

零售行业 2011 年四季度投资策略： 具备中长期配置价值，坚守成长股

行业投资评级：中性

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

非周期行业研究组

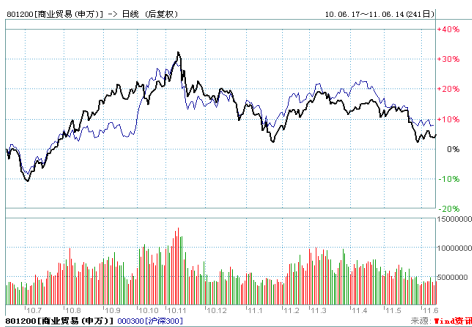
分析师：程晓东

执业证书编号：S1190511050002

联系人：文涛

电话：010-8832 1590

市场与公司重要数据



◆GDP 增速持续下降，社会消费品零售总额增速稳中略降

2011 年二季度 GDP 为 108147.8 亿元，同比增长 9.5%，比一季度下降 0.2 个百分点；8 月份，社会消费品零售总额 14705 亿元，同比增长 17%，增速比 7 月份回落 0.2 个百分点。我们认为，经历了 11 次存准上调和 5 次加息，紧缩政策的叠加效应已经开始显现。从全球范围看，受欧债与美债危机影响，当前世界经济明显放缓。考虑到目前国内 CPI 仍处于高位，虽然四季度会有所回落，但回落的幅度有限，预计央行仍将维持稳健的货币政策。

◆CPI 高位回落，消费者信心不足

CPI 连创新高特别是食品价格的快速上涨导致消费者信心指数开始回落，7 月份消费者信心指数比六月份下滑 2.5 个百分点；消费者满意指数下滑则更为明显，从 6 月份的 103.2 下降到 7 月份的 96.2，创下了近年来的新低。

◆零售业上市公司经营业绩与市场表现背离

2011 年上半年申万零售类上市公司合计实现营收 2580.28 亿，同比增长 28.04%；实现归母净利润 101.19 亿，同比增长 28.72%。从单月与累计涨跌幅看，SW 零售指数在 9 个月中有 6 个月跑输沪深 300 指数，年初至今行业跌幅为 -11.85%，跑输沪深 300 指数 1.33 个百分点，在 23 个行业中排名 13，处于中间位置。

◆“熊”市后阶段零售板块防御性减弱，应警惕行业景气度下滑风险

若 CPI 如我们的预期见顶后下行，社零总额增速将有所减缓。在熊市的最后阶段，作为非周期行业的零售板块防御性会减弱，相对大盘溢价率将下行。同时，经济放缓的风险已在中游制造业中有所体现，如果这种情况不能得到有效改善，将影响到下游消费零售业的景气度。

◆给予零售行业“中性”评级，看好百货业

以 2011 年 9 月 26 日的收盘价计算，2011 年 PE 为 21.9 倍。分行业看，百货上市公司 2011 年 PE 为 23.4 倍，专业连锁业 PE 23.0 倍，商业物业经营 PE 31.8 倍。从历史 PB 与 PS 看，除商业物业经营的 PS 偏高外，其他指标也均处于历史较低水平。考虑到目前的宏观经济环境与行业特性，我们延续中期策略的观点，给予零售行业“中性”评级。分行业看，百货行业在各项指标上均优于专业连锁业，给予百货子行业“买入”评级，给予专业连锁行业“中性”评级。具体公司选择上：1 选择定位中高端，具有确定性高增长的和具有区域垄断优势的区域龙头企业如合肥百货、友阿百货等。2，内生增长能力强，外延扩张意愿强烈，管理层积极进取的公司如天虹商场等。3 能维持较快的开店速度和具有较强的异地经营和持续盈利能力，新增门店位于二三线等竞争相对较少的地区的永辉超市。

◆风险提示

中国宏观经济增速放缓的风险；预付卡新规严厉程度超预期的风险；商业零售企业在快速扩张中竞争加剧的风险。

目录

1: 经济增速继续放缓.....	4
2: 社会消费品零售总额增速稳中略降.....	5
3: CPI 高位回落, 消费者信心不足.....	6
4: 行业增速较快, 板块表现一般.....	7
5: 零售 行业估值处于历史低位.....	9
6: 行业评级与投资建议.....	10
6.1: 百货: 投资增长性确定的中高端百货.....	11
6.2: 超市: 选择扩张能力意愿与成本控制力强的投资标的.....	13
6.3: 重点公司推荐.....	14
6.4: 重点跟踪企业预测与评级.....	15
7: 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 2007 年-2011 年 6 月 GDP 季度累计值比较	4
图 2: 2007 年-2011 年 8 月 M1 与 M2 月度同比	4
图 3: 2007 年-2011 年 8 月规模以上工业增加值当月与累计同比图	4
图 4: 2007 年-2011 年 8 月社会零售总额月度值与同比增速	5
图 5: 2007 年-2011 年 8 月社零总额月度累计值与累计同比增速	5
图 6: 2007 年-2011 年 8 月限额以上企业分类别月度零售额同比增速	5
图 7: 2007-2011 年 8 月 CPI 月度增速图	6
图 8: 2007-2011 年 7 月消费者信心指数与消费者满意指数	6
图 9: 2007-2011 年 7 月零售行业景气指数与零售行业企业家信心指数	6
图 10: 2007-2011 年 7 月消费、出口和投资对 GDP 贡献率	6
图 11: 2005 年-2011 年零售行业市盈率 (整体法)	9
图 12: 2005 年-2011 年零售行业市净率 (整体法)	9
图 13: 2005 年-2011 年零售行业市销率 (整体法)	9
图 14: 2007-2011 年 SW 百货与专业连锁业营业收入同比增速	10
图 15: SW 百货与专业连锁业归母净利润同比增速	10
图 16: SW 百货与专业连锁业销售毛利率	11
图 17: SW 百货与专业连锁业销售净利率	11
图 18: 2010 零售百强中外资对比	14
表一: 重点零售上市公司上半年业绩增速	7
表二: 2011 年 1-9 月申万一级行业涨跌幅	8
表三: 新旧个税方案对比	12
表四: 重点跟踪企业预测与评级	15

1 经济增速继续放缓

2011年二季度GDP为108147.8亿元，同比增长9.5%，比一季度下降0.2个百分点；8月份，规模以上工业增加值同比增长13.5%，比7月份回落0.5个百分点。1--8月份，规模以上工业增加值同比增长14.2%，比1--7月份回落0.1个百分点。8月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为50.9%，高于上月0.2个百分点。

图1 07年-2011年GDP季度累计值与累计同比

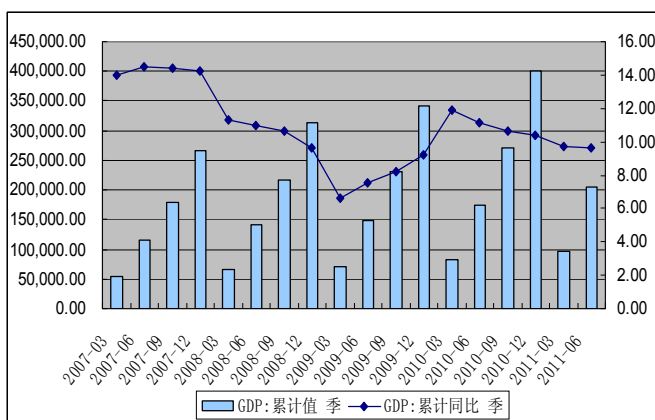


图2 07-2011年M1与M2月度同比增长率

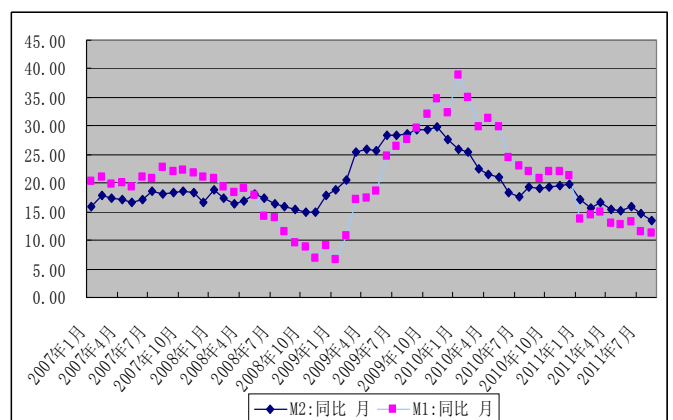
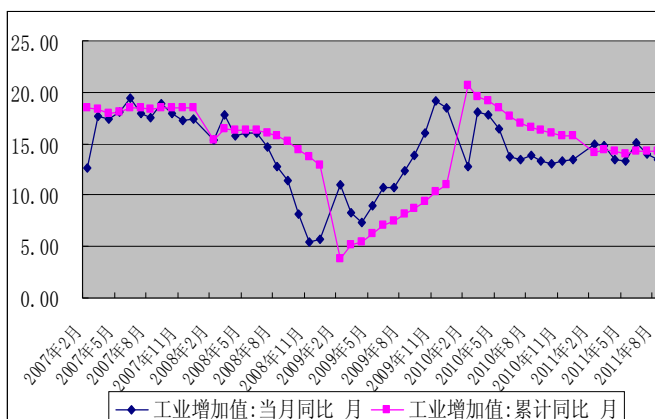


图3 07-2011年规模以上工业增加值当月与累计同比图



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

截止8月末，广义货币(M2)余额78.07万亿元，同比增长13.5%，比上月末和上年同期分别低1.2和5.7个百分点；狭义货币(M1)余额27.3万亿元，同比增长11.2%，比上月末和上年同期分别低0.4和10.7个百分点。

中国经济GDP总量保持9%以上的增长速度，但增速下降趋势较为明显。中国制造业PMI指数

较虽较7月份小幅上升0.2个百分点，整体上依然处于下降通道中。紧缩政策的叠加效应已经开始显现。从全球范围看，当前世界经济明显放缓，加息周期已告一段落。考虑目前国内CPI仍处于高位，预计四季度虽会有所回落，但回落的幅度有限，央行仍将维持稳健的货币政策，短期内下调存准率的可能性较小。

2 社会消费品零售额增速稳中略降

2011年8月份，社会消费品零售总额14705亿元，同比增长17%，增速比7月份回落0.2个百分点。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额6902亿元，增长22.1%。1-8月份，社会消费品零售总额114946亿元，同比增长16.9%，增速比1-7月份加快0.1个百分点。

图4 07-11年社会零售总额月度值与同比增速

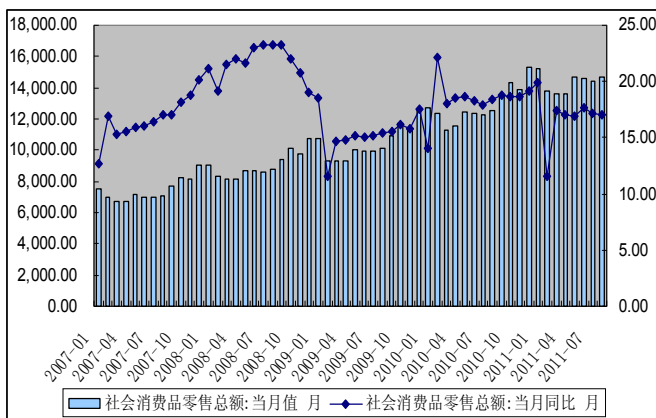


图5 07-11年社零总额月度累计值与累计同比增速

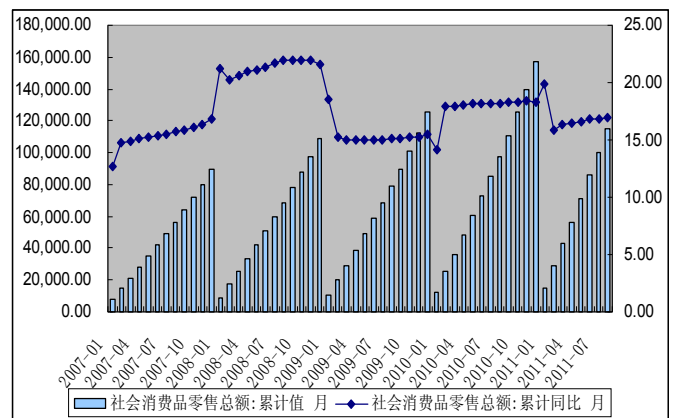
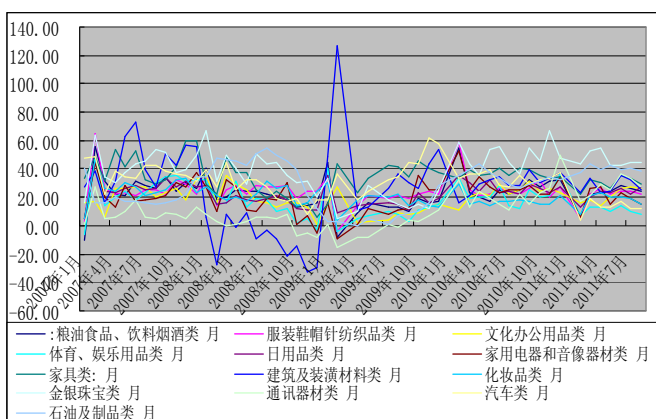


图6 07-11年限额以上企业分类别月度零售额同比增速



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

从分类别限额以上批发和零售额当月同比看，金银珠宝、石油及其制品、家具类、日用品和粮

油食品分别增长 44.4%，38.4%，29.5%、26.9%、24%，但增速较 7 月份均小幅下滑（日用品类除外），家用电器、化妆品类和汽车类增速分别为 14.8%、14.8%、12.4%，增速较低且保持着连续下降的态势。

总体上社会消费品零售总额增速放缓，扣除 CPI 因素后的实际增速下降更为明显。分类别看，受房地产和汽车限购的影响，汽车、家电、建筑装潢增速的下滑对社会零售总额增速的影响较大。

3 CPI 高位回落，消费者信心不足

图 7 07 年-2011 年 CPI 月度同比

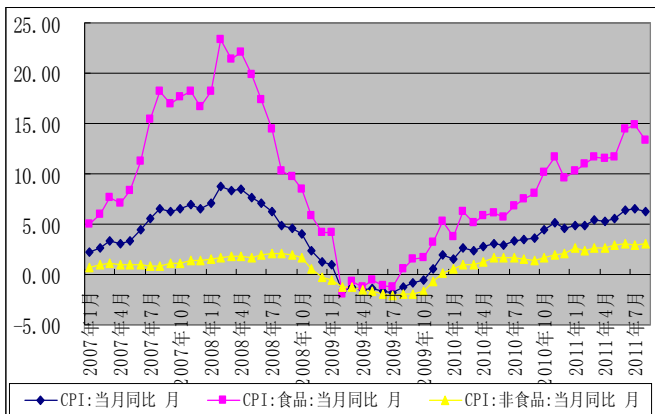
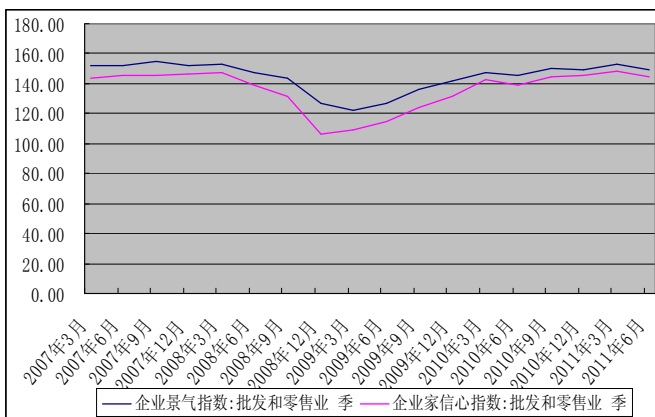


图 9 07-11 年零售业景气指数与零售企业家信心指数



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

图 8 07-11 年消费者信心指数与消费者满意指数

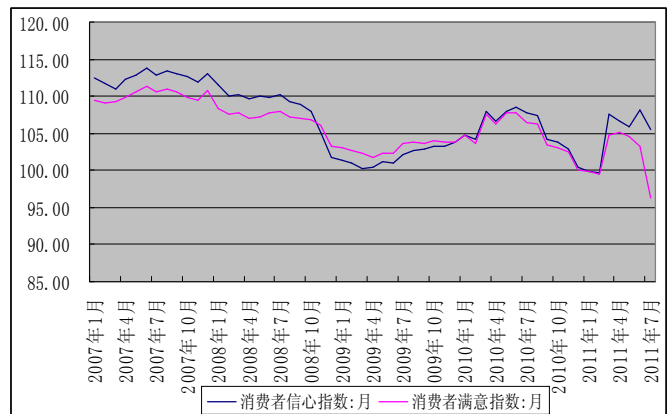
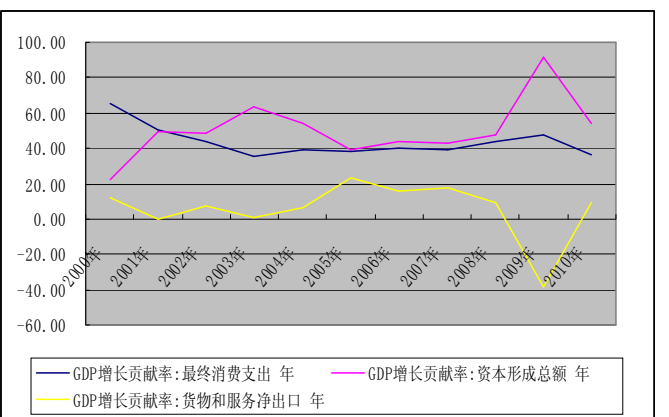


图 10 07-11 年消费、出口和投资对 GDP 贡献率



受国外通胀输入与国内成本推动的影响，CPI 指数从去年年底的 4.6% 上升到 7 月的 6.5%，8 月份，CPI 指数回落到 6.2%，其中食品同比涨幅由 7 月的 14.8% 降至 13.4%，除蛋类和油脂外，其他食品价格涨幅较上月都有所回落，特别是猪肉价格同比涨幅由上月的 56.7% 降至 45.5%；

非食品涨幅由 2.9%扩大至 3%。从翘尾因素看，8 月份翘尾因素对 CPI 同比涨幅的影响约为 2.7%，较上月回落了 0.6 个百分点。翘尾因素的下降抵消了新涨价因素的影响。

CPI 连创新高特别是食品价格的快速上涨导致消费者信心指数回落，7 月份消费者信心指数比六月份下滑 2.5 个百分点；消费者满意指数下滑则更为明显，从 6 月份的 103.2 下降到 7 月份的 96.2，创下了近年来的新低。另外，批发零售行业企业景气指数和企业家信心指数也分别有所回落。

预计未来 CPI 将继续回落。从 CPI 的走势看，由于中秋国庆节等因素的影响，9 月份食品价格仍可能保持上涨的趋势，不过涨幅有望缩窄。同时，9 月份翘尾因素对 CPI 的影响进一步减弱，由上月的 2.7%降至 2.2%左右，将使 CPI 同比增幅进一步回落。

我们认为：零售行业指数与 CPI 变动幅度之间有一定的相关性，由于对价格的弹性较小，只要不发生严重的通货膨胀，CPI 逐步上涨利好零售行业。一般来说，CPI 与零售行业会表现出同方向变动，而且零售行业的指数变动提前于 CPI，如果 CPI 按我们的预期见顶后下行，社零总额增速将减缓，分行业看，食品、家电、家具增速会放缓，而金银珠宝、白酒、服装等行业受到的影响较小，仍能保持较好的增长速度。

4 行业业绩增速较快，市场表现一般

2010 年以来零售行业季度营收同比增速一直稳定在 20-26%左右，受工资上升、对低收入群体保障增加所带来的消费快速拉动效应以及受益于温和通胀所致，今年上半年零售行业上市公司的整体收入和同比增速普遍超出预期。2011 年上半年申万零售类上市公司合计实现营业总收入 2580.28 亿元，同比增长 28.04%；实现归属母公司净利润 101.19 亿元，同比增长 28.72%。

表 1 重点零售上市公司上半年业绩增速

公司 (%)	一季度增速	上半年增速	三季度预增	公司	一季度增速	上半年增速	三季度预增
通程控股	32.22	31.82		友阿股份	50.80	40.30	30-50
鄂武商 A	29.60	27.60		徐家汇	16.03	22.93	10-35
武汉中商	16.71	21.16		杭州解百	15.26	16.70	
广州友谊	24.21	16.79		银座股份	-7.21	-11.87	
合肥百货	255.11	162.86	110	北京城乡	2.08	1.56	
广百股份	14.55	19.51	20	中百集团	10.28	16.63	
天虹商场	43.52	40.97	25-50	苏宁电器	27.05	25.39	20-30
南京新百	1.65	-20.69		步步高	31.40	45.20	20-50

首商股份	67.06	66.02	新华都	112.40	73.78	60-90
欧亚集团	17.54	20.74	人人乐	4.20	1.07	10
大商股份	254.60	131.46	腾邦国际	-24.67	-7.24	
重庆百货	33.41	27.81	宏图高科	47.88	43.42	
新华百货	20.70	15.11	华联综超	2.76	-15.84	
南宁百货	50.15	-70.82	友谊股份	29.30	30.97	
王府井	39.83	29.71	文峰股份		25.50	
上海九百	3,496.90	2,278.21	三江购物	21.17	7.19	
新世界	15.04	6.35	永辉超市	67.25	95.11	

资料来源: wind, 太平洋证券研究院

从单月涨跌幅看, SW 商业零售行业在 9 个月中有 6 个月度跑输沪深 300 指数。年初至今行业累计跌幅为-13.26%, 跑输沪深 300 指数 1.33 个百分点, 在 23 个一级行业中排名 13, 处于行业中游位置。

表 2 2011 年 1-9 月申万一级行业涨跌幅 (总市值加权平均)

行业 (%)	年初至										9月至
	今	1 月份	2 月份	3 月份	4 月份	5 月份	6 月份	7 月份	8 月份	今	
1 SW 食品饮料	6.83	-5.78	3.84	-1.7	0.05	0.09	4.43	8.9	2.72	-5.72	
2 SW 综合	-0.21	-4.03	12.36	1.27	-1.61	-5.68	5.27	-1.17	-1.38	-3.08	
3 SW 房地产	-4.49	-2.86	6.21	5.85	-2.75	-7.03	6.76	-3.28	-2.35	-3.88	
4 SW 纺织服装	-5.16	-5.94	9.15	0.51	-2.54	-5.47	2.43	4.81	-1.65	-4.65	
5 SW 轻工制造	-5.8	-5.65	10.09	-2.79	-0.5	-8.45	2.91	5.27	-0.55	-4.68	
6 SW 金融服务	-6.62	-0.64	1.34	2.71	2.52	-3.38	-0.15	-4.24	-3.36	-1.2	
7 SW 黑色金属	-7.16	3.66	4.91	5.37	1.75	-9.97	3.18	-2.24	-9.36	-3.1	
8 SW 采掘	-7.72	-2	3	5.6	-0.68	-5.96	3.22	-1.21	-6.9	-2.33	
9 SW 化工	-8.31	-0.36	5.27	-1.55	0.19	-6.73	4.54	-1.4	-4.17	-2.77	
10 SW 餐饮旅游	-9.5	-6.36	8.63	-4.87	-1.71	-10.2	1.71	5.71	2.82	-4.15	
11 SW 家用电器	-9.72	-4.65	16.57	-2.44	-1.75	-5.24	4.98	-1.72	-8.02	-5.68	
12 SW 农林牧渔	-11.85	-7.72	11.67	-9.55	-3.47	-2.99	1.53	3.2	-0.49	-5.1	
13 SW 商业贸易	-13.26	-6.45	7.25	-2.82	-0.98	-6.78	1.31	2.53	-2.1	-5.42	
14 SW 公用事业	-13.99	-1.55	4.43	-0.82	4.51	-8.05	-1.66	-2.08	-5.26	-3.41	
15 SW 交运设	-16.77	6.9	4.99	-4.69	-6.05	-8.3	7.73	-2.53	-8.19	-5.29	
16 SW 有色金属	-16.78	-9.9	11.61	1.79	-6.47	-8.5	4.44	2.56	-6.11	-5.29	
17 SW 建筑建	-16.9	3.66	5.54	-1.59	-4.04	-8.28	7.48	-4.87	-6.81	-6.88	
18 SW 医药生物	-18.68	-9.41	5.97	-4.45	-3.54	-6.88	1.69	5.31	-2.62	-4.99	
19 SW 交通运输	-18.89	0.04	3.28	-4.14	0.27	-7.98	-0.8	-1.63	-5.62	-3.55	
20 SW 信息服务	-18.93	-7.49	5.13	-5.3	-4.79	-5.89	0.42	1.75	-0.25	-3.38	
21 SW 信息设备	-21.36	-9.3	12.87	-6.41	-7.3	-7.34	3.12	2.5	-5.28	-3.79	

22	SW 机械设备	-21.48	-1.92	8.22	-5.52	-6.29	-8.47	3.34	-0.81	-4.91	-6.04
23	SW 电子元器	-22.15	-10.72	10.99	-5.21	-7.7	-8.14	5.3	2.64	-4.63	-4.4
	沪深 300	-11.88	-0.54	3.08	0.59	-0.27	-5.20	2.28	-2.66	-4.80	-4.61

资料来源: wind, 太平洋证券研究院

5 零售行业估值处于历史低位

从估值看, 去年 11 月以来, 零售行业经历了较大的回调, 使得零售行业从高估值水平回落, 加上整个行业的业绩增长较快, 行业整体估值已回归到合理的历史较低水平。以 2011 年 9 月 26 日的收盘价计算, 2011 年 PE 为 21.9 倍。分行业看, 百货上市公司 2011 年 PE 为 23.4 倍, 专业连锁业 PE 23.0 倍, 商业物业经营上市公司 PE 31.7 倍。从历史 PB 与市销率看, 除商业物业经营的市销率偏高外, 其他指标也均处于较低水平。零售行业的估值已经符合其内在的价值。

图 11 05-11 年零售行业市盈率 (整体法)

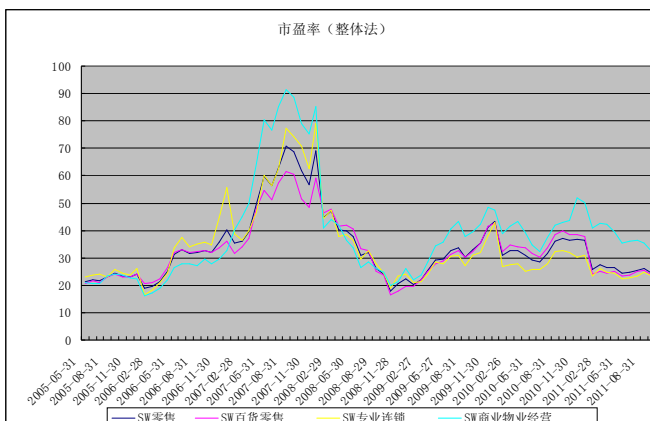


图 12 05-11 年零售行业市净率 (整体法)

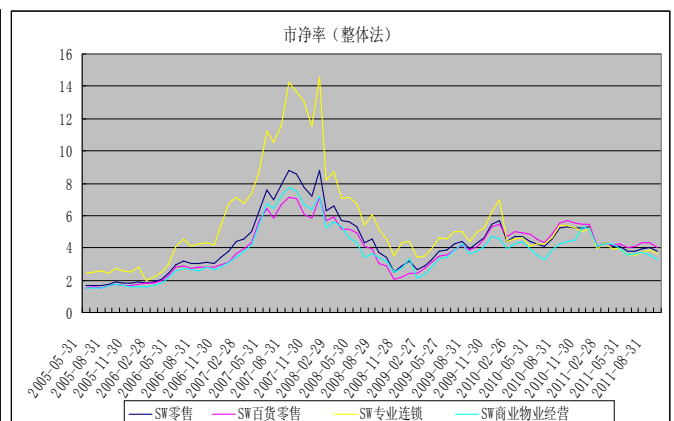
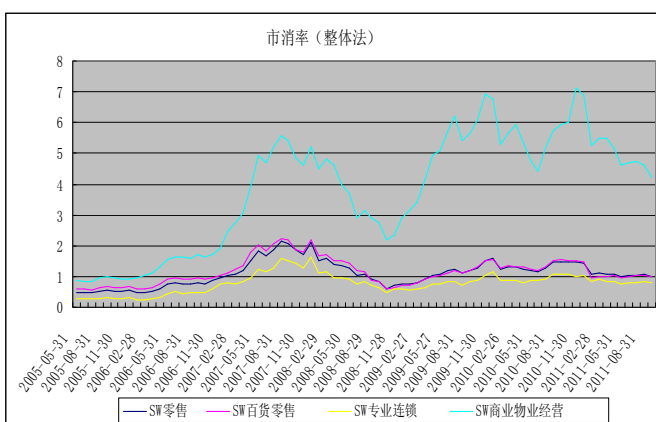


图 13 05-11 年零售行业市销率 (整体法)



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

6 行业评级与投资建议

1 熊市后阶段零售板块防御性减弱

从CPI与零售额的关系来看，CPI与零售行业会表现出同方向变动，如果CPI如我们的预期见顶后下行，社零总额增速将有所减缓，目前零售行业的PE值虽然比较低，但相对大盘溢价率仍然偏高。在熊市后阶段，作为非周期行业的零售板块防御性将减弱，相对大盘溢价率将下行。

2 警惕行业景气度下滑风险

目前，GDP增速存在继续放缓的风险，而这种风险已在中游制造业中得到体现，中游制造业由于受到原材料成本上升、人工成本上涨以及人民币升值的影响而使行业景气度出现下降的局面，如果这种情况不能得到有效改善，会使上游对原材料需求的减少，影响上游资源性行业的景气度，同时，使居民收入的增速放缓从而影响到下游消费零售行业的景气度。

3 行业评级

考虑到目前的宏观经济环境与行业特性，结合历史估值水平，我们给予行业“中性”评级。具体子行业上，我们考察了百货、专业连锁子行业2007年至2010年各自的收入增长率、净利润增长率以及毛利率情况，发现百货行业延续了继2010年中以来的强势，在各项指标上均优于专业连锁业，我们延续中期策略的观点，给予百货行业“买入”评级，给予专业连锁行业“中性”评级。

图 14 07-11 百货与专业连锁业营收增长率对比

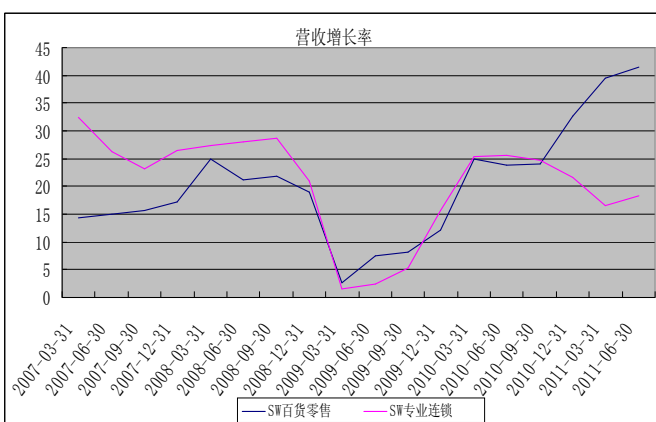


图 15 07-11 年百货与专业连锁净利增长率对比

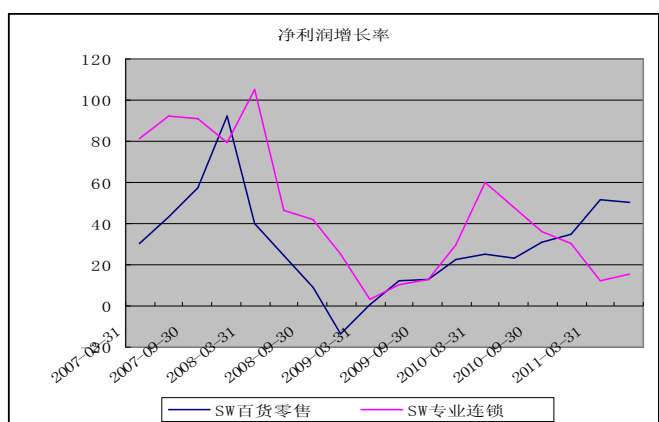
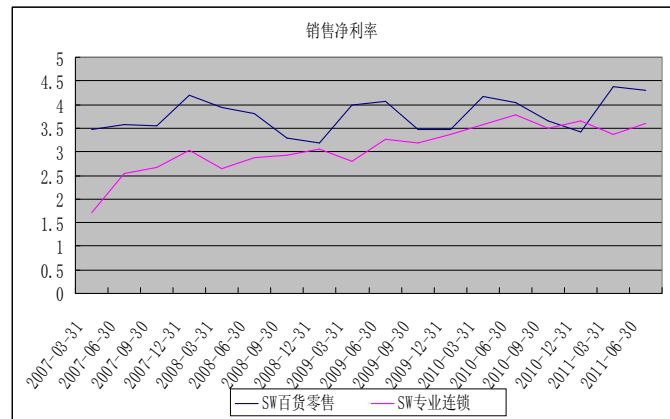
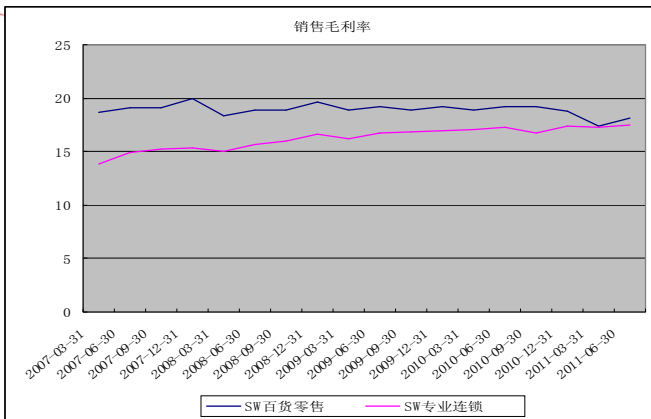


图 16 07-11 年百货与专业连锁销售毛利率对比

图 17 07-11 年百货与专业连锁销售净利率对比



资料来源: wind, 太平洋证券研究院

6.1 百货篇:

1 奢移品消费增长

据《世界奢侈品协会 2011 官方报告蓝皮书》调查显示: 截止 2011 年 3 月底, 中国奢侈品市场消费总额已经达到 107 亿美元 (不包括私人飞机、游艇与豪华车), 占据全球份额的四分之一, 中国已经成为全球第二大奢侈品消费国。世界奢侈品协会预计, 2012 年中国将成全球第一大奢侈品消费国。

值得注意的是, 由于中国对奢侈品进口征收高关税 (从珠宝、鞋靴到服装、手表、化妆品和酒类, 分别为 10%、20%、30%, 甚至 50% 不等)。外加广告与公关活动成本、旗舰店年度成本以及人力成本等, 这些都体现在了国内价格之中。导致了奢移品价格相差悬殊。因此, 我国富人奢移品消费严重外流, 比如 2010 年我国消费者在欧洲市场购买奢侈品消费累计近 500 亿美元, 是国内市场的 4 倍。

目前的高税负已而成为部分城市开设高档零售业态的最大阻碍。6 月 15 日, 商务部新闻发言人姚坚表示我国将进一步降低部分中高档商品的关税。降低奢移品关税可以减少购买力外流, 增加税收, 降低企业经营成本, 利好于国内定位于中高端百货企业。

2 个税改革, 中等偏上收入者受益更明显

今年 9 月 1 日起, 新的个税方案实施。具体措施包括: 1) 个税起征点由目前 2000 元提高到 3500 元。2) 现行的 9 级超额累进税率修改为 7 级, 取消了 15% 和 40% 两档税率。3) 第一级税率由 5% 降到 3%。

根据测算, 月收入 6000-12000 元的人群减少的税收占收入比重最大 (4%--4.58%), 7000-18000

元间收入人群减少的税收绝对值最大（302-480元）。整体而言，中等偏上收入者受益最明显，对富裕阶层影响极小。由于6000-18000元以上收入人群主要集中于一线城市和东部沿海发达省份城市以及中西部中心城市，这些区域的定位于中高档类的百货类上市公司将会受益。

表3 新旧个税方案对比

月收入	现行税收方案		新税收方案			
	扣除四金后 月收入	应纳税额	扣除四金后 月收入	应纳税额	少交税金	少交税金占 收入比(%)
2000		0		0		
3000	2314	16.55		0	16.55	0.55
4000	3023	85.90	3109	0	85.90	2.14
5000	3723	163.70	3875	11.61	152.09	3.04
6000	4390	274.75	4630	34.95	239.8	3.99
7000	5032	391.45	5354	89.30	302.15	4.32
8000	5713	508.15	6054	167.10	341.05	4.26
9000	6374	624.85	6754	244.90	379.95	4.22
10000	6997	780.40	7454	322.10	458.30	4.58
11000	7619	936.00	8099	456.00	480.00	4.36
12000	8241	1091.60	8721	611.60	480.00	4.00
13000	8934	1264.83	9414	784.83	480.00	3.69
14000	9734	1464.83	10214	984.83	480.00	3.43
15000	10534	1644.83	11014	1184.83	460.00	3.07
16000	11334	1864.83	11779	1419.78	445.05	2.78
17000	12134	2064.83	12529	1669.78	395.05	2.32
18000	12934	2264.83	13279	1919.78	345.02	1.92
19000	13734	2464.83	14029	2169.78	295.05	1.55
20000	14534	2664.83	14779	2419.78	245.05	1.23
21000	15334	2864.83	15529	2669.78	195.05	0.93
22000	16134	3064.83	16279	2919.78	145.05	0.66
23000	16934	3264.83	17029	3169.78	95.05	0.41
24000	17734	3464.83	17779	3419.78	45.05	0.19
25000	18524	3674.78	18529	3669.78	5.00	0.02

资料来源：太平洋证券研究院 本表说明：本表以北京为例，扣除四金后（北京地区四金的比例为：养老8%，医疗2%，失业0.2%，公积金12%）计算应交个人所得税。）

3 百货业受网购冲击相对超市行业较小

近年来，随着互联网的普及，我国网络购物市场发展迅猛。据 CNNIC 统计数据，2010 年我国网络购物交易总额达到 5131 亿元，较 2009 年增长 97%，约占我国社会消费零售额的 3.2%，预计 2011 年全年网络购物交易总额将达到 1 万亿元，交易量占我国社会消费品零售总额的 6% 以上。网络购物将给传统零售行业带来巨大冲击。

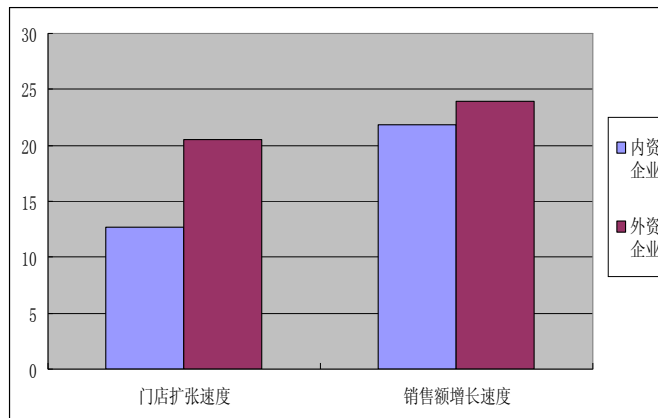
根据艾瑞咨询对 2009 年的网购者情况调查结果，月收入在 1000~3000 元的群体是网络购物的主要消费者。6000 元以上的消费者占比不到 10%，月收入 10000 元以上的消费者仅占 1.8%，说明我国网购市场的消费者以中低收入的人群和中低档商品为主。相对超市行业，百货业特别是中高端百货受到网购的冲击较小。

投资建议：结合目前行业的发展态势及估值水平，我们综合考虑百货企业的基本面、业绩增长性及估值水平，建议遵循以下投资思路：1 选择定位中高端，具有确定性高增长的和具有区域垄断优势的区域龙头企业如合肥百货、友阿百货等。2，内生增长能力强，外延扩张意愿强烈，管理层积极进取的公司如天虹商场等。

6.2 专业连锁（超市）篇

1 内资超市面临外资超市的压制

图 18 2010 年零售百强中内资与外资对比图



资料来源：联商网，太平洋证券研究院

2010 年零售百强中，外资企业占 19 家，比 2009 年多 2 家，销售额占比 23%，比 09 年提高 5.3 个百分点；从门店数目来看，外资企业发展速度更快，2010 年 19 家外资企业门店数合计比 2009 年门店数增长 20.5%，比整体水平高 7.8 个百分点。快速的门店扩张使得未来几年外资的销售额增速潜力将大大高于内资企业。

近年来，外资超市通过合理布局，加速扩张，已经基本完成了对我国东南沿海等发达地区市场的跑马圈地，正逐步转向中西部和东北地区。在超市层面，外资占据了大卖场业态的主导地位。对内资超市的优势更为明显，无论在数量上还是在经营效率上，外资大型超市都要明显强于内资超市。内资超市短期内很难完全追赶上外资超市，在竞争中脱颖而出。

2 超市受困于人力成本的快速上升

据 2011 年 3 月中国连锁经营协会对零售百强企业的抽样统计显示，2010 年零售企业人力成本平均上涨 15%。此外，因零售从业人员流失率上升导致企业招聘、培训等方面的投入也显著增加。

超市作为人力密集型行业，受人力成本的影响远超百货。目前，我国超市企业的人力成本费用率大约在 4-6% 左右。在一线城市，有的企业甚至达到 7%。随着城市化进程的进一步深化，人口红利的逐步减少，劳动力价格步入上升通道，超市行业将进一步感受人力成本上升带来的压力。

3 CPI 回落对超市行业影响更大

超市行业以经营食品、日用品为主，收入弹性较低，收入规模对 CPI 十分敏感，本轮通胀以来，食品是推动 CPI 上涨的最大因素。食品在超市主营构成中占比最大，由于食品消费的刚性，食品价格上涨直接可以影响到超市营收的水平。未来如果 CPI 步入下降通道，将对零售行业特别是超市行业产生明显的负面效应。

4 投资建议

在外资挤压与人力成本持续向上的不利情况下，超市业只有经营效率持续提升才能从容应对。我们选择：1 能维持较快的开店速度和具有较强的异地经营和持续盈利能力。2 新增门店主要位于二三线等竞争相对较少的地区。3 具有一定供应链管理与成本控制能力，能保持较高净利润率的企业。具体标的：步步高、永辉超市。

6.3 重点公司推荐

1 天虹商场

业务增长快速稳定，毛利率提升：公司上半年收入 63.7 亿，增长 32.5%，净利 3.28 亿，增速 40.97%，同店增速 22.7%。毛利率和费用率也有所改善。

公司外延扩张复制能力强。公司在全国快速扩张的动力强劲：上半年深圳以外地区收入增速为 48.7%，约为深圳地区的两倍。值得注意的是，北京宣武天虹和苏州金鸡湖天虹大幅减亏，长沙芙蓉天虹已经盈利，君尚上半年盈利大幅超预期。公司 11 年上半年新开 2 家门店，预计下半年新开 5-7 家门店，并通过加密式布局来分担亏损额较大门店的费用压力，加大对湖南、江西等地的拓展。未来几年，预计每年公司将新开 8-10 家左右的门店。

发展战略明确，线上线下互动：公司“快速发展华南、东南、华中，稳步发展华东、华北，伺机进入西南、西北”稳步推进。公司目前已签约的储备项目丰富，为下一步扩张奠定基础。公司顺应网络购物的发展趋势，立足深圳，积极发展“网上天虹”，把推进网络零售当成推进公司经营可持续发展、提升公司竞争力的重要战略，预计网上天虹全年收入可突破亿元。

我们看好天虹较强的外延复制性、积极进取的管理层、大众消费的客户定位、大股东鼎力支持以及经营规模的不断提升，我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 为 0.82 / 1.07 元，对应 9 月 26 日收盘价 22.65 元，2011-2012 年 PE 为 27.65 倍与 20.98 倍，给予公司买入评级。

2 永辉超市

收入利润大涨，毛利率略有提高。上半年营收 80.28 亿，同比增长 43%，归属于母公司净利 2.7 亿，同比增 95%，销售毛利率也提高 0.51 个百分点到 19.11%

生鲜优势明显，聚客能力强。上半年生鲜产品同比增长 57.74%，继续发挥集客能力，增加了顾客忠诚度，进一步提高毛利率。

外延扩张加快，北京、河南是重点。上半年新签约门店 31 家，新开门店 14 家，其中北京地区已有门店已开始盈利，安徽地区部分新店开始扭亏。2 季度北京新签约 6 家门店，河南新签约 3 家，是公司下一步扩张的重点区域。

我们预计公司 2011-2012 年的 EPS 为 0.63 / 0.89 元，对应 9 月 26 日收盘价 27.59 元，2011-2012 年 PE 为 43.75 倍与 30.89 倍，给予公司增持评级。

6.4 重点跟踪企业预测与评级

表 4 重点跟踪企业预测与评级

代码	名称	最新价格 (元)	市盈率 PE			市净率 PB	市销率 PS	评级
			10A	11E	12E			
000417	合肥百货	18.18	29.55	18.58	17.95	4.31	1.02	买入
002419	天虹商场	22.65	37.52	27.65	20.98	5.33	1.42	买入
000501	鄂武商	17.82	31.02	23.68	18.01	4.68	0.71	增持
600729	重庆百货	41.85	30.01	22.59	17.68	6.26	0.57	增持
600785	新华百货	23.80	24.24	19.32	15.21	4.51	0.96	增持
002277	友阿股份	20.22	34.31	23.07	16.46	3.87	1.46	增持
600827	友谊股份	15.90	29.18	22.11	18.72	9.28	0.82	增持
002024	苏宁电器	10.12	22.85	13.47	10.52	3.50	0.80	买入
002251	步步高	25.40	41.21	28.24	20.58	4.19	0.80	增持
601933	永辉超市	27.59	78.51	43.75	30.88	5.27	1.31	增持

资料来源: wind, 太平洋证券研究院 最新价格为 2011 年 9 月 26 日止收盘价, (根据 WIND 盈利预测)

7 风险提示

中国宏观经济增速下降的风险; 商业零售企业在快速扩张中竞争加剧的风险; 预付卡新规严厉程度超预期的风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 8832-1818

传真：(8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。