

增 持 维 持

人人乐 (002336)

2011 年 4 月 11 日

## 10 年扣非净利润同比增 15%，后台建设及管理效率方面的努力值得关注

2011 年 4 月 8 日收盘于: 22.28 元  
6 个月目标价: 24.00 元以上

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖  
SAC 执业证书编号: S0850203100078  
luying@htsec.com  
021-23219403

潘 鹤  
SAC 执业证书编号: S0850210040007  
panh@htsec.com  
021-23219423

汪立亭  
SAC 执业证书编号: S0850210090001  
wanglt@htsec.com  
021-23219399

**年报概述。**人人乐今日 (2011 年 4 月 11 日) 发布 2010 年报, 实现营业收入 100.41 亿元, 同比增长 14.53%; 实现利润总额 2.79 亿元, 同比增长 7.54%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.37 亿元, 同比增长 3.22%, 扣除非经常性损益的净利润 2.37 亿元, 同比增长 15.38%; 公司分配预案为每 10 股派发现金红利 5 元 (含税)。

2010 年公司全面摊薄每股收益为 0.59 元, 与之前的业绩快报基本一致; 净资产收益率 7.09%, 较去年同期减少 19.44%, 主要是由于归属于上市公司股东所有者权益增加所致; 公司 10 年归属于上市公司股东的每股净资产为 8.98 元; 每股经营性现金流 0.98 元。

此外, 公司还发布了两则《对外投资公告》, 其内容包括: (1) 拟以自有资金投资 10664 万元建设广州配送中心二期工程, 该工程包括办公楼、培训楼、综合楼及配套用房, 建筑面积 14699 平米; 生鲜配送中心冷链专用仓一座, 建筑面积 28256 平米; 按照广州配送中心目前工程进度, 公司预计在 2011 年 10 月将广州配送中心一期、二期工程同时投入使用; (2) 拟以自有资金投资 14463 万元建设成都配送中心 (常温仓) 项目, 该项目包括: 办公楼一栋、宿舍楼一栋、常温仓一栋以及其他配套用房, 建筑面积 41842 平米, 另有 33500 平米的室外停车场。对于公司以上两则对外投资项目, 我们均给予积极的评价, 认为配送中心的建设有利于降低公司的采购成本和损耗, 提升其物流配送能力和供应链整合能力, 从而加强公司的核心竞争力并进一步提升公司的经营效率, 有利于公司长期发展。

**简评和投资建议。**从季度分拆数据看 (参见表 7), 公司 10 年四季度营业收入同比增长 14.47%, 与前三季度 11.6%、17.03% 和 15.54% 的增速基本一致 (考虑到 09 年四季度基数相对较高); 虽然公司四季度综合毛利率下降 0.42 个百分点, 但其销售和管理费用率同比下降 0.35 个百分点, 财务费用节省了近 1000 万元, 因此, 公司四季度营业利润同比大幅增长 45.85%; 但由于递延所得税以及优惠税率的影响, 四季度公司有效所得税率同比大幅增加近 17 个百分点, 最终公司四季度归属母公司净利润增速小于营业利润增速, 为 18.35%。我们认为 10 年公司净利润较低增速是其未来几年中业绩的一个低点, 11 年公司无论从经营形式上或是利润增速上可能均有一定的起色。

我们维持对公司的原有看法, 认为其主要看点在于目前已有在异地成功拓展门店的经验、较多的自建配送中心, 以及未来门店的持续外延高速扩张对将来业绩增长可能起到的保障作用; 而我们也一直提到, 作为一个全国扩张的超市企业, 公司所需要进一步改善的一些问题, 如: 高速展店带来人力成本的压力、全国扩张过程中如何提升供应链整合的效率以及如何平衡总部及各门店权力等, 公司近年也在改善这些问题方面做了一些努力 (如价格管控模式的变革、加强费用管控、增加配送中心的建设等), 而其效果值得我们继续跟踪关注。

结合公司 10 年的经营数据, 我们略调整对公司 2011-13 年的盈利预测, 预计公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.72 元、0.91 元和 1.18 元, 公司目前 22.28 元的股价对应其 2011-13 年 PE 分别为 30.9 倍、24.5 倍和 18.9 倍, PE 估值处于合理水平;但如果考虑到公司要做全国零售企业的发展目标以及其先做大规模再做业绩的发展策略, 我们认为目前对其更多的考虑 PS 估值是更为合理的; 公司目前 89.12 亿元的市值对应 10 年 100 亿收入静态 PS 为 0.89 倍, 对应 11 年预计的 127 亿预测收入动态 PS 为 0.7 倍, PS 估值处于相对低位, 我们维持对公司“增持”评级以及 24 元以上的目标价 (对应 2011 年 0.75 倍 PS)。

**风险和不确定性：**门店开业速度导致的费用率影响；新门店培育期低于预期；内部激励机制改革过程中的治理结构问题。

## 公司 2010 年报分析

**1. 2010 年营业收入同比增长 14.53%，其中上、下半年分别增长 14.08%和 14.98%，收入的增长仍主要来自老店的同店增长以及新开门店的外延扩张。**

在内生增长方面，公司 2009 年 1 月 1 日前开业的可比店在 2010 年实现主营业务收入增长 4.52%，利润总额增长 7.60%（参见表 1），其中：华南、西北、华北、西南地区可比门店主业收入增速分别为 5.59%、0.23%、13.51%和 3.41%，利润总额增速分别为 0.28%、8.41%、23.78%和 10.54%；公司主要经营区域华南地区可比店利润总额增长缓慢主要是由于福建省和湖南省是公司新进区域，尚需一定的培育期，目前仍处亏损状态，影响了华南地区的整体业绩。

**表 1 人人乐可比门店经营分析**

|            | 2010 年 | 2009 年 | 增长率   |
|------------|--------|--------|-------|
| 主营业务收入（万元） | 725719 | 694366 | 4.52% |
| 主营业务毛利（万元） | 81277  | 78450  | 3.60% |
| 费用总额（万元）   | 123532 | 119816 | 3.10% |
| 利润总额（万元）   | 41105  | 38203  | 7.60% |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

外延扩张方面，由于工程进度原因，公司有 9 家新开门店延至 2011 年 1 月份开业（参见表 3），导致 2010 年全年新开门店仅 10 家，改造门店 1 家（参见表 2），慢于 09 年拓展 19 家门店的速度，从而在一定程度上减缓了外延收入的增长速度。

**表 2 人人乐 2010 全年新开门店及装修门店情况**

| 门店       | 地区   | 面积（平方米）                                         | 物业 | 开业时间                                           |
|----------|------|-------------------------------------------------|----|------------------------------------------------|
| 乐山嘉定购物广场 | 四川乐山 | 12905                                           | 租赁 | 2010 年 2 月 5 日                                 |
| 长安购物广场   | 广东东莞 | 6640                                            | 租赁 | 2010 年 1 月 9 日                                 |
| 赛高第二购物广场 | 陕西西安 | 9026                                            | 租赁 | 2010 年 2 月 6 日                                 |
| 岳阳崇尚百货   | 湖南岳阳 | 23917                                           | 租赁 | 百货部分于 2010 年 4 月 1 日开业，超市部分于 2010 年 9 月 30 日开业 |
| 高新购物广场   | 陕西宝鸡 | 9481                                            | 租赁 | 2010 年 8 月 18 日                                |
| 书香门第购物广场 | 广东深圳 | 9062                                            | 租赁 | 2010 年 9 月 11 日                                |
| 长鸿花园购物广场 | 广东河源 | 20776                                           | 租赁 | 2010 年 10 月 22 日                               |
| 碧海兴业购物广场 | 广东宝安 | 16113                                           | 租赁 | 2010 年 11 月 10 日                               |
| 南二环购物广场  | 陕西西安 | 20502                                           | 租赁 | 2010 年 12 月 8 日                                |
| 郴州购物广场   | 湖南郴州 | 18531                                           | 租赁 | 2010 年 12 月 8 日                                |
| 前海购物广场   | 广东深圳 | 增加租赁面积 12511.26 平方米，新增租赁面积于 2010 年 6 月 18 日对外营业 |    |                                                |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

**表 3 人人乐 2011 年 1 月新开 9 家门店情况**

| 门店       | 地区   | 面积（平方米） | 物业 | 开业时间                             |
|----------|------|---------|----|----------------------------------|
| 新源天街购物广场 | 河北廊坊 | 15137   | 租赁 | 2011 年 1 月 15 日                  |
| 重庆市崇尚百货  | 重庆   | 27025   | 租赁 | 超市部分于 2011 年 1 月 20 日开业，百货部分尚在装修 |
| 前锋购物广场   | 四川成都 | 12800   | 租赁 | 2011 年 1 月 20 日                  |
| 时代城购物广场  | 湖南长沙 | 17135   | 租赁 | 2011 年 1 月 20 日                  |
| 华侨城购物广场  | 广东茂名 | 12086   | 租赁 | 2011 年 1 月 21 日                  |
| 陈江购物广场   | 广东惠州 | 18930   | 租赁 | 2011 年 1 月 26 日                  |
| 紫薇尚层购物广场 | 陕西西安 | 12035   | 租赁 | 2011 年 1 月 27 日                  |
| 锦绣城店购物广场 | 重庆   | 18372   | 租赁 | 2011 年 1 月 27 日                  |
| 富豪兴城购物广场 | 广西桂林 | 15782   | 租赁 | 2011 年 1 月 27 日                  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

从公司各品类收入情况看（参见表 4），各品类收入均有不同程度增长，其中家电类产品销售增速较快，在总收入中的占比也有较好提升，这主要是由于公司在全国完成了 12 家门店家电品类的样板店改造，引进了 SONY、夏普、西门子、佳能、尼康、戴尔等多个中高端品牌，尝试发展专业家电业态，通过老店改造开设 1 家专业家电卖场等。

表 4 人人乐主营业务分品类情况

|       | 主营营业收入（万元） | 主营营业成本（万元） | 主营业务毛利率 | 收入增速   | 成本增速   | 毛利率变动情况 |
|-------|------------|------------|---------|--------|--------|---------|
| 食品类   | 321648     | 288626     | 10.27%  | 14.77% | 14.02% | 0.59%   |
| 生鲜类   | 174481     | 163420     | 6.34%   | 10.01% | 10.61% | -0.51%  |
| 洗化类   | 133533     | 118969     | 10.91%  | 14.27% | 14.40% | -0.10%  |
| 家电类   | 69199      | 65725      | 5.02%   | 21.59% | 22.54% | -0.74%  |
| 针纺类   | 51797      | 40321      | 22.15%  | 17.16% | 17.14% | 0.02%   |
| 日杂文体类 | 43762      | 33683      | 23.03%  | 17.78% | 17.06% | 0.47%   |
| 百货专柜类 | 99767      | 83947      | 15.86%  | 15.10% | 16.37% | -0.92%  |
| 合计    | 894188     | 794691     | 11.13%  | 14.54% | 14.53% | 0.01%   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

从区域经营情况看（参见表 5），公司各地区销售收入均处于稳步提升中，其中华南地区仍是公司销售收入的主要来源，销售占比维持在 45%以上，而西南地区由于基数较低加上去年下半年在重庆新开 2 家门店的收入释放，增速相对较快。

表 5 人人乐主营业务分地区经营情况

|     | 主营业务收入（万元） | 收入增速   | 2010 年占比 | 2009 年占比 | 占比变化   |
|-----|------------|--------|----------|----------|--------|
| 华南区 | 409312     | 16.19% | 45.77%   | 45.12%   | 0.65%  |
| 西北区 | 238495     | 9.07%  | 26.67%   | 28.01%   | -1.34% |
| 西南区 | 149045     | 18.64% | 16.67%   | 16.09%   | 0.58%  |
| 华北区 | 97337      | 15.74% | 10.89%   | 10.77%   | 0.11%  |
| 合计  | 894188     | 14.54% | 100.00%  | 100.00%  | -      |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 2. 公司 2010 年主业毛利率和综合毛利率均提升 0.01 个百分点，年内公司对价格管控模式进行了一定的变革。

2010 年公司主业毛利率和综合毛利率均提升了 0.01 个百分点，分别为 14.54%和 20.81%，其中食品类、针纺类和日杂文体类毛利率均有不同程度上升；同时，年内公司对价格管控模式进行了一定的变革，商品价格管控权限由基层营运部门转向采购经营中心，加强了价格操作的计划性，价格管控模式趋于规范和成熟；我们认为公司未来毛利率的上升空间将一方面来自其价格管控模式变革的效果，另一方面也将来自其物流配送中心投入使用后对供应链整合的进一步改善。

## 3. 公司 2010 年销售费用率和管理费用率分别增加了 0.46 和 0.4 个百分点，财务费用同比减少 4000 万元左右。

公司销售管理费用率的增加一方面仍是由于规模扩张带来的职工人数和职工薪酬水平的上升以及租金的提升，另一方面也来自于公司推行“决策管控型总部、执行型门店”管理模式，使总部、区域公司管理人员有所增加；而财务费用的下降主要是得益于公司募集资金产生的利息收入的较大增加。

## 4. 虽然由于销售和管理费用压力加大导致公司营业利润增速慢于收入增速，但其营业利润增速仍达到 11.94%这一两位数水平；然而，由于公司在三季度关闭了持续亏损的西安解放路店、东莞寮步店，为此支付一次性违约补偿 1470 万元，导致营业外支出大幅增加，并最终导致公司全年的营业外净收支减少 1000 万元左右；此外，公司有效所得税率也上升了 3.5 个百分点；最终，公司归属母公司净利润仅同比增长 3.22%，而扣非后净利润则同比增长 15.38%。

从公司各子公司经营情况看（参见表 6），西安市、成都市、天津市和南宁市子公司净利润均有不同程度的增长，体现了公司在其传统优势区域竞争能力的进一步加强；净利润同比略有下降的为深圳和惠州子公司，这主要是由于该区域新开门店较多，同时，广东沿海地区处在改革开放的最前端，面临物价上涨，社会人力成本上升的客观形势，公司人力资源成本也随之增加；重庆子公司净利润下降幅度较大则主要是由于其在原仅有 3 家门店的基础上又新开了 2 家门店，而这 2 家门店又尚在培育期；而长沙子公司目前共有 4 家门店，均于 09 下半年和 10 年开业，也都处于市场培育阶段。

表 6 人人乐主要子公司的经营情况及业绩分析

| 子公司          | 持股比较 | 2010 年营业收入 (万元) | 占比     | 2010 年营业利润 (万元) | 2010 年净利润 (万元) | 2009 年净利润 (万元) | 同比变动%   | 对合并净利润的影响比例 |
|--------------|------|-----------------|--------|-----------------|----------------|----------------|---------|-------------|
| 深圳市人人乐商业有限公司 | 100% | 256440          | 25.54% | 10859           | 8835           | 9957           | -11.27% | 37.28%      |
| 西安市人人乐超市有限公司 | 100% | 238003          | 23.70% | 17568           | 14248          | 12224          | 16.56%  | 60.12%      |
| 成都市人人乐商业有限公司 | 100% | 130961          | 13.04% | 4867            | 4411           | 3791           | 16.37%  | 18.61%      |
| 天津市人人乐商业有限公司 | 100% | 110707          | 11.03% | 5139            | 3989           | 2859           | 39.54%  | 16.83%      |
| 南宁市人人乐商业有限公司 | 100% | 48397           | 4.82%  | 2276            | 2346           | 1922           | 22.09%  | 9.90%       |
| 惠州市人人乐商业有限公司 | 100% | 41976           | 4.18%  | -2250           | -1664          | -1364          | --      | -7.02%      |
| 重庆市人人乐商业有限公司 | 100% | 36821           | 3.67%  | -1816           | -1613          | -37            | --      | -6.81%      |
| 长沙市人人乐商业有限公司 | 100% | 11020           | 1.10%  | -3037           | -2256          | -685           | --      | -9.52%      |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 7 是我们对公司单季度分拆合并损益表基本指标的分析；表 8 是我们对公司 2011-13 年合并损益表基本指标的预测。

表 7 人人乐单季度合并损益表分析

|                    | 1Q2009 | 2Q2009 | 3Q2009 | 4Q2009 | 1Q2010 | 2Q2010 | 3Q2010 | 4Q2010 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (万元)         | 237298 | 199114 | 209274 | 230976 | 264830 | 233029 | 241788 | 264402 |
| 同比增长 (%)           |        |        | 14.92  | 15.59  | 11.60  | 17.03  | 15.54  | 14.47  |
| 营业总成本 (万元)         | 228237 | 192244 | 206175 | 225228 | 254672 | 225632 | 239990 | 256018 |
| 营业成本 (万元)          | 189692 | 155610 | 167270 | 181765 | 211734 | 181690 | 192555 | 209169 |
| 营业成本/营业收入 (%)      | 79.94  | 78.15  | 79.93  | 78.69  | 79.95  | 77.97  | 79.64  | 79.11  |
| 营业税金及附加 (万元)       | 1784   | 1377   | 1530   | 1886   | 2057   | 1872   | 1699   | 1960   |
| 营业税金及附加/营业收入 (%)   | 0.75   | 0.69   | 0.73   | 0.82   | 0.78   | 0.80   | 0.70   | 0.74   |
| 销售费用 (万元)          | 29814  | 28800  | 30497  | 34249  | 34086  | 34659  | 37259  | 39933  |
| 销售费用/营业收入 (%)      | 12.56  | 14.46  | 14.57  | 14.83  | 12.87  | 14.87  | 15.41  | 15.10  |
| 管理费用 (万元)          | 6652   | 6419   | 6649   | 7015   | 7399   | 8144   | 9108   | 6374   |
| 管理费用/营业收入 (%)      | 2.80   | 3.22   | 3.18   | 3.04   | 2.79   | 3.49   | 3.77   | 2.41   |
| 财务费用 (万元)          | 294    | 171    | 228    | 11     | -604   | -1101  | -726   | -957   |
| 资产减值损失 (万元)        | 0      | -133   | 0      | 303    | 0      | 368    | 95     | -462   |
| 非经营性净收益 (万元)       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润 (万元)          | 9062   | 6871   | 3099   | 5749   | 10158  | 7397   | 1798   | 8385   |
| 同比增长 (%)           |        |        | -18.80 | -10.12 | 12.09  | 7.67   | -41.97 | 45.85  |
| 营业外收入 (万元)         | 260    | 212    | 364    | 900    | 414    | 502    | 626    | 681    |
| 营业外支出 (万元)         | 35     | 207    | 14     | 339    | 106    | 108    | 1665   | 208    |
| 利润总额 (万元)          | 9287   | 6876   | 3449   | 6309   | 10466  | 7791   | 760    | 8858   |
| 同比增长 (%)           |        |        | -12.39 | -14.44 | 12.70  | 13.31  | -77.97 | 40.39  |
| 所得税费用 (万元)         | 1777   | 1134   | 458    | -411   | 1905   | 1176   | 188    | 905    |
| 有效所得税率 (%)         | 19.14  | 16.50  | 13.29  | -6.51  | 18.20  | 15.09  | 24.77  | 10.21  |
| 净利润 (万元)           | 7509   | 5742   | 2990   | 6720   | 8561   | 6616   | 572    | 7953   |
| 同比增长 (%)           |        |        | -15.72 | 12.89  | 14.01  | 15.22  | -80.88 | 18.35  |
| 净利润率 (%)           | 3.16   | 2.88   | 1.43   | 2.91   | 3.23   | 2.84   | 0.24   | 3.01   |
| 归属于母公司所有者的净利润 (万元) | 7509   | 5742   | 2990   | 6720   | 8561   | 6616   | 572    | 7953   |
| 同比增长 (%)           |        |        | -15.74 | 12.89  | 14.01  | 15.22  | -80.88 | 18.35  |
| 少数股东损益 (万元)        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 摊薄每股收益 (元)         | 0.188  | 0.144  | 0.075  | 0.168  | 0.214  | 0.165  | 0.014  | 0.199  |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 8 人人乐合并损益表及预测

|                   | 2009   | 2010    | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（万元）         | 876663 | 1004050 | 1271975 | 1593012 | 1967944 |
| 同比增长（%）           | 14.07  | 14.53   | 26.68   | 25.24   | 23.54   |
| 营业总成本（万元）         | 851882 | 976312  | 1235886 | 1546292 | 1907432 |
| 营业成本（万元）          | 694337 | 795149  | 1007023 | 1260072 | 1554676 |
| 营业成本/营业收入（%）      | 79.20  | 79.19   | 79.17   | 79.10   | 79.00   |
| 营业税金及附加（万元）       | 6578   | 7587    | 9540    | 11948   | 14760   |
| 营业税金及附加/营业收入（%）   | 0.75   | 0.76    | 0.75    | 0.75    | 0.75    |
| 销售费用（万元）          | 123359 | 145937  | 182528  | 227482  | 279448  |
| 销售费用/营业收入（%）      | 14.07  | 14.53   | 14.35   | 14.28   | 14.20   |
| 管理费用（万元）          | 26735  | 31025   | 38795   | 47790   | 58448   |
| 管理费用/营业收入（%）      | 3.05   | 3.09    | 3.05    | 3.00    | 2.97    |
| 财务费用（万元）          | 704    | -3387   | -2000   | -1000   | 100     |
| 资产减值损失（万元）        | 169    | 1       | 0       | 0       | 0       |
| 营业利润（万元）          | 24781  | 27738   | 36089   | 46719   | 60513   |
| 同比增长（%）           | -16.11 | 11.94   | 30.10   | 29.46   | 29.52   |
| 营业外收入（万元）         | 1736   | 2223    | 0       | 0       | 0       |
| 营业外支出（万元）         | 596    | 2086    | 0       | 0       | 0       |
| 利润总额（万元）          | 25920  | 27875   | 36089   | 46719   | 60513   |
| 同比增长（%）           | -16.43 | 7.54    | 29.47   | 29.46   | 29.52   |
| 所得税费用（万元）         | 2959   | 4174    | 7218    | 10278   | 13313   |
| 有效所得税率（%）         | 11.42  | 14.97   | 20.00   | 22.00   | 22.00   |
| 净利润（万元）           | 22961  | 23701   | 28871   | 36441   | 47200   |
| 同比增长（%）           | -9.36  | 3.22    | 21.81   | 26.22   | 29.52   |
| 净利润率（%）           | 2.62   | 2.36    | 2.27    | 2.29    | 2.40    |
| 归属于母公司所有者的净利润（万元） | 22961  | 23701   | 28871   | 36441   | 47200   |
| 同比增长（%）           | -0.72  | 3.22    | 21.81   | 26.22   | 29.52   |
| 少数股东损益（万元）        | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 摊薄每股收益（元）         | 0.574  | 0.593   | 0.722   | 0.911   | 1.180   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 相关报告：

人人乐 2010 业绩快报点评：10 年净利增 4%符合预期；四季度营业利润增幅超 60%或现经营向好趋势，增持调高 20110201

人人乐 2010 三季报点评：收入尚未释放及费用压力较大导致前三季度业绩低于预期，维持中性 20101026

人人乐 2010 半年报点评：二季度净利润增速 15%，估值吸引力不高，维持中性 20100819

人人乐 2010 一季报点评：10 年一季度净利润同比增长 14%符合预期，估值仍相对较高（维持中性）20100420

人人乐 09 年报点评：09 年扣除非经常性损益后净利润同比下降 6.55%（中性，维持）20100413

人人乐业绩快报点评：09 年归属母公司净利润正增长主要得益于 08 年 6 月对少数股东权益的收购（中性，首次）20100224

人人乐跟踪报告：公司上市或使 A 股超市类企业高估值得以延续（暂无评级）20100113

人人乐新股询价建议：拥有异地成功展店经验的全国布局连锁超市企业 20091225

## 信息披露

### 分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）、成商集团（600828.SH）

### 投资评级说明

| 类别     | 评级 | 说明                       |
|--------|----|--------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；         |
|        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；    |
|        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；     |
|        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；    |
|        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。          |
| 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；     |
|        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间； |
|        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。