

诚实守信\专业进取\卓越至臻\开放包容\创新变革
Trust\Expertise\Best\Open\Newness

新型城镇化战略下，行业迎来结构性机会

——零售行业2013年投资策略

分析师：

李项峰

联系方式：8621-68761616-8316

电子邮件：Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号：S0120511030002

主要观点

■ 2013年行业风险及机会

风险：宏观经济波动、电商冲击、人力、租金、水电等刚性成本。

机会：在短期，消费复苏、低基数效应；在中期或长期，城镇化、经营模式的转型。

■ 估值比较

港股百货平均12/13年PE为14倍和12倍，超市为25倍和22倍；欧美百货12/13年PE为12倍和10倍，超市为18倍和16倍。比较之下，A股百货公司12年、13年PE分别为15倍和12倍，超市分别为22倍和18倍，考虑国内零售公司未来两年15%-20%的盈利增速，估值具有吸引力。

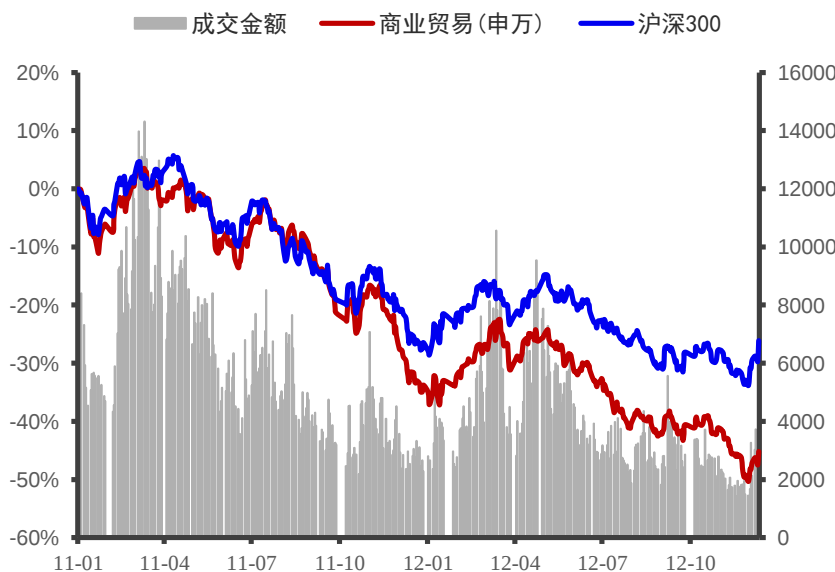
■ 公司推荐

遵循新型城镇化投资主线，兼顾公司的业态、模式、治理及“禀赋”，首选合肥百货（000417）和步步高（002251），重点推荐友好集团（600778）、重庆百货（600729）、王府井（600859）及银座股份（600858）等。

行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

近两年来看，A股资本市场上零售板块的投资回报率可谓“悲催至极”，2011年板块指数整体下跌了33.56%，2012年至今（12/14）又继续下行17.24%，两年来板块整体跑输沪深300指数近20个百分点。下图所示，2011年以来，SW商贸零售指数的累计投资回报率为-45%，是A股市场中表现垫底的板块。零售板块长期、持续、深度的调整到底源于什么理由？未来几年，零售行业是否能够再度起死回生，再造牛市呢？

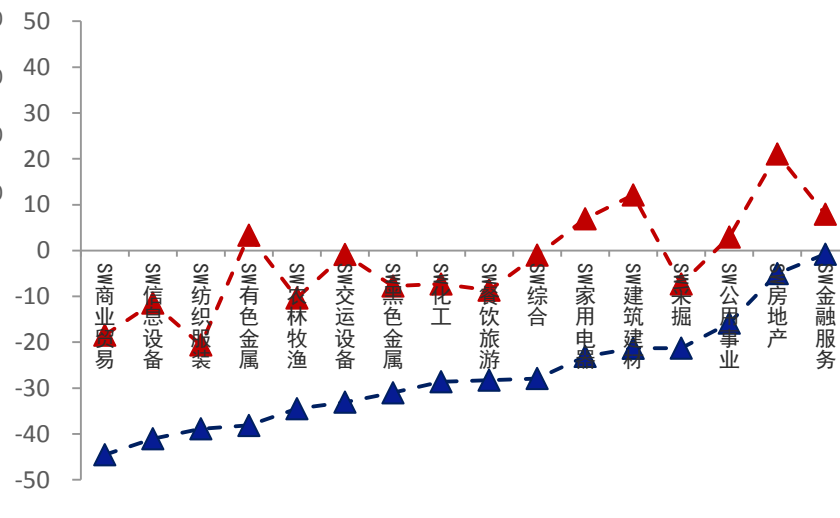
图1 A股零售板块2011年以来持续跑输沪深300指数近20个百分点



数据来源：WIND、德邦研究

图2 零售板块2011年至今累计投资回报率-45%，居A股板块倒数第一位

—▲— 累计涨跌幅（%，2011年至今） —▲— 累计涨跌幅（%，2012年至今）

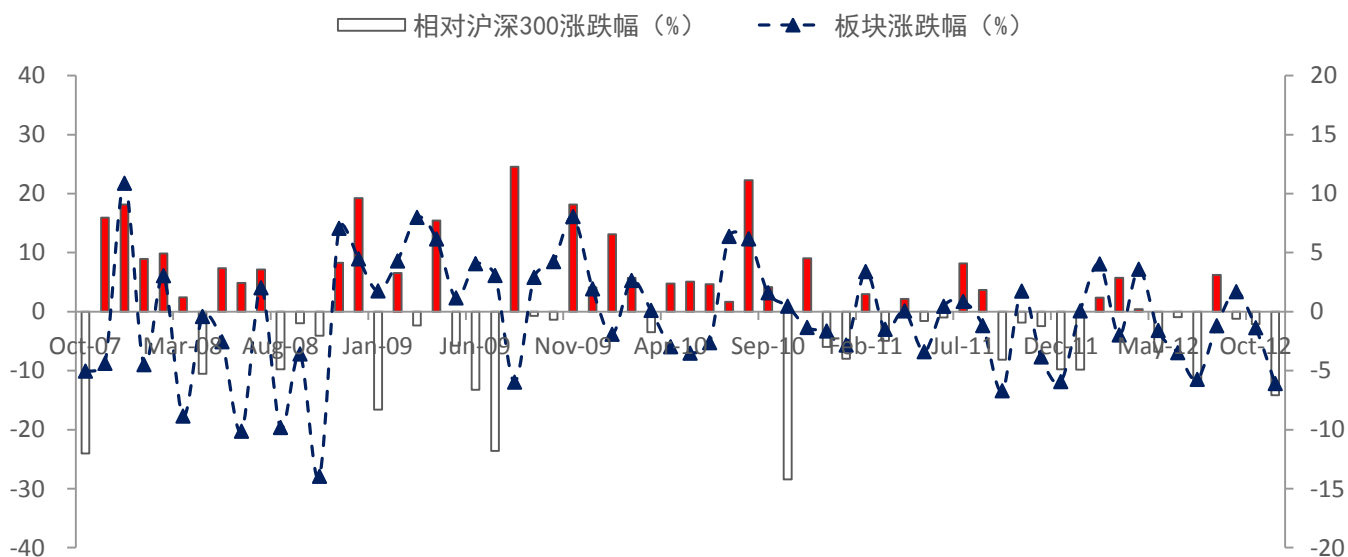


数据来源：WIND、德邦研究

行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

从历年数据来看，零售板块在整个A股市场中绝非属于单一的弱势品种。相对于大盘沪深300指数，零售板块表现出十分明显的“阶段特征”，若以2011年初作为时间分界线，我们可以发现，该板块已从之前的“强势品种”迅速转变为当前的“弱势品种”。如图所示，2007/12-2012/11，零售板块5年累计涨跌幅为-43%，其中2007/12-2010/12为+11%，板块跑赢市场累计23次，胜出概率达62.2%；2011/1-2012/11为-49%，板块跑赢市场累计8次，胜出概率仅为34.8%。

图3 零售板块自2011年以来进入深度调整时期

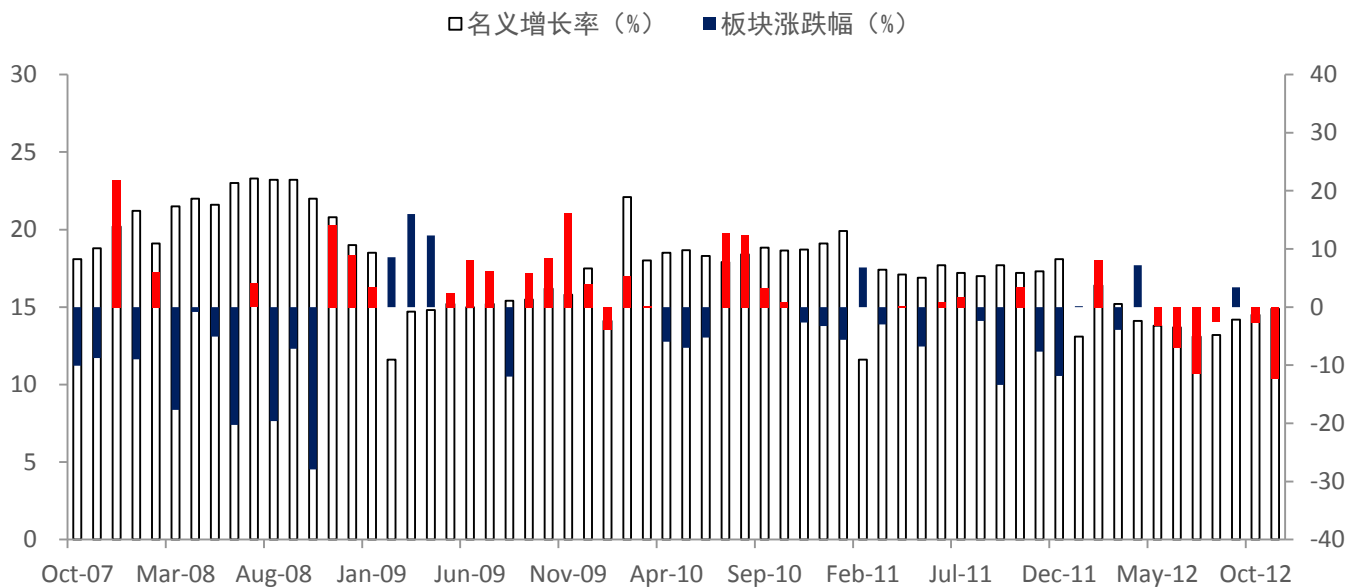


数据来源：WIND、德邦研究

行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

再看行业的基本面。我国零售行业在经历07/08年的高速扩张之后，随之进入了09/10年稳定增长期，11/12年受宏观经济环境影响，行业增速全面下调。行业之市场表现与其基本面是否具有充分一致性？我们发现，从近5年数据来看，零售板块的市场表现与实体基本数据并非通常符合，若以15%作为一个行业增长基准点，那么2007年底以来该板块的月涨跌幅与行业同比增速的一致性仅略高于50%。这种弱相关性是否会确实削弱了我们之前通常的分析观点？

图4 零售行业A股市场表现与基本数据并不具有充分一致性



数据来源：WIND、德邦研究

行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

我们认为，零售作为消费产业链的终端，是国民经济中重要的一环；板块股价变动不仅是对行业基本面变化的反应，也受到整体市场上下调整影响。若抛开板块绝对收益率指标，我们发现，零售股价相对于沪深300的相对收益率与其实体数据之间具有更加确定的相关性：如2008年，行业处于高速扩张期，A股市场全年整体下调66%，而零售板块尽管绝对收益率为-58%，但其相对收益率则达7.64%；2011年，行业进入下滑通道，A股市场年回报率为-25%，而零售板块累计下跌34%，其相对于沪深300的收益率为-9%。

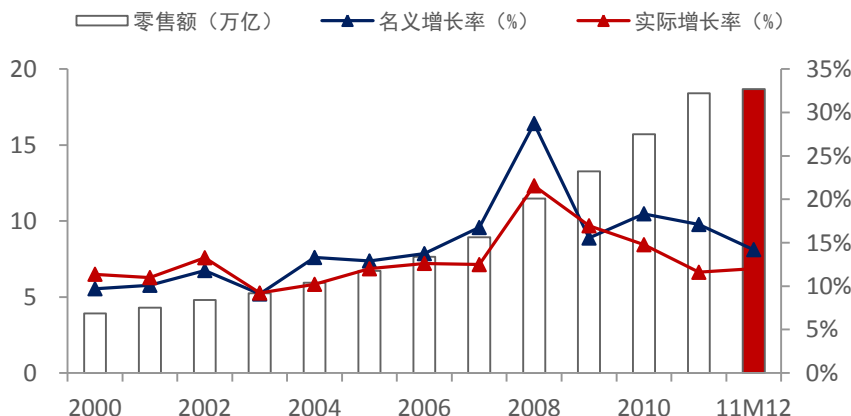
我们认为，与2008年相比，此次板块持续了近两年的深度下调，或许有着不同的基础或成因。回顾2008年，零售行业正处于快速发展期，尽管全球经济环境恶化，但市场对行业本身的看法还是比较一致的。而2011年以来零售行业数据的下滑不仅与整个宏观经济和消费环境等有着密切联系，而与行业本身的模式及弊端相关，市场对行业未来的看法已由之前的“乐观”转向“谨慎或者悲观”，板块调整并不单纯地源于实体数据的变化，更是出于资本市场对行业信心的一种缺失。

行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

零售行业还有机会吗？首先，回顾下2012年整个行业的发展态势。我们判断，基于消费环境的改变，2012年行业的主趋势是向下的，但在第四季度行业有望迎来业绩拐点。

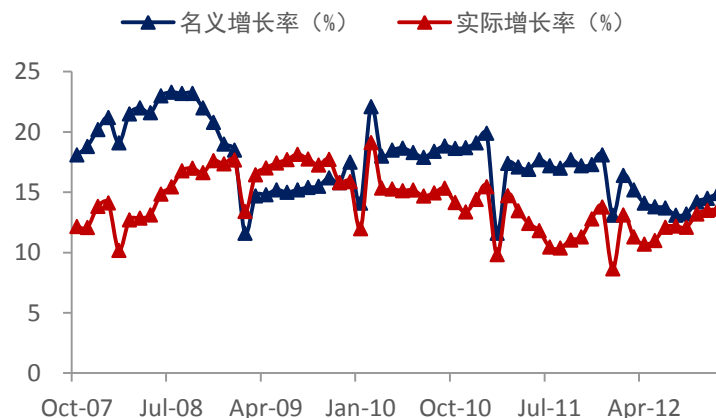
2012年1-11月，国内累计零售额为18.68万亿元，名义和实际增长率分别为14.2%和12.0%，增速与过去五年相比，明显偏低，显示了当前行业所处的颓势局面。从趋势来看，今年7-8月份是行业的低点，从9月份始行业景气度回升，预计第四季度有望成为其业绩拐点（11月份，A股零售公司同店增速明显回升，重点公司增速达到两位数，尽管12月份略有下降，但这不改变我们的基本看法）。商务部预计，2012年行业增速约为14.3%。

图5 零售年度同比增速创下五年新低



数据来源：WIND、德邦研究

图6 行业年初以来持续在低位运行



数据来源：WIND、德邦研究

图7 百家大型零售销售增速大幅下滑

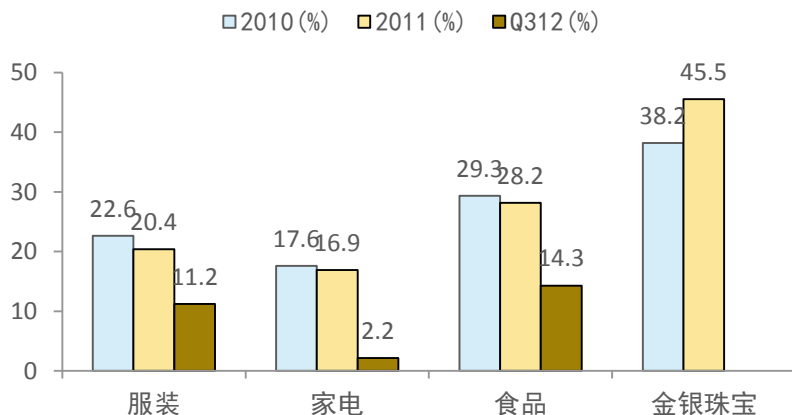


图8 超市企业同店增速下降

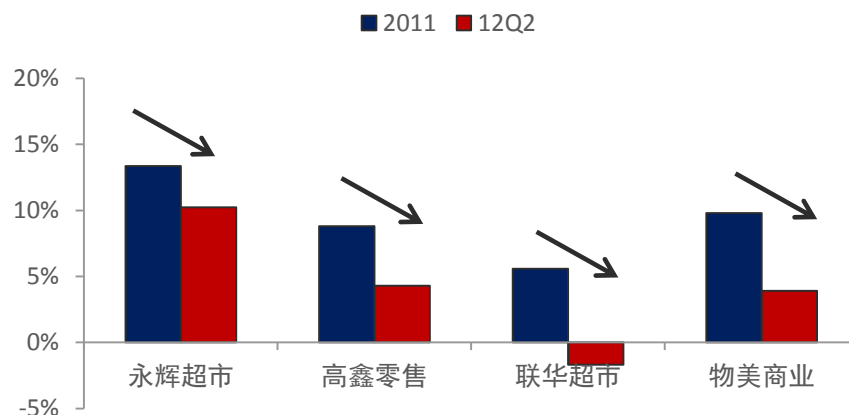


图9 家电连锁可比店增速持续下降

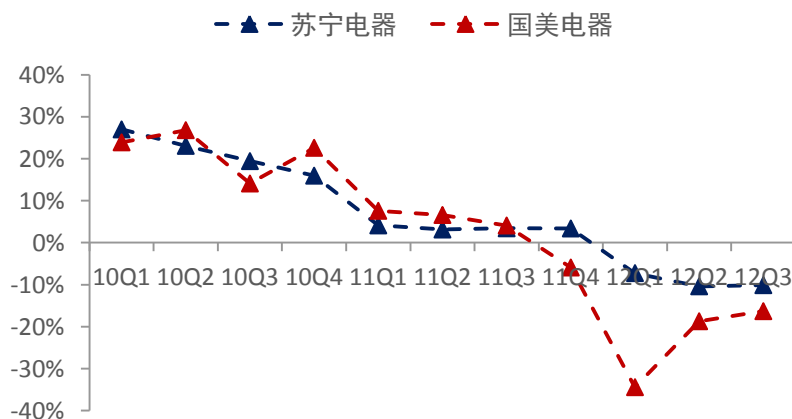
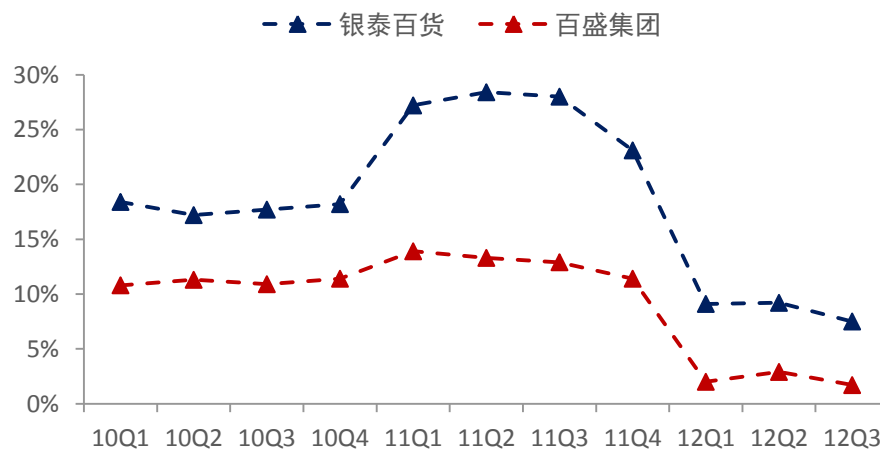


图10 百货店同店增速大幅下降



数据来源: WIND、公司公告、德邦研究

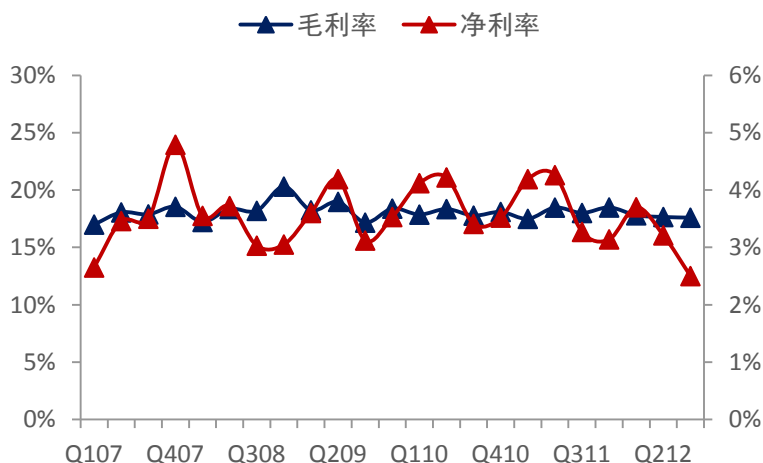
行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

从供给端看，作为一种行业普遍特征，成本的“固化”及费用的“刚性”共同抑制了企业的盈利释放能力。

■ 联营模式被普遍采用，“扣点”相对固定，零售企业对品牌商缺乏充分的议价力。因此，在消费环境持续不好的情况下，零售商往往通过打折促销等方式，以牺牲毛利率为代价，阻止销量和份额的双重下降。

■ 门店费用“刚性上涨”，零售商通常与门店或商铺业主、员工等签订长期合约（如门店租期一般在15-20年，或者甚至更长），这类合约保证了零售商的租金或人力成本等具有一定的可控制性，但从长期来看，这些成本或费用将呈现稳步上升趋势，若市场外部环境一旦恶化，其增速将可能超过门店的收入增速。

图11 零售企业单季毛利率和净利率均有下降



数据来源：WIND、德邦研究

表1 零售企业租金、人力及水电等费用持续刚性上扬

		银座股份	王府井	重庆百货	友好集团	永辉超市	苏宁电器	平均
租赁费用	2010	28.0%	22.2%	10.5%	61.5%	62.9%	24.7%	35.0%
	2011	21.1%	35.8%	12.7%	39.4%	49.6%	38.5%	32.9%
	H112	17.0%	18.7%	21.1%	39.2%	62.2%	40.7%	33.1%
	平均	22.1%	25.5%	14.8%	46.7%	58.2%	34.6%	33.7%
人工成本	2010	28.0%	20.6%	42.2%	61.5%	61.8%	52.8%	44.5%
	2011	21.1%	16.3%	17.0%	39.4%	63.0%	49.5%	34.4%
	H112	17.0%	14.7%	30.3%	39.2%	60.8%	32.7%	32.4%
	平均	22.1%	17.2%	29.8%	46.7%	61.9%	45.0%	37.1%
水电费用	2010	32.6%	29.4%	4.6%	14.3%	38.1%	17.4%	22.8%
	2011	15.9%	6.6%	6.8%	30.4%	32.3%	33.5%	20.9%
	H112	22.7%	15.8%	7.2%	40.6%	52.2%	6.3%	24.1%
	平均	23.7%	17.3%	6.2%	28.4%	40.9%	19.1%	22.6%

数据来源：WIND、公司公告、德邦研究

表2 零售企业租金、人力、水电及折旧摊销等四项费用统计

	租金率				人工成本率				水电费率				折旧摊销率				四项费用
	2009	2010	2011	均值	2009	2010	2011	均值	2009	2010	2011	均值	2009	2010	2011	均值	合计
天虹商场	4.6%	4.6%	4.5%	4.6%	4.2%	3.8%	4.4%	4.1%	2.6%	2.3%	2.1%	2.3%	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%	12.7%
广百股份	3.3%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.4%	3.2%	3.2%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.3%	1.4%	8.8%
银座股份	2.4%	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%	3.1%	3.1%	2.8%	2.0%	1.6%	1.5%	1.7%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	8.8%
王府井	2.0%	1.9%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%	2.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	2.0%	1.8%	2.0%	1.9%	7.0%
东百集团	1.9%	2.1%	2.5%	2.2%	2.3%	2.4%	2.2%	2.3%	1.7%	1.6%	1.3%	1.6%	2.6%	2.3%	2.2%	2.4%	8.3%
鄂武商A	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	4.3%	4.3%	5.0%	4.5%	1.7%	1.6%	1.5%	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	9.2%
广州友谊	2.3%	2.4%	4.5%	3.0%	1.9%	1.7%	1.4%	1.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%	0.3%	5.7%
合肥百货	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	4.6%
友阿股份	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	3.3%	2.9%	2.8%	3.0%	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	2.8%	2.6%	2.4%	2.6%	7.1%
首商股份		7.4%	2.3%	4.9%		6.2%	1.8%	4.0%		1.4%	0.4%	0.9%		3.1%	0.8%	1.9%	11.7%
重庆百货	3.5%	1.3%	1.3%	2.0%	7.1%	3.5%	3.4%	4.7%	3.2%	1.1%	1.0%	1.8%	1.7%	0.7%	0.5%	1.0%	9.5%
友好集团	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	3.4%	3.2%	3.9%	3.5%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	3.0%	2.7%	2.6%	2.7%	8.3%
新华百货	1.8%	2.1%	2.6%	2.1%	3.1%	3.3%	3.0%	3.1%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	6.1%
文峰股份		0.5%	0.4%	0.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	3.6%
人人乐	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%	3.1%	3.3%	3.4%	3.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.2%	1.7%	1.5%	1.8%	1.7%	11.5%
永辉超市	2.0%	2.2%	2.3%	2.2%	4.2%	4.6%	5.3%	4.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.6%	1.0%	1.5%	1.5%	1.3%	9.7%
新华都	3.6%	4.0%	3.5%	3.7%	4.1%	4.3%	4.3%	4.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.8%	1.0%	1.1%	0.9%	1.0%	10.7%
三江购物	2.1%	2.4%	2.5%	2.3%	5.0%	5.1%	6.1%	5.4%	0.9%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.9%	9.6%
步步高	2.9%	3.0%	2.7%	2.9%	3.8%	4.1%	3.9%	3.9%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%	10.7%
中百集团	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	3.6%	4.1%	5.0%	4.2%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	9.7%
华联综超	4.4%	3.9%	3.6%	3.9%	3.7%	4.0%	5.3%	4.3%	2.0%	2.2%	2.3%	2.2%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	12.1%
友谊股份	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	4.7%	4.6%	5.3%	4.9%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	10.8%
苏宁电器	3.5%	3.4%	3.8%	3.6%	1.5%	1.7%	2.1%	1.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.8%	0.6%	6.5%
行业均值	2.6%	2.6%	2.5%	2.6%	3.3%	3.4%	3.5%	3.4%	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	8.8%

数据来源：WIND、公司公告、德邦研究

行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

电商作为一种新的渠道变革，其快速兴起已对传统零售模式产生了重要影响。尽管2012年国内网购市场规模扩张较之过去几年有所放缓，但依然能维持40%以上的同比增速，说明网购对实体零售门店的冲击或影响将持续存在。如图所示，网上零售在整个零售市场中的比率正在持续提升。

需要注意的是，网购兴起同时影响着零售市场的供求层面。在供给面，电商依托于网络技术，创造了“虚拟商店”，与实体门店相比，不仅克服了门店的物理局限，而且大大节省了租金、人力、水电及折旧等“刚性成本”，因此在某种程度上来讲，电商确实比实体店具备更多的竞争力。

图12 网购市场快速扩张，网购增速远远大于实体渠道

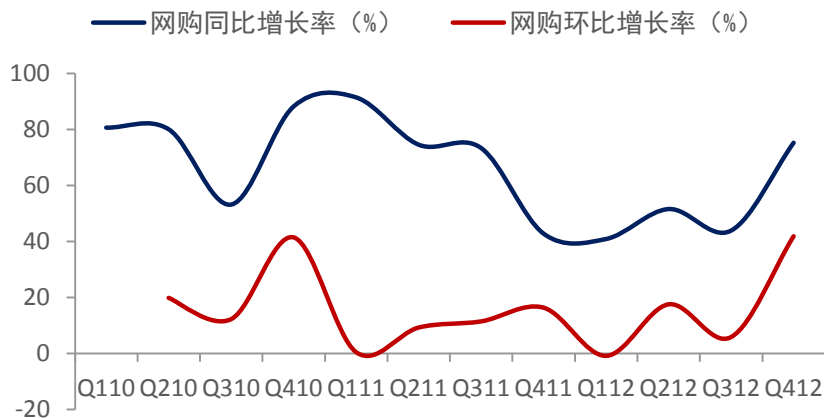
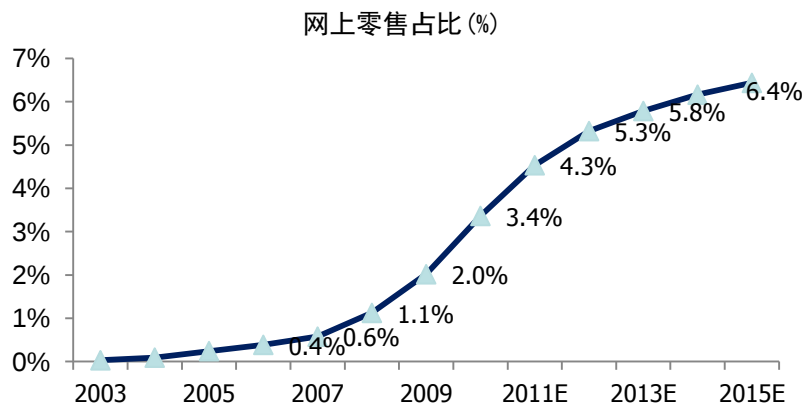


图13 网购额在零售中的占比持续升高



数据来源：艾瑞、德邦研究

行业之困境：供求两端同时受压，行业进入结构调整期

在需求面，与实体店相比，电商凭借着更为完整的产品展示及更具竞争力的低价策略，不断侵蚀传统零售店的市场份额。在网站与门店之间选择，取决于人们对购物环境、便捷性、体验性、价格敏感度及产品美誉度等多重因素的综合反应。尤其是随着互联网技术的进步及网络渗透率的提升，居民的网购消费习惯也在随之改变，网购作为一种渠道变革，对实体门店“替代过程”将持续存在。

国际经验来看，如图所示，美国各品类的网购市场渗透率持续提高，网购市场扩张迅速，网购渠道增速远远高于传统渠道，从而改变了行业本身的发展路径。我们认为，电商对行业的冲击影响更多的是结构性的，电商对商品品类具有一定的选择性，这种选择性必将传导至实体零售门店，从而改变行业发展格局。

图14 电商对零售业态产生差异化影响

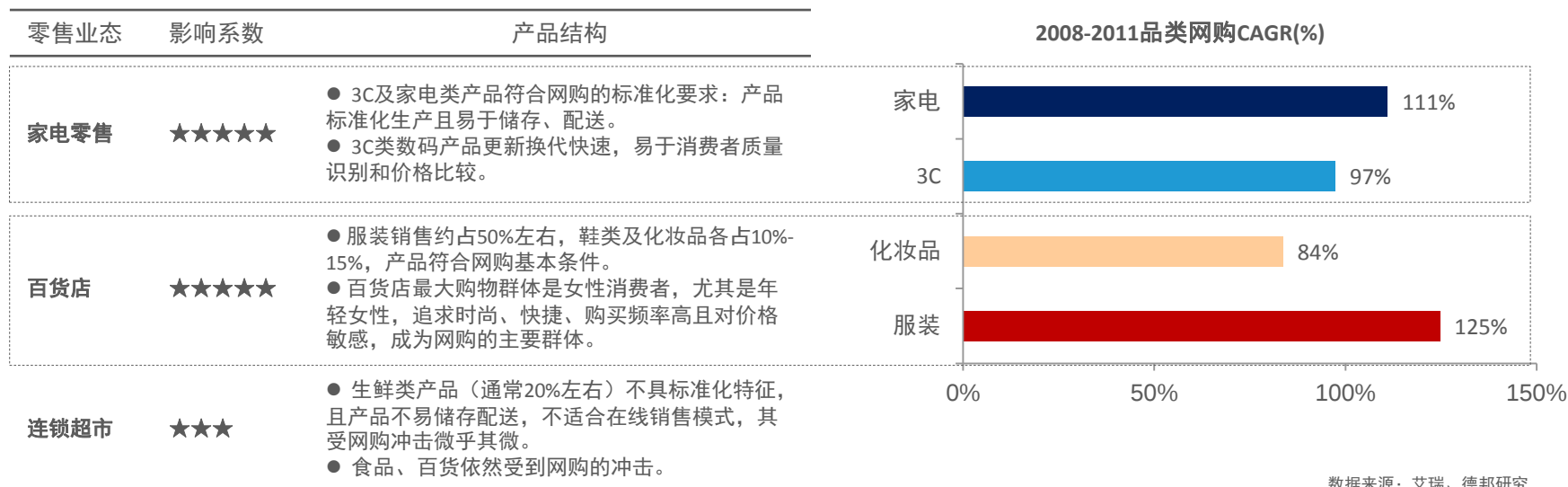


图15 美国两种渠道增速比较：网络购物VS实体门店

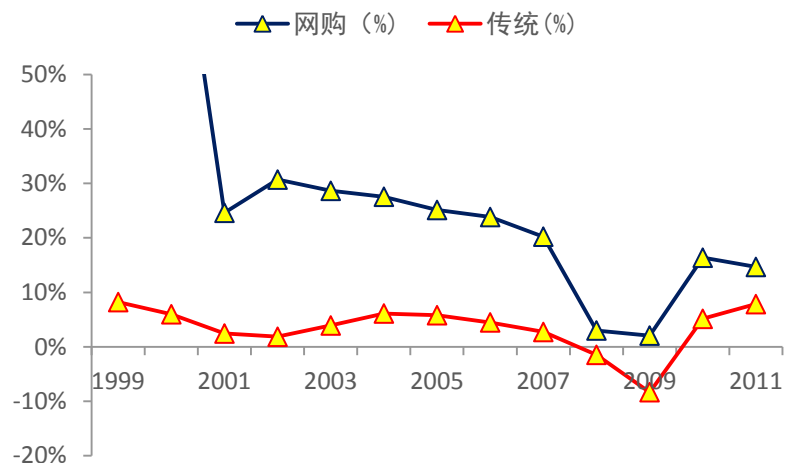


图16 美国网购购物市场渗透率持续上升

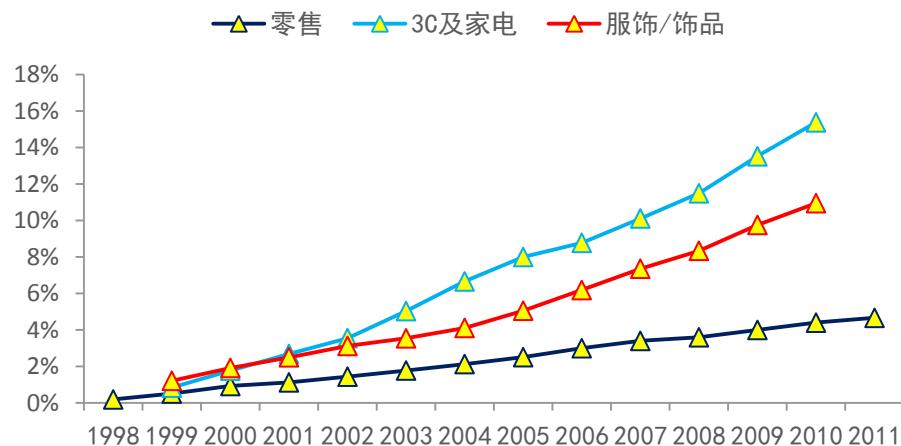


图17 美国3C及家电两种渠道历年增速比较

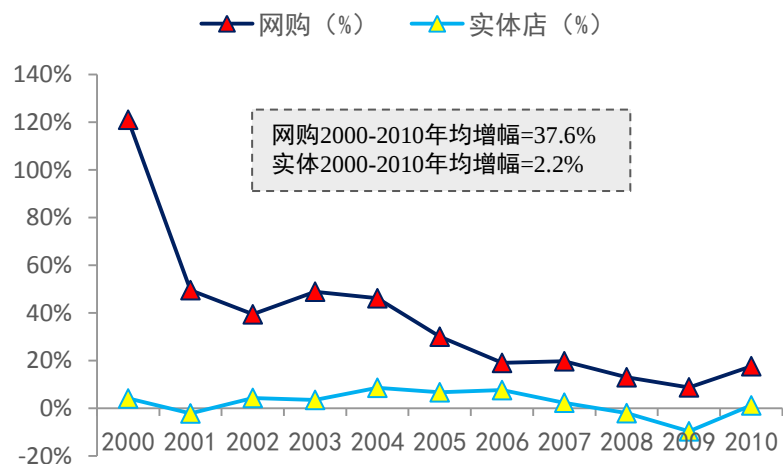
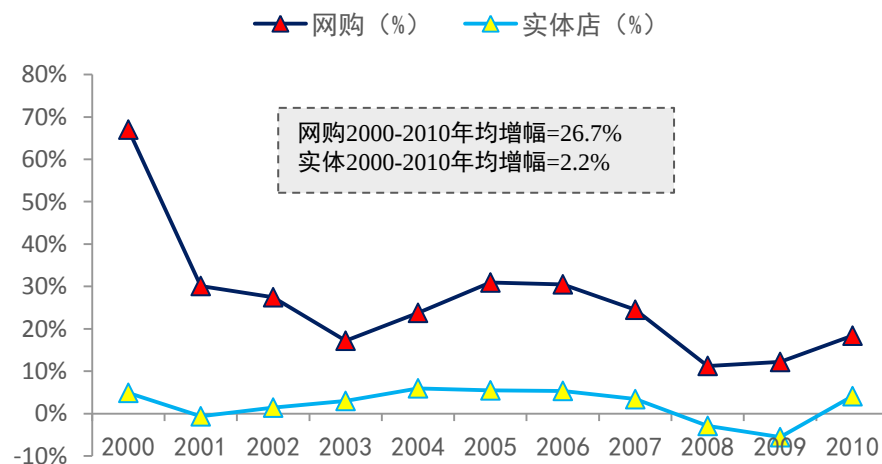


图18 美国服装饰品两种渠道历年增速比较



数据来源：U.S. Census Bureau, Datamonitor, 德邦研究

2013年展望：机会与风险并存，关注新型城镇化等主题概念

回顾2012年，国内零售业全年表现弱势格局；展望2013年，我们认为，行业将度过拐点，迎来阶段性“反弹”机会：首先，行业基本面正在改善中。国内居民可支配收入增速及消费者信心指数已经开始逐月回升，未来几个月行业增长基础正在不断巩固中。其次，行业迎来重大政策红利。我们相信，新一届政府提出的新型城镇化战略将是未来零售业最大的政策红利，其间隐蕴着诸多发展机会；此外，商务部近期表示，新的消费新政将陆续出台，加上收入分配改革推进，行业的政策环境将持续向好。

图19 城镇居民人均可支配收入实际增速开始回升

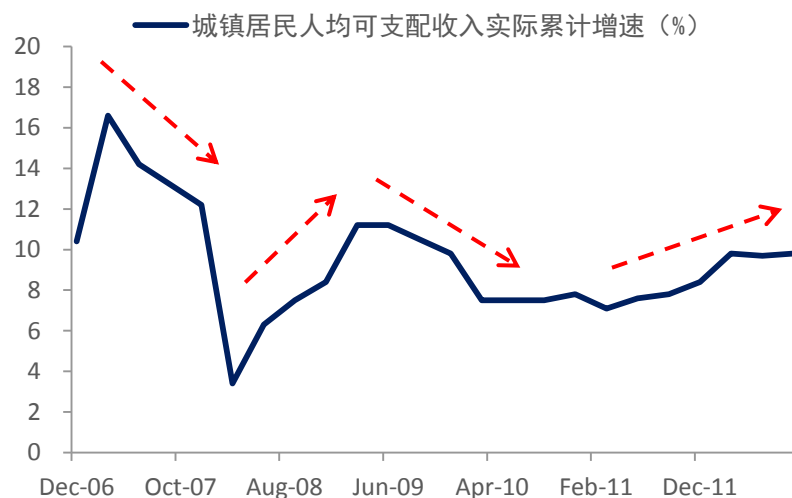


图20 消费者信心指数开始稳步回升



数据来源：WIND、德邦研究

2013年展望：机会与风险并存，关注新型城镇化主题概念

新型城镇化战略，作为未来中国经济增长的主要动力之一，将为零售业的发展提供巨大机会。目前中国城镇化率仅略高于50%，远低于发达国家80%左右的水平，我们认为，未来十年其提升空间将依然十分可观。

城镇化对零售业的拉动效应十分明显。经验数据统计表明，城镇化率每提高1%，将直接拉动消费增长1.5%左右。城镇化对零售业的作用主要体现在两个方面：其一是收入水平的提升。2011年，城镇居民人均可支配收入已超过2万元人民币，约为农村居民人均年纯收入的3倍多，城镇化意味着居民从农村向城市的转变过程中其消费能力将获得大幅提升；

图21 城镇居民人均消费支出快速提升

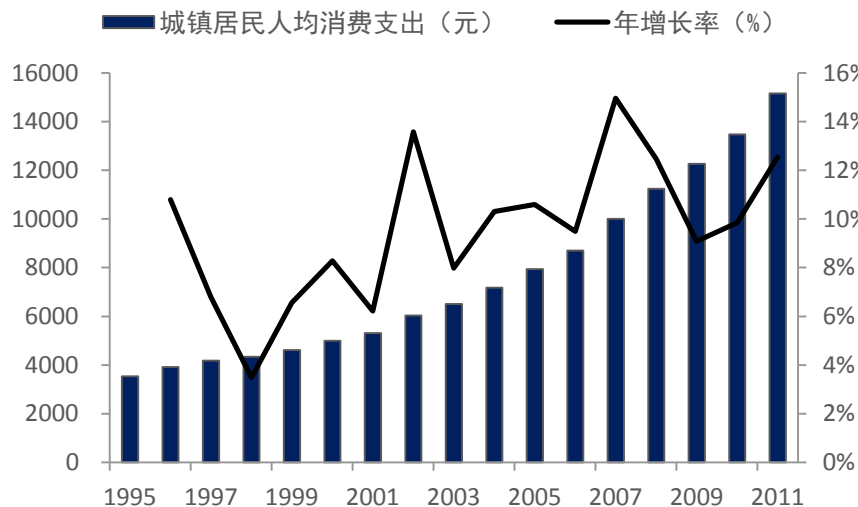
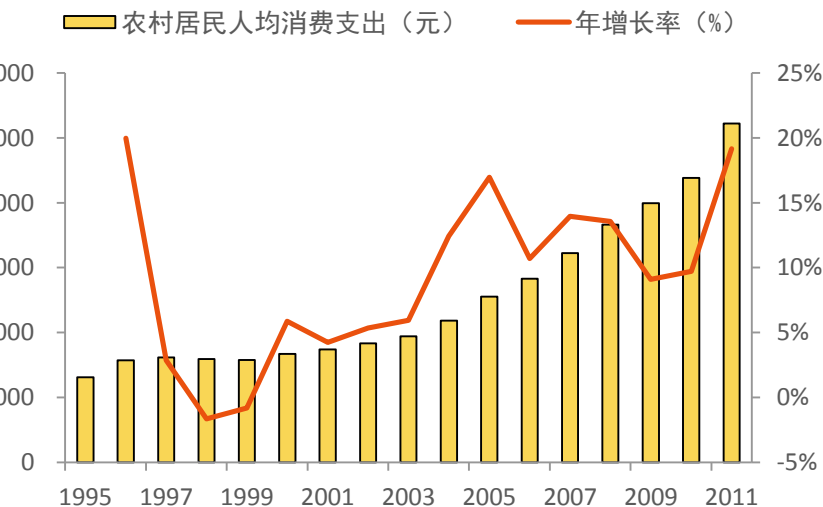


图22 农村居民人均消费支出快速提升



数据来源：WIND、德邦研究

2013年展望：机会与风险并存，关注新型城镇化主题概念

其二是居民边际消费倾向的改变。与农村居民比较，城镇居民在购买能力、消费方式及社会保障等方面均获得了大幅提升，两者在消费模式和消费理念上存在着差别。城镇化意味着居民边际消费倾向将发生显著改变，其非生活必需品和奢侈品等消费需求将获得有效释放。

总量来看，2011年，城镇居民人均消费支出额为1.5万元，约为农村居民的3倍左右。结构分析，2011年，城镇居民人均消费支出中食品、衣着和家庭设备分别占到36.3%、11.0%和6.7%，而对于农村居民而言，这三类消费品分别为40.4%、6.5%和5.9%，显然与农村居民相比，城镇居民对衣着、家庭设备等非食品类商品有着更高的消费倾向。

图23 城镇居民人均分项消费支出

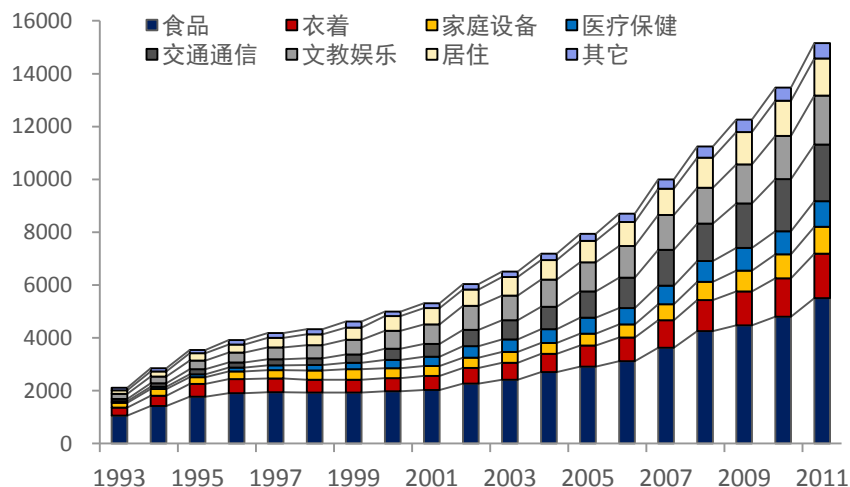
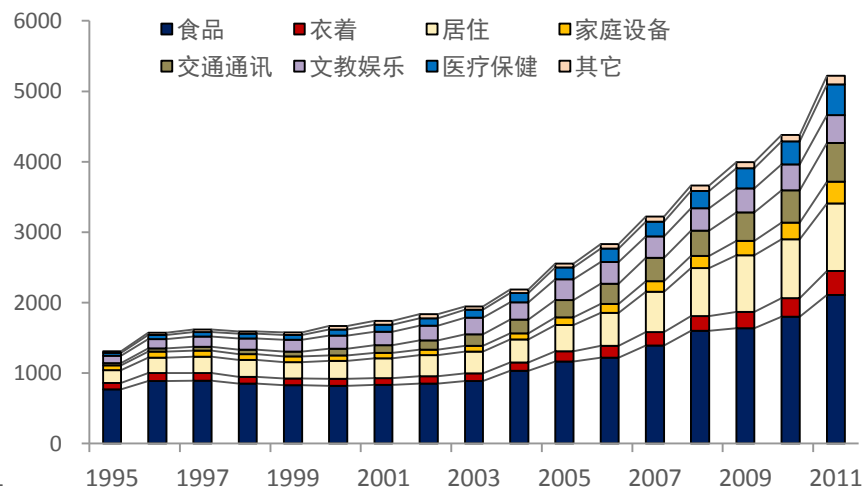


图24 农村居民人均分项消费支出



数据来源：WIND、德邦研究

2013年展望：机会与风险并存，关注新型城镇化主题概念

动态来看，我们发现，在过去十几年间，农村居民对食品消费的边际倾向要始终高于城镇，而衣着、家庭设备等非食品类商品，城镇居民则持续表现出更高比例的购买倾向。

由此可见，城镇化对零售行业的影响不仅表现在总量规模的提升，更将引领市场结构的变化，行业通过规模和结构的双重调整实现新的升级换代。我们认为，城镇化将确定影响零售业态变迁路径，特别是购物中心、城市综合体、现代百货、家电连锁及大卖场等业态有望成为主要受益者。

图25 城乡居民食品边际消费倾向

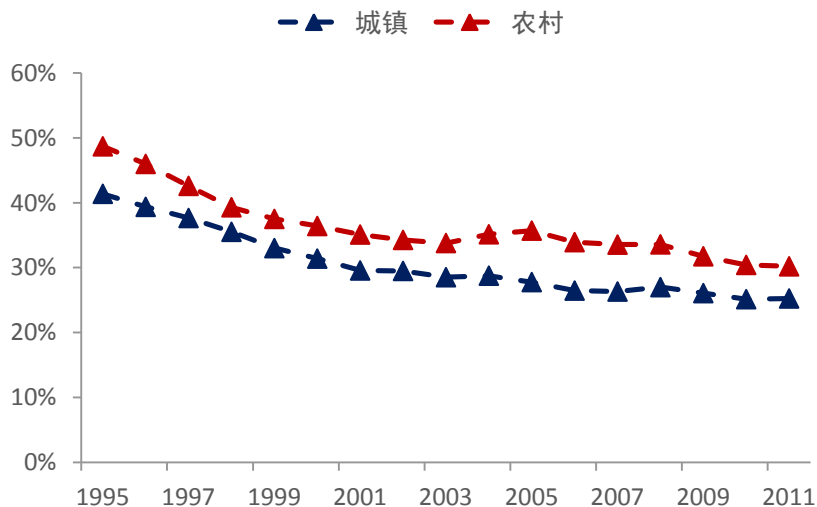
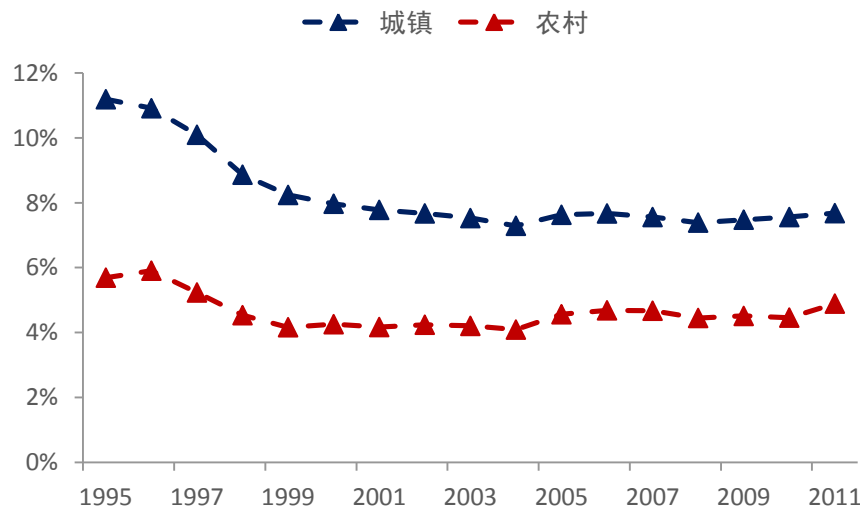


图26 城乡居民衣着边际消费倾向



数据来源：WIND、德邦研究

2013年展望：机会与风险并存，关注新型城镇化主题概念

中国购物中心正处于导入期，增长迅速。据中购联统计，截至2011年底，国内已开业购物中心达2812家，累计商业建筑面积1.77亿平米，预计未来还将以每年约300家的速度增长，至2015年购物中心总数约在4000家左右。中国购物中心发展目前正处于扩张的全盛时期，其年均增速远远超出世界水平，成为全球购物中心增量的核心地带。

城镇化将确定地成为购物中心（或城市综合体）发展的主推力。我们认为，在新型城镇化战略的推动下，未来十年，中国购物中心将得益于城镇化率进一步提升而出现一波放量增长，其中以中西部二、三线城市尤为明显。

图27 城镇化导致购物中心呈现新一轮增长

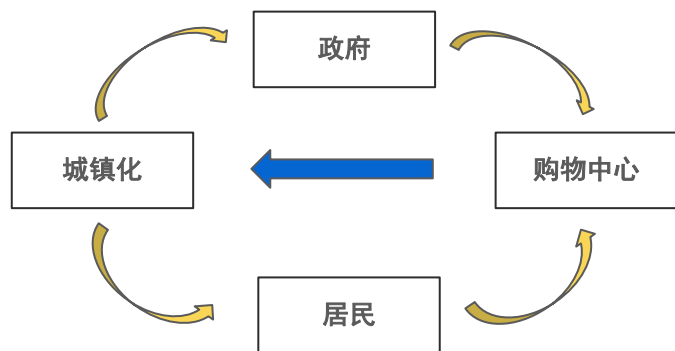
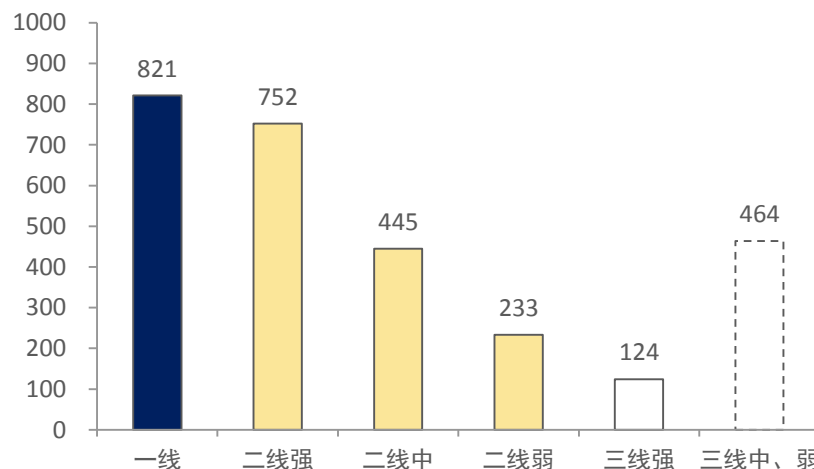


图28 购物中心层级化特征明显

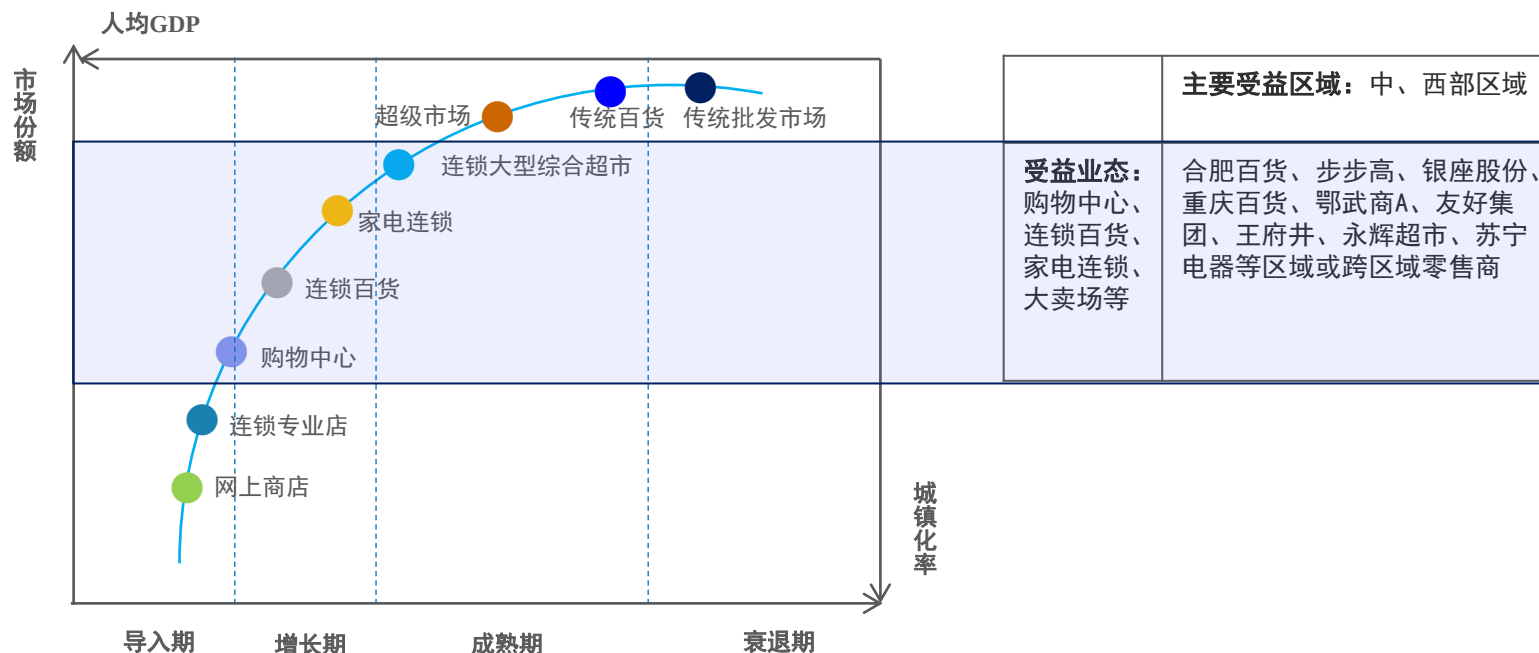


数据来源：中国购物中心产业资讯中心产业研究部、德邦研究

2013年展望：机会与风险并存，关注新型城镇化主题概念

新型城镇化将重点推进中西部区域零售商实现飞跃式扩张，其年复合增速将显著高于东部发达地区。结合不同业态的差异受益程度，我们认为如合肥百货、银座股份、重庆百货等区域零售龙头或许是新型城镇化战略的主要受益公司。

图29 城镇化下零售业态与区域受益分析



数据来源：德邦研究

2013年展望：机会与风险并存，关注新型城镇化主题概念

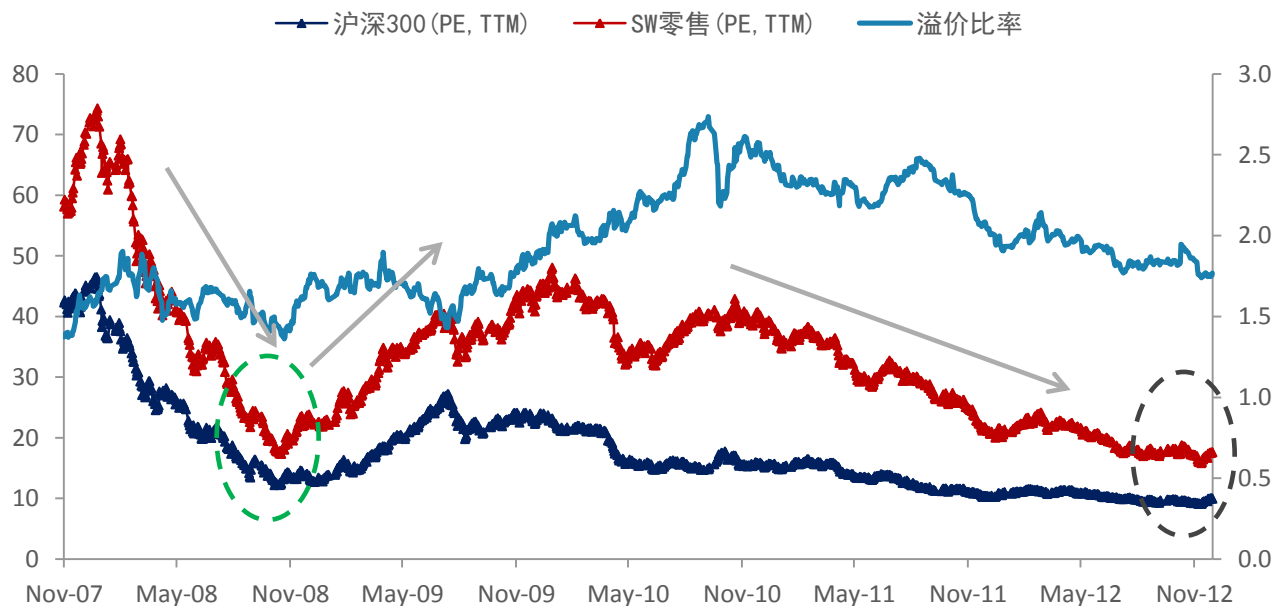
随着国家逐渐把扩大内需作为拉动经济的主要途径，零售行业发展的内外部环境正在持续改善。除了新型城镇化战略外，政府也正在积极酝酿或推出其它新的消费政策，比如收入分配改革、银行卡刷卡手续费率调整等，这将有效地促进行业获得新一轮的发展机会。

从另一方面来看，我们认为，行业之前所承载的诸多风险因素依然存在或没有充分被消除：一是电商对传统零售门店的冲击将持续存在。尽管未来国内网购市场增速有望略微下降，但不理性的价格战将不仅使得电商自身无法实现盈利，更将对传统零售商带来新一轮的冲击。二是零售商承担的诸多“刚性成本”难以在短期内下降，行业长期遭遇的“制度困境”尚未获得解决的途径。

估值分析：行业估值已接近历史底部，投资具有吸引力

经过两年时间的调整，A股零售板块估值已跌至2007年以来的历史底部，目前板块12年/13年动态PE分别为16倍和13倍，而静态PE（TTM）也仅17倍多一点，板块整体估值具有吸引力（如图所示）。

图30 零售板块静态PE（TTM）创下近五年历史低点



数据来源：WIND、德邦研究

估值分析：行业估值已接近历史底部，投资具有吸引力

目前港股百货平均12/13年PE为14倍和12倍，超市为25倍和22倍；欧美百货12/13年PE为12倍和10倍，超市为18倍和16倍。比较之下，A股百货公司12年、13年PE分别为15倍和12倍，超市分别为22倍和18倍，考虑国内零售公司未来两年15%-20%的净利增速，我们认为其估值显著偏低。

表3 境外零售公司估值统计

股票代码	股票名称	股价(单位)	市值(USD)	2012PE	2013PE	2014PE	12PS	13PS	14PS	12PB	13PB	14PB
0331.HK	春天百货	0.87	472.64M	10.97	7.09	5.40		1.68	1.46	1.15	1.05	0.95
0825.HK	新世界百货中国	4.72	1.03B	12.62	11.03	9.04	1.87	1.60	1.37	1.24	1.17	1.08
0848.HK	茂业国际	1.60	1.11B	9.27	8.53	7.72	1.90	1.49	1.27	1.09	1.02	0.94
1700.HK	华地国际控股	3.93	1.27B	12.43	10.89	9.08	1.98	1.69	1.46	1.77	1.60	1.44
1833.HK	银泰百货	9.68	2.50B	16.94	14.15	12.89	4.14	3.40	2.75	2.17	1.97	1.78
3308.HK	金鹰商贸集团	18.96	4.73B	23.71	20.28	16.99	7.94	6.60	5.34	5.47	4.62	3.89
3368.HK	百盛集团	6.14	2.23B	14.65	13.24	11.49	2.85	2.52	2.28	2.43	2.21	2.00
	港股百货			14.37	12.17	10.37	3.45	2.71	2.28	2.19	1.95	1.73
M.N	梅西百货	38.22	15.11B	11.21	9.94	8.69	0.55	0.53	0.51	2.62	2.39	2.05
MKS.L	玛莎百货	390.80	10.12B	11.79	10.75	9.88	0.62	0.59	0.57	2.40	2.21	2.01
	欧美百货			11.50	10.35	9.29	0.59	0.56	0.54	2.51	2.30	2.03
0980.HK	联华超市	6.87	992.47M	11.59	10.60	9.70	0.21	0.20	0.18	1.75	1.58	1.41
1025.HK	物美商业	16.56	2.74B	26.51	22.49	18.43	1.03	0.90	0.78	5.08	4.48	3.74
6808.HK	高鑫零售	11.94	14.70B	38.11	32.11	26.91	1.15	0.97	0.82	4.66	4.16	3.65
	港股超市			25.40	21.73	18.35	0.80	0.69	0.59	3.83	3.41	2.93
COST.O	好市多	97.85	42.31B	21.75	19.53	17.89	0.40	0.37	0.35	3.62	3.25	3.40
WMT.N	沃尔玛	69.04	230.96B	14.03	12.79	11.58	0.49	0.47	0.45	3.00	2.79	2.45
	欧美超市			17.89	16.16	14.74	0.45	0.42	0.40	3.31	3.02	2.93

数据来源：彭博、德邦研究

表4 A股零售公司估值及评级

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE(2012)	PE(2013)	PE(2014)	PEG(2013)	PB	PS	评级
000417.SZ	合肥百货	6.82	53	12.00	9.74	7.75	0.51	2.05	0.61	买入
000501.SZ	鄂武商A	10.72	54	14.50	11.95	9.99	0.56	2.33	0.38	增持
000715.SZ	中兴商业	5.67	16	15.16	12.71	10.51	0.66	1.39	0.46	增持
000987.SZ	广州友谊	11.08	40	10.67	9.61	8.13	0.87	2.17	0.88	增持
002187.SZ	广百股份	7.12	24	12.83	11.03	9.38	0.68	1.20	0.33	增持
002277.SZ	友阿股份	8.93	50	13.82	11.13	9.14	0.46	2.28	0.93	增持
002419.SZ	天虹商场	10.84	87	14.99	12.31	10.13	0.57	2.29	0.62	增持
002561.SZ	徐家汇	8.03	33	14.20	13.59	12.71	3.03	2.11	1.59	-
600628.SH	新世界	6.48	34	14.68	13.14	11.58	1.12	1.60	1.05	-
600693.SH	东百集团	7.05	24	22.47	20.16	20.58	1.76	2.37	1.15	-
600694.SH	大商股份	31.05	91	9.63	7.68	6.30	0.30	2.13	0.29	-
600697.SH	欧亚集团	20.83	33	16.75	13.42	10.61	0.54	3.09	0.40	增持
600723.SH	首商股份	7.21	47	11.90	10.73	9.07	0.98	1.84	0.39	增持
600729.SH	重庆百货	23.47	88	12.89	10.83	8.84	0.49	2.83	0.32	买入
600778.SH	友好集团	10.09	31	15.15	12.91	14.15	0.74	2.50	0.55	买入
600785.SH	新华百货	14.12	29	10.80	9.24	7.86	0.55	2.13	0.51	增持
600814.SH	杭州解百	6.14	19	27.56	21.14	17.30	0.70	2.50	0.90	-
600827.SH	友谊股份	8.01	138	11.28	10.08	9.19	0.84	1.17	0.28	增持
600858.SH	银座股份	8.77	46	16.92	12.80	10.70	0.40	1.88	0.37	买入
600859.SH	王府井	23.13	107	15.21	12.96	10.81	0.75	1.86	0.60	买入
601010.SH	文峰股份	12.94	64	14.28	10.33	8.85	0.27	1.89	1.00	增持
603123.SH	翠微股份	7.76	24	16.27	14.11	11.93	0.92	1.51	0.49	-
	百货平均			14.73	12.36	10.74	0.80	2.05	0.64	
000759.SZ	中百集团	6.04	41	19.50	17.78	14.47	1.83	1.46	0.27	增持
002251.SZ	步步高	21.65	59	17.82	13.83	10.00	0.46	3.15	0.61	买入
002264.SZ	新华都	4.77	26	15.70	12.81	10.75	0.57	2.01	0.40	增持
601116.SH	三江购物	9.27	38	21.99	20.44	18.68	2.70	2.61	0.73	-
601933.SH	永辉超市	23.63	181	38.91	29.11	21.49	0.85	4.27	0.78	增持
002697.SZ	红旗连锁	16.57	33	17.96	15.80	13.92	1.16	2.02	1.33	-
	超市平均			21.98	18.29	15.04	1.26	2.58	0.69	
002024.SZ	苏宁电器	6.43	475	14.31	13.39	11.42	1.95	1.68	0.48	增持
300022.SZ	吉峰农机	8.22	29	45.44	33.63	22.20	0.96	4.58	0.54	-
000861.SZ	海印股份	13.27	65	13.50	10.75	8.96	0.42	4.22	3.17	增持
002344.SZ	海宁皮城	24.02	135	19.59	14.75	20.67	0.34	5.05	6.75	增持
600415.SH	小商品城	6.46	176	21.54	14.52	11.28	0.30	2.16	4.80	-

数据来源：WIND、德邦研究

投资建议：城镇化为主线，兼看业态、模式、治理及“禀赋”

■ **城镇化主线：**对于2013年，我们建议以城镇化作为零售公司选择的基本主线。

✓ 在区域上，优选中部或西部二、三线区域龙头。中西部区域将是未来中国城镇化率提升最快速的地区，我们认为，零售公司为主要受益者之一，有望迎来一次难得的发展机会。那些积极进行渠道下沉、布局二三线城市的零售公司具备更为明确的增长空间。

✓ 在业态上，依次选择购物中心、百货、家电及大卖场等。我们认为，购物中心符合居民从农村向城镇角色转变的切实需求，也顺应地方政府发展商业地产及民生工程的利益驱动，预计未来将迎来新一轮的增长机会。百货店的升级换代将伴随着城镇化率及居民可支配收入的提升而再次加速，百货的摩尔化或将成为一种趋势。家电连锁是城镇化进程比较直接的体现，基于城乡居民家电保有量差距及以旧换新等，从长期来看，家电市场容量扩张依然比较确定。而对于超市业态，我们最看好生鲜卖场增长空间。基于城镇化进程中生鲜卖场具备替代传统菜市场的功能特征，生鲜卖场作为一种新兴业态，有望持续跑赢行业水平。

■ **业态模式：**关注业态的生命周期，选择处于导入期或成长期、具备长期持续扩张潜力及高进入门槛的业态与模式。

✓ 长期看好生鲜卖场、购物中心及多业态零售模式，这些业态模式通常处于导入期，成长性好；通常能够最大可能地聚集人气和客流，增加门店的坪效水平。

■ **治理结构：**选择治理结构完善、管理团队优秀的零售公司。

✓ 关于国有控股或者民营控股，我们认为这并不是判断公司治理优劣的主要标准；相比之下，产业资本的增持或者参与更应引起市场的关注。

✓ 优秀的管理团队和有效的激励机制将是零售公司业绩持续快速增长的有力保障。

■ **禀赋条件：**掌握稀缺商业资源，垄断区域市场或者在市场具备强大的品牌竞争力。

✓ 占据核心商圈，拥有优质自有物业。商圈环境主导零售公司持续的内生增长力，而高自有物业率将最大程度上节省门店的租金费用，有效控制成本。

✓ 拥有销售10亿元以上的旗舰店或明星店，且门店在当地乃至国内具有较强的品牌影响力。

投资建议：城镇化为主线，兼看业态、模式、治理及“禀赋”

综合以上投资主线，我们优选了2013年零售板块若干投资标的：

- ✓ **百货类：**首选合肥百货（000417）（13PE10X，估值低、多业态、二三线渠道下沉），重点推荐友好集团（600778）（13PE13X，大店优势、自有物业、区域市场垄断力）、重庆百货（600729）（13PE11X，受益新型城镇化战略、区域市场垄断力）、王府井（600859）（13PE13X，全国连锁布局逐渐成形）和银座股份（600858）（13PE13X，拐点已现，集团资产注入预期增强）。
- ✓ **超市类：**首选步步高（002251）（13PE14X，购物中心模式、渠道下沉有效推进），重点推荐永辉超市（601933）（13PE29X，生鲜模式业内领先、治理改善&激励优化、全国布局、外延扩张有力）。
- ✓ **家电类：**关注苏宁电器（002024）（13PE13X，城镇化对家电的拉动效应、电商概念）。
- ✓ **商业物业类：**推荐海宁皮城（002344）（13PE15X，异地扩张有效推进、精耕皮革细分市场，模式领先）。

合肥百货（000417）：推行多业态模式，布局二三线城市，新型城镇化战略之主要受益者

- **区域城镇化提速，公司或许是最大的受益者之一。**公司所处安徽地区为目前国内区域经济增长最为快速的省份之一，2011年全省城镇化率仅为45%，略低于全国51%的平均水平，若以80%的国际均值作为上限，我们认为，该省未来提升空间十分可观。公司作为安徽省内为数不多的区域零售龙头，将充分分享区域经济增长和城镇化进程带来的各种红利。
- **自有物业比率高，隐蕴公司较强的费用控制能力。**
 - 1、**优质的商圈位置。**公司旗下门店占据着合肥市核心商圈之优质地段，目前公司在合肥市百货店共有7家，其中鼓楼商厦、百货大楼和乐普生等3家主力店均坐落于市内著名的淮河路步行街-四牌楼商圈，经营环境十分优越；
 - 2、**合理的店龄结构。**公司目前开业5年以上成熟门店达9家，3~5年成长型店为3家，而新店及次新店数量仅3家，三者比例大致为6:2:2，门店店龄结构合理。公司旗舰店鼓楼商厦2011年销售额达15亿元，连续多年蝉联安徽百货单店销售冠军；
 - 3、**高自有物业率。**截至目前，公司15家百货店中自有物业达9家，占60%；自有面积16.65万平米，自有物业占比达49%，在行业中属于中上游水平。优质的商圈、合理的店龄及高自有物业率等将使得公司能够有效地控制门店的成本费用。
- **推行多业态模式，提升主业之间的协同作战能力。**公司主营业务包括百货、超市、家电及农批市场等多种业态，各业态间相互协同、相互促进，有效提升了其门店的坪效、客流和客单价等。2011年，公司百货店坪效约为2万元左右，在区域同类门店中保持了较高的竞争优势。我们认为，多业态模式在二三线区域具备巨大增长空间，符合城镇化进程中居民的一站式购物需求。
- **布局二三线城市，渠道下沉将奠定区域领导地位。**在合肥零售市场逐趋激烈的情况下，公司目前正积极布局省内如六安、淮南、黄山、铜陵等三线城市，开设百货、超市等连锁门店。目前公司在合肥市外外埠百货门店共计8家，比例超过50%，且多数为成熟或成长型店，预计将成为公司近年营收增长的主要贡献力量；另有蚌埠、芜湖和滁州3家门店将于未来两年内开业。公司通过积极开设外埠门店和渠道下沉，抢先占领了安徽区域零售市场，为今后进一步发展奠定了基础。
- **盈利预测、估值及投资评级。**预计公司2012-2014年EPS分别为0.57元、0.70元和0.88元。公司目前股价6.82元，对应12-14年PE分别为12倍、10倍及8倍，估值水平偏低，处于行业底部。我们认为，公司作为典型的区域多业态零售龙头，将充分受益国家新型城镇化战略，中长期业绩十分确定。给予未来12个月目标价10元/股，买入评级。

图31 安徽省城镇化率较低，提升空间依然巨大

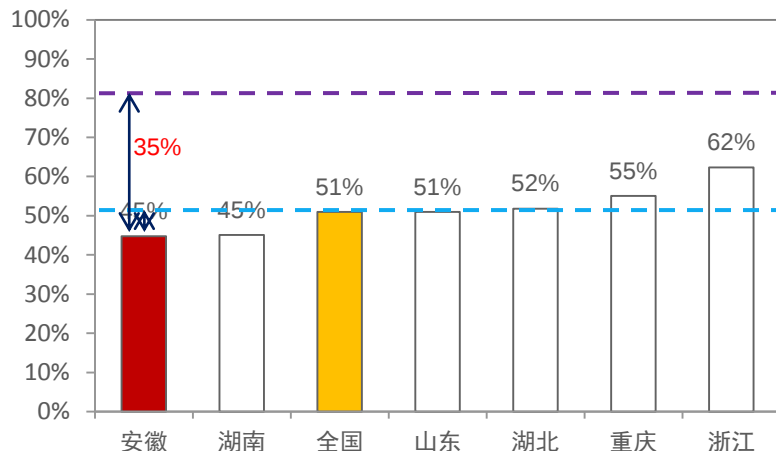


图32 安徽省零售市场将迎来快速发展期

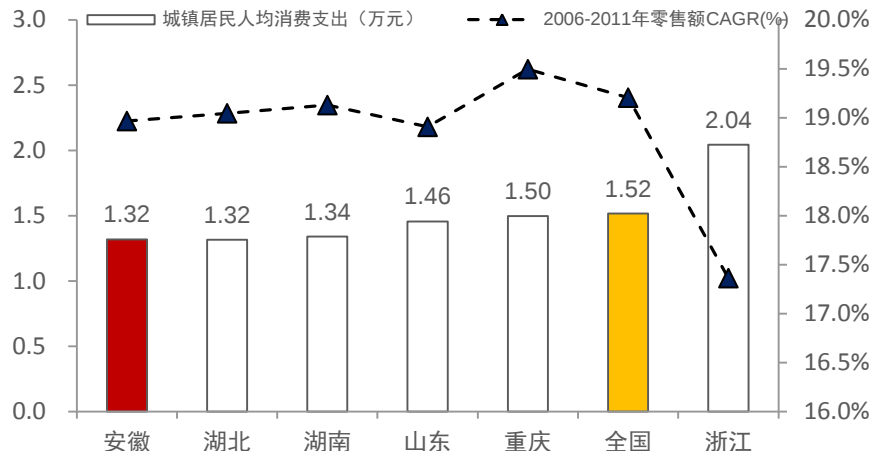


表5 公司主要门店/业态盈利概况

门店/业态	开业时间	门店面积	物业性质	净利润 (万元)						净利增速 (%)			
				2007	2008	2009	2010	2011	12H1	08/07	09/08	10/09	11/10
合肥鼓楼商场	1996/02	2.3万m²	自有	3601	5101	6832	5935	6727	3366	42%	34%	-13%	13%
CBD购物中心	2006/01	3.5万m²	租赁	-560	-664	565	1545	2070	1290	19%	-	173%	34%
蚌埠百货大楼	2003/11	1.5万m²	自有	960	1339	1590	2076	3145	1540	40%	19%	31%	51%
合肥商业大厦	1998/10	1.6万m²	自有	439	789	1147	1484	2328	1391	80%	45%	29%	57%
乐普生商厦	2008	1.8万m²	自有	-	-	723	1455	1576	992	-	-	101%	8%
铜陵百货大楼	2003/12	3.2万m²	自有	632	1312	1556	1897	2748	1636	108%	19%	22%	45%
黄山百货大楼	2005/09	1.0万m²	自有	-	-	511	690	897	-	-	-	35%	30%
合家福超市	2000/06			2765	6633	7353	8362	9898	6488	140%	11%	14%	18%
百大电器	2005/05			500	431	661	1376	1765	280	-14%	53%	108%	28%
周谷堆农批市场	1998/11			1940	2497	3171	4092	4390	2500	29%	27%	29%	7%

数据来源: WIND、公司公告、德邦研究

图33 公司销售收入历年持续提升

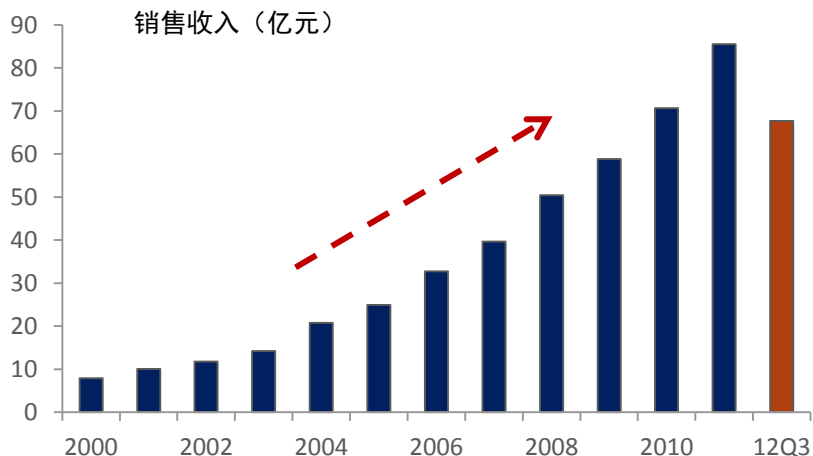


图34 公司主业毛利率整体来看平稳上升

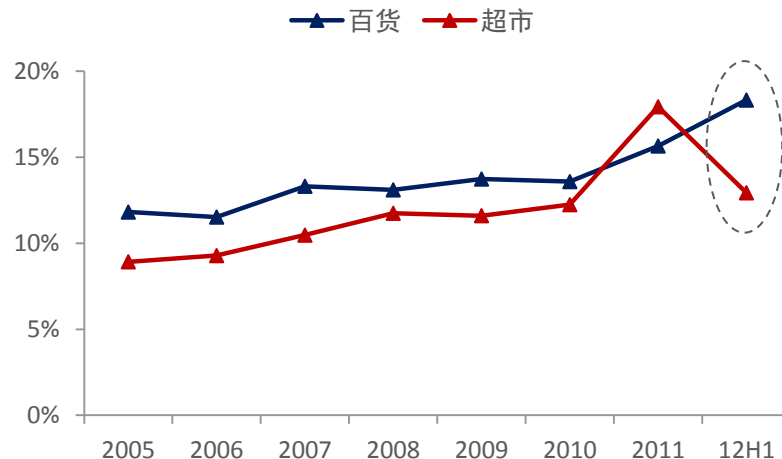


图35 公司百货店实现区域协调发展战略

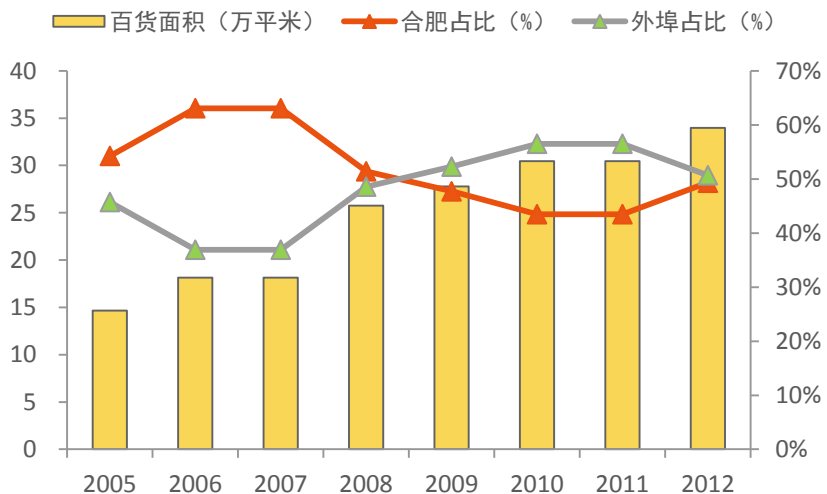
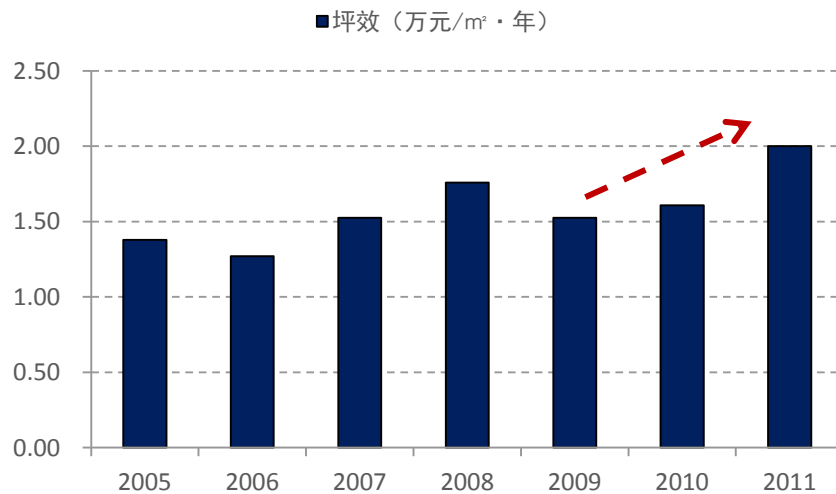


图36 公司百货店坪效处于稳步提升中



数据来源: WIND、公司公告、德邦研究

步步高（002251）：占尽“天时、地利、人和”，国内民营零售公司之典范

- **受益于湖南区域经济发展，公司即将迎来又一个“黄金十年”。**公司位于中国中部湖南省，湖南作为国内区域经济快速崛起的省份之一，将成为下一个“十年”中国零售市场增长的一大亮点。2011年湖南省城镇化率仅为45%，与安徽接近，既低于周边省份湖北和广东，也低于全国平均水平，隐蕴着其巨大的提升空间。我们认为，国家新型城镇化战略将大力推进区域消费市场升级换代，公司作为区域内最大的零售公司，将成为主要受益者。
- **民营控股背景下，机制灵活、激励到位、管理有效。**公司董事长王填多年涉足零售业，积累丰富经验，对行业发展具有深度的理解力和前瞻力，其带领下的管理团队激励到位、管理有效。2009年，公司成功引进了外籍管理团队，对超市业务进行了全面改革，经过两年左右时间的磨合和调整，公司超市业务的盈利能力显著提升：2010-2011年，以有效面积估算，公司超市门店坪效分别为7559元和9191元，11/10年同比提升21.6%；2010年和2011年超市毛利率分别为16.6%和17.1%，略有上升。
- **自建MALL模式，自有物业率高，费用控制力强。**
 - 1、**自建MALL模式。**公司积极推进购物中心业态，2009年以来分别开设了湘潭、长沙和岳阳三家主力店，三家主力店均为运营面积在10万平方米左右的大店且均为自建项目。公司大型MALL的建成进一步巩固了步步高在湖南区域市场的控制力和影响力；
 - 2、**自有物业率高。**2009-2011年，公司自有物业率始终维持在30%左右，远远高于国内同行（2011年永辉、中百、三江、新华都及人人乐分别为4.27%、2.06%、18.08%、1.99%及3.16%）；截至目前，公司百货及购物中心自有物业率达到52%，也在行业中处于中上水平。
- **积极拓展三、四线城市，低成本扩张迅速占领当地市场。**与周边区域相比，湖南零售市场正处于提速的“起步阶段”。2011年，湖南城镇居民人均消费支出仅1.34万元，与安徽接近，但低于全国平均水平；目前来看，湖南居民消费力整体不高，与东部沿海地区存在明显差距。随着城镇化建设推进，湖南地区经济正在快速崛起中，消费正迎来新一轮的升级换代。公司牢牢抓住湖南经济崛起的机会，深耕细作，在长沙等二线城市建立优势的条件下，积极渠道下沉，在三、四城市布局网点，提高其在整个区域市场的份额或占有率。一方面，湖南零售供给相对不足的条件赋予了公司进行低成本扩张的可行性；另一方面，从战略层面来看，公司首要专注的是湖南当地，其次才择机考虑外延发展。2009-2011年，公司外埠门店物业占比分别为15.16%、12.08%和11.65%，逐年下降，显示了其做深和做透湖南市场的战略意图。
- **盈利预测、估值及投资评级。**预计公司2012-2014年EPS分别为1.25元、1.60元和2.10元，以2011年为基期3年CAGR达30%，远远超越国内同行。公司目前股价21.65元，对应12-14年PE分别为17倍、14倍及10倍，估值偏低。我们认为，公司占据湖南区域市场，业态齐全、布局完整、模式更是贴近湖南当地消费习惯，尤其在民营机制的激励下，未来业绩高速增长十分确定。给予未来12个月目标价30元/股，买入评级。

图37 公司偏向于精耕湖南区域市场，外埠化率低

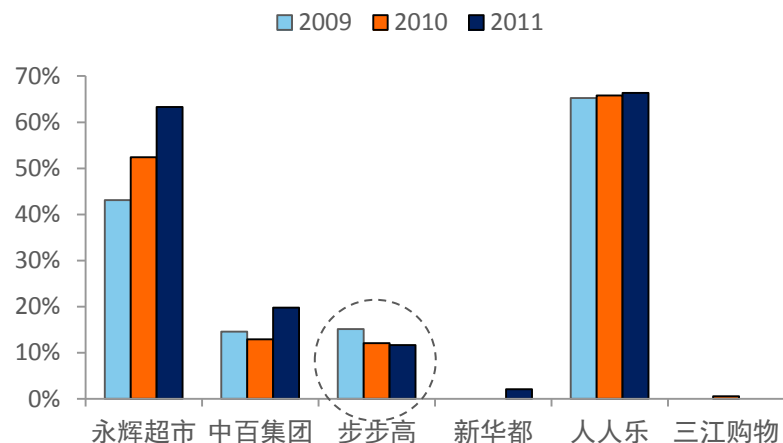


图38 公司自有物业率高居A超市公司榜首

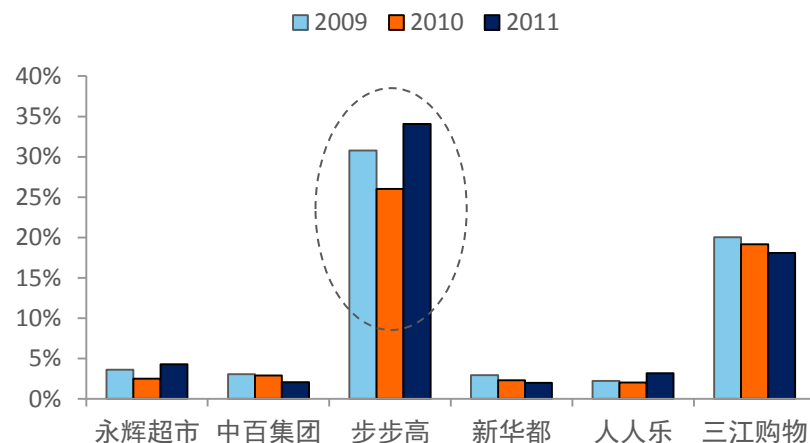


图39 公司归属于母公司净利润维持快速增长

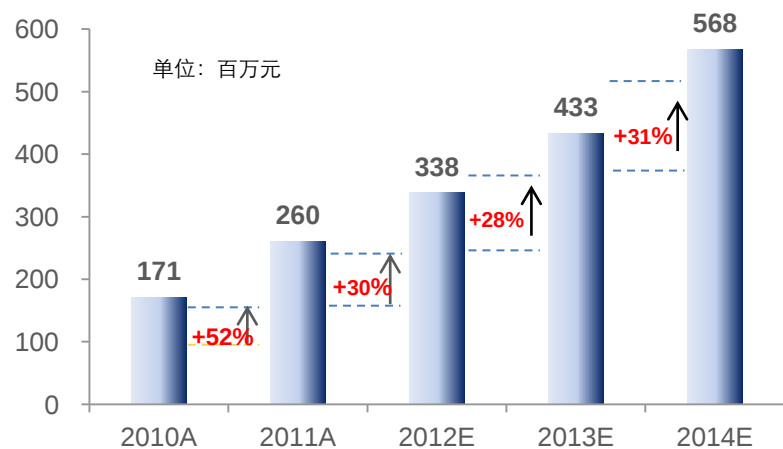
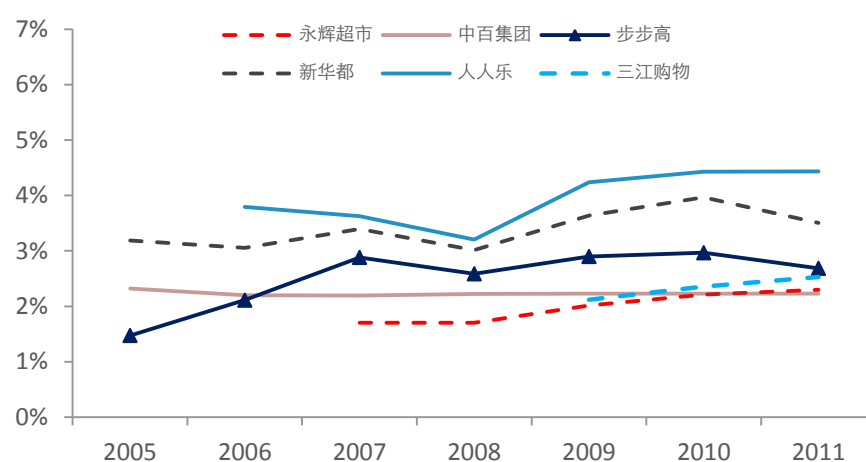


图40 公司租金费率处于行业中下水平，且略有下降



数据来源：WIND、公司公告、德邦研究

分析师简介

李项峰，经济学博士，2007年加盟德邦证券研究所，主要从事零售及旅游行业研究。

分析师承诺

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
- 中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。