62.77	21.65
PS	0.85	0.85	0.75	0.65	1.01	1.68	1.35	0.80
PB	3.36	3.47	2.23	1.16	2.12	3.33	3.78	2.82

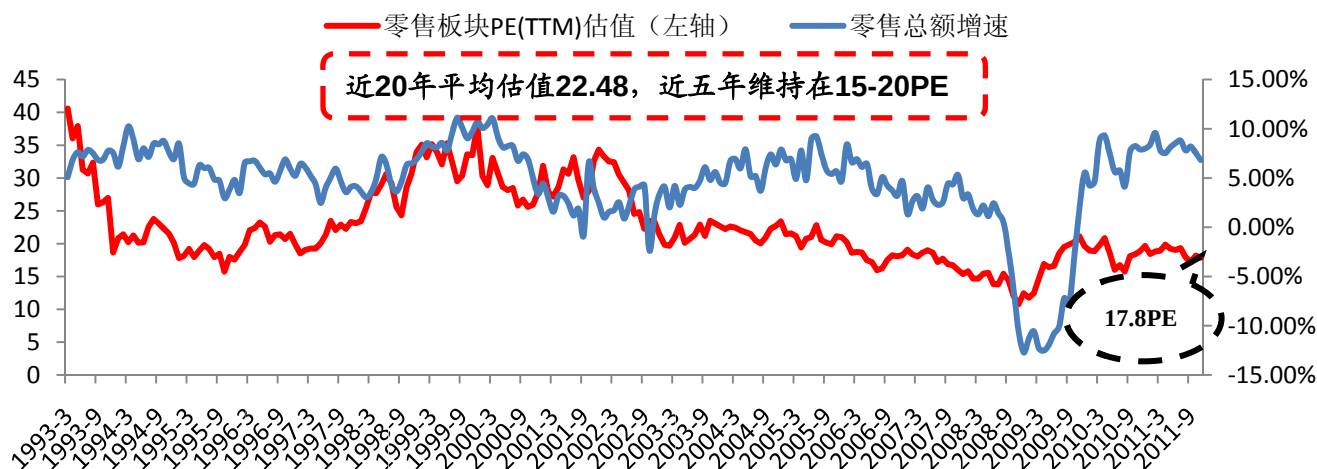
数据来源：Bloomberg、CEIC、Wind、广发证券发展研究中心（其中美国 PE 为 20 年均值，PS 和 PB 为 10 年均值；日本 PE 为近 6 年均值，PS 和 PB 为 20 年；台湾 PE、PS、PB 为近 10 年均值；中国 PE、PS、PB 为近 10 年均值。）

（一）美国零售业估值稳中有降

美国社会零售总额稳增长，PE 估值也较为稳定，没有出现估值大幅下调。零售总额近 20 年平均增长率为 4.63%，但在 2008-2009 年受次债危机影响出现比较大幅下调，2009 年 3 月同比跌幅为 12.31%，但 2010 年开始即出现明显反弹，2011 年 11 月同比增速达 6.82%。

美国零售行业估值相对较为稳定，近 20 年平均 PE 为 22.48，2009 年 1 月因行业增速出现大幅负增长曾经跌至 11.77 倍。整体而看，近几年行业估值虽然出现一定幅度的下调，但是幅度很小，近 5 年估值基本稳定在 15-20 倍之间，目前维持在 17.8，略低于中国零售业估值。

图 2: 美国 PE (TTM) 估值稳中有降

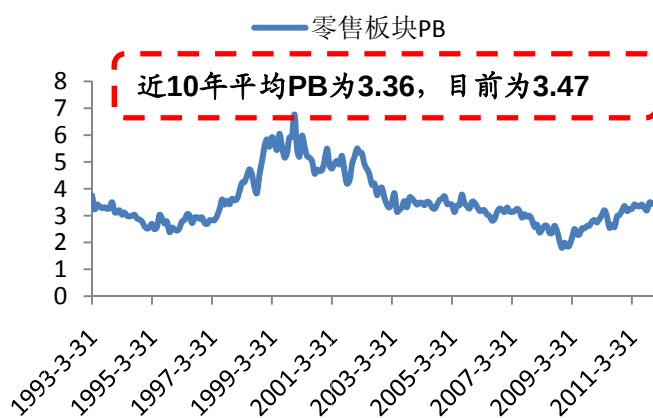
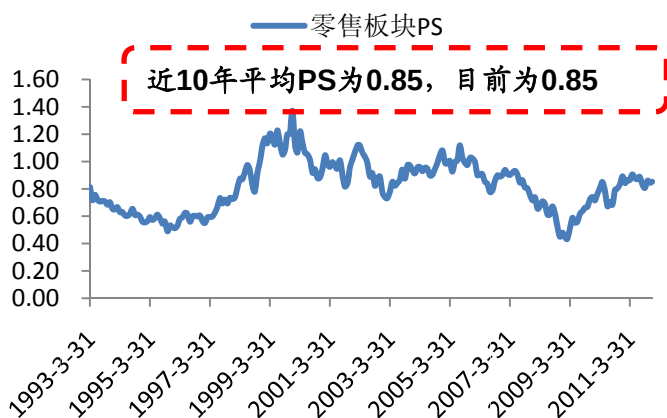


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

美国零售业PS和PB估值1995年开始出现大幅提升, 在1999年6月达到顶峰, PS为1.23, PB为6.05。PS相对稳定, 近10年平均PS为0.85, 2011年11月PS也维持在0.85, 高于中国目前0.8的水平。从PB来看, 近10年PB平均值为3.36, 目前PB水平为3.47, 远高于中国2.82的水平。

图 3: 美国 PS 估值相对平稳

图 4: 美国 PB 估值近几年比较平稳



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

小结: 美国零售额增速近20年来相对稳定, PE估值也较为稳定, 均值为22.48, 没有出现PE估值的大幅下调。PS和PB均高于中国, 估值稳中有升。

(二) 日本零售业估值波动较大, 并不断下降

日本90年代房地产泡沫破灭后, 经济一直比较低迷, 相应消费表现还很一般, 后期零售业PE估值稳中有降。

总体来说日本零售业可以分为两个阶段: 1993-2005年为第一阶段, 零售总额增速相对稳定, 但增速较低, 平均值为-0.49%; PE估值大幅波动, 而且维持在很高水平。

2006-2011年为第二阶段, 零售总额增速波动加大, 但增速有所提升, 平

均值提升为-0.09%，2011年10月上升至1.9%。PE估值稳中有降，06年以来均值为25.23，2011年10月为14.58。

图 5: 日本 2005 年之前 PE 估值波动较大

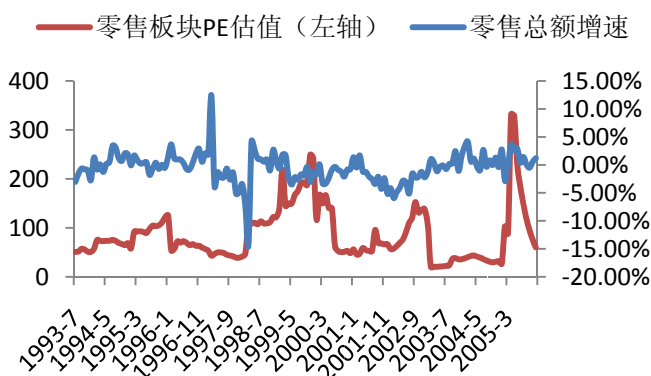
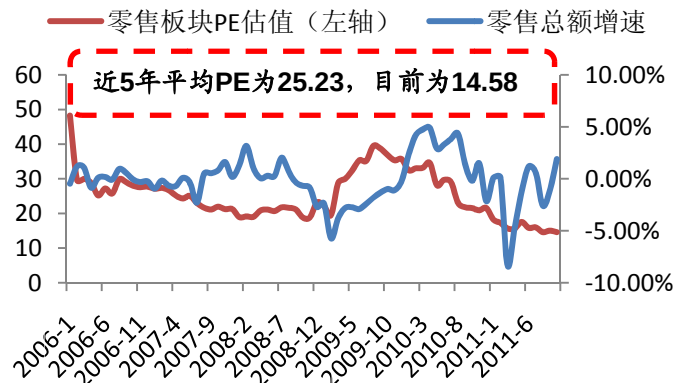


图 6: 日本 2006 年 PE 估值稳中有降



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

零售PS相对稳定，PB稳中有降。从PS角度来看，近20年来平均PS为0.75，1999年12月达到峰值1.25，目前PS为0.65，略低于中国0.8的水平。

从PB来看，PB估值呈现逐步下降趋势，近20年平均PB为2.23，在1993和1999年PB估值曾经高达4以上，目前PB水平为1.16，低于中国2.82的水平。

图 7: 日本 PS 估值比较平稳

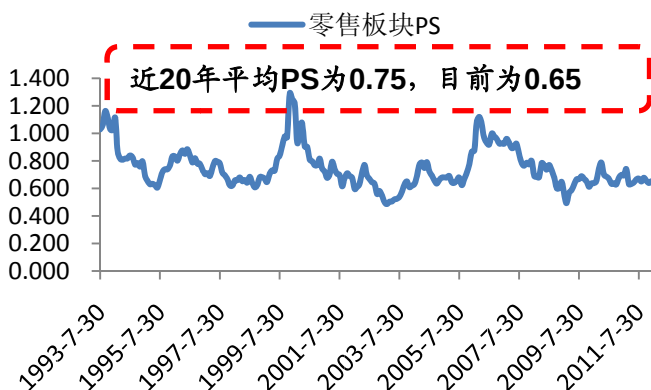
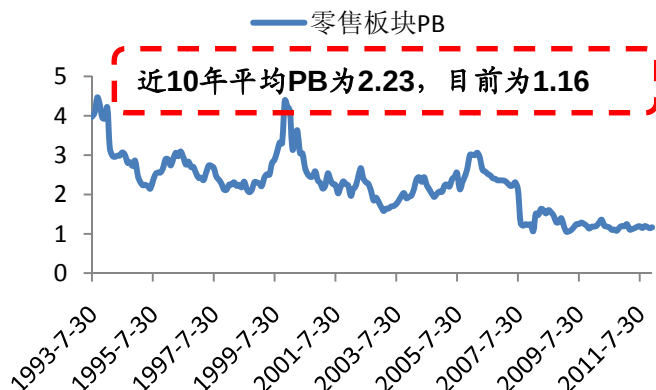


图 8: 日本 PB 估值有较大幅度下降



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

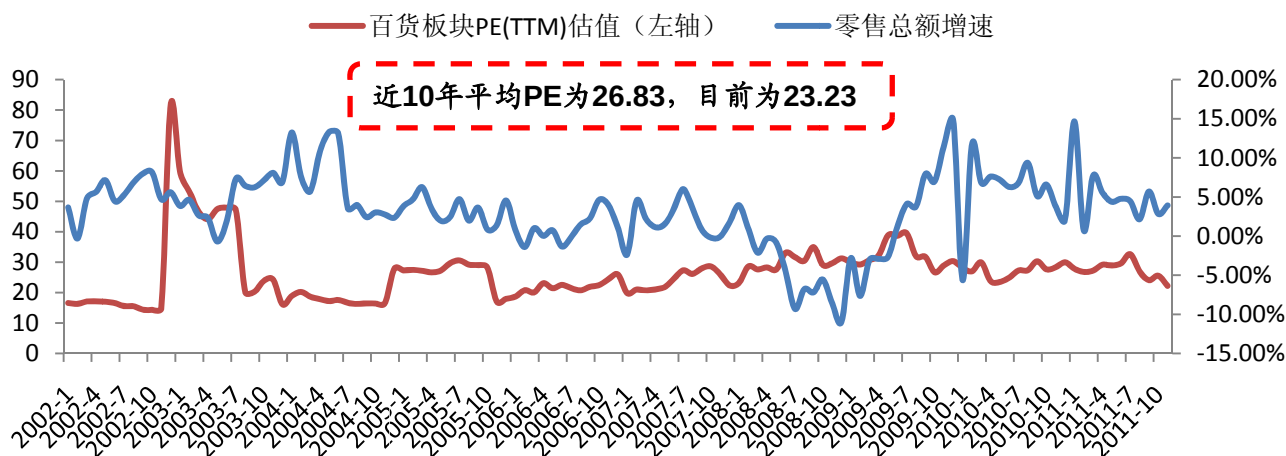
小结：日本在地产泡沫破灭后，零售业也受到较大影响，零售总额增速一直维持在很低水平，PE和PB估值稳中有降，PS估值相对稳定。目前PE、PB、PS估值均低于中国水平。

（三）台湾百货业估值保持平稳

台湾2002年以后，百货业销售增速一直维持在较低水平，扣除2008-2009年受美国次债危机影响波动较大之外，增速相对稳定，近10年平均增速为3.22%，但2009年后增速有所提升，2011年11月增速达3.93%。

从PE估值来看，近10年PE估值没有出现下降，平均估值为26.83，2011年12月估值为23.23，高于中国目前21.65的水平。

图 9: 台湾百货业 PE (TTM) 估值保持平稳



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

百货PS和PB估值近年来大幅上升。从PS角度来看, 近10年来平均PS为1.01, 2011年7月达到峰值2.17, 目前PS为1.68, 远高于中国0.8的水平。

从PB来看, PB估值也呈现逐步上升趋势, 2011年7月达到峰值4.07, 近10年平均PB为2.12, 目前PB水平为3.33, 高于中国2.82的水平。

图 10: 台湾百货板块 PS 估值大幅提升

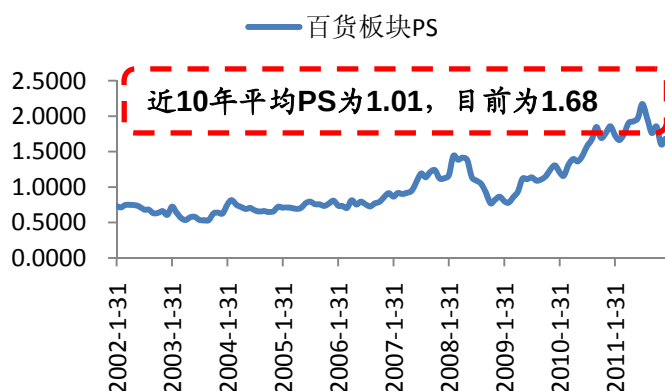
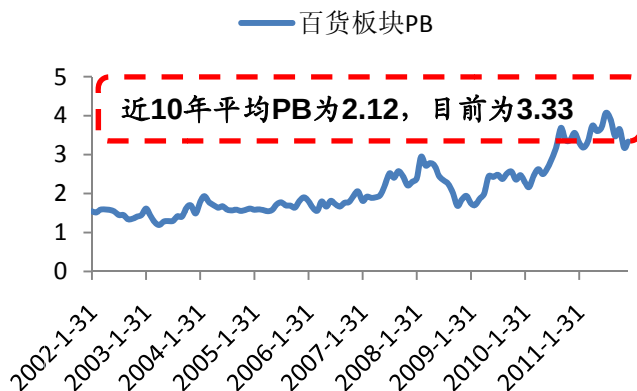


图 11: 台湾百货板块 PB 估值大幅提升



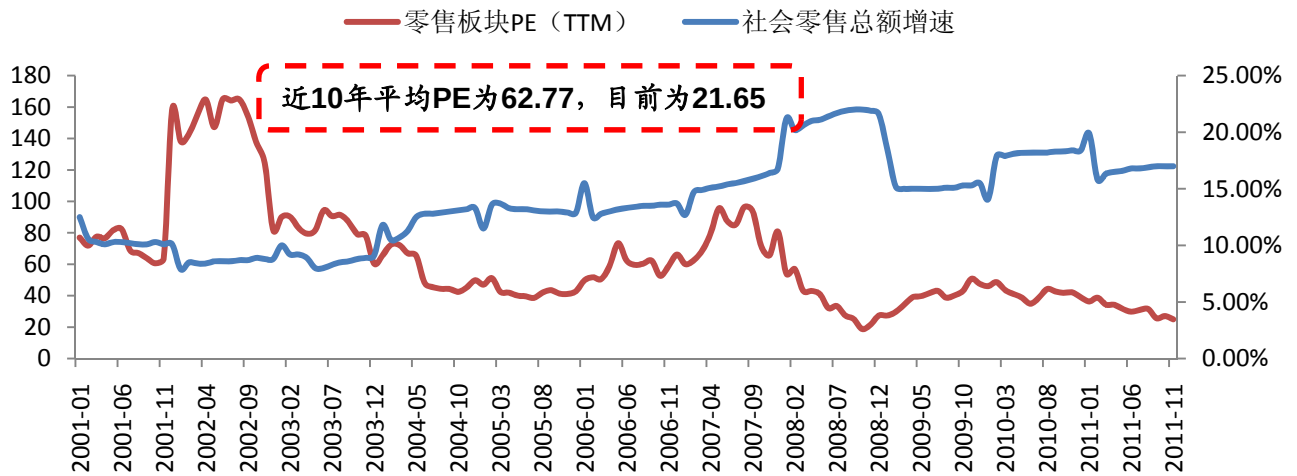
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

小结: 台湾百货业增速比较平稳, 并维持在较低水平。PE估值相对稳定, 并没有出现下降趋势; PS和PB近年来均出现较大幅度上升, 明显高于中国大陆目前估值水平。

(四) 中国零售业估值触及历史底部

中国社会零售总额近几年高速增长, PE估值与行业增速出现明显背离。2007年开始, 中国社会零售总额增速明显提升, 近10年平均增速为14.28%, 2011年11月为17.3%, 增速仍维持在高位。从PE估值角度来看, 近10年平均估值为62.77, 09年以来估值水平逐步下降, 2011年12月降至21.65, 基本处在2008年最低估值水平。

图 12：中国零售业增速和估值出现明显背离



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

零售板块PS估值相对稳定，PB估值波动较大。从PS角度来看，近10年来平均PS为1.35，2001年6月达到峰值4.11，目前PS为0.8，远低于历史平均PS水平。PB估值波动较大，2007年9月达到峰值8.36，近10年平均PB为3.78，目前PB水平为2.82，远低于历史平均PB水平。

图 13：中国零售业 PS 估值近几年比较平稳

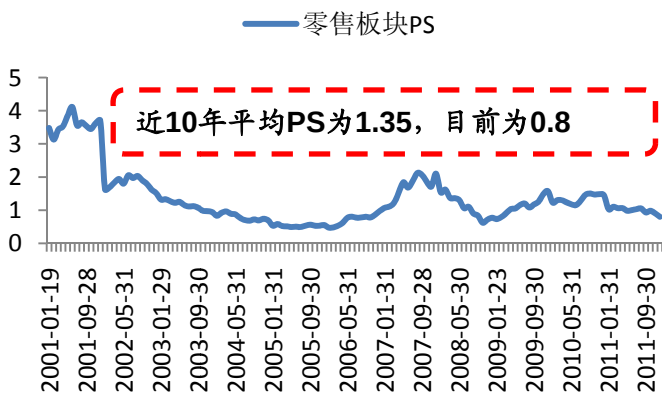
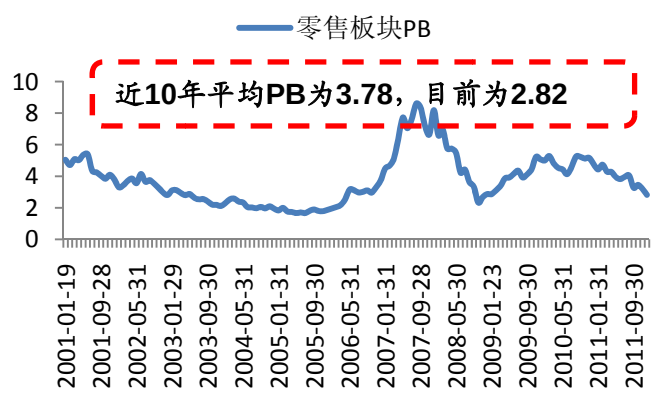


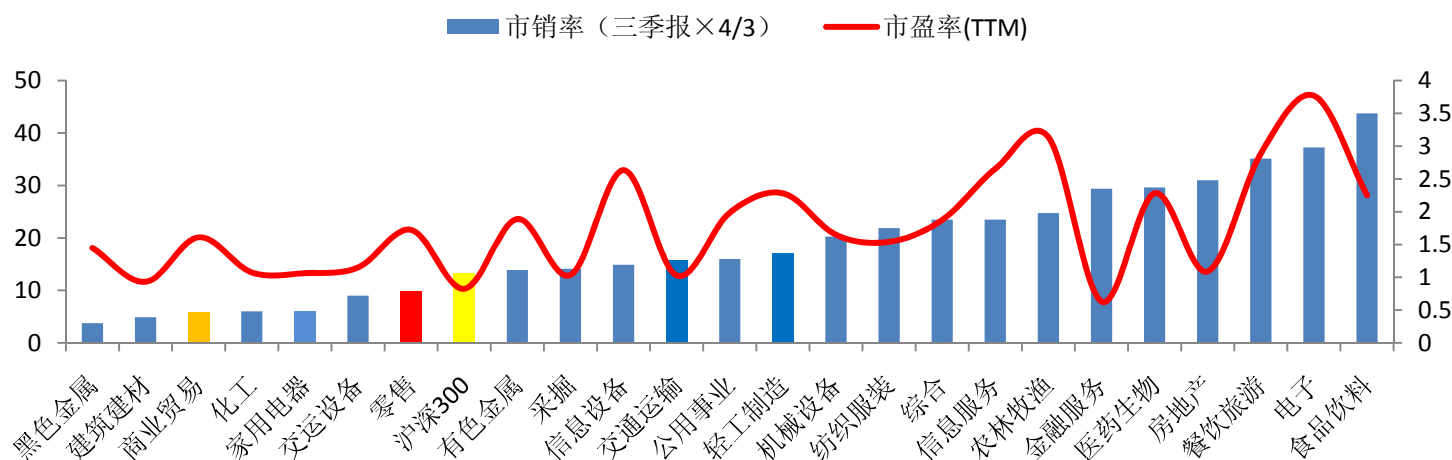
图 14：中国零售业 PB 估值开始出现明显下滑



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

从横向比较来看，目前申万零售板块21.65PE估值水平在各行业中处于中等水平，但我们从消费行业的估值来看，零售行业基本上处于最低水平，远低于餐饮旅游的36.10PE，也低于食品饮料的28.13PE和医药的28.51PE，估值相对较低。从市销率来看，目前零售板块PS为0.80，在各行业从低到高排名中处于第五，只高于建筑建材、黑色金属、化工和家用电器，明显低于其他消费类行业。

图 15: 11 月零售板块估值横向比较



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

小结: 中国零售业增速与估值出现明显背离。目前PE估值已达到2008年最低水平, PS和PB也已经接近历史平均水平。横向比较来看, PE估值处于行业中等水平, PS估值处于很低水平。

三、近期行业及公司资讯

(一) 宏观及行业资讯

1、前三季消费对GDP贡献率47.9% 明年促消费再给力

在今年出口增长遇阻的背景下, 2012年内需的表现将更为引人关注。今年前三季度内需对经济增长贡献率达到101%, 其中最终消费的贡献率由去年同期的32.7%提高到47.9%。扩内需着眼点是扩大消费。在经历多年高投资拉动之后, 中国经济增长在“十二五”期间的着眼点将放在扩大内需, 尤其是扩大消费。从数据来看, 2009年和2010年, 我国社会消费品零售总额分别增长15.5%和18.3%, 今年略逊于去年, 但市场销售仍继续保持较快增长, 前11个月增幅为17%。多项促进消费的政策将落地, 调整经济发展结构, 扩大最终消费需求, 除既有政策进行调整外, 明年还将有多方面促进消费的政策落地实施。

点评: 行业已经处于政策底部, 业绩增速底部预计在2012年一季度形成。随着投资及出口的逐步放缓, 消费成为拉动经济增长的重要驱动力。目前中国最终消费贡献率也已经处于历史底部, 随着居民收入的提升及促消费政策的陆续落实, 消费增速有望逐步提升。

2、五部委将整治大型零售企业向供应商违规收费

经国务院批准, 商务部、发展改革委、公安部、税务总局、工商总局日前联合印发通知, 决定自 2011 年 12 月至 2012 年 6 月在全国集中开展清理整顿大型零售企业向供应商违规收费工作。(1) 此次清理整顿主要针对利用市场优势地位向供应商违规收费的超市、百货店、电器专业店等大型零售企业及其下属门店, 标准为最大单店面积超过 6000 平方米(含)、门店数超过 20 家(含), 且 2010 年销售额超过 20 亿元人民币(含)。(2) 清理整顿的内容主要包括: 规范零售商收取使用促销服务收费行为、禁止

各种违规收费行为、零售商向供应商收费要落实明码标价要求等。

点评：我们认为五部委规范零售企业向供应商违规收费行为短期内对行业有负面影响，但由于收费的方式和标准比较复杂和隐性，规范很难有实质性影响。这也不是第一次出类似政策，早在 2006 年就已经出现过类似规范行为。规范有利于短期内整治行业违规收费行为，但长期还是要靠市场化的机制来解决。随着零售业销售渠道竞争的日趋加剧以及行业网购的冲击，零售渠道在和品牌的博弈中优势地位逐步下降，尤其是在和一线品牌的博弈中，但对中小供应商的溢价能力仍然很强。

3、《网络零售管理条例》1月份出台，商务部加强市场规范

为加强元旦、春节期间网络零售行业管理，规范网络零售经营行为，营造良好消费环境，保护消费者合法权益，商务部出台通知，要求各地商务主管部门要会同各有关部门（1）加强网络零售市场的监督检查，依据《产品质量法》、《消费者权益保障法》等有关规定规范促销行为；（2）督促网络零售商和第三方交易平台健全知识产权保护制度，保障商品质量，提高服务水平，保护消费者合法权益；（3）完善应急体系，发挥示范作用，建立长效机制。

点评：网络零售的规范主要打击假冒伪劣产品、虚假折扣、误导性定价等行为。条例的出台有利于规范网络零售市场，降低虚假行为及消费者投诉案件，虽然短期可能会影响网络零售的快速发展，但有利于行业长期快速、健康发展。

4、《商业特许经营备案管理办法》出炉

商务部在网站上公布了《商业特许经营备案管理办法》，来加强对商业特许经营活动的管理，规范特许经营市场秩序，该办法将从 2012 年 2 月 1 日起实施。（1）《办法》指出，商务部及省、自治区、直辖市人民政府商务主管部门是商业特许经营的备案机关。商业特许经营实行全国联网备案。符合规定的特许人，依据规定通过商务部设立的商业特许经营信息管理系统进行备案。（2）按照《办法》规定，特许人应当在与中国境内的被特许人首次订立特许经营合同之日起 15 日内向备案机关申请备案。特许人的相关备案信息有变化的，应当自变化之日起 30 日内向备案机关申请变更。特许人应当在每年 3 月 31 日前将其上一年度订立、撤销、终止、续签的特许经营合同情况向备案机关报告。

点评：本办法对备案工作、申请材料、明确特许人信息变化备案、备案机关可以撤销备案特许人行为、处罚机关等方面进一步明确。办法的颁布和实施有利于行业的规范、健康发展。

（二）公司资讯

1、永辉超市：年底加速扩张，3天连开7店

永辉超市反周期快速开店，23 日至 25 日三天内开出 7 家新店。截止 2011 年 9 月末，公司总共拥有直营连锁门店 180 家，经营面积 130 万平方米。一方面，永辉超市称：“公司不仅拥有完善的业态，全国性生鲜直采体系和内部商品保鲜研发机构，更将经营优势标准化、模式化得以实现在外区的快速复制。”另一方面，外资超市频频出现质量问题，或为本土企业提供新的发展机会。从今年 3 月份起，Tesco、家乐福、麦德龙、沃尔玛接连宣布在华换帅。

点评：永辉全年新开 44 家门店，关闭 1 家，净开店数量 43 家，基本完成全年 50 家的开店目标，四季度新增 18 家门店，对短期业绩将有一定的压力，公司能否持续超预期主要取决于公司生鲜外的其他经营品类经营效率能否持续提升，公司上市以来一直超该方向努力，明年将是适度转型能否成功的关键一年。

2、苏宁国美两巨头以旧换新年底巅峰促销

苏宁电器主攻彩电市场，以旧换新，可享三重补贴活动；各大彩电厂商纷纷加大资源投入力度，与苏宁一起推出上百款特惠彩电，除了传统的 LCD、LED 电视，3D 电视成为越来越多消费者的首选，苏宁 3D 电视的销售占比已占到电视整体销售的 30%。

国美全门店联合出击，20 亿资源投入雄霸元旦家电市场。预交订金购流行家电可先享劲爆折扣，预交订金最高可抵用 5000 元，更可在此基础上享高额超市卡补贴，同时，订金还可当单抵，一次订金可同时享 4 重优惠，还可参加以旧换新。

点评：家电以旧换新即将结束，为争取最后机会，增加销售额，苏宁、国美开始加大促销力度。

3、世茂百货北京首店开业 计划 5 年开设 15 家

12 月 23 日开业的北京市三里屯世茂百货，是世茂股份斥资打造的 5 万平米商业旗舰，也是继福州、沈阳、烟台、芜湖等城市陆续开出门店后，世茂百货进驻北京的第一家门店。目前，北京世茂百货汇集了 Bikkembergs、CESARE PACIOTTI、Y-3、Tommy Hilfiger 等高档品牌，地下一层引入日式超市洋华堂，地下二到四层停车场近 1000 个车位。世茂股份计划 5 年内成为在全国拥有 15 家以上门店的连锁百货公司。而按照世茂股份的计划，在初步形成专业连锁百货格局之后，其也会视整个世茂商业地产的总布局情况，不断增加布点城市。同时也不排除在主要一、二线城市，通过联营、租赁等多元化合作方式，建立新的门店。

点评：地产向零售的延伸已成为一种趋势，地产企业在物业开发方面有明显优势，在租金价格及地价上涨的背景下，自有物业零售企业有明显优势。

4、合肥百货拟 2.08 亿新建综合性购物中心

合肥百货 12 月 23 日晚公告称，公司拟采用近期以 4042.08 万元竞得的 19.248 亩柏堰科技园区项目地块开发建设综合性购物中心，预计总投资 2.08 亿元，公司自筹 1.38 亿元，其余资金通过银行贷款等方式解决。公司表示，项目旨在进一步实现在合肥的网点纵深覆盖，巩固和提升综合竞争优势，进一步做强做大零售主业；并预计项目投运后第一年年销售收入 2 亿元，静态投资回收期约 8.8 年，年均投资收益率为 11.36%。

点评：合肥百货投资 2.08 亿元在合肥高新区建设购物中心，根据容积率估算建筑面积为 3.8 万平米。合肥在向西南方向转移，公司积极布局新型区域，有利于稳固公司在合肥的垄断地位。

四、近期调研

(一) 开元投资调研纪要

医院基本情况：高新医院为 2002 年批准成立的一家营利性综合医院。2009 年 8 月被陕西省卫生厅评为三甲医院，2011 年 7 月转制为营利性公司

制企业。为省市医保定点医院及高新区 120 急救站和两家医学院（西安医学院和延安大学医学院）附属医院。医院是 11 个地市医保定点单位，重点培育神内科，心外科，普外科，妇产科等四大特色科室；目前药占比仅为 30%，净利率较低，提升空间大。

高端及特需医疗服务为高新医院未来方向。1、短期提高医疗服务价格，调整科室内部结构，增加高端特需服务 2、中期降低医保收入比例：目前医保收入占总收入的 60%以上，民营医院医保支付费用较公立医院低，未来公司计划通过提供高端服务，提高自费比例。3、长期计划扩大医院规模，重点优先建设妇产儿及神内科，并通过收购、兼并、合作、新建等方式打造医疗集团。

零售业务：公司是西北地区第一家上市公司，也是陕西省最大的商业零售企业，目前在陕西省 4 个地市拥有 5 家门店，**建筑面积达 35 万平米，其中自有物业占比在 90%以上**。宝鸡店今年销售收入增速预计在 50%以上，销售额有望达到 3.5 亿元，明年保守估计收入增速也在 30%以上。今年有望打平，明年将会开始盈利。西旺店 7 月 19 日开业到 11 月份营业收入达 1.2 亿元，预计明年营业收入将达到 3.5 亿元，并实现收支平衡。2012 年公司将钟楼店进行装修改造和提档升级。主要是更换老化设备和强弱电等，不会对结构进行改造，并在改造基础上对整个门店进行提档升级。

开发成本较低，折旧摊销等费用压力不大，西旺店和宝鸡店快速脱离培育期。西旺店折旧摊销费用每个月约 160 万，电费每个月 70 万，电视广告、平面广告费用明年不会超过 500 万一年。宝鸡店折旧、摊销费用 250 万/月，折旧摊销费、税金、工资、借款费用占三项费用的 80-85%，我们可控的费用有 10-15%，其中广告费用控制在销售收入的 1%以内。宝鸡店和西旺店盈利增速超预期，钟楼店提档升级。

投资建议：高新医院注入后，公司将逐步形成商业和医院双主业。高新医院作为第一家民营三甲医院，业绩正处于快速增长的初期，未来业绩的提升主要来自于内部结构的调整和外延式扩张的推进。商业在宝鸡店和西旺门店逐步脱离培育期后，业绩将进入快速增长期。我们预计 2011-2013 年公司商业部分 EPS 分别为 0.21, 0.25, 0.34 元，医院部分 EPS 分别为 0.02, 0.03 元, 0.044 元。给予商业部分 2012 年 20PE，医院部分 2012 年 50 倍估值，目标价：6.5 元。

（二）潮宏基调研纪要

1-9月经营概况：潮宏基1-9月份收入同比增长63.77%，利润总额同比增长54.10%，受所得税影响，公司归属于母公司净利润同比增长48.82%达到1.21亿。截止9月末，公司共有门店416家，相比年初增长49家，预计2011年全年净增门店70家。自营业务收入占比87.68%，增长69%；代理业务收入占比12.11%，增长32%，自营业务发展明显快于代理发展速度。从销售产品分类来看，1-9月份足黄金产品收入占比38.61%，增速达到113%；公司重点业务K金珠宝收入占比52.08%，增速为47%，K金产品上半年增速在40%左右，三季度明显加快。

投资者关注问题：公司潮宏基品牌现阶段定位模糊聚焦，不过分做细分市场来吸引更多消费人群。销售模式上会大力发展直营业务，塑造品牌形象，在渠道拓展方面仍以百货渠道为主，逐渐加大购物中心门店和自建门店比重以应对未来渠道变迁的风险，目前主要赢利点为2、3线城市，未来可预见时间内仍会保持

该结构。营销手段主要是提升终端形象，加大门店装修档次和投入来提升品牌美誉度。周大福的上市不会对公司再造成额外冲击，中国珠宝行业空间巨大，现阶段品牌商共同培育市场是关键。

投资建议：我国珠宝首饰消费已经进入高速发展阶段，公司作为时尚珠宝零售商，在店面开拓及品牌经营方面一直不遗余力，同时持续进行的钻石储备、加大品牌宣传力度、积极寻找国外奢侈品珠宝代理等工作将推动公司未来业绩的持续快速增长，对存货进行套保等措施也将减少业绩的波动性。调高公司 2011 年 EPS 至 0.89 元，维持 2012-2013 年 EPS 1.20 和 1.68 元的盈利预测，维持买入评级和目标价 40 元。

（三） 成商集团调研纪要

省内二级城市门店保持较快增长态势：公司第四季度经营情况基本正常，10 月份销售增幅在 20% 以上，11 月份增速有较大幅度回落，但进入 12 月份截至到调研日为止销售增速回升至 30% 以上，表明短期来看，消费者更多受到天气变化、门店折扣力度而不是经济情况的影响。省内二级城市门店今年以来保持较快增长态势，表明公司在南充和绵阳地区的影响力和美誉度进一步提升，今年前三季度南充和绵阳地区分别实现营业收入 3.1 亿和 2.6 亿，增长 25% 以上。

太平洋门店仲裁进行中，新项目进展低于预期：春熙路太平洋门店仲裁仍在进行中，年内解决的可能性很低，公司一直在积极推进，希望尽快有个结果。如果年报前仍没有仲裁结果，公司年报将确认约 6000 万元投资收益。公司茂业中心项目已经推迟到明年 5 月份开业，盐市口二期项目目前施工进度低于预期，主要是受到节日来临劳动力较为紧张影响，该项目开业时间可能要推迟到明年四季度。茂业中心和盐市口二期项目投资额均不会超过预算，但随着施工进度的推进，预计明年新增资本开支在 2 亿元以上。九眼桥项目已进入拆迁，但具体进度仍不能确定，预计最快也要到 2013 年下半年。我们预计茂业中心明年亏损额不超过 1000 万。

投资建议：我们调整 2011-2013 年 EPS 至 0.47、0.60 和 0.76 元，基于看好西部地区的经济增长前景和消费升级的进程，同时公司发展战略清晰，明后年新增物业面积较大，可分享到西部消费升级，我们维持公司买入评级，目标价 12 元，对应 2012 年 PE20 倍。太平洋经营权的正式收回或租金水平提升将是公司股价的催化剂。

五、投资建议

12 月份板块出现较大幅度下跌，主要反应投资者对宏观层面及行业增速的担忧，目前估值水平已经包含了投资者对行业的悲观情绪，估值优势凸显。1 月份建议重点关注：南京中商、友阿股份、王府井、银座股份、合肥百货。

- 1、看好全国性扩张的连锁企业，认为这些企业将在竞争加剧导致的行业集中度提升过程中显著受益并成为真正的王者，重点推荐王府井，并建议关注永辉超市扩张模式验证后的投资机会；苏宁易购若快速放量则有望迎来新一轮投资机会；
- 2、区域角度估值较低增长明确，推荐明年没有大规模资本开支且催化剂较多的新华百货和重庆百货；
- 3、从客户定位来看，一方面中高端定位的百货渠道因客户结构稳定，增速将

更为平稳，仍看好友阿股份、友好集团、首商股份；另一方面农村居民收入增速将持续高于城镇居民收入，基于此我们看好以购物中心模式在三四线城市进行渠道下沉的步步高和文峰股份。

- 4、PS较低的拐点型公司，我们推荐南京中商、欧亚集团、银座股份。
- 5、专业连锁看好潮宏基、老凤祥和上海家化。

附表 1: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级

公司名称		EPS			PE			投资评级
全国性连锁百货		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	买入
600859	王府井	0.95	1.40	1.80	32.80	20.77	15.58	买入
002419	天虹商场	0.61	0.78	0.99	28.05	21.94	17.28	买入
600694	大商股份	0.41	1.50	2.10	78.59	21.48	15.34	持有
综合超市								
601933	永辉超市	0.39	0.65	0.92	77.41	46.45	32.82	买入
759.00	中百集团	0.37	0.42	0.49	22.70	20.00	17.14	买入
002251	步步高	0.63	0.84	1.15	32.06	24.05	17.57	买入
002336	人人乐	0.61	0.68	0.79	24.43	21.91	18.86	持有
区域零售								
600280	南京中商	0.33	1.20	2.07	75.76	20.83	12.08	买入
600785	新华百货	1.04	1.35	1.70	21.58	16.62	13.20	买入
600729	重庆百货	1.41	1.76	2.30	21.94	17.58	13.45	买入
600778	友好集团	0.34	0.38	1.30	27.71	24.79	7.25	买入
002277	友阿股份	0.62	0.86	1.00	24.05	17.34	15.00	买入
000987	广州友谊	0.91	1.05	1.20	17.26	15.7	13.5	买入
600697	欧亚集团	0.83	1.03	1.35	31.33	25.24	19.26	买入
600723	首商股份	0.37	0.56	0.72	25.46	16.82	13.08	买入
600828	成商集团	0.38	0.47	0.60	22.13	17.89	14.02	买入
600858	银座股份	0.39	0.45	1.37	49.18	43.49	14.17	买入
000501	鄂武商 A	0.58	0.76	0.98	25.78	19.67	15.26	买入
000417	合肥百货	0.60	0.99	0.92	22.93	13.90	14.96	买入
601010	文峰股份	0.92	0.89	1.32	16.62	17.18	11.58	买入
专业连锁								
002024	苏宁电器	0.57	0.65	0.72	14.61	12.82	11.57	买入
600415	小商品城	0.30	0.41	0.46	26.13	19.12	17.04	买入
002345	潮宏基	0.58	0.89	1.20	44.83	29.21	21.67	买入
600612	老凤祥	0.93	1.08	1.50	27.91	24.04	17.31	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

经济下行、网购冲击、劳动力和物业成本持续上涨。

广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

零售行业专题报告：关于《国务院免征蔬菜流通环节增值税意见》分析	刘旭	2011-12-23
2012 年行业投资策略报告：美国经验显示经济转型中后期零售业表现最佳	訾猛	2011-12-01
零售行业跟踪分析报告：三季度业绩维持高增长，百货盈利能力表现突出	訾猛	2011-11-03

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy)：预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold)：预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)：预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。