

零售行业研究简报

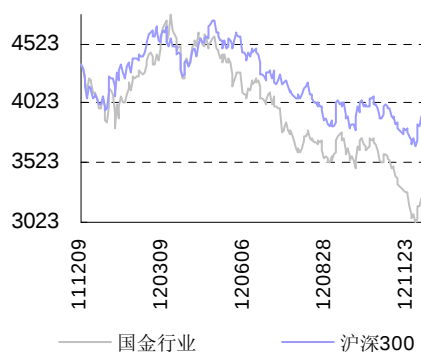
评级：增持 维持评级

行业研究简报

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	11.59
市场优化平均市盈率	10.57
国金零售指数	3226.89
沪深 300 指数	2246.76
上证指数	2061.79
深证成指	8189.68
中小板指数	4351.91



相关报告

1. 《双十一再掀巨浪, 夯实电商平台效应》, 2012.11.14
2. 《5 月零售行业低谷徘徊》, 2012.6.3
3. 《零售行业相对估值创今年新低》, 2012.5.29

文瑶

分析师 SAC 执业编号: S1130511080001
(8621)61038260
wenyao@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

赵海春

联系人
(8621)60870938
zhaohc@gjzq.com.cn

阶段投资机会：高安全边际 + 基本面数据好转

投资建议

- **行业策略：**经历了低迷的 3 季度，国内零售业在 11 月进入传统旺季后普遍加大了促销活动的力度和覆盖面，百货类上市公司的月度销售额环比及同比增速数据普遍好转，我们认为：目前，零售行业存在基于基本面数据好转及低估值高安全边际带来的阶段性投资机会。
- **推荐组合：**我们认为传统百货的经营模式短期内难以改变，区域强势、拥有核心商圈的大体量优质物业、定位偏高端且近 3 年扩张适度的企业在未来胜出的概率较大。现阶段推荐组合包括：**合肥百货、王府井、文峰股份、银座股份、欧亚集团。**

行业观点

- **11 月零售行业销售增速数据回升：**11 月零售行业百货类上市公司的销售数据普遍好转，主要受益于 1、实体渠道普遍在 11 月加大促销活动的力度；2、出于库存压力，高端品牌对促销活动的支持力度大于往年，吸引高端消费者回流；3、11 月中下旬气温开始显著下降，换季因素与促销旺季叠加。
- **行业估值水平已至历史低位，安全边际较高：**零售行业平均 PE 估值处于近 7 年来历史最低水平；从全市场比较观察，零售行业相对沪深 300 指数的 PE 相对估值倍数回落至 08-09 年水平。
我们重点跟踪的 40 家百货（剔除异常值）2012-2014 年平均 PE 估值分别是 15 倍、12 倍和 10 倍，2012-2014 年行业净利润（一致预期）平均预测增速分别为 6.5%、19%和 17%，目前的估值水平安全边际较高。
- **选股策略：**我们对主要百货类上市公司的百货类物业情况进行统计，综合考虑上市公司的区域地位、单店体量、增长潜力和成本压力等因素，并结合 PE 估值，选择未来成长潜力大、费用压力较轻且具备较高的估值安全边际的公司。

风险提示

- 经济不景气持续时间长，消费者收入预期持续下降导致的零售业收入增长困难。
- 上市公司费用成本大增，从而导致利润增速不达预期。

行业回顾与展望

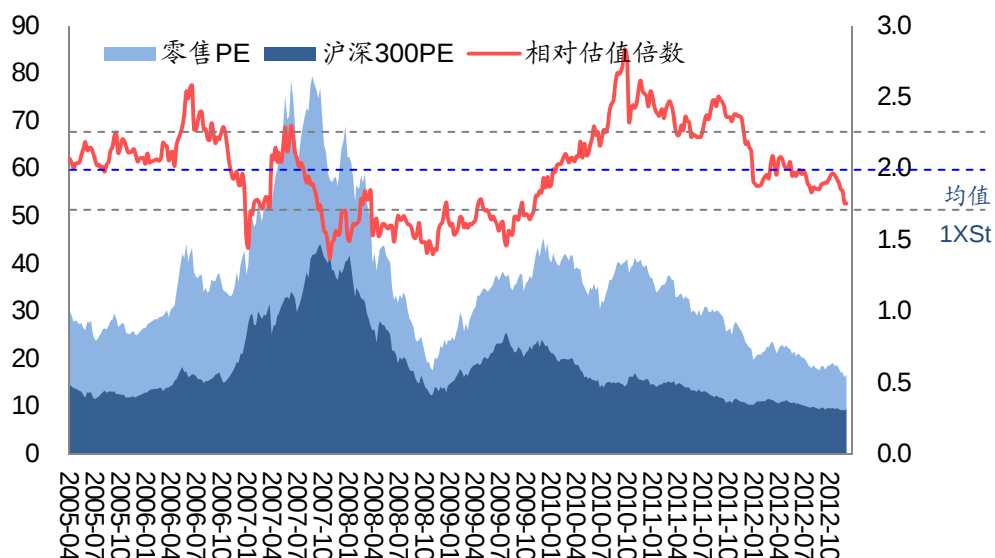
第四季度百货零售业的销售额增速回升

- **渠道加大促销力度：**2012 年前三季度经营情况不佳，国庆黄金周期间实体零售业销售低迷，基于对全年较悲观的消费预期，百货零售类公司普遍在进入 11 月换季期的传统销售旺季加大了促销力度。
- **高端品牌对促销活动的支持力度大于往年：**服装、鞋帽等消费类品牌企业面临较大的库存压力，高端品牌对折扣销售的态度较之往年更为积极，有助于中高端百货零售企业增强促销活动的吸引力，从而实现中高端客源的回流。
- **中高端客源的回流：**从我们市场调研的情况看，定位相对高端、区域强势的百货企业 11 月消费增速回暖趋势较之定位中低端的百货企业更明显，考虑到高端品牌出于自身定位和维护已有实体销售体系稳定的考虑对发展电子商务态度谨慎，实体零售本轮促销满足了实际购买能力下降的中高端消费者需求。
- **换季因素与促销旺季叠加：**今年进入 11 月中下旬气温开始明显下降，换季潮与促销期叠加，百货零售企业客单价普遍提高，从而带动整体销售额增速回升。
- **我们预期 11 月份的销售增速回暖趋势将在 12 月得到延续，**一方面得益于渠道促销活动的持续，另一方面考虑到 2013 年圣诞节、元旦节、春节和情人节的假期间隔较长，客观上可推动消费旺季的延续时间长于去年同期。

市场预期悲观，百货子行业的相对估值倍数已回落至 2008 年最差水平

- 我们重点跟踪的 40 家百货（剔除异常值）2012-2014 年平均 PE 估值分别是 15 倍、12 倍和 10 倍，2012-2014 年行业净利润（一致预期）平均预测增速分别为 6.5%、19%和 17%，目前的估值水平安全边际较高。
- 零售行业平均 PE 估值处于近 7 年来历史最低水平；从全市场各行业比较观察，零售行业相对沪深 300 指数的 PE 相对估值倍数回落至 08-09 年水平，反映市场对于零售业未来增长的悲观预期。

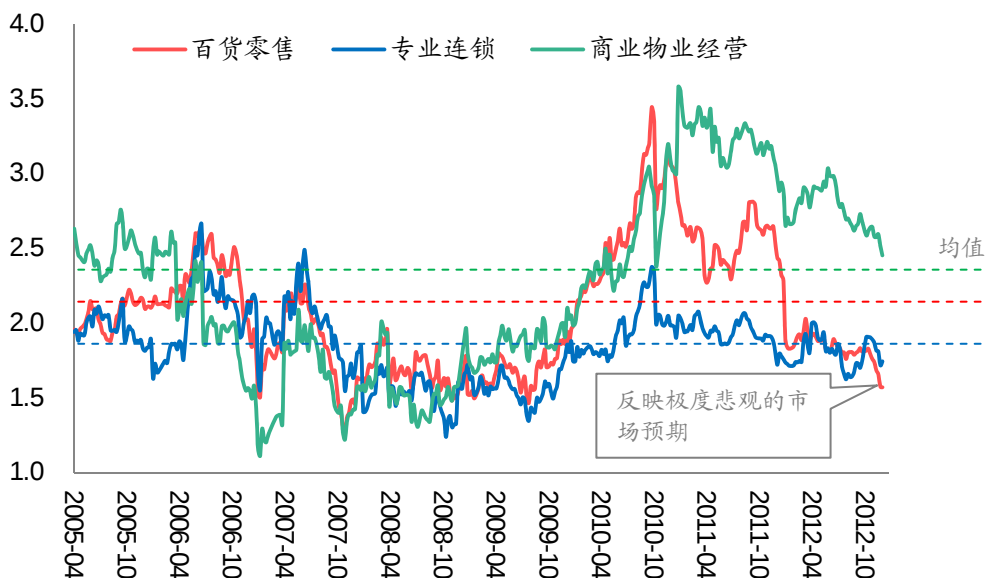
图表1: 零售行业PE估值历史数据及与沪深300PE的相对估值倍数



来源: 国金证券研究所、WIND

- 百货零售、专业连锁和商业物业经营各子行业的 PE 相对估值水平均处于相对历史低位, 其中又以百货零售子行业的相对估值水平最低, 仅为 1.6 倍, 已经与 2008 年行业最差时期的水平相当。

图表2: 零售各子行业与沪深300的PE相对估值倍数



来源: 国金证券研究所、WIND

选择股票的策略

- 零售行业经历了由“杀估值”和利润下降导致的两拨下跌, 我们将导致零售行业下跌的主要原因归结于以下三点:
 - “二房东”式的经营模式导致同质化竞争恶化, 行业毛利率趋势性下滑; 同时当前经济不景气导致的收入增长下降加剧了这种恶化趋势;
 - 电子商务平台的崛起打破了实体渠道的区域垄断优势, 网络比价系统导致区域实体零售企业占有的消费者剩余减少, 企业利润逐步向行业平均利润看齐;

- 商业物业地租和员工工资、福利等人工成本的逐年上涨进一步吞噬企业利润空间。
- 我们认为传统百货的经营模式短期内难以改变，未来可能在竞争中存活及胜出的企业需要具备以下特质：
 - 实体零售同质化竞争恶化的实质是对区域内有限客源的争夺，拥有核心区域优质物业的零售企业的先天禀赋占优；
 - 电子商务平台在经营高端品牌商品时普遍遭遇货源瓶颈，同时除去价格优势，电子商务平台的消费者体验缺失，因此定位偏高端，同时具备休闲、娱乐等配套功能的大体量、综合型零售业态具备竞争优势；
 - 面对租金和人工成本的上升，自有物业比重大，且近 3 年扩张适度的企业的费用压力相对较小。
- 我们统计了目前主要百货类上市公司的百货类物业情况，并对区域地位、单面面积、2009 年以后新增百货业务经营面积及租金压力等情况进行排名（见图表 3）。

图表3：主要百货零售企业的百货类物业情况及各项排名（更新至2012年3季报）

名称	门店数	单店面积 (万平方米)	自有物业 占比	其中：09年以后新开店		区域地位 排名	单店面积 排名	新增面积 排名	租金压力 排名
				新增百货面 积占比	自有物业 占比				
银座股份	60	2.3	39%	63.0%	41.3%	18	36	1	9
友好集团	15	3.5	52%	55.9%	53.6%	7	22	2	16
王府井	26	4.0	28%	51.1%	17.9%	6	16	3	5
鄂武商A	9	7.0	79%	48.5%	100.0%	11	5	4	23
开元投资	5	5.2	88%	48.0%	100.0%	12	8	5	28
广百股份	27	2.2	18%	43.9%	0.0%	27	38	6	2
翠微股份	6	4.4	46%	42.6%	37.7%	15	12	7	12
大东方	3	4.0	58%	42.1%	0.0%	23	15	8	18
合肥百货	15	2.7	49%	40.3%	28.6%	8	30	9	15
天虹商场	51	2.6	5%	38.3%	0.0%	17	33	10	1
友阿股份	8	3.6	35%	34.9%	0.0%	16	21	11	7
南京新百	3	4.3	85%	32.8%	54.8%	38	13	12	27
津劝业	2	3.7	100%	32.4%	100.0%	32	20	13	-
杭州解百	5	2.9	79%	28.0%	45.0%	37	28	14	24
广州友谊	6	3.2	22%	27.7%	100.0%	34	25	15	4
大商股份	88	4.0	41%	27.2%	0.0%	4	18	16	10
新华百货	7	2.0	47%	26.4%	0.0%	1	39	17	13
通程控股	7	3.2	43%	25.6%	0.0%	20	26	18	11
商业城	2	6.5	100%	23.3%	100.0%	36	6	19	-
友谊股份	42	5.1	82%	22.1%	62.1%	3	9	20	25
南京中商	8	3.5	100%	21.0%	100.0%	25	24	21	-
欧亚集团	16	8.2	100%	19.3%	100.0%	10	3	22	-
南宁百货	4	2.6	38%	19.0%	0.0%	19	32	23	8
文峰股份	12	3.5	74%	16.9%	69.1%	26	23	24	22
西安民生	7	2.4	61%	15.8%	100.0%	13	35	25	19
成商集团	11	2.3	68%	11.3%	71.4%	33	37	26	20
北京城乡	4	4.0	100%	10.8%	100.0%	31	19	27	-
东百集团	5	4.6	31%	8.8%	0.0%	28	11	28	6
重庆百货	44	1.7	55%	7.7%	58.5%	2	40	29	17
汉商集团	4	4.6	100%	5.5%	100.0%	40	10	30	-
首商股份	17	4.2	20%	4.5%	0.0%	9	14	31	3
中兴商业	2	14.8	83%	-	-	24	1	-	26
武汉中商	9	2.4	49%	-	-	21	34	-	14
渤海物流	6	2.7	69%	-	-	35	29	-	21
新世界	1	7.0	100%	-	-	22	4	-	-
益民集团	8	1.3	100%	-	-	30	41	-	-
长百集团	1	6.0	100%	-	-	41	7	-	-
豫园商城	1	10.0	100%	-	-	5	2	-	-
兰州民百	1	4.0	100%	-	-	14	17	-	-
徐家汇	4	3.0	100%	-	-	29	27	-	-
百大集团	1	2.7	100%	-	-	39	31	-	-

来源：国金证券研究所、公司公告

- 综合上述分析并结合估值情况，我们认为现阶段具备投资价值的百货类零售公司包括：**合肥百货、王府井、文峰股份、银座股份、欧亚集团**

附表:

行业估值总表 (更新至 2012-12-7)

代码	名称	价格	PE-12	PE-13	PE-14	PS-12	EPS 12	EPS 13	代码	名称	价格	PE-12	PE-13	PE-14	PS-12	EPS 12	EPS 13
600655	豫园商城	6.59	13	11	10	0.5	0.50	0.58	600693	东百集团	6.80	23	21	18	1.2	0.30	0.33
000987	广州友谊	10.19	10	9	8	0.9	1.02	1.08	600774	汉商集团	8.37	52	42	70	1.7	0.16	0.20
002187	广百股份	6.79	12	10	9	0.3	0.56	0.65	600738	兰州民百	5.55	22	19	15	1.1	0.25	0.30
600327	大东方	4.11	16	14	12	0.3	0.25	0.30	000564	西安民生	4.42	29	25	20	0.6	0.15	0.18
600827	友谊股份	7.60	11	10	8	0.3	0.70	0.78	600821	津劝业	3.92	33	29	26	1.6	0.12	0.13
600723	首商股份	6.95	12	10	8	0.4	0.58	0.67	600306	商业城	10.24	-	-	-	1.2	0.01	0.03
600785	新华百货	13.02	11	9	8	0.5	1.24	1.45	600891	秋林集团	6.50	54	47	41	5.6	0.12	0.14
601010	文峰股份	12.82	15	10	9	1.0	0.85	1.30	600856	长百集团	3.94	88	76	66	2.4	0.05	0.05
600828	成商集团	4.23	16	14	11	1.2	0.26	0.31	百货平均 (剔除)			15	12	10	0.7		
600729	重庆百货	20.04	11	9	8	0.3	1.86	2.20	600361	华联综超	4.56	51	30	24	0.2	0.09	0.15
000715	中兴商业	5.31	14	12	10	0.4	0.38	0.45	600898	三联商社	4.26	43	36	33	1.5	0.10	0.12
000417	合肥百货	5.79	10	9	7	0.5	0.57	0.66	601116	三江购物	8.76	29	25	21	0.7	0.30	0.35
002277	友阿股份	8.50	13	11	8	0.9	0.65	0.80	000759	中百集团	5.92	22	18	16	0.3	0.27	0.33
002561	徐家汇	7.72	14	13	12	1.6	0.57	0.60	002264	新华都	4.54	16	12	10	0.4	0.29	0.37
600694	大商股份	29.30	10	9	7	0.3	2.80	3.40	002251	步步高	20.59	16	12	10	0.6	1.25	1.65
600859	王府井	20.61	14	12	11	0.5	1.46	1.69	002336	人人乐	8.50	-	-	-	0.3	-0.20	-0.12
600628	新世界	6.28	15	13	11	1.1	0.43	0.47	601933	永辉超市	23.07	40	30	27	0.7	0.57	0.76
000785	武汉中商	5.67	25	21	17	0.3	0.23	0.27	超市平均 (剔除)			26	22	19	0.6		
600280	南京中商	32.40	26	18	15	0.9	1.25	1.85	600122	宏图高科	3.79	16	14	11	0.3	0.24	0.28
600778	友好集团	9.74	24	19	13	0.5	0.41	0.50	000829	天音控股	3.59	33	22	16	0.1	0.11	0.16
600682	南京新百	7.89	15	19	14	1.1	0.51	0.42	002024	苏宁电器	6.26	15	13	12	0.5	0.43	0.47
000501	鄂武商A	10.05	14	12	10	0.4	0.73	0.87	002416	爱施德	4.98	12	8	6	0.3	0.42	0.61
600697	欧亚集团	19.90	16	13	10	0.4	1.25	1.55	002345	潮宏基	17.43	24	20	16	2.0	0.73	0.88
002419	天虹商场	9.86	14	12	9	0.6	0.70	0.85	300022	吉峰农机	8.06	25	17	12	0.5	0.32	0.47
600861	北京城乡	5.88	20	15	14	0.9	0.30	0.38	专业连锁加权平均			16	14	12	0.5		
000419	通程控股	4.22	15	12	10	0.6	0.28	0.35	000301	东方市场	2.96	30	26	21	4.3	0.10	0.11
600865	百大集团	4.87	19	15	13	1.6	0.25	0.33	600415	小商品城	6.30	20	15	11	4.8	0.32	0.43
000516	开元控股	4.05	21	15	13	0.9	0.19	0.27	002344	海宁皮城	22.98	19	14	12	6.6	1.18	1.67
600814	杭州解百	6.14	25	20	18	1.0	0.25	0.30	600790	轻纺城	5.47	32	26	23	11.4	0.17	0.21
600858	银座股份	8.00	15	11	10	0.3	0.52	0.70	000889	渤海物流	4.80	20	17	14	1.4	0.24	0.29
600712	南宁百货	4.25	22	17	13	0.9	0.19	0.25	600824	益民集团	4.13	21	18	16	1.1	0.20	0.23
603123	翠微股份	7.15	15	12	10	0.5	0.48	0.59	商业物业加权平均			11	17	14	5.6		

来源: 国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
持有：预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%－5%；
减持：预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B