

商业贸易行业 2016 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

徐问

分析师 SAC 执业编号：S1130516080002
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪

联系人
liubiao@gjzq.com.cn

零售行业 2016 半年报总结：行业仍处于艰难调整期，布局国企改革和跨界转型机会

- 零售板块半年报发布完毕，过半企业收入/净利润下滑。**截至 8 月 31 日，商贸零售板块 93 家上市公司已全部发布半年报。其中，30 家公司实现营业收入正增长，63 家公司营业收入出现下滑，50 家公司扣非净利润下滑，20 家公司扣非后出现亏损。除天虹商场 (+15.78%)、鄂武商 (+18.98%)、欧亚集团 (+9.94%)、北京城乡 (+9.49%) 外，其余百货个股业绩大多出现不同程度的降幅，津劝业 (-31.23%)、新华百货 (-49.36%)、文峰股份 (-30.73%)、中央商场 (-45.98%) 部分小区域和单体百货降幅明显。超市板块，除永辉超市 (+39.82%)、新华都 (扭亏为盈) 外，其余公司均有较大的业绩滑坡。黄金珠宝板块两极分化严重，老凤祥 (+0.63%)、潮宏基 (+8.17%) 在逆势下仍能实现业绩正增长，明牌珠宝 (-44.53%)、豫园商城 (-63.53%)、爱迪尔 (-48.50%) 均出现较大降幅。从 ROE 来看，百货企业自 2014 年开始保持逐年下降趋势，仍没有企稳迹象。上半年，百货 ROE 为 3.27%，较去年同期下降 1.06%。超市企业 ROE 在 15 年 4Q 出现巨大滑坡，但今年以来表现较好。上半年，超市 ROE 为 0.95%，与去年同期持平。
- 社零低位徘徊，行业仍处于艰难调整期。**今年以来，社零增速一直在低位徘徊且走势疲软。1-7 月份，社零总额 182,966 亿元，同比增长 10.3%，较去年同期增速回落 0.26%。消费者信心日趋悲观，信心指数自 15 年 2Q 达到 107.7 高点后持续回落，16 年 2Q 仅有 101.23。大型零售企业经营压力依旧，上半年百强零售企业销售额同比下降 3.2%，较增速去年同期下滑 3.8%。在行业寒冬期，零售企业表现更为分化，部分资产优质、较早开始购物中心业态转型、经营能力较强的龙头百货表现出更强的抗风险能力，放缓扩张、关闭亏损门店、减员增效等措施帮助利润增速表现好于收入增速，部分行业龙头也在低谷期开启了收购整合步伐。2012 年以来反腐对中高端消费是重大打击，但目前公款相关消费已经大幅压缩，从预收账款来看，经过 3 年多调整，规模基本稳定未有进一步下滑。我们认为虽然行业调整周期长且艰难，但逆境更考验企业的战略调整、精细化运营能力，一旦行业开始趋势性恢复龙头企业将率先受益。
- 各业态营收增长乏力，超市略好于百货：**上半年零售上市公司营收增速仍然较弱，其中重点百货收入同比下降 2.75%，重点超市收入同比增长 3.98% (剔除永辉 -4.16%)，黄金珠宝板块收入同比下降 2.28%，以苏宁云商、宏图高科为代表的 3C 连锁受益电商布局及新奇特转型，营收仍保持较高增速，上半年同比增长 8.72%。但从趋势来看，百货增速自 2014 年 2Q 以来一直处于低位，今年上半年同比增速下滑 3.94%，环比回升 0.38%，未有进一步扩大的迹象。超市营收增速则仍在放缓，上半年增速同比下降 3.55%，环比下滑 1.43%。黄金珠宝零售尽管上半年金价上涨，营收增速仍同比大幅下滑 10.41%，环比下滑 20.09%，根据中国黄金协会的数据，上半年黄金首饰消费量 341 吨，同比下降 17.38%，品类消费仍未出现拐点。
- 百货、超市毛利率逐年上升，但可持续性仍待观察：**随着消费市场逐渐低迷，百货、超市等零售企业均开始注重内功，通过增加自营、布局跨境、联合采购等一系列措施改造传统供应链来扩大毛利空间。从结果来看，百货毛利率出现逐年上升趋势，从 11 年约 19% 升至目前的 21%，超市毛利率从约 20% 升至目前 21%。黄金珠宝零售企业受益金价上涨，毛利率也出现小幅提升。但我们认为百货业态的竞争力仍在被购物中心、电商削弱，渠道的议价能力长期处于下行趋势，未来可能部分竞争对手会采取破坏性创新、降低扣点率来提升市场份额，综上市行业毛利率上升存在瓶颈，较难持续。
- 行业费用率仍呈上扬趋势，收入下行期费用管控难度更大：**二季度，零售行业仍然保持费用率上升的趋势，各子板块差异加大。其中，百货板块销售费用率、管理费用率呈现波动上升趋势，16 年 2Q 分别同比上升 0.34%、0.92% 至 8.51%、7.83%。超市板块销售费用率出现明显提升，管理费用率较为稳定，16 年 2Q 分别上升 0.57%、0.01% 至 18.36%、3.03%。专业专卖 16 年 2Q 分别上升 0.72%、-0.81% 至 8.95%、3.13%。综合来看，行业固定费用很难压缩，人力成本处于上行趋势，物业租金有升有降，不同区域分化，同店下滑环境下，费用率很难压缩，关店、减员是最为有效途径。

投资建议

- 消费需求持续低迷且短期内看不到拐点，零售企业仍处于调整期。但我们认为消费黄金未来进一步恶化的概率

较小，且百货企业自有物业居多，多年来的物业资产价格暴涨提升了固定资产价值，为市值提供了较高的安全边际，随着多种物业资产证券化手段的应用，行业隐蔽的物业价值有望获得体现。部分资产优质、较早开始购物中心业态转型、经营能力较强的龙头百货收入和利润都表现出更强的逆市增长能力，当前低估值下具有较强配置价值。此外整个板块国企占比较高，属于竞争类资产，未来随着国企改革的推进，或将对整个行业形成催化，迎来较大主题性投资机会。我们维持行业“增持”评级。建议选择以下投资标的：

- 1) 资产优质、较早开始购物中心业态转型、业绩较为稳健、低估值的龙头百货，且自有物业价值充裕，推荐**鄂武商**、**天虹商场**、**王府井**；及实力强劲的外贸供应链服务龙头企业**江苏国泰**。
- 2) 主业低迷下，跨界转型成为突破发展瓶颈的重要途径，布局高成长性、稀缺性的行业的公司有望进入发展的快车道，推荐**东百集团**(转型物流地产)、**南极电商**(电商/IP 供应链服务平台企业)、**宏图高科**(布局艺术品拍卖、消费金融)、**翠微股份**(介入教育投资)。
- 3) 国企改革自上而下有望提速，商贸企业作为完全竞争领域将迎来制度松绑，混合所有制或股权激励推进有利于推动企业盈利改善和转型加速，国资退出/资产注入也将给公司带来质的变化，建议关注**兰生股份**、**北京城乡**、**首商股份**、**广百股份**、**南宁百货**、**中百集团**、**飞亚达**。
- 4) 资产价值充裕、市值较物业重估值折让最为严重的大商股份、欧亚集团。

图表 1: 社零增速仍保持在低位



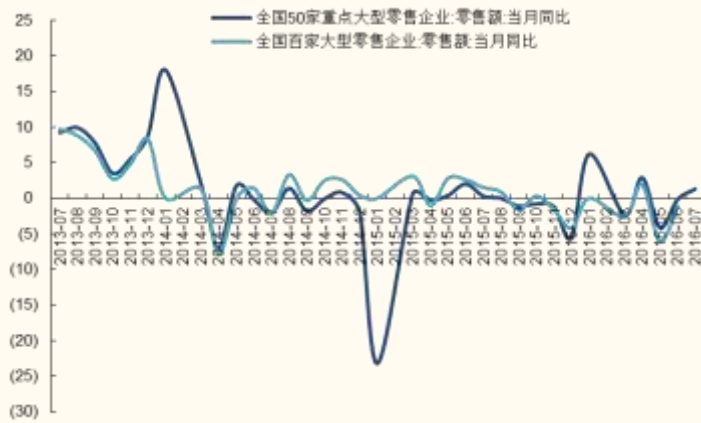
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 消费者信用明显回落



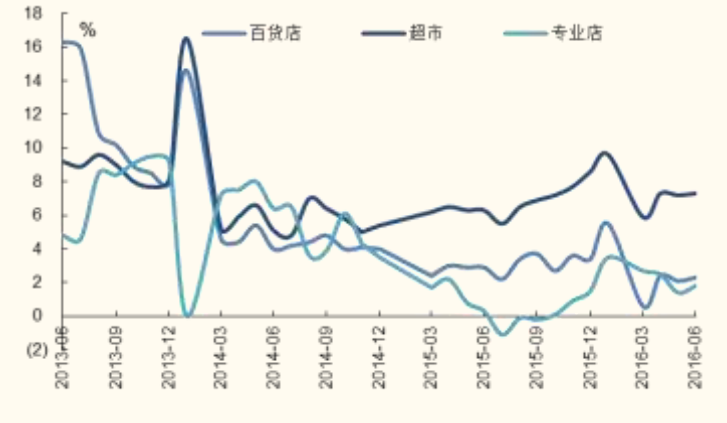
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 大型零售企业零售额增速未见改善趋势



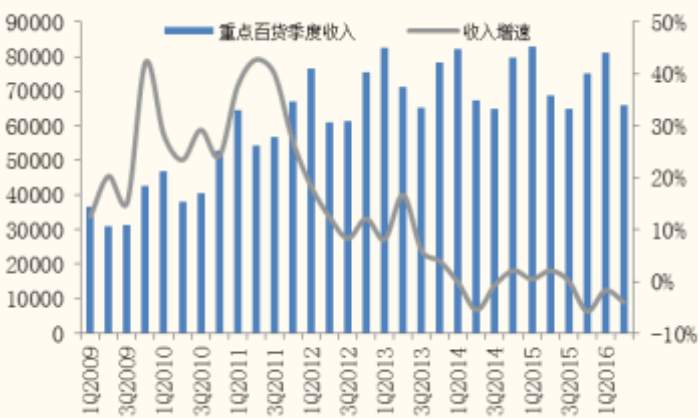
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 超市业态好于百货



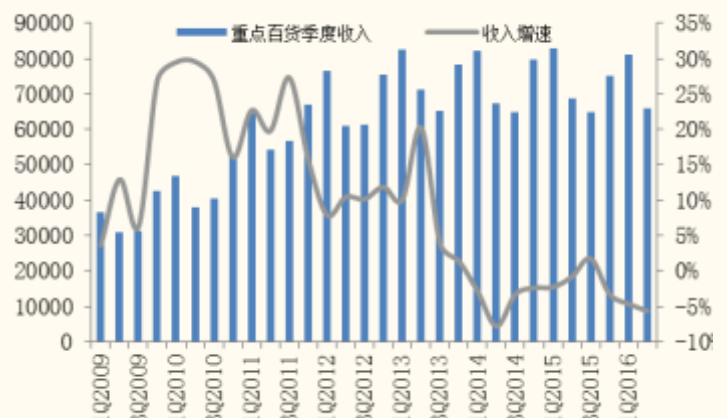
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 重点百货营收增速(整体法)



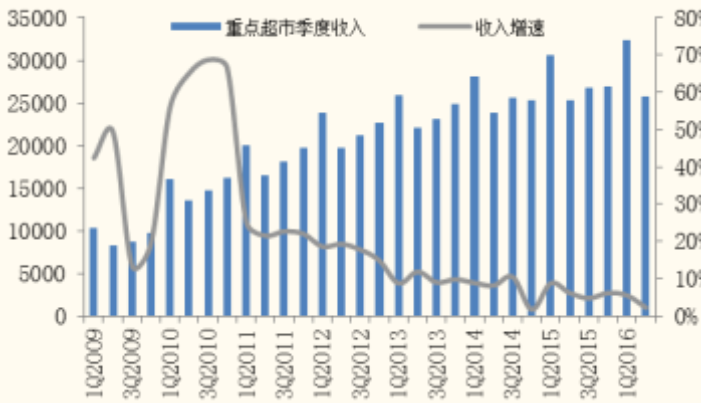
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 重点百货营收增速(平均法)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 重点超市增速仍在放缓



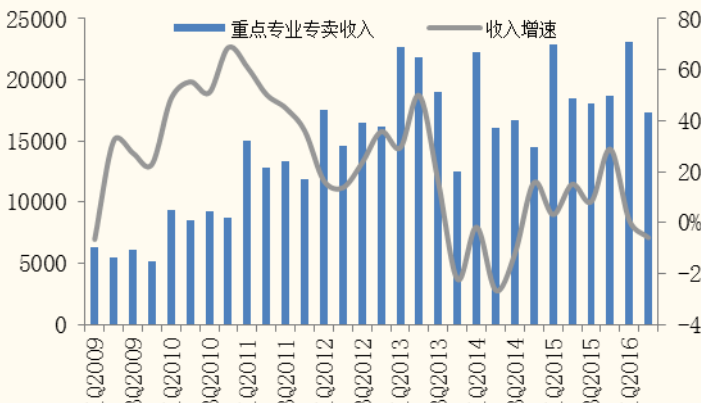
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 重点超市增速仍在放缓(剔除永辉)



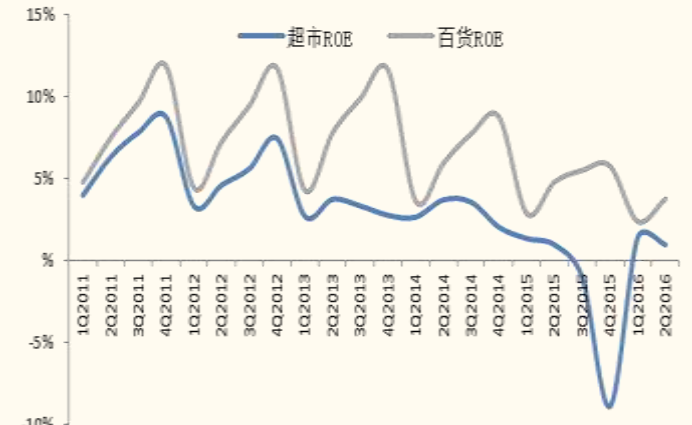
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 专业专卖/专业市场收入增速变化



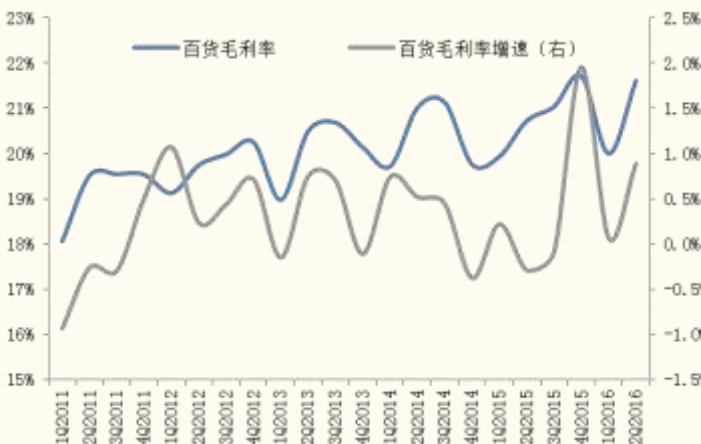
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 百货/超市 ROE 逐年下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 百货毛利率持续走高



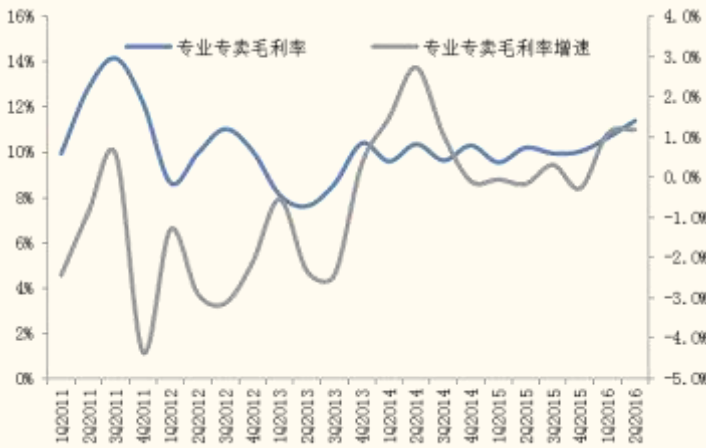
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 超市毛利率逐年上升



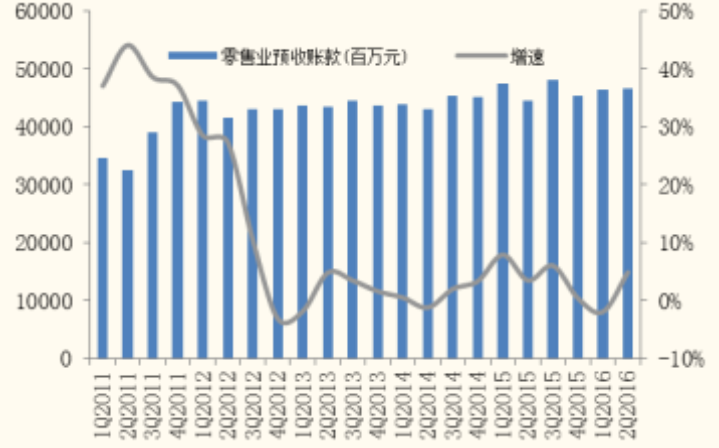
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 专业专卖毛利率小幅上升



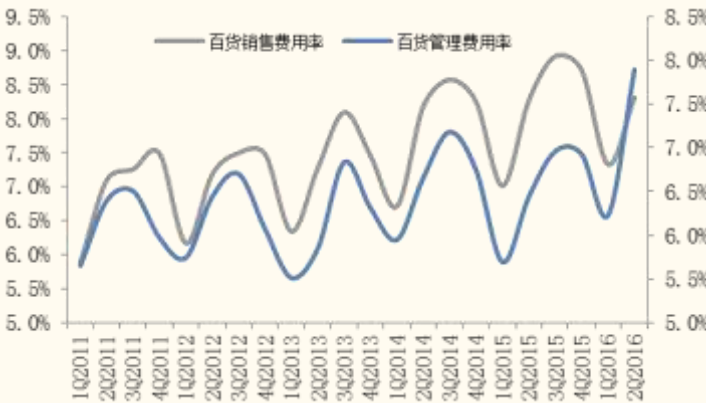
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 预收账款增速基本稳定



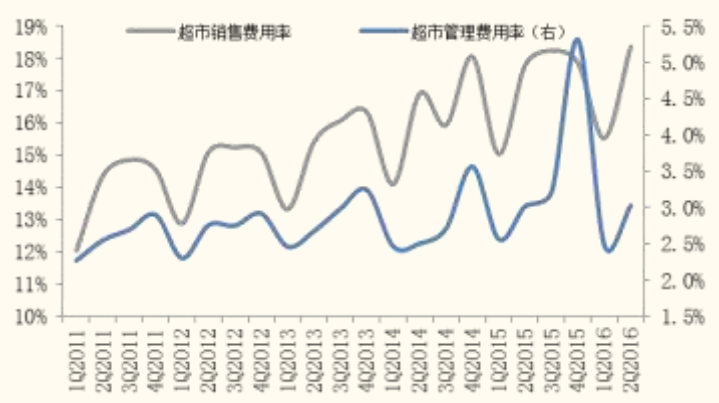
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 百货销售、管理费用率逐年上升



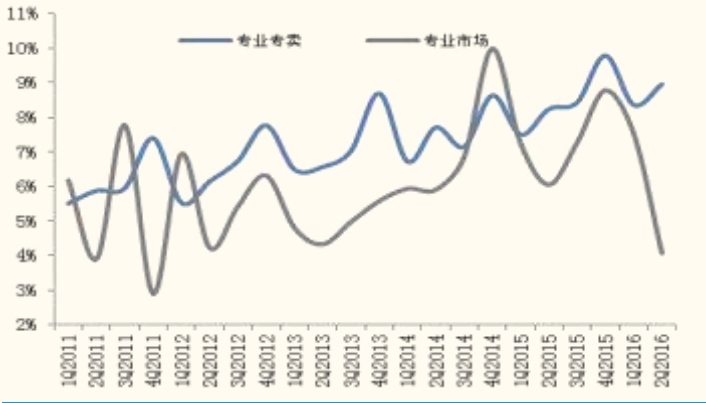
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 超市销售费用率上升明显



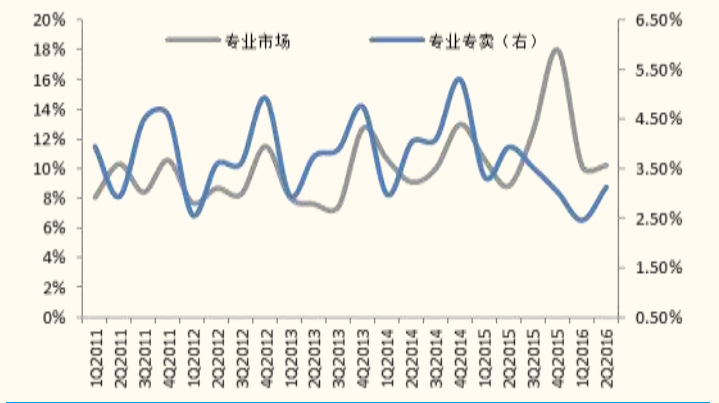
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 专业专卖/专业市场销售费用率较为稳定



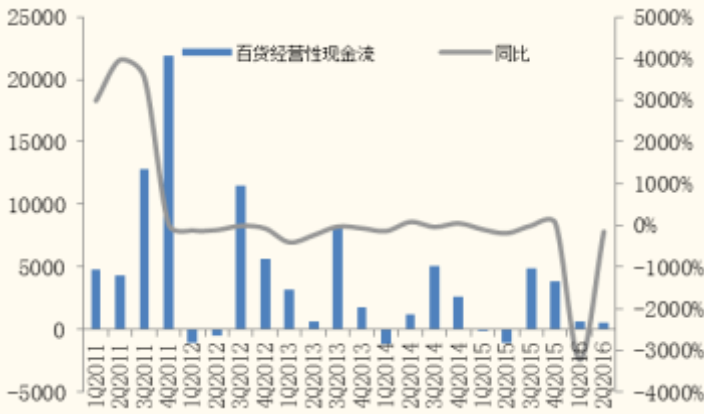
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 专业专卖/专业市场管理费用率大体稳定



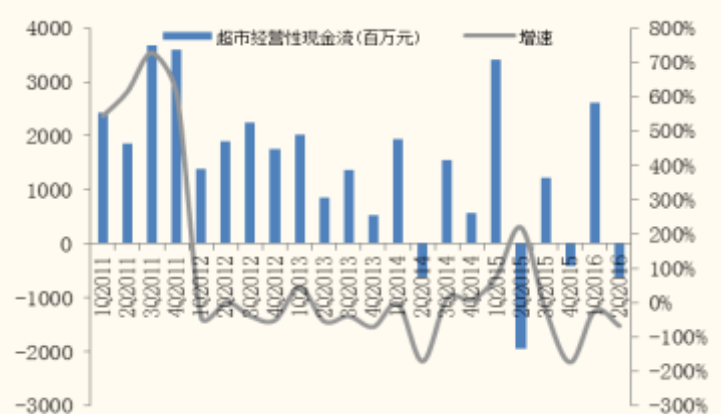
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 百货经营性现金流恶化



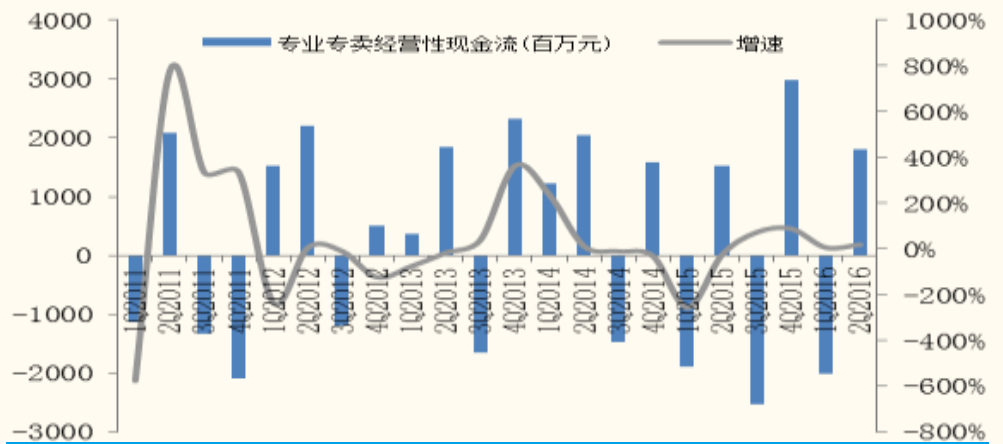
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 超市经营性现金流长期负增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 专业专卖经营性现金流基本持平



来源: Wind, 国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

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

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

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

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

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

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

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

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

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD