

估值见底 增长可期

——2009年零售行业投资策略

 **申银万国·2009投资中国战略年会**
SYWG·2009 CHINA Value Revealed Forum

金泽斐
2008.11

观点摘要

零售集中度在连锁化浪潮中迅速提升，行业依然处于成长期

零售的消费环境长期看好，细分领域将产生大市值公司

2009年零售业绩增速尽管有所下滑，但增长依然可期

我们长期看好苏宁电器，建议配置银座股份、武汉中百和东方市场等

主要内容

1. 我国零售业目前所处什么阶段？
2. 我国零售业在未来会如何演变？
3. 2009年，我们关注什么？
4. 我们的投资选择是什么？

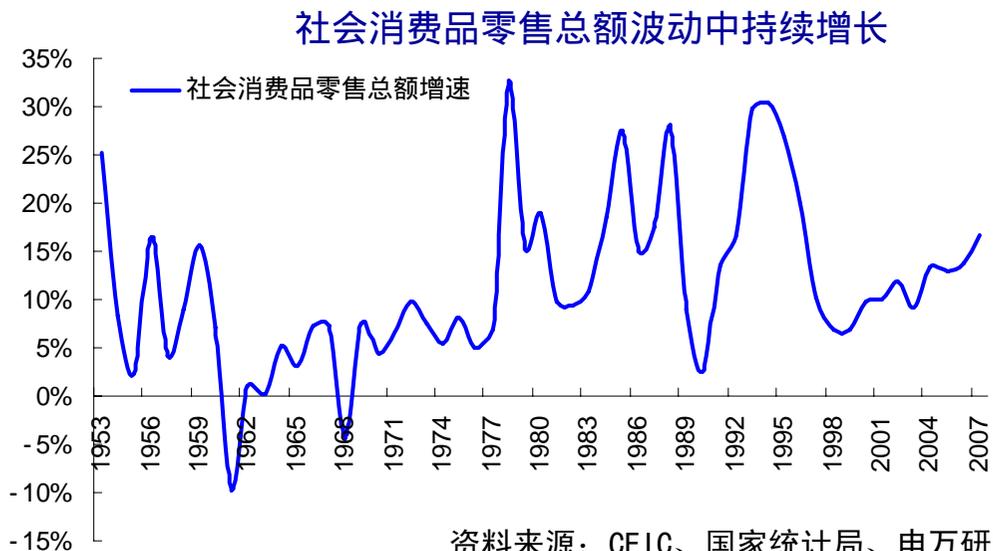
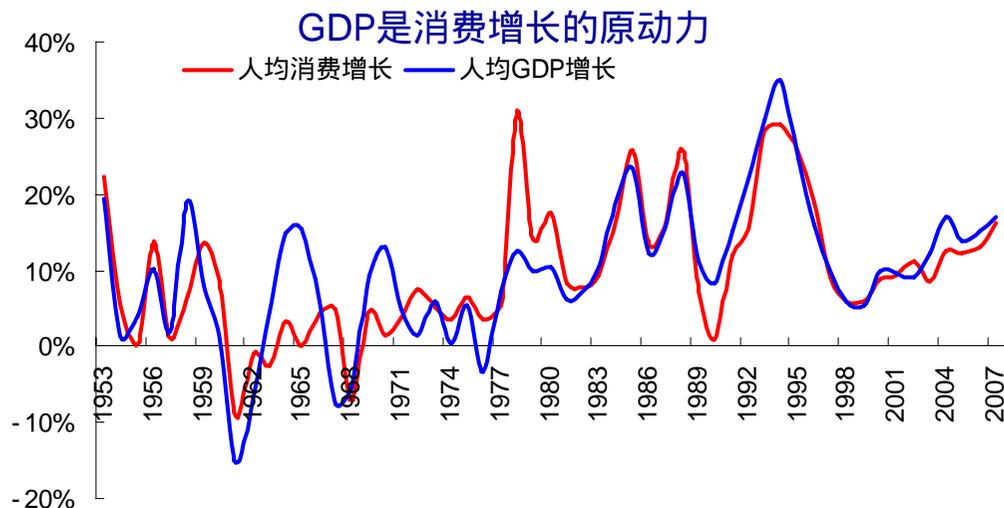
1.1 收入是消费增长的原动力

■ 消费增长的原动力

- GDP的增长
- 城市化进程
- 消费升级
- 人口红利

■ 低增长年份

- 1961年：-9.69%
- 1968年：-4.4%
- 1990年：2.45%
- 1997年：10.2%
- 1998、1999年：6.8%

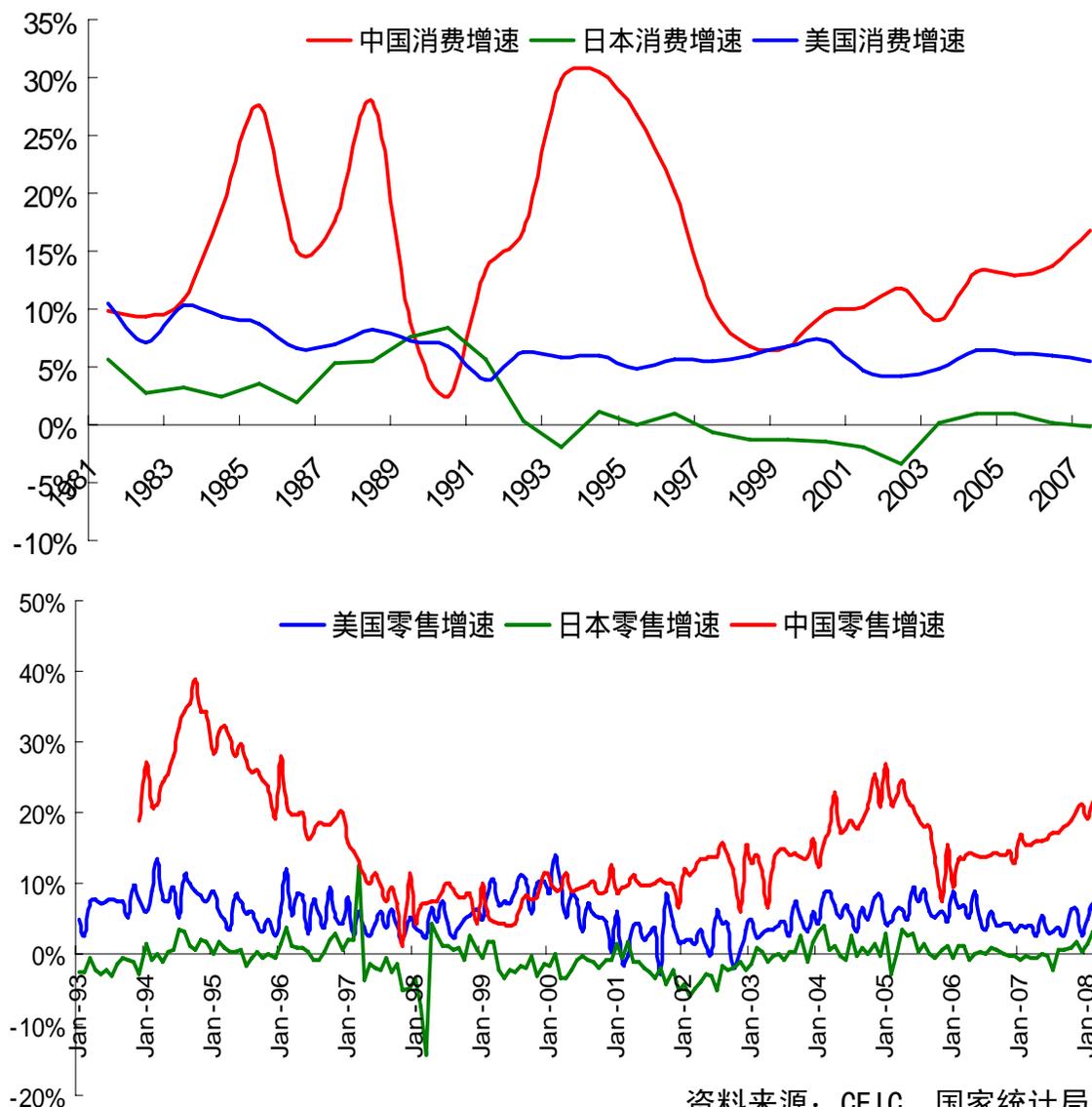


资料来源：CEIC、国家统计局、申万研究

1.2 经济周期影响消费零售

- 长期保持两位数以上的增长
- 周期性体现的较为明显
- 消费高峰梯次出现

- 零售增速具有周期性
- 全球化下联动性增强
- 近年趋势与国际有所背离
 - 股市繁荣催生财富性收入大幅提升
 - CPI 高涨造成名义增速较高



资料来源：CEIC、国家统计局

1.3 中国人均零售额低于发达国家

- 中国零售额为美国四分之一
- 中国人均零售额不到美国7%
 - 一线城市仅超过20%
 - 中西部地区低于5%

| 2007年 | 居住人口 百万 | 年零售 十亿,美元 | 年人均零售 \$/人 | 人均GDP \$/人 | 人均零售占 美国比例 |
|-------|------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 中国 | 1,320 | 1,173 | 889 | 2,485 | 6.64% |
| 其中:北京 | 16 | 50 | 3,060 | 7,654 | 22.87% |
| 上海 | 19 | 51 | 2,723 | 8,728 | 20.36% |
| 贵州 | 38 | 11 | 287 | 909 | 2.15% |
| 安徽 | 61 | 32 | 517 | 1,584 | 3.86% |
| 日本 | 128 | 1,149 | 8,974 | 34,193 | 67.07% |
| 美国 | 302 | 4,040 | 13,379 | 45,732 | 100.00% |

资料来源: CEIC、国家统计局、The World Bank

- 美国、日本的消费支出包含了住房、医疗等多项消费
- 中国消费占比明显偏低
- 中国城乡消费分化显著

| 2007年 | 居住人口 百万 | 年人均消费支出 \$/人 | 人均GDP \$/人 | 人均GDP PPP | 人均消费/ 人均GDP |
|-------|------------|-----------------|---------------|--------------|----------------|
| 中国 | 1,320 | 825 | 2,485 | 5,345 | 33.2% |
| 其中:城镇 | 594 | 1,315 | - | - | - |
| 农村 | 728 | 424 | - | - | - |
| 其中:上海 | 19 | 2,270 | 8,728 | 18,774 | 26.0% |
| 贵州 | 38 | 252 | 909 | 1,956 | 27.7% |
| 日本 | 128 | 19,534 | 34,193 | 33,525 | 57.1% |
| 美国 | 302 | 32,625 | 45,732 | 45,790 | 71.3% |

资料来源: CEIC、国家统计局、The World Bank

1.4 中国零售业处于成长期

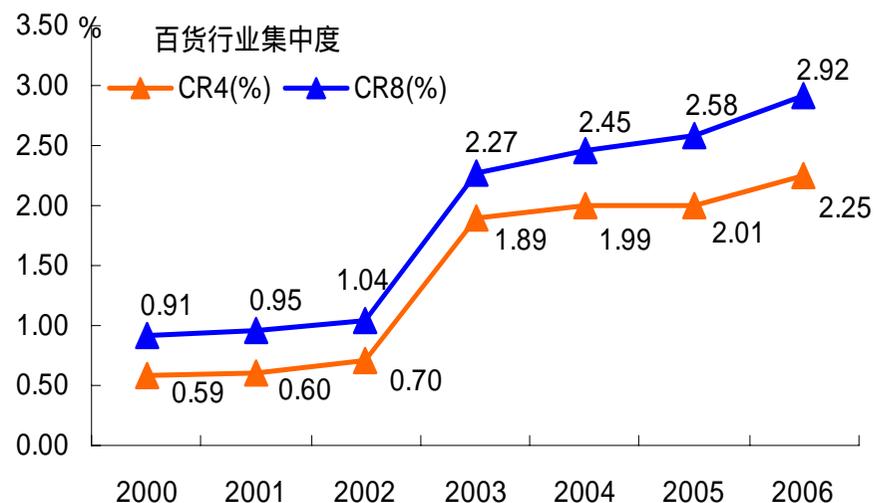
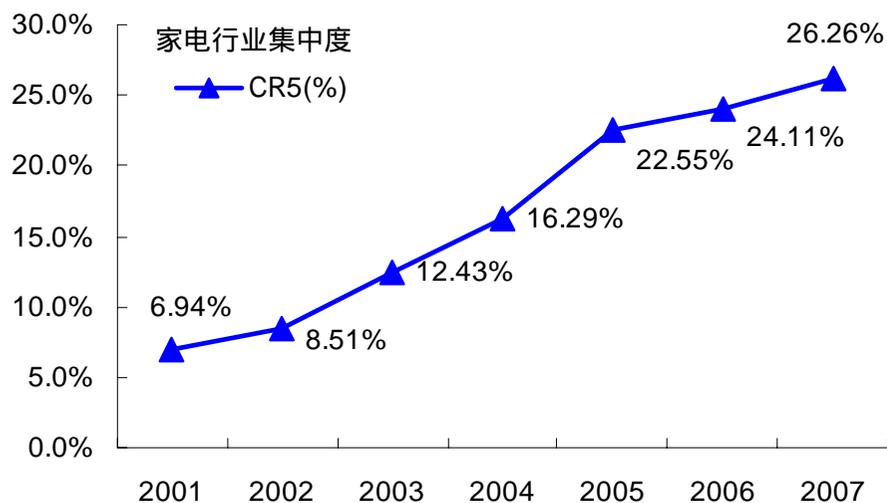
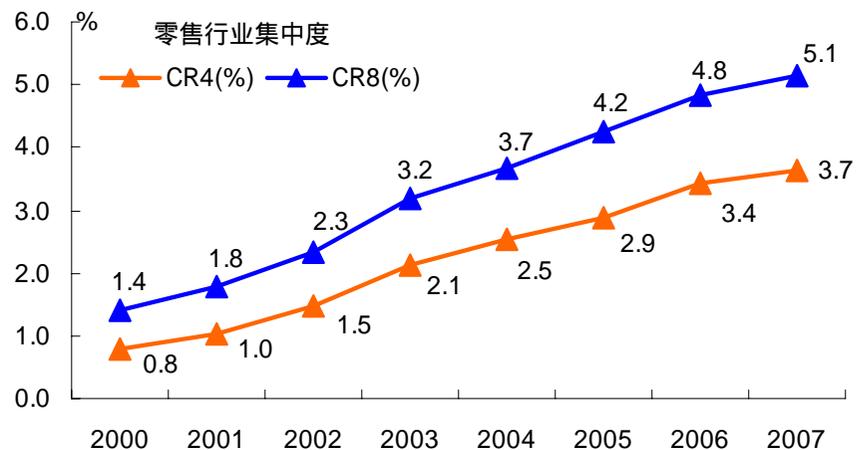
- 2007年中国人均消费相当于美国1971年水平，差距较大
- 一线城市：美国80年代、不发达地区：美国60年代
- 一方面或许和美国居民过度消费有关，另一方面也说明了我国在提升居民消费方面仍有作为的空间，特别要关注农村消费
- 中国零售业拥有全球最庞大的市场，有望从消费升级和消费倾向提高两个方面获益

| 购买力平价后 | 人均消费 | 人均GDP | 美国 | 人均GDP | 人均消费 | 消费差距 |
|--------|-------|--------|----------|--------|--------|-------|
| 全国 | 1,773 | 5,356 | Jun-1971 | 5,397 | 3,352 | 47.1% |
| 上海市 | 4,613 | 18,775 | Dec-1986 | 18,821 | 12,309 | 62.5% |
| 北京市 | 3,945 | 16,466 | Jun-1984 | 16,556 | 10,532 | 62.5% |
| 贵州省 | 1,008 | 1,956 | Sep-1950 | 1,986 | 1,320 | 23.6% |
| 安徽省 | 1,412 | 3,407 | Mar-1964 | 3,402 | 2,096 | 32.6% |
| 河南省 | 1,257 | 4,530 | Jun-1968 | 4,511 | 2,750 | 54.3% |

资料来源：CEIC、国家统计局、The World Bank

1.5 零售集中度在连锁化浪潮中有所提升

- 零售商的综合竞争力提升
- 连锁化 - 行业集中度提高
- 规模化 - 管理集约效应显现
- 信息化 - 供应链建设启航



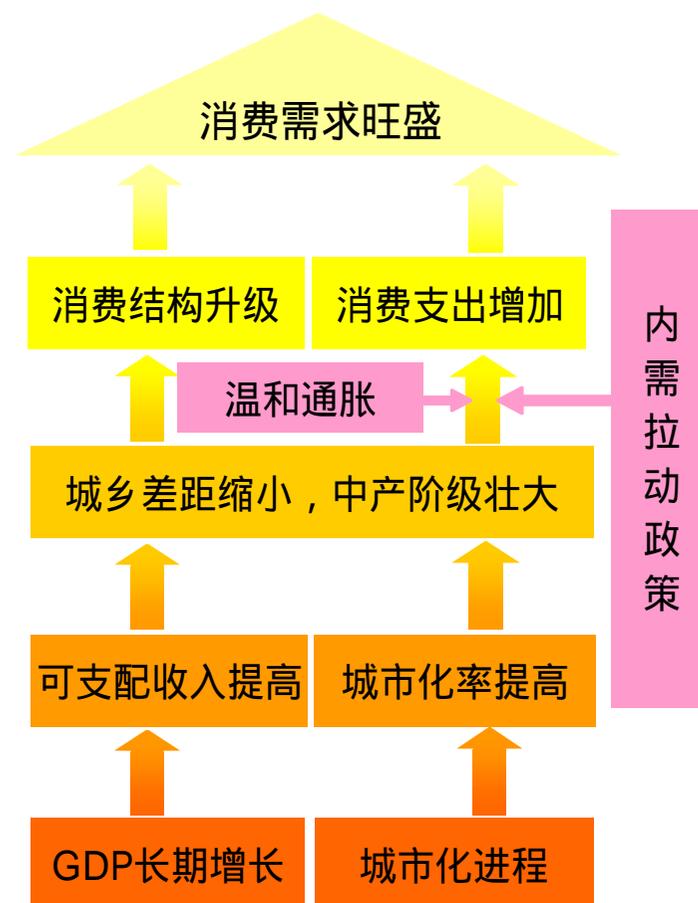
资料来源:清华大学中国零售研究中心、百货商业协会、中国零售连锁协会

主要内容

1. 我国零售业目前所处什么阶段？
2. 我国零售业在未来会如何演变？
3. 2009年，我们关注什么？
4. 我们的投资选择是什么？

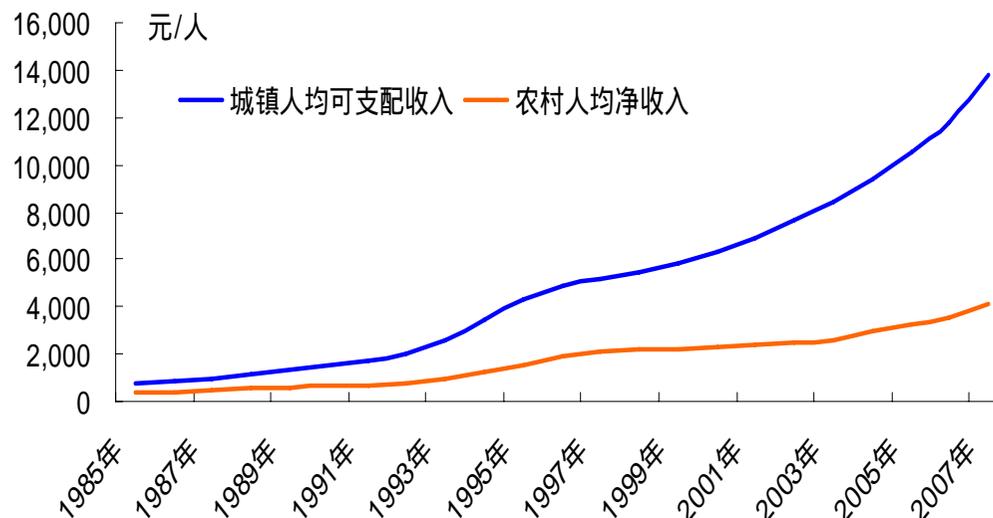
2. 零售的消费环境长期看好趋势不改

- 未来市场空间：农村消费启动和城市郊区化倾向
- 未来行业格局：全国性和区域性公司市场份额
- 未来市值空间：取决于战略定位和市场空间
- 未来伟大企业：商业模式、成长路径有迹可循

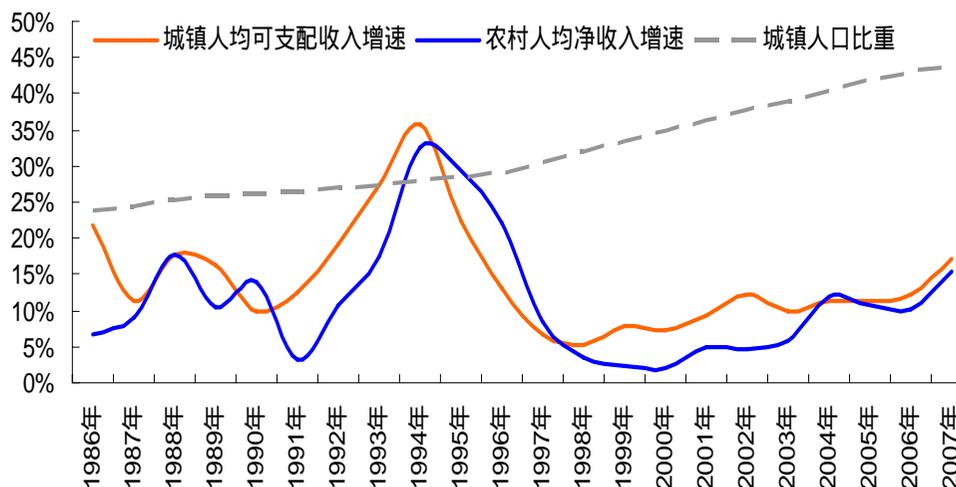
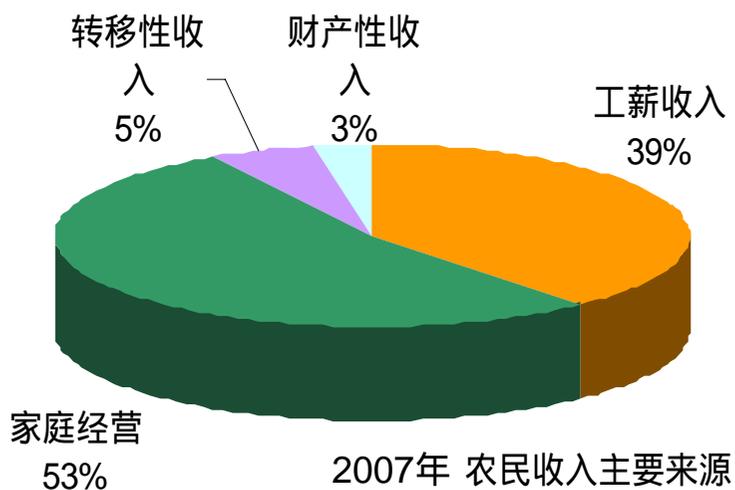


2.1 新农村改革提升农村居民收入

- 显著缩小城乡收入增速差距
- 提升财产性收入比重 - 土地
- 社会保障水平提高 - 医疗教育
- 城镇化进程梯次推进



农民财产性收入占比较小

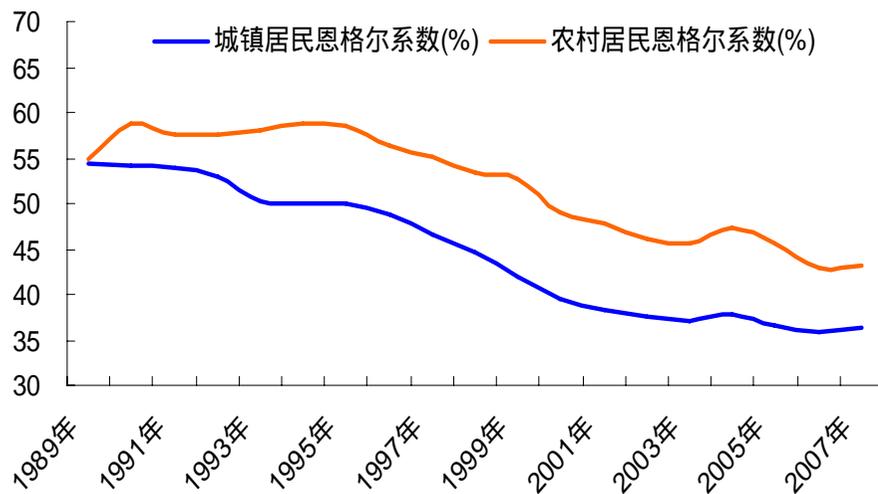


资料来源：CEIC、国家统计局

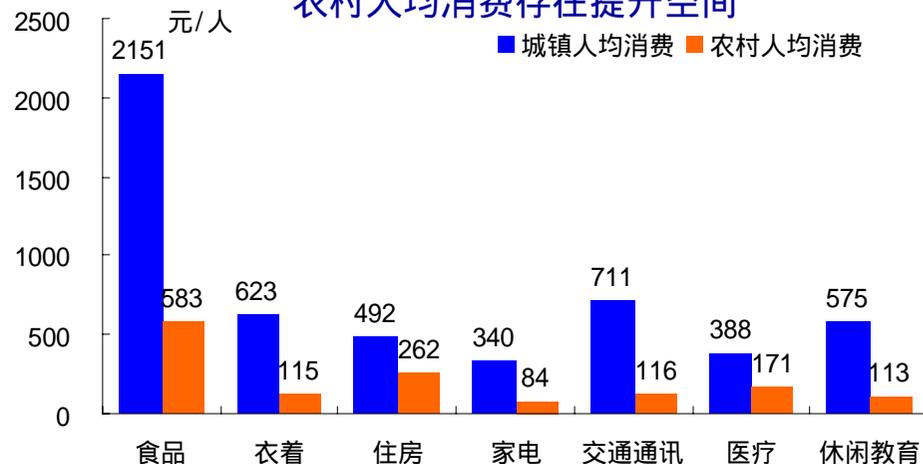
2.2 农村消费具备提升空间

- 农村人均消费仅为城市的四分之一
- 农村人均固定商业面积0.1平方米，仅为北京、上海的十分之一
- 农村市场连锁化比例不足10%
- 农村居民恩格尔系数仍高达43.1%

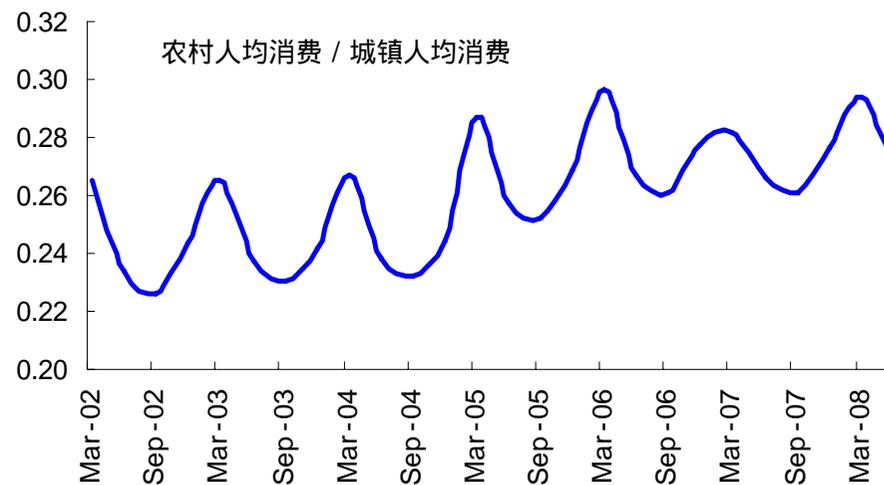
农村居民恩格尔系数明显高于城镇



农村人均消费存在提升空间



城乡人均消费差距较大

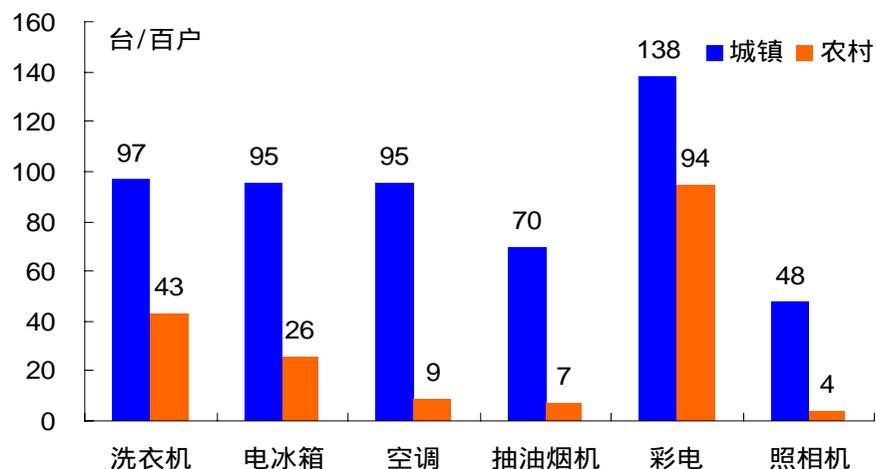


资料来源：CEIC、国家统计局

2.3 家电下乡需求空间较大

- 家电下乡潜在的市场容量超过1000亿元
- 试点企业估计分享500亿元
- 苏宁是否能拿到50亿元？

农村耐用品保有量明显低于城镇



资料来源：CEIC

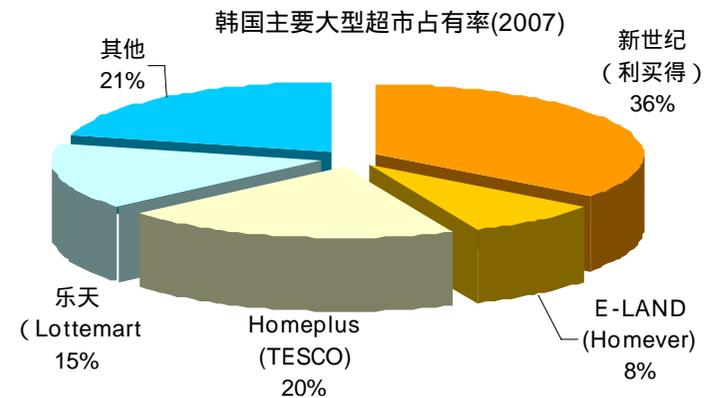
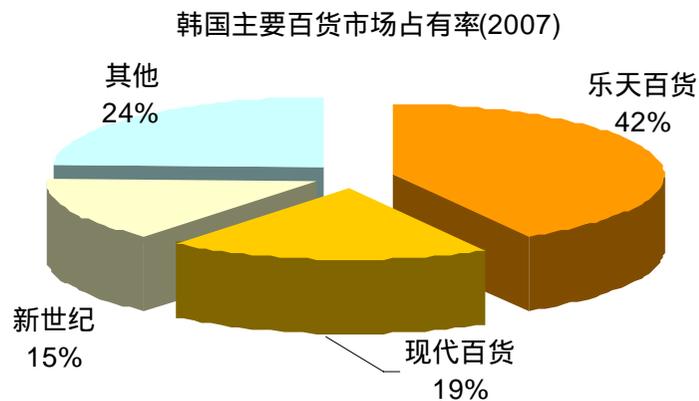
预计农村家电市场需求缺口超过1000亿元

| | 农村保有量 2007, 台/百户 | 城镇保有量 2007, 台/百户 | 预计农村保有量 80%, 台/百户 | 农村市场需求缺口 万台 | 产品单价 元 | 市场需求缺口 亿元 |
|-----------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------|-----------|--------------|
| 彩电 | 94 | 138 | 110 | 1526 | 1000 | 153 |
| 冰箱 | 26 | 95 | 76 | 4805 | 900 | 432 |
| 手机 | 78 | 165 | 132 | 5229 | 600 | 314 |
| 洗衣机 | 46 | 97 | 77 | 3031 | 800 | 242 |
| 小计 | | | | | | 1,141 |

资料来源：CEIC、申万研究

2.4 未来各业态的市场格局

- 家电连锁 - 寡头企业出现分化
 - 专业专卖 - 品牌服饰等细分领域涌现全国性公司
 - 百货 - 区域性龙头为主，向购物中心模式适当延伸
 - 超市 - 区域性龙头为主，大卖场、标准超市和便利店差异化经营
-
- 中国经济发展的不均衡、消费文化差异造成区域分割明显
 - 业态发展滞后、创新意识不强、简单模仿经营模式
 - 全国性品牌连锁商一定会诞生在细分领域，而非百货和超市



资料来源：大宇证券

2.5 见证大市值公司的诞生！

- 中国沃尔玛渐行渐进
 - 苏宁电器—销售规模、供应链建设、管理平台、现金管理
- 中国ICE的潜在机遇
 - 东方市场—纺织原料电子交易平台、物流仓储、金融服务
- 百货受景气性推动，行业整合需要突破地域限制
- 超市体量偏小，成长尚需时日
- 关注细分领域龙头零售商的产生 - 品牌服装、奢侈品
- 初期的外延扩张基本结束，管理分化导致市场份额重新洗牌
- 行业集中趋势仍将继续，竞争渐趋激烈
- 供应链整合成为零售商未来内生增长的重要方式
- 以抗风险为特征的核心竞争力开始日益凸显
- 零售商的经营创新将层出不穷

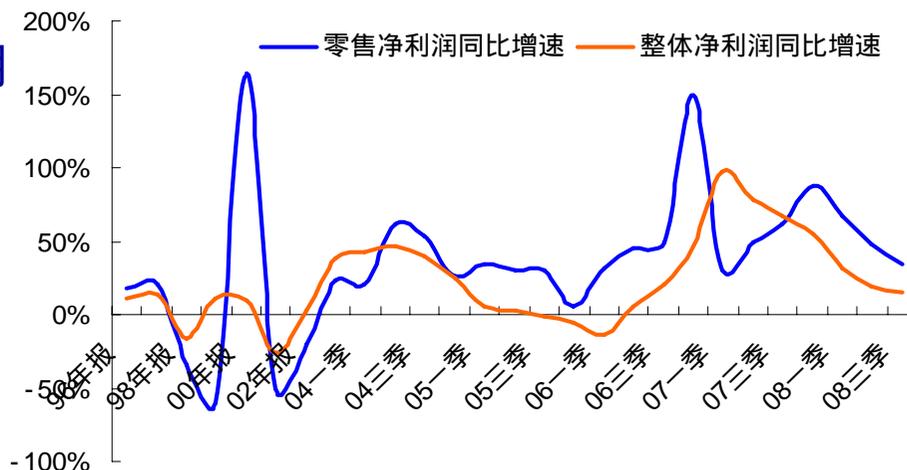
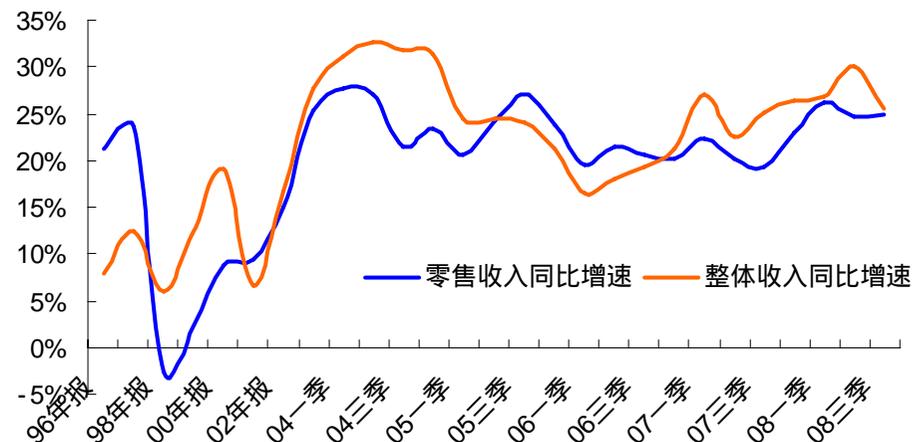


主要内容

1. 我国零售业目前所处什么阶段？
2. 我国零售业在未来会如何演变？
3. 2009年，我们关注什么？
4. 我们的选择是什么？

3.1 A股零售业绩增速回顾

- A股零售业绩变动趋势滞后整体
- 业绩变动幅度也小于A股整体
- 历史上行业增速底部回顾
- 98年金融危机
 - 收入增长：-2.6%
 - 净利润增长：-34.2%
- 99年收入增长2.3%、利润-59.7%
- 以百货为主的零售业依然处于调整期
- 03年“非典”
 - 收入增长：25.3%
 - 净利润增长：23.5%
- 消费长周期的开启充分消化非典



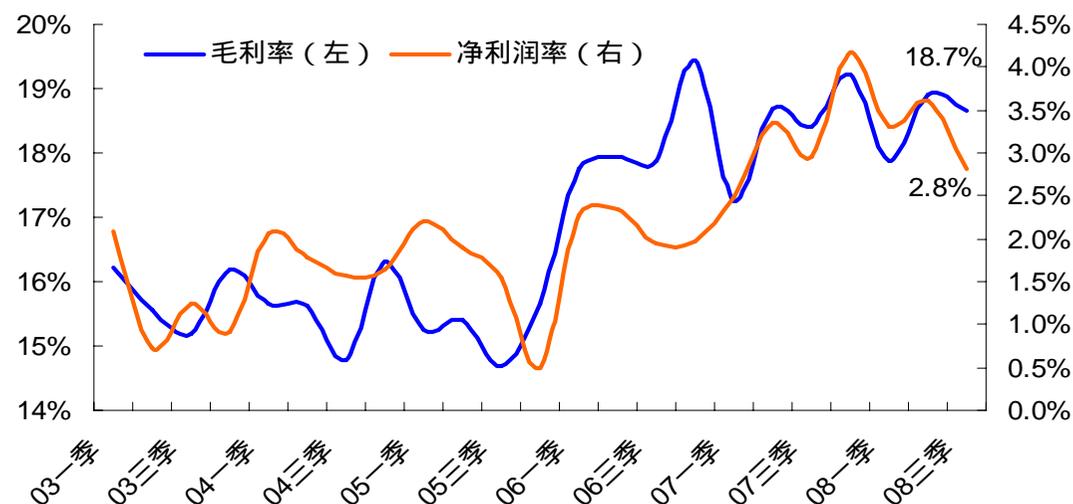
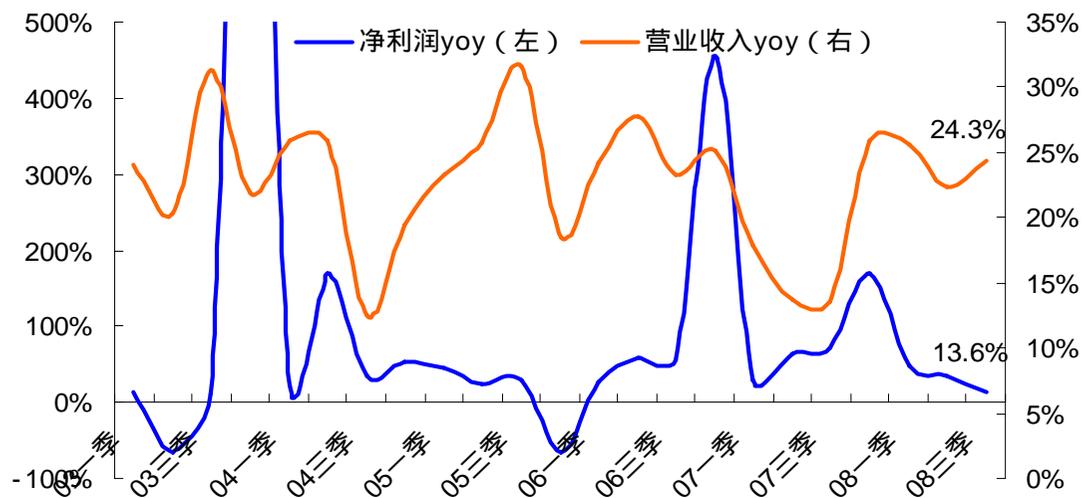
资料来源：WIND资讯、申万研究

3.2 单季盈利开始下滑

- 本轮周期零售商反应更敏锐
- 影响时滞缩短至3-6个月
 - 1Q08净利润增长开始下降
 - 3Q08受国庆前置影响收入反弹
 - 3Q08毛利率、净利率出现下滑

预期09年行业数据

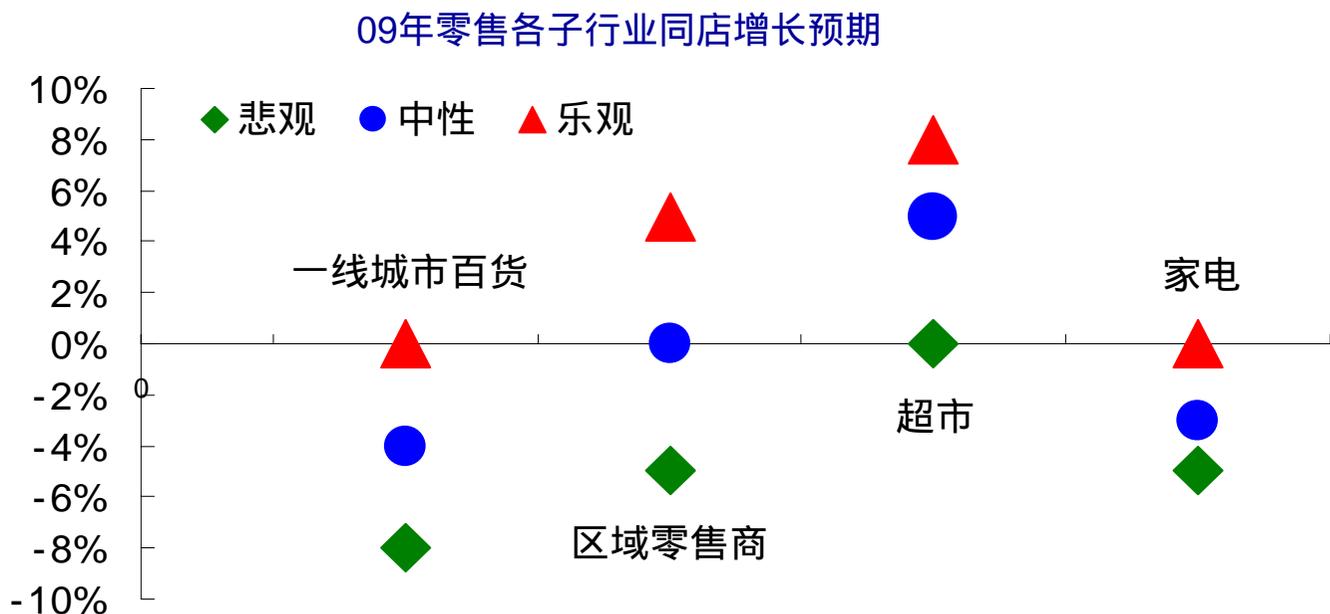
- 收入增速：12%
- 利润增速：10%
- 毛利率：17%
- 净利率率：2.6%



资料来源：WIND资讯、申万研究

3.3 09年同店增长走低不可避免

- 一线城市百货商受经济下行影响较大
- 中西部区域零售商市场控制力稍强
- CPI下行影响超市同店增长率
- 家电受房地产影响内生增速回落



资料来源：申万研究

3.4 09年自上而下我们关注？

■ 是否会有超预期的乐观因素？

- 鼓励内需的财政政策—减税、转移支付
- 新农村改革—家电下乡、超市下乡
- 资本性并购加快行业整合的速度
- 零售公司利润平滑后的适度释放

■ 基本面的风险因素是否已Price in？

- 外延扩张有所回落
- 内生增长开始下降

万村千乡市场工程

2005年起，试点区域内培养25万家“农家店”

形成以城市店为龙头、乡镇店为骨干、村级店为基础的农村现代流通体系

到2010年，覆盖85%的乡镇和65%的行政村



资料来源：WIND资讯、申万研究

www.sw108.com | 申万研究 20

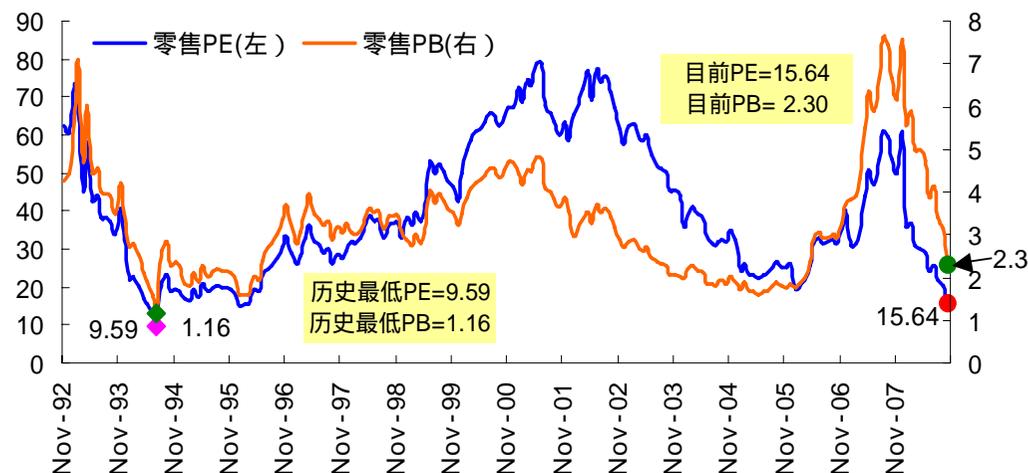
主要内容

1. 我国零售业目前所处什么阶段？
2. 我国零售业在未来会如何演变？
3. 2009年，我们关注什么？
4. 我们的选择是什么？

4.1 历史估值水平仅作参考

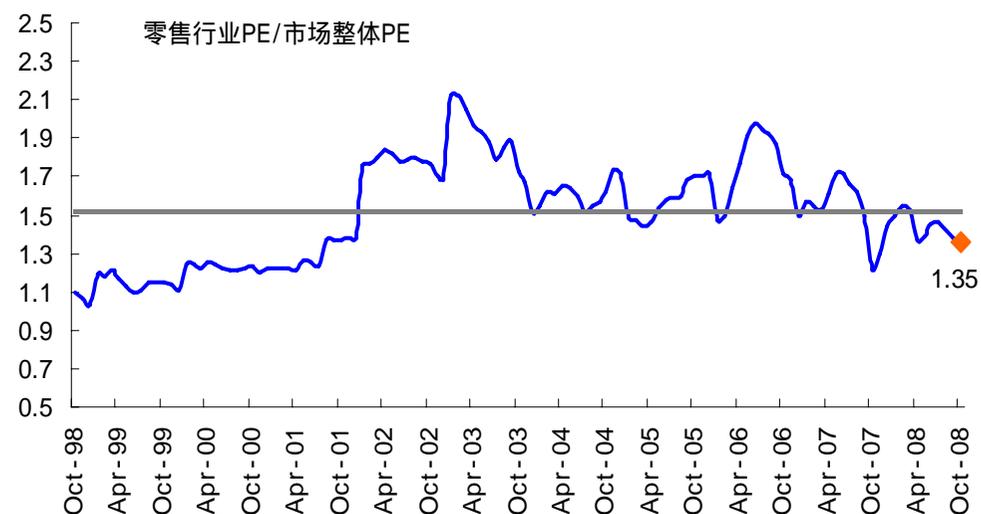
■ 行业和公司质地发生变化

- 轻资产扩张方式
- 多业态创新能力
- 行业集中度提高
- 供应链完备程度



■ 决定PE的因素发生变化

- 增长速度开始加快
- 盈利能力明显提升
- 规模效应初步显现
- ROE有效上升



资料来源：WIND资讯、申万研究

4.2 行业依然有增长优势

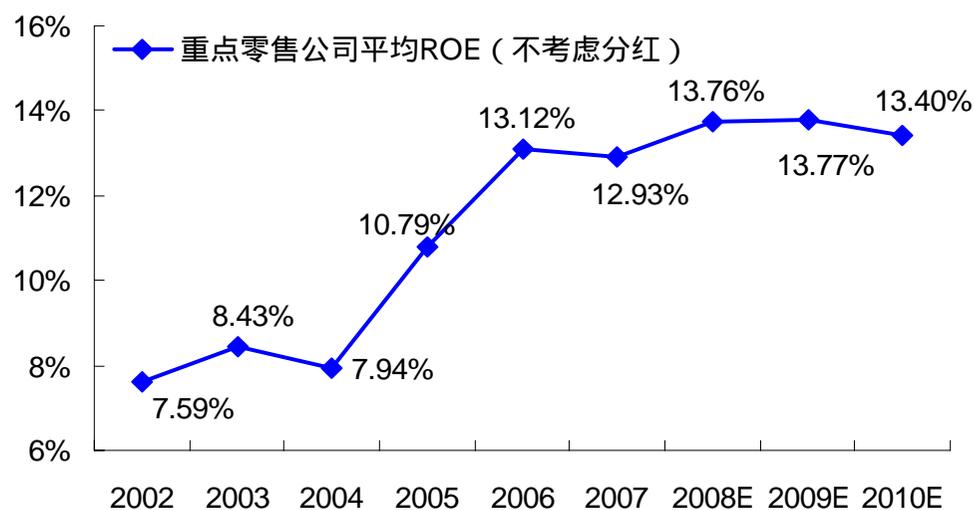
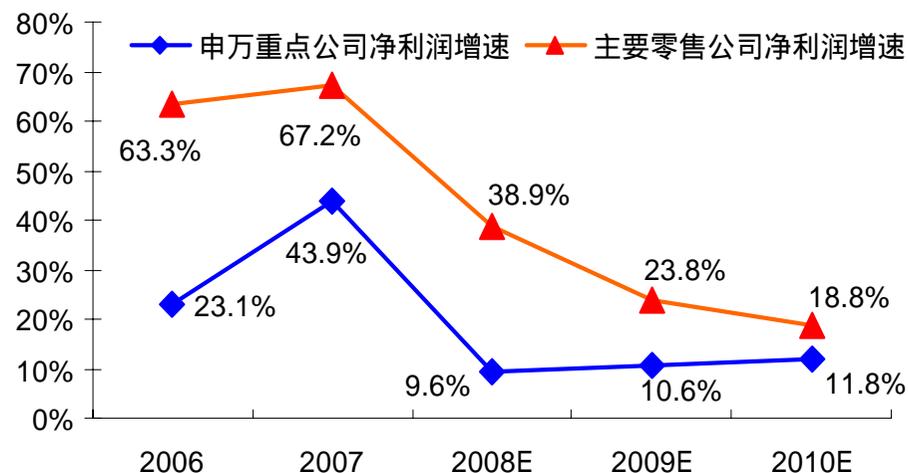
■ 未来三年增长可期

- 20%左右净利润增速
- 13%以上的ROE水平

■ 零售商未来现金分红潜力可观

■ 增长的动力来源

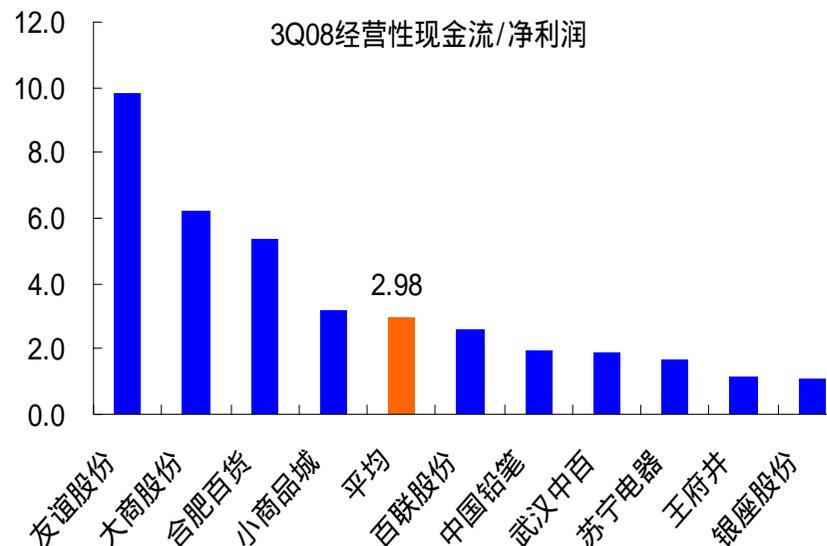
- 外延扩张
- 规模效应
- 自然增长
- 行业集中
- 资产注入



资料来源：WIND资讯、申万研究

4.3 现金流、商业物业支撑估值

- 联营、经销模式保证库存水平控制最低
- 优秀零售商大多具备良好的现金流状况
- 商业物业成为实业资本的并购底线
- 15-20倍PE构成A股零售估值底线
- 15% -20%的业绩增速
- 13%的ROE水平



| 万平米、元 | 百联股份 | 友谊股份 | 豫园商城 | 杭州解百 | 南京中商 | 益民商业 | 新世界 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 商业物业 | 89 | 35 | 28 | 12 | 20 | 15 | 20 |
| RNAV | 17.75 | 17.60 | 27.81 | 10.41 | 18.41 | 8.97 | 9.52 |
| 股价 | 7.59 | 8.27 | 8.97 | 4.84 | 6.36 | 4.71 | 6.86 |
| 低估幅度 | 134% | 113% | 210% | 115% | 189% | 90% | 39% |

资料来源：WIND资讯、申万研究

4.4 我们的选择

- 长期看好家电连锁：苏宁电器
 - 家电下乡、增值税改革、保障性住房的推进、行业整合者
- 优秀地区零售商的崛起：银座股份、武汉中百和合肥百货
- 批发市场商业模式创新：东方市场、小商品城

| 百万元 | 2007年销售 | 目前市值 | 2011E销售 | 2011E市值 | 上升空间 |
|------|---------|--------|---------|---------|-------|
| 苏宁电器 | 40,152 | 44,267 | 100,000 | 100,000 | 55.7% |
| 银座股份 | 3,075 | 3,258 | 10,000 | 9,000 | 63.8% |
| 武汉中百 | 6,959 | 4,344 | 11,000 | 9,000 | 51.7% |
| 合肥百货 | 3,967 | 2,620 | 7,000 | 5,000 | 47.6% |
| 东方市场 | 3,002 | 4,093 | 4,000 | 10,000 | 59.1% |
| 小商品城 | 2,906 | 13,574 | 4,000 | 30,000 | 54.8% |

资料来源：WIND资讯、申万研究（目前市值以08-11-14数据为准）

附录：重点公司盈利预测

| 代码 | 简称 | 收盘价 | EPS | | | | P/E | | | | PEG | 评级 |
|--------|------|-------|------|-------|-------|-------|------|------|------|------|--------|-----|
| | | | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | | |
| 002024 | 苏宁电器 | 14.80 | 0.49 | 0.84 | 1.09 | 1.33 | 30 | 18 | 14 | 11 | 0.67 | 买入 |
| 000301 | 东方市场 | 3.36 | 0.12 | 0.20 | 0.34 | 0.49 | 28 | 17 | 10 | 7 | 0.30 | 买入 |
| 600415 | 小商品城 | 39.90 | 1.07 | 1.62 | 2.06 | 2.50 | 37 | 25 | 19 | 16 | 1.02 | 增持 |
| 600858 | 银座股份 | 13.86 | 0.50 | 0.64 | 0.77 | 0.89 | 28 | 22 | 18 | 16 | 1.19 | 增持 |
| 000759 | 武汉中百 | 7.75 | 0.22 | 0.32 | 0.39 | 0.44 | 35 | 24 | 20 | 17 | 1.41 | 增持 |
| 000417 | 合肥百货 | 7.10 | 0.27 | 0.33 | 0.39 | 0.46 | 26 | 21 | 18 | 15 | 1.21 | 增持 |
| 600631 | 百联股份 | 7.59 | 0.32 | 0.34 | 0.37 | 0.40 | 24 | 22 | 21 | 19 | 2.89 | 增持 |
| 600859 | 王府井 | 18.17 | 0.68 | 0.90 | 1.02 | 1.08 | 27 | 20 | 18 | 17 | 2.11 | 增持 |
| 600694 | 大商股份 | 18.21 | 1.03 | 0.97 | 1.02 | 1.11 | 18 | 19 | 18 | 16 | 2.70 | 增持 |
| 000026 | 飞亚达 | 5.00 | 0.24 | 0.28 | 0.32 | 0.34 | 20 | 18 | 16 | 15 | 1.73 | 增持 |
| 600612 | 中国铅笔 | 6.91 | 0.37 | 0.32 | 0.34 | 0.38 | 19 | 22 | 20 | 18 | 2.59 | 增持 |
| 600337 | 美克股份 | 3.41 | 0.21 | 0.27 | 0.41 | 0.55 | 16 | 13 | 8 | 6 | 1.19 | 增持 |
| 600655 | 豫园商城 | 8.97 | 1.05 | 0.50 | 0.58 | 0.69 | 9 | 18 | 16 | 13 | 1.03 | 增持 |
| 600827 | 友谊股份 | 8.27 | 0.71 | 0.50 | 0.49 | 0.51 | 12 | 17 | 17 | 16 | 13.23 | 增持 |
| 600814 | 杭州解百 | 4.84 | 0.20 | 0.29 | 0.35 | 0.41 | 24 | 17 | 14 | 12 | 0.88 | 增持 |
| 600500 | 中化国际 | 7.55 | 0.44 | 0.60 | 0.70 | 0.83 | 17 | 13 | 11 | 9 | 0.70 | 增持 |
| 600306 | 商业城 | 7.78 | 0.03 | 0.02 | 0.04 | 0.09 | 284 | 462 | 198 | 87 | 3.53 | 增持 |
| 000829 | 天音控股 | 3.47 | 0.26 | 0.15 | 0.13 | 0.13 | 13 | 23 | 26 | 27 | (2.80) | 中性 |
| 600361 | 华联综超 | 5.97 | 0.42 | 0.33 | 0.29 | 0.27 | 14 | 18 | 21 | 22 | (1.83) | 中性 |
| 600628 | 新世界 | 6.86 | 0.29 | 0.31 | 0.34 | 0.37 | 24 | 22 | 20 | 19 | 2.52 | 无评级 |
| 000501 | 鄂武商 | 6.00 | 0.20 | 0.25 | 0.30 | 0.33 | 31 | 24 | 20 | 18 | 1.56 | 无评级 |
| 002251 | 步步高 | 36.10 | 0.91 | 1.37 | 1.78 | 2.21 | 40 | 26 | 20 | 16 | 0.97 | 无评级 |
| 002264 | 新华都 | 14.01 | 0.68 | 0.56 | 0.75 | 0.90 | 21 | 25 | 19 | 16 | 0.94 | 无评级 |
| 600824 | 益民商业 | 4.71 | 0.13 | 0.18 | 0.23 | 0.49 | 37 | 26 | 21 | 10 | 0.40 | 无评级 |
| 600785 | 新华百货 | 9.53 | 0.44 | 0.58 | 0.73 | 0.86 | 22 | 16 | 13 | 11 | 0.75 | 无评级 |
| 600280 | 南京中商 | 6.36 | 0.30 | 0.59 | 0.75 | 0.91 | 21 | 11 | 8 | 7 | 0.45 | 无评级 |
| 000987 | 广州友谊 | 9.62 | 0.53 | 0.67 | 0.75 | 0.81 | 18 | 14 | 13 | 12 | 1.48 | 无评级 |
| 600693 | 东百集团 | 8.13 | 0.23 | 0.38 | 0.46 | 0.54 | 36 | 22 | 18 | 15 | 1.09 | 无评级 |

资料来源：申万研究（收盘价以08-11-14为准，EPS按最新股本摊薄）

信息披露

分析师承诺

金泽斐：零售。

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。本报告清晰准确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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

申万研究·拓展您的价值

SYWG Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司
金泽斐
jinzeifei@sw108.com