

商业零售行业 09 年半年报回顾

优于大势

业绩转暖明显，静待旺季到来

维持评级

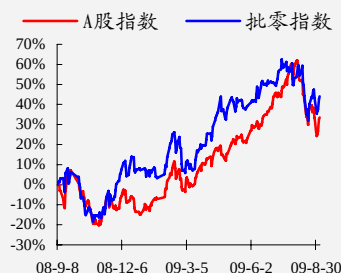
可选消费/商业

2009 年 9 月 10 日

投资要点:

- 行业上半年表现已经远好于 1 季度，营业收入和净利润同比增速分别达到 6.21% 和 9.54%，业绩同比正增长的公司比率为 65%，高于 1 季度的 55%。
- 行业整体费用率较去年同期有所上升，销售费用率和管理费用率分别由去年同期的 7.59% 和 4.56% 提高到 8.11% 和 4.79%，销售毛利率和净利率分别提高 0.58 和 0.06 个百分点。
- 百货子行业主要上市公司的营业收入增速高于行业整体增速 1.13 个百分点，其中银座股份、成商集团、兰州民百和鄂武商的营收同比增速均在 15% 以上，合肥百货、新华百货、欧亚集团、广州友谊等区域性龙头的营业收入和净利润都有比较明显的增长。
- 以超市为主营业务的主要上市公司上半年营业收入增速略低于行业平均水平 0.18 个百分点，今年上半年，CPI 仍在低位徘徊，拖累了超市类上市公司营收的增长。
- 即将到来的 4 季度是行业的传统旺季，且“十一”、“中秋”、“圣诞”等节日效应的影响，一方面公司现有门店会有较大幅度的内生增长，另一方面也会带动新开门店的人气和人流量。
- 我们认为，在本轮经济危机中受到较大影响，具有较高弹性的百货子行业 4 季度的表现会最为突出，建议关注区域龙头公司，如东百集团、广百股份、广州友谊、欧亚集团等；超市子行业建议关注具有好美家减亏兼世博题材的上海本地股友谊股份。

走势图



子行业

评级

百货	优于大势
超市	同步大势

重要公司

评级

友谊股份	推荐
东百集团	推荐
广百股份	谨慎推荐
广州友谊	谨慎推荐
欧亚集团	谨慎推荐
新华都	谨慎推荐

分析师: 罗旷怡 吴雁

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

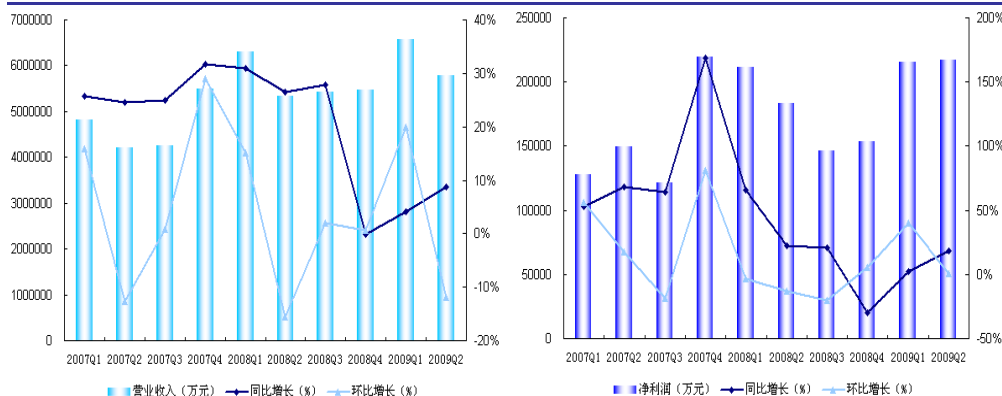
地 址: 上海市延安东路 45 号 20

(邮编 200002)

1、上半年行业整体业绩增幅明显

零售行业半年报已悉数公布，总体看来，行业历史性低点已经过去，2 季度行业整体实现营业收入 579.18 亿元，同比增长 8.74%，增速较 1 季度提高 4.67 个百分点，净利润 21.7 亿元，同比增长 18.26%，对比 1 季度的 1.98% 的增速，回暖迹象非常明显。

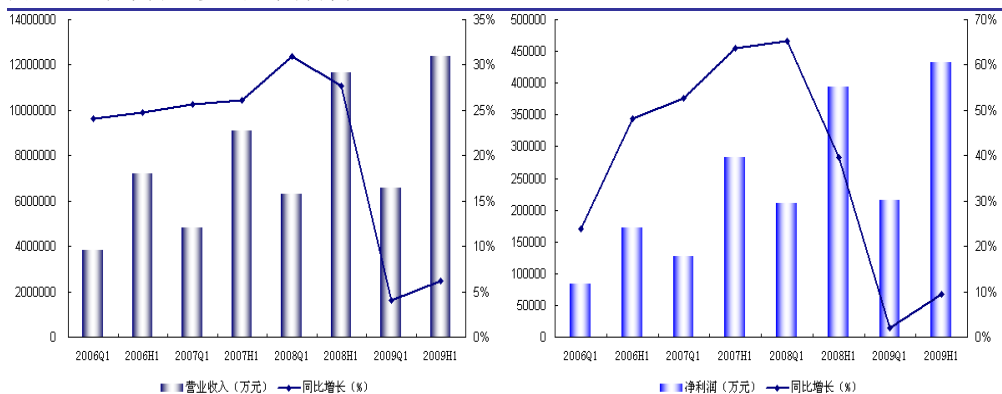
图 1：单季营业收入及净利润增长



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

在 2 季度业绩强劲反弹的带动下，行业上半年表现已经远好于 1 季度，营业收入和净利润同比增速分别达到 6.21% 和 9.54%，业绩同比正增长的公司比率为 65%，高于 1 季度的 55%。

图 2：上半年营业收入及净利润增长

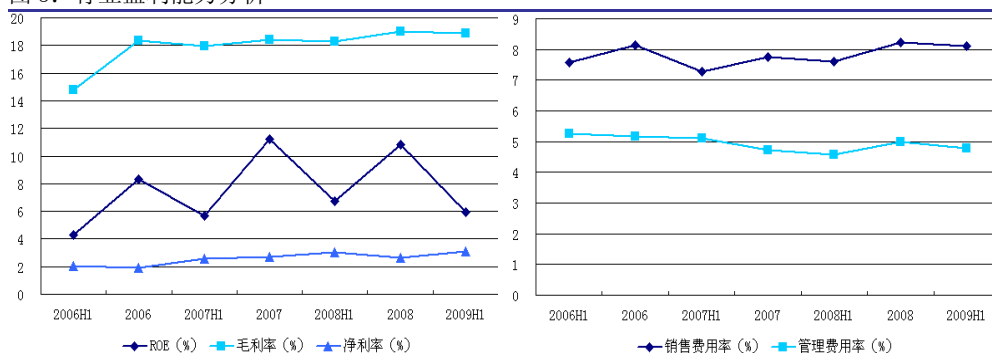


资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

2. 行业盈利能力基本稳定

上半年，由于营业收入同比大幅放缓，而人工、电费等相关费用相对刚性且促销费用增加，行业整体费用率较去年同期有所上升，销售费用率和管理费用率分别由去年同期的 7.59% 和 4.56% 提高到 8.11% 和 4.79%。由于促销成本部分由供应商与企业共同承担，行业整体盈利能力依然稳中有升，销售毛利率和净利率分别提高 0.58 和 0.06 个百分点。

图 3：行业盈利能力分析



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

3. 百货——收入弹性较大，区域龙头恢复迅速

百货子行业主要上市公司的营业收入增速高于行业整体增速 1.13 个百分点，其中银座股份、成商集团、兰州民百和鄂武商的营收同比增速均在 15% 以上，合肥百货、新华百货、欧亚集团、广州友谊等区域性龙头的营业收入和净利润都有比较明显的增长。我们认为百货行业业绩的快速恢复主要有以下两方面原因：一是百货商店所销售的商品中很大部分为可选消费，受宏观环境影响较大，上半年宏观经济转暖、投资环境兴旺及消费者信心的恢复在很大程度上拉动了消费者对服装、金银珠宝等奢侈品的消费；二是百货行业外延扩张的步伐已经加快，各大公司积极寻求外生增长，这也是百货类上市公司在营业收入快速恢复的情况下整体净利润同比略有下降的原因之一。

表 1：主要百货类上市公司营业收入及净利润增长率

公司简称	营业收入（亿元）	同比增长（%）	净利润（万元）	同比增长（%）
银座股份	25.16	23.89	8570	1.34
成商集团	8.19	19.66	6779	39.04
兰州民百	3.64	16.69	1489	-23.48
鄂武商 A	38.09	15.89	13582	48.76
合肥百货	30.17	13.41	7709	70.79
广百股份	18.12	12.15	7936	-12.50
新华百货	15.41	10.62	9386	48.54
欧亚集团	19.57	10.01	5301	6.57
百联股份	53.49	9.41	20891	1.76
重庆百货	37.46	9.26	8403	-23.07
东百集团	7.32	8.55	4822	-8.11
宝商集团	4.68	7.54	567	83.91
广州友谊	13.89	6.35	14245	8.86
武汉中商	17.02	5.87	4128	47.87
大商股份	102.21	4.30	6127	-73.31
西单商场	11.51	3.86	2284	676.08
中兴商业	13.17	3.83	4334	26.82
新世界	13.27	3.34	10394	10.99
王府井	52.70	2.85	20776	4.44
南宁百货	7.02	0.19	1080	-8.68
杭州解百	8.25	-1.82	4761	-3.60
南京中商	21.10	-3.67	584	-61.93
南京新百	6.95	-14.03	4840	-25.75
合计	528.41	7.34	168990	-1.91

资料来源：公司定期报告，东北证券金融与产业研究所

从盈利能力方面看，新世界、百联股份、南京新百、广州友谊、东百集团等区域性稳定型公司保持了较高的销售毛利率、净利率，和较低的费用率，而大商股份等扩张中的公司短期内盈利能力仍然较差。我们预计随着 4 季度旺季的到来以及去年上半年基数较低，百货行业在下半年会有更好的表现。

表 2：主要百货类上市公司盈利能力分析

证券简称	毛利率（%）	净利率（%）	销售费用率（%）	管理费用率（%）
银座股份	18.34	3.33	8.98	2.96
成商集团	21.09	8.23	9.72	1.81
兰州民百	22.18	4.09	4.62	8.54
鄂武商 A	19.22	4.73	10.63	2.36
合肥百货	17.82	3.87	3.13	9.06
广百股份	20.67	4.46	10.59	2.61
新华百货	19.05	6.85	6.60	3.51
欧亚集团	14.66	3.47	2.43	6.83
百联股份	26.21	5.06	7.10	9.40
重庆百货	15.44	2.28	7.61	4.23
东百集团	23.00	6.59	10.21	1.01
宝商集团	23.76	1.11	9.50	8.60
广州友谊	23.83	10.26	6.82	2.92
武汉中商	17.67	2.37	0.86	11.88
大商股份	20.33	0.79	5.78	10.88
西单商场	22.62	2.14	4.91	13.87
中兴商业	18.50	3.29	2.31	11.17
新世界	27.63	8.01	3.95	8.44
王府井	19.68	4.43	9.05	4.03
南宁百货	16.46	1.51	3.39	10.87
杭州解百	19.85	5.60	3.89	6.99
南京中商	18.48	0.41	3.45	11.48
南京新百	25.90	6.96	2.18	12.69
合计	20.19	3.62	6.45	7.34

资料来源：公司定期报告，东北证券金融与产业研究所

4. 超市——业绩相对稳定，利润增速明显

以超市为主营业务的主要上市公司上半年营业收入增速略低于行业平均水平 0.18 个百分点，主要由于超市主要销售以食品为代表的生活必需品和快速消费品，受经济周期影响较小，而主要与消费品价格密切相关。今年上半年，CPI 仍在低位徘徊，从而拖累了公司的营收增长。我们认为随着 CPI 降幅的逐步收窄乃至由负转正，超市类上市公司营业收入在年内会有所恢复。

表 3：主要超市类上市公司营业收入及净利润增长率

公司简称	营业收入(亿元)	同比增长 (%)	净利润(万元)	同比增长 (%)
新华都	14.96	30.92	4040	-7.37
武汉中百	50.32	10.47	9763	18.95
步步高	29.30	8.08	10460	4.25
友谊股份	133.95	1.90	14479	19.14
合计	228.54	6.03	38742	11.47

资料来源：公司定期报告，东北证券金融与产业研究所

从盈利能力来看，超市类公司由于打折促销活动不及百货频繁，且通常不进行整体促销，因此毛利率依然稳中有升，如步步高和友谊股份，而新华都销售毛利率下降主要受其百货业务的拖累，武汉中百作为农改超的代表，毛利率也在一定程度上受到食品价格同比下降的负面影响。我们认为，随着超市网点的不断增加，规模经济逐步体现，公司的盈利能力将逐步得到提高。

表 4：主要超市类上市公司 09 上半年盈利能力

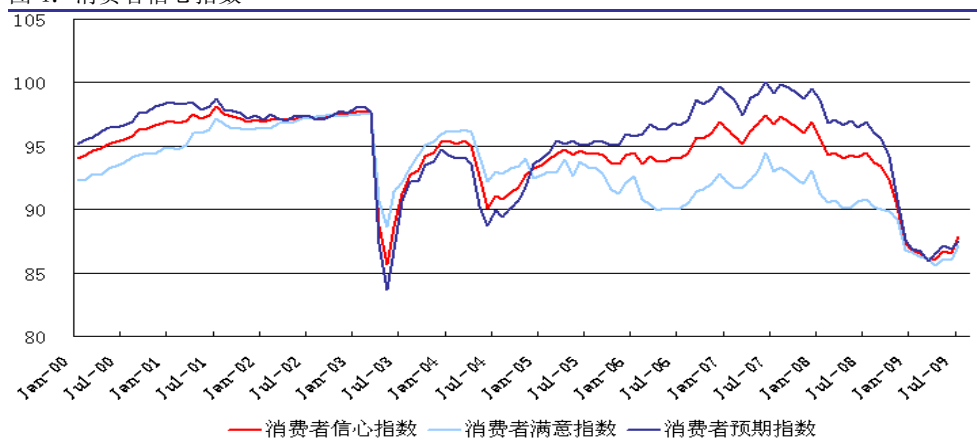
	毛利率 (%)			销售费用率 (%)			管理费用率 (%)			净利率 (%)		
	2007H1	2008H1	2009H1	2007H1	2008H1	2009H1	2007H1	2008H1	2009H1	2007H1	2008H1	2009H1
新华都	18.48	19.04	18.45	11.53	11.37	12.40	1.87	2.34	2.47	3.49	3.87	2.70
武汉中百	16.86	17.84	17.53	9.61	10.37	10.37	3.99	3.89	3.64	1.47	1.80	1.94
步步高	19.48	19.01	19.42	13.55	12.58	12.82	1.61	1.63	1.73	2.43	3.70	3.58
友谊股份	20.33	20.16	20.55	15.47	15.38	16.05	2.05	2.02	1.93	2.53	2.31	2.66

资料来源：公司定期报告，东北证券金融与产业研究所

5. 我们的结论

从行业上半年整体表现来看，消费市场最困难的时期已经过去，从统计局最新公布的数据来看，消费者信心指数已经出现了持续性的明显反弹，市场消费环境趋旺，市场的消费信心已经得到了明显的恢复，随着我国宏观经济形式的进一步转暖，消费者的消费欲望会进一步提升。

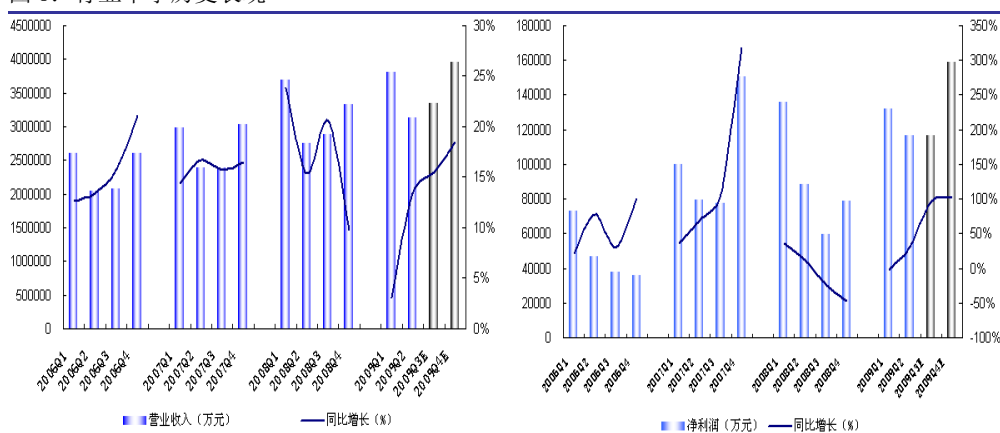
图 4：消费者信心指数



资料来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

3 季度由于是消费淡季，且去年基数仍然较高，估计行业营收及利润增长有限，而即将到来的 4 季度是行业的传统旺季，受“十一”、“中秋”、“圣诞”等节日效应的带动，一方面公司现有门店会有较大幅度的内生增长，另一方面也会带动新开门店的人气和人流量。

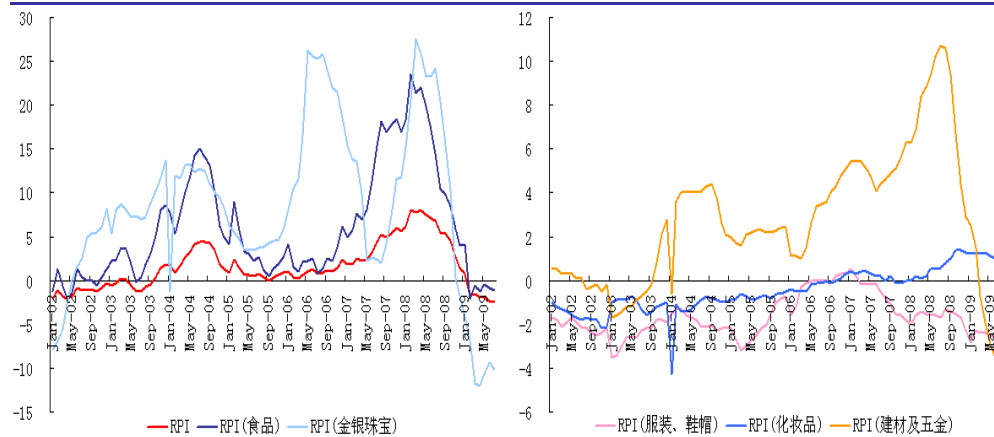
图 5：行业单季历史表现



资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

我们仍然认为，在本轮经济危机中受到较大影响，具有较高弹性的百货子行业4季度的表现会最为突出，服装、金银珠宝、化妆品等消费价格已经出现了明显的反弹，食品价格也已经逐步企稳，但由于短期内走势可能依旧较弱，超市子行业的业绩可能会略逊于百货。

图 6：大类商品价格走势



资料来源：国家统计局，东北证券金融与产业研究所

我们建议关注区域龙头公司如以黄金销售为特色的东百集团、有业绩保障的广百股份，定位高端的广州友谊和稳步扩张的欧亚集团等；超市子行业建议关注具有好美家减亏兼世博题材的上海本地股友谊股份。

表 5：上市公司投资评级

股票代码	股票名称	EPS (元)			PE (倍)			投资评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	
600827	友谊股份	0.33	0.57	0.67	38.90	24.30	20.67	推荐
600693	东百集团	0.37	0.34	0.43	24.39	24.03	19.00	推荐
002187	广百股份	0.89	1.04	1.25	29.40	25.82	21.48	谨慎推荐
000987	广州友谊	0.72	0.81	0.91	29.09	27.73	24.68	谨慎推荐
600697	欧亚集团	0.67	0.73	0.91	27.31	26.73	21.44	谨慎推荐
002264	新华都	0.60	0.76	1.01	41.97	38.83	29.22	谨慎推荐

资料来源：WIND，东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209