

零售行业 2010 年中期投资策略报告

收入分配政策维持估值，布局中西部享受高增长

欧亚菲 研究员
 电话: 020-87555888 - 641
 eMail: oyf@gf.com.cn

区域经济与零售企业的成长潜力

经过综合分析各个省的城镇化率、对应的区域经济增长的亮点，行业网点分布密集程度，经过综合排名，我们认为山东、内蒙古、河北、湖南区域经济增长潜力较大，区域内二线城市竞争力相对均衡，为零售行业的发展提供了广阔的空间，同时从单个城市来看，中部和东北城市中长沙、济南、合肥、沈阳、武汉较为突出，但武汉和沈阳竞争过于激烈。西部城市中成都、重庆、银川、乌鲁木齐、呼和浩特、南宁几个市场增长潜力较大，竞争压力来看，重庆最大，银川、乌鲁木齐和呼和浩特最小。

中期重点上市公司业绩预览

从我们重点跟踪企业来看，二季度销售能超出预期的有主要是百货企业和专业连锁公司，我们预计净利润增长超过 50% 的公司主要有友好集团（150% 以上）、通程控股（100% 以上）、新华百货（50%-60%）、潮宏基（40%-50%）、苏宁电器（50%-60%）、友阿股份（50% 以上）。净利润增长超过 20% 的公司主要有王府井（25%-30%）、鄂武商（30% 以上）、广百股份（15%-20%）、广州友谊（20%-25%）、人人乐（20%）武汉中百（20%-25%）。

投资策略

我们判断在通胀维持在 2%-3% 的情况下，行业限额数据在三季度的增速仍然可保持在 24% 左右，如果经济在三季度完成二次探底，我们仍然可期待行业在四季度迎来增长旺季。回顾 04-05 年国内经济也陷入紧缩中，但消费行业在 04-07 年迎来第一次快速增长，行业估值水平也较沪深 300 估值水平一直保持在 100% 以上。目前行业对应 09 年估值为 38 倍，较 05 年底对应 04 年年报的估值水平高 15.8%，但估值溢价水平低于 05 年。我们认为在政策层面上，收入分配改革和对经济结构转型的期待，将有助于行业估值溢价水平维持且有望进一步上行。

业态方面，我们仍然将百货行业作为首选，其次是专业连锁和综合超市。我们建议投资者的组合综合考虑中西部地区和成长性的匹配，我们仍然将通程控股、新华百货、广州友谊、鄂武商、潮宏基、王府井、银座股份、重庆百货、友阿股份、广百股份、武汉中百作为基本配置，同时我们综合考虑西部大开发的前景，将友好集团和西安民生作为补充配置，以提高组合的弹性。专业连锁公司，我们建议大资金仍然将苏宁作为零售行业的基本配置，同时农产品独特的模式和三季度平湖市场的开业有望推动公司股价上扬，建议配置。

行业评级

持有

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	7.04%	-12.50%	13.99%
沪深 300	1.63%	-15.73%	-8.36%

目录索引

一、二季度行业增速超出市场预期	4
(一) 行业销售持续回升.....	4
(二) 消费者信心逐步恢复.....	5
(三) 各类数据显示中西部地区增长显著.....	6
二、扩大居民消费需求是扩大内需的着力点	8
三、区域经济与区域零售企业成长潜力分析	10
四、重点跟踪企业中报前瞻	16
五、投资策略.....	17
(一) 投资组合建议	17
(二) 重点公司点评	18
通程控股.....	18
新华百货.....	21
广州友谊.....	21
鄂武商.....	22
王府井.....	23
银座股份.....	24
友阿股份.....	24
农产品.....	25

图表索引

图 1: 社会消费品零售总额 2007-2010.4 同比增长率.....	4
图 2: 2007.01-2010.04CPI 指数.....	5
图 3: 2005-2010.04消费者信心和消费者预期指数.....	6
图 4: 2009-2010.04月度社会消费品零售总额和消费者信心指数.....	6
图 5: 城镇家庭收入结构.....	9
图 6: 2008 年不同收入阶层消费倾向.....	9
图 7: 2009 年不同区域省份消费倾向.....	10
图 8: 区域型公司综合竞争力判断标准.....	10
图 9: 2007-2009 社零总额变化图.....	17
表 1:2009-2010.05 限额以上企业主要商品类别销售增幅 %.....	4
表 2: 2006-2009 年分区域中国连锁百强企业销售增长率.....	6
表 3: 2010 年一季度净利润增幅前 20 家企业.....	7
表 4: 重点城市与广州主要零售指标对比分析.....	11
表 5: 2005-2009 年中国城市综合竞争力排名.....	12
表 6: 各省城镇化率和 09 年连锁百强门店地区分别情况.....	15
表 7: 15 家零售公司当地竞争环境综合排名.....	16
表 8: 2003-2005 估值变化图.....	18
附表 1: 重点跟踪公司 2009-2011 盈利预测与投资评级.....	26

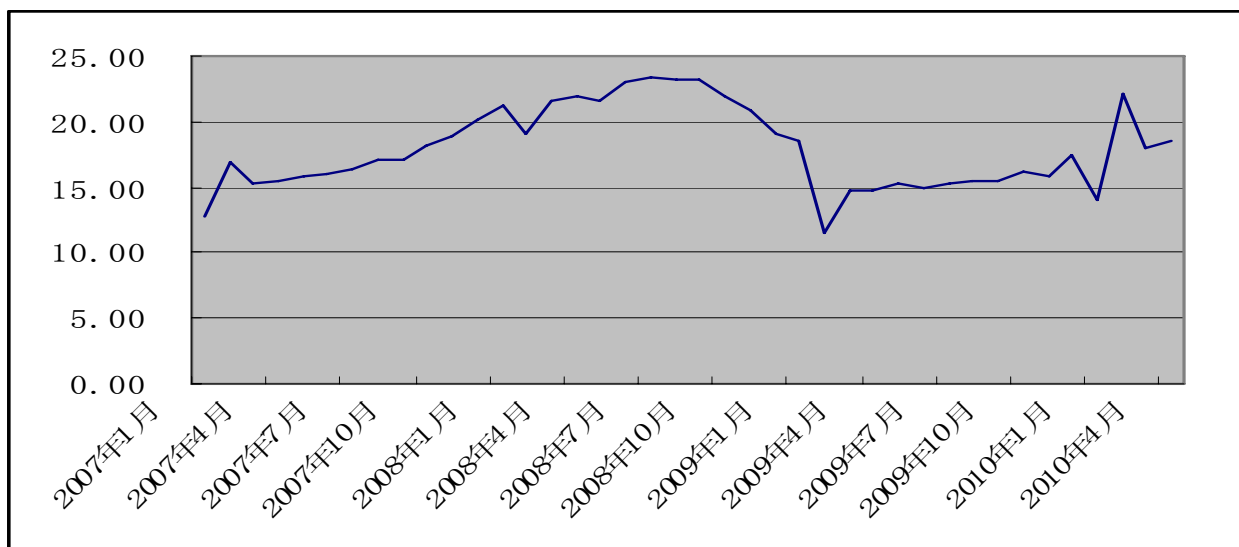
一、二季度行业增速超出市场预期

(一) 行业销售持续回升

1-5月累计，社会消费品零售总额 60339 亿元，同比增长 18.2%，比上年同期加快 3.2 个百分点，比 1-4 月加快 0.1 个百分点。其中限额以上企业实现商品零售额 21836 亿元，增长 30.2%，比 1-4 月份加快 0.2 个百分点。扣除石油和汽车的限额以上企业实现商品零售额 9393 亿元，同比增长 23.32%，比 1-4 月份加快 0.45 个百分点。

5 月份，社会消费品零售总额 12455 亿元，同比增长 18.7%，比上年同月加快 3.5 个百分点，比 4 月份加快 0.2 个百分点。按经营单位所在地分，5 月份，城镇消费品零售额 10818 亿元，同比增长 19.1%；乡村消费品零售额 1637 亿元，增长 15.8%。按消费形态分，5 月份，餐饮收入 1434 亿元，同比增长 16.7%；商品零售 11021 亿元，增长 18.9%。

图 1：社会消费品零售总额 2007-2010.4 同比增长率



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

分类别看，1-5 月份，限额以上批发和零售业中，粮油类增长 18.6%，服装类增长 23.1%，日用品类增长 24.8%，家用电器和音像器材类增长 29.8%，金银珠宝类增长 40.4%，增速较一季度提速，符合我们在二季度策略报告中对行业增长的预期。

表 1：2009-2010.05 限额以上企业主要商品类别销售增幅 %

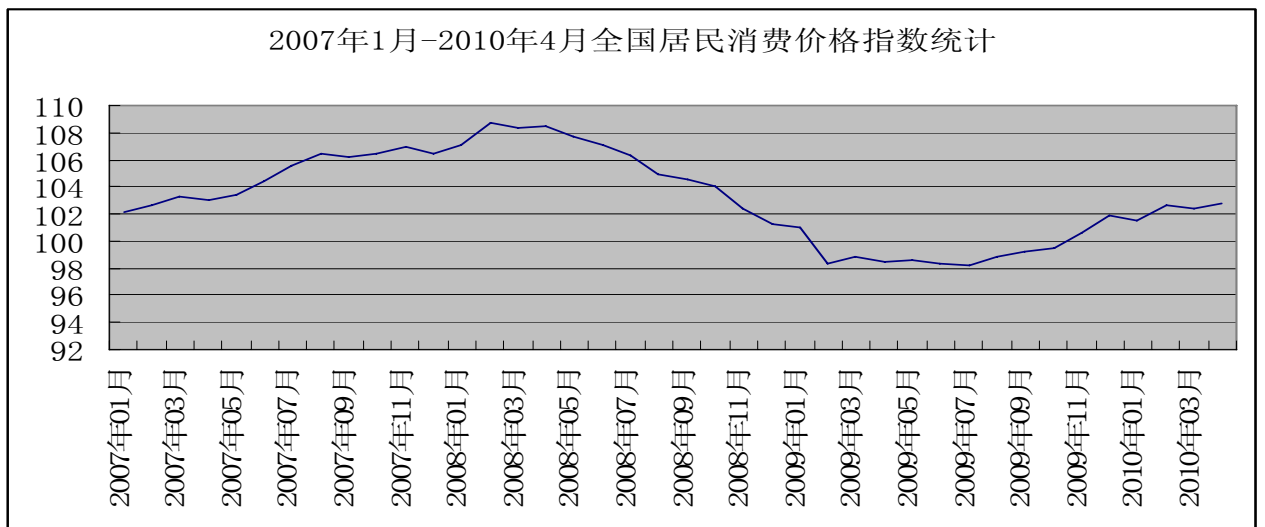
	091Q	Apr-09	May-09	092H	Jul-09	093Q	09A	Feb-10	101Q	Apr-10	Mar-10
粮油类	9.6	4.8	15.6	11.2	13.3	12.8	14.0	16.8	18.4	20.3	17.6
服装类	15.6	14.0	22.1	18.0	19.1	16.9	18.8	23.3	23.9	21.0	22.5
文化办公用品类	6.5	1.9	2.6	3.7	3.8	4.6	6.7	17.4	18.3	23.0	20.9
体育娱乐用品类	8.4	5.0	6.9	7.9	10.3	7.8	9.1	10.7	13.3	20.2	20.1
日用品类	10.9	13.7	15.4	14.0	16.3	14.2	15.6	18.8	22.4	24.6	32.7

家用电器和音像器材类	1.4	0.6	12.0	5.1	8.0	6.9	12.3	31.7	29.6	34.3	27.1
家具类		22.8	33.3	30.5	42.5	32.3	35.5	36.3	37.6	35.1	36.7
化妆品类	14.8	18.2	21.7	17.2	20.3	17.6	16.9	15.6	15.6	17.2	14.1
金银珠宝	11.8	10.4	28.7	15.6	18.4	15.5	15.9	34.7	37.3	35.9	54
汽车	11.1	18.5	23.8	18.1	32.0	24.5	32.3	41.7	39.8	36.9	37.2
石油及石油制品	-0.8	0.3	5.0	1.5	1.1	2.9	6.8	40.8	40.3	43.1	39.6
建筑及装潢材料		10.8	12.6	17.3	25.8	21.1	26.6	30.5	26.8	29.2	32.7
通讯器材	-7.5	-8.4	-7.8	-7.0	1.3	-4	-1.3	20.0	18.0	24.4	19.1

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

同时全国居民消费价格总指数逐步回升，4月份上升2.8%，随着CPI指数温和上升，社会批发零售贸易业的零售总额的增长趋势将得到延续。根据对名义社会消费品零售总额与CPI增速的拟合分析，二者的相关性达到0.71，考虑到CPI的构成与居民消费的高度相关，可以从中短期CPI走势预测社会消费品零售总额的增长。从CPI翘尾因素测算2010年CPI峰值将出现在6-8月份，则社会消费品零售总额在随后的三个月内仍然有望快速增长。

图 2: 2007.01-2010.04CPI 指数



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

(二) 消费者信心逐步恢复

消费者信心正逐步恢复，消费者信心指数在09年3月份见底后逐步恢复，今年4月份消费者信心指数已回升至107.9，同期消费者预期指数更是上升到108.2，接近金融危机爆发之前的水平。而消费者信心调查数据环比上升的速度是历年来罕见的，这从一个侧面印证了消费增长势能在快速累积，其中既有消费政策刺激效应释放的因素，也有收入增加预期和宏观经济持续向好的影响。

图 3: 2005-2010.04 消费者信心和消费者预期指数

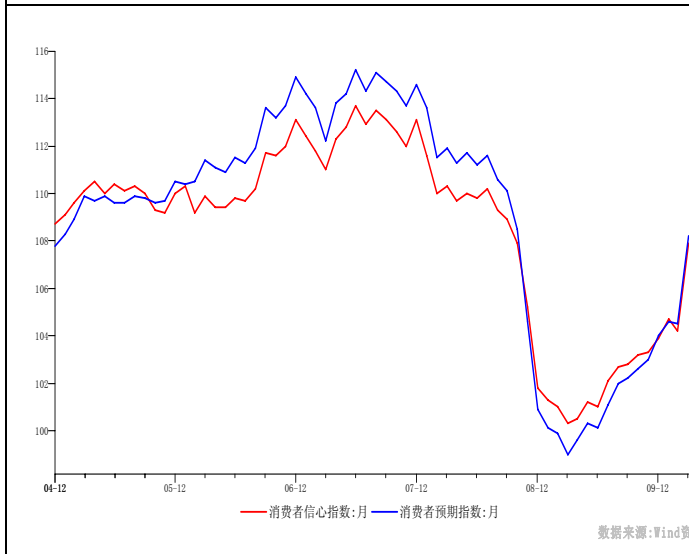
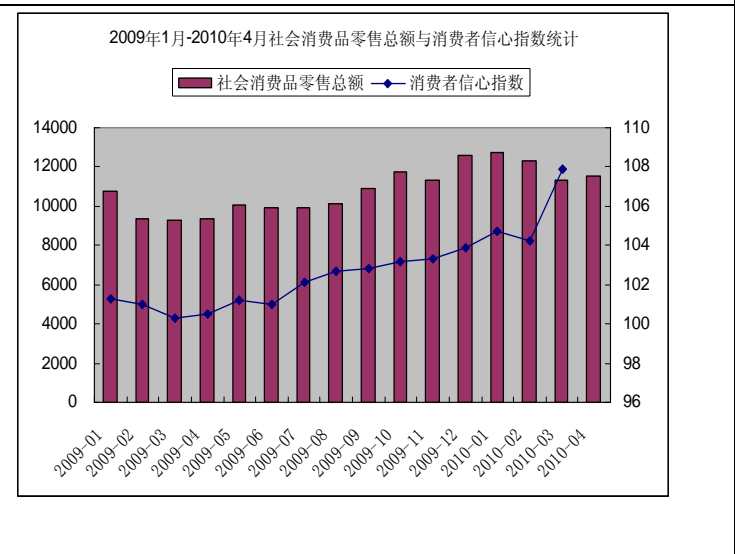


图 4: 2009-2010.04 月度社会消费品零售总额和消费者信心指数



数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

仔细分析 2010 年一季度消费者信心指数回升中有三大特点: 一是中部地区消费者信心上升明显;二是农村消费者信心在过去 3 个季度实现快速的上升;三是京津冀经济圈消费者信心上升较快。这反映出城镇化和收入预期对消费增长的促进作用。

(三) 各类数据显示中西部地区增长显著

对不同区域的中国连锁经营协会统计的连锁百强销售业绩比较可以看出, 中西部地区百强增长明显高于一线城市, 这也是近年来持续表现出的一个特征。伴随城镇化进程的加速, 相比京、沪、深一线城市转向享受型消费(珠宝、文化、旅游、娱乐), 中西部地区一般性(品牌服装、化妆品、食品)消费增长潜力巨大。

表 2: 2006-2009 年分区域中国连锁百强企业销售增长率

统计区域	项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
一线城市	销售额	2925.03	3477.70	3855.82	4219.99
	增长率		18.89%	10.87%	9.44%
	门店数	31447	64020	84890	
东部发达省份	销售额	4398.29	5191.12	5796.40	6276.41
	增长率		18.03%	11.66%	8.28%
	门店数	39866	74005	94975	
华北地区	销售额	2228.32	2820.95	3221.52	3689.62
	增长率		26.60%	14.20%	14.53%
	门店数	26344	57898	79027	
中西部地区	销售额	755.44	901.82	1044.39	1433.34
	增长率		19.38%	15.81%	37.24%
	门店数	3427	4623	5447	

数据来源: 中国连锁经营协会、广发证券发展研究中心

我们从一季度上市公司季报同样可以看出，中西部地区上市公司销售和净利润增幅均大幅超出一线城市地区。销售增速超过25%以上的公司20家公司中，有7家经营地在中西部地区。净利润超速超过50%的9家公司，有8家经营地在中西部地区。

表 3: 2010 年一季度净利润增幅前 20 家企业

	证券简称	所处区域	主要业态	2010 E	20101Q EPS	营业收入增长率 20101Q	归属母公司 股东的净利润 增长率-扣 非 20101Q	销售 净利 率 2009	销售净 利率 20101Q	销售期 间费用 率 2009	销售期 间费用 率 20101Q
1	友好集团	新疆	百货和购物中心	未跟踪	0.08	28.37	284.48	2.73	4.07	17.18	15.8
2	南宁百货	广西南宁	百货和家电	0.3	0.07	29.39	222.4	1.9	2.61	13.45	12.12
3	通程控股	湖南	家电和购物中心	0.33	0.07	58.94	160.62	2.24	2.98	18.95	16.87
4	兰州民百	甘肃兰州	百货	0.28	0.08	20.1	126.08	3.38	8.43	15.37	10.08
5	西安民生	陕西	百货和超市	0.27	0.07	16.19	74.32	3.95	3.15	15.95	16.37
6	合肥百货	安徽	百货、超市、家电	0.5	0.13	22.32	65.73	4.91	4.22	9.82	10.4
7	友谊股份	上海	超市	0.6	0.17	8.4	65.55	2.1	2.41	18.03	16.98
8	新华百货	宁夏	百货、超市、家电	1.5	0.44	25.79	61.58	6.55	7.64	10.08	8.81
9	家润多	湖南	百货和奥特莱斯	1.05	0.27	32.86	56.8	5.5	9.61	10.82	6.13
10	豫园商城	上海	商业物业经营	1	0.24	13.68	44.9	6.15	7.59	9.74	7.45
11	王府井	全国	百货	1.35	0.36	29.91	43.76	3.78	4.52	13.19	11.54
12	潮宏基	全国	品牌珠宝连锁	1.05	0.27	46.33	40	15.49	15.9	21.19	19.69
13	鄂武商 A	湖北	百货和购物中心	0.6	0.2	35.09	35.87	4	4.49	14.54	11.71
14	成商集团	四川	百货和商业地产	0.4	0.12	5.72	35.61	7.28	8.95	13.58	11.45
15	东百集团	福建	百货	0.4	0.13	28.56	31.92	5.32	8.39	12.84	10.5
16	重庆百货	重庆	百货、超市和家电	1.49	0.4	16.57	29.32	2.18	3.28	12.91	10.4

数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

二、扩大居民消费需求是扩大内需的着力点

国务院副总理李克强在求是杂志发表的《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》的文章中重点谈到“扩大居民消费是扩大内需的重点。”以下是我们原文摘录的文章。

“我们说内需不足，主要是居民消费需求不足。我国居民消费率较低，可开拓的空间很大。扩大居民消费需要多措并举。一是完善消费政策。要总结家电下乡等刺激消费政策的经验，不断丰富和完善相关政策。但扩大居民消费不能长期依赖政府补贴，还要探索多种办法，建立长效机制。二是改善消费环境。要建立健全消费法规标准、市场流通体系，整顿和规范市场秩序，保障食品和药品安全，同时要完善信用体系，发展消费信贷，提供优质服务，让群众安心消费、方便消费。三是培育消费热点。要支持居民自住和改善性购房需求，增加文化、体育、旅游、培训和家政等消费，引导消费结构升级。

扩大居民消费的关键是提高居民消费能力，这就需要调整国民收入分配结构，提高居民特别是中低收入居民的收入水平。当前，应更加注重就业和劳动报酬在一次分配中的作用，更加注重社会保障和公共服务在二次分配中的作用，以此作为调整国民收入分配结构的重要突破口。

就业是民生之本、收入之源。要实施更加积极的就业政策，千方百计增加就业。只有就业规模扩大了，劳动者的收入增加了，扩大消费才有条件。社会保障是一张“安全网”。通过加快社会保障体系建设，可以解除居民消费的后顾之忧，增强消费意愿。要加大投入力度，加快健全养老、医疗卫生、最低生活等社会保障体系。社会保障和公共服务本身也是社会消费。应合理区分基本与非基本保障和服务，把重点放在“保基本、强基层、打基础”上，集中力量提供基本公共服务，办好群众需求最迫切、政府又力所能及的实实在在的事情。

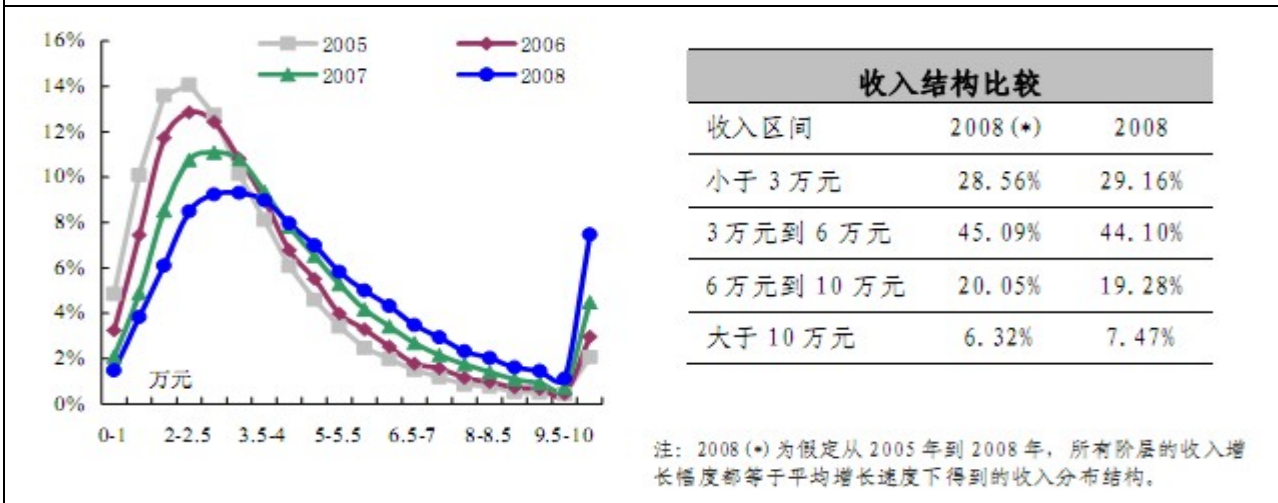
提高居民消费能力，根本举措是提高居民收入在国民收入分配中的比重和劳动报酬在初次分配中的比重，努力做到城乡居民收入增长、劳动报酬增长与经济增长相协调。这要求逐步扩大中等收入者比重，努力形成“橄榄型”收入分配结构。调整国民收入分配结构是一项关系到改革发展稳定全局的大事，需要高度关注，切实采取措施。这方面的调整涉及方方面面的利益格局调整，需要深入研究，积极稳妥加以推进。”

从这段论述中，我们总结国家未来在提高居民消费需求的主要手段包括，其一，完善消费政策和推动居民消费升级；其二，提高中低收入居民的收入水平，以逐步扩大中等收入者的比重，努力形成“橄榄型”收入分配结构；其三，就是增加就业和加强社会保障体系建设。我们认为提高中低收入居民的收入水平，将是未来 1-2 年政府政策的关键落实点。

我们从莫尼塔对 05-08 年中国城镇家庭收入结构的研究可以看出与 2005 年相比，收入最低的（低于 3 万元）与收入最高的（高于 10 万元）的家庭比重都有所上升，而中间阶层的比重缩小了，即收入的

差异化有扩大的趋势。这也说明了为什么我们的政策要提高中低收入阶层的收入水平。

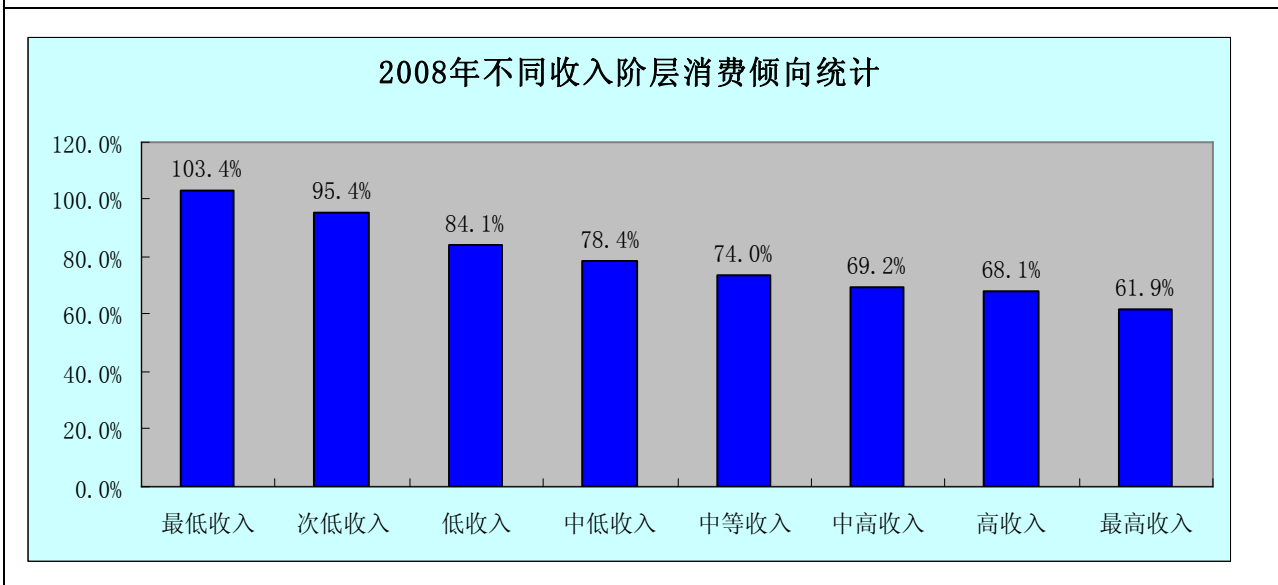
图 5: 城镇家庭收入结构



数据来源: 莫尼塔、广发证券发展研究中心

另外从莫尼塔研究的不同收入阶层的消费倾向来看, 提高中低收入阶层的收入水平是最有利于提高居民消费率的, 因为他们的消费倾向最高。

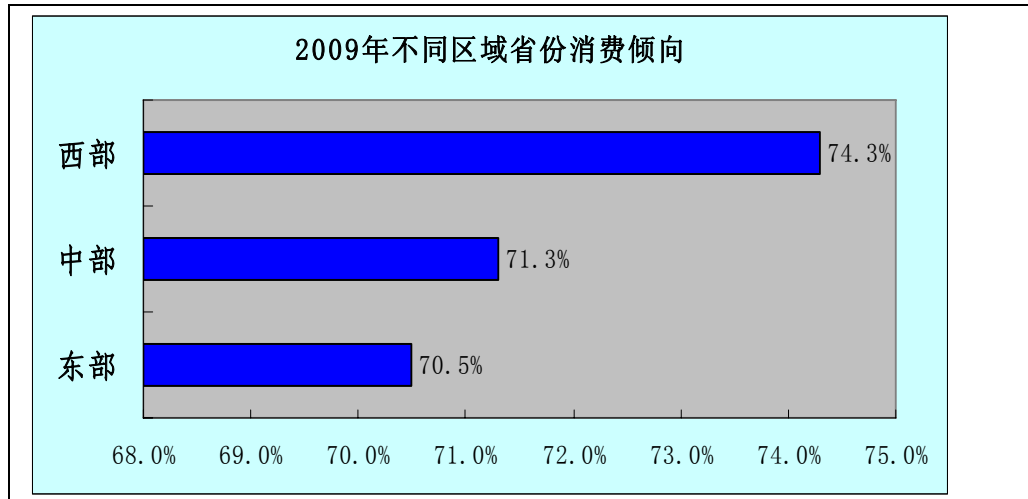
图 6: 2008 年不同收入阶层消费倾向



数据来源: 莫尼塔、广发证券发展研究中心

从中国经济转型的大环境和政策层面来看, 消费对 GDP 的贡献率将逐步提高, 最终完成一个从量变到质变的过程, 成为经济增长的发动机。因此, 可以长期看好零售业的发展, 尤其是把握住了居民收入结构变化、消费升级节奏和城镇化步伐的公司, 将会获得超过市场平均水平的增长业绩。同时我们从不同省份居民消费倾向统计也可以看出来, 未来随着中西部地区居民消费者收入的提高中西部地区零售商将面临更好的发展机遇。

图 7: 2009 年不同区域省份消费倾向



数据来源：莫尼塔、广发证券发展研究中心

基于此，我们将下半年的投资策略重点放在区域经济与区域零售企业成长潜力分析上，以为投资者找到未来增长潜力比较大的零售企业

三、区域经济与区域零售企业成长潜力分析

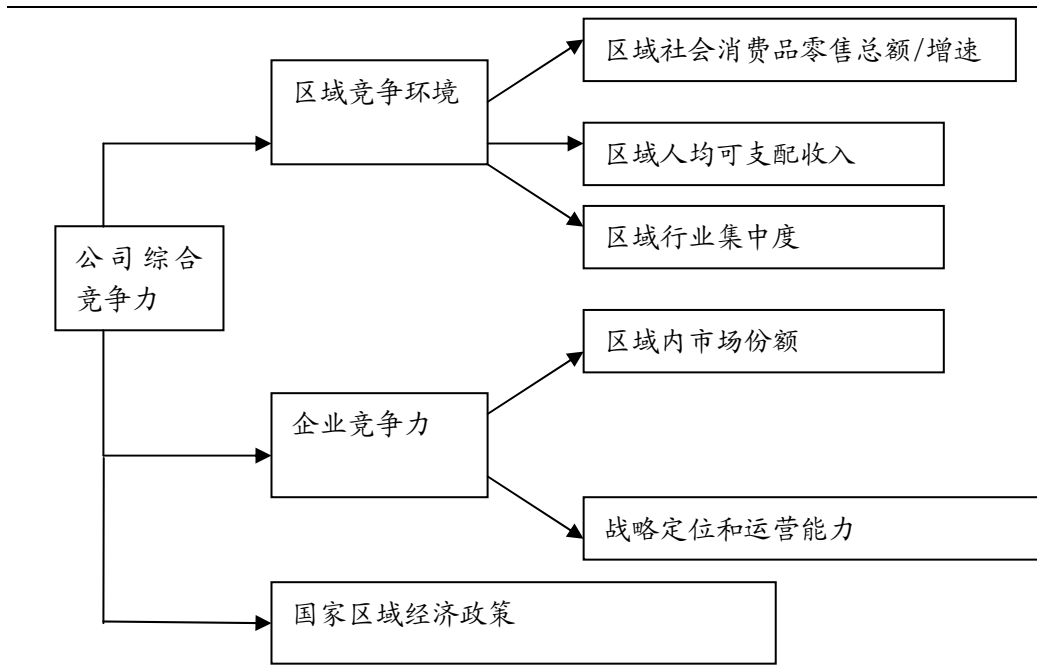
中国东部、中部和西部地区发展的不平衡状况以及国内分割的区域代理商体制使得国内零售企业在相当长的时间仍然会以区域为主要的发展模式。我们将重点结合国家的区域政策来分析区域内零售企业未来的成长潜力。

我们认为从国家区域政策、当地市场环境和企业竞争力三个方面考察公司是比较合适的。

当地市场环境我们主要选择四个指标，即区域社会消费品零售总额和增速、区域人均GDP、区域人均可支配收入和区域连锁百强企业所开门店数量，前两个指标主要考察当地消费市场的容量和增长潜力，后一个指标主要是考察当地市场竞争激烈程度。而考察企业竞争力我们主要考虑三个因素，即企业在区域内的市场份额、企业的战略定位和经营管控能力。

零售企业的获利能力与区域市场的份额密切相关。在前几年，一些企业追求快速发展，四处出击，而管理能力则在快速扩张中稀释。企业虽然扩大了，但没有形成有效的市场规模，没有形成规模效益。一个做强的企业，应在目标市场中，占有较高的市场份额，它的各种资源才可以集约，形成合力。大的市场份额和高的顾客忠诚度相辅相成；区域型零售企业在业态选择上，多选择了各种业态多元化发展的方式，而企业经营管控能力决定了公司内生增长能力，我们可从企业自身的各项财务指标对企业的经营管控能力进行判断。

图8：区域型公司综合竞争力判断标准



数据来源：广发证券发展研究中心

为对区域零售增长潜力研究方便，我们对比分析了省会城市 09 年人均 GDP 数据所对应的广州人均 GDP 年份。同时我们分析了当年广州社会消费品零售总额数据以及该阶段之后五年的社会消费品零售总额的增长率。

表 4: 重点城市与广州主要零售指标对比分析

主要城市 (2009)	重点城市				广州			
	人均 GDP (元)	人均可支 配收入 (元)	社会零售 总额(十 亿元)	固定资 产投 资 06-09 年 三年复合增 长率(%)	对应广 州 GDP 年份	广州人均 可支配收 入(元)	广州当年社会 零售总额(十 亿元)	广州后五 年社会零 售总额增 长率(%)
贵阳	15041	15040.66	412.72	23.71	1995	9038	549.97	22.71%
南宁	21479	16530.58	757.01	32.65	1998	11256	904.57	12.71%
西宁	22865	12911.03	201.60	30.30	1999	12019	1000.68	10.62%
兰州	26259	12760.66	426.61	19.29	2000	13967	1121.13	11.11%
海口	26366	15236.66	277.20	20.53	2000	13967	1121.13	11.11%
昆明	28602	15674.05	864.61	34.76	2001	14694	1248.28	11.83%
石家庄	29368.1	16606.85	1190.60	30.37	2001	14694	1248.28	11.83%
西安	32351	16559.78	1381.12	32.84	2002	13380	1370.68	13.62%
哈尔滨	32886	15886.96	1507.90	32.69	2002	13380	1370.68	13.62%
长春	34044	16072.14	721.70	34.26	2002	13380	1370.68	13.62%
合肥	34205	17158.47	703.42	44.58	2002	13380	1370.68	13.62%
成都	34677	18659.4	1949.95	28.45	2002	13380	1370.68	13.62%
银川	34453	15715.44	185.48	28.33	2002	13380	1370.68	13.62%
福州	35917	20747.77	1335.79	31.01	2002	13380	1370.68	13.62%
乌鲁木齐	43226	13074.54	473.00	24.39	2004	16884	1,675.05	17.01%

郑州	44000	17416.83	1434.76	30.42	2004	16884	1,675.05	17.01%
太原	44319	15606.9	721.70	15.99	2004	16884	1,675.05	17.01%
武汉	47526	18389.13	2164.09	31.32	2004	16884	1,675.05	17.01%
济南	49958	22721.65	1617.87	17.64	2005	18287	1,898.74	18.25%
南昌	50376	16472.4	634.43	33.99	2005	18287	1,898.74	18.25%
沈阳	54105	18474.61	1778.59	27.10	2005	18287	1,898.74	18.25%
长沙	56620	20004.05	1524.91	30.85	2005	18287	1,898.74	18.25%
呼和浩特	58688	22294.74	641.21	13.35	2005	18287	1,898.74	18.25%
青岛	58251	22367.88	1743.99	18.29	2005	18287	1,898.74	18.25%
南京	60452	25504.12	1961.58	18.25	2006	19851	2,182.77	19.94%
大连	66137	19014.37	1396.70	30.60	2006	19851	2,182.77	19.94%
厦门	64413	26130.58	488.62	10.04	2006	19851	2,182.77	19.94%
杭州	74924	26863.93	1804.93	16.20	2007	22469	2,595.00	18.89%

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

备注：04、05、06、07 年分别是四年、三年和二年复合增长率

上表中红色数字标示的城市的共同特点是，人均 GDP 与广州当年人均 GDP 接近，但人均可支配收入高于广州当时水平，但社会消费品零售总额却较大幅度低于广州当时水平，我们认为随着这些城市城镇化率的提高和固定资产投资增速的提升，社会消费品零售总额有望保持高速增长。具体城市分别为贵阳、南宁、长春、合肥、银川、济南、长沙和呼和浩特。而西安、哈尔滨、成都、福州、武汉的社会零售总额较广州当时水平更高，未来增速可能受到一定的抑制。

同时我们结合 2005-2009 年中国城市竞争力报告中，中国城市竞争力排名变化情况，筛选了近五年来城市竞争力一直在提升的城市为沈阳（辽宁）、长沙（湖南）、武汉（湖北）、合肥（安徽）、成都（四川）、东营（山东）、鄂尔多斯（内蒙古）、烟台（山东）、呼和浩特（内蒙古）、西安（陕西）、包头（内蒙古）、唐山（河北）、太原（山西）、舟山（浙江）、银川（宁夏）、柳州（广西）、济宁（山东）、廊坊（河北）、沧州（河北）、泰安（江苏）、株洲（湖南）、潍坊（山东）、新乡（河南）、龙岩（福建）、吉林（长春）、漳州（福建）、莱芜（山东）、锦州（辽宁）、松原（黑龙江）、平顶山（河南）、营口（辽宁）和邯郸（山东）。我们可以看出，山东以 6 个城市居于首位，依次为内蒙古 3 个、辽宁 3 个、河北 2 个、湖南 2 个、福建 2 个。

表 5：2005-2009 年中国城市综合竞争力排名

城市	2005 年综合竞争力		2006 年综合竞争力		2007 年综合竞争力		2008 年综合竞争力		2009 年综合竞争力	
	竞争力	排名	竞争力	排名	竞争力	排名	竞争力	排名	竞争力	排名
香港	0.863	1	0.899	1	0.896	1	0.898	1	0.895	1
深圳	0.712	3	0.747	3	0.757	2	0.778	2	0.76	2
上海	0.731	2	0.753	2	0.755	3	0.778	3	0.759	3
北京	0.666	5	0.721	4	0.725	4	0.745	4	0.749	4
台北	0.681	4	0.683	6	0.691	5	0.725	5	0.705	5
广州	0.638	8	0.666	7	0.668	7	0.684	6	0.666	6

天津	0.59	15	0.622	12	0.631	10	0.647	9	0.652	7
高雄	0.661	6	0.694	5	0.676	6	0.67	7	0.646	8
大连	0.584	18	0.597	18	0.62	12	0.631	12	0.644	9
青岛	0.606	12	0.617	14	0.636	8	0.656	8	0.639	10
苏州	0.606	13	0.631	11	0.633	9	0.645	10	0.636	11
杭州	0.613	11	0.634	10	0.627	11	0.641	11	0.636	12
澳门	0.566	23	0.584	22	0.587	20	0.621	15	0.63	13
沈阳	0.55	28	0.563	28	0.585	21	0.614	17	0.627	14
东莞	0.498	46	0.538	37	0.579	24	0.611	18	0.622	15
长沙	0.553	26	0.586	21	0.589	18	0.605	22	0.615	16
无锡	0.6	14	0.62	13	0.618	13	0.63	13	0.613	17
武汉	0.551	27	0.581	24	0.549	32	0.601	23	0.613	18
厦门	0.574	20	0.596	19	0.605	15	0.619	16	0.61	19
宁波	0.587	16	0.608	17	0.6	17	0.61	19	0.604	20
南京	0.577	19	0.591	20	0.588	19	0.608	21	0.604	21
合肥	0.518	37	0.552	30	0.561	27	0.587	28	0.604	22
成都	0.555	25	0.569	26	0.584	22	0.597	24	0.604	23
佛山	0.569	22	0.616	15	0.603	16	0.623	14	0.601	24
东营	0.531	32	0.565	27	0.576	25	0.589	27	0.599	25
台中	0.586	17	0.582	23	0.571	26	0.609	20	0.585	26
济南	0.571	21	0.58	25	0.581	23	0.59	26	0.585	27
台南	0.617	10	0.608	16	0.558	28	0.567	31	0.579	28
长春	0.556	24	0.548	33	0.531	41	0.546	39	0.572	29
鄂尔多斯	0.457	73	0.503	56	0.507	52	0.547	38	0.571	30
珠海	0.539	29	0.549	31	0.556	29	0.571	29	0.568	31
基隆	0.637	9	0.649	8	0.609	14	0.591	25	0.565	32
烟台	0.51	41	0.53	41	0.543	37	0.555	35	0.565	33
常州	0.535	31	0.549	32	0.556	30	0.57	30	0.564	34
中山	0.505	44	0.54	36	0.549	33	0.563	32	0.563	35
呼和浩特	0.46	70	0.507	48	0.518	47	0.521	52	0.561	36
福州	0.52	35	0.541	35	0.543	36	0.562	34	0.558	37
南昌	0.525	34	0.553	29	0.549	34	0.555	36	0.557	38
西安	0.515	39	0.53	40	0.528	42	0.535	42	0.553	39
包头	0.447	79	0.48	67	0.499	58	0.534	44	0.552	40
郑州	0.527	33	0.542	34	0.546	35	0.554	37	0.551	41
重庆	0.517	38	0.528	43	0.539	38	0.563	33	0.546	42
南通	0.492	49	0.529	42	0.535	39	0.546	40	0.54	43
石家庄	0.519	36	0.532	39	0.532	40	0.53	45	0.537	44
温州	0.514	40	0.526	44	0.528	43	0.534	43	0.533	45
哈尔滨	0.538	30	0.537	38	0.518	46	0.524	50	0.533	46
大庆	0.484	55	0.506	52	0.512	49	0.519	55	0.524	47
淄博	0.506	43	0.513	47	0.518	48	0.527	47	0.522	48
新竹	0.653	7	0.639	9	0.551	31	0.543	41	0.522	49

扬州	0.489	50	0.502	58	0.509	50	0.521	51	0.52	50
马鞍山	0.454	75	0.507	51	0.507	51	0.525	48	0.519	51
绍兴	0.5	45	0.524	45	0.521	45	0.529	46	0.518	52
南宁	0.487	51	0.484	65	0.494	62	0.507	64	0.517	53
乌鲁木齐	0.484	54	0.505	54	0.497	61	0.491	71	0.513	54
昆明	0.485	53	0.507	50	0.503	55	0.519	54	0.511	55
克拉玛依	0.475	59	0.507	49	0.506	53	0.511	58	0.51	56
镇江	0.496	47	0.502	57	0.504	54	0.52	53	0.507	57
徐州	0.485	52	0.492	63	0.498	59	0.509	59	0.507	58
唐山	0.46	69	0.483	66	0.484	68	0.495	68	0.507	59
太原	0.459	71	0.506	53	0.502	56	0.507	62	0.506	60
舟山	0.43	92	0.47	75	0.486	67	0.5	67	0.505	61
惠州	0.47	63	0.478	71	0.492	64	0.508	60	0.505	62
台州	0.482	57	0.5	60	0.497	60	0.507	63	0.502	63
威海	0.493	48	0.518	46	0.525	44	0.524	49	0.498	64
嘉兴	0.48	58	0.493	62	0.493	63	0.5	66	0.496	65
鞍山	0.506	42	0.503	55	0.491	65	0.511	57	0.496	66
泰州	0.47	65	0.474	72	0.482	69	0.501	65	0.496	67
银川	0.433	88	0.48	68	0.482	70	0.492	70	0.493	68
江门	0.442	83	0.463	81	0.473	73	0.508	61	0.492	69
芜湖	0.471	62	0.501	59	0.48	71	0.487	73	0.492	70
泉州	0.482	56	0.489	64	0.5	57	0.515	56	0.489	71
洛阳	0.464	67	0.493	61	0.491	66	0.495	69	0.484	72
柳州	0.444	82	0.463	80	0.469	76	0.484	75	0.483	73
济宁	0.47	64	0.458	84	0.46	82	0.468	85	0.48	74
廊坊	0.421	103	0.452	88	0.456	88	0.474	79	0.479	75
沧州	0.418	105	0.461	83	0.457	87	0.47	82	0.478	76
秦皇岛	0.472	61	0.479	69	0.48	72	0.485	74	0.477	77
泰安	0.44	84	0.439	98	0.458	86	0.474	78	0.476	78
湖州	0.44	85	0.461	82	0.464	77	0.475	77	0.476	79
海口	0.473	60	0.464	78	0.455	89	0.469	83	0.475	80
临沂	0.439	86	0.453	87	0.462	80	0.46	92	0.473	81
株洲	0.43	93	0.445	93	0.444	99	0.462	91	0.472	82
兰州	0.459	72	0.478	70	0.463	79	0.49	72	0.472	83
桂林	0.437	87	0.452	89	0.46	83	0.466	86	0.472	84
潍坊	0.457	74	0.473	73	0.472	74	0.47	81	0.471	85
连云港	0.447	80	0.464	79	0.46	81	0.466	87	0.47	86
金华	0.448	78	0.467	76	0.464	78	0.473	80	0.47	87
德州	0.451	76	0.449	90	0.459	85	0.48	76	0.468	88
新乡	0.408	113	0.441	97	0.446	94	0.465	88	0.467	89
岳阳	0.446	81	0.446	92	0.444	98	0.445	103	0.466	90
盘锦	0.429	95	0.471	74	0.469	75	0.469	84	0.465	91
铜陵	0.431	91	0.449	91	0.459	84	0.464	89	0.464	92

龙岩	0.413	110	0.437	101	0.445	95	0.449	99	0.462	93
吉林	0.42	104	0.405	138	0.404	136	0.435	112	0.462	94
贵阳	0.423	100	0.455	85	0.448	91	0.463	90	0.46	95
漳州	0.414	109	0.417	117	0.432	106	0.45	97	0.457	96
肇庆	0.425	98	0.422	114	0.421	113	0.439	108	0.456	97
莱芜	0.396	126	0.416	121	0.432	107	0.451	96	0.452	98
日照	0.383	148	0.425	108	0.435	102	0.446	102	0.451	99
锦州	0.408	114	0.423	111	0.425	111	0.443	106	0.451	100
松原	0.346	187	0.357	202	0.403	138	0.427	120	0.45	101
平顶山	0.389	141	0.413	128	0.422	112	0.44	107	0.449	102
丽水	0.422	102	0.434	103	0.445	96	0.452	94	0.449	103
湛江	0.406	116	0.442	96	0.445	97	0.451	95	0.449	104
湘潭	0.461	68	0.436	102	0.443	100	0.449	100	0.447	105
保定	0.429	94	0.455	86	0.454	90	0.45	98	0.446	106
营口	0.393	132	0.415	125	0.398	147	0.433	114	0.445	107
抚顺	0.417	107	0.429	104	0.432	105	0.449	101	0.444	108
绵阳	0.432	89	0.443	95	0.446	93	0.453	93	0.443	109
盐城	0.431	90	0.443	94	0.447	92	0.443	105	0.442	110
滨州	0.402	120	0.428	105	0.433	104	0.437	109	0.441	111
邯郸	0.384	143	0.41	133	0.417	118	0.431	115	0.44	112

资料来源：2010年《城市竞争力蓝皮书：中国城市竞争力报告》

表 6: 各省城镇化率和 09 年连锁百强门店地区分别情况

区域	2007	2008	2009 年连锁百 强门店在该地 区数量	区域	2007	2008	2009 年连锁 百强门店在 该地区数量
北京	84.50%	84.90%	1673	湖北	44.30%	45.20%	1021
天津	76.31%	77.23%	910	湖南	40.45%	42.15%	543
河北	40.26%	41.90%	538	广东	63.14%	63.37%	1773
山西	44.04%	45.11%	1071	广西	36.24%	38.16%	180
内蒙古	50.15%	51.71%	39	海南	47.20%	47.99%	105
辽宁	59.20%	60.05%	476	重庆	48.34%	49.99%	494
吉林	53.16%	53.21%	83	四川	35.60%	37.40%	2512
黑龙江	53.90%	55.40%	270	贵州	28.24%	29.11%	81
上海	88.70%	88.60%	4647	云南	31.60%	33.00%	144
江苏	53.20%	54.30%	5456	西藏	28.29%	22.60%	1
浙江	57.20%	57.60%	5677	陕西	40.62%	42.10%	190
安徽	38.70%	40.50%	3627	甘肃	31.59%	32.15%	24
福建	48.70%	49.90%	539	青海	40.10%	40.86%	11
江西	39.80%	41.36%	1033	宁夏	44.00%	44.98%	591
山东	46.75%	47.60%	3382	新疆	39.15%	39.64%	31
河南	34.34%	36.03%	445				

数据来源：CEIC、中国连锁经营协会、各公司网站、广发证券发展研究中心

经过综合分析各个省的城镇化率、对应的区域经济增长的亮点，行业网点分布密集程度，经过综合排名，我们认为山东、内蒙古、河

北、湖南区域经济增长潜力较大，区域内二线城市竞争力相对均衡，为零售行业的发展提供了广阔的空间，同时从单个城市来看，中部和东北城市中长沙、济南、合肥、沈阳、武汉较为突出，但武汉和沈阳竞争过于激烈。西部城市中成都、重庆、银川、乌鲁木齐、呼和浩特、南宁几个市场增长潜力较大，竞争压力来看，重庆最大，银川、乌鲁木齐和呼和浩特最小。

按照证监会行业分类，共有 67 家零售企业，我们主要选择百货、综合超市业态的零售企业，并结合我们所关注的重点地区的零售企业，我们建议重点关注下表的 15 家零售企业。

表 7: 15 家零售公司当地竞争环境综合排名

证券代码	证券简称	营业收入主要区域	2009 年区域社会消费品零售总额	5 年来社会消费品零售总额增速	5 年来人均可支配收入	所在区域 2008 城镇化率	区域内连锁百强企业数量
600814	王府井	中西部省会城市+北京	2175.25	18.14	12.25	52.43	61
600858	银座股份	山东	1236.30	18.50	13.54	47.60	28
000419	通程控股	湖南	491.37	17.98	11.85	42.15	22
600785	新华百货	银川	18.55	21.33	14.50	64.44	3
600729	重庆百货	重庆	247.90	18.34	12.46	49.99	15
000796	友好集团	新疆乌鲁木齐	47.30	18.77	7.88	73.92	6
000501	鄂武商 A	湖北	592.84	17.75	12.36	45.20	20
002277	友阿股份	湖南长沙	152.49	23.76	12.65	42.15	22
000564	西安民生	陕西西安	138.11	22.22	14.16	47.12	10
000715	中兴商业	辽宁沈阳	178.00	17.05	15.66	64.54	19
600631	商业城	辽宁沈阳	178.00	17.05	15.66	64.54	19
000759	武汉中百	湖北	592.84	17.75	12.36	45.20	20
600828	成商集团	四川	575.87	17.10	12.41	37.40	22
600628	南宁百货	广西南宁	75.70	25.89	11.65	27.32	11
000417	合肥百货	安徽	352.78	17.77	13.40	40.50	19

数据来源：各城市统计局、广发证券发展研究中心

四、重点跟踪企业中报前瞻

从国家统计局公布的限额以上企业来看，今年 4 月份扣除汽车、家具、石油和建筑材料等的销售增速为 24.8%，如果再扣除药品和文化办公用品的销售增速为 24.06%，而一季度的增速分别 22.65%和 23%。

另外根据我们对部分重点零售企业 2009 前五个月销售情况的了解，大部分企业经营情况良好，大部分企业在没有大型促销的情况下，销售增长幅度良好，而且今年的情况是平日销售增速与节假日或促销日销售增速差别不大，表明消费者对价格的敏感度在降低，消费弹性在提高。

从地区分布来看，由于去年基数效应和消费者消费弹性较大等因素，华南百货业延续一季度的销售增幅，比如华南地区百货业中，广州友谊

收入增长 20%以上，广百股份收入增长 20%，同时毛利率与同期相比也有所回升。而华中地区百货，如友阿股份 4-5 月份收入增长超过 20%，其中五一销售增幅约 80%，鄂武商收入有两位数增长，同时毛利额增幅好于毛利率增幅；西北地区百货，如新华百货业务 4-5 月份销售增长分别为 38%和 30%，毛利率基本稳定；全国性连锁百货王府井 4-5 月份销售增幅在 20%左右。

而连锁经营企业中，4-5 月武汉中百销售增长 20%，同店增长为 10%，步步高销售增长 15%，同店增长较小。通程控股 1-4 月份销售增长超过 65%，连锁珠宝企业潮宏基 4-5 月份销售增长 35%。

从我们重点跟踪企业来看，二季度销售能超出预期的有主要是百货企业和专业连锁公司，我们预计净利润增长超过 50%的公司主要有通程控股（100%以上）、友好集团（100%以上）新华百货（50%-60%）、潮宏基（40%-50%）、苏宁电器（50%-60%）、友阿股份（50%以上）。

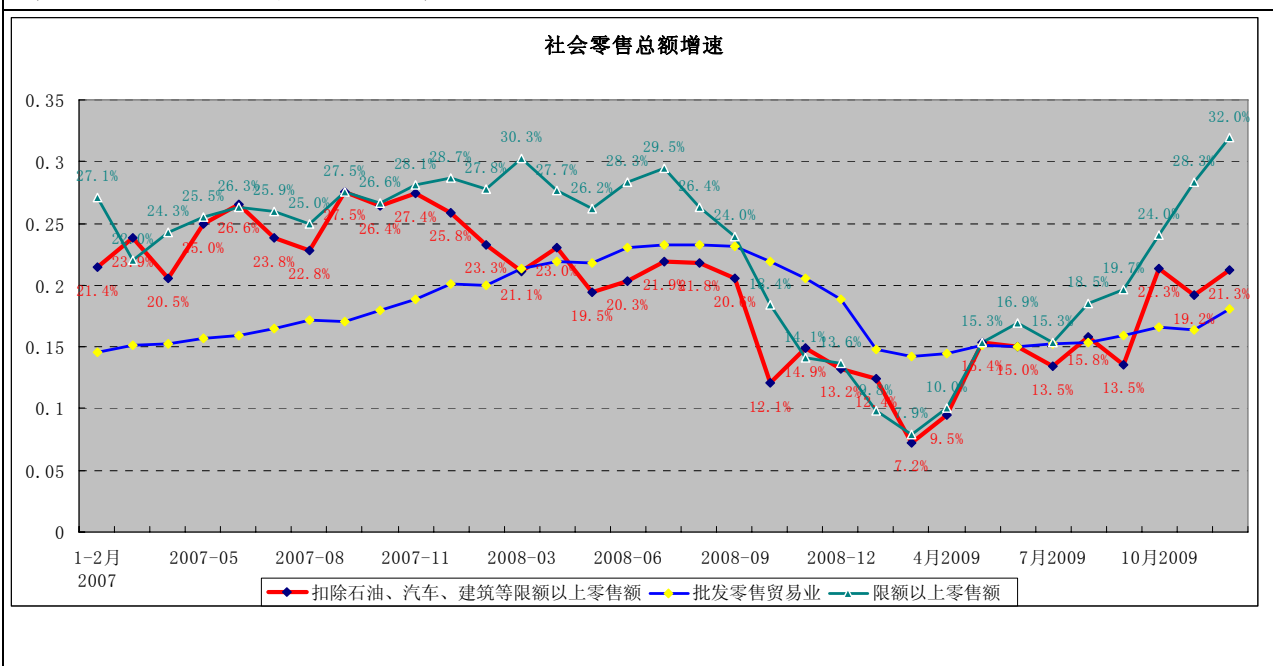
净利润增长超过 20%的公司主要有王府井（25%-30%）、鄂武商（30%以上、广百股份（15%-20%）、广州友谊（20%-25%）、人人乐（20%）武汉中百（20%-25%）。

四、投资策略

（一）投资组合建议

我们观察了 09 年 3 月份以来的扣除石油、汽车、建筑等限额以上零售额的数据，3-4 月份的低基数尽管在 5-9 月份有所缓和，但该增速与 08 年四季度行业增速接近，由此我们推测在通胀维持在 2%-3%的情况下，行业三季度的增速仍然可保持在 24%左右，如果经济在三季度完成二次探底，我们仍然可期待行业在四季度迎来增长旺季。

图 9：2007-2009 社零总额变化图



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

04-05 年国内经济也陷入紧缩中，但消费行业在 04-05 年迎来第一次快速增长，行业估值水平也较沪深 300 估值水平一直保持在 100% 以上。目前行业对应 09 年估值为 38 倍，较 05 年行业对应 04 年年报的估值水平高 15.8%，但估值溢价水平低于 05 年。我们认为在政策层面上，收入分配改革和对经济结构转型的期待，将有助于行业估值溢价水平维持且有望进一步上行。

表 8: 2003-2005 估值变化图

板块名称	[交易日期] 2003-12-31 [财务数据匹 配] 上年年 报	[交易日期] 2003-12-31 [财务数据 匹配] 当年 年报	[交易日期] 2004-12-31 [财务数据 匹配] 上年 年报	[交易日期] 2004-12-31 [财务数据 匹配] 当年 年报	[交易日期] 2005-12-31 [财务数据 匹配] 上年 年报	[交易日期] 2005-12-31 [财务数据 匹配] 当年 年报	[交易日期] 最新 [财务数据 匹配] 上年 年报
全部 A 股	36.85	29.14	24.84	19.06	16.66	15.37	20.26
沪深 300	32.47	23.98	21.44	14.97	14.06	12.49	16.6
SW 零售	43.38	42.85	42.76	32.34	33.08	26.33	37.87
SW 百货零售	42.38	47.03	45.65	37.13	38.37	29.23	43.18
SW 专业连锁	51.35	36.16	38.34	26.1	29.4	20.99	34.11
SW 商业物业 经营	41.83	35.78	39.05	27.27	23.67	25.39	35.13
SW 零售相对 沪深 300 估值 溢价	33.60%	78.69%	99.44%	116.03%	135.28%	110.81%	128.13%

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

在业态方面，我们仍然将百货行业作为首选，其次是专业连锁和综合超市。我们建议投资者的组合，综合考虑中西部地区和成长性的匹配，我们仍然将通程控股、新华百货、广州友谊、鄂武商、潮宏基、王府井、银座股份、重庆百货、广百股份、武汉中百作为基本配置，同时我们综合考虑西部大开发的前景，将友好集团和西安民生作为补充配置，以提高组合的弹性。专业连锁公司，我们建议大资金仍然将苏宁作为零售行业的基本配置，同时农产品独特的模式和三季度平湖市场的开业有望推动公司股价上扬，建议进行配置。

(二) 重点公司点评

通程控股

我们周五参加股东大会和投资者见面会，与董事长周兆达、公司副总兼商业公司副总柳植以及董事会秘书进行了交流。

董事长对公司未来经营的展望

从大环境来看，公司以商业和服务业为主的主营业务无论在政策

导向还是市场需求上都面临很大的发展机会，公司业务有很大的发展空间。从区域市场来看，行业的发展基础比较好，公司在行业内也是具有良好公信力的品牌企业。管理夯实、资产夯实和网点夯实为公司新一轮的发展，为公司业务规模性的增长奠定了基础；公司将以做精、做强主业，提高核心竞争力，提高多业态的协同发展，以主业创新确保公司发展战略的实现，并顽强的推进 09 年以来推广的管理和运营模式转型，公司将在确保持续和稳健发展基础上，实现公司从资产型向效益增长型的转变，实现公司从稳健增长向规模化快速发展的转变。从 1-4 月份的运营情况来看，公司年初制定的目标是可以实现的。无论哪个业态都要推行业务前置审计和四单管理，在这个基础上来实现经营规模的适度扩张；要利用好公司各种优势，利用整合好的会员管理系统，提升各个业态之间的协同效应，特别是加强公司在电子商务上的推广和创新，使公司能利用新的消费模式来提高公司整体营销水平；进一步完善公司财务管理体制，加强预算管理和成本控制；公司综合投资业务方面，主要研究和实施拓展典当业务规模，并考虑适度进入金融服务担保领域，同时在商业地产和新能源业务上进行充分的研究和适度的探索，稳健的实现公司利润的突破，当然主要还是要 在主业经营上实现规模性突破增长。

通过去年务虚会及基础工作推动。今年商业公司前四个月销售增长了 62%，可比门店销售增长 33%，利润增长 110%。五月份延续前四个月的情况。通程商业构成中目前电器作基础，百货是支柱，超市是补充。对商业公司来说，未来在业态构成上肯定会要更平衡一些，未来百货业务的销售规模增速和利润规模的增速也会逐步进入一个加速的状态。目前公司正在积极推进商业公司的三年规划和运营模式以及经营目标的落实措施，只要能找到合适的在二三级市场拓展购物中心和百货业务的模式，就能保持公司未来业务的均衡发展和构建公司的核心竞争力，保持公司业务快速发展。

1-4 月份电器业务销售增长 68%，可比门店销售增长 37%，净利润增幅是超过销售规模。五一电器公司销售增长 73%，在湖南家电零售市场排名第一，销售额是 2 个亿。电器公司在今年销售出现快速增长，一方面因为去年是新开电器门店最多的一年，另一方面因为公司在湖南市场门店布局合理，公司在湖南一级和三级市场都具有绝对的竞争优势。再者，也是公司经过多年的探索，已经找到了电器业务连锁扩张的经营模式和盈利模式。

02-04 年是电器连锁体系建立阶段；05-07 年是电器连锁提升和发展的阶段，是面临竞争最激烈的阶段，奠定了后续发展的基础。这三年主要是盈利模式的建立，同时抓住了竞争对手问题的暴露，08-10 年是电器的快速发展期，09 年看到当时的物业成本是最底的，进入各个市场，发展的条件更加具备，所以很积极的在全省开出 10 个店。

随着规模的增长，供应商的政策都会相应的提高，在区域市场与供应商的合作环境比全国性家电连锁商更好。公司在各种成本上的优势会比国美苏宁控制的更好。在资源投放上，不比全国性家电连锁商差，而且还更有优势。公司毛利率会比国美苏宁低，主要是供应商政

策上比国美苏宁低 2-2.5 个百分点，但公司前台毛利率比国美苏宁高，所以整体毛利率比国美苏宁只低 1 个点，能达到 15 个点上。电器连锁渠道平台的价值很大，只要公司不犯错，电器这块未来肯定是集团最好的经营实体。

电器连锁公司三年规划是保底 60 家店，目标 80 家店。其中长沙 15 家，二级市场 25 家店，三级市场（30 个），70-80 家门店是很正常，今后一定要实现。公司盈利很大一块是在三级市场，公司提出来电器连锁要实现决战一级，决胜二级，盈利三级。一级是公司的主阵地，二级市场作好了就是一个很大的面，在湖南就肯定做到第一。盈利在三级是发挥公司在本土市场的优势，同时公司找到了三级市场发展的关键点，所以这块未来的盈利潜力是非常大，包括在一些镇级市场公司也在寻找合适的网点，今年可能会在镇级市场开出新店。公司目前所有三级市场的门店都盈利。公司在三级市场开店的各项要素都已经掌握的很清楚，所以公司未来在三级市场开店的盈利率是非常高的。今年开店目标是保底 6 家，目标 8 家。今年新开门店布多，主要是为了保证去年新开的店能马上得盈利，迅速的提高新店的盈利能力，同时加强老门店的升级，目前已经完成了 9 个老店的升级，（今年电器 18 家店规划调整），明年老店的经营质量和竞争力会提高。这是上半年的重点。下半年重点是开店，马上长沙望城的店就要开了。这样在长沙地区的网络布局基本能完成。

1-4 月份，公司购物中心业务净利润增速超过 130%。从发展来看，公司购物中心业务，今年的重点仍然是总结和探索购物中心扩张发展的运营模式和盈利模式，并择机在湖南高铁沿线寻找合适的物业发展新的购物中心业务。从现有的购物中心门店来看，公司认为要实现购物中心的快速盈利，缩短培育期，重点还是一定要控制扩张成本，比如浏阳店和红星店能实现当年投资，当年打平主要还是物业成本较低，同时公司也根据物业所处商圈不停的进行经营调整。去年超市亏损了 1300 多万，而今年超市业务的目标是减亏（控制在 800 万之内）。为了实现这个目标，公司一方面解聘了不能胜任的超市公司负责人，同时精简了超市事业部人员，目前机构成本已经下降 30%，同时还努力从采购、提高超市平销，提高转租比率等方面来提高超市业务的盈利能力。名品中心业务由于受到新的奢侈品商店，比如美美和友谊商店的竞争，销售额比高峰期有所下降，但现在已经稳定在高峰期销售额 80% 的水平，公司认为在现有的品牌上，公司还是有竞争力的，因而该业务会保持平稳增长态势。

为保证公司未来业务的快速增长，预计公司近期将推出配股融资方案，预计募集资金在 6-7 亿元，主要用于建设物流中心、新开门店和改造原有门店，以及补充流动资金。从时间上来看，预计公司在今年内可以完成配股。

我们认为近期的调整为投资者买入公司提供了良好的机会，我们看好公司的逻辑仍是其一，公司电器业务将保持收入和净利润率双向提升，购物中心业务发展将面临进军二线市场发展的机遇，有快速增长的潜力。其二，公司管理转型的决心坚定，管理团队具有强烈的业绩改善动力，且大股东和管理团队与流通股股东利益高度一致；其三，

目前估值水平优势凸现，对应 10 年仅 28 倍，已是既有弹性又有估值优势；其三，长沙致力于成为区域消费中心的政策也将为公司快速发展迎来良好的市场机会。我们仍维持买入评级和 15 元目标价，我们认为股价催化剂为公司推出融资方案。

新华百货

公司一季度实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 25.79%，实现归属母公司净利润 7558.9 万元，同比增长 60.35%，继续大幅超出市场预期。公司销售收入增幅符合我们前期的跟踪，净利润增速的持续提升主要受益于公司综合毛利率提升了 1.09 个百分点，同时费用率下降了 0.95 个百分点，导致公司净利润率提升了 1.64 个百分点。分门店来看，母公司下属门店销售收入增长 32.31%，毛利率提升 0.15 个百分点，净利润大幅增长 94.65%，符合我们对公司精品百货店经过市场培育，销售将逐步提升的判断。东桥家电公司受益于渠道下沉和家电下乡，净利润继续保持 58.05% 的增长。超市子公司和其他百货门店的净利润增速为 45.8%，仍然延续高增长态势。

公司百货店将全力做好新开店面的培育，超市及家电将继续加强营销网点布局，力争新开 5-10 家各类店铺。公司储备的门店包括拟租赁建发现代城地下一层（部分）及地上一至六层，租赁面积约 4 万多平方米。同时为适应未来配送业务需要，新华百货连锁超市拟购买银川市金凤区土地约 150 亩左右作为新物流用地。

考虑到下半年新开店因素，小幅上调 10-12 年的 EPS 至 1.45、1.85 和 2.23 元。我们认为公司在区域市场仍有极大的拓展空间，使得公司将保持较快的增长，公司业绩将持续超预期，公司目前的估值天花板面临突破，我们维持买入评级，调高目标价至 43.5 元，对应 10 年 30 倍 PE。

广州友谊

我们近日对广友南宁店进行了拜访，并与管理层进行了交流。南宁市场目前主商圈为朝阳商圈，但随着配套设施的完善，琅东商圈逐步开始成熟，目前是南宁百货市场最有潜力的商圈。拥有门店最多和销售规模最大的百货商是梦之岛（共 3 家店，经营面积超过 12 万平方米）、其次为南宁百货（2 家店，经营面积约 9 万平方米）。广州友谊南宁店尽管门店面积较小（租赁面积 2 万平方米）但销售规模应列第三，其他的百货商还包括百盛和巴黎春天。受国家区域经济政策影响，整个南宁百货行业 09 年和今年一季度销售增长良好。比如南宁百货一季度销售增长了 29.39%，广州友谊南宁店一季度销售增长超过 25%，而南宁市场还素有下半年好过上半年的特点，预计全年整个行业仍会保持较高的增速。

2010 年是广州友谊进入南宁市场的第三个年头，2009 年该门店实现销售额 1.97 亿元，同比增长 45%，同时去年第三季度该门店

实现盈亏平衡，并于去年第四季度实现了 600 万以上的净利润。从今年一季度销售情况来看，今年仍保持了 25% 以上的销售增幅，同时门店有信心在今年实现 3 亿的销售额，并认为在未来五年实现 20% 以上的销售增长比较确定，未来的销售增长较好的主要原因为，其一，南宁区域市场进入消费放量阶段，行业面临较好的发展机遇，其二，来自于商圈的逐步成熟之后，客流的显著提升；其三，公司会不断地进行品类调整，比如增加当地服装品类的品牌数量和商圈成熟后更多的知名化妆品牌的进入，使得公司保持强劲的内生增长。从利润增长来看，我们认为将大幅超过收入增长，我们预计全年南宁店的净利润可达到 1500 万元以上，超过我们原来的预测数 800 万。主要是基于第一，今年由于市场较好，促销幅度较小且市场竞争趋于缓和，毛利率提升；第二，费用方面，南宁商业用电已经可享受工业用电价格，并且企业可申请北部湾所得税税收优惠政策。

考虑到公司下半年费用较大，我们暂维持公司 2010 年盈利预测 0.95 元(主要基于对新开门店的谨慎预测)，同时维持 2011-2012 年 EPS 为 1.30 和 1.58 元，公司良好的经营能力和较强的成本控制能力，使得公司仍能保持较好的内生增长，同时公司接连扩张，有利于提高市场对公司长期保持较快发展的信心，同时我们看好公司 2011 年的快速增长，10 年二三季度应是买入公司的良好时机，维持公司买入评级和目标价 30，对应 10 年 35 倍 PE。

鄂武商

2010 年一季度，公司实现营业总收入 28.79 亿元，同比增长 35.09%，实现利润总额 4.28 亿元，同比增长 13.99%，归属于上市公司股东的净利润 1.02 亿元，同比增长 35.32%。其中母公司由于引进国际大牌较多导致毛利率大幅下降 3.14 个百分点，使得净利润率大幅下降 2.1 个百分点，但公司费用控制能力有所加强。

公司一季度同店收入增速 35%，其中百货业务武汉地区增长 20% 多，异地门店增长更快；超市业务一季度同比收入增 20% 多，可比门店 10% 左右。门店扩张方面，2010 年量贩超市 1-4 月份开了 3 家，其中 1 月份开 2 家，4 月份在武汉开 1 家。近两年，计划每年开店 10-15 家。在百货业务上，襄樊、十堰、宜昌、黄石都是未来发展重点，正在选址洽谈的项目还有宜昌、恩施，其中恩施计划租赁，宜昌计划拿地自建，开业时间不能确定。但 11-12 年重点项目和对公司业绩增长影响最大的项目仍然是摩尔城项目。

摩尔城总面积 27 万平米，其中 15 万商业用途自营，9 万平米停车场，其他 3 万为餐饮娱乐，主要为租赁。建成后将成为华中乃至全国面积最大的 SHOPPING MALL。摩尔城计划 2011 年 6 月 1 日竣工，然后交给各品牌装修，计划 2011 年 9 月 29 日开业。公司对摩尔城的商业主要定位高端时尚百货，是现有国际广场的延伸。公司对于摩尔城招商非常重视，派专人到香港考察学习，目前还有众多的国际一二线品牌及时尚品牌未进入武汉，品牌招商能够较为充实。在招

商规划上，摩尔城的特色和定位与现有两个百货店存在差别——世贸广场以黄金珠宝首饰为经营特色、武汉广场以经营化妆品为特色。而摩尔城将与国际广场连通，是现有国际广场的延伸，定位高端，计划招商做一线品牌。目前武汉商业面积供给较多，中档时尚品牌已经较饱和，但是定位奢侈品消费的商业项目较少，而奢侈品需求较大，因此奢侈品消费还存在需求。国际广成一线品牌销售非常好，国广的高端定位迎合了奢侈品的消费需求，部分奢侈品牌在国际广场的销售在全国都排在前列，例如，国际广场的GUCCI店面积只有300平，在全国排前十位。

我们预计摩尔城能够完整经营一年后实现盈利的主要原因是，该项目只是国际广场品牌的丰富延伸，培育期短，再者休闲娱乐和餐饮面积能分摊百货业务的经营成本，且公司过去几年资产质量极大提升，盈利提升空间较大，也使得该项目调整空间较大。

考虑摩尔城2011年开业，我们预计2010-2012年EPS0.60、0.72和1.00元，但公司业绩弹性较大，目前价格略有低估，给予买入评级，目标价20元。

王府井

2010年一季度公司实现收入38.13亿元，同比增长29.9%，实现归属母公司净利润1.43亿元，同比增长41.93%，符合我们预期。

公司董事长郑万河在对2010年行业进行展望时总结到，从短期看，经济的回升带来了市场的回升和消费信心的复苏。从中期看，经济结构的调整，经济发展方式的转变，以及相关政策的调整（特别是那些直接和间接的政策，如国民经济收入分配调整，教育，医疗，社会保障的改革等），都会是消费在经济中的作用进一步提升，使消费进一步释放。从长期看，在实现工业化进程当中，经济增长会保持高速；同时伴随着城市化进程的推进，会加快消费市场的行程和消费的升级换代，消费市场的发展空间会不断扩大。所以，在未来若干年内，是行业发展的黄金期段，这是我们的一个基本判断。会给我们带来无限的市场空间和市场机遇，这是经济规律所决定的，这就是历史机遇！

基于这个判断，2010年度公司预计新开业门店4-6家。我们认为实际新开的门店在4-5家，主要包括北京2家、鄂尔多斯1家、湖南株洲1家和广州1家，成都预计最快在10年年底，对公司费用影响不会比09年更大。同时公司计划对百货大楼南馆部分楼层、双安商场、洛阳店、长沙店实施装修改造，我们预计门店的正常装修改造，对门店的费用影响在5000万元左右，公司可以通过营业收入和毛利率的提升来消化这些费用。

我们维持2010年EPS1.35的盈利预测，考虑到11年转股调低2011-2012年EPS为1.60和1.80，公司作为连锁百货龙头，抓住09年的机遇逆势扩张，未来仍将保持有序扩张状态，公司目前股价低于转股价，且估值处于行业低端，投资价值显著，维持买入评级，考虑北辰股权，按10年30-35倍PE，目标价43-50元。

银座股份

2010 年一季度，公司实现营业总收入 24.16 亿元，同比增长 38.69%，实现利润总额 1.00 亿元，同比增长 6.91%，归属于上市公司股东的净利润 7154.2 万元，同比增长 2.20%。业务扩张带来收入与净利润大幅增长：石家庄东购广场和淄博门店的相继并表以及现有门店的同店增长，使公司 10 年一季度收入较去年同期增长 72.0%，净利润较去年同期增长 57.8%。经调整后的收入增长也高达 38.7%，体现了公司较高的新增门店数和店面销售内生增长能力。公司一季度在分别在济南地区和临沂地区各新增一家门店。期间费用率上升使净利润率有所下降：由于公司新开门店与业务扩张的因素，使销售费用率、管理费用率和财务费用率均有所上升，分别从 09 年同期的 8.68%、2.50% 和 0.96% 上升至今年一季度的 8.99%、2.81% 和 1.49%，因而期间费用率共计上升了 1.16 个百分点。由此，公司净利润率也从 4.02% 降至 2.96%。

近期银座商城正在回购少数股东持股，我们认为未来银座商城注入上市公司的障碍正在逐步清除，同时我们也注意到公司在河北市场扩张的决心，而且不同于其他零售商仅以开店方式扩张，公司未来可能更多采取并购手段来扩大在异地市场的规模和提升竞争力。

2010 年公司在抓好山东省内布局的同时，还将积极推进跨区域发展战略及兼并收购，抓好 SHOPPINGMALL 业态项目的发展，广开融资渠道，多方位推动零售业健康快速发展。我们认为公司扩张带来的费用大幅增长在 2010 年将有缓和的迹象，公司净利润率将有所提升，主要基于 08-09 年新开店逐步步入盈利期，同时 10 年新开店以租赁店为主，可减轻公司短期折旧较大的压力，财务费用将降低。

公司 08-09 年的扩张仍然以超市业态为主，2010 年门店业绩有望集中释放，公司未来发展中会逐步加快购物中心建设，使公司业绩的稳定性加强。我们认为公司是攻防兼备的品种，但考虑到公司未来并购力度和资本性支出超出预期，我们下调 2010 EPS 至 0.90、维持 2011-2012 年 EPS1.30 和 1.80 元。基于我们长期看好公司在山东密集发展的模式、公司在山东的区域品牌以及不断提升的经营管理能力，我们维持买入评级目标价 35 元，对应 11 年 28 倍 PE。

友阿股份

今年 1-5 月除阿波罗商业广场，友谊商城，春天百货长沙店为成熟老店，增长较慢以外（公司说收入仍能保持 15% 左右），其他几个店收入增幅均在 30-40%，其中友谊商店（AB 馆）09 年 3 月份品牌才调整到位，去年下半年一直是培育期。今年 1-5 月收入仍有 50% 左右的增长，预期全年仍能保持这个水平，但由于国际一线品牌增多，扣点率降低，整体毛利率有所下滑。

公司未来的重点项目分别是长沙和天津奥特莱斯。长沙项目地理位置优越，该项目位于长沙芙蓉路和韶山路交界处，毗邻野生动物园，

距长株潭市区半小时车程。项目占地 267 亩，建筑面积 9 万平米，引入餐饮和影院，7 万平米做商业，2 万平米做其它配套，打造成购物休闲城。公司预计固定资产投入 2 亿元，土地租赁成本为 600 万。奥特莱斯店将参照上海奥特莱斯的形式，公司将采取与百联合作或者聘请该公司管理人员进行管理的方式，以解决一线品牌折扣店的招商问题。但考虑到广州友谊的奥特莱斯项目也将在 2011 年开业，我们预计该项目商业上前期还是会以国内品牌折扣店为主，同时强化休闲、餐饮和影院配套，将成为长株潭地区的购物休闲城，考虑 2010 年开办费和折旧等因素预计亏损 1000 万以内。公司预计 2011 年营业收入达到 5 个亿（250 个品牌，每个品牌年营业额为 250 万元）。

天津项目位于天津塘沽区南山道南侧，项目开发内容包括：（1）奥特莱斯购物公园：建筑面积为 10 万平方米的奥特莱斯经营场所，占地面积 112111.50 平方米。（2）住宅项目：开发建筑面积为 77000 平方米的公寓住宅，占地面积 35023.50 平方米。项目计划总投资金额为人民币约 95000 万元，其中土地成本约 29000 万元，建设成本约 66000 万元，其中住宅建设成本约 30000 万元，商业建设成本约 36000 万元。项目预计 2010 年 9 月开工建设，2011 年 3 月住宅开始销售，2011 年底奥特莱斯购物公园开始试营业。假设住宅项目销售均价为 10000 元/平方米（目前周边住宅售价为 12000-13000 元/平方米），净利率为 30%，2011、2012 年分别结算 50%。2011/2012 年公司权益利润分别为 5890.5 万元。

公司下半年的另一投资亮点为春天百货的扩建。春天百货地处五一商圈，该店后半部分有部分物业在棚户区范围内，预计土地面积为 2000 平米，公司考虑将该面积收购并对春天百货进行扩建，预计商业部分可增加 20000 万平米面积，同时还有部分写字楼供应。建成后，写字楼出售收益可以弥补商业部分折旧和摊销。春天百货进入上市公司方案尚未确定，考虑到大股东持股比例不高，且未来有一定的减持需求，基于此，我们估计向大股东定向增发的概率较大。尽管管理层已经在集团持股，但在上市公司层面，公司仍然会考虑采取合适的方式对管理层进行激励，以进一步强化管理团队与流通股东利益一致。

基于对湖南消费市场的乐观预期，我们维持公司 2010-2012 年 EPS 为 0.58、0.75（未包含地产收益）和 0.93 元，净利润复合增长率 30%。长沙独特的消费文化和逐步提高的消费能力，将使得公司内生增长保持快速提升态势，同时公司的奥特莱斯、春天百货改造等项目将使得公司未来外延扩张的弹性较大，且未来公司在湖南二线城市仍然有足够的扩张空间，但考虑到公司目前估值略高，建议待 7 月份小非解禁股价回落时择机买入。

农产品

公司一季度归属于上市公司股东的净利润 3442 万元，EPS 为 0.04 元，同比增长 11.95%，低于市场预期。我们分析主要原因有：一是公司在电子交易平台建设、新市场建设、品牌建设等方面的费

用阶段性投入加大；二是第一季度受生猪价格连续下跌等影响，养殖公司业绩下滑；三是部分非主营业务如蛇口海吉星的大部分股权尚未完成转让，一季度继续拖累公司业绩；四是公司一季度基本上没有出售商铺获取收入。

公司目前在全国15个城市拥有17个实体农批市场。公司近几年加快农批市场扩张，09年新增银川、长春、柳州和蚌埠四个农批市场，10年新增广州、济南等农批市场，未来几年也将继续保持每年新增2-3家的速度，持续的外延式扩张为公司长期快速发展奠定了基础，对于新扩张的市场，公司加强品牌塑造，着力打造“海吉星”高端品牌，从项目规划到建设，都遵循高标准，同时平湖市场的顺利运营将为公司海吉星模式的推广提供标杆。公司未来的高速增长，一方面来自于次新农批市场，如成都、长沙、南昌等市场进入盈利快速增长期；其次，公司通过发挥协同效应，对成熟市场精耕细作，达到节约费用、提升效益的效果；再者，随着新市场的投入和部分老市场的扩建，为公司逐步推广佣金模式提供了良好的条件，预计佣金收入所占比例也呈上升趋势，为公司业绩增长提供良好的弹性。最后，公司大力发展食糖、棉花、茧丝等大宗商品电子交易业务，进一步提升公司的业绩弹性。

根据我们的最新调研情况，我们维持公司10-2011年公司主营业务eps为0.50和0.60元，含非经常性净收益eps为0.77和0.80元。我们维持“买入”评级。由于公司2010-2011年处于业绩爆发增长期，且农批业务弹性较大，我们对2010年主营业务EPS按40倍PE计算，公司目前合理价值18元。若考虑公司近2-3年非经常性收益对EPS的显著贡献，我们给予该公司一年内20元的目标价。

风险提示：1、平湖市场延期开业；2、民润继续计提投资损失

附表 1: 重点跟踪公司 2009-2011 盈利预测与投资评级

公司名称	EPS			PE			投资评级
	09	10E	11E	09	10E	11E	
全国性连锁百货							
600859 王府井	1.05	1.35	1.60	34.3	26.7	22.5	买入
3368.hk 百盛集团	0.35	0.45	0.55	35.4	27.6	22.5	买入
600631 百联股份	0.38	0.5	0.55	38.7	29.4	26.7	买入
600694 大商股份	-0.1	1	1.3	-479.5	48.0	36.9	持有
综合超市							
000759 武汉中百	0.38	0.4	0.5	31.0	29.4	23.5	买入
8277.hk 物美商业	0.4	0.5	0.63	37.1	29.7	23.6	买入
002251 步步高	0.62	0.72	0.95	39.2	33.8	25.6	持有
002336 人人乐	0.57	0.75	0.98	48.4	36.8	28.2	持有
0980.hk 联华超市	0.7	0.8	0.9	41.5	36.3	32.3	持有
区域零售							
600858 银座股份	0.4	0.8	1.3	70.0	35.0	21.5	买入
600280 南京中商	0.3	0.5	1.2	73.7	44.2	18.4	买入
600875 新华百货	1.11	1.25	1.57	27.8	24.7	19.6	买入
000987 广州友谊	0.79	0.95	1.30	31.3	26.1	19.0	买入

002277	友阿股份	0.78	0.58	0.75	26.9	36.2	28.0	短期持有，长期 买入
600729	重庆百货	0.9	1.49	1.7	46.7	28.2	24.7	买入
002187	广百股份	0.98	1.20	1.5	28.3	23.1	16.3	买入
600655	豫园商城	0.7	1	1.15	35.8	25.1	21.8	买入
000419	通程控股	0.15	0.33	0.49	63.5	28.8	19.4	买入
600778	友好集团	0.2	0.35	0.5	52.1	29.7	20.8	买入
000501	鄂武商 专业连锁	0.47	0.60	0.72	32.5	25.5	21.2	买入
002024	苏宁电器	0.63	0.94	1.01	18.2	12.2	11.4	买入
002345	潮宏基	0.71	0.7	0.90	53.5	54.3	42.2	买入
00	农产品	0.11	0.77	0.8	157.5	22.5	21.7	买入

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

按6月11日收盘价计算

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

零售业(010811)行情走势



相关研究报告

零售行业春节销售跟踪	欧亚菲	2010-02-23
零售业 2009 年 4 季度策略	欧亚菲	2009-09-21
零售行业 2009 年中期策略报告	欧亚菲	2009-06-25
经济复苏中优选弹性大的百货公司	欧亚菲	2009-05-27

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市福田区民田路华 融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518048	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。