

推荐 (维持)

O2O将为行业注入新的活力

2013年9月16日

零售行业近期投资机会一览

上证指数 2236

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	97	4.6
总市值 (亿元)	5497	2.4
流通市值 (亿元)	4453	2.3

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.5	22.3	17.7
相对表现	8.0	23.9	9.4



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《零售行业研究系列专题之一——业态战争》11/18/2009
- 2、《零售行业研究系列专题之二——百货业态演进探析》02/25/2010
- 3、《零售行业 2012 年第四季度投资策略 - 四季度看景气反弹》09/11/2012
- 4、《零售行业 2013 年中期投资策略 - 景气弱复苏, 具备防御价值》06/07/2013

杨夏

0755-82944685
 yangxia@cmschina.com.cn
 S1090511030014

曾敏

0755-82940514
 zengm@cmschina.com.cn
 S1090511040030

研究助理:

刘军 0755-83177839
 LiuJun5@cmschina.com.cn

三季度以来零售股表现较好, 尤其是 8 月以来, 行业指数大幅跑赢市场, 我们强推的苏宁云商、开元投资、友阿股份、南京新百等表现抢眼, 我们继续维持强推。腾讯与天虹在 O2O 模式的探索合作使得天虹大幅上涨, O2O 将为行业注入新的活力, 低估值市场份额高的龙头公司值得关注, 强烈推荐天虹、王府井、重百、合百、欧亚、鄂武商。长期关注海宁皮城及永辉超市, 等待下一步催化剂。

- O2O 模式的推行需给予高度关注: 腾讯与天虹的合作对于行业长期发展意义重大。腾讯的战略是抢占移动互联网入口, 在流量由 PC 端向手机端搬家的趋势中, 取得先机, 获得未来互联网生态区的核心竞争力。O2O 模式的推行, 将使得线上线下的融合成为现实和未来趋势, 给传统零售商带来了新的机遇, 也将带来价格体系的再造与重构, 短期看, 行业的盈利能力将进一步受到挑战, 洗牌将更加剧烈, 但长期看, 有能力快速适应这一变化的公司将获得更为广阔的发展空间, 行业内各公司将进一步分化。
- 低估值市场份额高的龙头公司将得到估值修复机会: 腾讯与天虹的合作使得天虹股价大涨, 未来其他线下零售商也将成为腾讯积极争取的商家资源, 尤其是拥有众多网点资源、购物卡资源的区域和全国龙头。而 O2O 模式的出现, 也将使得市场先前认为线上线下为互斥对立关系的负面情绪得到缓解, 提升行业估值, 而互联网大佬腾讯与实体零售商的合作, 也代表着互联网资本对实体渠道价值的认可。我们判断今年在低通胀背景下, 行业的景气将略好于去年, 租金、人工成本等压力也将减轻, 利润率下滑将得到缓解, 后期行业景气的缓复苏也将助推龙头公司的估值修复。强烈推荐: 天虹、王府井、重百、合百、欧亚、鄂武商等。
- 海宁皮城和永辉超市是我们认为具有核心竞争力和长期成长空间的公司, 需要长期予以关注。海宁皮城需要关注两个时间点: 1、年中和年末, 通常是老市场提租的时间窗口; 2、新市场的开业, 近期的新市场就是 2014 年的北京市场。这两个时间点附近往往是出现预期差的时候, 有望出现投资机会。永辉超市的生鲜核心竞争力十分突出, 扩张强劲, 短期需关注汇丰直投的解禁进程, 在小非快要减持完毕时, 将迎来大机会。

重点公司主要财务指标

	股价	12EPS	13EPS	14EPS	12PE	13PE	PB	评级
天虹商场	12.35	0.73	0.81	0.96	17	15	2.5	强烈推荐 A
友阿股份	11.20	0.66	0.77	0.97	17	15	2.5	强烈推荐 A
开元投资	4.81	0.16	0.20	0.24	30	24	2.8	强烈推荐 A
南京新百	9.89	0.53	0.40	0.46	19	25	2.7	强烈推荐 B
永辉超市	13.19	0.32	0.48	0.61	41	27	3.9	强烈推荐 A
海宁皮城	19.56	0.63	1.01	1.19	19	16	6.5	强烈推荐 A
苏宁云商	9.33	0.37	0.11	0.06	25	85	2.4	强烈推荐 A

资料来源: 公司数据、招商证券

一、近期行业表现抢眼，个股原因各有不同

进入三季度，尤其是 8 月份以来，行业指数表现抢眼，大幅超越大市，总结起来，表现较好的个股有以下几种类型：

转型股：苏宁云商，向互联网转型，打造互联网全生态平台；开元投资，商业主业盈利企稳，向医院扩张转型，目前医院占其利润比重已超过 30%；明年有望接近 40%；

与微信合作，开展 O2O 模式或准备尝试 O2O 模式：天虹商场已公告将与腾讯合作，开展 O2O 模式，目前已在其实安购物中心有试点，预计 10 月底将在其体系内 60 余家门店开展，杭州解百、南京中商也表示在探索 O2O 模式。

金改概念：主要是友阿股份及通程控股。

隐蔽资产挖掘变现股：南京新百，其河西 300 亩土地即将开发，一旦开发变现，净利润将有望暴增 20-30 亿元。

未来成长空间大，业绩高增长：海宁皮城，有可能开辟国外市场，进一步打开估值空间，近期也上线了皮革城网上交易平台；永辉超市，生鲜核心竞争力突出，近期定增落地，大股东大笔现金参与，体现超强自信心。

其中，与腾讯微信合作的 O2O 模式对行业带动效应较大，自天虹商场明确与腾讯合作后，带动行业内一大批低估值、市场份额高的百货股上涨，王府井、重庆百货、欧亚集团、友好集团、合肥百货、鄂武商等均有较好表现。

二、O2O 模式的推行需予以高度关注

2011 年中国本地生活服务 O2O 在线商务用户规模为 0.82 亿，相比 2010 年增长 110.3%；2012 年中国本地生活服务 O2O 在线商务用户规模增长 64.6%，达到 1.35 亿。未来几年，本地生活服务商务用户规模将继续保持较快增长，预计到 2015 年这一规模将达到 2.93 亿。2011 年中国本地生活服务 O2O 市场规模为 361.1 亿，比 2010 年增长 134.9%；2012 年市场规模达到 755.6 亿，增幅为 109.2%。和网络购物相比，本地生活服务 O2O 在线市场的增长速度更快，预计到 2015 年中国本地生活服务 O2O 在线市场规模将超过 2700 亿。

2012 年，中国移动互联网的发展速度加快，CNNIC 数据显示 2012 年 6 月底手机网民规模达 3.88 亿，手机超越台式机成为第一大上网终端，这也标志着中国移动互联网时代的真正到来。截至 2012 年 12 月底，中国手机网民达到 4.2 亿，手机作为第一大上网终端的地位更加稳固。

移动互联网时代的到来促使移动端成为 O2O 最重要的发展方向。O2O 侧重的生活服务领域天然的位置相关性决定了移动端更加适合 O2O 的发展。同时，手机的便携性也与用户的实时性生活需求正好吻合。“工作在 PC，生活在手机”俨然成为大部分用户的习惯之一。

图1: O2O在线商务用户规模

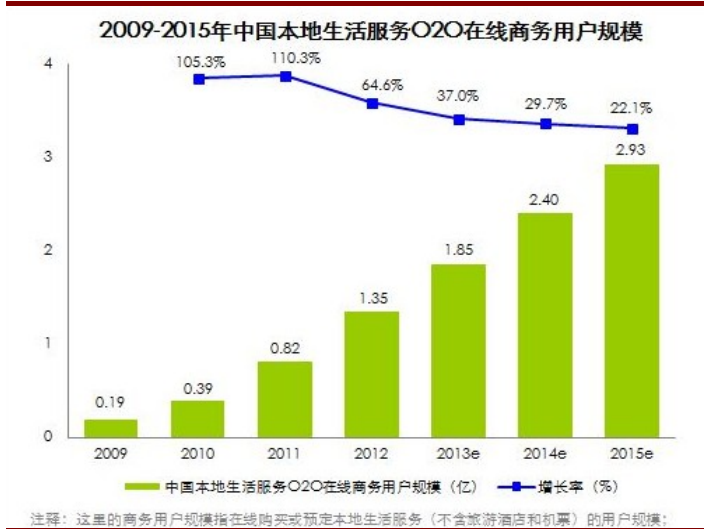


图2: O2O在线市场规模



目前了解天虹与微信合作的情况大致包括: 1、9月13日, 其宝安购物中心店与微信对接进行试运行, 四季度在天虹体系内 60 余家门店铺开; 2、此次与微信合作将利用微信公众账号内置自定义菜单, 将百货公司一部分商品做到微信端可视化。百货商场可以将线下业态搬到微信公众平台, 以微信商店的形式展开销售。合作包括: 1) 打通与实体百货业务的会员体系, 用户可以将微信当会员卡使用; 2) 在微信上买购物卡送礼; 3) 用户可在微信上购物并直接付款 4) 用户可以订阅卖场内自己喜爱的品牌。3、“天虹”微信一期功能还在持续完善和优化中, 二期包括如美食预约定位、商品预售等功能也在开发设计中, 将于近期面世。

目前天虹与腾讯对这一合作都在摸索试点之中, 将在有限的商品品类范围内开展。大家可在微信中关注“天虹”公众号。

我们认为, 这一事件对行业的影响意义将更大于对其中某一家公司:

- 1、微信与天虹的合作, 将不是排他和独家的, 我们判断腾讯以后将与更多的实体零售公司进行合作;
- 2、腾讯的战略是想把握住移动互联网入口的先机, 当前的趋势是流量搬家: 由 PC 端转移至手机端, 移动互联网在生活中对传统互联网的替代性越来越强, 腾讯希望凭借微信背后庞大的粘性极高的用户群, 抢占先机。扩大与零售商的合作范围, 将丰富包括实体的和虚拟的商品资源, 进一步提高消费者使用微信的粘性, 掌握了入口即掌握了产业链和互联网生态圈的核心竞争力。
- 3、腾讯微信所带来的 O2O 模式的推行, 使得线上线下融合成为趋势和现实, 这给传统的零售商带来了新的机遇。而与此同时, 所带来的可能是价格体系的再造和重构, 大家都将重复苏宁线上线下同价的过程, 短期看, 信息不对称的钱更难赚了, 行业的盈利能力将受到负面影响, 长期看, 不适应这一变化的企业将被加速淘汰, 洗牌更加剧烈, 而有能力的企业将获得更广阔的发展空间。
- 4、对行业的股票投资来说, 悲观预期将得到一定程度的修正, 原先不少投资者将线上线下看成是互斥, 互不兼容的, 而 O2O 模式的推行, 将使大家看到, 未来线上线下一定是相互融合的。而互联网大佬腾讯与实体零售商的合作, 也代表着互联网资本对实体渠道价值的认可。

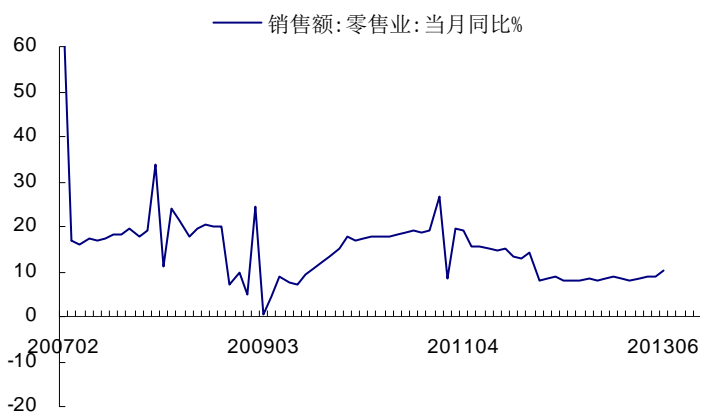
5、预计随着腾讯与天虹的合作开展，未来其他线下零售商将成为腾讯积极争取的商家资源，尤其是拥有众多网点资源、购物卡资源的区域和全国龙头。增加入口提供的是一个机会，它并不会直接带来有效成交，如何依托平台体现品牌优势，实现营销互动，提供更具竞争力的商品以提升成交率，仍将对零售商自身能力的考验。

三、对于近期行业投资机会的判断

1、依然推荐转型类及基本面良好，有概念的个股：苏宁、开元、友阿、新百。

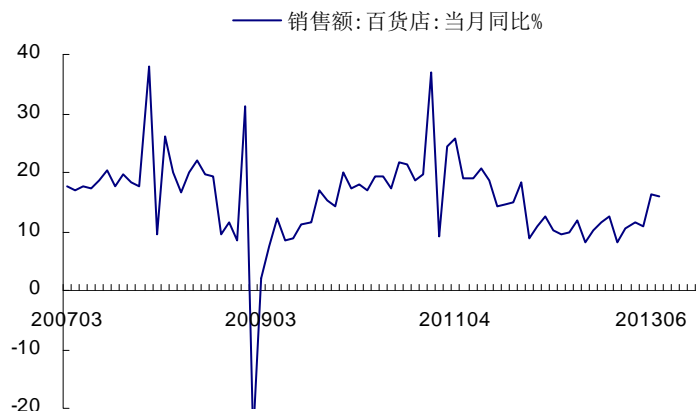
12 年底和 13 年初我们对 13 年行业景气的判断为在低通胀背景下，行业景气会略好于去年，但幅度较为有限，行业的租金、人工成本上涨的压力会有所减轻，利润率下滑也将有所缓解。从当前的行业景气数据看，我们仍然维持这一判断。率先公布的 8 月 50 强销售数据为 9.9%，较 7 月略有提升。而商务部的千家核心零售企业指数，总体而言，相对去年也只是略有提升。

图3：商务部千家核心零售企业指数



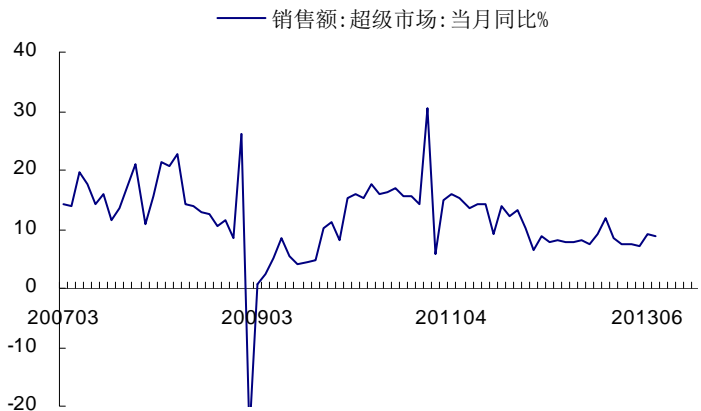
资料来源：CEIC，招商证券，截至日期：2013.07

图4：百货指数



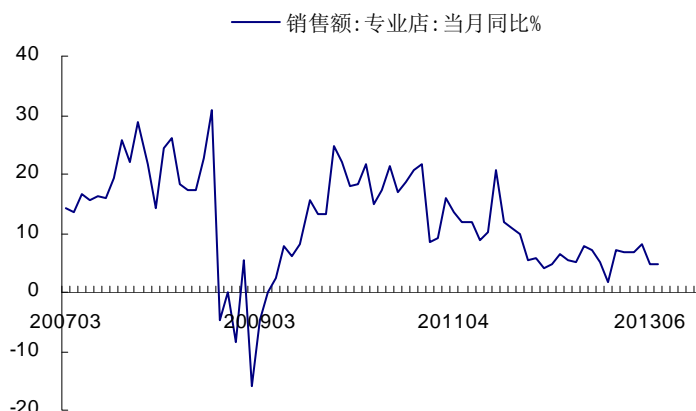
资料来源：CEIC，招商证券，截至日期：2013.07

图5：超市指数



资料来源：CEIC，招商证券，截至日期：2013.07

图6：专业店指数



资料来源：CEIC，招商证券，截至日期：2013.07

根据行业景气的判断，我们认为在商业模式受到挑战、供给过剩的背景下，只看零售主营的公司难有投资机会，只能自下而上的挖掘个股的投资机会，而机会在转型及非零售

主业中。由此我们今年以来推荐的股票主要为苏宁云商、开元投资、友阿股份、南京新百，今年以来表现抢眼。

- 苏宁云商：转型互联网，打造互联网全生态平台，近期在互联网金融领域有较多投资动作，并公布了开放平台 3.0，力争做互联网生态圈规则的制定者、体系的维护者、供应链服务的提供者。我们在 8 月初上调苏宁评级至强烈推荐-A，主要逻辑是：微信 5.0 的出现让市场看到了新的商业模式，O2O 模式落地成为可能，苏宁有望从中受益。后期的催化剂在于苏宁与腾讯合作，在微信上推出接口；苏宁推出一系列与移动互联网相关的产品；三方平台推出后的效果。需要跟踪观察的指标是苏宁体系总的有效 SKU 数量以及流量指标。未来苏宁的股价对其利润的敏感度将降低，而对销售额、网站流量、自由现金流高度敏感。预计 13、14 年 EPS 0.11 元、0.06 元，维持“强烈推荐 A”评级。
- 开元投资：积极把握主业业绩筑底反弹、高新医院盈利提升及圣安医院的扩张进度。1、前期股价是跌零售业绩预期及估值，1H 零售业绩筑底反弹，净利同比增 26%，超市场预期。主力钟楼店国庆装修完工+新店扭亏为盈，下半年迎来营收及毛利率双提升；2、高新医院导入特色诊疗，奠定好口碑，盈利持续超预期，1H 净利润同比增 47%。医院持续提档带动毛利率攀升，看好医院全年 50% 利润增速；3、圣安医院定位国际性盈利医院，将更大范围提供特色诊疗，项目预计投资超 10 亿，可能存融资需求。13-14 年 EPS 至 0.20、0.24 元，对应增速 29%、21%，其中医院估计贡献 EPS 0.07、0.09 元。维持“强烈推荐 A”投资评级
- 友阿股份：所在湖南区域经济发展速度快，商业新增供给较少，主力门店经过装修改造后，进入新一轮成长期，新的投资项目成本较低，投入产出比高。小额贷款公司风险小，利润高，受益金改概念。预计 2013-14 年 EPS 为 0.77、0.97 元，维持强烈推荐 A 评级。
- 南京新百：总店改造即将完成，离退休职工福利将处理完毕，写字楼出租率达到 77%，将提供较大盈利贡献，主业将迎来业绩拐点。河西 300 亩土地即将开发，变现将兑现 20-30 亿净利润，使得业绩暴增。不考虑地产业务贡献，2013-14 年 EPS 为 0.4、0.46 元。维持强烈推荐 A 评级，股价催化剂在于河西 300 亩土地将于今年四季度开发预售。

2、O2O 模式的开展，将为行业注入新的活力，低估值、市场份额高的区域龙头值得关注

前面已经论述过，O2O 模式的开展对行业的意义更大，线上线下的长期趋势是走向融合，市场先前对线上线下互斥的看空情绪将得到缓解，当前百货股的估值中枢为 10-13 倍 PE，整体估值有望得到修复。低估值的、市场份额高的行业龙头公司也值得关注，强烈推荐：天虹商场、王府井、重庆百货、合肥百货、欧亚集团、鄂武商。

3、长期关注海宁皮城、永辉超市，短期需把握其催化剂

海宁皮城和永辉超市是我们认为具有核心竞争力和长期成长空间的公司，需要长期予以关注。

海宁皮城需要关注两个时间点：年中和年末，通常是老市场提租的时间窗口；新市场的

开业，近期的新市场就是 2014 年的北京市场。这两个时间点附近往往是出现预期差的时候，有望出现投资机会。

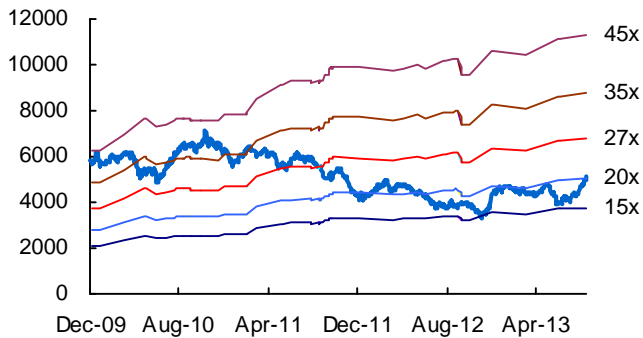
永辉超市的生鲜核心竞争力十分突出，扩张强劲，短期需关注汇丰直投的解禁进程，在小非快要减持完毕时，将迎来大机会。

表 1: 重点公司盈利预测与估值一览

名称	投资评级	市值 (亿)	股价	12-14EPS						
				12	13E	14E	12	13E	14E	复合增长
天虹商场	强烈推荐-A	99	12.35	0.73	0.81	0.96	17	15	13	15%
王府井	强烈推荐-A	83	17.83	1.46	1.6	1.8	12	11	10	11%
友阿股份	强烈推荐-A	63	11.20	0.66	0.77	0.97	17	15	12	21%
欧亚集团	强烈推荐-A	32	19.84	1.23	1.57	2.08	16	13	10	30%
鄂武商	强烈推荐-A	61	12.00	0.79	0.90	1.05	15	13	11	15%
合肥百货	强烈推荐-A	47	6.03	0.52	0.58	0.64	12	10	9	11%
开元投资	强烈推荐-A	34	4.81	0.16	0.20	0.24	30	24	20	22%
南京新百	强烈推荐-B	35	9.89	0.53	0.40	0.46	19	25	22	-7%
永辉超市	强烈推荐-A	215	13.19	0.32	0.48	0.61	41	27	22	38%
海宁皮城	强烈推荐-A	219	19.56	0.63	1.01	1.19	31	19	16	37%
苏宁云商	强烈推荐-A	689	9.33	0.37	0.11	0.06	25	85	156	-60%

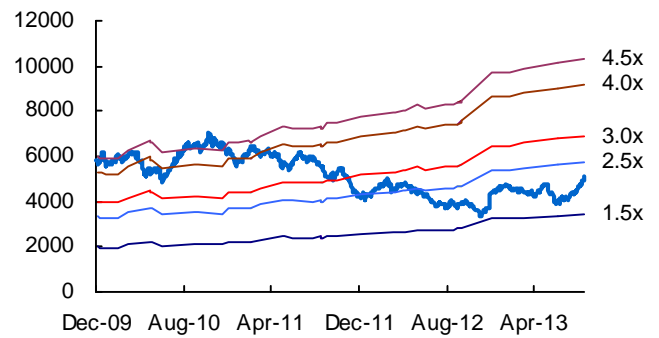
资料来源: 招商证券

图 7: 批发零售行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 8: 批发零售行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

曾敏，女，英国伦敦大学（UCL）经济学硕士，英国雷丁大学ICMA系国际证券、投资及银行学一等荣誉学士。曾任招商证券金融工程分析师。2011年4月开始零售行业研究。

刘军，男，经济学硕士，2012年6月加入招商证券，从事零售行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。