

零售行业 2012 年下半年投资策略

——估值、业绩均已见底，确定、弹性组合选股

报告摘要：

走势疲弱，估值底部：上半年（截至 6 月 20 日），申万商贸指数累计上涨 7.82%，涨幅低于沪深 300 同期 9.92% 的幅度，在各板块中涨幅相对较低，符合我们年度策略中的预期。估值方面，目前百货行业市盈率为 21 倍，超市行业市盈率为 17 倍，均已接近 08 年来最低水平，行业估值下行空间有限，优质公司估值具备提升空间。

行业增速见底：5 月，我国社会消费品零售总额 16715 亿元，同比增长 13.8%，增速比 4 月下降 0.3 个百分点，扣除价格因素实际增长 11%，较 4 月回升 0.3 个百分点，总体来看，消费增速相对稳定。从增速下降的幅度看，与百货及超市相关度较高的生活必需品增速降幅明显缩窄，我们认为淡季过后，零售数据将在 3 季度回升。

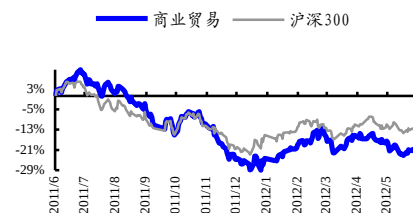
竞争环境分析：目前，行业已经进入多元化阶段，满足消费者不同需求的各种业态层出不穷，行业竞争程度更加激烈。百货子行业一线城市中心商圈市场已经饱和，市郊及二三线城市仍存在发展空间，行业呈梯度式发展；超市子行业中特色明显的公司在竞争中具备一定优势，但成本上升是整个行业面临的普遍问题。

业绩渡过低点：2012 年一季度，行业实现营业收入 716.16 亿元，同比增长仅为 8.22%，归属上市公司股东净利润为 28.12 亿元，同比增长 7.34%。我们认为一二季度将是行业业绩增速的底部，而对于有业绩释放动力，经营机制较好的公司，业绩增速有望在二季度先于行业反弹。

短期重确定，中期看弹性：我们认为，目前行业在估值、行业增速和业绩增长方面均处于底部区域，市场对宏观经济下行及网络零售等新兴渠道对实体零售冲击的悲观预期也基本得到反映，行业最差的情况已经过去。从竞争环境看，行业梯度式发展有利于高端百货和购物中心业态的成长，三四线城市仍有较大的扩张空间。除了长期对业态和区域的选择外，在目前的市场环境下，我们短期看好业绩相对确定的公司以规避市场风险，如欧亚集团、鄂武商、步步高和友阿股份；中期看好宏观环境有所好转后，业绩和估值弹性较大的公司，如天虹商场、文峰股份。

风险提示：经济增长的不确定性带来的系统性风险，租金及人力成本刚性，电子商务增长等因素对行业发展及市场预期影响超出预期等。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-4.08%	-7.74%	-19.45%
相对收益	-3.25%	-6.51%	-8.24%

重点公司

投资评级

鄂武商 A	推荐
欧亚集团	推荐
文峰股份	推荐
步步高	推荐
天虹商场	推荐
友阿股份	推荐

相关报告

《商业行业 2012 年 6 月份月报：消费逐步企稳，关注稳定和弹性》

2012-06-13

《商业行业 4 月月报》

2012-05-13

《2011 年连锁百强数据点评：销售稳步增长，行业变数增加-20110509》

2012-05-10

《零售行业年报及一季报总结：增速下降大势所趋，内陆地区更抗风险-20120504》

2012-05-07

证券分析师：罗旷怡

执业证书编号：S0550511020002
(021)20361102 luoky@nesc.cn

目 录

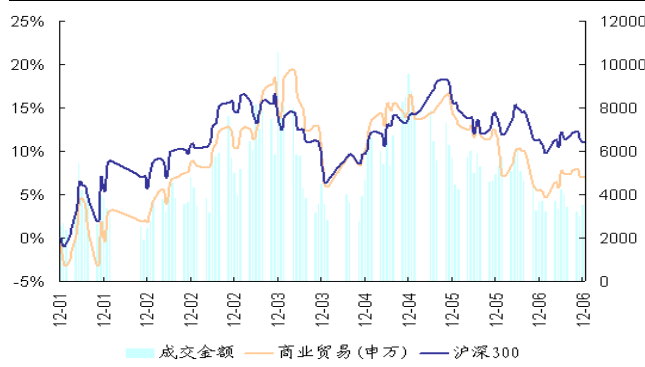
1. 走势疲弱，估值底部	3
1.1. 上半年走势弱于沪深 300	3
1.2. 机构持仓量较低	3
1.3. 估值下行空间有限	3
2. 行业增速见底	5
2.1. 经济增速放缓	5
2.2. CPI 高位回落	6
2.3. 社零增速下降，企业销售增速放缓	7
2.3.1. 社零增速下降	7
2.3.2. 各业态增速放缓	8
2.3.3. 百家重点零售企业增速减慢	9
2.4. 收入稳步提高	10
2.5. 景气指数回落	11
3. 竞争环境分析	12
3.1. 业态多元，竞争激烈	12
3.2. 行业梯度发展	13
3.2.1. 存量看高端，增量三四线	13
3.2.2. 购物中心业态充分发展	14
3.3. 特色超市崛起	15
3.4. 上游渐规范，下游难提价	16
3.5. 网购分流传统渠道	16
4. 业绩渡过低点	18
4.1. 一二季度或为业绩增速低点	19
4.2. 内陆地区抗风险能力强	20
5. 底部选股——短期重确定，中期看弹性	21
6. 重点公司看点	22
6.1. 鄂武商 A (000501)	22
6.2. 欧亚集团 (600697)	22
6.3. 文峰股份 (601010)	22
6.4. 步步高 (002251)	22
6.5. 天虹商场 (002419)	23
6.6. 友阿股份 (002277)	23
7. 风险提示	23

1. 走势疲弱，估值底部

1.1. 上半年走势弱于沪深 300

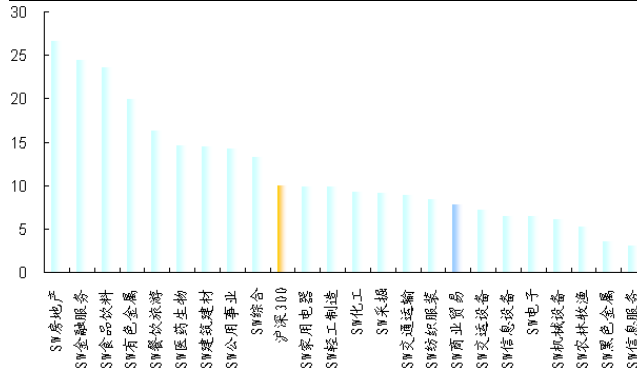
上半年（截至 6 月 20 日），申万商贸指数累计上涨 7.82%，涨幅低于沪深 300 同期 9.92% 的幅度，在各板块中涨幅相对较低，符合我们年度策略中的预期。我们认为行业走势较弱的主要原因在于市场对宏观经济环境的悲观预期及对行业本身未来发展空间的担忧，尤其在低于市场预期的 1 季报披露以后，市场对行业的质疑集中体现。

图 1: 2012 年上半年行业指数与沪深 300 走势对比



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 2012 年上半年行业指数涨跌幅

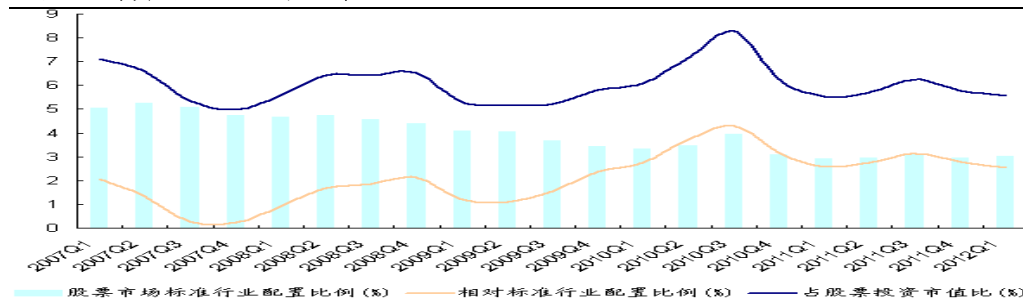


数据来源：东北证券，Wind

1.2. 机构持仓量较低

从基金公司 1 季报情况看，截止 1 季度末，商贸行业持仓占股票投资市值的比重为 5.58%，自 2011 年 3 季度后持续下降，预计 2 季度仍在较低水平；相对标准行业配置比例为 2.55%，差值也在逐季收窄。我们认为下半年随着基本面情况逐步企稳，尤其 4 季度起进入行业旺季且基数降低，行业投资机会将逐步显现。

图 3: 商贸行业机构持仓情况

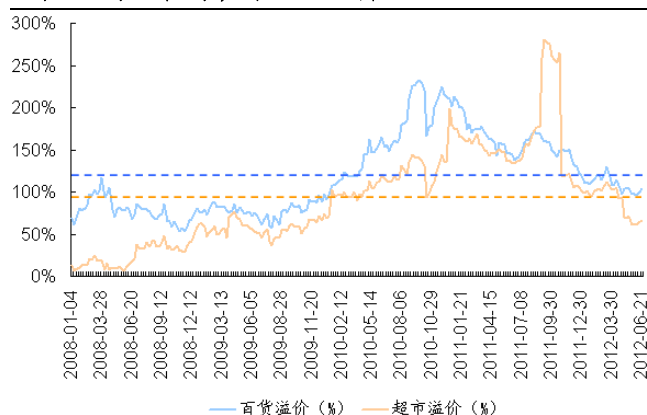


数据来源：东北证券，Wind

1.3. 估值下行空间有限

从估值方面看，目前百货行业相对沪深 300 指数溢价为 1 倍左右，超市行业相对沪深 300 指数溢价为 90% 左右，均低于 08 年以来的平均水平；从估值绝对数看，目前百货行业市盈率（TTM）为 21 倍，超市行业市盈率（TTM）为 17 倍，均已接近 08 年来最低水平，行业估值下行空间有限。

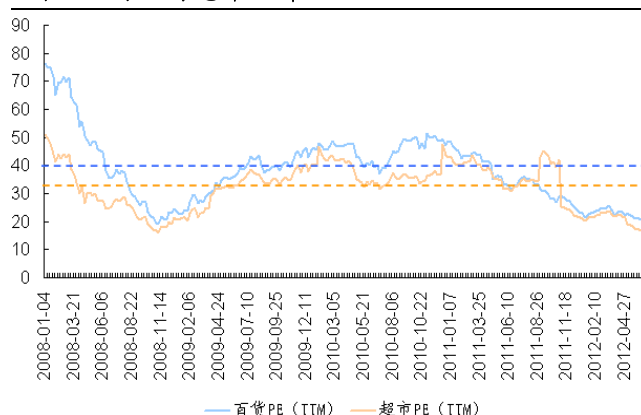
图 4: 行业相对沪深 300 溢价



数据来源: 东北证券, Wind

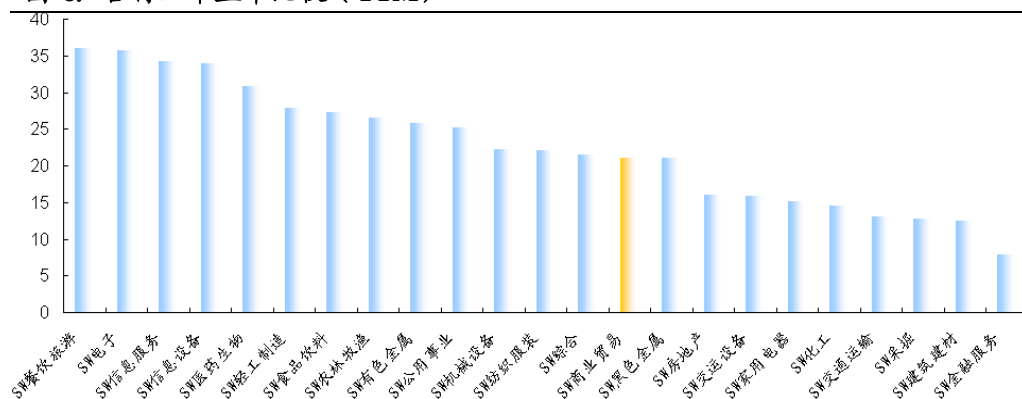
横向比较, 商贸行业目前估值处于市场中等偏下水平, 我们认为在 2012 年行业逐季向好的背景下, 优质公司估值具备提升空间。

图 5: 行业静态市盈率



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 各行业市盈率比较 (TTM)



数据来源: 东北证券, Wind

表 1: 行业内主要上市公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	预测 EPS			预测 PE		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
600858.SH	银座股份	0.40	0.43	0.56	51.80	26.97	20.63
600861.SH	北京城乡	0.26	0.28	0.31	27.68	25.04	23.05
600814.SH	杭州解百	0.25	0.25	0.39	24.98	25.01	16.05
600693.SH	东百集团	0.94	0.33	0.39	7.96	22.70	19.12
000564.SZ	西安民生	0.20	0.19	0.24	29.81	21.82	17.25
000785.SZ	武汉中商	0.32	0.35	0.41	23.38	21.67	18.69
600280.SH	南京中商	0.37	1.51	1.90	86.35	21.19	16.90
000501.SZ	鄂武商 A	0.65	0.77	0.95	24.76	20.99	16.99
603123.SH	翠微股份	0.77	0.55	0.68	24.53	18.99	15.41
000516.SZ	开元投资	0.18	0.25	0.33	27.08	18.95	14.76
600697.SH	欧亚集团	1.02	1.27	1.62	23.07	18.49	14.46
600694.SH	大商股份	0.93	1.94	2.51	36.25	17.45	13.46
600859.SH	王府井	1.37	1.59	2.00	21.76	17.21	13.73
600628.SH	新世界	0.40	0.43	0.48	17.89	16.82	15.09
600682.SH	南京新百	0.23	0.52	0.59	37.73	16.77	14.90
002561.SZ	徐家汇	0.63	0.65	0.71	17.68	16.59	15.29

002419.SZ	天虹商场	0.72	0.87	1.08	19.90	16.42	13.23
002277.SZ	友阿股份	0.83	1.03	1.35	19.78	15.93	12.18
600828.SH	成商集团	0.45	0.40	0.52	18.54	15.79	12.13
000417.SZ	合肥百货	1.00	0.89	1.08	14.22	15.31	12.61
600729.SH	重庆百货	1.62	1.91	2.36	17.62	14.92	12.11
600723.SH	首商股份	0.53	0.65	0.78	17.49	14.20	11.81
600827.SH	友谊股份	0.85	0.83	0.97	14.20	13.80	11.86
600778.SH	友好集团	0.46	0.79	0.84	23.90	13.76	12.67
002187.SZ	广百股份	0.77	0.71	0.85	15.61	13.65	11.47
601010.SH	文峰股份	0.97	1.08	1.36	16.70	13.58	10.79
600785.SH	新华百货	1.22	1.43	1.77	15.67	13.31	10.75
600327.SH	大东方	0.40	0.48	0.63	15.73	13.15	9.94
000715.SZ	中兴商业	0.45	0.53	0.65	15.45	13.08	10.60
000987.SZ	广州友谊	1.02	1.16	1.37	14.49	12.80	10.78
600655.SH	豫园商城	0.60	0.67	0.77	13.90	12.38	10.81
600361.SH	华联综超	0.10	0.13	0.19	67.76	44.57	30.22
601933.SH	永辉超市	0.61	0.75	1.02	44.88	36.16	26.67
002336.SZ	人人乐	0.42	0.43	0.51	33.51	33.15	28.05
601116.SH	三江购物	0.38	0.42	0.45	29.97	26.70	24.55
002264.SZ	新华都	0.46	0.35	0.44	29.79	23.42	18.49
002251.SZ	步步高	0.96	1.21	1.57	24.33	18.76	14.48
000759.SZ	中百集团	0.39	0.45	0.56	20.27	17.48	14.31
600122.SH	宏图高科	0.18	0.36	0.33	26.28	12.84	14.31
002024.SZ	苏宁电器	0.69	0.75	0.89	12.68	11.39	9.63
000882.SZ	华联股份	0.07	0.07	0.12	53.76	54.15	32.29
600790.SH	轻纺城	0.20	0.17	0.19	34.87	30.76	27.97
600824.SH	益民集团	0.19	0.22	0.24	27.36	23.34	20.85
002344.SZ	海宁皮城	0.94	1.21	1.68	28.70	22.37	16.09
600415.SH	小商品城	0.24	0.40	0.54	35.01	20.77	15.38

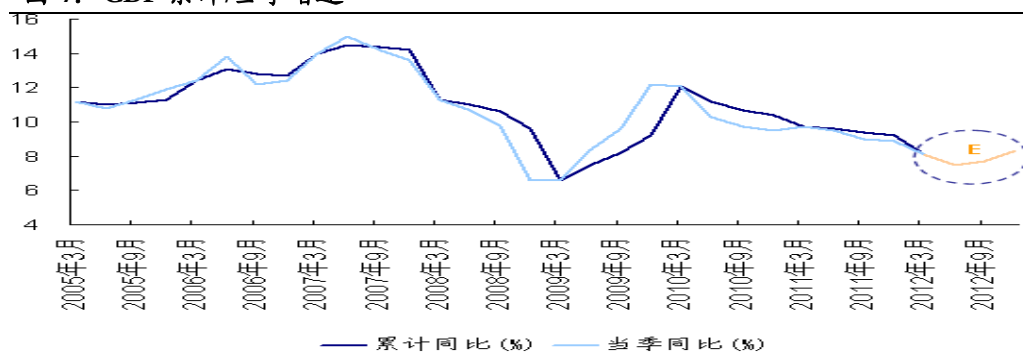
数据来源：东北证券，Wind 注：分子行业，按 2012 年动态市盈率降序排列

2. 行业增速见底

2.1. 经济增速放缓

2010 年以来，我国经济增速持续放缓，今年 1 季度，我国实现国内生产总值 10.8 万亿元，同比增长 8.1%，增速连续 5 个季度回落，全年 GDP 增长的预期目标为 7.5%，而十二五期间 GDP 年均增长目标为 7%，国内经济进入理性、稳定增长期。消费增速与经济增长高度相关，在经济增速放缓的大背景下，消费者对就业和收入预期悲观，同时其他投资渠道所带来的财富效应缩水，消费行为更加谨慎。我们认为 3 季度后宏观经济会有所转暖，消费增速也将呈现明显反转的趋势。

图 7: GDP 累计/当季增速

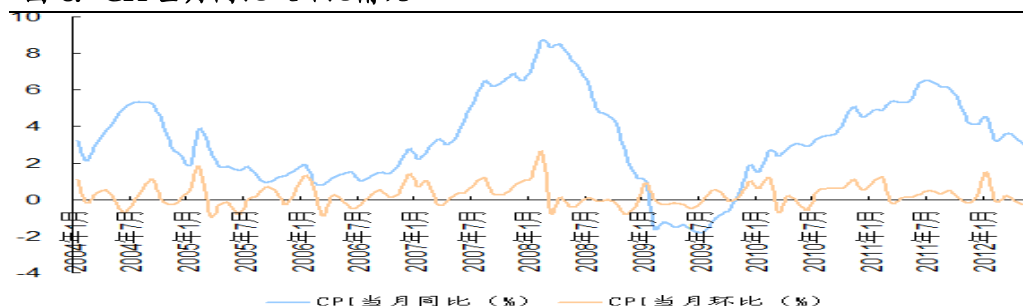


数据来源: 东北证券, 国家统计局

2.2. CPI 高位回落

价格也是影响行业增速的重要因素, 通常情况下, 温和通胀是行业最有利的发展环境, 零售企业在价格稳步上涨, 销量提升的背景下, 业绩会有较为明显的增长。国内 CPI 指数自 09 年起进入上升通道, 行业也在 09 年下半年起到 2010 年均实现了较快的增长。但 2011 年以后, 随着 GDP 增速下降, 价格上涨的成本因素体现更为明显, 尤其是人力成本提高加重了劳动密集型的零售企业负担, 同时消费者对价格的容忍度下降, 在价格上涨的同时, 销售量逐渐萎缩, 消费者需求受到抑制。2011 年 8 月起, CPI 开始高位回落, 5 月, 我国居民消费价格总水平同比上涨 3%, 较 4 月下降 0.4 个百分点, 回落幅度高于市场预期, 环比下降 0.3%, 我们认为 CPI 已经得到有效控制, 未来仍将持续回落。

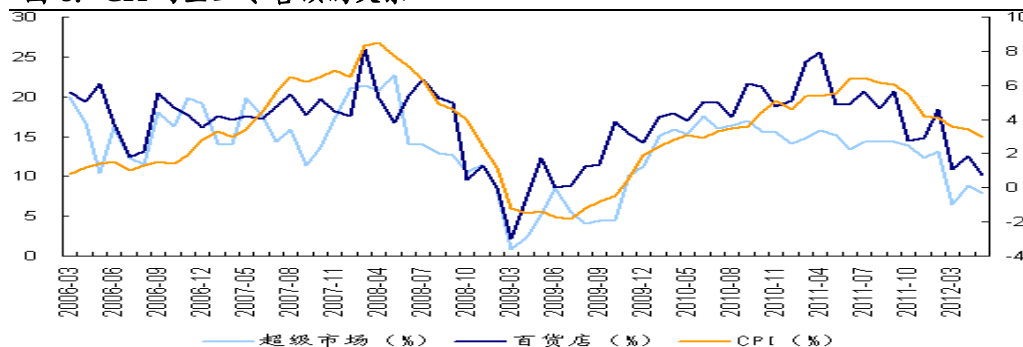
图 8: CPI 当月同比及环比情况



数据来源: 东北证券, 国家统计局

在 CPI 持续下行的背景下, 企业零售额增速可能会受到一定的抑制, 但随着旺季到来、基数降低、相对宽松的货币环境及相继出台的促销费政策尤其是收入体质改革可能对居民预期的提升, 多重因素有利于行业平稳增长。且据东北证券宏观部预测, CPI 在年底会有所反弹, 支撑下半年行业增速逐季提高。

图 9: CPI 与企业零售额的关系



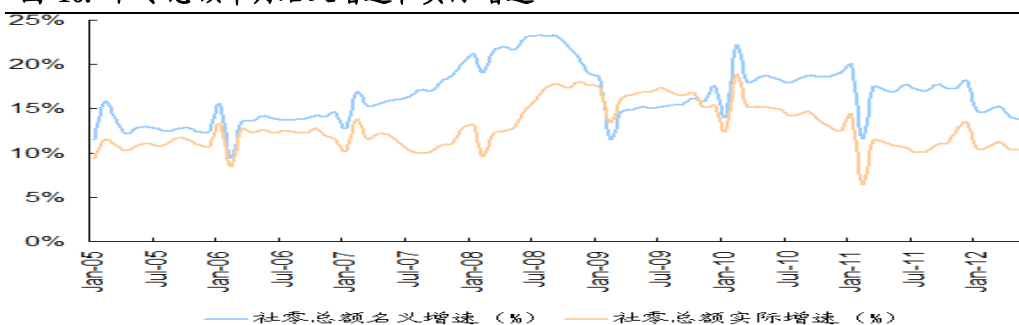
数据来源: 东北证券, 商务部

2.3. 社零增速下降，企业销售增速放缓

2.3.1. 社零增速下降

在经济增速放缓、商品销售量价双降、汽车和家电消费政策退出、房地产市场降温等多重压力下，年内社零总额增速整体下降明显，仅3月增速在15%以上（1-2月为合计值），实际增速更是在10-11%左右的低位徘徊。国家统计局发布的最新数据显示，5月，我国社会消费品零售总额16715亿元，同比增长13.8%，增速比4月下降0.3个百分点，扣除价格因素实际增长11%，较4月回升0.3个百分点，总体来看，消费增速相对稳定。从增速下降的幅度看，与百货及超市相关度较高的生活必需品增速降幅明显缩窄，我们认为淡季过后，零售数据将在3季度回升。

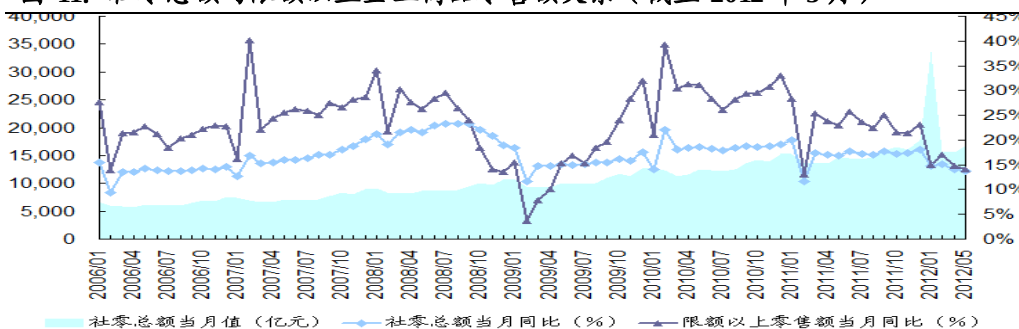
图 10: 社零总额单月名义增速和实际增速



数据来源：东北证券，国家统计局

在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额与社零总额增速基本呈正相关关系，尤其是在趋势改变节点，相关性更为明显。2012年，限额以上企业零售额增速整体低于往年，5月实现零售额7326亿元，同比增长14.1%，较4月下滑0.7个百分点，我们认为这一数字将与社零总额增速同时于3季度反弹。

图 11: 社零总额与限额以上企业商品零售额关系（截至2012年5月）



数据来源：东北证券，国家统计局

分商品类别来看，年内销售增长最快的为通讯器材，累计增速达到38.7%，中西药品、家具、建筑及装潢材料的增速均超过20%，而汽车及家电在政策退出的背景下，仅实现了个位数增长，金银珠宝增速也随价格回落有所放缓。

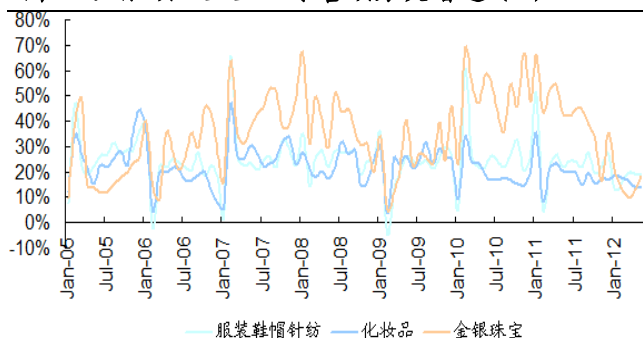
表 2: 限额以上零售企业增长情况

指标	5月		1-5月	
	绝对量(亿元)	同比增长(%)	绝对量(亿元)	同比增长(%)
限额以上商品零售	7326	14.1	35420	15.2
粮油食品饮料烟酒	889	18.1	4788	17.2
服装鞋帽针纺织品	720	19.0	3807	16.2
化妆品	102	14.0	531	16.5
金银珠宝	180	18.2	931	16.1
日用品	258	15.8	1295	16.1

体育、娱乐用品	31	7.8	156	6.6
家用电器音像器材	499	0.5	2199	2.0
中西药品	391	25.9	1826	24.3
文化办公用品	163	22.3	740	18.4
家具	119	21.9	525	24.3
通讯器材	111	26.0	581	38.7
石油及制品	1400	14.9	6569	18.8
汽车	1922	8.0	8977	9.8
建筑及装潢材料	152	23.3	641	24.9

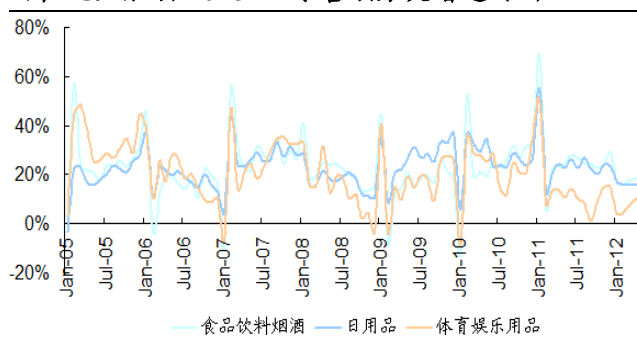
数据来源：东北证券，国家统计局

图 12: 限额以上企业零售额分类增速 (1)



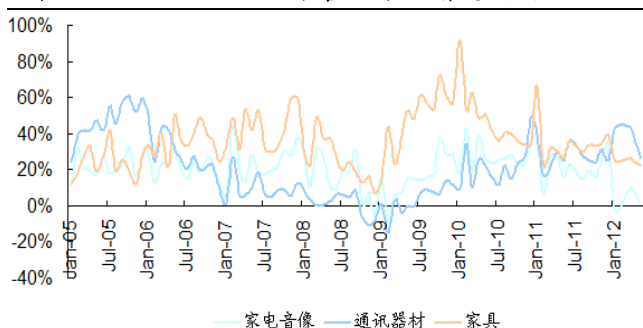
数据来源：东北证券，国家统计局

图 13: 限额以上企业零售额分类增速 (2)



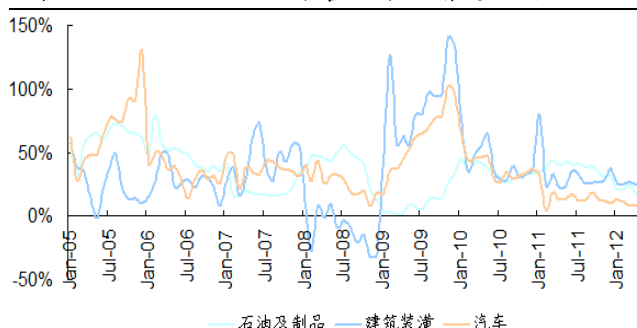
数据来源：东北证券，国家统计局

图 14: 限额以上企业零售额分类增速 (3)



数据来源：东北证券，国家统计局

图 15: 限额以上企业零售额分类增速 (4)

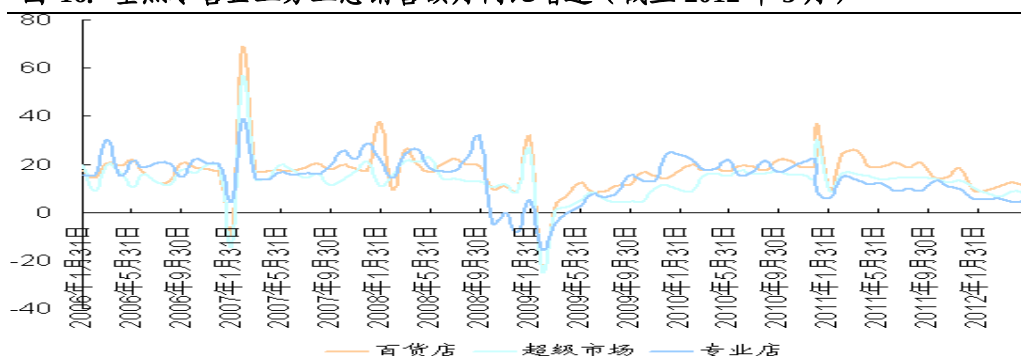


数据来源：东北证券，国家统计局

2.3.2. 各业态增速放缓

与各品类销售情况相对应，零售业重点零售企业各个业态增速均有所下降，在家电销售放缓明显的形势下，专业店业态增速下降显著。据商务部监测，5月份重点零售企业零售额同比增长7.9%，其中百货店零售额同比增长10.2%，增速下降2.3个百分点；超市零售额同比增长7.9%，增速下降0.8个百分点；专业店零售额同比增长4.9%，增速提高0.8个百分点。分商品类别来看，金银珠宝、食品、服装和中西药品销售额增幅居前，家电、文化办公用品等品类增幅下降明显。

图 16: 重点零售企业分业态销售额月同比增速 (截至 2012 年 5 月)

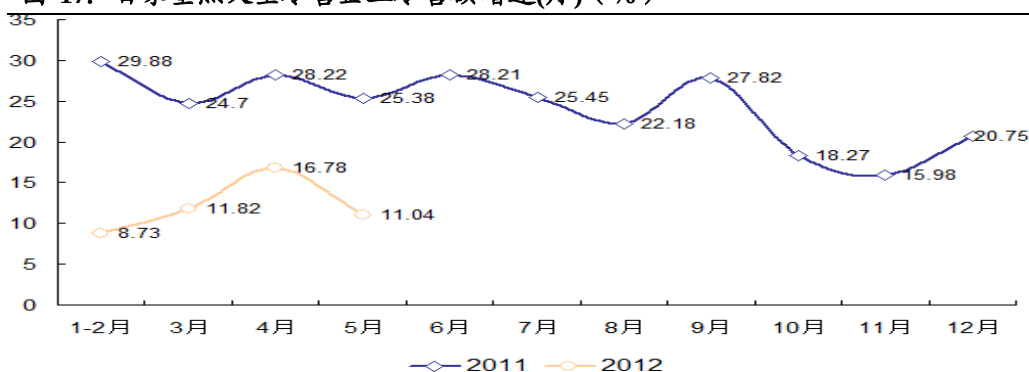


数据来源: 东北证券, 商务部

2.3.3. 百家重点零售企业增速减慢

作为行业内的代表企业, 百家重点零售企业销售增速较去年大幅放缓, 根据中华全国商业信息中心的最新统计数据, 5 月份, 全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 11.04%, 比 4 月下降 5.74 个百分点, 扣除假期增减因素, 4-5 月零售额合计同比增长 13.94%, 比一季度有所回升。我们认为节能家电优惠政策的推出以及央行降息等将在一定程度上刺激和带动销售增长, 预计 6 月份起零售额增速将有所反弹。

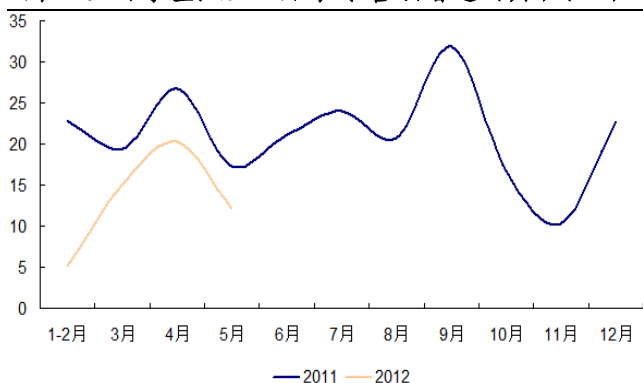
图 17: 百家重点大型零售企业零售额增速(月) (%)



数据来源: 东北证券, cncic

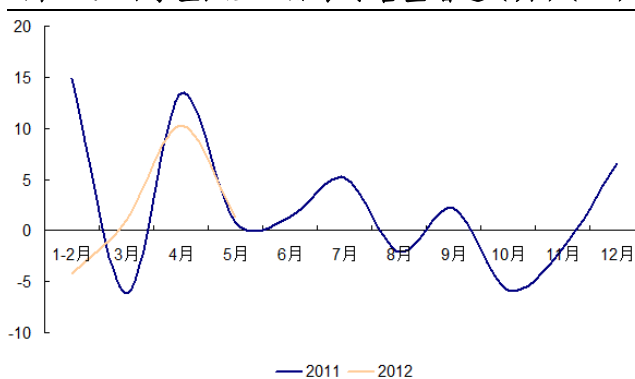
从零售企业最重要的销售品类看, 5 月服装类商品零售额同比增长 12.16%, 零售量同比增长 1.34%, 额量增速双降, 其中限额以上零售企业服装鞋帽、针纺织类商品零售额同比增长 19%, 增速较 4 月份放缓 0.5 个百分点。从零售量来看, 男西装、女装、童装、运动服等表现突出, 相比其他服装零售量增速领先, 且上年同期增速相比, 男西装、女装、童装的零售量增速均有不同程度的加快, 而其他类别服装零售量增速在网购的冲击下, 多不及上年同期。

图 18: 百家重点企业服装零售额增速 (月) (%)



数据来源: 东北证券, cncic

图 19: 百家重点企业服装零售量增速 (月) (%)



数据来源: 东北证券, cncic

家电市场增速回落明显，全国百家重点大型零售企业家电类零售额同比下降 3.81%，相比 4 月回落了 14.44 个百分点，是 2012 年以来的最低月度增速。增速大幅下降一方面由于 4 月份透支了部分消费需求，一方面由于苏宁易购、京东商城等各大电商网站在月进入了价格战的白热化阶段，实体店家电类销售受累明显，多数家电零售额呈现同比下降态势，其中洗衣机、电冰箱、空调器等大家电类零售额分别同比下降 10.39%、1.48%和 11.02%，其余小家电类别除吸尘器外零售额也均有所下降。

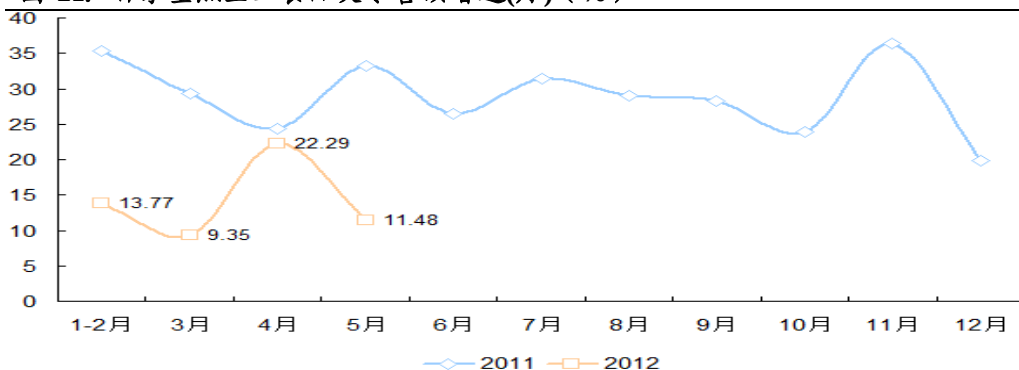
图 20: 百家重点企业家电类零售额增速(月) (%)



数据来源：东北证券，cncic

5 月食品零售额同比增 11.48%，增速大幅下降，多数食品类别零售额增速相比上年同月明显减缓，其中蛋类零售额增速为-11.23%、食用油和家禽类零售额增速仅为 5.63%和 11.02%，肉类零售额增速也明显低于上年同期 39.55%的同比增速，仅为 13.64%。奶及奶制品类、滋补食品类本月消费零售额增速仅为 7.05%和 2.55%，与去年同期相比增速差距也较大。各类食品中仅有水产品类保持了 27.35%的较高增速，相比上年同期增速加快了 8.6 个百分点。

图 21: 百家重点企业食品类零售额增速(月) (%)



数据来源：东北证券，cncic

2.4. 收入稳步提高

2012 年 1 季度，我国城镇居民人均总收入为 7382 元，其中，城镇居民人均可支配收入 6796 元，同比增长 14%，扣除价格因素，实际增长 9.8%。农村居民人均现金收入 2560 元，增长 17%，扣除价格因素，实际增长 12.7%，城乡居民收入水平总体呈平稳上升趋势，农村居民收入增速快于城镇。

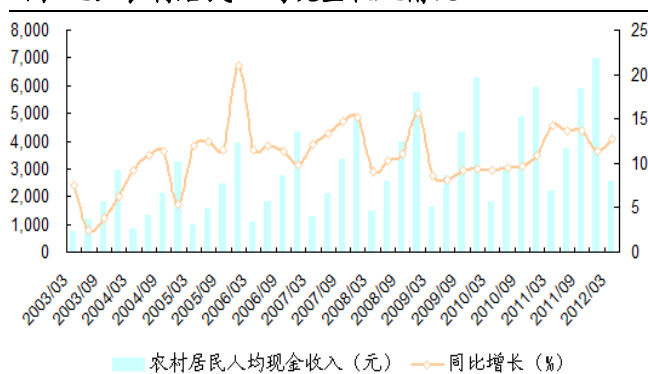
图 22: 城镇居民人均可支配收入情况



数据来源：东北证券，国家统计局

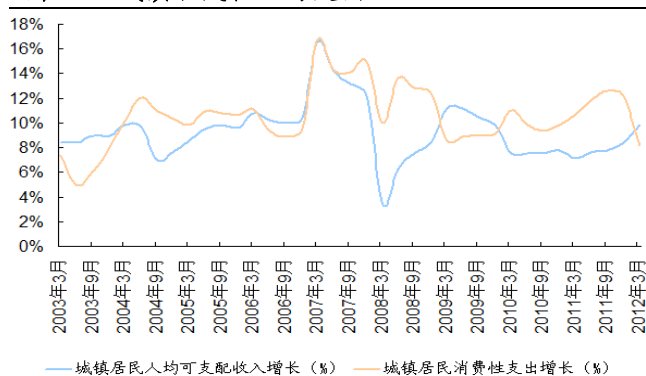
居民消费支出与实际收入具有最直接的正向关系，我国消费潜力巨大而消费率却逐年走低，重要原因是收入分配改革滞后。目前我国正处于收入上升期，收入分配改革草案有望在十八大之前出台，对收入的改革将不止局限于工资收入的提高，更会考虑到收入向消费的有效转化。我们认为十二五期间，随着社保体系的逐步完善，居民实际收入会保持增长，持续稳定的收入增长有利于消费需求的释放及消费升级，促进零售行业的发展。

图 23: 农村居民人均现金收入情况



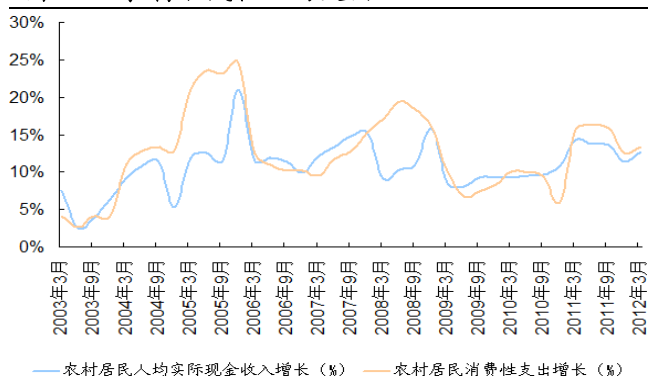
数据来源：东北证券，国家统计局

图 24: 城镇居民收入与支出



数据来源：东北证券，国家统计局

图 25: 农村居民收入与支出

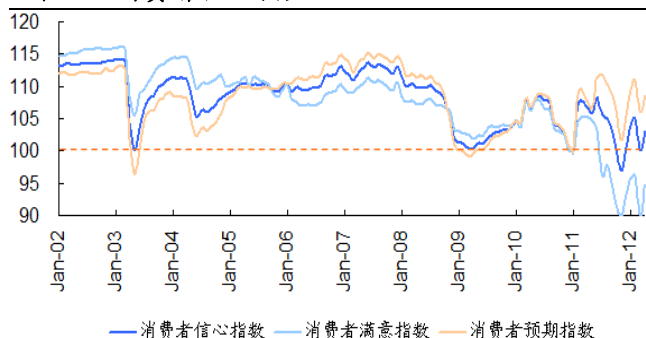


数据来源：东北证券，国家统计局

2.5. 景气指数回落

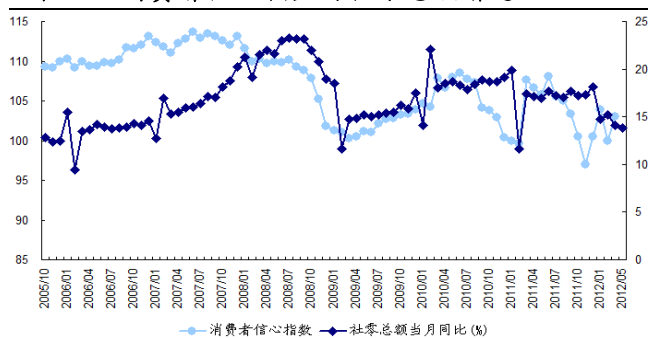
去年3季度起，消费者信心指数在通胀抑制及对经济的悲观预期下持续回落，今年以来，随着CPI及经济形势的变化，消费者信心指数波动加大。从最新情况看，4月，消费者信心指数从3月的100回升至103，主要由于4月节假日较多，打折促销力度加大，符合我们的预期，我们认为未来消费者信心指数在消费趋稳及政策宽松下会保持相对稳定，维持在景气水平之上。

图 26: 消费者信心指数



数据来源：东北证券，Wind

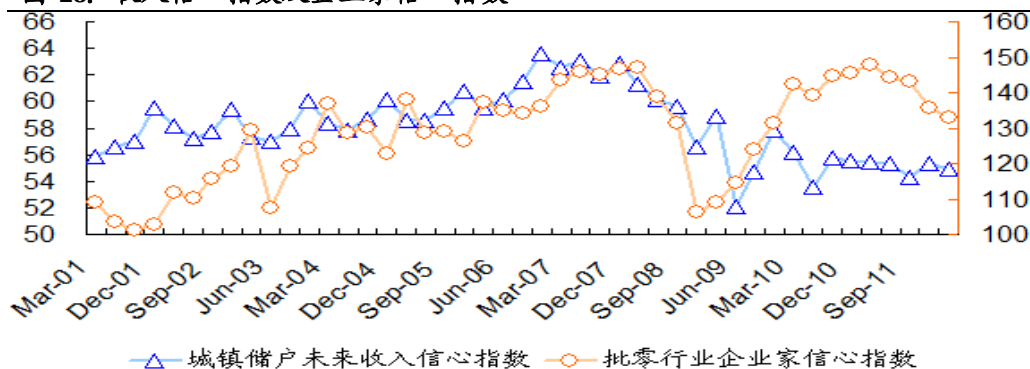
图 27: 消费者信心指数与社零总额增速



数据来源：东北证券，Wind

零售行业企业家信心指数对行业景气度反应更为迅速，自去年2季度起持续回落，城镇储户未来收入信心指数相对平稳，我们认为随着宏观环境逐步转暖及后续政策刺激，企业家信心指数会有所反弹。

图 28: 收入信心指数及企业家信心指数



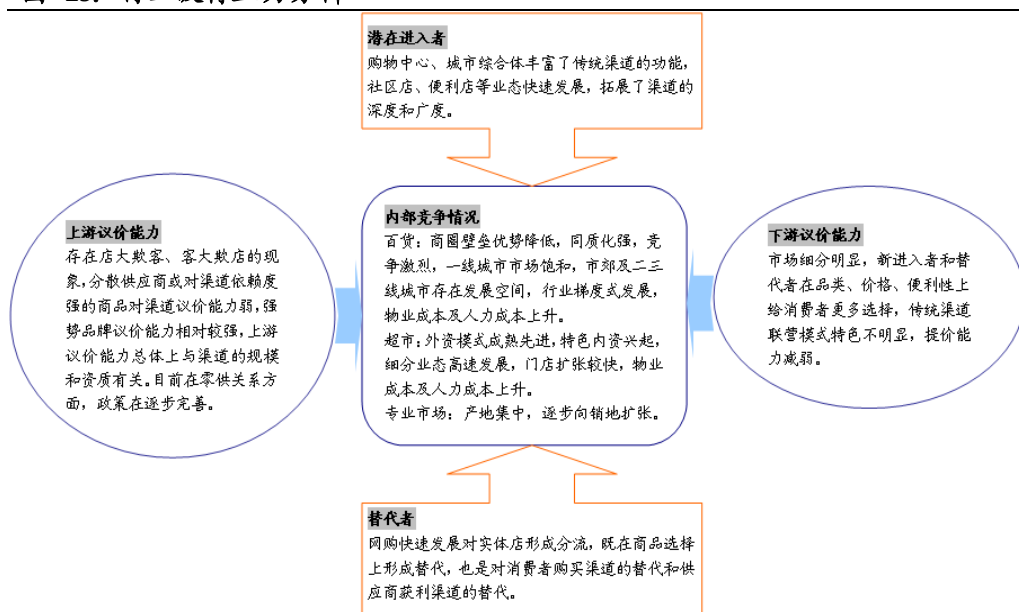
数据来源: 东北证券, Wind

3. 竞争环境分析

3.1. 业态多元，竞争激烈

我们研究的零售行业主要覆盖百货、超市、专业市场等子行业，从目前行业发展情况看，行业已经进入多元化阶段，满足消费者不同需求的各种业态层出不穷蓬勃发展，行业竞争程度更加激烈。百货子行业联营的盈利模式造成行业同质化强，千店一面的现象，且在租金成本及人力成本快速提高的背景下，百货行业内生获利空间难有明显提高，扩张空间也受到一定限制，一线城市中心商圈市场已经饱和，市郊及二三线城市仍存在发展空间，行业呈梯度式发展。超市子行业是受外资竞争最早最明显的行业，外资企业模式成熟先进，国内特色明显的公司在竞争中具备一定优势，但成本上升是超市行业与百货行业共同面对的问题。专业市场子行业则为我国独有的行业，是一种以现货批发为主，集中交易某一类商品或者若干类具有较强互补性或替代性商品的场所，是一种大规模集中交易的坐商式的市场制度安排，盈利模式以收取租金为主。目前我国专业市场多在产地集中，并逐步向销地扩张。

图 29: 行业波特五力分析



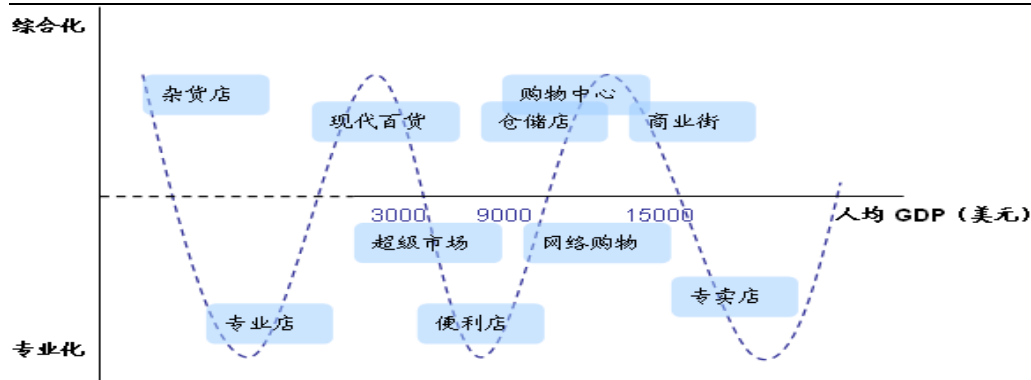
数据来源: 东北证券

3.2. 行业梯度发展

3.2.1. 存量看高端，增量三四线

由于我国经济发展不均衡，东部沿海地区经济增速较快，中西部等内陆地区经济发展相对较慢，造成了不同区域零售业发达程度不同，所处的发展阶段也不同。零售业的发展路径通常是从综合化到专业化再到综合化再到专业化的反复的过程，从经验来看人均 GDP 在 3000-5000 美元的阶段，现代百货和超级市场快速发展，人均 GDP 超过 5000 美元以后便利店、购物中心、网购进入快速普及期，当人均 GDP 超过一定程度时，消费又将向专业化聚集。

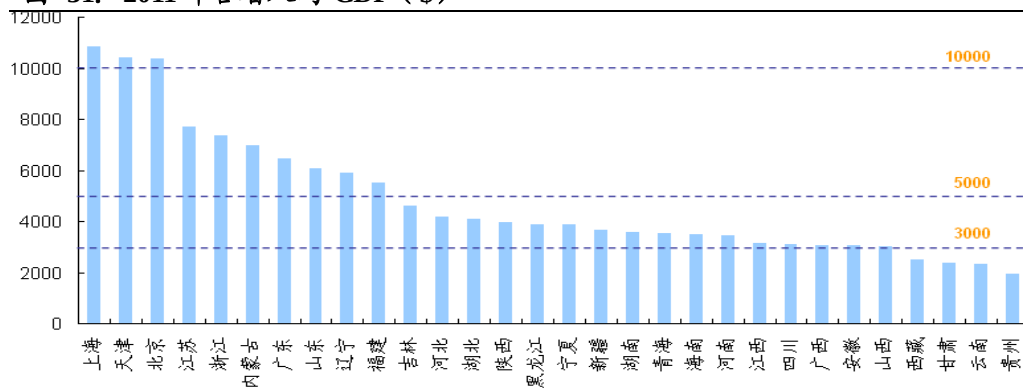
图 30: 零售业态发展阶段



数据来源：东北证券

2011 年，我国人均 GDP 已经超过 5000 美元，参考零售业态发展阶段并结合零售生命周期理论，现代百货及超级市场已经进入成熟期，购物中心、网络零售等新的业态正在加速发展。从各省情况看，目前我国大部分省份人均 GDP 已经超过 3000 美元，进入零售业态的多元化发展期，超过 1/3 的省份人均 GDP 超过 5000 美元，新兴业态快速发展，上海、天津、北京人均 GDP 已超过 10000 美元，零售业态基本发展成熟，行业梯度式发展明显。

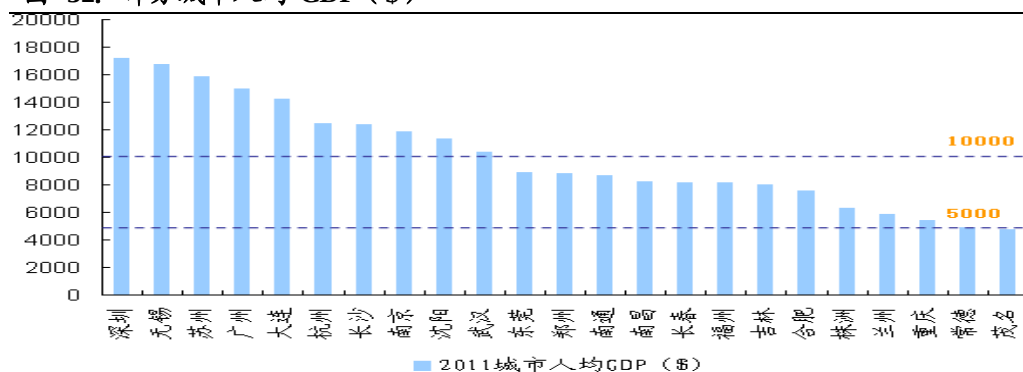
图 31: 2011 年各省人均 GDP (\$)



数据来源：东北证券，IMF

城市之间的差距情况与省级基本相同，人均 GDP 存在较大差距，东部沿海地区人均 GDP 普遍高于内陆地区，三四线城市人均 GDP 与一二线城市差距较大。这一现状就造成了行业发展内陆沿海化，沿海高端化，三四线城市零售业态逐步升级的发展趋势。随着我国城市化进程的加快及消费逐步升级，我们仍看好成熟地区高端百货的发展及三四线市场的发展空间。

图 32: 部分城市人均 GDP (\$)



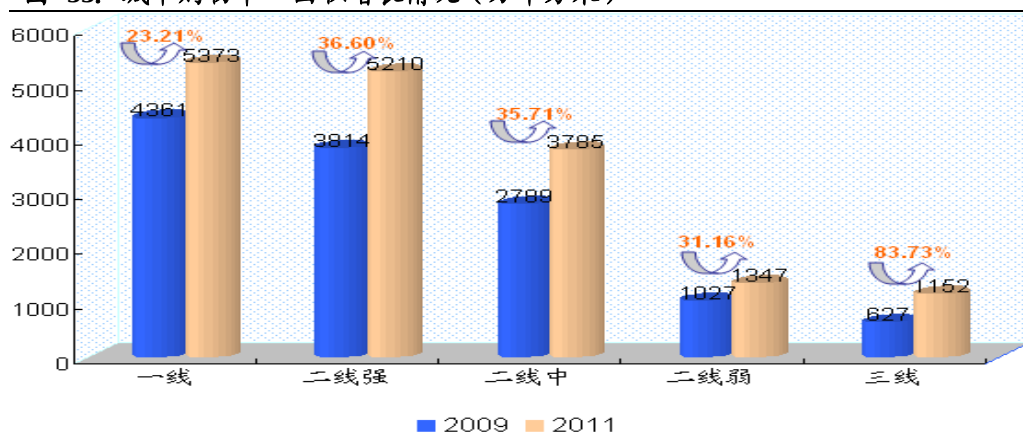
数据来源: 东北证券, 国家统计局

3.2.2. 购物中心业态充分发展

购物中心业态是经济发展到一定程度, 尤其是人均 GDP 在 5000 到 10000 美元区间最适宜发展的零售业态, 是传统百货的变革和改良, 也是目前我国零售行业的发展重点业态。购物中心相比传统百货更能满足消费者一站式购物及娱乐等多重消费需求, 满足消费者对新服务模式及新生活方式的诉求。据中购联研究部统计, 截止 2011 年底, 中国已开业购物中心总数量已达到 2812 家, 累计商业面积 1.77 亿平方米, 从区域分布来看, 中国购物中心发展呈现出从一线和二线城市向二线弱和三线城市扩张的趋势, 预计 2012 年和 2013 年, 中国购物中心新增商业建筑面积将分别超过 3500 万平方米和 4400 万平方米, 至 2013 年底, 中国购物中心累计存量将达 2.5 亿平方米, 新增数量可观。

分地区看, 大部分城市购物中心在 2004-2011 年之间增幅明显, 截止 2011 年底, 北京拥有 245 家购物中心, 其中 216 家是 2004-2011 年开业的; 上海共有购物中心 247 家, 2004-2011 年期间开业数仅 152 家, 起步较早, 成熟度高; 天津和重庆购物中心数量均高于其他二三线城市, 增速仅低于北京。有一半以上的城市 2003 年后购物中心开业数量低于 50 家, 增速低于 150%, 这部分基本是二线中弱和三线强城市, 而 2009 年以后, 三线城市购物中心商业建筑面积增速最快, 达到 83.9%, 但绝对体量依然较低, 到 2011 年底, 三线城市的购物中心开发体量达到 1152 万平方米左右。二线城市购物中心体量增速在 30% 以上, 其中二线强城市增速最快, 为 36.6%, 而一线城市虽然购物中心体量最高, 但增速最低, 说明一线城市已从开发阶段逐步转为运营和扩大消费阶段, 更多的开发投资计划将在二、三、四线城市。因此我们认为行业未来无论是渠道下沉还是业态演化, 次级市场均具备较大空间。

图 33: 城市购物中心面积增长情况 (万平方米)



数据来源: 东北证券, 中购联

3.3. 特色超市崛起

超市行业是我国零售行业各业态中受外资竞争最明显的行业，由于外资超市在经营理念、经营机制、经营方式和管理水平等方面均较国内先进且扩张较快，其在国内始终占据较高的市场份额。

表 3: 主要外资超市在华门店分布 (2011)

	沃尔玛	家乐福	乐购	大润发	麦德龙	欧尚	卜蜂莲花	乐天玛特
华东门店数	83	68	114	59	26	38	32	79
华北门店数	26	39	8	13	5	4	10	12
华南门店数	68	28	32	12	12	0	16	0
华中门店数	24	12	6	0	3	0	4	0
东北门店数	20	24	20	19	3	0	0	4
西南门店数	42	29	2	0	3	3	5	0
西北门店数	4	3	3	0	2	0	3	0
门店总数	267	203	185	103	54	45	71	95

数据来源：东北证券，ccfa

近年来，行业整体增速及扩张步伐有所放缓，一些优秀内资企业在销售增长和开店增幅方面已可与外资企业抗衡，在多年以外资企业占主导地位的超市行业中，吸收正面因素较多，有自身特色的公司在竞争中逐步确立稳固的地位，在市场中占有一席之地。

表 4: 2011 零售百强企业中主要超市情况

	企业名称	销售规模 (万元)	同比增速 (%)	门店数 (家)	同比增速 (%)
主要外资超市企业	康成投资 (中国) 有限公司 (大润发)	6156700	22.6	185	29.4
	家乐福 (中国) 管理咨询服务有限公司	4519581	7.6	203	11.5
	沃尔玛 (中国) 投资有限公司	4300000	7.5	271	23.7
	特易购 (TESCO)	1800000	13.2	121	11.0
	乐天玛特	1541077	22.3	75	7.1
	锦江麦德龙	1380000	17.9	54	12.5
	好又多	1300000	-21.2	99	-4.8
	欧尚 (中国) 投资有限公司	1269626	-6.0	45	9.8
	卜蜂莲花	1001900	-26.3	52	-29.7
	永旺	666170	0.5	30	11.1
主要内资超市企业	百佳超市 (中国内地)	429853	10.7	46	4.5
	华润万家有限公司	8270000	15.2	3977	26.1
	联华超市股份有限公司	6807630	-2.9	5221	-0.3
	物美控股集团有限公司	4107499	9.5	2609	1.2
	农工商 (集团) 有限公司	3024551	8.7	3374	5.3
	永辉超市股份有限公司	2038000	27.5	204	30.8
	新一佳超市有限公司	1753400	0.7	116	3.6
	山东家家悦集团有限公司	1624500	31.7	573	9.4
	武汉中百连锁仓储超市有限公司	1468969	20.4	203	31.8
	人人乐连锁商业集团股份有限公司	1384204	17.8	126	16.7
	北京京客隆商业集团股份有限公司	1221200	11.9	251	5.0
	福建新华都购物广场股份有限公司	1099757	27.0	112	16.7
	武汉武商量贩连锁有限公司	1070940	20.4	85	13.3

成都红旗连锁股份有限公司	662388	21.8	1129	12.3
三江购物俱乐部股份有限公司	567143	5.9	151	4.1
步步高商业连锁股份有限公司	843919	11.2	186	77.1
重庆商社新世纪百货连锁经营公司	417367	17.1	90	4.7
北京超市发连锁股份有限公司	389824	20.6	119	7.2

数据来源：东北证券，ccfa

3.4. 上游渐规范，下游难提价

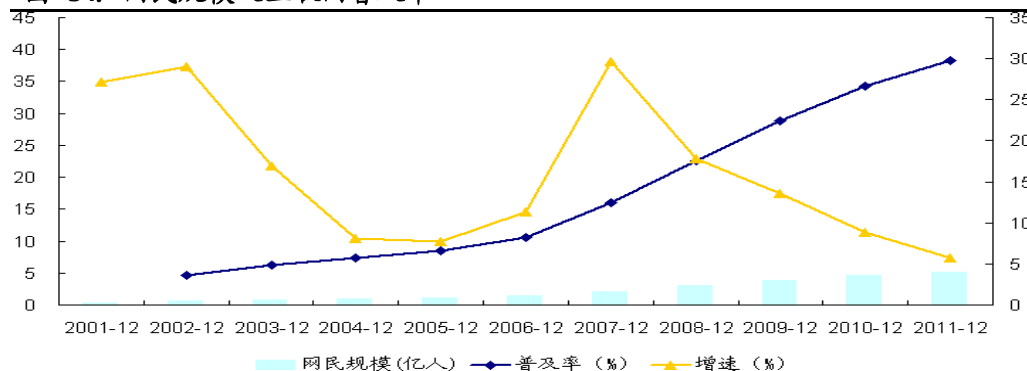
从上下游关系看，零供关系一直是企业经营的重要方面，零售商与供应商之间存在店大欺客、客大欺店的现象，分散供应商或对渠道依赖度强的商品对渠道议价能力弱，零售商在经营中可获取较高的扣点率和进场费，获利空间更大，且渠道商对品牌结构的调整空间较大；强势品牌对零售商的议价能力相对较强，通常这类品牌具备可提升门店档次或市场接受度高的特点，零售商在招商过程中，会让出部分利润空间。总体来说，上游议价能力与渠道的规模和资质有关，是二者力量权衡博弈的结果，目前在零供关系方面，政策在逐步完善，整个供应链体系将日趋完善。零售商面对的下端为消费者，而由于市场细分越来越明显以及新进入者和替代者在品类、价格、便利性上给消费者更多选择，传统渠道联营模式特色不明显，零售商提价能力逐步减弱。

3.5. 网购分流传统渠道

网络零售是近年来增速最快的零售业态，已经成为实体零售店的强大竞争对手，网购快速发展对实体店形成分流，既在商品类别上为消费者提供了更多选择，也增加了消费者的购买渠道和供应商获利渠道。尤其是作为新兴渠道开始进入市场时，网购以低成本、低毛利、低价格的经营政策在与业内原有零售商的竞争中取得优势地位，对实体零售造成负面影响。

网购市场是随着互联网的普及而迅速发展起来的，近十年来，中国网民数量增长了14倍，互联网普及率也从2002年的4.6%提高到2011年的38.3%，预计2012年这一指标将超过40%并在未来逐年稳步提高。

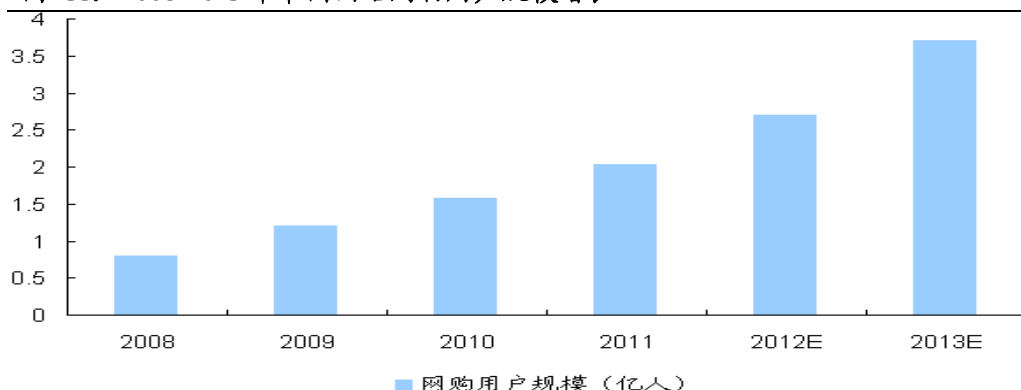
图 34：网民规模及互联网普及率



数据来源：东北证券，Wind

随着网民规模的迅速增长，中国网购用户也随之增加，网购也从刚开始的尝鲜阶段发展到现在的常态化，截止2011年12月，中国网络购物用户规模达已达2.03亿人，同比增长28.5%，占到网民总数量的39.57%。

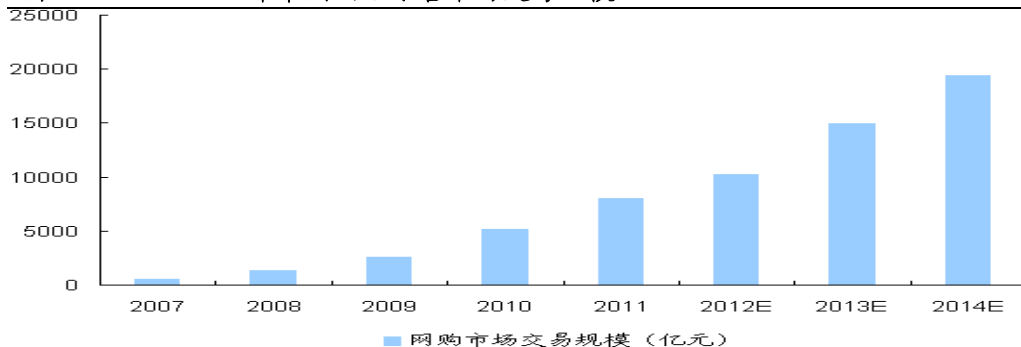
图 35: 2008-2013 年中国网络购物用户规模增长



数据来源: 东北证券, Wind

在互联网普及程度提高和网购用户不断增加的背景下, 中国网络零售市场交易规模不断增长。据中国电子商务研究中心监测数据显示, 2011 年, 网络零售市场交易规模达到 8019 亿元, 同比增长 56%。今年一季度, 中国网络购物市场交易规模达 2336 亿元, 较 2011 年第一季度同比增长 42.8%, 而与 2011 年第四季度环比减少 3.5%。

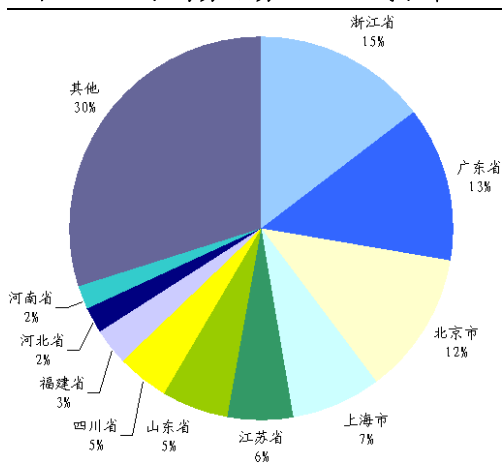
图 36: 2007-2014 年中国网络零售市场交易规模



数据来源: 东北证券, Wind

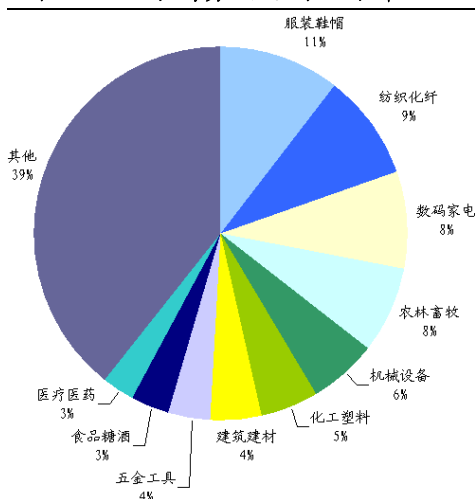
从地区和行业方面看, 目前国内电子商务服务企业主要分布在长三角、珠三角一带以及北京、上海等经济较为发达的省市, 在企业区域的分布上, 排在前十的省份(含直辖市)分别为: 浙江省、广东省、北京市、上海市、江苏省、山东省、四川省、福建省、河北省和河南省。从电子商务网站所处的行业分布来看, 排在前三名的依次为服装鞋帽、纺织化纤和数码家电。

图 37: 电子商务服务企业地域分布



数据来源: 东北证券, Wind

图 38: 电子商务网站行业分布



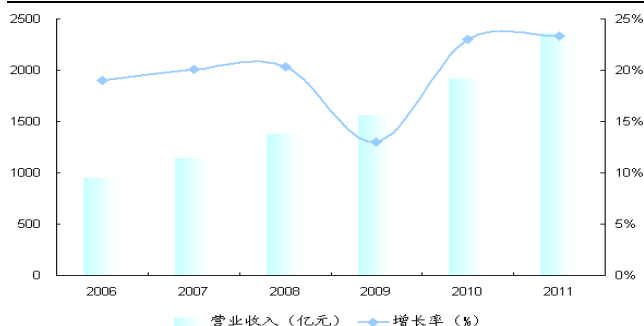
数据来源: 东北证券, Wind

我们认为，网络零售为消费者提供了更大的选择空间和消费的便利性，尤其在行业野蛮生长期，消费者更多受到价格低廉的吸引，线下零售对实体零售的冲击不可避免。但从长远来看，任何业态的发展都离不开逐利行为，线上线下同质商品的价格将逐步趋同，网购也将回归零售本质，客户群相对确定，对实体零售的分流也将逐步稳定，二者将以互补业态的形势共同发展。从总量情况看，工信部发布的《电子商务“十二五”发展规划》明确力争在 2015 年实现电子商务交易额翻两番，突破 18 万亿元，网络零售交易额突破 3 万亿元，五年复合增长率为 42.36%，增速相对十一五期间 100.8% 的年均增速有所放缓，占社会消费品零售总额的比例超过 9%，据此测算，社零总额线下部分十二五期间年复合增速将在 13% 左右，网络零售对实体零售销售增速的冲击在 2 个百分点左右。而从地区和业态看，目前东部发达地区受到网购冲击更为明显，主要有于互联网普及率高及物流高效，百货业态和家电连锁行业由于主营服装鞋帽及数码家电产品，受到网购影响程度高于超市。

4. 业绩渡过低点

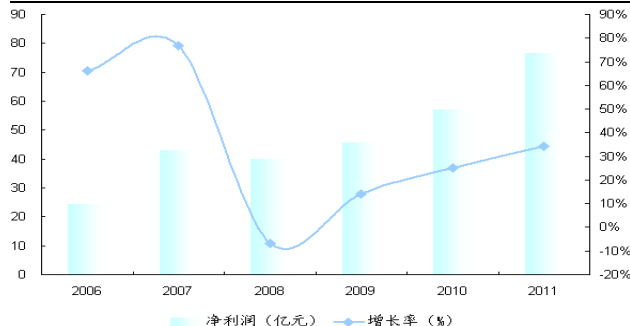
从上市公司业绩来看，2011 年，零售行业实现营业收入 2359.13 亿元（我们选取 2005 年起有可比数据的 39 家百货及超市类上市公司为样本，其中未包含新上市的永辉超市和文峰股份，并剔除了受重组影响较大的首商股份、重庆百货和友谊股份；在对 2012 年 1 季报的分析中，收入和利润增速均在上述样本基础上进行了追溯调整），同比增长 23.30%，比 2010 年增速略高 0.29 个百分点，实现归属上市公司股东净利润 76.48 亿元，同比增长 34.45%，实现了高基数下的高速增长。收入增长一方面受益于通货膨胀，一方面源于政策刺激下的结构性增长；利润大幅增长主要受益于收入增长下的费用刚性。

图 39：行业收入增速（年）



数据来源：wind, 东北证券

图 40：行业利润增速（年）

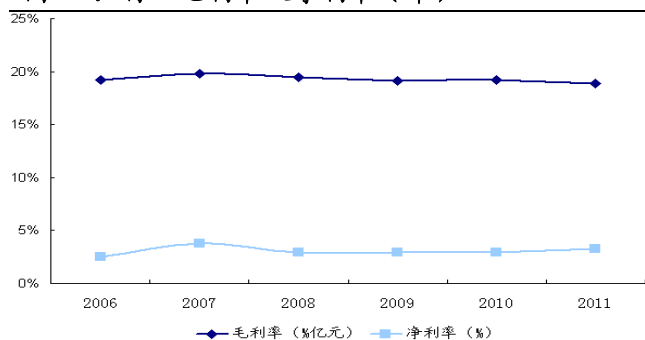


数据来源：wind, 东北证券

盈利能力方面，行业 2011 年毛利率为 18.9%，同比下降 0.27 个百分点，主要由于 2011 年在通胀及政策刺激下，具备保值功能的金银珠宝类商品（尤其是足金饰品）和家电类商品在商场中的销售占比大幅提高，而上述二品类毛利率较低，从而拉低了行业整体毛利率，我们认为 2012 年行业毛利率将有所恢复，而在价格战已成常态的背景下，未来行业毛利率的提升将来源于品类结构的调整及业态创新。

在毛利率有所下降的情况下，行业净利率为 3.24%，同比提高 0.27 个百分点，主要受益于费用刚性，行业费用率下降了 0.27 个百分点，其中销售费用率同比基本持平，管理费用率下降 0.25 个百分点，在人力成本提升的背景下，行业内上市公司更注重提高人效和劳效，财务费用率同比下降 0.03 个百分点，主要由于行业融资行为增加且行业本身现金流良好，财务费用较少。

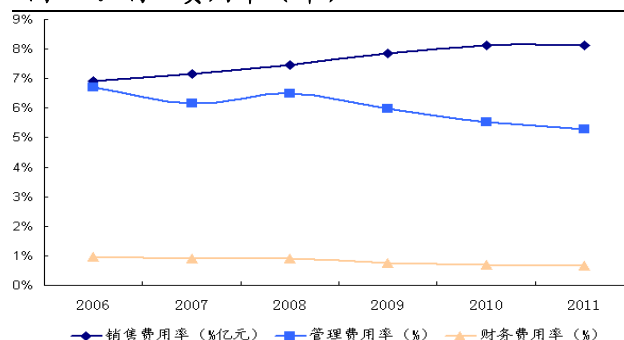
图 41: 行业毛利率及净利率 (年)



数据来源: wind, 东北证券

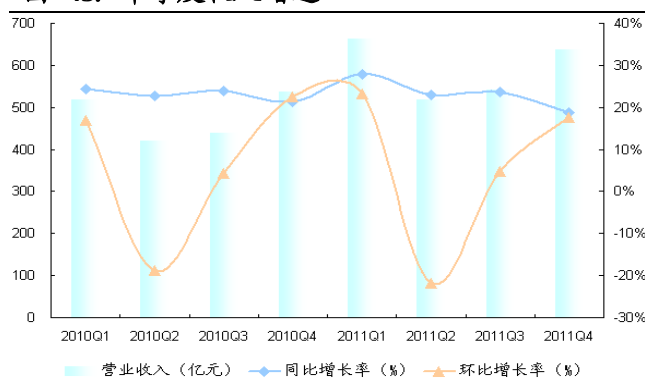
从单季度情况看, 行业收入和利润增速 4 季度起明显下降, 分别降至 18.76% 和 21.9%, 主要受累于宏观经济形势较差、CPI 下行、行业景气度下降及部分天气原因; 而毛利率有所回升主要由于金银珠宝及家电销售占比下降。据我们市场调研得知, 去年 3 季度起, 多数企业经营者对未来行业形势持谨慎态度, 主要担忧在于宏观经济下行, 消费者需求受到抑制及竞争者迅速增多, 行业发展的不确定性增加。

图 42: 行业费用率 (年)



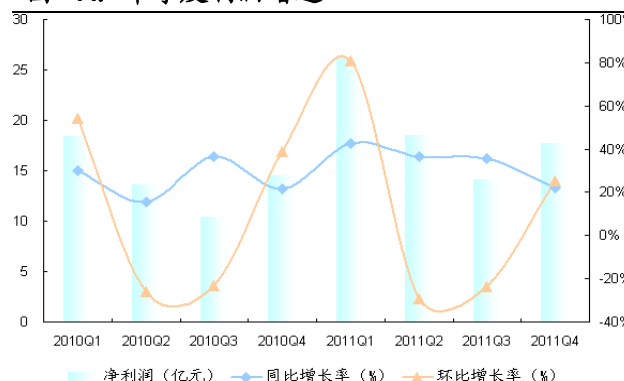
数据来源: wind, 东北证券

图 43: 单季度收入增速



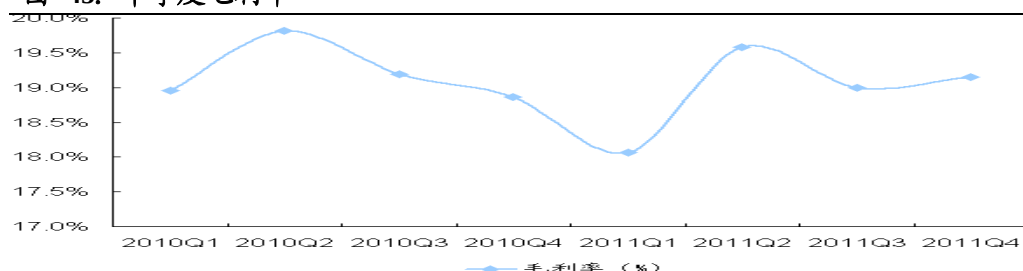
数据来源: wind, 东北证券

图 44: 单季度利润增速



数据来源: wind, 东北证券

图 45: 单季度毛利率

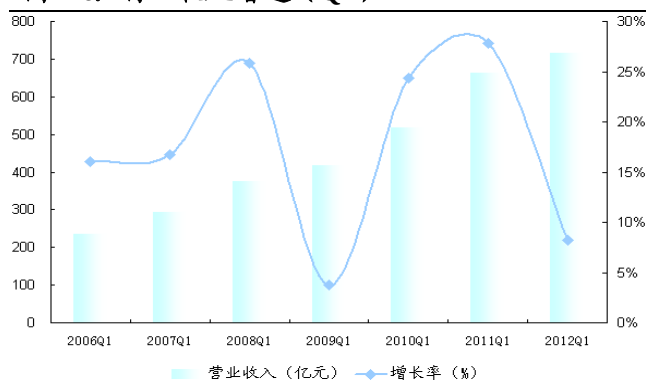


数据来源: wind, 东北证券

4.1. 一二季度或为业绩增速低点

2012 年一季度, 行业实现营业收入 716.16 亿元, 同比增长仅为 8.22%, 主要受累于经济环境不景气、CPI 下行、春节提前等因素; 归属上市公司股东净利润为 28.12 亿元, 同比增长 7.34%。虽然行业增速下降明显, 但总体来说, 尚好于 2009 年一季度的行业低点, 相比 2009 年一季度近半数公司出现收入负增长, 超过一半公司出现利润负增长的情形, 今年一季度, 80% 的公司收入增长为正, 利润负增长的公司不足半数, 市场整体消费能力仍向正向发展。我们认为随着天气转暖, 假期增加及行业旺季的到来, 一二季度将是行业业绩增速的底部, 而对于有业绩释放动力, 经营机制较好的公司, 业绩增速有望在二季度先于行业反弹。

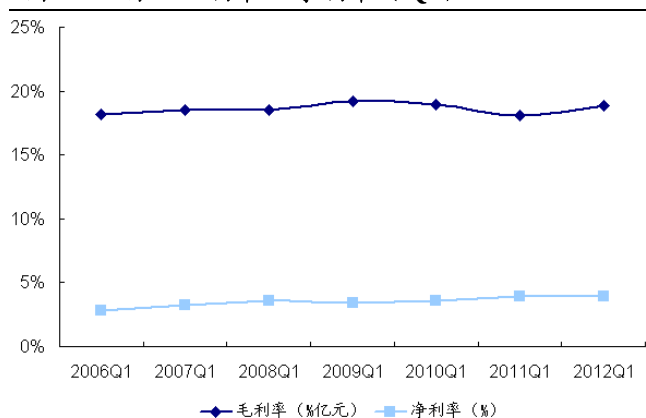
图 46: 行业收入增速 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

一季度, 行业毛利率为 18.88%, 同比提升 0.82 个百分点, 主要为黄金珠宝及家电销售收入占比下降所带来的结构性提升, 我们认为上述因素将作用于全年, 是行业 2012 年毛利率提升的基础; 销售净利率为 3.93%, 同比略有下降, 主要由于费用率较上年同期提高。一季度, 行业销售费用率为 7.49%, 同比提高 0.52 个百分点, 管理费用率为 4.73%, 同比提高 0.06 个百分点, 主要受累于收入增速明显放缓, 物业租赁费和人力成本同比上升。我们认为在行业增速下降, 费用相对刚性的环境下, 全年费用率将高于去年。

图 48: 行业毛利率及净利率 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

整体来看, 我们认为行业最困难的时期即将度过, 但在 2011 年高基数、经济增速放缓及行业短期受到网购野蛮生长的冲击下, 2012 年行业增速放缓已是大势所趋, 我们预计行业全年收入及利润增速均将降至 15-20%之间。

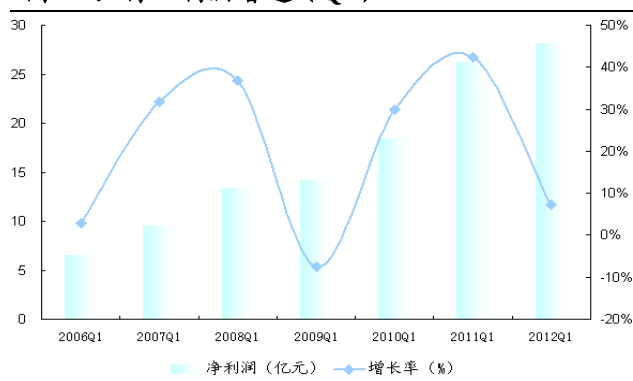
4.2. 内陆地区抗风险能力强

分地区看, 一季度仍能保持利润正增长的公司多为中西部及东北上市公司, 这些公司在 09 年行业低点时也多优于行业的增长, 我们认为内陆城市受经济增速放缓影响要弱于沿海城市, 收入更易保持平稳增长, 且二三线城市相比一线城市商业饱和度和低, 渠道下沉仍有较大空间, 成本较低, 有利于利润实现; 在网购冲击方面, 一线城市配送体系发达, 需求已被充分挖掘, 网购直接分流现有市场, 而在二三线城市, 消费增量依然较多, 实体零售仍有较大发展空间。

表 5: 主要上市公司收入利润增长率

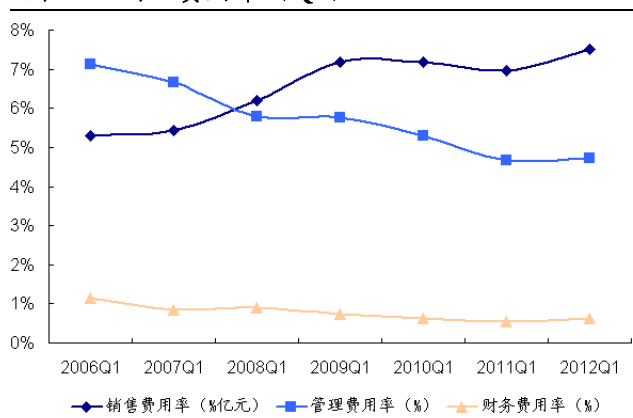
证券代码	证券简称	2011 收入 (%)	2011 利润 (%)	2012Q1 收入 (%)	2012Q1 利润 (%)	2009Q1 收入 (%)	2009Q1 利润 (%)
000417.SZ	合肥百货	21.10	26.17	4.86	53.79	13.75	20.81
600858.SH	银座股份	24.02	17.05	13.66	42.16	21.84	-1.52

图 47: 行业利润增速 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

图 49: 行业费用率 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

600712.SH	南宁百货	23.82	118.50	9.76	37.14	-3.12	-30.24
600738.SH	兰州民百	29.02	5.48	9.96	31.58	11.47	-46.62
002277.SZ	友阿股份	33.05	24.97	15.04	23.56	-	-
600778.SH	友好集团	32.36	25.35	31.68	18.08	24.55	32.34
600785.SH	新华百货	32.78	13.52	18.20	15.50	6.33	36.28
600697.SH	欧亚集团	33.10	19.91	25.05	14.00	10.90	4.94
002561.SZ	徐家汇	6.99	23.94	-6.10	10.22	-	-
000419.SZ	通程控股	14.50	28.75	-3.12	9.56	14.29	-2.57
000501.SZ	鄂武商 A	20.85	17.66	12.74	7.23	12.57	32.33
600856.SH	长百集团	9.07	118.64	4.05	6.12	-2.52	3.76
600859.SH	王府井	20.18	40.69	5.24	5.70	-0.60	-8.52
600861.SH	北京城乡	14.64	53.82	5.67	5.59	-8.68	2.19
000564.SZ	西安民生	21.62	-10.78	15.04	3.45	6.85	40.27
600814.SH	杭州解百	11.44	-1.65	-2.28	-0.28	-10.88	-3.25
600828.SH	成商集团	19.26	47.17	4.62	-0.46	9.73	-19.92
002187.SZ	广百股份	23.34	28.74	0.28	-2.65	-2.02	5.94
000516.SZ	开元投资	33.80	18.35	16.29	-2.81	16.03	6.22
600682.SH	南京新百	19.36	20.69	53.04	-5.07	-12.25	1.13
000987.SZ	广州友谊	24.34	9.40	-4.52	-7.18	0.34	2.18
600628.SH	新世界	6.36	0.16	-10.15	-7.22	0.88	-7.62
600655.SH	豫园商城	37.56	15.34	12.27	-10.08	-3.32	-0.24
000785.SZ	武汉中商	10.80	25.08	7.26	-13.82	0.40	23.14
600693.SH	东百集团	12.80	-13.62	-8.85	-16.05	2.40	-9.40
002419.SZ	天虹商场	28.12	20.01	6.87	-17.10	-	-
600327.SH	大东方	11.81	-14.23	6.12	-19.79	26.38	-7.04
000715.SZ	中兴商业	44.22	103.36	-3.36	-23.83	-1.50	6.62
600280.SH	南京中商	33.24	93.29	-8.84	-90.10	-9.78	-33.63
002264.SZ	新华都	30.30	83.85	13.04	30.39	27.63	-
002251.SZ	步步高	24.65	57.17	16.33	29.87	6.46	3.73
601116.SH	三江购物	6.08	20.33	2.46	21.56	-	-
000759.SZ	中百集团	16.78	11.54	11.34	0.30	7.58	16.53
601933.SH	永辉超市	43.95	47.43	47.10	-29.19	-	-
002336.SZ	人人乐	20.43	-28.78	8.71	-77.33	-	-

数据来源: wind, 东北证券

5. 底部选股——短期重确定，中期看弹性

我们认为，目前行业在估值、行业增速和业绩增长方面均处于底部区域，市场对宏观经济下行及网络零售等新兴渠道对实体零售冲击的悲观预期也基本得到反映，行业最差的情况已经过去。从竞争环境看，行业梯度式发展有利于高端百货和购物中心业态的成长，而由于三四线城市经济发展相对落后，生活节奏较慢且文化产业发展欠缺、消费渠道有限，市场对商业的需求要高于一二线城市，仍有较大的扩张空间。除了长期对业态和区域的选择外，在目前的市场环境下，我们短期看好业绩相对确定的公司以规避市场风险，如欧亚集团、鄂武商、步步高和友阿股份；中期看好宏观环境有所好转后，业绩和估值弹性较大的公司，如天虹商场、文峰股份。而

由于 CPI 下行对毛利率较低、劳动密集、成本刚性较强的超市行业盈利能力影响比较明显，我们对行业短期增长相对谨慎，长期关注以生鲜经营为特色并实现全国扩张的永辉超市。

6. 重点公司看点

6.1. 鄂武商 A (000501)

大摩尔、大量贩、大龙头

公司是武汉商业龙头企业，购物中心和大卖场两项主营业务均发展较好。公司主要门店中的国际广场（含二期）、武汉广场和世贸广场连为一体，构成象征武汉高档消费环境的武广商圈，随着国广二期的成熟，摩尔城销售规模将进一步扩大，垄断地位明显。购物中心业务已有门店增长稳健，未来增量主要来自于国广二期、新十堰人商的成熟及渠道下沉，目前已取得黄石、仙桃土地；量贩超市业务每年将新增 10-15 家门店，扩张空间较大。我们认为公司主要优势在于（1）位于中部经济和人口大省，经营环境较好，更易规避系统性风险；（2）经营业态为购物中心和大型量贩超市，符合当地消费者需求的发展方向；（3）占据核心商圈及把握高端市场，龙头地位稳固；（4）已有门店经营稳健，次新门店前景乐观。预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.76 元、0.94 元和 1.18 元，维持推荐的评级。

6.2. 欧亚集团 (600697)

激励基金保业绩、自有物业保边际

公司是吉林省商业龙头，目前省内布局基本完成，垄断地位明显，且公司已经进入沈阳、济南和郑州，稳步跨区扩张，“三星战略”清晰。公司各门店调整仍有较大的空间，通过一段时间培育，业绩会有明显增长；外延方面，公司百货储备项目有梅河店、通辽店、松原店、可适时扩场的通化店、白城店及欧亚商都四期，同时，公司在济南仍有储备项目并成功拓展北京和郑州业务，省外扩张步骤符合公司三星战略。预计公司今年将新开购物中心 1 家（梅河店）及超市 5-6 家，扩张速度稳健。我们认为公司在激励基金及内外生增长的推动下将保持稳定增长，抗风险能力较强，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.29、1.62 和 2.06 元，维持推荐评级。

6.3. 文峰股份 (601010)

市场空间大、自建购物中心、业绩进入释放期、模式可复制

公司主要门店布局于江苏省二三线城市，既避开了一线城市的激烈竞争，又能充分受益于江苏省良好的经济环境和逐步提升的消费能力。我们认为公司现有门店尤其是南大街店的调整升级有较大空间，预计下半年门店新增 1 万平米面积及品牌调整升级可以顺利完成，是公司内生增长的保障，且公司次新店也将在 2 年左右度过培育期；外延方面，公司储备项目可保障每年至少 3 家购物中心的开店节奏，扩张中自建购物中心且部分租售的模式在土地成本较低的三四线城市具备较强的可复制性。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.07 元、1.34 元和 1.59 元，其中零售主业分别贡献 0.93 元、1.17 元和 1.44 元，维持推荐评级。

6.4. 步步高 (002251)

业绩拐点确定，双业态均有亮点，有业绩释放动力

公司超市业务改革效果明显，未来将重回快速扩张态势，实现内生提效、外延提速的双向增长；百货部分是公司业绩增长的助推器，过去几年新增门店将进入快速盈利期且储备门店丰富。另外，公司已发布非公开增发预案，拟以不低于 21.92 元/股价格发行不超过 6000 万股，募资不超过 12.08 亿元用于连锁超市发展项目、衡阳商业中心项目和湘潭湖湘商业广场项目，项目前景乐观。假设公司未来每年新增超市门店 20-30 家，新增百货或购物广场 3-4 家，不考虑增发，预计公司 2012-2014 年

EPS 分别为 1.26、1.66 和 2.14 元，维持推荐评级。

6.5. 天虹商场（002419）

全国连锁，业绩底部

公司是行业内治理结构及经营战略均比较清晰的跨区连锁企业，合理的店龄结构可保证公司稳定的内生增长，集群式发展及稳步扩张的战略将为公司带来外生增量，公司目前已公告储备门店 23 家，总面积达 85 万平，为 2011 年底总面积的近 60%，可以保障公司未来门店数量及面积的扩张，另外在储备门店中，自有物业有 3 家，总面积 12.69 万平，符合公司“适度从重”的经营战略。公司短期经营受宏观环境、基数效应、新店培育（去年 4 家新店年底开业）、税费变化等负面因素影响明显，未来有望呈逐季回升趋势，作为行业中比较有特色的跨区域连锁企业，我们看好公司未来发展。公司今年已新开 3 家门店，假设未来每年新开门店 8 家左右，预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.77 元、0.94 元和 1.16 元，维持推荐评级。

6.6. 友阿股份（002277）

中部区域龙头，增长平稳确定

公司地处中部，经营情况相对稳定，且在费用控制下，公司利润增速有所恢复，其中不乏长沙奥特莱斯经营良好的贡献。预计长沙奥莱今年可实现收入 4 亿左右，达到盈亏平衡，保障公司内生增长。另外公司小额贷款业务发展也比较顺利，成为公司业绩的重要补充。公司目前储备项目有国货陈列馆、春天百货长沙店、天津项目、郴州购物中心及常德店等，开店速度在每年 1-2 家，且选择自有物业模式，虽然项目在建设时间上存在一定不确定性，但长远看公司外延扩张可期。假设天津项目房地产部分 2014 年全部实现收入，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.04 元、1.30 元和 2.04 元（主营 1.66 元），增长相对平稳确定，给予推荐评级。

7. 风险提示

经济增长的不确定性带来的系统性风险，租金及人力成本刚性，电子商务增长等因素对行业发展及市场预期影响超出预期等。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760