

分析师：张丽华

执业证书编号：S0050210010166

Tel: 010-59355982

Email: zhanglh@chinans.com.cn

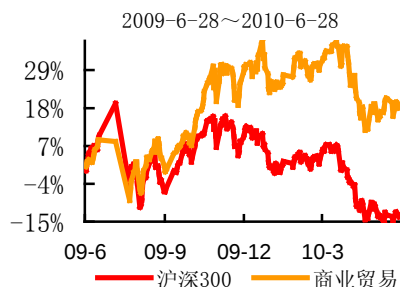
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

商业贸易**投资评级**

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持

市场数据

商业贸易行业指数	3974.48
沪深300指数	2736.29
上证指数	2552.82
深证成指	10104.83
中小板指数	5656.81

行业指数相对沪深300表现**相关研究****行业研究小组****下半年增速或放缓 长期增长趋势不变****商业零售下半年投资策略****投资要点**

- 从2009年三季度开始，零售行业逐渐摆脱金融危机影响，走出低谷，行业发展势头良好，尤其是2010年一季度行业增速明显提升。我们认为2010年下半年，行业的增长趋势仍将维持，但是由于2009年下半年基数较高，行业增速或将有所放缓。
- 消费增长源于居民收入水平持续增长以及居民消费意愿的增强。我国现阶段经济转型的需要、收入分配制度预期即将出台，具有较强消费能力的消费人群规模的日益壮大，都标志着我国零售行业将正处于黄金发展阶段，强劲的居民需求预示着未来5-10年行业有望保持高速增长。
- 零售行业各业态销售商品涵盖范围广，涉及居民衣、食、住、行多方面，即包括低端消费又囊括中、高端消费。我国居民收入水平、地区经济发展差距明显。中低收入人群收入增加，消费能力的增强有利于低端消费品销售，而中高端消费人群的壮大引发的消费升级将增加中、高端商品的需求。我们看好零售行业各业态的发展空间，认为未来最具成长能力的企业，是具备在合适的区域经营合适的业态，拥有优秀管理团队又具备长远目标的企业。
- 通货膨胀及零售行业加薪潮的到来或在短期内对零售企业盈利能力产生影响。目前，温和的通胀对零售行业表现为正面影响，尤其是渠道能力出色、成本转嫁能力强的企业将受益通胀。我们认为加薪潮的最终将席卷至劳动密集型的零售企业，目前人工成本占营业成本30%左右，人工成本的增加将降低企业的盈利水平。
- 我们维持行业的“推荐”评级，看好拥有较大市场份额，不断进行外延式发展的中西部地区百货行业龙头，建议投资者关注鄂武商A、友阿股份、合肥百货、重庆百货；另外，关注超市行业中的武汉中百、步步高，武汉中百业绩稳健、渠道能力强；步步高或受益于业态的丰富、管理能力的提高；关注家电连锁企业龙头苏宁电器，出色的管理能力及不断扩张的业务领域，使得公司仍有望保持高速增长。
- 风险提示：经济增速低于预期；职工薪酬上涨幅度高于预期。

正文目录

一、行业发展现状——趋势延续，增速会有所放缓	4
1、宏观指标向好	4
2、行业数据	5
二、行业发展推动因素	6
1、行业发展因素	6
2、行业发展契机	6
3、行业发展空间	8
三、行业发展趋势分析	8
1、行业整体发展趋势	8
2、各子行业发展情况	10
四、行业盈利状况	13
1、整体判断	13
2、短期影响因素分析	14
五、投资标的及投资风险	16

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额同比增长率 (%)	4
图 2: CPI 同比增幅	4
图 3: 消费者信心指数	5
图 4: 百家零售企业零售销售增速 (%)	5
图 5: 消费占 GDP 比重	6
图 6: 2008 年各省市人均 GDP 水平 (%)	7
图 7: 2008 年各省市城市化率 (%)	7
图 8: 2008 年我国的年龄构成	8
图 9: 百货类公司分季度毛利率变化 (%)	11
图 10: 百货类公司季度营业费用率变化 (%)	11
图 11: 百货类公司分季度管理费用率变化 (%)	11
图 12: 百货类公司季度财务费用率变化 (%)	11
图 13: 超市类公司分季度营业收入增速对比 (%)	12
图 14: 超市类公司分季度扣除非经常损益后净利润增幅对比 (%)	12
图 15: 超市类公司分季度毛利率 (%)	12
图 16: 超市类分季度营业费用率 (%)	12
图 17: 超市类公司分季度管理费用率 (%)	12
图 18: 超市类公司分季度财务费用率 (%)	12
图 19: 家电连锁公司营业收入增速对比 (%)	13
图 20: 家电连锁类公司营业费用率 (%)	13
图 21: 家电连锁公司管理费用率 (%)	13
图 22: 家电连锁类公司财务费用率 (%)	13
图 23: 商业利润率水平	14
图 24: 商业费用率水平	14
图 25: 商业板块 PE	17
表 1: 部分省市上调最低工资情况	7
表 2: 2000 年至今零售企业 IPO 数据	9
表 3: 2006 年至今零售企业增发数据	9
表 4: 2006 年至今零售企业配股数据	9
表 5: 1Q2008 年-1Q2010 年百货类公司营业收入增速 (%)	10
表 6: 1Q2008 年-1Q2010 年百货类公司归属于上市公司净利润增速 (%)	10
表 7: 1Q2008 年-1Q2010 年超市类公司营业收入增速 (%)	11
表 8: 1Q2008 年-1Q2010 年超市类公司归属于上市公司股东净利润增速 (%)	12
表 9: 零售企业业绩预告	14
表 10: 部分零售企业用工情况	15

一、行业发展现状—趋势延续，增速会有所放缓

1、宏观指标向好

(1) 社会消费品零售总额

2010年5月份，社会消费品零售总额1.25万亿元，同比增长18.7%，比上年同月加快3.5个百分点，比4月份加快0.2个百分点。1-5月累计，社会消费品零售总额6.03万亿元，同比增长18.2%，比上年同期加快3.2个百分点，比1-4月加快0.1个百分点。

按经营单位所在地分，5月份，城镇消费品零售额1.08万亿元，同比增长19.1%；乡村消费品零售额1637亿元，增长15.8%。

按消费形态分，5月份商品零售11021亿元，增长18.9%。在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额4669亿元，增长31.1%。

图1：社会消费品零售总额同比增长率（%）

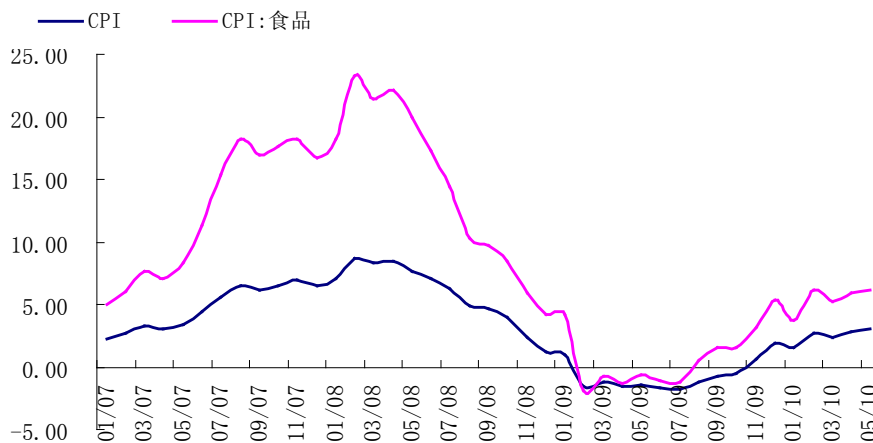


数据来源：国家统计局 民族证券

(2) CPI

5月份，居民消费价格同比上涨3.1%。其中，城市上涨2.9%，农村上涨3.3%；食品价格上涨6.1%，非食品价格上涨1.6%；消费品价格上涨3.4%，服务项目价格上涨1.8%。1-5月份，居民消费价格同比上涨2.5%。此次物价上涨推动因素主要是食品价格的上涨。

图2：CPI 同比增幅

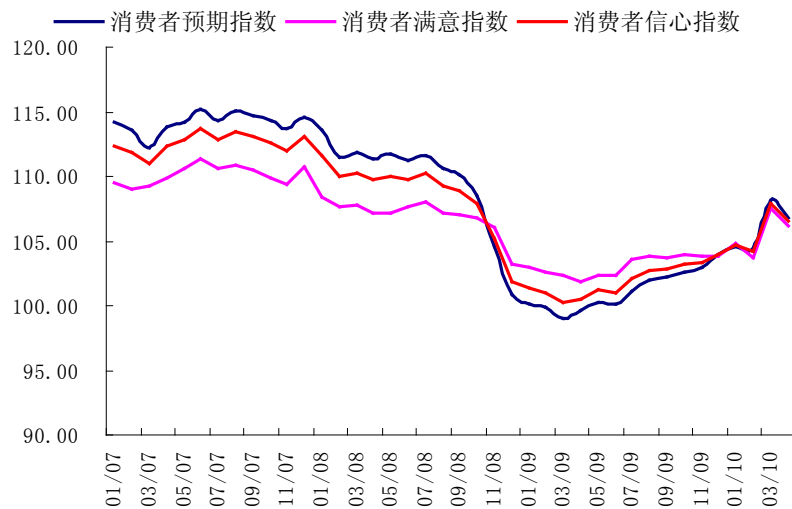


数据来源：国家统计局 民族证券

(3) 居民信心指数

2009 年一季度，消费者信心指数下降至谷底，随着经济形势的好转，消费者信心指数持续回升，显示了居民对经济形势持乐观态度。

图 3：消费者信心指数

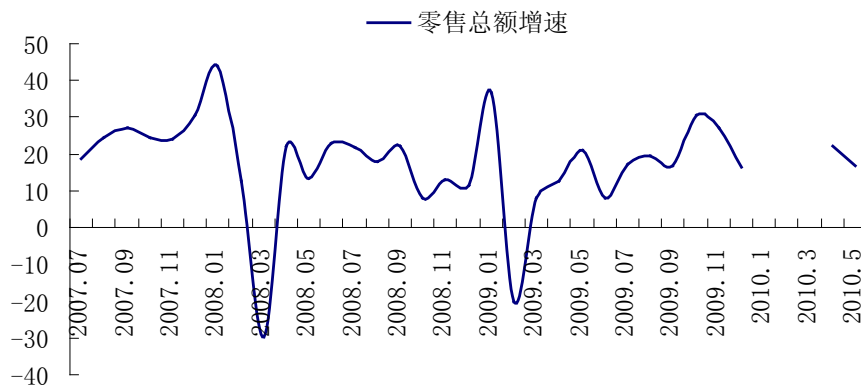


数据来源：国家统计局 民族证券

2、行业数据

2010 年 5 月，百家大型零售企业零售额同比增速为 17.0%，比上年同期下滑了 3.9 个百分点，是今年零售额增速首次低于上年同期的月份，增速明显趋缓。导致增速减缓主要是受端午节滞后至 6 月份的影响。

图 4：百家零售企业零售销售增速（%）



数据来源：国家统计局 民族证券

分类别看，服装类和日用品类零售额增速上涨幅度较大。首先，受倒春寒影响，原本应该在 4 月份就开始夏装销售，推迟到了 5 月份，带动服装类销售增速达到 22.27%，比上年同期上涨了 3.5 个百分点；而迟来的换季清洗同样拉动洗涤类产品的销售，带动日用品类增长 23.35%，同比提高 9.76 个百分点。

食品类和家用电器类增速上涨幅度较小。食品受端午节滞后等因素影响较大，增速仅为 18.75%，同期小幅提高 1.74 个百分点；而随国家对房地产业打压力度不断加大，影响耐用消费品销售，带动家用电器类增速为 14.48%，仅比上年同期增长 0.27 个百分点。此外，其他与房地产市场相关的商品也销售不佳。如建筑及装潢材料类、家具类等商品销售趋缓甚至下滑。

而主要商品类别中，化妆品类、金银珠宝类增速也明显趋缓。天气变化反复无常，夏季商品

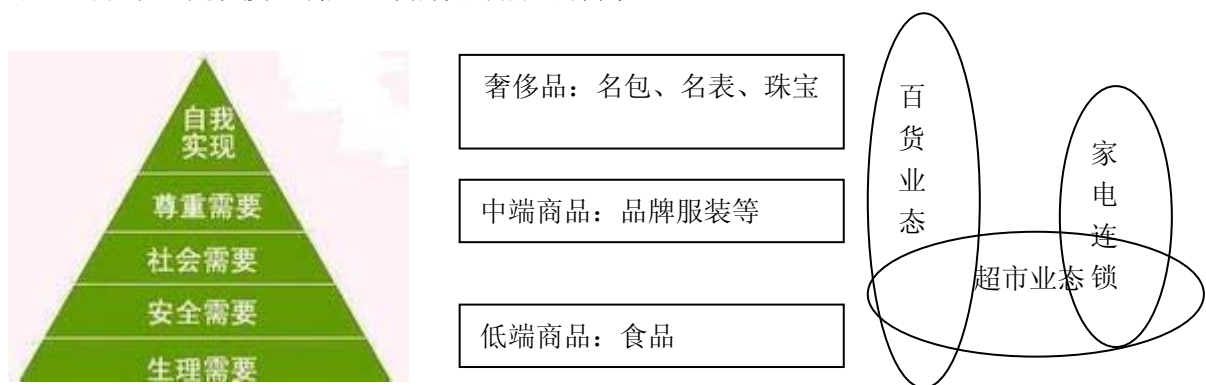
较同期启动晚，花露水等日用化妆品销售不畅，带动化妆品类增长 16.79%，同比下滑 1.52 个百分点；而国际铂金价格的下滑，使得白金饰品销售不如往年，影响金银珠宝类增长 26.33%，相比上年同期降低 12.12 个百分点。

二、行业发展推动因素

1、行业发展因素

居民消费需求主要取决于居民消费能力、消费倾向及消费习惯等因素。消费能力由人均 GDP 和居民储蓄率决定。消费倾向和消费习惯则取决于社会保障体系、消费者的文化水平等多重因素。消费倾向与消费习惯一旦形成，短期之内不会发生波动。消费倾向的提高，消费习惯的改变可以促使消费者将潜在需求转变为实际需求。

心理学中的马斯诺需求层理论，将个人的需求划分为五个层次，及生理需要、安全需要、社会需要、尊重需要、自我实现。零售行业作为商品的终端提供者，由于商品涵盖范围广、差异大，因此可以从一定程度上满足五个层次的相应需求。

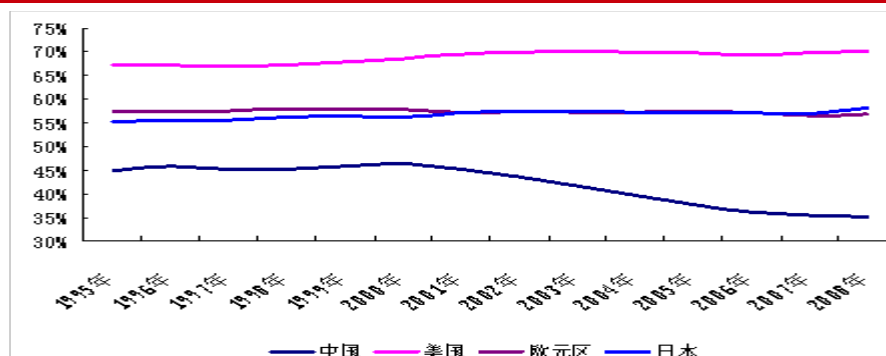


2、行业发展契机

正如前面所述，消费行业的增长受制于居民收入增长、消费意识的增强。我们认为现阶段，消费行业正处于黄金发展期。未来，相关消费行业将经历长期持续的增长。

(1) 天时

图 5：消费占 GDP 比重



数据来源：国家统计局 民族证券

我国改革开放的 30 年后，以政府投资拉动的经济增长模式及以出口为导向的增长模式面临着重大考验，地区发展不平衡、收入差距大的问题愈加突出。2010 年中央经济工作会议，再一次强调加大经济结构调整力度，提高经济发展质量和效益。要加大国民收入分配调整力度，增强居民

特别是低收入群众消费能力。未来，以内需增长拉动经济增长的模式未来将成为推动经济增长的主要模式。

拉动内需，需要提高居民的可支配收入。从整体的收入水平上看，虽然我国人均 GDP 已达到 3000 美元，据国家统计局数据，从 1997 年到 2007 年的 10 年间，劳动者报酬占 GDP 的比重从 53.4% 下降到 39.74%，同时研究部门数据显示，农民工的工资在过去 10 年的最初几年增长了 2%至 5%，在 2004-07 年期间增长大约 7%，而 2008 年才增加了 16%。不仅如此，普通工薪族的收入增幅已多年远远落后于 GDP 和财政收入的增幅，影响了居民消费水平的提高。

近期，富士康、沈阳肯德基等一系列的劳资纠纷使得提高居民收入尤其是低收入人群的收入水平更为迫切。

目前，发改委、全国人大财经委、人保部等多部门牵头在各地就收入分配进行相关调研，收入分配改革方案市场预期今年年内出台，方案着力增加低收入群体收入。

改革方案的出台、落实未来将带动大众需求。目前多个城市已经提高最低工资标准。

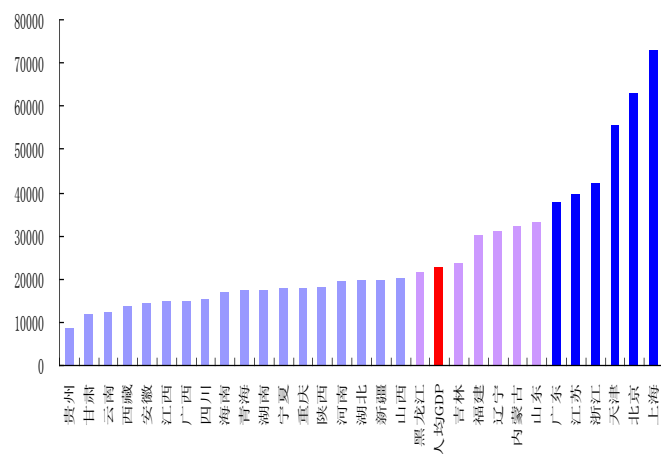
表 1：部分省市上调最低工资情况

日期	政策
2010 年 4 月 1 日	上海月最低工资标准于 4 月 1 日上调至 1120 元。
2010 年 4 月 1 日	浙江省最低月工资标准调整，最高一档的最低月工资标准提高到 1100 元。
2010 年 7 月 1 日	北京最低工资标准将从现行的每月 800 元上调至 960 元，涨幅达 20%，比常年平均增速高出近一倍。
2010 年 5 月 1 日	广州最低工资标准上调至 1100 元，新标准从 5 月 1 日起正式实施；
2010 年 7 月 1 日	深圳最低工资亦从 7 月起统一提至 1100 元。

(2) 地利

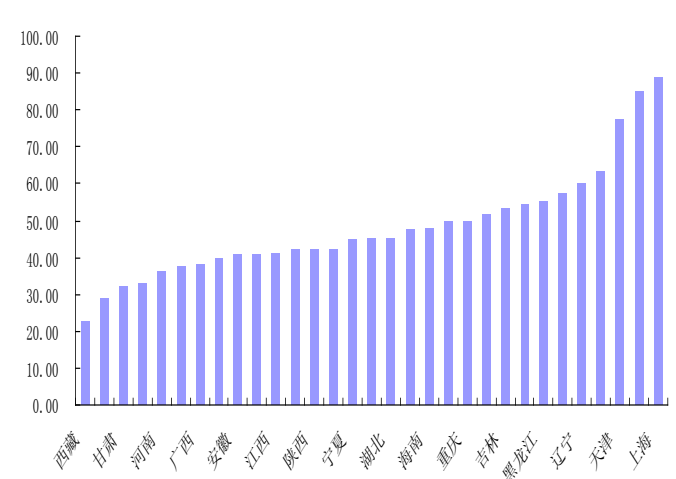
中国的经济发展不平衡、地区差距大。巨大的差异为不同业态的零售企业提供了空间。

图 6：2008 年各省市人均 GDP 水平 (%)



资料来源：wind，民族证券

图 7：2008 年各省市城市化率 (%)

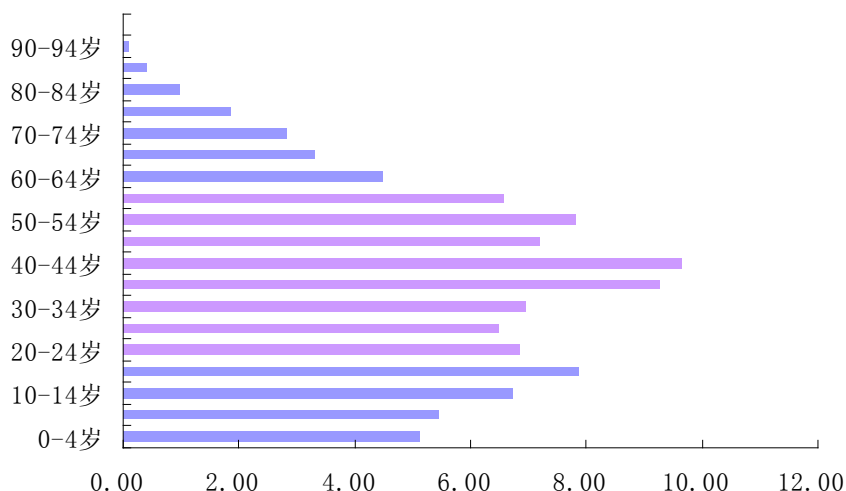


资料来源：wind，民族证券

(3) 人和

社会保障制度、居民受教育水平等等决定了居民的消费倾向。从年龄结构分析，目前消费意愿强的 80 后、90 后，逐渐成为消费人群中的主流，预示着中国的零售行业有望同上述人群一起成长。

图 8：2008 年我国的年龄构成



数据来源：国家统计局 民族证券

3、行业发展空间

以目前的人口规模、收入结构计算，低收入人群收入的增加将改善其消费倾向，食品、低端服饰、家用电器的需求将随之增加；中等收入人群正经历消费升级，品牌服饰、中高端电器等商品将经历高速增长；高收入人群的规模不断壮大，此类人群对奢侈品的需求旺盛，正吸引越来越多的奢侈品商家进入无限广阔的中国市场。

三、行业发展趋势分析

1、行业整体发展趋势

零售行业正处于快速成长通道。2009 年我国零售百强企业销售规模达到 1.37 万亿元，同比增长 13.2%，在社会消费品零售总额中所占比重为 10.9%。2005-2009 年我国零售百强销售规模持续扩大，年净增长规模均在千亿元以上，其中 2009 年销售规模相比 2008 年净增加 1,599 亿元。

各业态对市场的渗透日益深入，从一线发达市场渗透至二、三线市场，再延伸至四、无线市场；从城市中心商圈延伸至城市周边区域、郊县区域。

从业态分析，新兴业态层出不穷。连锁经营协会统计的数据显示，2007 年以前，我国零售百强企业中，单一业态企业一直占据着比较大的比重，但随着零售市场的不断发展，零售企业业态多样化发展态势逐渐明显，特别是百超模式、超市+便利店等多业态形式逐渐成为零售企业的主体业态。2008 年，零售百强企业中多业态企业首次超过单一业态企业，2009 年，零售百强企业中多业态企业数量进一步增加，达到 63 家。

巨大的消费市场，促使零售商做大做强抢占商机。一些大型零售企业利用地方政府的政策优势、区域市场的竞争优势，把做大做强区域市场作为重要的发展战略，通过开店、并购等方式，促进区域规模、地位的提高。零售百强企业并购呈现出区域化、向二三线城市延伸的明显趋势。

从零售企业通过二级市场融资规模，我们可以明显的发现巨大的消费市场正吸引着企业不断的扩张。

表 2：2000 年至今零售企业 IPO 数据

证券代码	证券简称	首发募集资金（亿元）	首发上市日期	首发市盈率(摊薄)
000301.SZ	东方市场	4.389	2000-05-29	22.89
600234.SH	ST 天龙	1.677	2000-06-15	26.58
000987.SZ	广州友谊	2.448	2000-07-18	32.8
600280.SH	南京中商	2.226	2000-09-26	31.8
600306.SH	商业城	2.556	2000-12-26	34.22
600361.SH	华联综超	3.95	2001-11-29	18.92
600415.SH	小商品城		2002-05-09	
600327.SH	大厦股份	3.76	2002-06-25	19.96
600515.SH	*ST 筑信	2.3	2002-08-06	20
002024.SZ	苏宁电器	4.0825	2004-07-21	11.26
002187.SZ	广百股份	4.672	2007-11-22	25.96
002251.SZ	步步高	9.128	2008-06-19	29.98
002264.SZ	新华都	3.216	2008-07-31	27.91
002277.SZ	友阿股份	9.79	2009-07-17	31.58
300022.SZ	吉峰农机	3.976	2009-10-30	57.26
002336.SZ	人人乐	26.98	2010-01-13	49.05
002344.SZ	海宁皮城	14	2010-01-26	69.33
002416.SZ	爱施德	22.5	2010-05-28	49.45
002419.SZ	天虹商场	20.04	2010-06-01	46.51

资料来源：wind 民族证券

从 2009 年 IPO 重启后零售企业 IPO 数据与之前几年零售企业 IPO 数据对比后，可以发现零售企业呈现首发速度加快、融资规模明显增加、首发市盈率增高的特点，凸显出一方面零售企业更为依赖融资平台满足其发展需要，另一方面也表现二级市场愈加认可零售企业的成长。

表 3：2006 年至今零售企业增发数据

证券代码	证券简称	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
000564.SZ	西安民生	19495.77				
002187.SZ	广百股份	18406.18				
600858.SH	银座股份	121252.77				
000829.SZ	天音控股				71909.5	
002024.SZ	苏宁电器		305522.30	243000		120000
600122.SH	宏图高科	141257.19	89250			
600361.SH	华联综超					60000
600162.SH	香江控股			147926.41		
600415.SH	小商品城			340700.00		

资料来源：wind 民族证券

表 4：2006 年至今零售企业配股数据

证券代码	证券简称	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
000516.SZ	开元控股		31510.86			
600858.SH	银座股份				80585.83	
000759.SZ	武汉中百	61101.72		44914.83		
600824.SH	益民商业					21883.44

资料来源：wind 民族证券

2、各子行业发展情况

(1) 百货行业

由于各区域居民消费习惯差异明显，百货公司的相比企业零售业态具有更多的地域特点，因此，百货门店的扩张速度较慢，尤其是二、三线城市的竞争相对较低。

表 5：1Q2008 年-1Q2010 年百货类公司营业收入增速（%）

		1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
000417.SZ	合肥百货	35.17	25.04	28.19	19.86	13.75	12.97	18.54	22.41	22.32
000501.SZ	鄂武商A	27.50	26.72	35.43	15.26	12.57	20.41	25.71	21.79	35.09
600858.SH	银座股份	31.66	34.74	65.64	21.60	21.84	26.58	13.79	37.78	38.69
600682.SH	南京新百	-2.75	0.34	12.22	7.86	-12.25	-16.27	-19.44	-12.08	12.63
002277.SZ	友阿股份							16.17	33.15	32.86
600712.SH	南宁百货	17.80	23.00	31.24	7.58	-3.12	3.99	6.45	29.62	29.39
600729.SH	重庆百货	31.08	4.15	19.01	12.55	6.62	13.07	10.78	25.72	16.57
600778.SH	友好集团	4.36	4.46	11.35	16.54	24.55	57.96	7.94	27.07	28.37
600785.SH	新华百货	2.71	12.57	27.82	11.09	6.33	16.54	20.53	16.63	25.79
600828.SH	成商集团	1.43	-10.20	12.80	15.96	9.73	34.89	20.54	22.91	5.72
600859.SH	王府井	25.01	14.75	18.52	-0.22	-0.60	7.56	7.13	22.89	29.91
600628.SH	新世界	42.69	30.49	31.87	43.96	0.88	6.63	7.27	-0.85	3.50
600631.SH	百联股份	19.94	9.25	6.16	-0.57	7.67	11.99	14.21	15.34	24.61
600655.SH	豫园商城	75.50	38.14	40.31	5.19	-3.32	13.75	7.70	6.33	13.68
600838.SH	上海九百	-18.90	0.40	15.97	-11.05	-13.27	-38.06	-52.05	-33.38	-6.46
000987.SZ	广州友谊	25.37	16.24	13.40	3.98	0.34	15.03	10.98	26.63	22.86
002187.SZ	广百股份	29.59	9.05	25.46	-3.70	-2.02	33.19	14.74	3.63	25.48
600694.SH	大商股份	30.72	29.68	23.72	19.27	-0.80	10.97	10.57	32.16	19.72
600697.SH	欧亚集团	52.22	53.91	51.40	-2.51	10.90	9.27	27.06	14.82	28.04
000715.SZ	中兴商业	3.90	1.63	11.22	15.43	-1.50	10.53	13.28	14.65	15.77
600693.SH	东百集团	38.09	20.18	20.60	12.36	2.40	17.23	15.88	21.59	28.56

资料来源：wind 民族证券

表 6：1Q2008 年-1Q2010 年百货类公司归属于上市公司净利润增速（%）

		1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
000417.SZ	合肥百货	14.14	46.69	50.62	3.49	58.16	87.59	98.27	45.35	55.71
000501.SZ	鄂武商A	43.72	33.66	47.30	9.03	17.54	122.05	48.66	5.88	35.32
002277.SZ	友阿股份							-12.85	70.61	56.84
600682.SH	南京新百	26.12	30.27	-64.67	102.19	-6.34	-45.05	45.98	9034.45	21.22
600858.SH	银座股份	38.50	-0.30	33.31	-10.92	-4.44	8.74	-18.79	-69.62	2.20
600712.SH	南宁百货	57.67	539.39	144.53	54.70	-25.67	5.68	-39.14	110.33	209.95
600729.SH	重庆百货	95.72	68.92	-38.66	117.07	1.35	-55.50	82.54	19.38	29.19
600778.SH	友好集团	16.77	14.63	-71.10	1011.41	29.46	28.45	-93.42	86.25	131.01
600785.SH	新华百货	9.25	47.08	47.62	140.57	32.08	69.91	77.80	169.70	60.35
600828.SH	成商集团	410.03	-23.12	-37.40	91.90	-18.72	150.24	-12.38	21.87	64.78
600859.SH	王府井	61.62	76.84	11.70	-9.31	-5.30	15.69	13.68	26.94	41.93
600631.SH	百联股份	16.62	13.85	-18.00	-13.27	3.81	-1.92	163.40	-24.53	22.94
600838.SH	上海九百	-31.08	-304.57	-43.44	-65.03	-43.91	1681.76	-773.45	-56.01	155.12
600628.SH	新世界	41.59	13.45	0.06	-18.57	-7.38	31.80	-5.79	19.73	-1.86
000987.SZ	广州友谊	40.41	50.22	19.40	29.69	2.94	17.32	9.16	15.06	18.33
002187.SZ	广百股份	5.54	65.21	-4.63	94.57	3.60	-30.99	60.44	3.74	2.85
600694.SH	大商股份	55.09	-43.69	-27.25	-290.03	-99.21	-42.39	-463.89	-477.15	2539.91
600697.SH	欧亚集团	49.05	48.66	30.53	25.23	5.14	7.34	13.42	-4.94	16.12
000715.SZ	中兴商业	-14.89	-40.00	-5.61	-17.70	-5.28	115.70	19.73	125.21	23.97
600693.SH	东百集团	103.47	106.31	57.23	20.47	-9.20	-6.07	-26.89	-23.30	40.32

资料来源：wind 民族证券

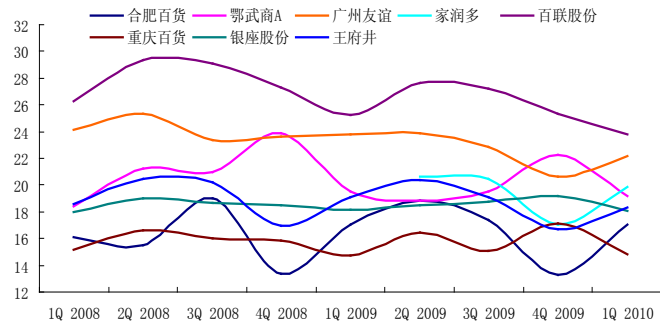
通过分析，我们可以发现以下特点：

从收入数据看，主要经营网点位于一线城市，增速相对较缓，在 10%左右。而收入增幅在 20%左右的公司主要经营网点分布位于湖南、湖北、四川、山东的省会或省内二、三级城市，为区域

内百货龙头，可分享到区域经济繁荣引发的居民消费增长的益处。2009 年，利润指标表现优于收入指标的公司具备的特点为，合肥百货、鄂武商 A、家润多、新华百货、成商集团，归属于上市公司所有者净利润增幅在 20% 以上，尤其是合肥百货和新华百货净利润增幅达到 60% 以上。

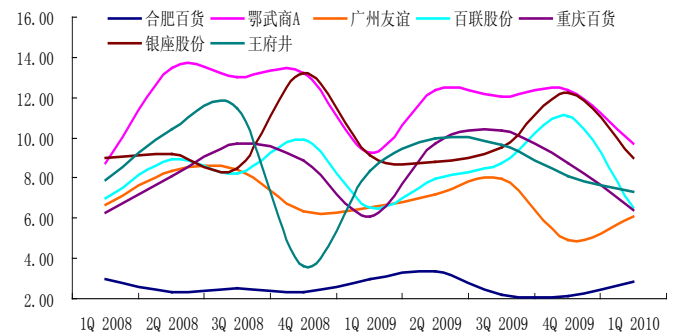
因此，在选择投资标的时，建议投资者对二、三线城市区域龙头给予更多关注

图 9：百货类公司分季度毛利率变化 (%)



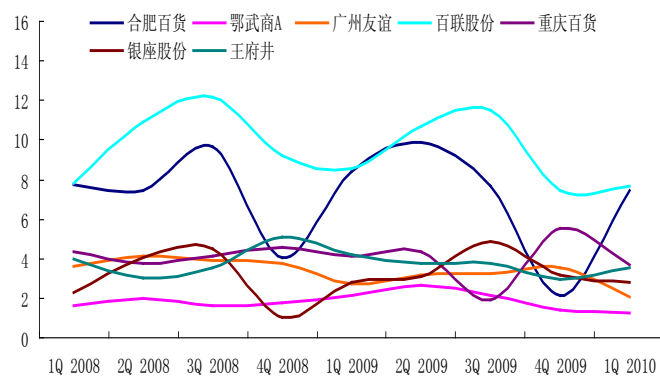
资料来源：wind，民族证券

图 10：百货类公司季度营业费用率变化 (%)



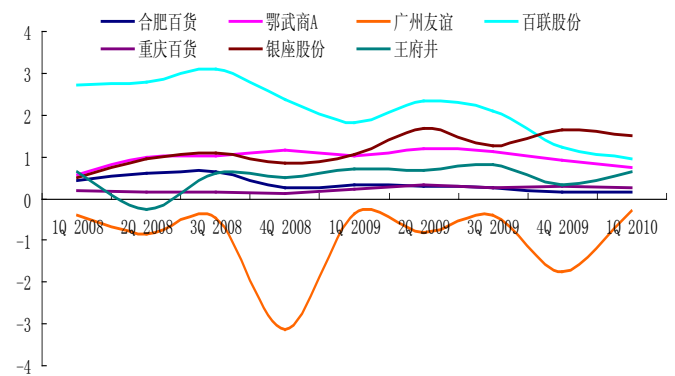
资料来源：wind，民族证券

图 11：百货类公司分季度管理费用率变化 (%)



资料来源：wind，民族证券

图 12：百货类公司季度财务费用率变化 (%)



资料来源：wind，民族证券

(2) 超市行业

上半年温和的通胀为超市行业提供了宽松的经营环境。由于上半年通胀主要是由于食品价格带动的通胀，因此，对于主营食品及日用品的超市而言，增长动力强劲。

表 7：1Q2008 年-1Q2010 年超市类公司营业收入增速 (%)

证券代码	证券简称	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
002264.SZ	新华都			30.98	27.42	27.63	35.15	39.36	44.29	37.48
600361.SH	华联综超	22.09	16.33	17.37	9.99	8.7	8.11	3.74	9.01	5.88
002251.SZ	步步高	34.43	32.34	16.44	14.88	6.46	10.18	12.32	12.18	14.29
002336.SZ	人人乐							14.92	15.59	11.6
600827.SH	友谊股份	11.74	21.24	10.71	3.48	2.93	0.75	-0.02	6.4	8.4
000759.SZ	武汉中百	24.98	23.81	22.77	25.3	7.58	14.47	15.9	31.15	20.97

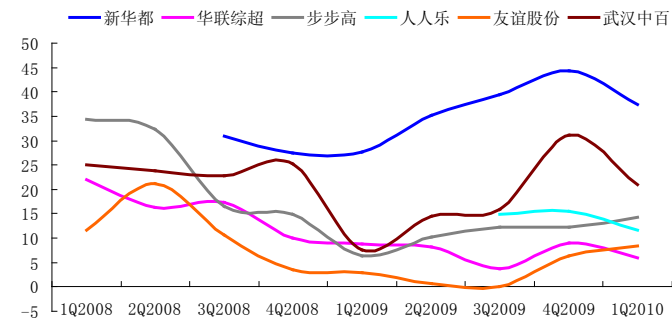
资料来源：wind 民族证券

表 8: 1Q2008 年-1Q2010 年超市类公司归属于上市公司股东净利润增速 (%)

证券代码	证券简称	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
002264.SZ	新华都			10.76	-4.28	-30.25	25.79	72.24	6.73	37.49
600361.SH	华联综超	16.04	24.90	-90.08	-84.38	-40.30	-57.85	106.92	-97.11	-31.37
002251.SZ	步步高	51.07	58.84	2.73	10.69	3.04	8.29	-8.78	0.07	0.59
002336.SZ	人人乐							-15.74	12.89	14.01
600827.SH	友谊股份	48.67	-41.05	-49.31	-141.56	1.94	34.24	-31.67	159.78	32.14
000759.SZ	武汉中百	52.56	58.11	15.00	31.83	15.61	26.04	20.73	34.39	30.16

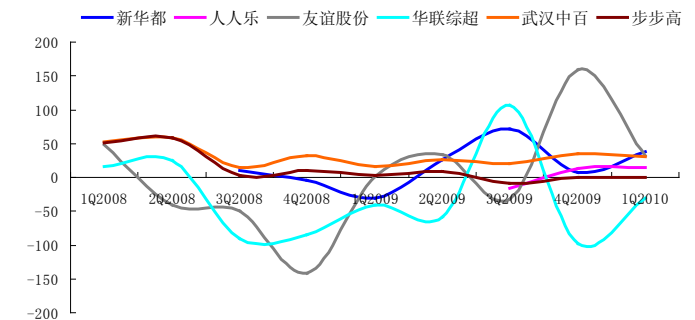
资料来源: wind 民族证券

图 13: 超市类公司分季度营业收入增速对比 (%)



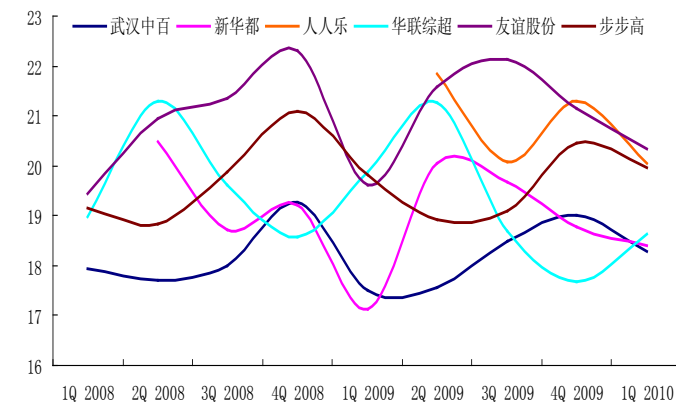
资料来源: wind, 民族证券

图 14: 超市类公司分季度扣除非经常损益后净利润增幅对比 (%)



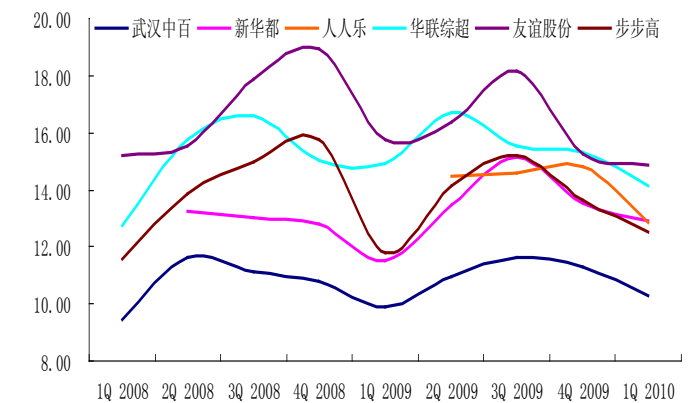
资料来源: wind, 民族证券

图 15: 超市类公司分季度毛利率 (%)



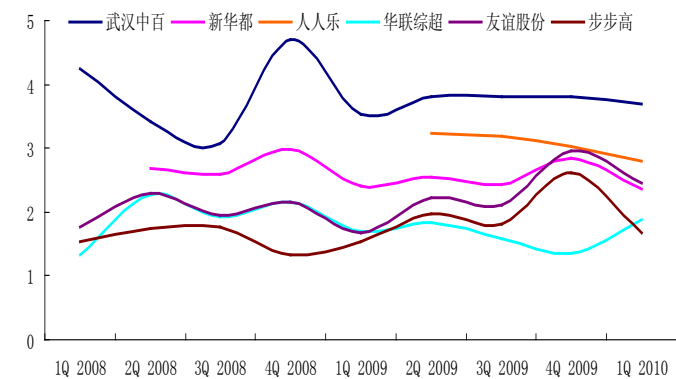
资料来源: wind, 民族证券

图 16: 超市类分季度营业费用率 (%)



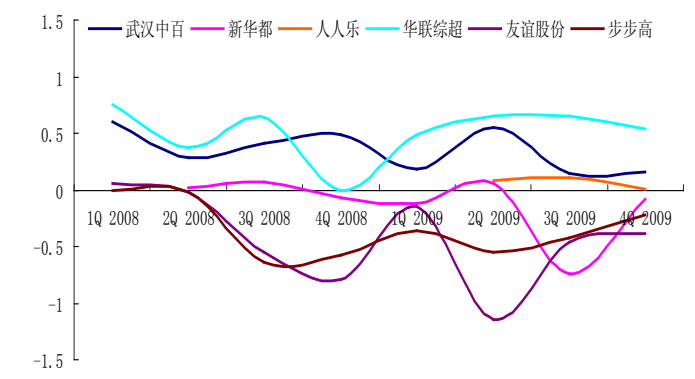
资料来源: wind, 民族证券

图 17: 超市类公司分季度管理费用率 (%)



资料来源: wind, 民族证券

图 18: 超市类公司分季度财务费用率 (%)



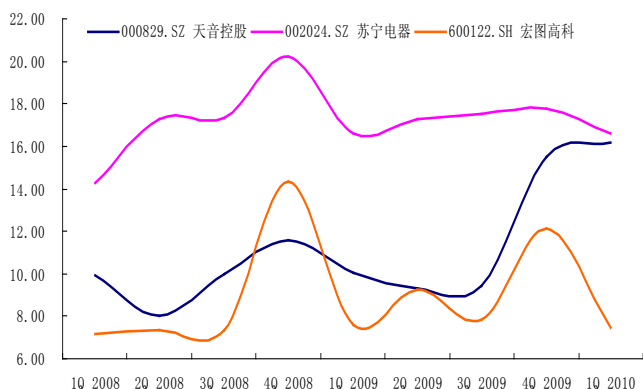
资料来源: wind, 民族证券

(3) 家电连锁行业

经济转型的需要、房地产等相关行业的调控，导致与房地产相关度较高的家电连锁企业收入、利润波动最近几年呈现放大趋势。除了上游行业的影响对行业发展造成影响，行业内经历了多年高速发展后，自身面临着调整的需要。行业龙头苏宁电器、国美电器在最近调整中，表现出不同的特征。以苏宁电器为例，在调整过程中，苏宁电器在扩张区域方面，国内国外其发展，介入日本、香港市场，拓宽了企业的国际视野，增强了企业的竞争力；国内市场，企业的仍然保持着可观的增速，且从一线到四、五线市场各类市场加深渗透；从营业模式上讲，在实体店的基础上积极开拓网上购物，争取分网上购物一杯羹；从商品种类上而言，企业不断向上游产业链延伸，增加毛利率，且产品种类不断丰富，对细分市场划分越加明确。

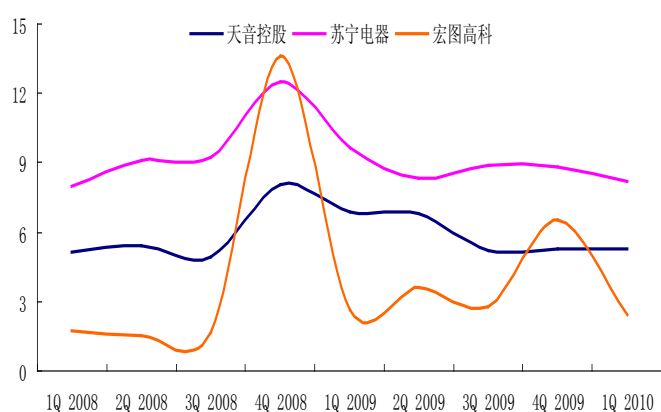
我们认为在城市化率逐渐提高、消费升级日益加快的背景下，家电连锁企业销售的商品可满足居民中高行业龙头公司仍将维持快速增长。

图 19：家电连锁公司营业收入增速对比（%）



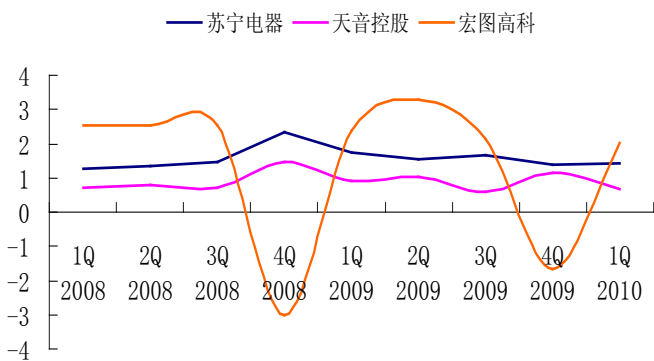
资料来源：wind，民族证券

图 20：家电连锁类公司营业费用率（%）



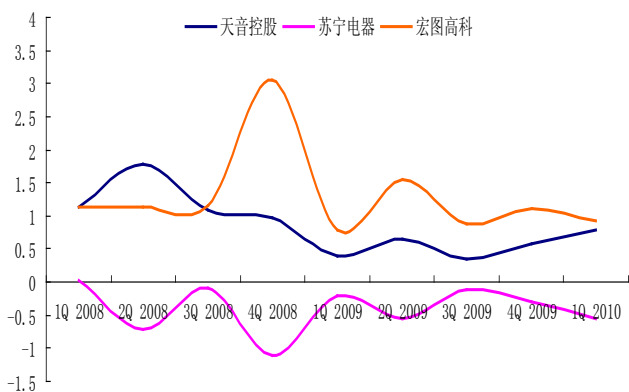
资料来源：wind，民族证券

图 21：家电连锁公司管理费用率（%）



资料来源：wind，民族证券

图 22：家电连锁类公司财务费用率（%）



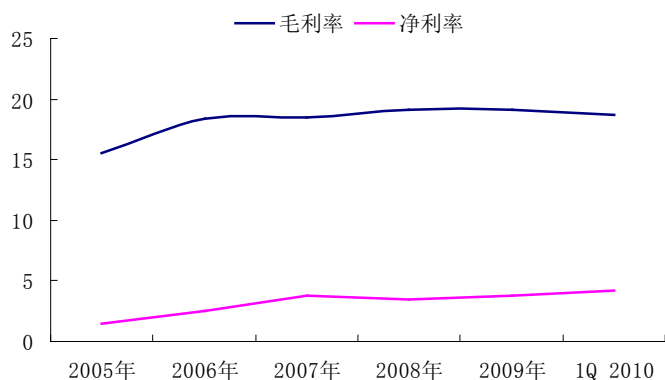
资料来源：wind，民族证券

四、行业盈利状况

1、整体判断

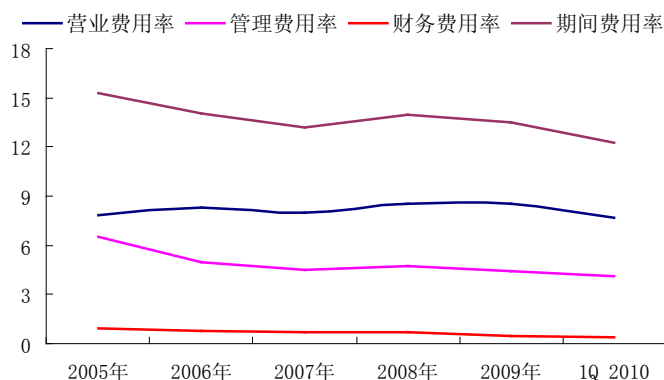
近年来，商业企业利润率总体呈现上升趋势，虽然企业的毛利率在金融危机影响下，2009年至今有所下降，但是由于企业期间费用率控制能力加强，因此行业的净利润率一直保持上升势头。

图 23：商业利润率水平



资料来源：wind，民族证券

图 24：商业费用率水平



资料来源：wind，民族证券

考虑到经济环境、以及 2009 年下半年基数较高，因此 2010 年下半年零售行业收入增速或有所放缓。从全年看，我们维持 2010 年零售行业整体收入增速有望达到 20%，净利润水平增速在 30%以上的判断，维持对行业的“推荐”评级。

表 9：零售企业业绩预告

证券代码	证券简称	2010 中报	内容
002277.SZ	家润多	略增	增长 30%~50%
002264.SZ	新华都	略增	增长 10%~40%
002336.SZ	人人乐	略增	增长 10%~30%
002344.SZ	海宁皮城	预增	增长 120%~150%
600898.SH	*ST 三联	扭亏	盈利
000419.SZ	通程控股	预增	预计净利润 4,400.00 万元, 增长 50%
002187.SZ	广百股份	续盈	增减变动幅度小于 30%
002251.SZ	步步高	略增	增长 0~20%
002024.SZ	苏宁电器	预增	增长 50%~70%

资料来源：wind 民族证券

2、短期影响因素分析

我们认为近期对商业零售企业盈利产生的影响的因素，主要包括通胀因素及可能面临的人工成本上升因素。

1) 通货膨胀因素

通胀因素通过影响零售企业及消费者消费行为，导致企业的盈利能力发生改变。

从一般意义上讲，价格与销售规模决定企业的收入情况，成本费用率高低直接决定了企业的盈利水平。

从商品的属性分析，在零售企业的各个业态中，以销售食品、生活日用品的超市业态弹性最小，价格的上升对产量的影响较小，企业的收入规模有所增加。由于我国零售企业多采取联营、扣点的销售模式，在此销售模式下，渠道控制力强的企业转嫁价格上涨的能力较强，对成本费用率不会造成影响。而在温和的通胀对消费者行为变化几乎没有影响，所以在此情况下，企业的盈利能力会有所增强。目前，我国处于温和的通胀下，全年通胀在 3%左右。

$$P/E=1/\{(R-I)+(1-\lambda)I\} \quad (\text{注: } R:\text{名义的股东回报率}; I:\text{通胀率}; \lambda:\text{成本转嫁能力})$$

当通胀较高时，无论是厂商还是消费者行为均受到极大影响，消费者为保持财产价值，对高端消费品的需求随着增加，高端消费发展进入繁荣阶段。

2) 人工成本上升因素

我们认为，目前影响零售企业盈利能力的因素之一是加薪潮的到来。商业零售各业态属于劳动密集型的服务行业，低层从业人员收入水平较低。员工薪酬增加将对企业的盈利水平产生一定影响，影响程度取决于企业自有员工规模、所在区域等多重因素影响。从业态分析，百货、超市、家电连锁、专业租赁等业态中，以超市行业自营商品比例最高，加薪潮对超市业态的影响相对明显。

表 10：部分零售企业用工情况

证券代码	证券简称	员工总数	营业总收入（万元）	人均营业收入
002024.SZ	苏宁电器	5383	5830014.90	1083.04
600327.SH	大厦股份	712	555919.77	780.79
600785.SH	新华百货	594	323556.18	544.71
600858.SH	银座股份	1699	524264.28	308.57
600306.SH	商业城	552	155610.77	281.90
002416.SZ	爱施德	3225	875358.31	271.43
600628.SH	新世界	1018	273047.17	268.22
600827.SH	友谊股份	11983	2918690.24	243.57
000829.SZ	天音控股	8037	1742142.85	216.77
000987.SZ	广州友谊	1374	295919.52	215.37
600655.SH	豫园商城	3910	825619.97	211.16
600861.SH	北京城乡	823	163688.07	198.89
300022.SZ	吉峰农机	885	160339.42	181.17
600693.SH	东百集团	986	155931.76	158.15
002344.SZ	海宁皮城	361	55965.92	155.03
600631.SH	百联股份	6792	1027368.90	151.26
000516.SZ	开元控股	1677	231879.64	138.27
600712.SH	南宁百货	1109	147272.08	132.80
002187.SZ	广百股份	3590	463109.76	129.00
600697.SH	欧亚集团	3043	391380.00	128.62
600122.SH	宏图高科	8429	1075248.20	127.57
000301.SZ	东方市场	602	74322.20	123.46
600824.SH	益民商业	1221	145022.03	118.77
600723.SH	西单商场	2140	248556.47	116.15
600280.SH	南京中商	3709	420915.61	113.48
002277.SZ	友阿股份	2487	274656.94	110.44
600415.SH	小商品城	3625	376256.50	103.79
600828.SH	成商集团	1695	172223.57	101.61
600859.SH	王府井	10973	1109882.27	101.15
000715.SZ	中兴商业	2859	264170.78	92.40
600778.SH	友好集团	2264	200004.74	88.34
000417.SZ	合肥百货	6945	588541.14	84.74
600729.SH	重庆百货	9035	731233.10	80.93
002419.SZ	天虹商场	10560	805726.58	76.30
600856.SH	长百集团	403	30652.62	76.06

600738.SH	兰州民百	1044	72911.88	69.84
000501.SZ	鄂武商 A	11392	793759.52	69.68
000564.SZ	西安民生	1883	123332.44	65.50
600694.SH	大商股份	32700	2116315.96	64.72
000419.SZ	通程控股	3817	240283.18	62.95
600361.SH	华联综超	19705	925740.37	46.98
000785.SZ	武汉中商	7223	336338.80	46.56
002336.SZ	人人乐	19112	876662.97	45.87
600838.SH	上海九百	425	17745.73	41.75
002251.SZ	步步高	13893	572533.35	41.21
002264.SZ	新华都	9761	310923.82	31.85
000759.SZ	武汉中百	32442	1009604.03	31.12

资料来源: wind 民族证券

五、投资标的及投资风险

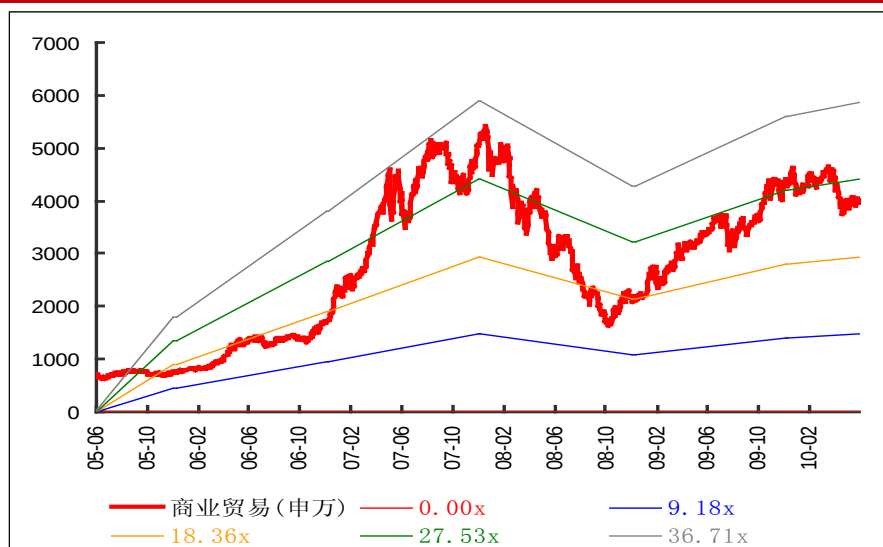
我们维持此前观点,仍然相对看好二、三区域的百货业龙头。目前二、三线城市竞争程度相对较弱,区域龙头具有较强的市场影响力及占有较大的市场份额,在二、三线城市经济快速发展阶段,居民消费能力提高的背景下,将充分分享行业繁荣,业绩增长更为确定。我们建议投资者继续关注区域龙头股,如鄂武商 A、友阿股份、合肥百货、重庆百货等。

行业中,部分企业由于前期继续扩张速度较快,导致新开门店数量较多,短期内利润受到影响,待影响因素消除后,公司业绩有望出现较快增长。我们建议投资者关注相关公司,如银座股份。

除此之外,我们再次提醒投资者给予有并购、重组预期的企业给予一定关注。我们把并购、重组分为两类,一类为企业推动型,另外一类为政策、政府推动型。企业推动的并购、重组,主要是企业从自身发展需要出发,为进一步开拓市场,增强企业经营实力,而进行的市场行为,这类收购行为多在二、三线市场出现。政策、政府推动的并购重组,主要是国有商业零售企业经营实力明显与地区经济发展不符,为增强企业实力,相关部门直接干预下的收购行为。前期报告中提到,北京市、上海市商业零售企业整合存在较强预期。这些城市上市的商贸企业与零售业发展的需要并不相称。其中,我们认为北京市“国际商贸中心”目标的提出,有望带动相关上市公司发展,或将加快商贸企业重合重组,我们建议投资者关注上述城市国资委下属商业零售公司。

我们长期看好零售行业发展,但是考虑到弱市情况下,行业估值仍处于中高水平,下半年经济形势如面临更大的不确定性,市场情绪悲观的情况下,行业或存在补跌需要,提醒投资者关注相关市场风险。

图 25：商业板块 PE



数据来源：国家统计局 民族证券

分析师简介

2006年毕业于中国人民大学，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易及旅游行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn