

零售新常态下的投资逻辑： 盘活存量资产，享受改制+转型红利

广发证券发展研究中心零售团队

欧亚菲 首席分析师，S0260511020002

洪 涛 资深分析师，S0260514050005

2014年12月16日

目录

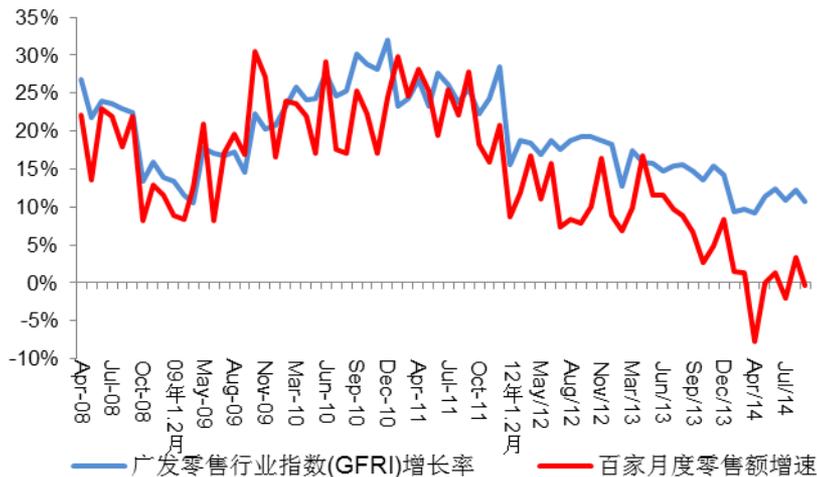
- 一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态
- 二、从REITS看物业价值重估，寻找超额收益品种
- 三、品牌商：长期看好化妆品和黄金珠宝行业的龙头企业
- 四、电商：行业进入成熟发展期，关注移动互联时代的探花之争
- 五、投资策略：盘活存量资产，享受改制+转型红利

一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态

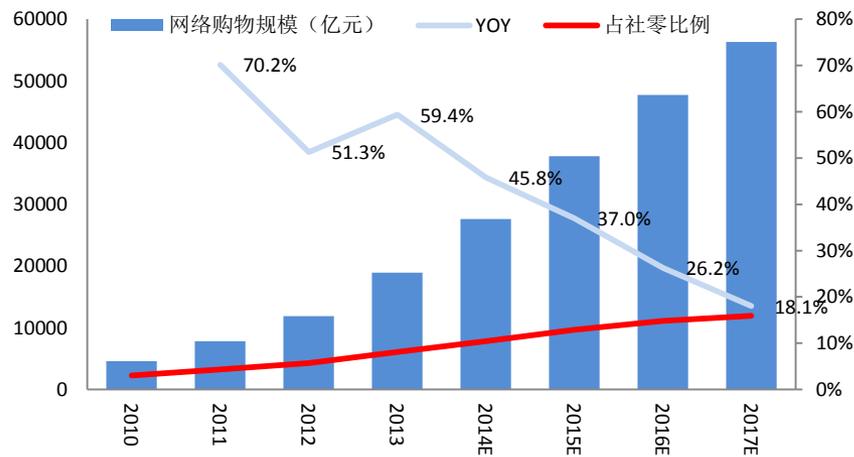
► 终端需求底部徘徊，线上线下竞争态势悄然转变

- 经济放缓、电商冲击、供给过剩等负面影响下，传统渠道需求端自**2011年起**持续下滑，但跌势明显趋缓。**2014年**广发零售及百家零售增速均呈现底部徘徊；
- 另一方面网购流量红利逐渐褪去，未来三年**CAGR**预计放缓至**27%**；更为重要的是，线上线下渠道从此前的完全对立对抗，开始转向融合与互动，双十一、双十二盛宴中已经看到越来越多的传统渠道身影。我们判断线上线下竞争态势已经开始转变，未来全渠道战略的推进有望带动线下渠道数据回升。

广发零售指数及百家零售增速呈现底部徘徊



网购流量红利褪去，未来三年CAGR放缓至27%



数据来源：Wind、艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态

➤ 从成长到价值，流动性宽松带动估值提升

- 货币政策宽松预期强：自2014年年中以来，货币政策多次预调微调，宽松政策预期下股市指数持续上行。下半年以来，境内资金加速流入，客户保证金日均余额从6月初的0.54万亿元迅速增长至11月末的0.99万亿元。
- 从成长到价值，零售投资逻辑转变：2011年之前的零售行业是典型成长股，内生增长+外延扩张带动盈利估值双升；而此后面临宏观经济放缓、电商冲击等负面影响，零售行业投资逻辑逐渐从成长转向价值，而流动性宽松预期是推动价值股上涨的重要动力。

2014年中期以来，货币政策多次预调微调，流动性宽松预期强烈

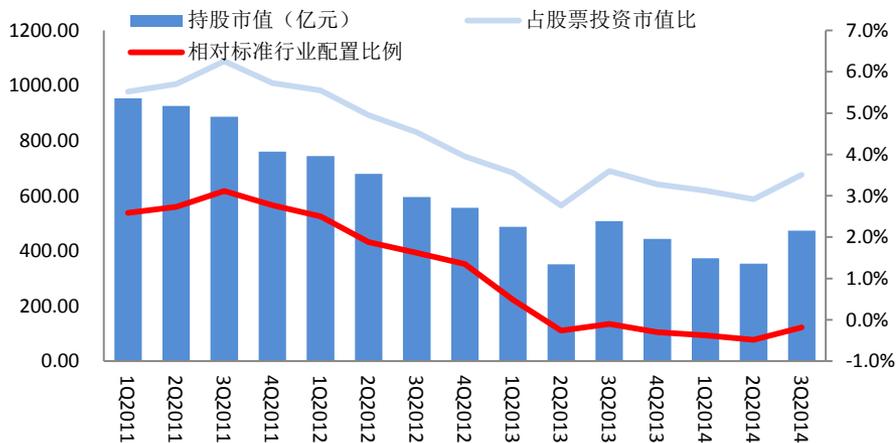
时间	主要内容
2014年4月22日	央行下调县域农村商业银行、县域农村合作银行存准率
2014年6月9日	下调符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行存准率
2014年6月16日	兴业、民生等股份制银行获准下调存准率
2014年9月15日	央行通过MLF向商业银行投放基础货币5000亿元
2014年10月15日	央行通过MLF向商业银行投放基础货币2695亿元
2014年10月17日	央行向11家银行投放SLF，总规模在2500亿-3000亿元左右，每家200亿元，期限3个月
2014年11月21日	央行下调一年期贷款基准利率0.4个百分点至5.6%，下调一年期存款基准利率0.25个百分点至2.75%

数据来源：央行、广发证券发展研究中心

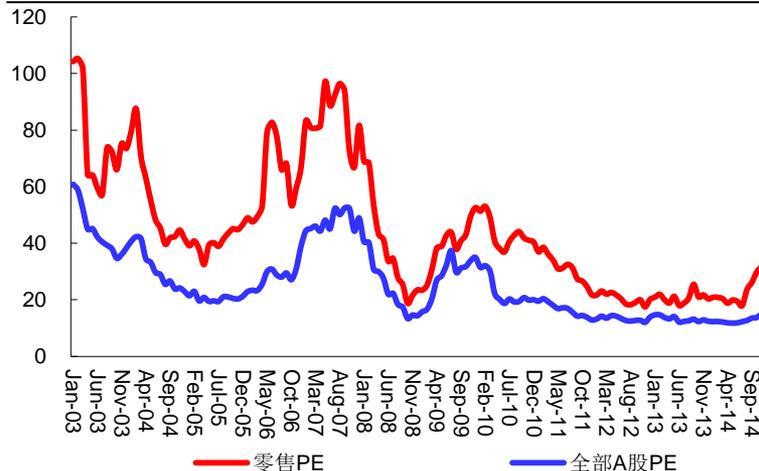
一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态

连续四年大幅跑输，零售板块具备安全边际

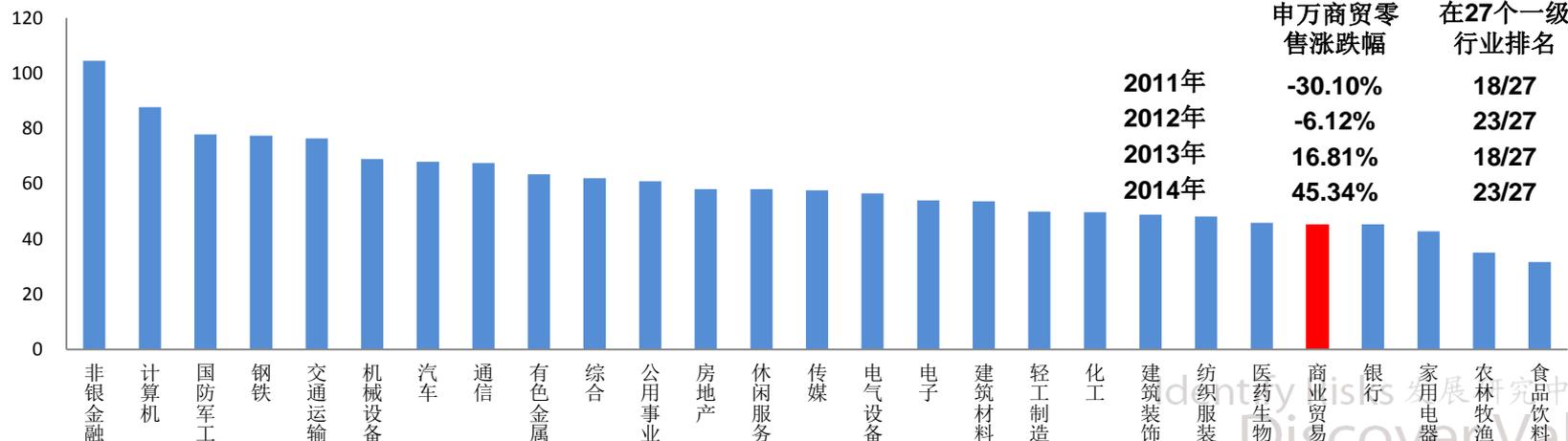
公募基金配置零售行业比例处于底部



零售行业整体估值溢价接近历史最低水平



今年以来零售行业板块涨幅居于各板块尾端(23/27)



➤ 全面看好2015年的零售板块整体投资机会

- 行业需求下滑趋势止步，而线上线下两个渠道从对立走向融合，竞争态势开始发生转变，我们预计全渠道战略推动下，实体渠道数据有望回升；
- 行业投资逻辑从成长转向价值，而14年中以来货币政策多次预调微调，流动性宽松预期有望推动价值股的整体估值提升。
- 零售行业自2011年起跑输指数，连续4年在27个一级行业分类中位列后1/3。主流零售白马公司14-15年动态PE估值约19.6X和16.1X，安全边际强。
- 基于上述三点判断，我们全面看好2015年的零售行业整体投资机会，建议投资者“超配”。

目录

- 一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态
- 二、从REITS看物业价值重估，寻找超额收益品种
- 三、品牌商：长期看好化妆品和黄金珠宝行业的龙头企业
- 四、电商：行业进入成熟发展期，关注移动互联时代的探花之争
- 五、投资策略：盘活存量资产，享受改制+转型红利

二、从REITS看传统零售资产价值

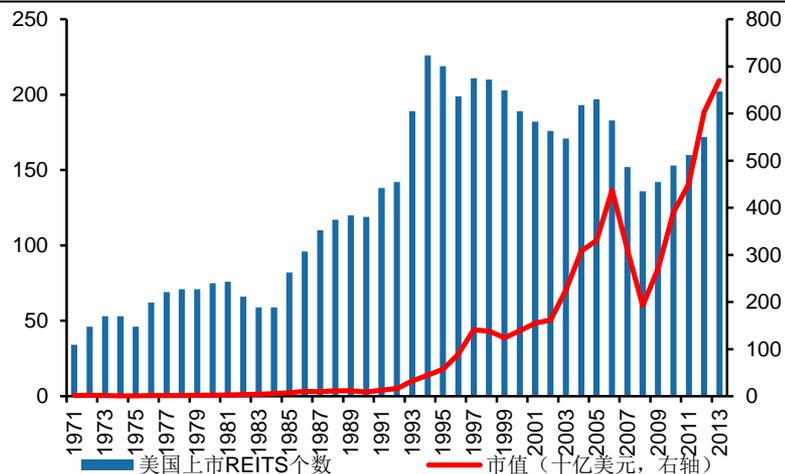
- 零售行业投资逻辑从成长转向价值，传统实体零售的资产价值主要体现在其持有的核心地段物业，而物业的本质价值在于其聚客能力（从这一角度看，与互联网渠道用户为王的价值导向是一致的）。

- 基于这一判断，我们认为对于传统零售商业模式和业态的担忧，并不影响物业本身的价值。核心地段物业价值在于其庞大的客流量，尽管商圈定位、功能及经营主体的盈利模式可能发生变化，但只要顺应用户需求变化，仍然可以找到合适的业态或品类作为其价值的载体。
 - 一方面，餐饮、美容、娱乐等服务业态必须依赖线下门店消费；
 - 另一方面，线下门店提供的消费场景体验，远非纯网购所能满足；

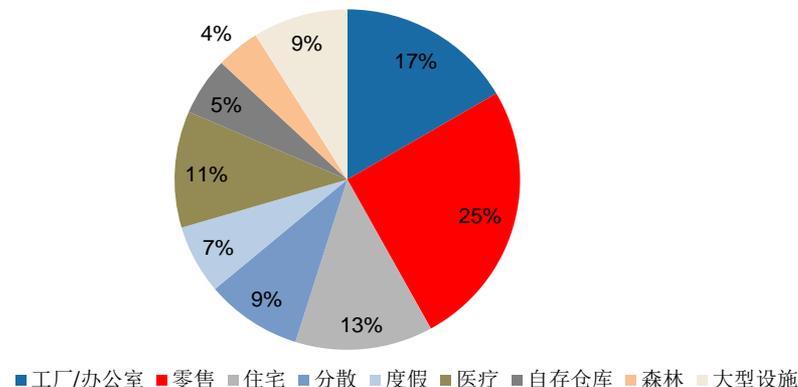
- 从国际经验来看，以零售物业为主要标的的REITS产品往往具备长期稳定的投资收益率，既充分体现了核心地段物业的价值，也为物业价值的重估和变现提供了可操作的路径。

美国市场：REITS长期收益率居主要资产前列，股利收益率高于长期国债

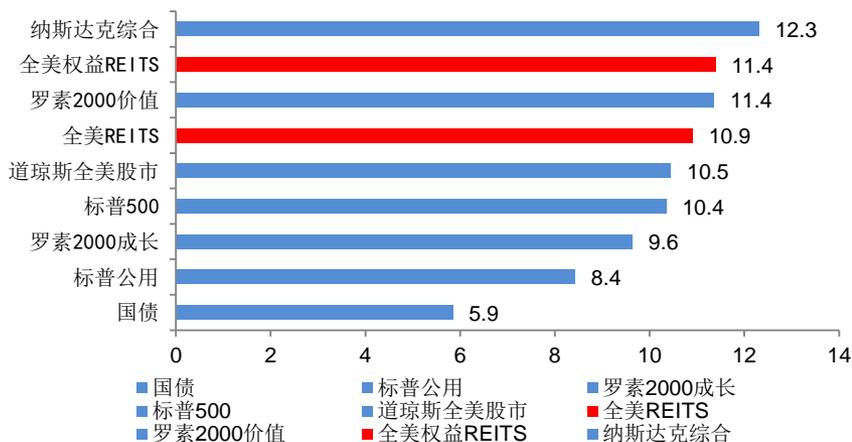
美国上市REITS市值高速增长



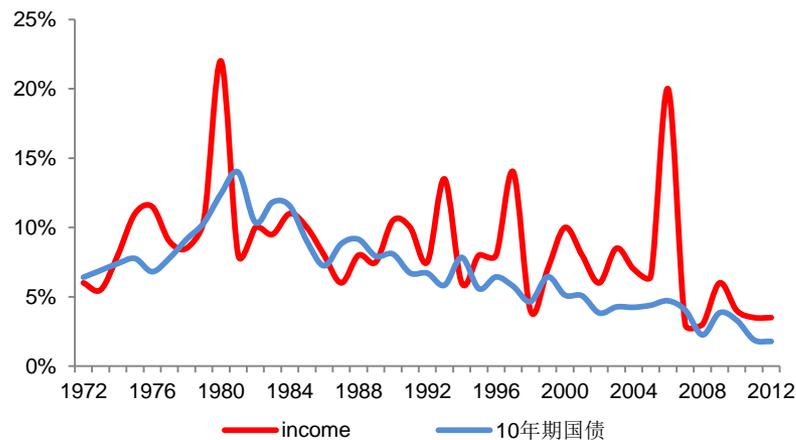
零售物业是美国市场REITS主要资产包 (2014.9)



美国投资市场20年年化收益率比较

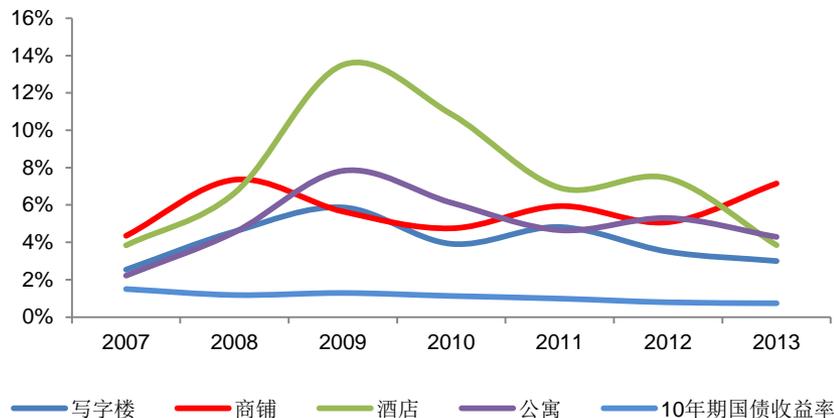


美国REITS股利收益率高于长期国债

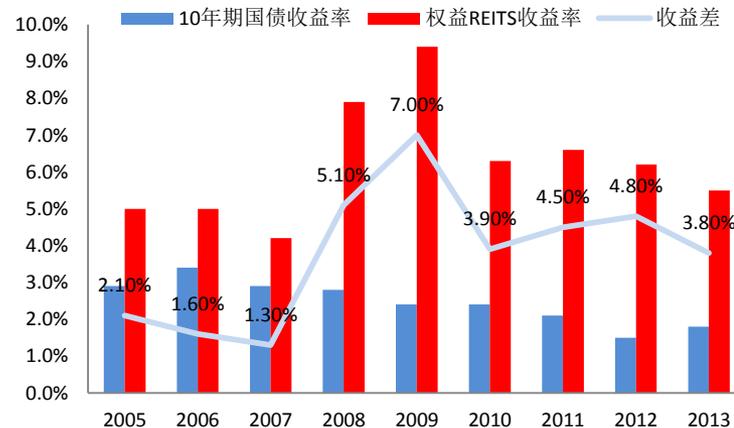


亚太市场：日本&新加坡收益率远超国债，香港市场跑赢恒生大盘

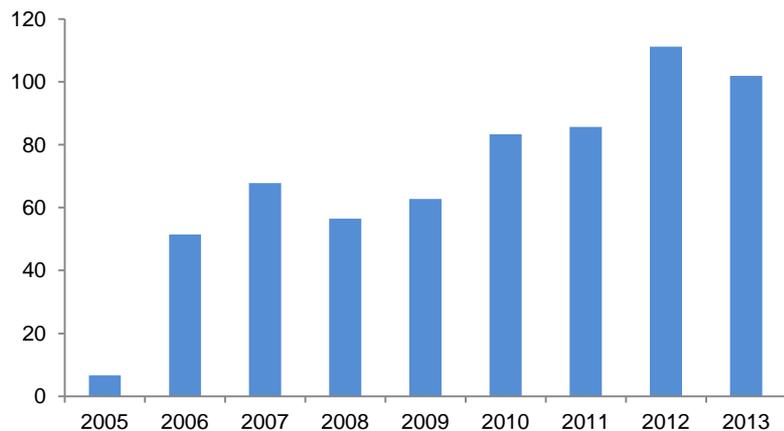
日本商业REITS股利及国债收益情况



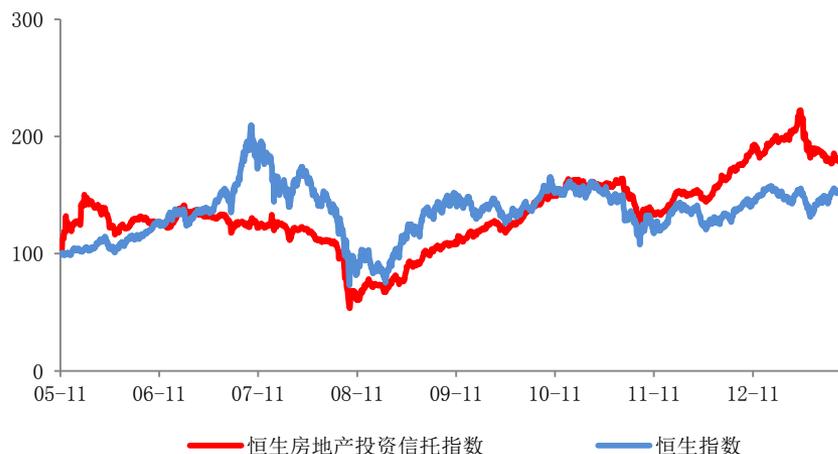
新加坡市场收益率



香港市场上市REIS市值变化（十亿港元）



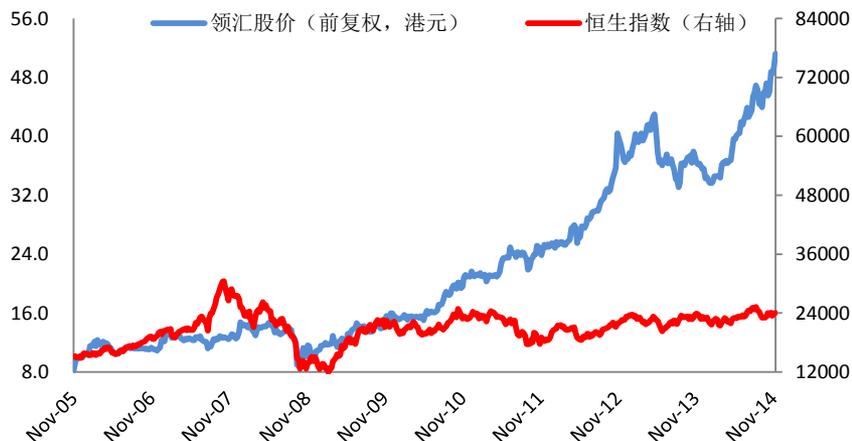
香港房地产投资信托和大盘走势比较



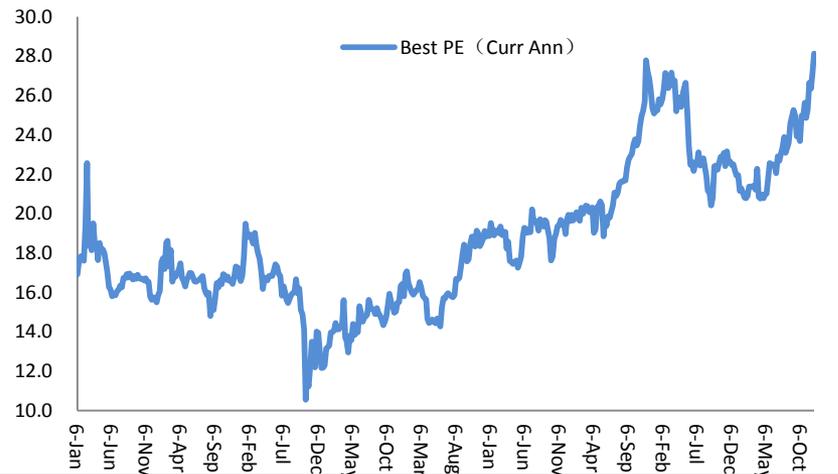
➤ 领汇房产基金：持有并租赁的商业物业运营Tenbagger

- ❑ 领汇房产基金是全球最大的商业物业运营房地产投资信托基金，持有并出租社区购物中心为主业。目前管理运营的商业物业超过120个，停车位7.8个，建筑面积超过1100万平尺（约122万平米）。
- ❑ 自2005年上市以来，领汇房产基金累计投资收益率超过600%（年复合收益率超过22.5%），远超同期恒生指数涨幅，动态PE估值长期稳定在16倍以上，是名副其实的长线牛股。

领汇房产基金上市以来走势远超恒生指数



领汇房产基金上市以来动态PE估值

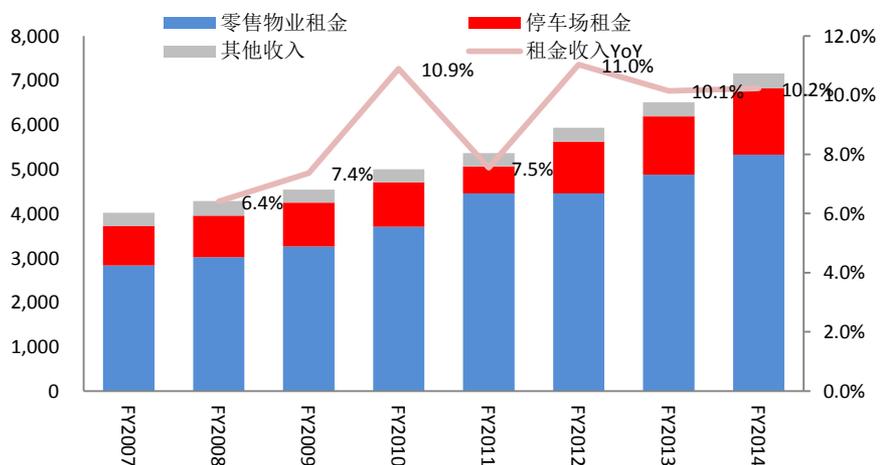


数据来源：Bloomberg、公司报表、广发证券发展研究中心（领汇财年跨度为上年4月至当年3月）

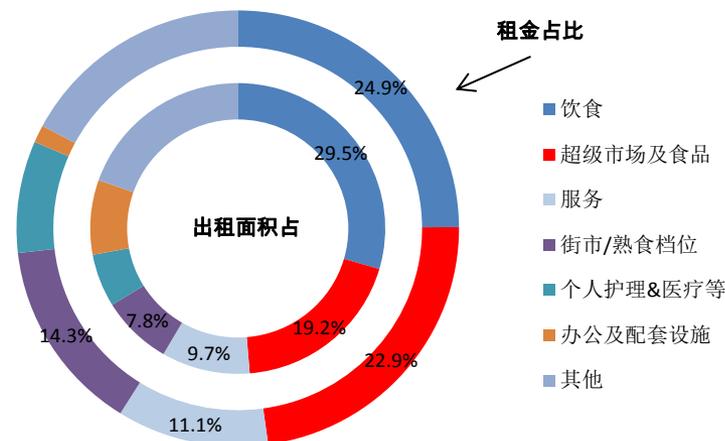
租金收入稳定，业态组合领先

- 领汇房产基金收入主要来自旗下商业物业的租赁收入，FY2014实现收入68.2亿港元，同比增长10.2%；租赁业务净利润38.6亿港元，同比增长15%；稳定的租金增长，是旗下物业价值的最好体现。
- 领汇旗下购物中心以多业态组合满足用户购物&休闲需求，以FY2014为例，百货、超市、家电等商品经营面积占比不到40%，其余均为体验类服务（如餐饮、娱乐、个人护理等），且后者租金承受能力和盈利能力更强。

领汇租金收入稳步增长（百万港元）



FY2014物业出租面积及租金占比

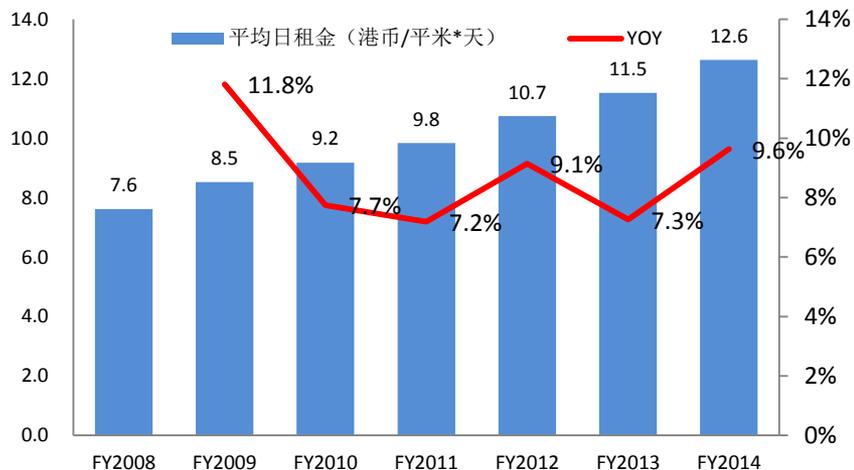


数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

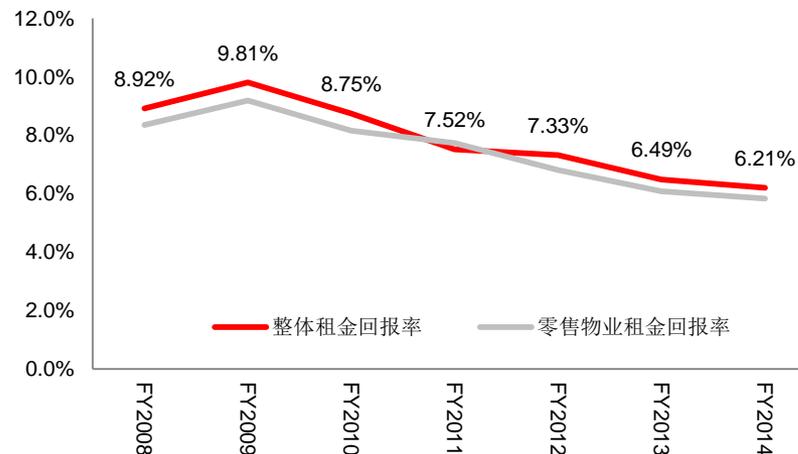
➤ 单位租金稳步上升，租金回报率长期稳定在6%以上

- FY2008-2014，旗下物业的单位平米日租金从7.6港币稳步上升至12.6港币，CAGR=8.8%，物业评估价值CAGR=16.3%；整体出租率维持在90%以上，租客续租率超过70%。
- 物业评估价值增幅快于租金涨幅，促使租金收益率下滑，但始终维持在6%以上（6%的租金回报率意味着16年收回投资）。

领汇房产基金单平米日租金CAGR=8.8%



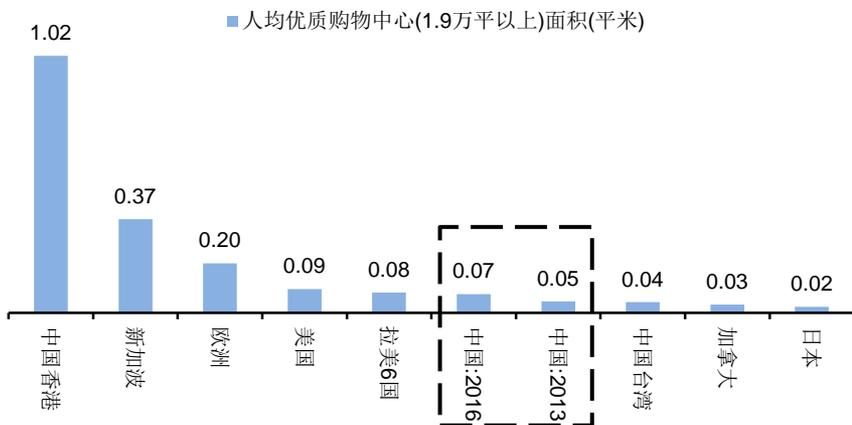
领汇房产基金的物业租金收益率维持在6%以上



数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

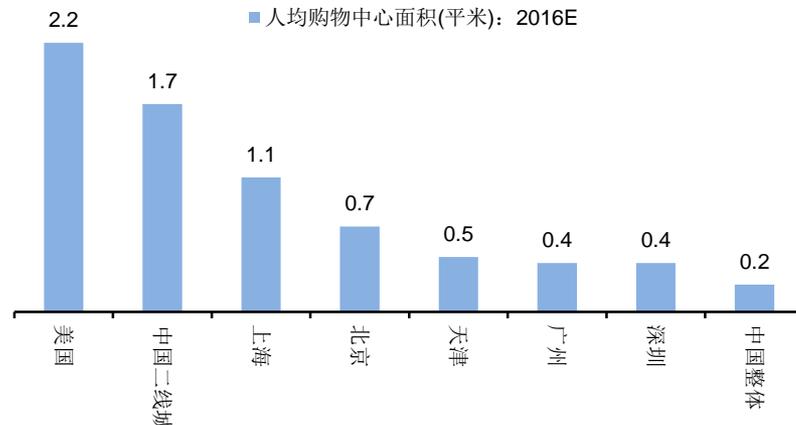
相比成熟市场：中国线下核心优质零售物业远未饱和，租金上涨仍有空间

13年中国人均优质购物中心面积仅为0.05平米



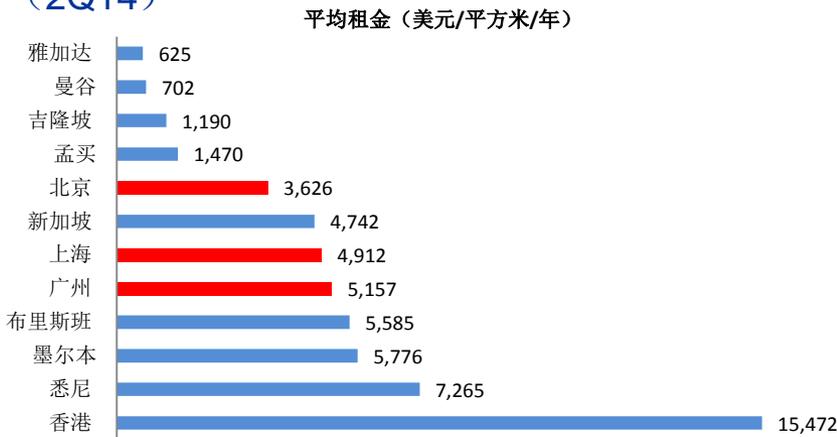
注：2013年数据；口径为可租面积1.9万平以上优质购物中心。

中国人均购物中心面积远低于美国

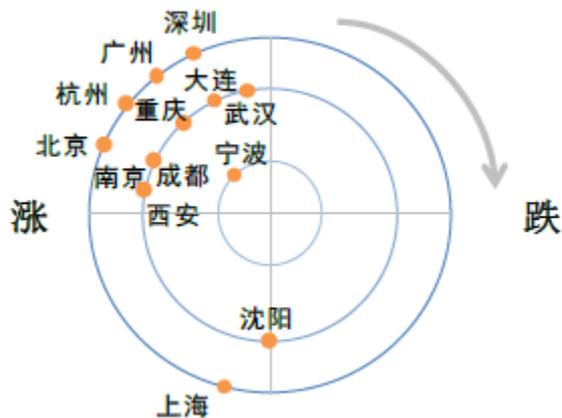


注：二线城市样本为20个。

亚太地区主要城市核心商务区购物中心租金 (2Q14)



各城市零售物业租金走势



Discover value

- 海外市场REITS长期稳定的高回报率是成熟市场物业价值的最好体现，反观国内市场，由于制度原因暂未推出REITS产品，因此物业价值重估始终可望不可及。
- 但2014年以来多家传统零售公司通过售后返租、租金证券化等创新举措，使得一直以来空谈的物业价值重估有了清晰并且可操作的路径，如海印股份以旗下物业经营权为基础发行证券化产品、华联股份向新加坡REITS出售物业并代为运营、苏宁云商将旗下物业转让给中信金石基金并反租。
- 盘活存量资产，为传统零售公司转型提供充裕的资金支持。

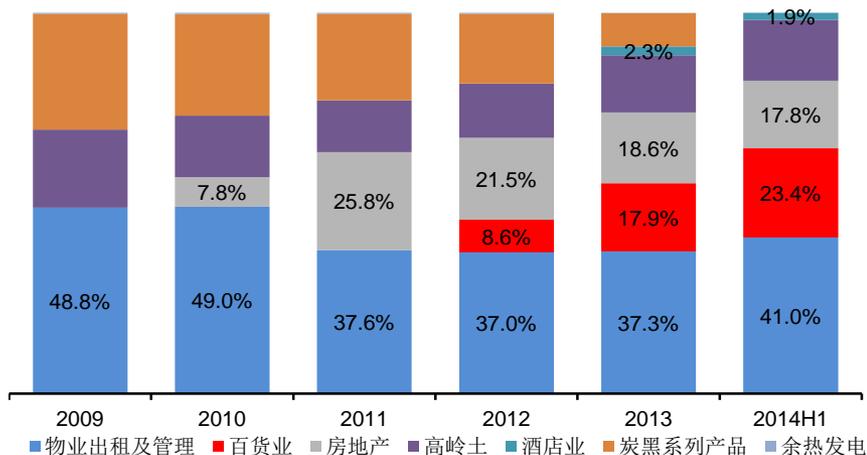
公司	变现方式	方案简介
海印股份	专项资产管理计划	以旗下经营管理的15家综合性商业物业的经营权为基础设立专项资产管理计划，拟募集资金不超过人民币16亿元，其中优先级资产支持证券不超过15亿元
华联股份	出售&委托运营	总价25亿元向新加坡对手方出售旗下6家商业物业资产，华联股份转为被委托方进行物业运营
苏宁云商	售后返租	将旗下由11家自有门店物业房屋及土地所有权出资设立的全资子公司，以不低于40.11亿元价格将全部相关权益转让给中信金石基金拟发起设立的私募投资基金或/及相关方，并签署长期租赁合约
成商集团	出售	作价1.5亿元将南充茂业百货整体出售给原租赁方军帆商场（原租金760万/年）

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

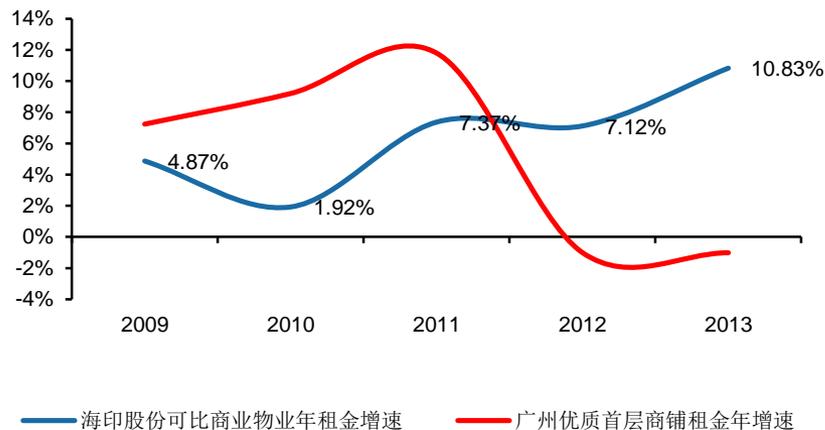
➤ 海印股份：华南地区多业态商业物业运营龙头

- 海印股份在2013年完成炭黑业务剥离后，形成以商业物业运营为核心，百货、酒店、地产为辅的专业市场运营商。1H2014，商业物业运营、百货、地产业务营收占比分别为41%、23%和18%。
- 公司在广州核心商圈拥有大量物业布点，包括主题商场（9家）、专业市场（10家）、综合体（1家）齐头并进；2010-2013年，海印可比门店的租金CAGR=8.4%，远高于同期广州市优质零售物业首层租金3.1%的复合增速。

海印物业出租/百货/酒店/地产销售占比持续提升



海印可比物业年租金增速持续提升

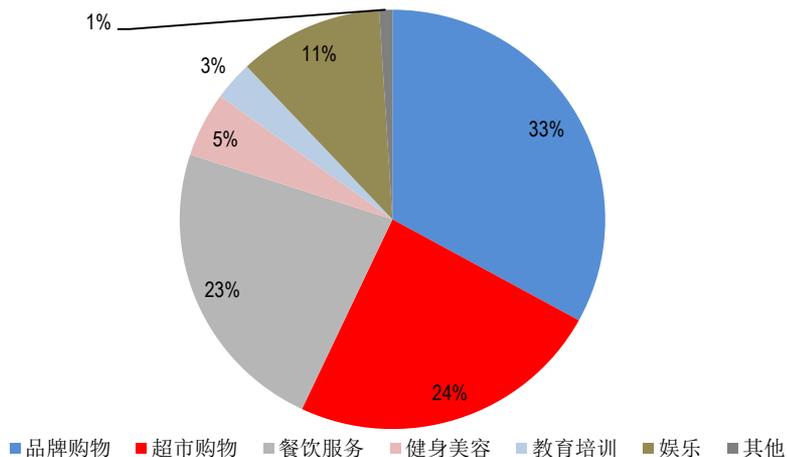


数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

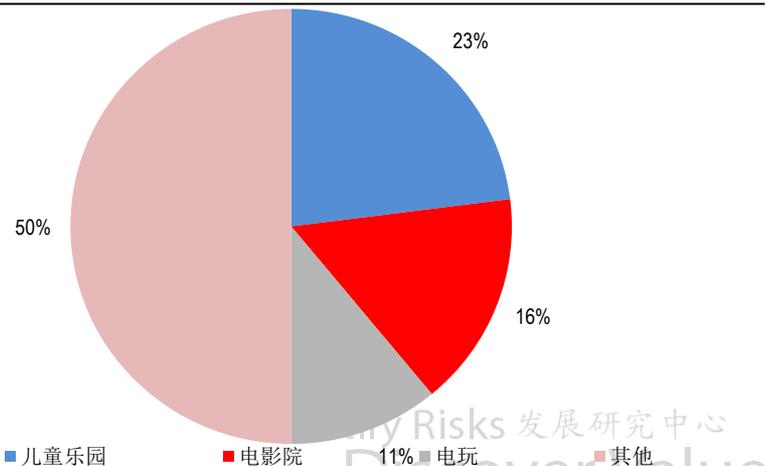
➤ 租金证券化，转型家庭生活娱乐中心，拥抱新一代消费者

- ❑ 2014年8月，海印股份以旗下经营的15家综合性商业物业的经营权为基础设立专项资产管理计划，募集资金14亿元，同时定向增发募集8.2亿元，助力公司转型
- ❑ 完成资金募集后，海印股份相继投资设立海和文娱互联投资基金（基金总规模15亿；首期5亿，其中公司出资1.5亿元）、3000万增资收购幻景科技14%股权、1.8亿收购湖南红太阳演艺38.3%股权。加速围绕家庭生活娱乐中心运营商核心目标大力储备、发展、整合并购娱乐、文化、体育、亲子四大聚客业态，引入各类休闲娱乐资源，拥抱新一代消费者。

餐饮、娱乐、教育、休闲成为顾客重要需求



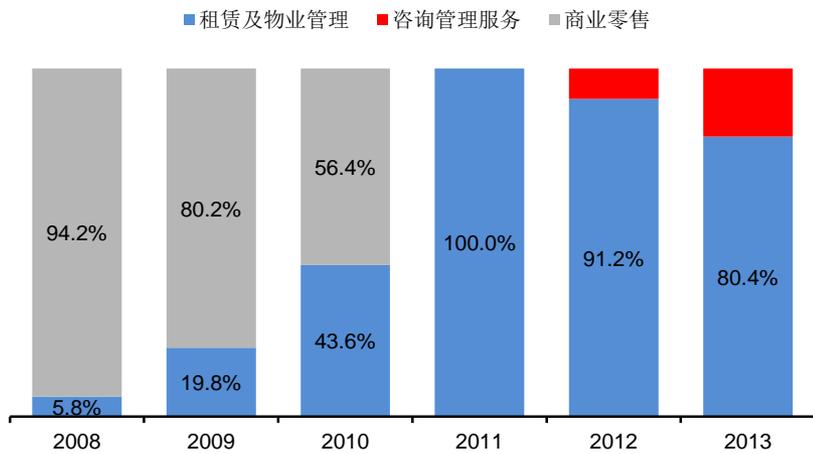
儿童乐园在休闲业态中占比最高



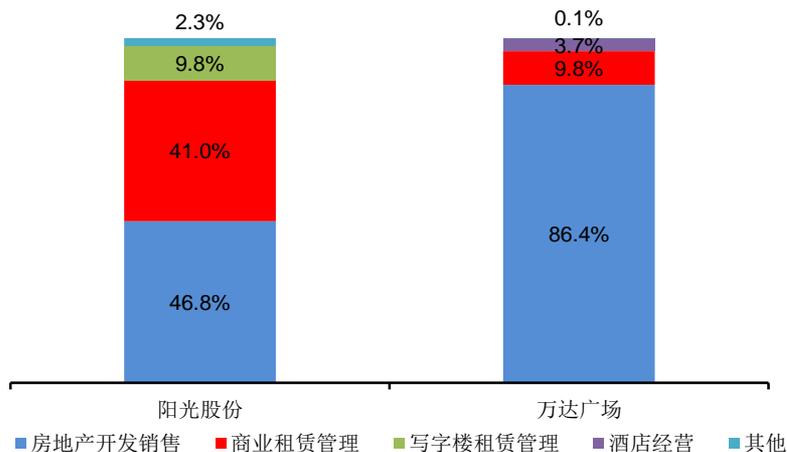
➤ 华联股份：A股唯一的社区购物中心运营商

- 华联股份是A股唯一社区购物中心运营商。2008年8月完成向母公司华联集团出售6家百货门店、从华联综超处购买2处商业物业后彻底退出百货经营业，实施主营业务向购物中心运营转型。
- 作为全国规模最大的社区购物中心运营商，华联股份到2014年底将拥有33家门店，建筑面积157万平米，运营面积84万平米。从人均面积、龙头集中度、公司运营能力差异分析，购物中心业态仍有较大发展空间。

华联股份购物中心及物业管理收入占比高



阳光股份、万达广场地产销售占比仍高

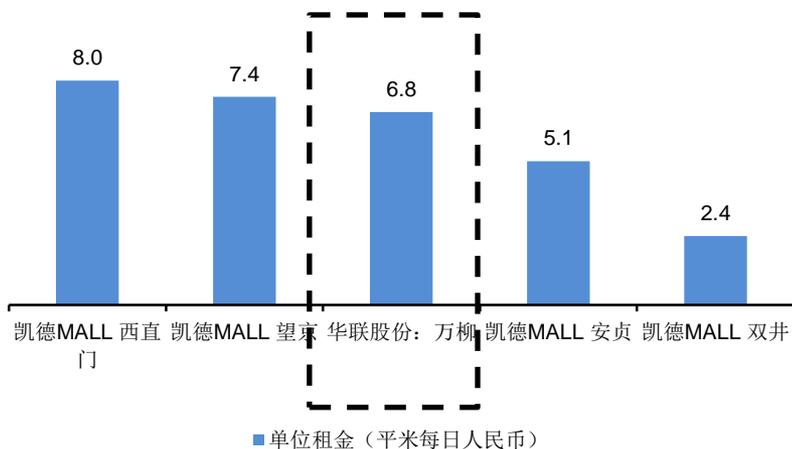


数据来源：公司公告、WIND、广发证券发展研究中心

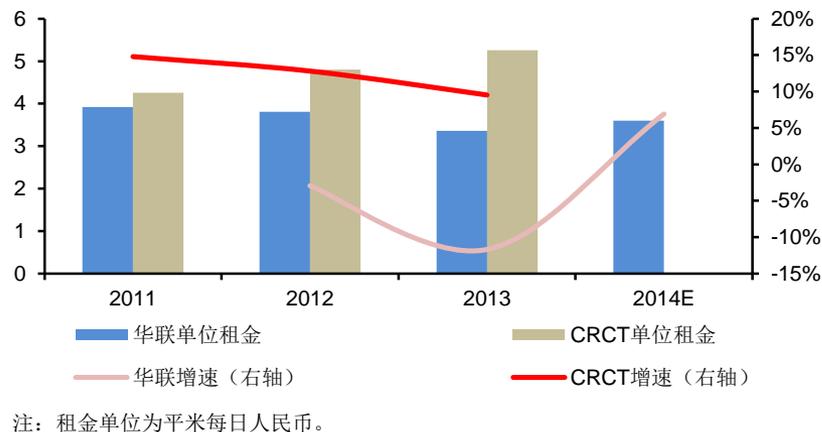
借REITs，实现从重资产向轻资产委托运营商的转型

- 华联股份新门店竞争力已经达到一线水平。以万柳店为例，2013年同一口径平均单位租金已达6.8元/平方米/天，略低于凯德西直门（8.0）和望京（7.4）水平，但已经明显高于凯德安贞（5.1）和凯德双井（2.4）。
- 公司于2014年9月以总价24亿向新加坡物业投资基金（PETRA 1、PETRA 2、PETRA 3）连续出售旗下6处物业，改为委托运营模式，按运营项目每年2%总收入+2.5%净物业收入（物业收入扣减相关成本费用）收取管理费，实现盈利模式向租金收入与物业增值并行的本质改变。

华联万柳店租金水平接近CRCT水平



华联整体租金水平有望进入持续上升期

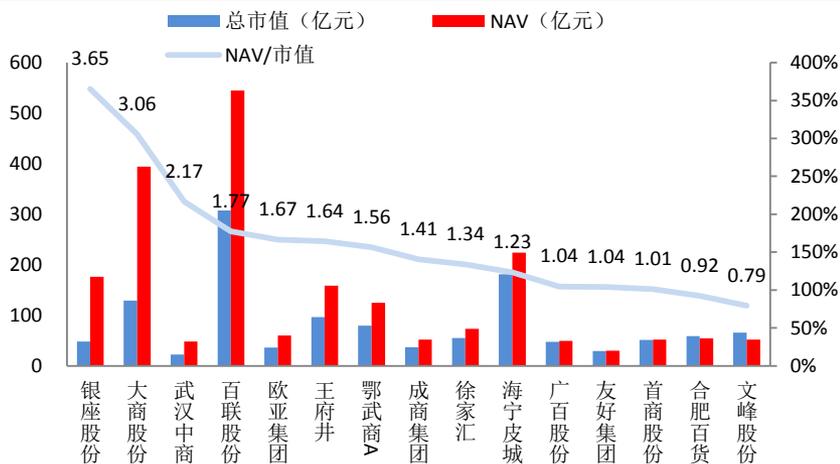


数据来源：世联行、WIND、广发证券发展研究中心

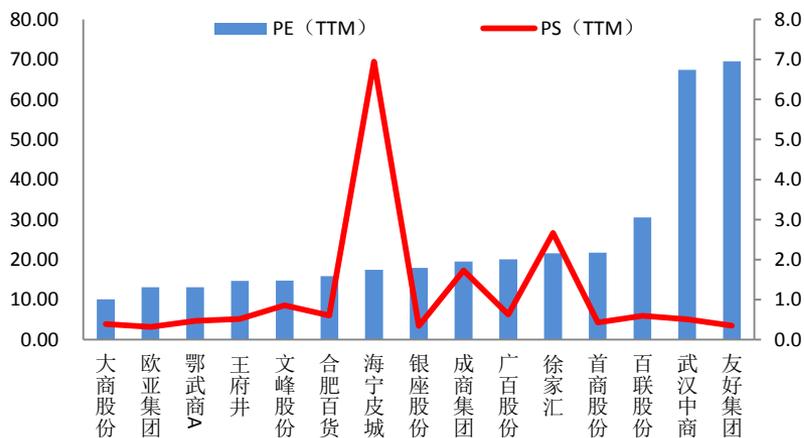
- 海印股份、华联股份、苏宁云商等公司盘活存量资产的创新之举频频涌现，为传统零售物业价值重估变现提供了清晰且可操作的路径。一方面可通过“资产利润化”助力业务转型；另一方面市值与价值的严重不匹配也极易引发金融/产业资本举牌。
- 我们看好2015年零售板块的整体行情，而其中的超额收益主要来自于两条主线：1) 显著低估公司的估值修复；2) 改制与转型红利。

- 市场流动性宽松预期有望带动零售价值股的整体估值提升，而其中资产价值夯实、价值与市值差距大、绝对估值低的公司，有望在估值修复行情中获得超额收益。
- 从绝对估值来看，主流零售白马公司14-15年动态PE估值约19.6X和16.1X，而其中不乏如大商、欧亚、鄂武商、王府井、银座等公司徘徊在10倍附近。
- 从资产价值来看，我们计算主流零售公司NAV价值与市值比，排名前列的包括银座、大商、欧亚、王府井、鄂武商、友好等；
- 沿着这一主线，我们推荐大商股份（首推）、王府井、银座、鄂武商、欧亚、友好等。

NAV价值排名靠前的零售公司列表



PE绝对估值排名靠前的零售公司列表

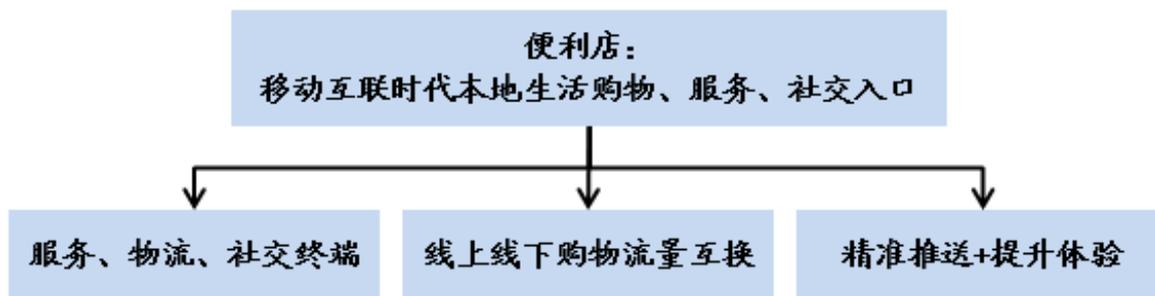


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

- 传统零售经营模式的衰退，促使行业积极谋求转型。无论是业态升级，还是跨界经营，都离不开思想的解放、资源的投入。
- 一方面在国企改革大背景下，政府对于国有资产保值增值诉求大，伴随混合所有制的推进、股权激励的兑现，我们判断企业转型将更具动力，也更市场化。
 - 另一方面对于传统零售来说，基于物业价值的诸多创新产品也有助于其盘活存量资产，为转型提供充裕的资金支持。海印股份通过租金证券化、产业并购基金等方式获得资金支持，成功从物业运营商转型家庭娱乐中心；而华联股份则通过REITS产品变现，未来有望转型为轻资产购物中心运营商。
 - 沿着这一主线，我们推荐海宁皮城（重点）、中央商场（重点）、海印股份及华联股份

➤ 拥抱移动互联网，打造全渠道下本地生活的购物、体验、社交入口

- 便利店与电商在品类、物流、客群上形成良好互补，将成为传统业态中全渠道转型最快、最深入的业态
- 亚马逊、一号店、京东13年纷纷与便利店展开合作，以京东唐久模式最为成功：
 - 京东帮唐久扩张SKU并配送至唐久总仓，唐久本地物流再配送至门店
 - 需在京东唐久网进行注册，京东与唐久再进行线上线下跨业态导流
 - 在信息系统、供应链、支付、服务、会员上进行深度打通
 - 日均超1000单，客单价超100元，移动端占20%，14年销售目标1亿
- 京东万家便利店计划于14年中上线，看点如下：
 - 京东万家便利店计划的顺利推进将明显加速我国便利店与电商结合的进度
 - 将体验、社交等元素融进购物过程是提升电商/便利店顾客粘性和利润率的核心
 - 全品类电商进驻后将加速垂直电商/服务商与便利店融合，新商业模式值得期待



➤ 中国便利店市场展望：迎来持续景气周期，寻找便利店未来王者

- 经济高速发展、消费习惯加速变迁促进中国便利店业态的兴起：13年排除加油站便利店后我国东亚便利店业态只有3.46万家；我们测算目前全国225个主要城市便利店容量在8.6-10.8万家之间。预计未来10年门店增长CAGR将达10%，仍处于日本1990-2000年、台湾1995-2005年的快速增长期。
- 面对区域、经济分割明显，持续增长的中国便利店市场，只有落实社区综合服务能力、积极拥抱移动购物、实践精细化管理、稳健跨区扩张，同时门店较多而且增长较快的便利店企业才有机会持续超越，向全国便利店市场龙头迈进。内资便利店美宜佳、红旗连锁、喜士多，以及外资便利店7-11、全家有望成为中国未来便利店王者。
- 沿着这条主线，我们推荐A股唯一便利店上市公司红旗连锁，以及积极向便利店业态拓展的步步高、天虹商场。

➤ 外贸电商高速增长，B2C模式将成主流

- 跨境电商近年来保持30%以上的增速。2013年我国跨境电商交易额占总进出口金额12%，预计这一比例未来还将持续提升，其中以出口为主的外贸电商受益于境外市场网购占比提升、国内产品低价优势和物流成熟度的提升将保持高速增长。跨境网购人数的占比将不断提升，全球跨境网购金额五年（2013年~2018年）增长两倍，其中美国、巴西、英国、德国、澳大利亚这五个国家的跨境网购金额未来五年时间分别增长97.5%、546.2%、117.6%、44.7%和155.4%。
- 外贸电商按照商业模式可以分为B2B、自营型B2C、平台型C2C三类。我们判断B2B模式下的跨境电商未来增速将逐步放缓，而直接面对境外消费者的外贸零售电商有更大的发展空间。进一步对比外贸零售模式中的B2C和C2C，由于商家在B2C模式下拿货成本、支付成本、物流成本上优于C2C，且在物流体验，网站体验，推广营销上更加专业，我们判断未来外贸零售电商中B2C模式将成为行业主流。
- 未来五年世界跨境电商交易额将增长200%，如此大的市场空间还不至于达到外贸B2C电商进行价格厮杀的阶段，各家电商只要管理好供应链、提升客户体验，就能在这片蓝海中找到自己的发展之道。

➤ 海淘：平台型和创新型企业将分享高成长海淘市场

- 海淘市场的快速增长源于其满足了满足消费者从价格到个性化的多种求。随着以80-90后为主的线上消费群体消费能力的进一步提升，线上消费者从单纯关注产品价格到对产品品质和品牌关注的升级，同时消费呈现多样化、个性化特征。越来越多的中国消费者将通过进口电商渠道购买海外商品。我们预计未来几年海淘占国内网络购物总额的比重逐步提升，到2016年该比重将超过10%。
- 我们认为从海淘业务开展的角度来评价投资标的需要遵循几个原则：是否有能力破除海淘的三大障碍（语言、支付、物流）；是否能够迎合主流消费群体精打细算、个性化追求、品牌追求的三大特点；能否实现模式创新，形成海外供应链优势是三大关键因素。从以上这几个原则出发，我们认为未来海淘业务最具潜力和竞争力的将是Amazon和垂直类海淘网站。阿里巴巴受益于其支付基础和平台模式将成为海淘业务发展最快的平台电商。
- **A股方面，我们推荐重庆百货和东方创业。**重庆百货利用跨境电商试点优势开展保税进口业务，世纪购的上线将成为公司发展的新起点。东方创业控股股东作为首家进驻跨境通的企业，其多年进出口贸易积累的各国资源和物流通关等业务能力将成为公司从传统B2B向海淘B2C转型的有力保证。

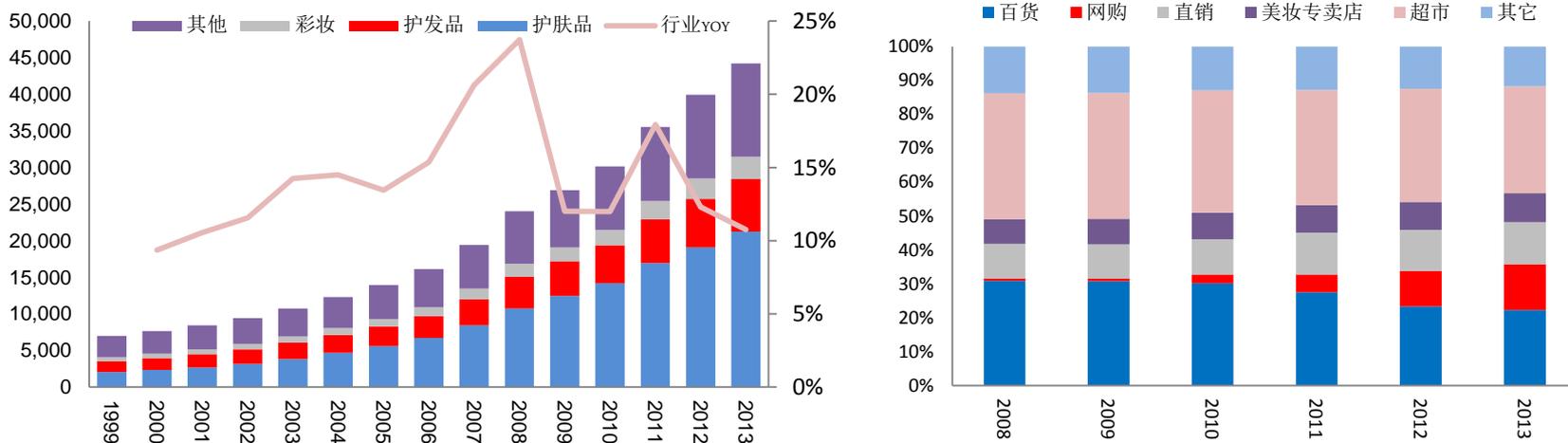
目录

- 一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态
- 二、从REITS看物业价值重估，寻找超额收益品种
- 三、品牌商：长期看好化妆品和黄金珠宝行业的龙头企业
- 四、电商：行业进入成熟发展期，关注移动互联时代的探花之争
- 五、投资策略：盘活存量资产，享受改制+转型红利

► 化妆品行业：品类与渠道变化，彰显消费新势力崛起

- 城镇化率和可支配收入上升、人口结构变化以及美妆消费习惯的升级，促使化妆品市场规模保持平稳增长，2013年国内化妆品市场规模达2690亿元，过去五年CAGR=13.2%。
- 分品类来看，护肤品占据国内化妆品市场半壁江山，符合亚洲文化和消费特点，且过去4年CAGR高达17.7%；母婴化妆品则以年均20%以上增速成为成长最快的细分领域。分渠道来看，超市和百货仍是主流渠道，但下滑趋势明显，而网购则从0.7%快速上升至13.5%。
- 在化妆品行业中，我们推荐龙头品牌上海家化，建议关注青岛金王。

化妆品行业整体保持10%以上平稳增长（百万美元） 网购渠道价值凸显，13年占比达到13.5%

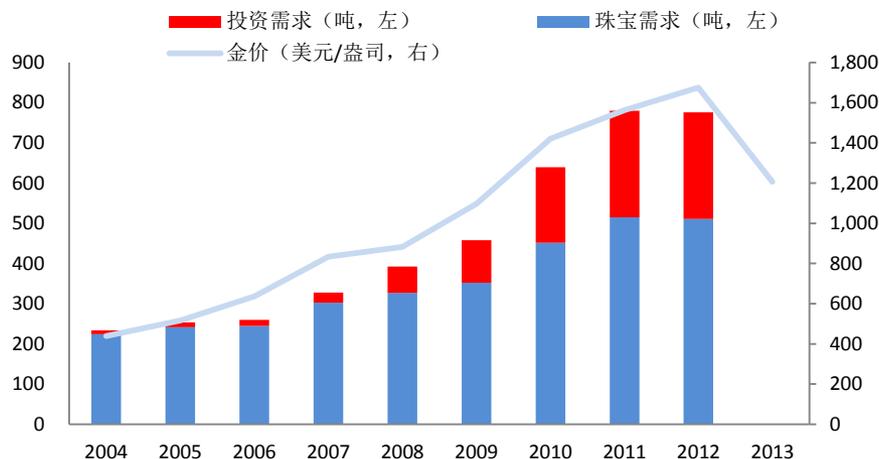


数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

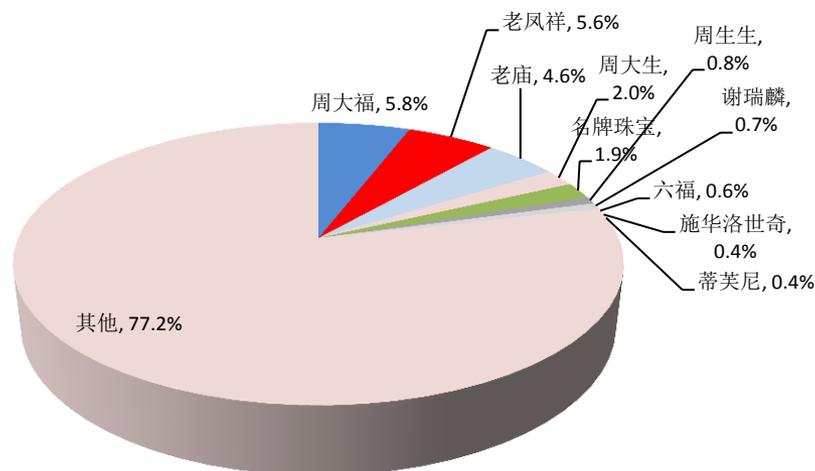
➤ 黄金珠宝：龙头公司受益集中度提升，品类转型+模式升级打造国际品牌

- 2013年中国黄金珠宝零售总额超过4700亿元，同比增长12%。我们预计驱动珠宝行业高速发展的四大因素（收入增长、消费升级、婚庆因素和投资需求）仍将推动行业未来五年保持10%-15%增速，而龙头公司受益行业集中度提升，有望保持15%-20%的复合增速
- 在黄金珠宝行业，我们推荐品牌渠道优势凸显的龙头公司老凤祥，以及定位轻奢、双品牌运作的潮宏基。

投资需求催生黄金十年



中国珠宝商市场高度分散 (2011)



数据来源：LBMA、Thomson Reuters GFMS、World Gold Council、Wind广发证券发展研究中心

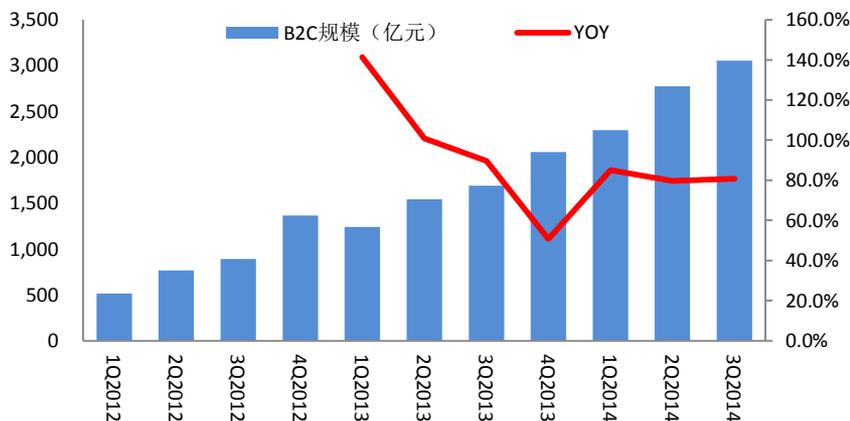
目 录

- 一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态
- 二、从REITS看物业价值重估，寻找超额收益品种
- 三、品牌商：长期看好化妆品和黄金珠宝行业的龙头企业
- 四、电商：行业进入成熟发展期，关注移动互联时代的探花之争
- 五、投资策略：盘活存量资产，享受改制+转型红利

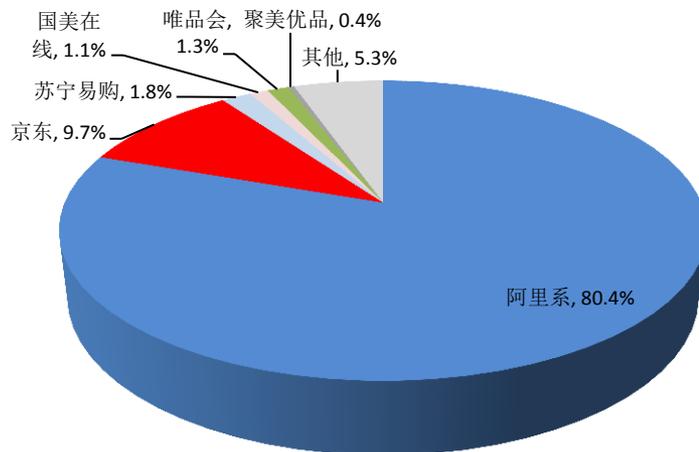
➤ 电商：流量红利褪去，行业进入稳定增长期

- 3Q14电商单季销售额达到6914亿元，同比增长49.8%，其中B2C增长80.7%至3053.8亿元；随着2014年京东、聚美、途牛、阿里等相继上市，主流电商公司几乎全部登陆资本市场，这也意味着行业走向成熟，随着流量红利逐渐褪去，未来行业将进入稳定增长期
- 天猫和京东用户规模和商品丰富度遥遥领先，寡头垄断地位巩固，而探花之争仍有悬念：苏宁、国美，依托线下门店布局，主打渠道融合的O2O；唯品会凭借闪购模式成功吸引年轻女性为主的网购主力群体，并逐步向化妆品拓展；当当、1号店、亚马逊中国则分别凭借在图书和商超品类上的深耕，聚集了大批忠实用户，未来若品类拓展成功，依然有望在行业老三之争中勉力一战。

B2C市场规模季度数据及增速



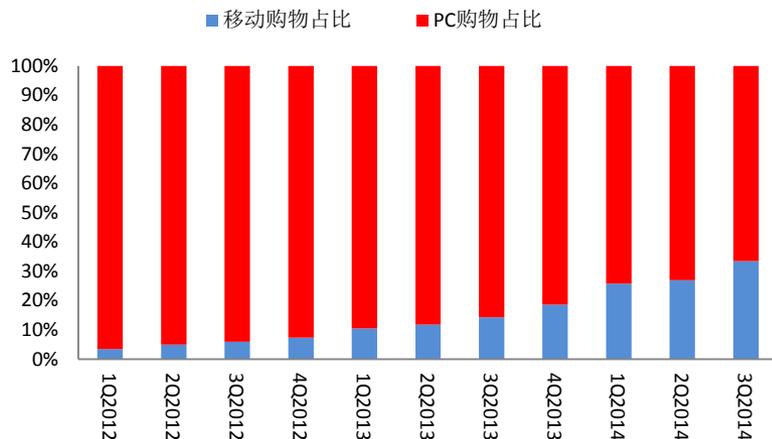
阿里京东规模遥遥领先 (3Q2014)



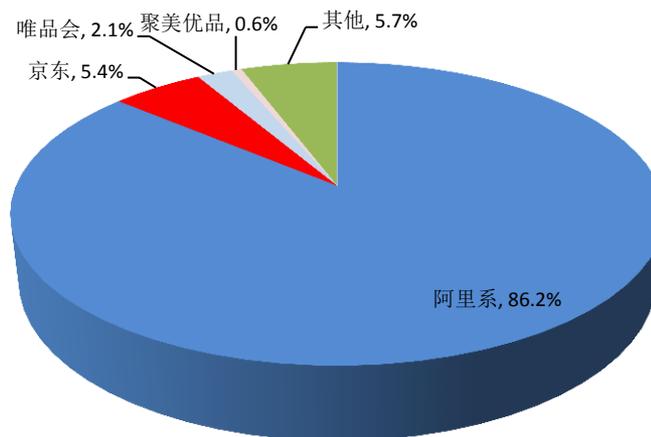
数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

- 智能手机的普及、移动支付技术的成熟、各大电商大力推进带来移动购物持续超高速增长：3Q14移动购物规模同比增长250.8%至2309.6亿元，占比达到33.4%；
- 受制于屏幕小、搜索弱化、时间碎片化等特点，移动端购物对于大数据技术支持下的精准推送有着更强需求，而率先发力、并在PC端积累商品和用户消费数据的阿里在移动购物浪潮中无疑更具优势；
- 唯品会、聚美优品等以限时特卖模式切入服装、化妆品等冲动消费品类的垂直电商，移动端表现同样抢眼；有望在移动端挑战京东行业老二地位。

3Q14网购移动端占比到达33.4%



京东在移动端不如其在PC端强势 (3Q14)

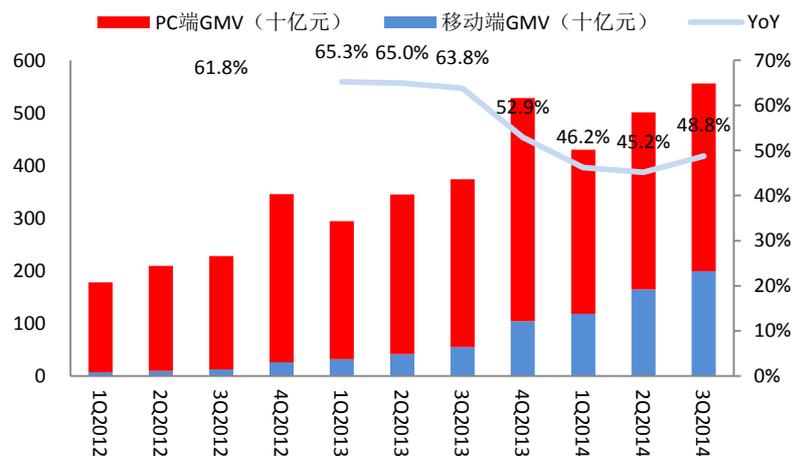


数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

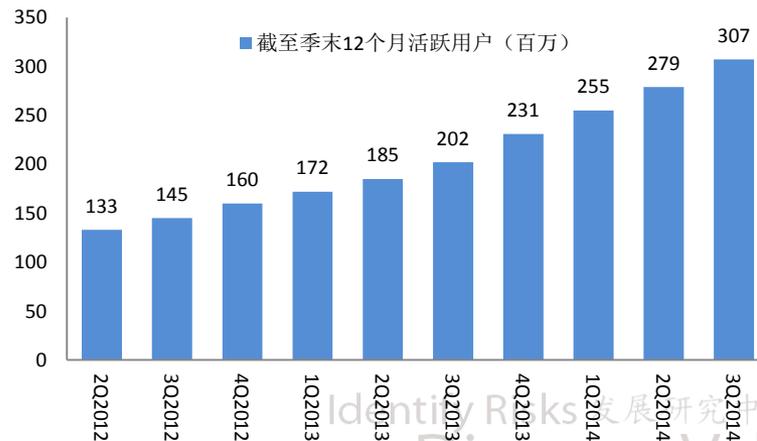
➤ 阿里巴巴：霸主地位巩固，移动端+国际化大举进攻

- 3Q14阿里季度GMV同比增长49%至5560亿元、营业收入同比增长54%至168.3亿元、活跃用户达到3.07亿，各项数据都彰显阿里毫无疑问的霸主地位
- 阿里巴巴本质是一家以电商服务聚集流量，并通过广告营销实现流量变现的互联网公司，移动端+国际化是阿里未来扩张两个核心方向，3Q14移动端GMV同比增长263%至1990亿元，货币化率同比上升1.26pp至1.87%；速卖通收入4.2亿，按照5%的佣金率推测速卖通GMV约85亿元，同比翻倍。
- 过去 15 年阿里建立的更多是一个基于 PC 端、基于实物商品、基于国内用户和品牌的在线广告交易平台，未来阿里巴巴所要打造的将是一个基于全渠道（PC、手机、TV 等）、基于全品类（实物及生活服务）、基于全球用户和品牌的国际在线广告交易平台。

阿里季度GMV达到5560亿元，同比增长48.8%



阿里活跃用户超过3亿



➤ 京东：规模增长是王道，成本控制是核心，在正确的道路上奔跑

- 我们判断京东将会成为重塑中国商业链条，提升行业整体运行效率的“中国版亚马逊”，并有机会重塑中国商业供应链和线上零售+本地生活平台商业模式。

➤ 途牛：供应链+用户体验突围行业混战

- 随着百度投资去哪儿、腾讯入股同程、阿里发布“去啊”品牌，BAT三巨头均涉足在线旅游市场。途牛作为在线旅游品类的垂直龙头，致力于加强供应链管控和服务体验，建立并提升行业标准（成立金融事业部，发布“牛业贷”，为中小企业提供高达50亿元的资金支持，成为业内首推旅游供应链金融服务的公司），仍然具备突围的实力。

项目	京东	唯品会	当当	聚美优品	途牛
商业模式	B2C自营价差+第三方平台服务收入，未来还将为线下合作伙伴提供商品采购服务	服装尾货限时特卖平台服务收入	B2C自营价差+第三方平台服务收入	B2C自营自有美妆品牌价差+服装限时特卖平台服务收入	B2C自营价差
GMV（百万元）	67,300	5,428	3,663	1,679	1,778
GMV同比增速	111.0%	130.0%	50.3%	31.5%	70.1%
核心品类	3C家电，56%	服装，61%	图书，42%	化妆品，70%-76%	跟团游，72%
平台GMV占比	39.8%	10%-13%	47.6%	49.2%	
移动端GMV占比	30%	57%	24%	57%	35%
活跃用户（百万）	46.1	9.5	9.6	5.2	
活跃用户同比增长	108.6%	137.5%	14.3%	23.8%	

➤ 聚美优品：从销售商品到品牌推广，看互联网渠道的价值挖掘

- 互联网发展到今天，已经不仅仅是单纯的商品销售渠道，而更多赋予了营销广告价值。依托千万级别的用户基数，聚美将充分发挥互联网渠道传播范围广、信息搜集快、试错成本低的特点，成为美妆新品牌孵化或品牌推广新品的最佳平台。

➤ 当当：坚定转型时尚综合电商，成效仍需观察验证

- 自去年上线“尾品汇”以来，当当从单一图书电商向综合时尚电商转型的决心和投入力度持续加大；3Q14 移动端订单占比大幅提升至24%（VS 去年同期10%）、第三方平台近80%的增速体现了转型的初见成效，但另一方面单季度14.3%的活跃用户同比增速、19.7%的订单同比增速表明当当转型之路仍然面临很大的挑战，成效仍待观察验证。

各家电商典型订单对比

公司	3Q2013					3Q2014				
	聚美优品	唯品会	当当	京东	途牛	聚美优品	唯品会	当当	京东	途牛
客单价	137.1	196.4	147.9	420.1	2216.5	377.7	212.9	194.8	159.9	2242.7
每单毛利	35.2	46.2	17.0	21.4	107.3	19.9	52.9	19.5	35.1	110.1
每单费用	20.0	43.2	22.5	24.6	139.5	22.2	49.6	21.0	25.0	245.3
每单订单履行费	9.8	23.9	11.9	13.5		11.9	20.4	10.4	9.7	
每单市场推广费	6.9	8.4	5.1	5.9	19.7	4.9	11.4	5.7	9.4	34.9
每单信息技术费	1.7	4.8	3.1	3.0	83.6	2.9	7.5	2.9	3.5	152.2
每单行政管理费	1.5	6.0	2.3	2.2	36.1	2.5	10.3	2.1	2.4	58.2
每单盈利/亏损	15.2	3.0	(5.4)	(3.2)	(32.2)	(2.3)	3.4	(1.6)	10.1	(135.3)

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

目录

- 一、终端需求底部徘徊，线上线下竞争格局进入新常态
- 二、从REITS看物业价值重估，寻找超额收益品种
- 三、品牌商：长期看好化妆品和黄金珠宝行业的龙头企业
- 四、电商：行业进入成熟发展期，关注移动互联时代的探花之争
- 五、投资策略：盘活存量资产，享受改制+转型红利

- 一方面，线上消费经过多年的爆发逐步走向成熟，纯线上渠道流量红利褪去，线上线下载竞争态势从此前完全对立开始转向融合互动，从双十一、双十二来看，传统零售企业越来越频繁地参与并受益，我们预计**2015年**行业整体需求有望回暖；
- 另一方面，高压反腐对终端需求的冲击叠加电商强势分流终结了实体零售**2011年前**以内生增长+外延扩张推动的黄金时代，传统零售投资逻辑从成长转向价值。而在无风险利率下行、市场流动性宽松预期下，价值股有望迎来整体估值的提升。
- 存量争夺时代将更考验零售商的精耕细作能力，回归零售本质，适应全渠道融合下消费者的变化，以价格、服务、特色等综合体验彰显实力，赢得竞争。我们预计未来几年线下零售将进入并购重组高峰期，积极拥抱互联网、融合线上线下渠道的优势企业将脱颖而出，在行业大浪淘沙中“剩者为王”，并最终成为线下渠道的整合者
- 我们全面看好**2015年**的零售行业整体投资机会，建议投资者“超配”。

- 绝对估值显著低、资产价值夯实的公司，有望在估值修复行情中获得超额收益：推荐**大商股份（重点）、王府井、银座股份、鄂武商、欧亚集团、友好集团**等；
- 受益国企改革、盘活存量资产，助力业务转型的公司有望获得改制和转型红利：推荐**海宁皮城（重点）、中央商场（重点）、海印股份**和**华联股份**；
- 我们看好社区商业的发展前景，便利店与电商在品类、物流、客群上形成良好互补，未来有望成为传统业态中全渠道转型最快、最深入的业态：推荐**红旗连锁、步步高**和**天虹商场**；
- 我们看好跨境电商需求爆发带来的巨大市场空间，推荐**重庆百货**和**东方创业**；
- 长期关注品牌消费龙头，化妆品行业中重点推荐**上海家化**，关注**青岛金王**；黄金珠宝行业中重点推荐**老凤祥**和**潮宏基**。

- 消费增速恢复时间和幅度低于预期
- 多渠道竞争进一步加剧

公司名称	当前股价	PE TTM	EPS					PE					PB 最新	评级	
			2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
全国性连锁百货															
600859	王府井	20.90	14.70	1.46	1.50	1.54	1.79	1.91	18.9	12.9	13.6	11.7	10.9	1.5	买入
002419	天虹商场	12.49	17.71	0.73	0.77	0.80	0.84	0.89	18.6	14.7	15.6	14.9	14.0	2.3	谨慎增持
综合超市															
601933	永辉超市	9.41	37.37	0.65	0.46	0.27	0.30	0.37	41.2	32.4	34.7	31.4	25.4	4.9	谨慎增持
000759	中百集团	8.15	30.55	0.30	0.25	0.13	0.08	0.16	25.4	25.5	62.7	101.9	50.9	1.9	谨慎增持
002336	人人乐	11.57	-65.98	-0.22	0.06	0.08	0.08	0.09	-	158.4	154.3	142.8	134.5	1.4	持有
002697	红旗连锁	8.59	41.87	1.04	0.39	0.21	0.22	0.23	16.7	33.1	41.4	39.0	36.7	3.7	谨慎增持
区域零售															
002251	步步高	15.37	20.36	1.27	0.70	0.85	1.00	1.16	18.3	20.4	18.1	15.4	13.2	2.7	谨慎增持
000987	广州友谊	13.66	17.97	1.06	0.86	0.74	0.75	0.77	13.3	11.9	18.5	18.2	17.7	2.4	谨慎增持
600785	新华百货	14.85	13.55	1.17	0.97	1.17	0.73	0.76	15.0	13.4	12.7	20.3	19.5	1.9	谨慎增持
600828	成商集团	6.46	19.49	0.26	0.36	0.53	0.47	0.51	24.1	14.0	12.2	13.7	12.7	3.0	谨慎增持
600778	友好集团	9.31	69.51	1.08	0.93	0.33	0.58	0.12	10.0	10.4	28.6	15.9	81.0	1.7	谨慎增持
600280	中央商场	14.70	13.28	0.40	0.99	1.20	1.50	1.85	73.6	21.0	12.2	9.8	7.9	4.8	谨慎增持
600729	重庆百货	24.51	14.61	1.87	2.10	2.06	2.20	2.39	14.7	10.6	11.9	11.1	10.3	2.2	买入
000501	鄂武商	15.71	13.10	0.79	0.92	1.28	1.45	1.65	16.8	13.1	12.3	10.8	9.5	2.4	买入
600858	银座股份	9.27	17.90	0.67	0.51	0.67	0.80	0.90	18.5	16.5	13.8	11.6	10.3	1.6	买入
600723	首商股份	7.76	21.76	0.60	0.50	0.33	0.36	0.39	15.2	14.0	23.5	21.6	19.9	1.7	谨慎增持
601010	文峰股份	8.87	14.74	0.85	0.52	0.61	0.62	0.70	17.3	16.1	11.7	8.1	9.0	1.7	谨慎增持
000417	合肥百货	7.54	15.84	0.52	0.56	0.48	0.51	0.59	19.5	11.4	15.7	14.8	12.8	1.9	谨慎增持
002277	友阿股份	14.35	22.49	0.67	0.74	0.67	0.74	0.81	21.3	14.9	21.4	19.4	17.7	2.7	谨慎增持
600697	欧亚集团	22.62	13.06	1.27	1.54	1.86	2.32	2.79	17.8	12.8	12.2	9.8	8.1	2.4	买入
002187	广百股份	13.80	20.08	0.56	0.65	0.74	0.78	0.84	18.2	12.0	18.6	17.7	16.4	2.0	谨慎增持
000861	海印股份	9.70	42.38	0.87	0.81	0.43	0.52	0.64	17.8	14.2	22.6	18.7	15.2	4.1	买入
600861	北京城乡	10.52	36.26	0.28	0.29	0.34	0.45	0.38	24.3	23.1	31.2	23.4	27.7	1.5	谨慎增持
600694	大商股份	43.93	10.07	3.33	4.01	4.36	4.76	5.15	10.1	7.6	10.1	9.2	8.5	2.2	谨慎增持
000882	华联股份	3.96	122.66	0.05	0.03	0.04	0.22	0.16	156.5	126.0	112.0	18.0	25.2	1.5	买入
专业连锁															
600315	上海家化	36.81	27.34	1.41	1.19	1.50	2.00	2.54	29.3	41.5	24.5	18.4	14.5	6.6	买入
600612	老凤祥	34.93	18.60	1.17	1.70	1.79	2.22	2.85	20.5	13.2	19.6	15.7	12.3	5.1	买入
002345	潮宏基	8.61	34.14	0.72	0.46	-	-	-	-	30.4	-	-	-	3.1	-
002416	爱施德	13.52	48.92	-0.26	0.76	-	-	-	-	16.9	-	-	-	3.1	-
002024	苏宁云商	8.95	-51.03	0.37	0.05	-0.15	-0.15	-0.06	21.8	182.6	-59.7	-59.7	-149.2	2.4	持有

➤ 广发证券零售团队

- **欧亚菲**，首席分析师，S0260511020002，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2014年新财富最佳分析师批发零售行业第三名、水晶球奖第二名、金牛奖第三名；2013年新财富最佳分析师批发零售行业第二名、第一财经最佳分析师第一名、水晶球奖第一名、金牛奖第二名；2012年新财富最佳分析师批发零售行业第二名、金牛奖第二名；2011年新财富最佳分析师批发零售行业第三名、金牛奖第二名。TEL: 020-87555888-8641, EMAIL: oyf@gf.com.cn。
- **洪涛**，资深分析师，S0260514050005，浙江大学金融学硕士，4年零售行业研究经历，2014年进入广发证券发展研究中心(曾就职于华泰联合证券、平安证券)。2014年新财富最佳分析师批发零售行业第三名、水晶球奖第二名、金牛奖第三名；2012年新财富最佳分析师批发零售行业第四名、水晶球奖第二、金牛奖第四。TEL:021-60750633, EMAIL: hongtao@gf.com.cn

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

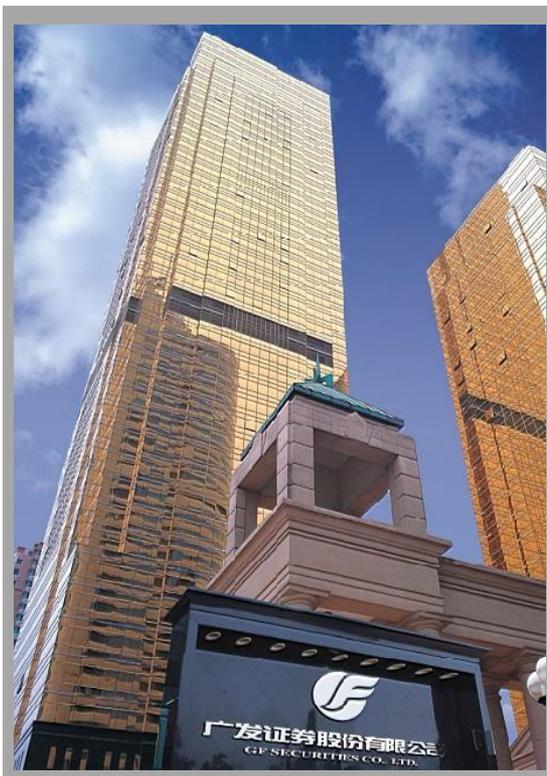
谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

➤ 免责声明

- 广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



Thanks!

谢谢

广发证券发展研究中心
识别风险, 发现价值

Identify Risks, Discover Value

公司电话: 020-87555888

公司地址: 广州市天河北路183号大都会广场5楼 邮编: 510075