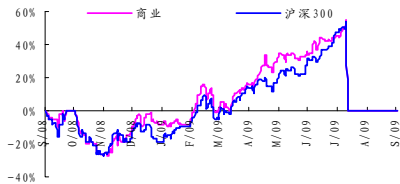


零售业
Retailing

2009 年 9 月 4 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
零售行业	-4.3%	6.1%	43.1%
沪深 300	-18.8%	4.6%	36.6%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
百联股份	47.8%	26.7%	增持
王府井	39.0%	9.6%	增持
新世界	46.8%	52.2%	增持
重庆百货	12.8%	14.3%	增持
银座股份	33.2%	17.8%	增持
合肥百货	60.1%	53.8%	中性
新华百货	64.1%	93.5%	中性
东百集团	-15.2%	-3.6%	增持
广百股份	34.7%	18.4%	增持
鄂武商 A	70.7%	75.7%	增持
广州友谊	91.3%	41.3%	增持
欧亚集团	22.3%	6.2%	增持
苏宁电器	25.3%	31.8%	增持
武汉中百	13.1%	2.9%	增持
新华都	55.5%	78.3%	中性
步步高	3.7%	2.4%	中性
华联综超	8.0%	-19.2%	中性

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@csc.com.cn

分析师申明:

本人，吕丽华，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

二季度恢复性增长明显 四季度盈利大幅提升可期——零售行业 2009 年中报总结

评级：强于大市

- **2 季度零售行业整体盈利明显回升。**2 季度营业收入增速由 1 季度的 2.92% 上升到 2 季度的 7.84%，净利润增速由 1.44% 上升到 18.14%，平均毛利率由 20.93% 上升到 21.53%，平均净利率由 4.55% 下降到 4.22%，期间费用率由 13.19% 上升到 13.51%，低于毛利率的上升幅度。2 季度零售业整体净利率下降主要受昆百大 A、武汉中商、津劝业、西单商场、华联综超、步步高、宏图高科、天音控股等净利率大幅下降影响所致。
- **百货业态盈利恢复性增长最显。**分业态看，09 年上半年百货业态的总体盈利表现要好于超市业态和家电连锁业态，这主要是百货业态主要以金银珠宝、化妆品、服装鞋帽等可选性消费品为主，受到经济危机的冲击最大，因而在经济复苏中，反弹性增长最强。CPI 走低对超市业态的影响比较大，故其业绩转善并不明显，尤其华联综超更是拖累了整体业绩表现。家电连锁业态上市公司仍以苏宁电器业绩表现最优，天音控股和宏图高科盈利表现差强人意。
- **预计 4 季度整体业绩显著回升。**随着消费的进一步转暖，预计三季度业绩仍将持续反弹性增长，但因去年同期基数甚高，三季度业绩回升并不明显，但在四季度将得到明显提升：一是，四季度是零售业的传统销售旺季，而且去年 10 月份消费急速放缓带来的低基数效应，将使同比增速明显加快；二是，7 月份反映经济走势和消费趋向的重要先行指标消费者信心指数达到 87.5，较 6 月份提升了 1 个点，这是自去年 8 月急速下跌以来的首次明显回升；三是预期 CPI 降幅收窄，11 月份 CPI 转为正增长。我们预计 09 年全年百货、超市、家电连锁三业态实现营业收入增速约 15%、7%、5%，净利润增速约 20%、5%、15%。
- **维持“强于大市”行业评级。**预计随着消费者信心的恢复、物价逐步走出低谷、促消费政策的深化，加之零售旺季的到来，零售行业持续向好可期。而且部分优质公司全年业绩确定性增长强，估值仍存提升空间。
- **建议关注三类投资机会。**一是，关注估值优势强，盈利弹性大的公司，如广州友谊、合肥百货、东百集团、苏宁电器等。二是，关注资产重组预期的公司，如新华百货、重庆百货、银座股份等。三是，关注受益上海世博会的公司，如百联股份、新世界等。
- **风险提示：**宏观经济复苏未达预期。

2 季度零售行业整体盈利明显回升

从统计 47 家零售行业上市公司的中期业绩看，09 年上半年累计实现营业收入 1371.98 亿元，同比增长 5.2%；累计实现净利润 46 亿元，同比增长 8.86%；平均毛利率 21.16%，同比上升了 0.13 个百分点；平均净利率 4.41%，同比上升了 0.3 个百分点；平均期间费用率 14.85%，同比下降了 0.11 个百分点。

单季度看，2 季度表现明显好于 1 季度。营业收入同比增速由 1 季度的 2.92% 增长到 2 季度的 7.84%，净利润同比增速由 1 季度的 1.44% 增长到 2 季度的 18.14%，平均毛利率由 1 季度的 20.93% 上升到 2 季度的 21.53%，平均净利率由 1 季度的 4.55% 下降到 2 季度的 4.22%，期间费用率由 1 季度的 13.19% 上升到 2 季度的 13.51%，低于毛利率的上升幅度。

09 年上半年净利润增幅最大的为西单商场，增长高达 676.08%，原因是西单商场上半年关闭了青海公司创新店和河北金鹰公司，使公司资产质量得到明显的提升，以及西部地区的商场如兰州、成都、新疆等门店的赢利能力提高所致。而 2 季度零售业整体净利率下降主要受昆百大 A、武汉中商、宝商集团、津劝业、商业城、西单商场、华联综超、步步高、宏图高科、天音控股等净利率大幅下降影响所致。

百货业态盈利恢复性增长最显

分业态看，09 年上半年百货业态的总体盈利表现要好于超市业态和家电连锁业态，这主要是百货业态主要以金银珠宝、化妆品、服装鞋帽等可选性消费品为主，受到经济危机的冲击最大，因而在经济复苏中，反弹性增长最强。

09 年上半年百货业态累计实现营业收入 704.52 亿元，同比增长 7.44%；累计实现净利润 28.18 亿元，同比增长 9.39%；平均毛利率 22.13%，同比上升了 0.07 个百分点；平均净利率 4.84%，同比上升了 0.43 个百分点；平均期间费用率 15.22%，同比下降了 0.27 个百分点。

单季度看，百货业态营业收入同比增速由 1 季度的 3.79% 增长到 2 季度的 12.19%，净利润同比增速由 1 季度的 1.38% 增长到 2 季度的 20.58%，平均毛利率由 1 季度的 21.94% 上升到 2 季度的 22.47%，平均净利率由 1 季度的 5% 下降到 2 季度的 4.64%，期间费用率由 1 季度的 14.67% 上升到 2 季度的 15.98%。

Figure 1 09 年上半年百货业态营业收入和净利润同比增速比较

证券简称	营业收入（百万元）			净利润（百万元）		
	1H08	1H09	同比增长	1H08	1H09	同比增长
合肥百货	2660.24	3016.98	13.41%	45.14	77.09	70.79%
通程控股	895.75	1085.27	21.16%	20.13	29.23	45.21%
鄂武商 A	3286.66	3809.04	15.89%	73.84	135.82	83.95%
开元控股	1053.61	1207.82	14.64%	27.61	37.69	36.53%
昆百大 A	596.82	518.77	-13.08%	5.13	11.65	127.25%
西安民生	554.09	623.12	12.46%	12.75	24.36	90.97%
大连友谊	1030.30	1241.30	20.48%	46.25	47.19	2.02%
中兴商业	1268.51	1317.07	3.83%	34.17	43.34	26.82%
武汉中商	1607.87	1702.28	5.87%	27.91	41.28	47.87%
宝商集团	434.95	467.75	7.54%	3.09	5.67	83.91%
广州友谊	1305.93	1388.87	6.35%	130.86	142.45	8.86%
广百股份	1615.78	1812.08	12.15%	90.70	79.36	-12.50%
南京中商	2190.87	2110.37	-3.67%	15.33	5.84	-61.93%
商业城	890.61	768.41	-13.72%	0.68	1.00	45.60%
大厦股份	2038.04	2690.37	32.01%	72.30	91.12	26.03%
小商品城	1325.71	1223.38	-7.72%	292.74	382.48	30.65%
新世界	1284.13	1327.05	3.34%	93.65	103.94	10.99%
百联股份	4888.77	5348.58	9.41%	205.29	208.91	1.76%
豫园商城	4344.23	4496.91	3.51%	232.75	301.19	29.41%
南京新百	808.98	695.49	-14.03%	65.19	48.40	-25.75%
东百集团	674.15	731.77	8.55%	52.48	48.22	-8.11%
大商股份	9800.29	10221.33	4.30%	229.61	61.27	-73.31%
欧亚集团	1779.01	1957.09	10.01%	49.74	53.01	6.57%
南宁百货	700.97	702.26	0.19%	11.83	10.80	-8.68%
西单商场	1108.64	1151.39	3.86%	2.94	22.84	676.08%
重庆百货	3428.38	3745.88	9.26%	109.24	84.03	-23.07%
兰州民百	312.35	364.49	16.69%	19.36	14.89	-23.08%
汉商集团	301.58	294.35	-2.40%	0.87	0.56	-35.86%
友好集团	702.18	965.50	37.50%	15.72	20.28	29.02%
新华百货	1393.27	1541.19	10.62%	63.19	93.86	48.54%
杭州解百	840.00	824.76	-1.82%	49.39	47.61	-3.60%
津劝业	318.78	269.40	-15.49%	3.35	2.68	-19.92%
益民商业	571.93	718.67	25.66%	63.38	72.20	13.91%
成商集团	684.51	819.08	19.66%	48.75	67.79	39.04%
长百集团	136.33	135.18	-0.84%	-4.10	2.18	-153.07%
银座股份	2031.15	2516.38	23.89%	80.83	85.70	6.04%
王府井	5123.61	5269.84	2.85%	198.93	207.76	4.44%
北京城乡	879.35	840.60	-4.41%	40.46	41.62	2.87%
百大集团	706.95	532.30	-24.70%	44.65	62.75	40.52%
合计	65575.26	70452.39	7.44%	2576.11	2818.06	9.39%

资料来源：Wind 资讯，世纪证券研究所

Figure 2 09 年上半年百货业态毛利率、净利率、期间费用率

证券简称	毛利率 (%)			净利率 (%)			期间费用率 (%)		
	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加
合肥百货	15.80	17.82	2.02	2.92	3.87	0.95	10.79	12.50	1.71
通程控股	22.82	22.16	-0.66	2.83	2.64	-0.19	18.43	19.77	1.34
鄂武商 A	19.60	19.22	-0.38	4.45	4.73	0.28	13.27	14.09	0.82
开元控股	16.10	15.32	-0.78	3.20	3.70	0.50	10.80	8.84	-1.97
昆百大 A	26.52	24.22	-2.31	2.99	1.65	-1.34	19.62	21.05	1.43
西安民生	19.60	21.82	2.23	2.30	3.91	1.61	15.68	15.29	-0.39
大连友谊	27.38	25.40	-1.98	5.17	3.74	-1.44	18.03	15.89	-2.14
中兴商业	19.43	18.50	-0.94	2.69	3.29	0.60	15.36	13.68	-1.69
武汉中商	17.93	17.67	-0.27	1.52	2.37	0.85	15.05	14.25	-0.80
宝商集团	24.02	23.76	-0.26	0.49	1.11	0.62	21.06	18.09	-2.97
广州友谊	24.61	23.83	-0.79	10.05	10.26	0.21	10.60	9.17	-1.43
广百股份	22.34	20.67	-1.67	5.74	4.46	-1.28	13.52	13.65	0.14
南京中商	18.59	18.48	-0.11	0.75	0.41	-0.34	15.70	16.20	0.50
商业城	15.49	14.91	-0.58	0.07	0.11	0.04	14.56	16.69	2.13
大厦股份	14.53	13.69	-0.84	4.15	4.16	0.00	8.63	7.87	-0.77
小商品城	45.27	57.12	11.85	22.81	31.39	8.58	8.56	11.06	2.50
新世界	30.38	27.63	-2.76	7.55	8.01	0.46	19.20	15.71	-3.49
百联股份	27.50	26.21	-1.28	5.19	5.06	-0.13	19.55	18.53	-1.03
豫园商城	14.18	14.05	-0.12	5.94	7.05	1.11	9.24	8.33	-0.91
南京新百	25.63	25.90	0.26	8.06	6.96	-1.10	18.00	16.90	-1.10
东百集团	23.74	23.00	-0.74	7.78	6.59	-1.19	13.71	13.06	-0.66
大商股份	19.07	20.33	1.26	2.48	0.79	-1.69	14.40	17.53	3.14
欧亚集团	14.43	14.66	0.23	3.49	3.47	-0.02	9.24	9.52	0.28
南宁百货	15.65	16.46	0.82	1.69	1.51	-0.18	13.35	14.55	1.20
西单商场	22.49	22.62	0.13	0.41	2.14	1.73	20.70	19.23	-1.46
重庆百货	15.74	15.44	-0.30	3.24	2.28	-0.96	11.29	12.10	0.82
兰州民百	24.61	22.18	-2.43	6.23	4.09	-2.14	21.36	15.87	-5.48
汉商集团	30.22	31.97	1.75	-1.17	-0.98	0.18	29.72	30.19	0.46
友好集团	20.51	19.60	-0.91	2.00	1.79	-0.22	17.00	17.34	0.33
新华百货	17.12	19.05	1.93	5.10	6.85	1.76	10.24	9.96	-0.28
杭州解百	19.38	19.85	0.47	5.92	5.60	-0.32	10.94	11.31	0.37
津劝业	14.57	15.98	1.41	1.05	0.99	-0.06	16.30	15.60	-0.70
益民商业	42.79	38.10	-4.69	11.07	10.04	-1.03	25.11	22.93	-2.19
成商集团	23.13	21.09	-2.05	7.04	8.23	1.19	14.68	14.03	-0.65
长百集团	28.63	29.61	0.98	-3.01	1.61	4.62	29.75	26.53	-3.22
银座股份	18.41	18.34	-0.07	4.16	3.33	-0.83	12.87	13.27	0.40
王府井	19.38	19.68	0.30	4.30	4.43	0.13	12.84	13.78	0.94
北京城乡	21.74	21.68	-0.07	5.01	5.19	0.19	14.26	16.05	1.79
百大集团	20.95	25.10	4.15	6.31	11.79	5.48	10.93	13.25	2.32
平均	22.06	22.13	0.07	4.41	4.84	0.43	15.50	15.22	-0.27

Figure 3 单季度营业收入和净利润同比增速

证券简称	营业收入同比增速		净利润同比增速	
	1Q09	2Q09	1Q09	2Q09
合肥百货	13.75%	12.97%	58.16%	87.59%
通程控股	14.29%	28.04%	0.39%	101.61%
鄂武商 A	12.57%	20.41%	36.11%	226.63%
开元控股	16.03%	12.93%	-4.96%	200.66%
昆百大 A	-7.63%	-19.14%	67.15%	-453.99%
西安民生	6.85%	20.60%	39.28%	219.75%
大连友谊	8.53%	31.91%	116.50%	-32.98%
中兴商业	-1.50%	10.53%	-5.28%	115.70%
武汉中商	0.40%	13.46%	24.49%	247.23%
宝商集团	3.19%	13.95%	-12.41%	-54.73%
广州友谊	0.34%	15.03%	2.94%	17.32%
广百股份	-2.02%	33.19%	3.60%	-30.99%
南京中商	-9.78%	5.72%	-85.87%	-2688.30%
商业城	-19.60%	-5.17%	2698.53%	-6291.42%
大厦股份	26.38%	38.35%	-6.99%	84.11%
小商品城	34.35%	-27.20%	51.40%	13.26%
新世界	0.88%	6.63%	-7.38%	31.80%
百联股份	7.67%	11.99%	3.81%	-1.92%
豫园商城	-3.32%	13.75%	15.01%	50.72%
南京新百	-12.25%	-16.27%	-6.34%	-45.05%
东百集团	2.40%	17.23%	-9.20%	-6.07%
大商股份	-0.80%	10.97%	-99.21%	-42.39%
欧亚集团	10.90%	9.27%	5.14%	7.34%
南宁百货	-3.12%	3.99%	-25.67%	5.68%
西单商场	1.10%	7.27%	70.66%	-153.86%
重庆百货	6.62%	13.07%	1.35%	-55.50%
兰州民百	11.47%	24.50%	-46.63%	252.25%
汉商集团	-3.36%	-1.21%	-46.52%	-176.92%
友好集团	24.55%	57.96%	29.46%	28.45%
新华百货	6.33%	16.54%	32.08%	69.91%
杭州解百	-10.88%	10.64%	-7.13%	1.00%
津劝业	-13.19%	-18.99%	-58.76%	-108.47%
益民商业	49.50%	9.09%	13.33%	14.38%
成商集团	9.73%	34.89%	-18.72%	150.24%
长百集团	-2.52%	1.30%	76.34%	-129.50%
银座股份	21.84%	26.58%	-3.55%	19.35%
王府井	-0.60%	7.56%	-5.30%	15.69%
北京城乡	-8.68%	2.56%	2.15%	4.36%
百大集团	-29.70%	-17.60%	6.40%	103.64%
合计	3.79%	12.19%	1.38%	20.51%

资料来源: Wind 资讯, 世纪证券研究所

Figure 4 单季度百货业态毛利率、净利率、期间费用率

证券简称	毛利率 (%)			净利率 (%)			期间费用率 (%)		
	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减
合肥百货	17.02	18.87	1.84	3.69	4.10	0.41	11.69	13.57	1.88
通程控股	22.79	21.60	-1.18	2.40	2.84	0.44	19.07	20.39	1.32
鄂武商 A	19.49	18.87	-0.62	4.58	4.92	0.33	12.42	16.21	3.79
开元控股	14.58	16.24	1.66	3.71	3.70	-0.01	8.01	9.87	1.86
昆百大 A	22.96	25.81	2.86	3.06	-0.15	-3.20	19.23	23.37	4.15
西安民生	19.77	24.47	4.70	3.62	4.29	0.67	14.08	16.85	2.77
大连友谊	25.84	25.05	-0.79	3.57	3.87	0.30	17.36	14.73	-2.63
中兴商业	18.43	18.57	0.14	3.42	3.15	-0.27	13.47	13.91	0.44
武汉中商	18.21	17.01	-1.20	3.31	1.21	-2.11	13.25	15.49	2.24
宝商集团	23.36	24.29	0.93	3.12	-1.58	-4.70	19.01	16.87	-2.14
广州友谊	23.76	23.91	0.15	10.24	10.28	0.04	8.92	9.48	0.57
广百股份	22.26	18.93	-3.33	5.45	3.36	-2.09	13.74	13.56	-0.18
南京中商	18.52	18.42	-0.10	0.29	0.56	0.27	14.77	18.08	3.32
商业城	15.62	14.03	-1.59	3.16	-3.66	-6.82	17.04	16.27	-0.77
大厦股份	14.22	13.15	-1.07	3.68	4.65	0.97	8.47	7.24	-1.23
小商品城	63.56	51.62	-11.93	35.71	27.71	-8.00	11.87	10.37	-1.50
新世界	24.49	31.59	7.10	6.36	10.10	3.74	14.77	16.89	2.11
百联股份	25.22	27.65	2.43	5.52	4.40	-1.12	16.86	20.92	4.07
豫园商城	13.32	14.99	1.67	6.69	7.52	0.83	7.81	8.99	1.18
南京新百	25.74	26.10	0.37	7.70	5.98	-1.72	14.98	19.43	4.45
东百集团	23.41	22.48	-0.93	7.68	5.25	-2.42	11.73	14.70	2.97
大商股份	20.77	19.82	-0.95	0.20	1.48	1.28	18.15	16.81	-1.33
欧亚集团	15.47	13.97	-1.49	2.81	4.03	1.21	11.02	8.25	-2.77
南宁百货	16.63	16.29	-0.34	1.08	1.97	0.89	14.60	14.51	-0.09
西单商场	21.99	23.35	1.35	3.16	0.96	-2.20	17.55	21.19	3.63
重庆百货	14.70	16.45	1.75	2.97	1.33	-1.64	10.41	14.40	3.99
兰州民百	21.95	22.49	0.53	4.56	3.45	-1.11	13.65	18.84	5.19
汉商集团	29.85	34.54	4.69	-1.68	-0.14	1.54	28.94	31.70	2.76
友好集团	19.07	20.26	1.19	1.84	1.72	-0.13	16.72	18.11	1.39
新华百货	18.26	20.05	1.79	6.00	7.93	1.93	9.76	10.22	0.47
杭州解百	20.05	19.64	-0.42	5.92	5.25	-0.67	11.01	11.64	0.63
津劝业	15.48	16.80	1.31	1.47	0.22	-1.25	15.59	15.62	0.03
益民商业	37.32	38.84	1.52	9.08	10.95	1.87	23.24	22.63	-0.61
成商集团	20.38	21.97	1.59	5.71	11.37	5.66	12.66	15.73	3.07
长百集团	28.25	31.27	3.02	1.11	2.22	1.10	25.71	27.54	1.83
银座股份	18.18	18.53	0.35	3.33	3.33	0.00	12.99	13.63	0.64
王府井	19.13	20.37	1.23	4.04	4.91	0.87	13.28	14.41	1.13
北京城乡	21.53	21.89	0.36	5.89	4.18	-1.71	14.68	18.03	3.35
百大集团	24.12	26.29	2.18	10.57	13.26	2.69	13.70	12.72	-0.98
平均	21.94	22.47	0.53	5.00	4.64	-0.36	14.67	15.98	1.31

资料来源: Wind 资讯, 世纪证券研究所

超市业态盈利转善不明显

超市业态以生活必需品为主，虽受经济危机的影响较小，但 CPI 走低对其影响大。09 年上半年各公司的盈利恢复表现并不明显，尤其华联综超更是拖累了整体业绩表现。

09 年上半年超市业态累计实现营业收入 275.39 亿元，同比增长 6.43%；累计实现净利润 4.41 亿元，同比减少 1.62%；平均毛利率 19.29%，同比上升了 0.08 个百分点；平均净利率 2.4%，同比下降了 0.39 个百分点；平均期间费用率 15.74%，同比减少了 1.62 个百分点。

单季度看，超市业态营业收入同比增速由 1 季度的 6.29% 增长到 2 季度的 6.6%，净利润同比增速由 1 季度 -7.53% 增长到 2 季度的 8.06%，平均毛利率由 1 季度的 18.79% 上升到 2 季度的 19.88%，平均净利率由 1 季度的 2.56% 下降到 2 季度的 2.18%，期间费用率由 1 季度的 14.96% 上升到 2 季度的 15.12%。

从超市业态毛利率的统计数据可以看出，超市业态的毛利率提升主要依赖于规模效应和直采比例的不断提高来实现。这不同于百货业态，百货业态受规模效应不明显，主要依靠商品结构的调整、营业面积的增加来实现，且新门店的培育期要远长于超市门店。

Figure 5 09 年上半年超市业态营业收入和净利润同比增速

证券简称	营业收入（百万元）			净利润（百万元）		
	1H08	1H09	同比增长	1H08	1H09	同比增长
武汉中百	4555.44	5032.45	10.47%	82.08	97.63	18.95%
新华都	1142.86	1496.21	30.92%	43.61	40.40	-7.37%
华联综超	4320.34	4684.88	8.44%	100.56	53.41	-46.88%
友谊股份	13145.39	13395.05	1.90%	121.53	144.79	19.14%
步步高	2711.14	2930.12	8.08%	100.34	104.60	4.25%
合计	25875.17	27538.71	6.43%	448.11	440.83	-1.62%

资料来源：Wind 资讯，世纪证券研究所

Figure 6 09 年上半年超市业态毛利率、净利率、期间费用率

证券简称	毛利率（%）			净利率（%）			期间费用率（%）		
	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加
武汉中百	17.84	17.53	-0.31	1.80	1.94	0.14	14.73	14.36	-0.37
新华都	19.04	18.45	-0.58	3.87	2.70	-1.17	13.76	14.82	1.06
华联综超	20.00	20.49	0.49	2.33	1.14	-1.19	16.41	18.04	1.63
友谊股份	20.16	20.55	0.38	2.31	2.66	0.36	17.42	17.36	-0.06
步步高	19.01	19.42	0.41	3.70	3.58	-0.12	14.20	14.11	-0.09
平均	19.21	19.29	0.08	2.80	2.40	-0.39	15.30	15.74	0.43

资料来源：Wind 资讯，世纪证券研究所

Figure 7 单季度营业收入和净利润同比增速

证券简称	营业收入同比增速		净利润同比增速	
	1Q09	2Q09	1Q09	2Q09
武汉中百	7.58%	14.47%	15.61%	26.04%
新华都	27.63%	35.15%	-30.25%	25.79%
华联综超	8.70%	8.11%	-40.30%	-57.85%
友谊股份	2.93%	0.75%	1.94%	34.24%
步步高	6.46%	10.18%	3.04%	8.29%
合计	6.29%	6.60%	-7.53%	8.06%

资料来源: Wind 资讯, 世纪证券研究所

Figure 8 单季度毛利率、净利率、期间费用率

证券简称	毛利率 (%)			净利率 (%)			期间费用率 (%)		
	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减
武汉中百	17.52	17.55	0.04	2.27	1.51	-0.76	13.62	15.32	1.69
新华都	17.14	20.05	2.92	2.19	3.32	1.12	13.81	16.06	2.25
华联综超	19.86	21.27	1.41	1.44	0.77	-0.67	17.12	19.20	2.08
友谊股份	19.63	21.59	1.96	2.06	3.35	1.29	17.30	17.44	0.14
步步高	19.81	18.93	-0.88	4.85	1.98	-2.88	12.96	15.55	2.59
平均	18.79	19.88	1.09	2.56	2.18	-0.38	14.96	16.71	1.75

资料来源: Wind 资讯, 世纪证券研究所

家电连锁业态仍以苏宁电器拔头鳌

家电连锁业态以销售家用电器、通讯器材、IT 数码产品等。09 年上半年家电连锁业态累计实现营业收入 392.07 亿元, 同比增长 0.61%; 累计实现净利润 13.41 亿元, 同比增长 11.62%; 平均毛利率 11.64%, 同比上升了 0.94 个百分点; 平均净利率 2.16%, 同比下降了 0.14 个百分点; 平均期间费用率 8.49%, 同比上升了 1.07 个百分点。

单季度看, 营业收入同比增速由 1 季度的-1.19%上升到 2 季度的 2.38%, 净利润同比增速由 1 季度 6.75%上升到 2 季度的 15.12%, 平均毛利率由 1 季度的 11.41%上升到 2 季度的 11.94%, 平均净利率由 1 季度的 2.07%下降到 2 季度的 2.15%, 期间费用率由 1 季度的 8.41%上升到 2 季度的 8.77%。

三家上市公司中, 苏宁电器仍居头鳌, 3 月份摆脱生产厂商去库存化导致货源短缺的影响后, 销售状况逐月好转, 2 季度营业收入增速达到 10.5%, 远远超过 1 季度 0.16%的增速, 毛利率和净利率分别较 1 季度提升了 0.71、1.8 个百分点; 并且, 在销售回暖, 增速加快下, 公司费用控制能力也在增强, 2 季度期间费用率较 1 季度下降了 1.86 个百分

点。天音控股和宏图高科在 2 季度的盈利表现差强人意，主要是受手机、IT 产品的市场需求萎缩明显，销售单品价格下跌的影响，加之促销宣传费用加大。

Figure 9 09 年上半年家电连锁业态营业收入和净利润同比增速

证券简称	营业收入（百万元）			净利润（百万元）		
	1H08	1H09	同比增长	1H08	1H09	同比增长
天音控股	8383.37	7039.48	-16.03%	62.36	37.90	-39.23%
苏宁电器	25919.30	27333.86	5.46%	1100.81	1264.69	14.89%
宏图高科	4667.56	4833.18	3.55%	38.46	38.66	0.53%
合计	38970.24	39206.52	0.61%	1201.63	1341.25	11.62%

资料来源：Wind 资讯，世纪证券研究所

Figure 10 09 年上半年家电连锁业态毛利率、净利率、期间费用率

证券简称	毛利率（%）			净利率（%）			期间费用率（%）		
	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加	1H08	1H09	同比增加
天音控股	9.04	9.68	0.64	1.02	0.79	-0.23	7.47	8.34	0.87
苏宁电器	15.82	16.98	1.16	4.42	4.80	0.38	9.52	10.21	0.70
宏图高科	7.24	8.25	1.01	1.46	0.88	-0.58	5.28	6.91	1.63
平均	10.70	11.64	0.94	2.30	2.16	-0.14	7.42	8.49	1.07

资料来源：Wind 资讯，世纪证券研究所

Figure 11 单季度家电连锁业态营业收入和净利润同比增速

证券简称	营业收入同比增速		净利润同比增速	
	1Q09	2Q09	1Q09	2Q09
天音控股	-19.32%	-12.36%	-44.82%	-9.61%
苏宁电器	0.16%	10.50%	10.21%	17.90%
宏图高科	26.58%	-18.26%	70.95%	-67.54%
合计	-1.19%	2.38%	6.75%	15.12%

资料来源：Wind 资讯，世纪证券研究所

Figure 12 单季度家电连锁业态毛利率、净利率、期间费用率

证券简称	毛利率（%）			净利率（%）			期间费用率（%）		
	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减	1Q09	2Q09	增减
天音控股	10.05	9.29	-0.76	1.15	0.42	-0.73	8.21	8.48	0.27
苏宁电器	16.59	17.30	0.71	3.83	5.64	1.80	11.21	9.35	-1.86
宏图高科	7.59	9.23	1.64	1.22	0.39	-0.82	5.83	8.48	2.65
平均	11.41	11.94	0.53	2.07	2.15	0.08	8.41	8.77	0.35

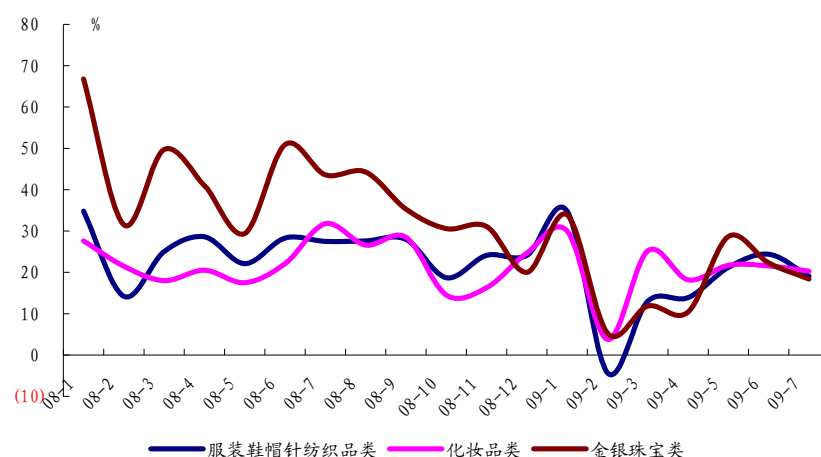
资料来源：Wind 资讯，世纪证券研究所

预计 4 季度整体业绩显著回升

百货业态：7 月份全国限额以上的化妆品、金银珠宝、服装鞋帽等

零售额的同比增速继续走高，预计 8、9 月份其反弹性增长仍持续，但受去年同比基数甚高的影响，三季度业绩回升并不明显，预计四季度会得到明显的提升：一是，四季度是零售业的传统销售旺季，而且去年 10 月份消费急速放缓带来的低基数效应，将使同比增速明显加快；二是，7 月份反映经济走势和消费趋向的重要先行指标消费者信心指数达到 87.5，较 6 月份提升了 1 个点，这是自去年 8 月急速下跌以来的首次明显回升，预计随着消费者信心的继续恢复，消费者消费意愿的回升将加快，有望拉动百货零售商的内生性增长提升和新门店培育期回归正常水平。我们预计，09 年全年百货业态营业收入增速约在 15% 以上，净利润增速有望达到 20%。

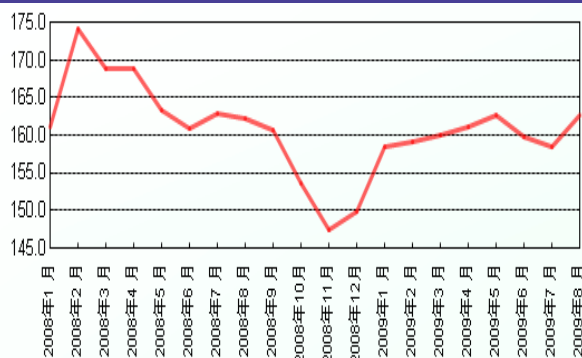
Figure 13 限额以上百货类商品零售额同比增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

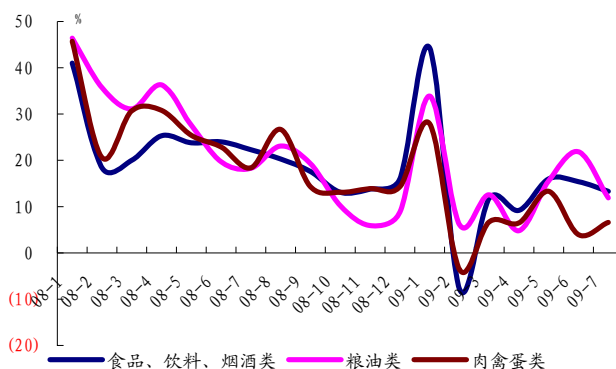
超市业态：7 月份 CPI 同比降幅 1.8%，主要是翘尾因素的负向主导。事实上，7 月份以来主要农产品的价格已经在回升，8 月份更是连续大幅上涨，据农业部对全国 470 个集贸市场的定点监测，猪肉价格已连续 10 个星期 70 天回升，累计涨幅达 23.1%，鸡蛋价格也连续 5 个星期上涨，累计涨幅 6.2%。我们预计随着食品价格的持续回升、非食品价格降幅的不断缩小以及翘尾因素负效应的减弱，CPI 同比降幅将会继续收窄，在 11 月份 CPI 同比转为正增长。因此，预期超市业态在 4 季度才能真正实现恢复性增长，09 年全年营业收入增速约 7%，净利润增速约 5%。

Figure 14 农产品批发价格总指数



资料来源：农业部、世纪证券研究所

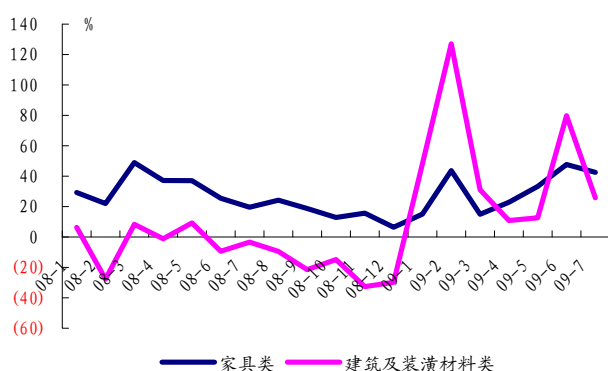
Figure 15 限额以上超市类零售额同比增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

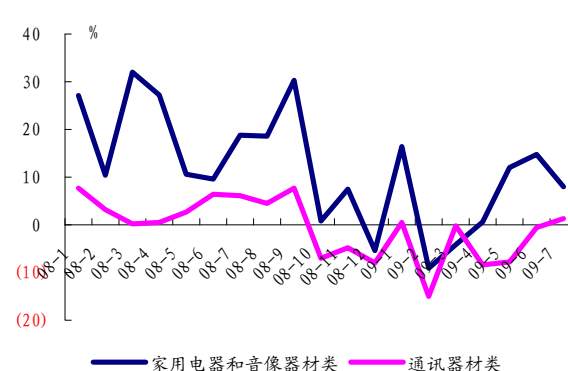
家电连锁业态：7 月份建筑及装潢材料和家具的零售额同比增速分别为 25.8%、42.5%，继续显示出较强增长态势，这主要受益于房地产市场的转暖带动，而房地产市场趋旺对家电需求具有明显的拉动作用，一般房地产销售对家电需求的带动滞后半年；而且，7 月份全国限额以上通讯器材零售额同比增长 1.3%，零售额同比增速创自 09 年 2 月份以来的首次正增长，也是自 08 年 10 月以来的最大增长，复苏迹象显现。基于此，加之去年 4 季度低基数效应，我们判断，苏宁电器业绩高增长有望在 4 季度明显体现，天音控股和宏图高科的盈利有望大幅改善。预计家电连锁业态 09 年全年实现营业收入增速约 5%，净利润约 15%。

Figure 16 限额以上家具和建材零售额同比增速



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 17 限额以上家电和通讯器材零售额同比增速

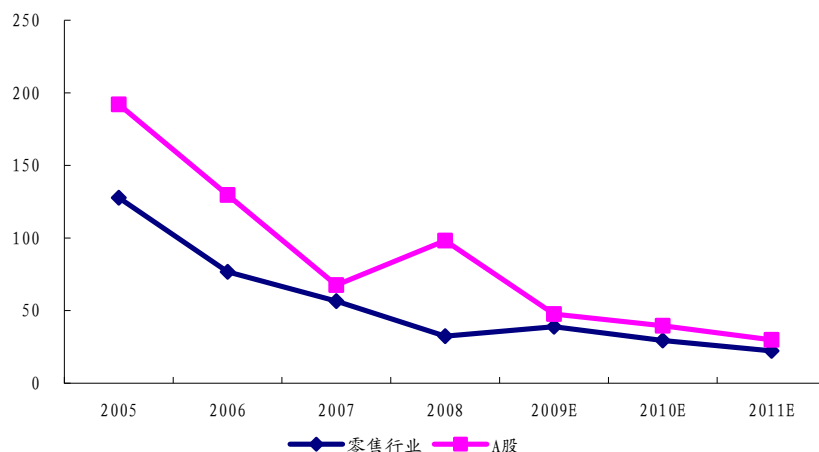


资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

估值优势仍显

我们选择 Wind 资讯录入的零售业 35 家上市公司最新一致盈利预测数为样本，并以 09 年 9 月 3 日的平均收盘价测算 2009-2011 年行业平均动态市盈率分别为 38.9、29.4、22.3 倍，与历史纵向比较，平均市盈率仍处于历史底部。与 A 股整体估值相比，仍存提升空间。

Figure 18 零售行业与 A 股整体估值比较



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

投资评级与投资策略

投资评级

综合分析,我们认为零售行业持续向好可期、部分优质公司全年业绩确定性增长强、估值仍有提升空间,因此,维持“强于大市”行业评级。

投资策略

建议关注三类投资机会:

- 一是,关注估值优势强,盈利弹性大的公司,如广州友谊、合肥百货、东百集团、苏宁电器等。
- 二是,关注资产重组预期的公司,如新华百货、重庆百货、银座股份等。
- 三是,关注受益上海世博会的公司,如百联股份、新世界等。

重点公司简析

广州友谊 (600859)

- 09 年上半年,公司实现营业收入 13.89 亿元,同比增长 6.35%; 归属于归属于母公司股东的净利润 1.42 亿元,同比增长 8.86%; 每股收益为 0.40 元。
- 公司管理能力优秀,内生性增长突出,盈利水平居行业中上端。因主营高端精品百货,受经济危机冲击甚显,随着经济的逐渐回暖,公司二季度营业收入和净利润增速反弹明显,营业收入由一季度同比增速 0.34% 提高到 15.03%, 净利润增速由 2.94% 提高到 17.32%。上半年虽受促销活动过多导致毛利率下降 0.79 个百分点,但期间费用控制成效明显,净利率提高了 0.21 个百分点。预计随着消费

的进一步回暖，加之零售旺季的到来，盈利反弹性增长更大。

- 公司目前有 5 家门店，其中 4 家门店位于广州市，1 家位于广西南宁市。公司日前公告拟于 2010 年下半年在珠江新城开设新门店，总经营面积 4 万平方米。该店不仅成为公司未来业绩盈利增长点，而且将进一步巩固公司在珠三角地区奢侈品消费市场的领导地位。
- 预测 09、10 年每股收益分别为 0.8、0.92 元，当前股价下对应的动态市盈率为 25.6、22.3 倍，估值处于行业低端，维持“增持”投资评级。

合肥百货（000417）

- 09 年上半年，公司实现营业收入 30.16 亿元，同比增长 13.41%；归属于母公司股东的净利润 7709 万元，同比增长 70.79%；每股收益 0.16 元。
- 公司是安徽省目前规模最大、综合效益最好、也是唯一的零售业上市公司。目前拥有 13 家百货门店，90 多家超市，20 多家家电专卖店和 1 家农产品批发市场。
- 公司增资百大电器，收购下属合家福超市、周谷堆、鼓楼商厦、蚌埠百货大楼、铜陵合百等子公司股权，将增强公司对核心盈利资产的控制力，强化区域市场的竞争优势，预计未来随着改造装修后的鼓楼商厦、步入成熟期的乐普生店和 CBD 店、08 年末新开 3 家百货门店的成长贡献，公司将迎来高速发展期。
- 预测 09、10 年每股收益 0.35、0.44 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 26.4、21 倍，估值优势较显，维持“增持”投资评级。

新华百货（600785）

- 09 年上半年，公司实现营业收入 15.41 亿元，同比增长 10.62%；归属于母公司股东的净利润 9386.40 万元，同比增长 48.54%；每股收益 0.54 元。
- 公司是银川地区百货业态垄断者，目前拥有 4 家百货门店和 30 家连锁超市以及 30 多家电器零售门店。日前公司公告新签订银川市西夏区一新店的租赁合同，该房屋将于 2010 年 1 月 1 日交付使用，届时将增加公司百货店经营面积 1.74 万平方米，进一步增强公司在银川市更强的区域控制力。
- 公司内生性增长良好，09 年上半年毛利率、净利率分别同比提高了 1.93、1.76 个百分点，期间费用率下降了 0.28 个百分点。其中二季度业绩表现强势，营业收入由一季度的 6.33% 上升到二季度的

16.54%，净利润由一季度的 32.08% 上升到二季度的 69.91%，毛利率、净利率分别提高了 1.79、1.93 个百分点。

- 公司拥有与物美控股的整合预期，物美商业是国内规模最大的连锁超市，并且物美商业回归 A 股是确定性事件，预计物美商业很大程度将借助新华百货作为回归 A 股渠道。
- 预测 09、10 年每股收益分别为 0.95、1.1 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 23.9、20.7 倍，估值处于行业低位，维持“增持”投资评级。

百联股份（600631）

- 09 年上半年，公司实现营业收入 53.5 亿元，同比增长 9.41%；归属于母公司股东的净利润 2.09 亿元，同比增长 1.76%；每股收益 EPS0.19 元。
- 公司二季度营业收入增速明显加快，由一季度的 7.67% 增长到 11.99%，但受费用增高的影响，净利润增速由一季度 3.81% 下降到 1.92%。毛利率回升趋势明显，二季度环比上升了 2.43 个百分点。预计随着消费复苏、东方商厦新增营业面积、重庆上海城 09 年内的开业贡献、上海中环购物广场等步入回收期、长达半年之久的 2010 年世博会的拉动，公司未来业绩增长将明显加快。
- 公司主营门店分布在上海市核心商圈，其销售收入约占总收入的 98%，且绝大部分为增值潜力大的自有物业。而且，公司还持有可供出售金融资产约 23 亿元，相比 3.35 亿元的初始投资额，具有可观的收益潜力。另外，公司作为百联集团百货业务的整体平台，也存有资产重组预期。
- 预测 09、10 年每股收益分别为 0.37、0.48 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 35.9、27.7 元，估值偏高，但公司成长潜力大，含国资整合和世博概念，因此，给予“增持”投资评级。

风险提示

宏观经济复苏未达预期

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.