

零售行业

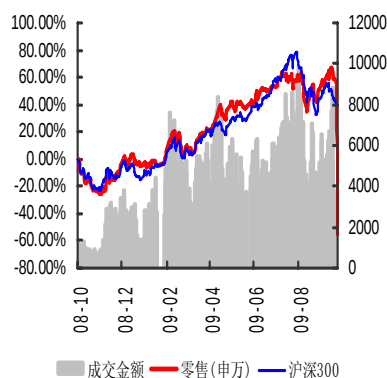
2009 年四季度投资策略——

迎来一年中最美的时光

2009 年 09 月 29 日

深度研究

行业评级：谨慎看好



执笔人

樊慧远

Email: fanhuiyuan@sxzq.com

Tel: 010-82190365

MSN: fanhuiyuan@hotmail.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **零售市场迎来强劲反弹。**8 月社会消费品零售总额、百家大型零售企业零售额、千家核心商业企业零售指数均有所上扬，反映出消费需求的强势反弹。
- **消费信心明显回升。**8 月消费者信心指数达到 88，较 7 月 87.8 小幅提升 0.2 个点，该指数又创出 09 年的新高；8 月消费者预期指数达到 88.5，比 7 月大幅上升了 1 个百分点，该指标已经连续两个月大幅上升。
- **消费金融政策出台-13 家企业受益最大。**8 月 13 日，中国银监会启动消费金融公司试点审批工作，A 股上市公司中有 13 家将有望受益于消费金融政策。
- **四季度将成为一年中最美的时光。**四季度是传统消费旺季，零售市场有望迎来“量价齐升”的可喜态势，加之 08 年四季的低基数效应，我们认为四季度销售增长超预期的可能性较大。
- **百货子行业——依旧看好奢侈品消费。**中国的中产阶级正在崛起，奢侈品消费市场逆势上扬，未来高端百货业将会分享到中国奢侈品市场蓬勃发展的成果，获得加速发展的机会。
- **上市公司业绩向好趋势明显。**上市公司营业收入增速逐季加快，受金融危机影响，毛利率出现小幅下滑、销售+管理费用率小幅上升。四季度有望超预期增长。
- **投资策略。**由于四季度零售企业业绩有很大可能会超预期表现，我们给予行业“谨慎看好”评级。建议投资者重点关注欧亚集团、杭州解百和中兴商业。

1 零售市场迎来强劲反弹

图 1：批发和零售业社会消费品零售总额

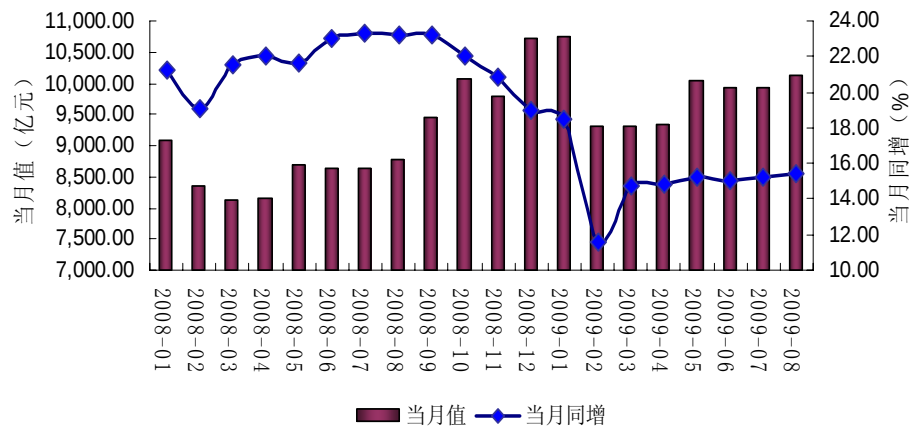


图 3：全国百家大型零售企业零售额同增（%）

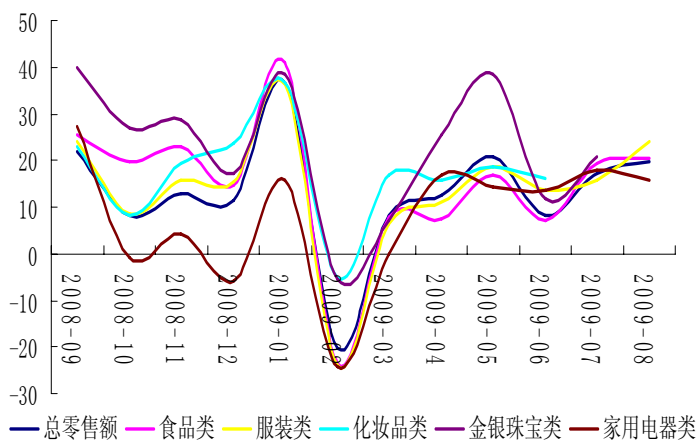
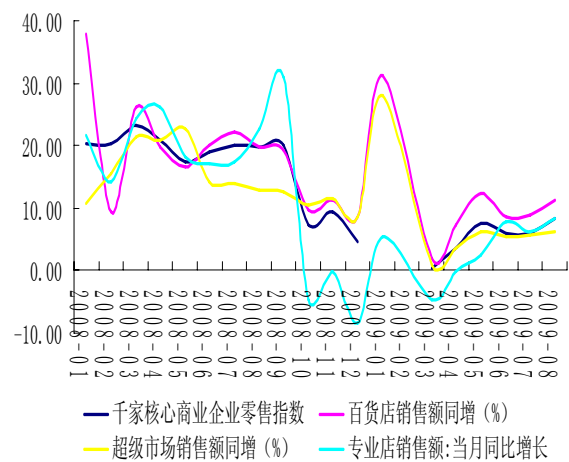


图 4：千家重点零售企业销售增长状况（%）



资料来源：wind、山西证券研究所

国家统计局数据显示，八月份社会消费品零售总额同比增长 15.4%，较上月加快 0.2 个百分点；今年前八个月，社会消费品零售总额同比增长 15.1%，较今年前七个月加快 0.1 个百分点。扣除年初春节的因素，增速水平创下本年度最高。国内消费需求正在增速加速回升。

根据中华全国商业信息中心对全国百家重点大型零售企业的销售统计，2009 年 8 月，全国百家重点大型零售企业实现零售额为 217.96 亿元，同比增长 19.62%，

是年内第二次销售额超过去年同期，且相比前一次的5月，8月份缺乏节日带动，1-8月累计零售额为1884.50亿元，累计同比增长12.72%，比1-7月份加快0.85个百分点。分品类看，食品类零售总额35.72亿元，同比增长20.57%；服装类零售额同比增长23.96%，较上月加快8.33个百分点，是自2008年10月份以来的最高增速；家电类增速保持平稳。

8月份千家核心商业企业零售指数也为今年以来最高，达到8.4%。其中百货店销售额增长依然最快，同比增速达到11.2%；超市销售额增长依然相对较慢，同比增速为6.3%。在没有节假日效应拉动下，消费淡季不淡的现象在一定程度上反映了消费需求的强势反弹。

2 消费信心明显回升

我们认为个人所得税的纳税额能从侧面反映出城镇居民的工资性收入增长情况。2009年8月个人所得税纳税额的同比增速为13.19%，比上年同期加快1.74个百分点。尽管目前的出口数据依然较差，但订单上升明显，南方城市已经出现了民工荒等情况。这些反映出在金融危机的影响逐渐消退，宏观经济企稳回升的大背景下，居民的收入和就业情况有所改善，并且仍将继续好转。在这种预期下，我们相信消费信心还将继续回升，消费需求有望进一步上扬。

图5：个人所得税纳税额

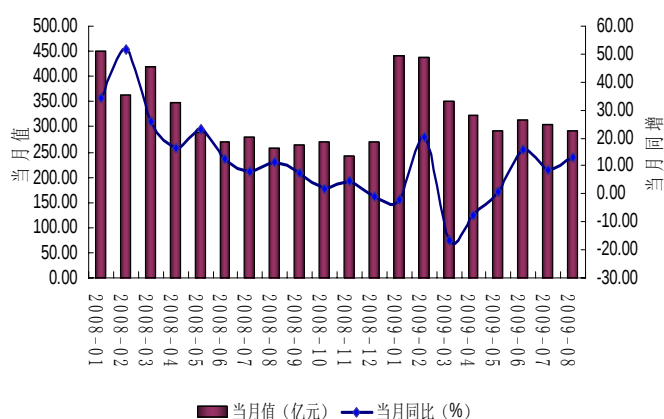
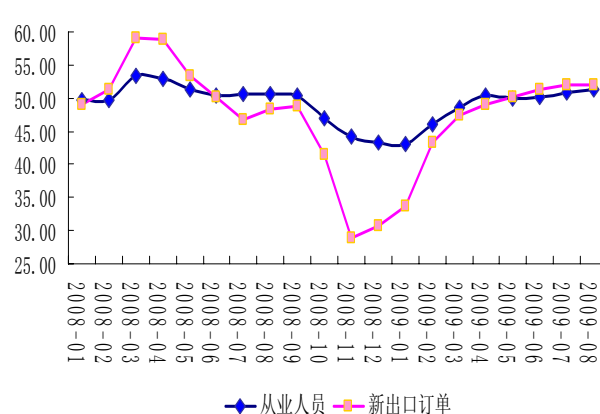


图6：PMI 从业人员和新出口订单指数



资料来源：wind、山西证券研究所

8月消费者信心指数达到88，较7月87.8小幅提升0.2个点，该指数又创出09年的新高；8月消费者预期指数达到88.5，比7月大幅上升了1个百分点，该指标已经连续两个月大幅上升。

图 7：消费者信心指数

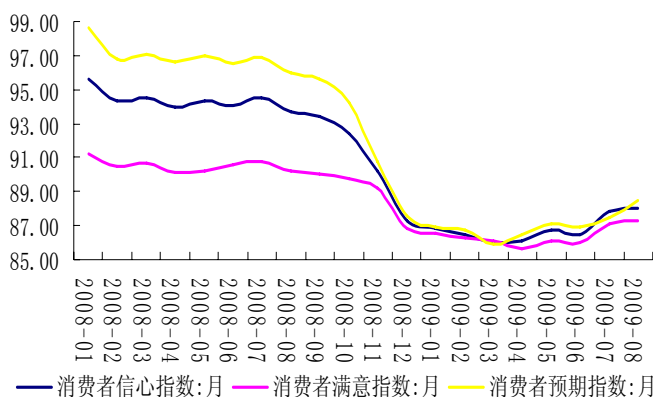
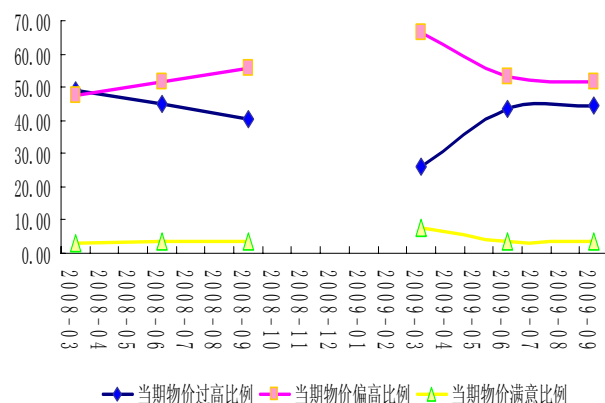


图 8：央行城镇储户问卷调查——物价水平



资料来源：国家统计局、中国人民银行、山西证券研究所

图 9：央行城镇储户问卷调查——收入

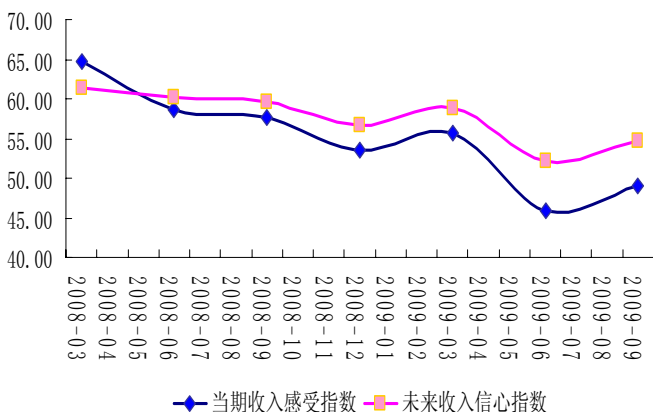
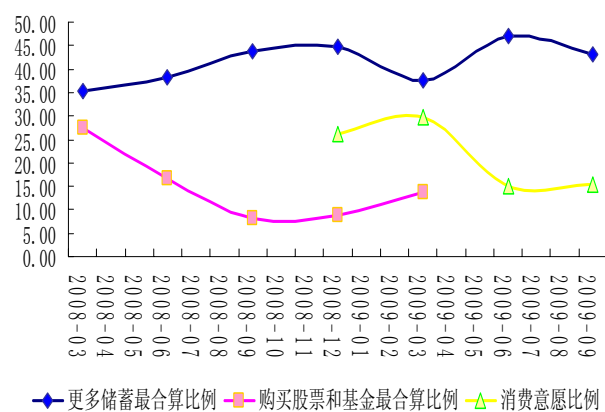


图 10：央行城镇储户问卷调查——意愿



资料来源：中国人民银行、山西证券研究所

央行 24 日发布的第三季度全国城镇储户问卷调查显示，44.6%的居民认为目前物价“高，难以接受”，这一比例比上季度增加 1.3 个百分点；认为物价“偏高”的居民占比为 51.8%，比上季度下降 1.4 个百分点；认为物价令人满意”的居民占比为 3.6%，与上季度基本持平。城镇居民当期收入感受指数为 49.0%，比上季度回升 3.1 个百分点，是自 2007 年下半年以来的首次回升。有 41.0%的居民认为当前就业“形势严峻，就业难”，比上季度下降 4.4 个百分点，但比例依然较高。居民投资意愿不断攀升，消费意愿略有增长，储蓄意愿有所回落。43.1%的城镇居民在安排支出时选择“更多地储蓄”，比上季度的历史最高值 47.0%，回落 3.9 个百分

点。

3 消费金融政策出台-13 家企业有望受益

8 月 13 日，中国银监会正式发布《消费金融公司试点管理办法》，启动消费金融公司试点审批工作，将在北京、天津、上海和成都四地，各批准一家消费金融公司进行试点，专业的消费金融公司年内即将亮相。

消费金融即我们俗称的借贷消费，或者叫分期付款。消费金融公司对“耐用消费品”的首选定向，无疑使得生产、销售家用电器、电子产品这些耐用消费品的厂家商家增厚了它们的业绩支撑点。在试点阶段，4 个试点城市的零售业公司以及业务已经做到了试点城市的销售巨头，消费金融公司的面世，将使之迎来一次绝好的商机，我们统计了一下，A 股上市公司中有 13 家将有望受益于消费金融政策。

目前，苏宁电器已经有外资金金融机构和国内银行与之联手，共同推出个人耐用消费品贷款。据悉，其有消费信贷支持的零售网点，销量增加了 40%。

表 1：有望受益的 13 家 A 股上市公司

证券代码	证券简称	所在地	08 年销售规模(亿元)
600821	津劝业	天津市	6.31
600628	新世界	上海市	26.55
600631	百联股份	上海市	91.77
600655	豫园商城	上海市	78.56
600824	益民商业	上海市	11.84
600827	友谊股份	上海市	255.64
600838	上海九百	上海市	2.34
600828	成商集团	成都市	14.26
600723	西单商场	北京市	23.26
600859	王府井	北京市	101.74
600861	北京城乡	北京市	16.54
600361	华联综超	北京市	86.18
002024	苏宁电器	南京市	498.97

资料来源：山西证券研究所

4 四季度将成为一年中最美的时光

四季度是传统消费旺季，零售市场有望迎来“量价齐升”的可喜态势，加之 08 年四季的低基数效应，我们认为四季度销售增长超预期的可能性较大。

4.1 消费需求趋旺

四季度中国经济将大幅回升，经济增长趋向明显，工业增加值恢复，各行业收入回升预期普遍，四季度消费的外部大环境大大好转，消费信心提振，消费需求将会进一步提升。

图 11：工业增加值同比增速（%）

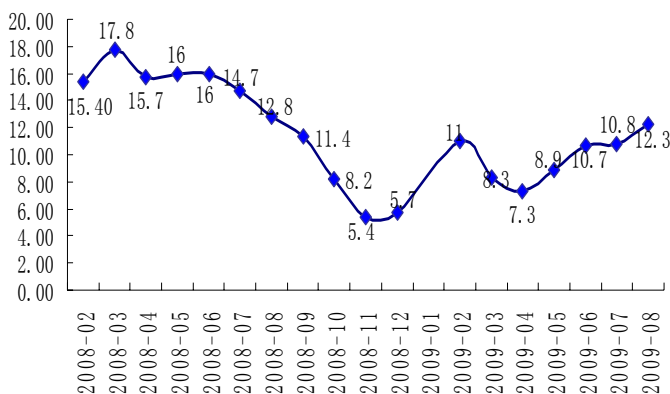
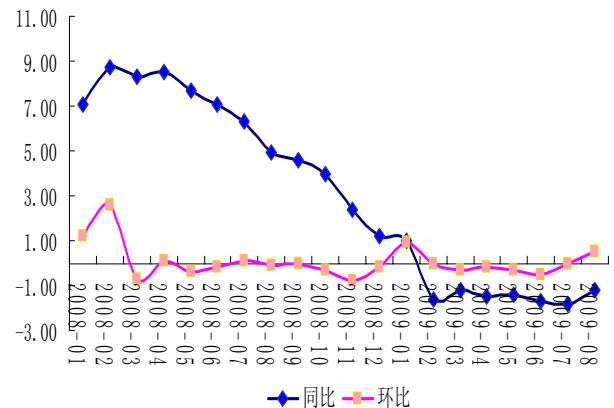


图 12：CPI 变化趋势



资料来源：国家统计局、山西证券研究所

图 13：食品类和服装类 CPI 变化趋势（%）

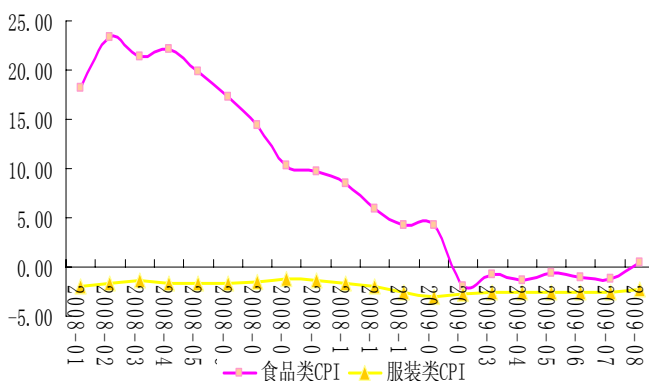
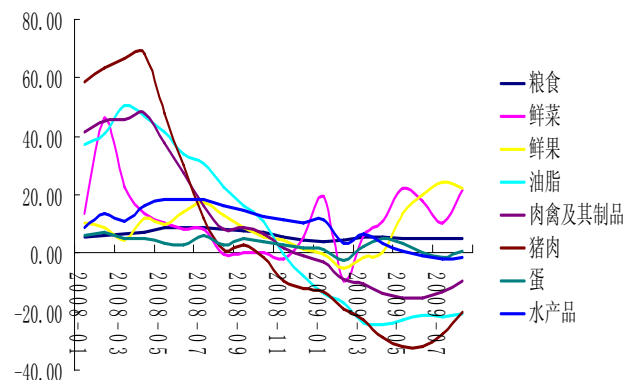


图 14：食品 CPI 各分项变化趋势（%）



资料来源：国家统计局、山西证券研究所

4.2 CPI 由负转正

8 月 CPI 为-1.2%，降幅比上个月收窄 0.6 个百分点，环比增长 0.5%，未来 CPI

将开始触底回升。其中食品类 CPI 从 2 月以来首次转正，达到 0.5%，衣着类 CPI 为-2.3%，降幅也比上个月微幅收窄。猪肉 CPI 已经连续三个月回升，8 月同比降幅收窄为-20.2%，鲜蛋 CPI 也大幅提升到 0.9%。由于食品类商品在 CPI 中占大约 1/3 的比重，8 月份 CPI 或将成为年内物价的“拐点”。在消费需求稳步增长，物价水平提升的背景下，零售企业收入比必将提升。如果公司将成本和费用有效控制，增收增利将不难实现。

4.3 节假日助燃消费旺季

按照历史惯例，三季度是传统的淡季，随着居民消费力和消费需求的回升，四季度和明年一季度将迎来零售旺季，消费者习惯在这个季节外出购物，各零售企业也将加大促销力度，从而带动整个零售业营业额的上升。

2009 国庆消费市场备受瞩目，适逢建国六十周年这一具备象征意义的事件，各地消费气氛将非常火热；国庆与中秋相叠加，假期长达 8 天，为有史以来最长的“长假”，各商家为迎接 8 天长假，也已做足了准备；60 周年大庆与中秋烘托的祥和气氛及婚庆高峰的来临将显著刺激消费需求，预计销售额增速有望超过 20%。

随着元旦、春节两大假日的到来，政府部门也将采取一些消费刺激政策，拉动年末经济消费。在两大利好的影响下，零售业销售旺季有望持续到明年春节以后。

4.4 受益低基数效应

受全球金融危机影响，消费信心受到沉重打击，08 年四季度消费出现了明显的疲软下滑态势，基数效应较低，为 09 年四季度消费的强劲反弹打下基础。为缓解金融危机带来的负面影响，从 08 年四季度起，零售企业加大了打折促销，整体毛利率呈现出下滑趋势，我们认为 09 年四季度零售企业折扣率将相对缩窄，他们将通过引入更好的商品、更丰富的货源、新颖的体验式促销来吸引消费者，有利于毛利率的保持和提升。

5 百货子行业——依旧看好奢侈品消费

5.1 中产阶级崛起

近期，国家统计局首次对国内中产阶层进行了历时 4 个多月的大规模抽样调查，并首次将“中产阶层”量化为年收入在 6 万—50 万元的群体，据预测，未来 5 年内中国将有 2 亿人口进入中产阶层行列，而更乐观的估算是 3.5 亿人。

目前，中国中产阶层家庭占城市家庭总量的 15%左右，到 2025 年，这一比例将达到 60%。一个规模宏大、构成复杂得多的消费群体正在崛起，他们的购买力将重新定义中国的奢侈品消费市场。

5.2 高端百货能迎合奢侈品市场上扬态势

据安永会计师事务所调查，中国大陆的奢侈品消费者目前已占总人口的 13%，约 1.6 亿人，其中有 1000 万—1300 万人是活跃的奢侈品购买者。世界经历了金融危机，但中国是唯一奢侈品市场正增长的国家。在 2008 年全球奢侈品市场的柱状图中，中国市场以 270 亿美元的总值、占据了 10%，其中，内地市场 150 亿美元，占全球市场的 5.5%。2009 年中国奢侈品行业会有 15% 的增长，加上澳门、香港及台湾地区，未来五六年，中国消费者的奢侈品购买量很有可能将占到全球市场的 20%至 25%。预计到 2010 年，中国将有 2.5 亿消费者有能力购买奢侈品，消费总额将达到 2000 亿元。预计到 2015 年，中国奢侈品消费将占全球市场份额的 32%，超过日本。

目前高端百货定位主要是一些奢侈品品牌的销售，新崛起的白领金领阶层开始成为高端百货业服务的主要消费群体。我们认为未来高端百货业将会分享到中国奢侈品市场蓬勃发展的成果，获得加速发展的机会。

6 上市公司业绩向好趋势明显

我们选取了 44 家上市公司作为样本来分析零售企业上半年的业绩情况，其中包括 35 家百货类公司、6 家超市类公司和 3 家消费类家电电子公司。

6.1 营业收入增速逐季加快

我们可以看到 08 年三季度到 09 年二季度零售企业的营业收入同比增速分别为 26.65%、1.26%、2.64%和 8.07%，出现了逐季加快的趋势，我们预计 09 年四季度收入增速将超过 20%。从行业来看，消费类家电电子行业弹性是最大的，在 08 年四季度收入下滑最严重，09 年一季度率先反弹，我们相信房地产市场回暖带来的家电需求，家电下乡、以旧换新的政策刺激，新兴的 3G 产品需求的释放都会为行业未来保持较高速度增长提供有力支撑；超市子行业由于主要销售的是日常生活必需品，弹性相对较小，09 年四季度销售下滑幅度最小，回暖速度也最慢，由于超市收入和消费品价格相关度较高，我们相信随着 CPI 由负转正，超市企业增收增利将会变得较为容易；百货子行业销售的主要是可选消费品，随着经济回暖、消费信心提升，加之各上市公司积极外延扩张步伐的加快，将会保持较高的增速。

表 2：零售公司各季收入增长（%）

证券简称	08Q3		08Q4		09Q1		09Q2	
	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ
合肥百货	28.19	-6.11	19.86	19.52	13.75	31.82	12.97	-23.63
通程控股	17.18	-2.42	-2.21	9.45	14.29	7.15	28.04	11.89
鄂武商 A	35.43	4.32	15.26	30.01	12.57	12.80	20.41	-21.29
开元控股	31.40	-6.42	20.10	22.37	16.03	23.60	12.93	-20.21
昆百大 A	4.95	-16.62	-26.29	45.98	-7.63	-15.56	-19.14	-21.32
西安民生	41.59	15.29	-6.98	19.46	6.85	12.67	20.60	-22.28
中兴商业	11.22	-0.84	15.43	8.58	-1.50	15.07	10.53	-10.79
武汉中商	15.84	1.50	5.39	27.13	0.40	7.88	13.46	-18.50
广州友谊	13.40	11.58	3.98	20.34	0.34	7.89	15.03	-20.60
广百股份	25.46	16.21	-0.06	13.99	-2.02	9.88	33.19	-8.50
商业城	4.51	22.25	-28.13	-5.73	-19.60	1.48	-5.17	-18.91
大厦股份	40.36	15.65	27.83	0.30	26.38	22.80	38.35	-2.87
新世界	31.87	-0.11	43.96	49.79	0.88	-9.79	6.63	-20.99
百联股份	6.16	-3.32	-0.58	26.28	7.67	31.75	11.99	-30.38
豫园商城	40.31	7.59	5.19	-12.39	-3.32	53.57	13.75	-21.42
东百集团	20.60	2.61	12.36	42.08	2.40	-0.78	17.23	-18.96
大商股份	26.63	11.10	15.89	-8.01	-0.80	27.15	10.97	-14.60
欧亚集团	51.40	-39.51	-2.51	80.00	10.90	-14.90	9.27	17.93
南宁百货	31.24	-8.33	7.58	16.79	-3.12	4.10	3.99	-6.69
西单商场	7.91	11.99	11.94	19.21	1.10	-6.39	7.27	-14.17
重庆百货	19.01	-6.89	12.55	28.98	6.62	28.10	13.07	-26.50
兰州民百	14.44	16.65	10.80	12.82	11.47	26.80	24.50	-25.39
新华百货	27.82	9.84	19.98	22.88	6.33	8.96	16.54	-20.75
杭州解百	8.35	2.31	-0.48	41.34	-10.88	-15.29	10.64	-9.68
津劝业	-54.34	60.64	-122.53	-45.90	-13.19	52.29	-18.99	-38.79
成商集团	12.80	19.36	15.96	29.86	9.73	8.63	34.89	-19.89
上海九百	15.97	30.81	-11.05	13.56	-13.27	-37.94	-38.06	-32.82
长百集团	13.58	31.55	8.63	10.64	-2.52	-14.95	1.30	-18.16
银座股份	86.45	20.77	-2.76	4.00	21.84	27.38	26.58	-20.88
王府井	18.52	10.31	-0.26	10.89	-0.60	10.52	7.56	-20.44
北京城乡	5.00	7.81	4.57	14.84	-8.68	20.28	2.56	-31.13
百大集团	-21.26	-15.75	-20.47	45.95	-29.70	-18.76	-17.60	-17.51
渤海物流	18.53	-2.20	15.54	44.60	-1.59	-11.03	5.07	-16.49
益民商业	38.85	-21.25	69.66	30.36	49.50	1.23	9.09	4.97
百货子行业	22.40	3.90	9.91	13.86	3.79	16.67	13.22	-17.97
南京中商	24.42	14.30	4.31	4.67	-9.78	15.96	5.72	-23.80
武汉中百	22.77	4.68	25.30	4.55	7.58	35.91	14.47	-23.04
新华都	30.98	8.59	27.42	9.40	27.63	38.23	35.15	-17.70
华联综超	17.37	11.68	9.99	0.76	8.70	21.10	8.11	-20.67

友谊股份	10.71	-0.08	3.48	-0.34	2.93	14.93	0.75	-11.97
步步高	16.44	0.61	14.88	10.05	6.46	25.07	10.18	-20.44
超市子行业	15.75	3.83	9.55	2.31	4.91	21.31	6.54	-17.32
天音控股	19.22	22.16	-19.92	-36.26	-19.32	15.60	-12.36	-2.64
苏宁电器	45.50	-0.74	-10.85	-18.11	0.16	17.26	10.50	15.94
宏图高科	80.14	5.11	-50.61	-58.16	26.58	172.48	-18.26	-31.78
消费类家电电子子行业	41.49	4.59	-17.47	-27.30	-1.19	27.88	2.38	5.29
零售行业	26.65	4.12	1.26	-2.72	2.64	20.59	8.07	-11.52

资料来源：wind、山西证券研究所

收入增长态势较好的百货类公司有：通程控股、鄂武商、西安民生、大厦股份、兰州民百、新华百货和成商集团；收入增长态势较好的超市类公司有武汉中百、新华都、华联综超和步步高；收入增长态势较好的消费类家电电子类公司是苏宁电器。

6.2 毛利率小幅下滑

表 3：零售公司各季毛利率（%）

证券代码	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
合肥百货	16.06	15.47	18.99	13.34	17.02	18.87
通程控股	22.36	23.28	21.77	24.61	22.79	21.60
鄂武商 A	18.40	21.24	20.98	23.89	19.49	18.87
开元控股	15.84	16.42	16.57	16.29	14.58	16.24
昆百大 A	24.17	29.15	22.35	10.13	22.96	25.81
西安民生	17.79	22.21	19.22	27.49	19.77	24.47
中兴商业	19.64	19.16	17.86	19.12	18.43	18.57
武汉中商	17.17	19.00	20.08	18.34	18.21	17.01
广州友谊	24.10	25.36	23.41	23.58	23.76	23.91
广百股份	20.70	24.78	21.27	21.58	22.26	18.93
商业城	16.07	14.64	15.27	13.84	15.62	14.03
大厦股份	15.30	13.67	11.36	12.25	14.22	13.15
新世界	27.90	33.70	29.07	31.22	24.49	31.59
百联股份	26.23	29.38	29.13	27.27	25.22	27.65
豫园商城	13.92	14.56	13.20	17.43	13.32	14.99
东百集团	23.67	23.83	26.40	22.67	23.41	22.48
大商股份	18.66	19.61	18.22	21.69	20.77	19.82
欧亚集团	15.75	13.33	22.79	16.47	15.47	13.97
南宁百货	15.74	15.54	16.76	18.94	16.63	16.29
西单商场	21.27	23.99	21.87	23.38	21.99	23.35
重庆百货	15.15	16.58	16.03	15.84	14.70	16.45
兰州民百	23.78	25.85	24.63	22.48	21.95	22.49

新华百货	16.15	18.46	18.58	16.53	18.26	20.05
杭州解百	18.11	21.14	18.74	19.45	20.05	19.64
津劝业	14.67	14.42	9.44	20.79	15.48	16.80
成商集团	21.76	25.24	23.15	22.29	20.38	21.97
上海九百	31.59	36.25	20.18	25.72	39.54	38.83
长百集团	28.43	28.88	29.61	30.54	28.25	31.27
银座股份	17.97	18.99	18.65	18.50	18.18	18.53
王府井	18.60	20.43	20.20	16.94	19.13	20.37
北京城乡	20.09	24.44	21.57	21.31	21.53	21.89
百大集团	20.98	20.90	19.69	21.96	24.12	26.29
渤海物流	19.71	26.13	24.79	16.32	17.23	20.47
益民商业	44.80	41.39	40.81	34.73	37.32	38.84
南京中商	18.21	19.19	18.14	18.55	18.52	18.42
武汉中百	17.94	17.71	18.01	19.27	17.52	17.55
新华都	0.00	0.00	18.72	19.22	17.14	20.05
华联综超	18.97	21.28	19.62	18.57	19.86	21.27
友谊股份	19.45	20.95	21.36	22.31	19.63	21.59
步步高	19.15	18.84	19.86	21.08	19.81	18.93
天音控股	9.94	8.04	10.00	11.56	10.05	9.29
苏宁电器	14.26	17.30	17.31	20.19	16.59	17.30
宏图高科	7.15	7.32	7.38	14.36	7.59	9.23
零售	19.14	20.64	19.90	20.44	19.54	19.98

资料来源：wind、山西证券研究所

零售行业的毛利率 09 年上半年出现了小幅下滑，我们认为主要是由于经济下滑的影响，“打折促销”成了零售行业的销售常态，制约了毛利率的提升。我们认为这种状况在 09 年四季度就将被彻底扭转，未来毛利率还有提升空间。毛利率上升态势较好的企业有：合肥百货、西安民生、大商股份、南宁百货、西单商场、新华百货、津劝业、上海九百、百大集团、华联综超、步步高、苏宁电器和宏图高科。

6.3 销售+管理费用率小幅上升

表 4：零售公司各季销售+管理费用率（%）

证券简称	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
合肥百货	10.71	9.76	12.20	6.41	11.36	13.28
通程控股	17.22	17.11	17.27	20.91	18.21	18.45
鄂武商 A	10.36	15.45	14.64	14.98	11.40	15.00
开元控股	8.20	11.74	8.14	8.80	7.20	8.69
昆百大 A	15.79	18.83	21.80	17.25	16.57	20.50
西安民生	13.54	19.94	16.19	17.05	14.31	16.57
中兴商业	14.18	15.03	13.54	16.56	13.43	13.56

武汉中商	11.26	15.53	16.25	15.75	11.81	13.88
广州友谊	10.27	12.51	12.34	10.12	9.29	10.31
广百股份	12.83	14.09	15.64	18.27	13.31	13.07
商业城	13.95	11.01	12.57	15.91	15.19	12.92
大厦股份	8.14	7.76	7.49	8.31	7.92	6.79
新世界	13.12	18.00	16.80	18.31	11.81	13.13
百联股份	14.79	19.79	20.43	19.10	15.05	18.59
豫园商城	6.17	7.86	6.92	11.10	5.83	7.47
东百集团	8.77	14.70	11.86	11.01	10.24	12.42
大商股份	13.45	13.57	22.62	19.22	17.33	15.89
欧亚集团	10.90	7.06	13.44	9.80	10.77	7.99
南宁百货	12.88	12.86	13.88	12.76	14.37	14.14
西单商场	18.10	23.17	20.68	20.55	17.35	20.45
重庆百货	10.59	11.88	13.88	13.43	10.20	14.08
兰州民百	15.46	19.07	16.38	10.77	11.34	15.60
新华百货	9.44	11.58	13.09	12.73	9.89	10.38
杭州解百	9.49	12.43	9.88	16.19	10.57	11.22
津劝业	10.52	19.48	10.81	42.17	13.94	14.93
成商集团	9.75	14.80	14.00	14.90	10.45	12.87
上海九百	42.53	48.72	35.10	24.41	52.71	89.95
长百集团	19.56	23.11	16.04	18.64	20.60	21.37
银座股份	11.30	13.28	12.92	14.23	11.94	11.94
王府井	11.93	13.50	14.96	8.67	12.57	13.72
北京城乡	12.73	16.29	18.92	16.03	15.34	17.95
百大集团	10.10	12.96	11.28	17.39	13.38	12.61
渤海物流	14.29	17.74	17.13	11.92	12.45	16.26
益民商业	22.45	21.38	22.80	23.04	20.83	20.61
南京中商	13.55	14.61	14.68	8.10	13.59	16.68
武汉中百	13.68	15.07	14.19	15.48	13.44	14.77
新华都	0.00	0.00	15.62	15.77	13.93	16.01
华联综超	14.09	18.01	18.49	17.20	16.64	18.55
友谊股份	17.00	17.85	19.86	21.09	17.44	18.58
步步高	13.12	15.62	16.73	17.08	13.32	16.10
天音控股	5.86	6.21	5.61	9.52	7.82	7.83
苏宁电器	9.26	10.45	10.68	14.82	11.42	9.90
宏图高科	4.25	4.03	4.19	10.58	5.04	6.92
零售	12.10	14.02	15.64	14.36	12.87	13.89

资料来源：wind、山西证券研究所

由于企业的租金、员工工资、水电费等各项费用一般具有刚性，收入的下滑导致零售企业的费用率小幅上升，加之促销力度加大也会使销售费用偏高，我们相信随着行业的回暖，费用率将保持稳定。费用率下降态势较好的企业有开元控股、中

兴商业、武汉中商、广州友谊、广百股份、大厦股份、新世界、百联股份、豫园商场、西单商场、兰州民百、新华百货、成商集团、银座股份、渤海物流、益民商业和武汉中百。

6.4 业绩回暖明显

表 5：零售企业各季净利润增速（%）

证券简称	08Q3		08Q4		09Q1		09Q2	
	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ	YOY	QOQ
合肥百货	50.62	41.25	3.49	74.73	58.16	-14.73	87.59	-10.86
通程控股	-28.86	-15.45	-57.44	46.80	0.39	1.79	101.61	59.58
鄂武商 A	47.30	8.48	9.03	242.99	17.54	9.10	122.05	-19.53
开元控股	-27.22	176.88	-37.99	4.63	-4.96	29.78	200.66	-20.03
昆百大 A	-517.85	-1,370.91	-89.94	565.48	44.93	-76.39	242.57	-78.10
西安民生	24.93	25.10	912.19	768.66	39.28	-68.06	219.75	-7.86
中兴商业	-5.61	65.52	-17.70	-9.85	-5.28	75.83	115.70	-17.79
武汉中商	360.04	48.46	-60.70	40.72	24.49	408.18	247.23	-67.29
广州友谊	19.40	-17.80	29.69	85.28	2.94	-3.34	17.32	-20.31
广百股份	-4.63	-49.93	87.70	42.81	3.60	66.39	-30.99	-42.00
商业城	97.95	-129.04	-206.73	-37,085.49	2,698.65	161.90	-6,290.45	-192.62
大厦股份	41.04	-31.74	-5.28	1.89	-6.99	135.23	84.11	12.54
新世界	0.06	-42.11	-18.57	72.54	-7.38	5.07	31.80	25.59
百联股份	-18.00	-41.01	-13.27	149.76	3.81	26.87	-1.92	-47.53
豫园商城	-55.31	-51.23	-88.94	9.37	15.01	219.24	50.72	-11.49
东百集团	57.23	32.52	20.47	-9.04	-9.20	40.59	-6.07	-44.57
大商股份	-27.25	-80.83	-290.03	-190.25	-99.21	105.45	-42.39	6,008.57
欧亚集团	30.53	-25.56	25.23	35.37	5.14	-43.84	7.34	89.68
南宁百货	144.53	5.66	54.70	36.23	-25.67	-56.34	5.68	68.13
西单商场	-232.15	36.92	-1,481.27	-468.98	70.66	165.18	153.86	-76.98
重庆百货	-38.66	-69.81	117.07	176.84	1.35	60.99	-55.50	-66.94
兰州民百	-71.02	25.14	-44.35	238.03	-46.63	47.49	230.33	-43.54
新华百货	47.62	-8.54	140.57	-21.65	32.08	139.23	69.91	-0.89
杭州解百	28.58	-13.35	-20.47	-46.51	-7.13	160.59	1.00	-16.38
津劝业	36.82	36.65	-4,124.52	-5,895.26	-58.76	102.48	108.47	-90.99
成商集团	-37.40	-7.81	91.90	148.78	-18.72	-31.77	150.24	59.92
上海九百	-43.44	116.54	-65.03	1,436.53	-43.91	-45.60	1,681.76	1,043.99
长百集团	70.81	195.18	-927.94	-1,013.85	76.34	102.08	129.50	62.79
银座股份	33.31	-10.51	-10.92	-16.10	-4.44	78.47	8.74	-10.93
王府井	11.70	-37.62	-9.31	51.92	-5.30	15.32	15.69	5.86
北京城乡	-35.61	-26.49	31.31	301.77	2.15	-27.92	4.36	-50.98
百大集团	-12.62	4.21	43.71	-6.11	6.40	101.17	103.63	3.46

渤海物流	-3.64	-66.79	7.36	641.66	3.14	-52.37	-1,188.36	-1,027.84
益民商业	45.71	-27.62	-39.55	-54.15	13.33	172.35	14.38	26.56
南京中商	11.22	2,006.54	15.87	842.66	-85.87	-91.37	2,688.62	66.99
武汉中百	15.00	40.30	31.83	43.71	15.61	21.84	26.04	-48.69
新华都	10.76	0.00	-4.28	26.62	-30.25	54.50	25.79	24.41
华联综超	-90.08	-91.05	-84.38	287.09	-40.30	186.85	-57.85	-57.59
友谊股份	-49.31	-28.62	-141.56	-160.43	1.94	307.38	34.24	50.08
步步高	2.73	-5.19	10.69	84.79	3.04	96.16	8.29	-68.49
天音控股	-30.61	377.44	-67.91	-38.39	-44.82	-0.58	-9.61	-69.09
苏宁电器	56.22	-8.80	7.07	-24.94	10.21	3.59	17.90	66.27
宏图高科	343.88	273.54	146.11	-54.87	32.43	-1.98	-74.86	-80.36
零售	-23.3	-32.56	-47.66	32.05	-2.85	67.67	31.85	-11.7

资料来源：wind、山西证券研究所

零售企业 09 年以来业绩回暖趋势明显，净利润增长态势较好的企业有：合肥百货、通程控股、鄂武商、昆百大、西安民生、武汉中商、豫园商城、欧亚集团、西单商场、新华百货、长百集团、百大集团和友谊股份。

7 投资策略

表 6：09 年各月零售板块与沪深 300 涨幅（%）

月份	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
零售	10.7	11.48	19.24	12.66	4.59	9.38	5.76	-10.4	5.16
沪深 300	15.89	7.38	20.35	5.07	5.37	9.88	19.58	-20.4	3.04
零售 VS 沪深 300	-	-	-	+	-	-	-	+	+

资料来源：wind、山西证券研究所

从年初至今，沪深 300 的累计涨幅达到 77.26%，零售板块达到 84.79%，略强于沪深 300。从年初至 4 月，零售板块的累计涨幅都落后于沪深 300，只在 4 月强于沪深 300 同步，而从 5 月至 7 月落后，在 8 月和 9 月又显著强于沪深 300。由于四季度零售企业业绩有很大可能会超预期表现，我们给予行业“谨慎看好”评级。

表 7 重点关注公司盈利预测与评级

证券代码	证券简称	9 月 29 日收盘价	EPS			PE			评级
			2008	2009	2010	2008	2009	2010	
000516.SZ	开元控股	6.540	0.2	0.26	0.27	32.70	25.15	24.22	增持
000715.SZ	中兴商业	8.560	0.23	0.33	0.44	37.22	25.94	19.45	买入
000785.SZ	武汉中商	9.200	0.15	0.26	0.35	61.33	35.38	26.29	中性
600631.SH	百联股份	12.970	0.32	0.35	0.46	40.53	37.06	28.20	买入
600697.SH	欧亚集团	18.560	0.67	0.8	1.03	27.70	23.20	18.02	买入

600814.SH	杭州解百	6.710	0.25	0.28	0.33	26.84	23.96	20.33	买入
600858.SH	银座股份	19.810	0.32	0.35	0.44	61.91	56.60	45.02	买入
000759.SZ	武汉中百	10.200	0.31	0.36	0.43	32.90	28.33	23.72	增持
600361.SH	华联综超	7.470	0.24	0.27	0.31	31.13	27.67	24.10	中性
600827.SH	友谊股份	13.280	0.33	0.49	0.59	40.24	27.10	22.51	买入
600122.SH	宏图高科	12.070	0.33	0.52	0.82	36.58	23.21	14.72	买入

资料来源：公司公告、山西证券研究

表 8：重点推荐公司投资要点

上市公司	投资要点
杭州解百	● 公司收购租赁了元华商城，对杭州新世纪商厦大酒店进行改建，并积极进行解百商厦 AB 楼改建的规划报批。 ● 公司正在对义乌解百进行扩建升级，预计改造完成首营业收入将比 08 年增长一倍。 ● 公司拥有核心商圈物业面积超过 13 万平米，商业地产重估增值空间巨大。
欧亚集团	● 鉴于公司的区域垄断地位和优良的管理能力，我们认为公司具有较强的内生增长潜力。 ● 公司利润的主要来源欧亚商都定位于高端百货，已进入快速发展时期，有望达到 25% 以上的销售增长；公司的超市业务从 2007 年才开始发展，规模效应的显现+生鲜卖场的扩大会进一步提升业绩。 ● 欧亚卖场可开发面积达 107 万平米，目前已开发 46 万平米，将成为未来重要的业绩增长点。09 年 4 月 30 日开业的春城购物中心目前只有 1、2 两层营业，3 层以上预计 8 月后开业。通化购物中心项目目前接近尾声，预计下半年会带来亏损。白城欧亚购物中心正在建设中，预计 2010 年 10 月完成 4.5 万平方米的一期工程。到 2009 年 10 月，沈阳联营建筑面积将达到 9.8 万平方米，其中商业经营面积为 5 万多平方米。
中兴商业	● 预计沈阳商业大厦三期工程将在 2010 年三季度开业，将增加公司营业面积 5.9 万平方米，增加 600 个车位。 ● 沈阳大厦将进行逐步向高档百货过渡的结构性调整，毛利率仍有提升空间。 ● 2008 年新开设的抚顺时代广场和中兴长江精品商厦也将逐步度过市场培育期。

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。