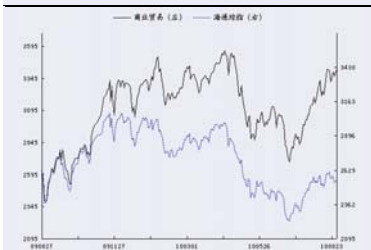


增 持 维 持

重点公司评级（增持以上）

苏宁电器	002024	买入
小商品城	600415	买入
农产品	000061	买入
中兴商业	000715	买入
欧亚集团	600697	买入
重庆百货	600729	买入
大厦股份	600327	增持
银座股份	600858	增持
鄂武商 A	000501	增持
新华百货	600785	增持
南京中商	600280	增持
广州友谊	000987	增持
广百股份	002187	增持
东百集团	600693	增持
武汉中百	000759	增持
步步高	002251	增持
新华都	002264	增持

市场表现



相关研究

批发与零售贸易 10 下半年投资策略：估值溢价相对高位情况下关注：可能错杀后的低估值&11 年超行业预期的公司 20100604

批发与零售贸易行业跟踪报告：对商业零售板块估值溢价波动、抗跌性历史特征的分析及目前投资策略思考 20100511

批发与零售贸易行业跟踪报告（09 年四季度 10 年一季度收入利润大幅增长，投资关注低估值和增长有望大幅超越行业的公司）20100504

批发与零售贸易行业跟踪报告（三季度增长环比提速，四季度将更明显，维持增持）20091102

零售商业板块股价异动点评及投资建议（选择基本面稳定低估值的品种，维持增持）20090806

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

批发和零售贸易行业分析师：潘 鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
电 话：021-23219423
Email: panh@htsec.com

联系人：汪立亭
电 话：021-23219399
Email: wanglt@htsec.com

行业向好明显 估值处于合理范畴内高位 2010 年 8 月 30 日

虽然行业向好趋势依旧，但我们认为：估值驱动带来的零售板块持续 1 年的跑赢市场的动力已基本完成，判断整个板块虽未来不排除仍有 15% 左右上涨空间，但动力可能来自板块中为数不多的估值洼地的补齐，或各类事件驱动。短期催化因素可关注即将到来的国庆和中秋“大黄金周”

我们对 36 家零售（百货、超市）A 股公司 2010 半年报做了概括性分析。10 上半年剔除投资性净收益归属于母公司的净利润增长 27.70%，快于收入 20.35% 的增速，主要得益于毛利率提升和费用率下降双重作用。预计全年行业该指标增长 25% 左右，龙头企业增速将更快。我们认为当前重点零售公司合理动态 PE（对应 11 年 EPS）为 25-30 倍

- 10 年一、二季度名义社消总额增速（17.9%、18.5%）和百家零售企业销售增速（23.9%、22.4%）均创 09 年初起的季度新高；预计百家重点零售企业全年收入增速 20% 左右
- 行业大趋势整体向好下的结构亮点：区域振兴战略加快推进有利于中西部、东北地区消费环境提升；收入水平特征昭示二、三线城市区域百货龙头有望加速发展
- 当前零售行业估值处于合理范畴内较高水平。10 年 1-8 月，海通零售指数累计期间收益率为 8.09%，居于主要板块前列，相对沪深 300 的超额收益为 28.14%。在此前优异的市场表现下，当前零售板块（42 家零售样本）估值已推升至 38.25 倍（PE-TTM），相对沪深 300 的溢价率为 2.60 倍，估值处于合理范畴内的较高水平
- 维持行业长期“增持”评级，在行业估值短期溢价较高的情况下重点关注 2011 年低 PE 品种配置：2011 年 PE 在 25 倍以下的，仍属于可投资区域，目标估值则在 25-30 倍之间，建议首先关注 2011 年 PE 低于 25 倍的公司
- 对 10 半年报（36 个样本）的行业分析。（1）10 上半年营业收入同比增长 20.35%，大幅高于 09 年同期个位数增速，且已重回 06 年 20% 之上水平；在可比基数明显提升情况下，二季度收入增速略高于一季度，预计 10 全年收入增幅接近 20%；（2）10 上半年综合毛利率有所提升，快速收入增长伴随着毛利率的提升也是经营向好的重要指标，预计 10 全年行业毛利率同比稳定略有提升；（3）销售与管理费用占营业收入比重 10 年一、二季度分别同比下降 0.20 和 0.11 个百分点，财务费用占比进一步下降，预计全年行业三费占比 14% 左右，同比下降 0.1-0.2 个百分点；（4）10 上半年剔除投资净收益归属于母公司的净利润率（3.30%）同比提升了 0.21 个百分点，剔除投资净收益归属于母公司的净利润增长 27.70%，快于收入 20.35% 的增速主要得益于毛利率提升和费用率下降双重作用，后者作用相对更大，预计全年行业该指标增长 25% 左右；（5）10 上半年 36 家公司经营性现金流量净额增速 34.76%，高于收入和净利润的增幅
- 对 10 半年报的公司分析。我们还对重点零售类公司的收入、净利润、经常性净利润、毛利率、利润率、管理和销售费用比例及变化趋势等做了比较和点评。

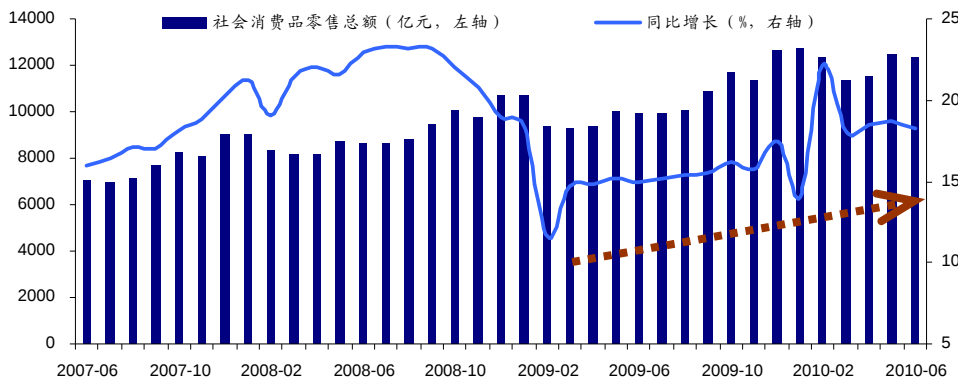
1. 10 年一、二季度名义社消总额增速和百家零售企业销售增速均创 09 年初起的季度新高

- 10 上半年名义社会消费品零售总额增速在 09 年后三季度 15-16% 的基础上继续提升至 18.2%，其中一、二季度增速分别为 17.9% 和 18.5%
- 从剔除了 CPI 影响的实质社会消费品零售总额的增速看，虽然上半年（尤其是二季度）随着 CPI 逐渐转正并升高后，实质社会消费品零售总额增速出现下降，但仍保持在月均 15% 以上水平，显示了较好的消费形势
- 从更能反映零售行业实际经营状况的百家重点零售企业销售增速情况看，10 年一季度因可比基数低以及宏观经济环境的持续好转等原因在增速上创了 23.9% 的季度高点，二季度则因同比基数开始提升而略有下降，但仍保持在 22% 以上的一个较高水平。预计百家重点零售企业全年收入增速 20% 左右

从图 1 可看出，我国单月名义社会消费品零售总额增速自 09 年 2 月见底之后，随着宏观经济逐步回暖，进入了一个稳步上升期，从 09 年 3 月的 14.7% 逐步上升至 10 年 6 月的 18.3%（1、2 月份的波动有节日调整因素）。

2010 上半年，我国社会消费品零售总额实现 72669 亿元，同比增长 18.2%；其中一季度增速为 17.9%，相对 09 年后三季度 15-16% 的增速，继续处于明显的回暖状态；二季度增速为 18.5% 左右，其中 4-6 月的单月增速均保持在 18% 以上，消费形势趋于稳定。

图 1 月度社会消费品零售总额及增长（200706-201006）



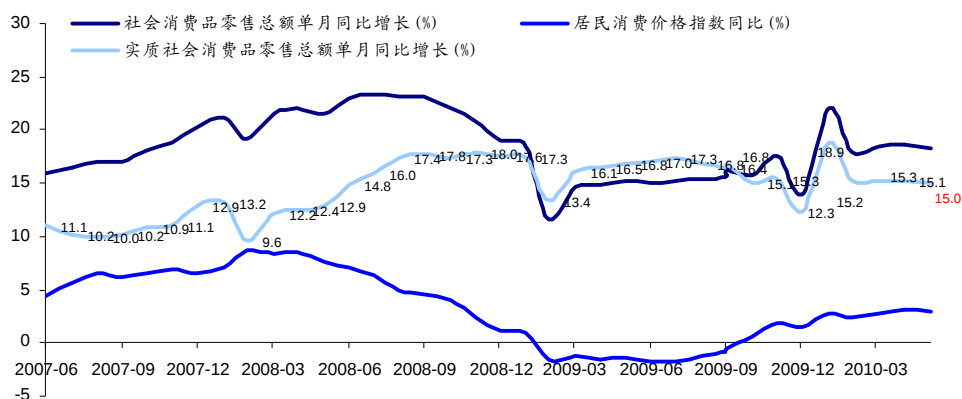
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

从剔除了 CPI 影响的实质社会消费品零售总额的增速看（图 2），2009 年 3-10 月，实质社会消费品零售总额增速维持在 16-17% 左右，但之后随着 CPI 逐渐转正并升高后出现下降，剔除春节月份不同的因素，2010 上半年各月的实质社会消费品零售总额增速基本保持在 15% 以上水平。CPI 的变化对名义社会消费品零售总额增速影响较大。

我们预计 2010 年下半年 CPI 仍旧有上行压力，而宏观政策对消费的日益重视或将有利于消费市场的进一步稳步增长，我们预计名义社会消费品零售总额在之后仍有望保持在 16-17% 以上的较高水平。

当然，由于 09 年下半年，消费市场随着宏观经济的复苏而明显回暖，因此随着可比基数的逐步抬升，2010 年下半年（尤其是四季度），名义社会消费品零售总额的增速可能会相对平缓一些。

图 2 社会消费品零售总额名义、实质增长率 vs 居民消费价格指数 (200706-201006)



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

表 1 和图 3 是我们跟踪的全国百家重点零售企业月度销售同比增长情况，我们认为该指标更能较好的反映在消费市场中的零售企业受经济波动影响的实际情况。

表 1 全国百家重点零售企业销售增长 (%) 情况 (200810-201006)

	零售同比	食品类同比	服装类同比	金银珠宝类同比	家用电器类同比	化妆品类同比
2008.10	8.24	19.64	8.39	26.83	-0.87	8.14
2008.11	12.92	23.01	15.74	28.86	4.06	19.45
2008.12	11.59	14.57	15.48	17.29	-6.03	23.84
2009.01	36.63	41.15	36.39	38.60	15.79	36.60
2009.02	-20.11	23.69	-24.03	-5.43	-24.34	-4.96
2009.01-02	8.76	6.07	8.72	15.97	-2.47	15.63
2009.03	8.12	7.96	6.55	7.08	0.07	16.74
2009.04	12.56	7.56	11.10	25.45	16.82	15.89
2009.05	20.88	17.01	18.80	38.33	14.22	18.51
2009.06	8.21	7.00	13.54	11.77	13.50	16.23
2009.05-06	16.57	12.05	16.32	25.74	13.91	17.42
2009.07	17.05	19.47	15.63	20.77		
2009.08	19.62	20.57	23.96	17.95	15.76	
2009.09	16.89		20.76	15.55	7.31	17.70
09 黄金周 (1-7 日)	17.84	32.40	7.83	35.64	21.09	
2009.10	30.48	31.09	25.73	35.10	40.84	26.98
2009.11	27.06	27.93	31.48		24.85	19.93
2009.12	16.45	16.45	17.95	22.24	22.34	8.92
2010.01-02	24.00	24.50	30.10	33.10	28.80	17.00
2010.03	23.70		24.20			
2010.04	22.00	25.60	23.60		36.40	20.60
2010.05	17.00	18.75	22.27	26.33	14.48	16.79
2010.06	29.20	38.00	31.70			
2010.05-06	22.59	27.80	23.50			

注：2010.05-06 累计增速为推算值

资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，海通证券研究所

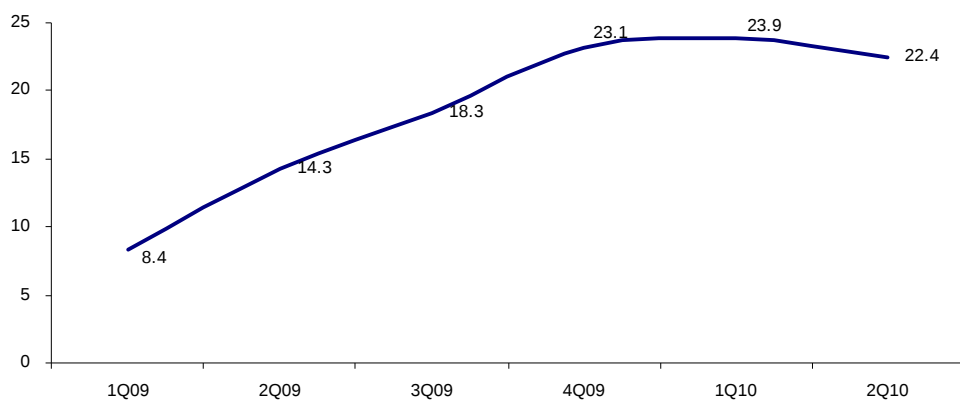
从 2008 年四季度，百家重点零售企业月度销售额同比增速由原来的 20%左右下降至 10%上下，并于 2009 年一季度降至 8.4%这一个位数增速并形成明显的底部。从

2009 年 4 月份起，这一增速开始不断回升，二至四季度销售增速分别为 14.3%、18.3% 和 23.1%，其中 09 年 10 月份更达到了 30% 的高点。

2010 年一季度，由于经济的持续回暖以及同比低基数的原因，这一指标进一步上升至 23.9%，二季度则由于去年同期基数开始提升的因素略有下降，但仍保持在 22% 以上的较高水平上，显示了目前较好的消费环境以及零售企业良好的经营状况。

我们认为，百家重点零售企业销售额的增长情况基本反映了零售行业的经营状况：2008 年四季度和 2009 年一季度是行业相对不景气的低点，而二至四季度回暖势头明显，2010 年一季度因可比基数低以及宏观经济环境的持续好转在增速上创了季度高点，二季度则因同比基数开始提升而略有下降，但仍保持在近年来一个较高水平。我们判断 2010 年下半年该指标仍有望维持在 15-20% 左右。

图 3 2009 年以来百家重点零售企业各季度累计增速（%）



资料来源：中华全国商业信息中心，海通证券研究所

2. 行业整体趋好下的结构亮点：区域振兴战略加快推进有利于中西部、东北地区消费环境提升；收入水平特征昭示二、三线城市区域百货龙头有望加速发展

自 2000 年以来，我国先后出台了西部大开发、促进中部崛起和东北等老工业基地振兴等区域发展战略，近年来已略具成效。我们认为，随着中西部地区奠定基础阶段的相继完成以及近年来国家区域振兴战略的加快推进（参见表 2，2009 年以来推进步伐明显加快，政策的力度和实质内容也明显得到提升），未来 5-10 年将是中西部地区高速发展时期；而这些区域内经济的加快崛起、人民生活水平的较快提升，将有利于当地消费环境的有效改善以及消费能力的进一步加大。

而从 08 年各省市国内生产总值、消费品批发零售额、人均可支配收入及人均消费性支出等主要数据看（参见图 4—图 7），大部分中西部、东北地区省市的增速已在不同程度上快于上海、北京等一线城市的发展。

08 年国内生产总值增速排名前六位的依次为内蒙古、宁夏、陕西、吉林、新疆和天津，这些省市的增速均在 25% 以上，其中内蒙古和宁夏的增速更是达到 29.85% 和 27.93%，而上海和北京同期的增速则分别为 12.38% 和 12.13%，是所有省会城市中的最后两位；

从消费品批发零售增速看，08 年贵州、海南、陕西、天津、新疆、吉林、重庆等地均达到了 24-25% 以上的水平，而上海和北京同期的增速则分别为 17.51% 和 21.25%，分别排在第三十和第二十三位；

而从人均可支配收入增速和人均消费性支出增速两项指标看，08 年陕西、宁夏、天津、辽宁、内蒙古、广西等城市的人均可支配收入增速均达到 16%以上，高于上海 12.9% 及北京 12.4%的水平；宁夏、辽宁、广西、内蒙古、陕西等城市的人均消费性支出增速也均达到 16%以上，也高于上海 12.4%和北京 7.4%的水平。

表 2 国家区域振兴规划相关政策及涉及省市

区域振兴规划	涉及省市	相关政策
西部大开发	重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、内蒙、广西	1999 年 9 月 中共十五届四中全会通过的《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》明确提出：国家要实施西部大开发战略 2000 年 10 月 中共十五届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划的建议》。 2001 年 3 月 九届全国人大四次会议通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》对实施西部大开发战略再次进行了具体部署。 2006 年 12 月 国务院常务会议审议并原则通过《西部大开发“十一五”规划》。 2007 年 6 月 国家发展和改革委员会发出通知，批准<u>重庆市</u>和<u>成都市</u>设立全国统筹城乡综合配套改革试验区。该实验区的设立将解决内需问题、发展问题、环境问题，以及一些体制性障碍。 2008 年 2 月 国家发改委发布《<u>广西北部湾经济区发展规划</u>》，将广西北部湾经济区正式纳入国家战略。 2009 年 2 月 国务院发布《关于推进<u>重庆市</u>统筹城乡改革的若干意见》。 2009 年 6 月 国务院新闻办举行发布会，正式发布《<u>关中—天水经济区发展规划</u>》。 2009 年 10 月 国务院办公厅发布《国务院办公厅关于应对国际金融危机保持西部地区经济平稳较快发展的意见》，指出西部地区要抓住国家扩大内需的机遇，更加注重推进结构调整、保障和改善民生、深化改革开放，化解国际金融危机影响，继续保持经济平稳较快发展。 2009 年 12 月 国务院发布《关于进一步促进<u>广西</u>经济社会发展的若干意见》 2009 年 12 月 国务院正式批复《<u>甘肃省</u>循环经济总体规划》 2010 年 3 月 在西部大开发战略实施 10 周年之际，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席胡锦涛来到宁夏回族自治区考察工作 2010 年 4 月 中国国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究深入实施西部大开发战略的重点任务和政策措施。 2010 年 5 月 中央<u>新疆</u>工作座谈会在北京举行。指出到 2 0 1 5 年新疆人均地区生产总值达到全国平均水平，城乡居民收入和人均基本公共服务能力达到西部地区平均水平，基础设施条件明显改善等 2010 年 7 月 中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议。指出今后 10 年，西部大开发战略总体目标是：西部地区综合经济实力上一个大台阶，基础设施更加完善，现代产业体系基本形成；人民生活水平和质量上一个大台阶，基本公共服务能力与东部地区差距明显缩小；生态环境保护上一个大台阶，生态环境恶化趋势得到遏制。
中部崛起	山西、安徽、江西、河南、湖北、湖南	2004 年 3 月 温家宝总理在政府工作报告中，首次明确提出促进中部地区崛起 2006 年 3 月 中共中央政治局召开会议，研究促进中部地区崛起工作。 2007 年 12 月 经国务院同意，国家发改委正式下文《关于批准<u>武汉城市圈</u>和<u>长株潭城市群</u>为全国资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区的通知》。 2009 年 9 月 国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，讨论并原则通过《促进中部地区崛起规划》。根据规划，到 2015 年，中部地区经济发展水平显著提高，综合交通运输枢纽“三个基地、一个枢纽”地位进一步提升；经济发展活力明显增强；可持续发展能力不断提升；城乡居民收入年平均增长率均超过 9%。 2010 年 1 月 国务院正式批复《<u>鄱阳湖</u>生态经济区规划》，把鄱阳湖生态经济区规划上升为国家战略。 2010 年 1 月 中国国务院正式批复《<u>皖江城市带</u>承接产业转移示范区规划》。到 2 0 1 5 年，示范区生产总值比 2 0 0 8 年翻一番以上，人均地区生产总值超过全国平均水平，城镇化率达到 5 6 %。 2010 年 2 月 国务院办公厅发出《关于批准<u>湘潭市</u>城市总体规划的通知》 2010 年 8 月 国家发改委公布《促进中部地区崛起规划实施意见》明确了“三基地一枢纽”建设任务，为未来 5 到 10 年中部崛起提出了具体实施意见；同日公布了《关于促进中部地区城市群发展的指导意见》，明确提出了中部地区<u>武汉城市圈</u>、<u>中原城市群</u>、<u>长株潭城市群</u>、<u>皖江城市带</u>、<u>环鄱阳湖城市群</u>和<u>太原城市圈</u>六大城市群一体化的任务目标和实施纲领，支持城市群在重大改革领域先行先试。
振兴东北	吉林、辽宁、黑龙江、内蒙古部分地区	2003 年 9 月 中共中央政治局讨论通过《关于实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》。 2007 年 8 月 国家发展和改革委员会及国务院振兴东北地区等老工业基地领导小组办公室编制的《东北地区振兴规划》发布。 2009 年 7 月 国务院常务会议原则通过《<u>辽宁沿海经济带发展规划</u>》 2009 年 8 月 国务院正式批复《中国图们江区域合作开发规划纲要——以<u>长吉图</u>为开发开放先导区》，标志着长吉图开发开放先导区建设已上升为国家战略。 2009 年 9 月 国务院发布《国务院关于进一步实施东北地区等老工业基地振兴战略的若干意见》 2010 年 4 月 经国务院同意，国家发展改革委已正式批复<u>沈阳</u>经济区为国家新型工业化综合配套改革试验区。 2010 年 4 月 黑龙江省、吉林省、内蒙古自治区和辽宁省主要负责人共同签署了《东北四省区合作框架协议》。

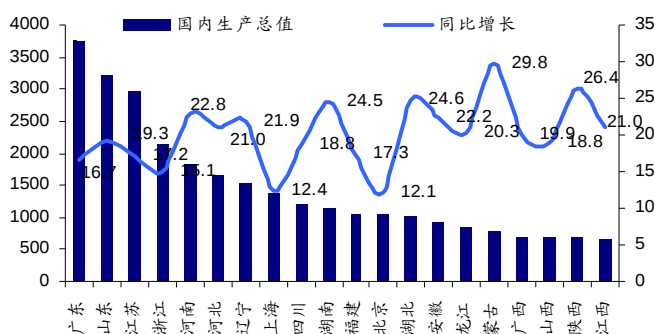
资料来源：新华网，海通证券研究所

另外，从一线城市（深圳、上海、北京、广州）以及部分中西部地区二线省会城市

(济南、福州、长沙、西安、成都、武汉、合肥、重庆) 2002-09 年人均可支配收入水平对比情况看(参见表 3), 目前这些二线省会城市的人均收入基本已达到一线城市 05-06 年的水平。如果说过去 5 年一线城市的百货门店在合适的收入契机下经历了高速发展(内生增长)的过程, 未来 3-5 年, 收入同样也达到了这个契机的二三线城市的百货门店内生增长有望也获得高速(内生)成长期。

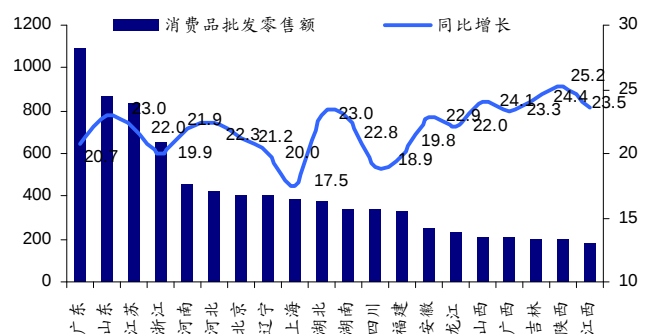
我们预计, 在较快的区域增长环境和合适的收入水平契机下, 未来二、三线城市区域百货龙头有望表现出更快速的发展。

图 4 08 年主要省市国内生产总值(十亿元)及增速(%)



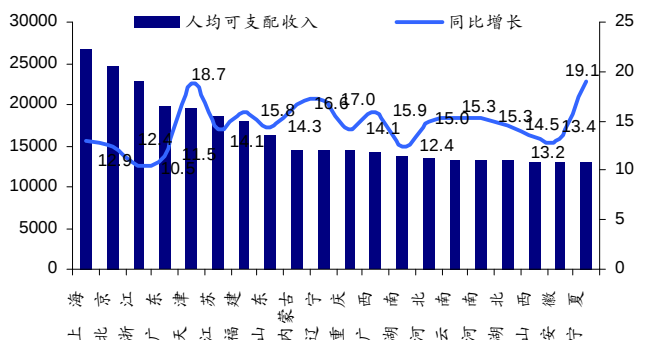
资料来源: CEIC, 国家统计局, 海通证券研究所

图 5 08 年主要省市批发零售额(十亿元)及增速(%)



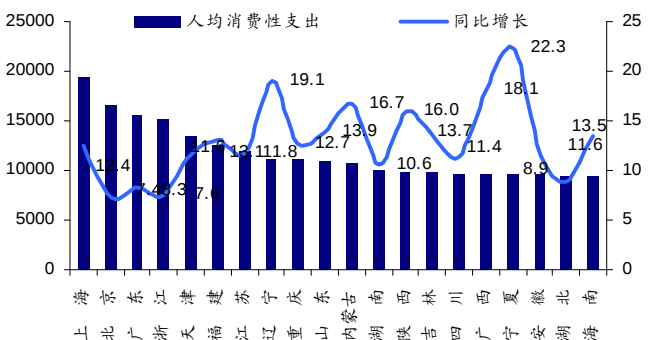
资料来源: CEIC, 国家统计局, 海通证券研究所

图 6 08 年主要省市人均可支配收入(元)及增速(%)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 海通证券研究所

图 7 08 年主要省市人均消费性支出(元)及增速(%)



资料来源: CEIC, 国家统计局, 海通证券研究所

表 3 一线城市及部分省会城市人均可支配收入水平(元)对比情况

	深圳	上海	北京	广州	济南	福州	长沙	西安	成都	武汉	合肥	重庆
2002	24941	13250	12464	-	10094	9147	8868	7184	8972	7820	7145	7238
2003	25936	14867	13883	15003	8400	10123	9943	7748	9641	8525	7784	8094
2004	27896	16683	15638	16884	12005	11436	11029	8544	10394	9564	8610	9221
2005	28665	18645	17653	18287	13578	12661	12434	9628	11359	10850	9684	10243
2006	32567	20668	19978	19851	15340	14206	13924	10905	12789	12360	11013	11570
2007	33593	23623	21989	22469	18005	16765	16153	12662	14849	14358	13426	12591
2008	26729	26675	24725	25317	20802	19009	17891	15207	15580	16712	15591	14368
2009	29245	28838	26738	27610	22722	20289	20238	18963	18659	18385	17158	15749

资料来源: CEIC, 海通证券研究所

3. 零售商业板块的市场表现、估值水平及我们的观点

- 2010 年 1-8 月份, 海通零售指数累计期间收益率为 8.09%, 居于主要板块前列,

相对沪深 300 的超额收益为 28.14%。我们重点推荐的零售个股也获得超越指数和行业的收益率

- 在此前优异的市场表现下，当前零售板块（42 家零售样本）估值已推升至 38.25 倍（PE-TTM），相对沪深 300 的溢价率为 2.60 倍，处于历史较高水平，估值处于合理范畴内的较高水平
- 我们认为，估值驱动带来的零售板块持续 1 年的上涨跑赢市场已经基本结束，整个板块虽未来不排除有 15% 左右上涨空间，但可能基本来自于板块中为数不多的估值洼地的补齐，或各类事件驱动。短期催化可关注即将到来的国庆和中秋“大黄金周”
- 维持对零售行业长期“增持”评级，在行业估值溢价较高的情况下重点关注 2011 年低 PE 品种配置：2011 年 PE 在 25 倍以下的，仍属于可投资区域，目标估值则在 25-30 倍之间，建议首先关注 2011 年 PE 低于 25 倍的公司

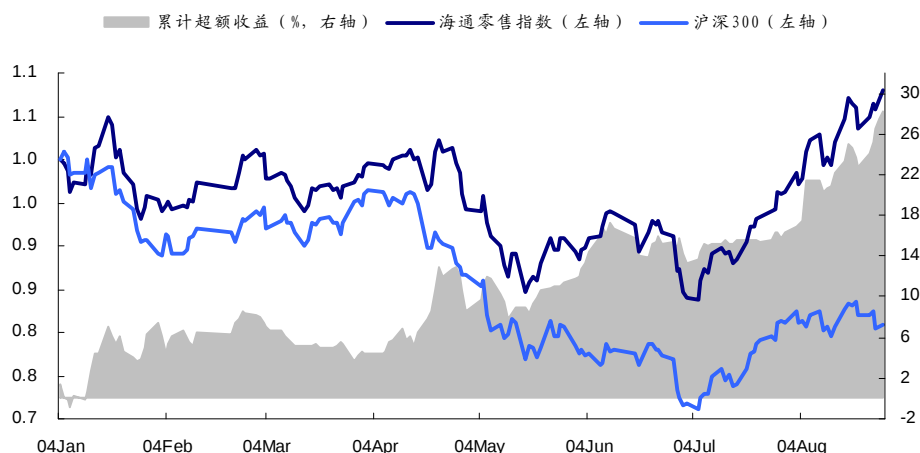
3.1 2010 年 1-8 月份，海通零售指数累计期间收益率为 8.09%，居于主要板块前列，相对沪深 300 的超额收益为 28.14%。我们重点推荐的零售个股也获得超越指数和行业的收益率

图 8 是 2010 年 1-8 月海通零售指数（取批发与零售贸易行业具有代表性的 42 家公司为样本，具体参照表 4）与沪深 300 走势对比图。年初以来，零售板块累计期间收益率为 8.09%，相对于同期沪深 300 指数-20.06% 的收益率，超额收益为 28.14%，表现优异。

从月度表现（图 10）看，2010 年以来的 8 个月中，零售板块分别在 1 月、2 月、4-6 月以及 8 月共 6 个月中跑赢指数。7 月份市场在房地产、煤炭、机械等行业带动下出现明显反弹，但零售指数依然获得 10.37% 的月度收益率，仅略跑输沪深 300 指数 1.56%，在市场反弹行情中并未出现明显调整。

在最近的 8 月份，零售板块在苏宁电器和其他活跃个股的带动下，更是在单月大幅跑赢指数 12.5%。这反映了市场震荡调整背景下，机构投资者避险需求加大投资标的的选择更多的回归到基本面和业绩支撑稳定，估值相对较低的板块和个股上来，零售公司的稳定业绩表现再一次在弱市中呈现良好的防御性特征。

图 8 2010 年 1-8 月海通商业指数 VS 沪深 300（20100104-20100827）

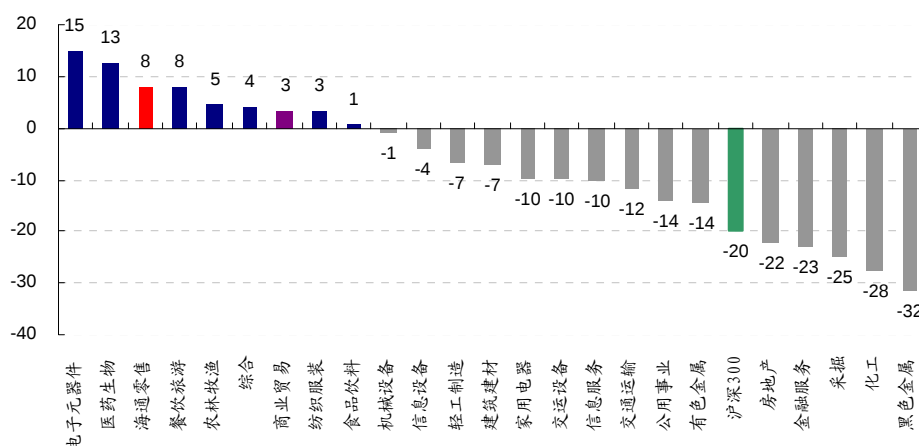


资料来源：wind，海通证券研究所

整体 1-8 月份，零售板块在同期各板块中排名第三，仅次于电子元器件和医药生物

行业，按照申万商业贸易指数计算的收益率为 3.41%，也排在各行业前列（参见图 9）。

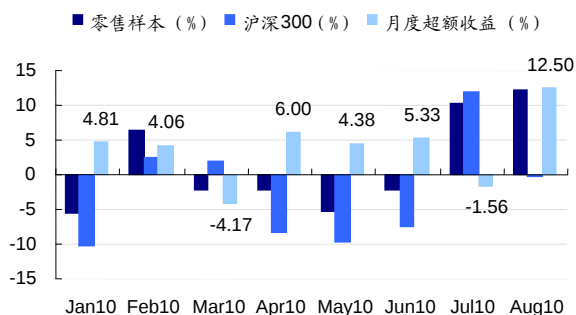
图 9 2010 年 1-8 月海通商业指数 VS 沪深 300 及其他行业（20100104-20100827）



资料来源：wind，海通证券研究所

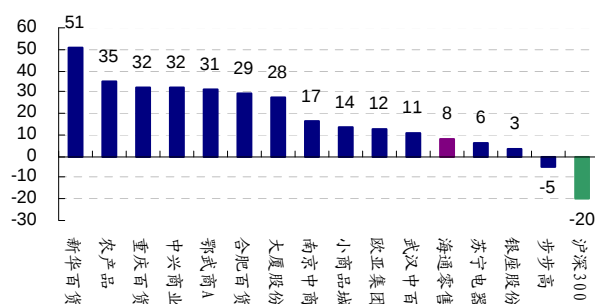
我们在 2010 年行业投资策略中提出的商业零售板块的投资逻辑和主线为：“关注可能错杀后的低估值&11 年超预期预期的公司”，并在此后的 2010 年中投资策略中进一步重申，重点推荐了苏宁电器、小商品城、农产品、中兴商业、重庆百货、欧亚集团（买入评级），大厦股份、鄂武商、银座股份、新华百货、南京中商以及超市个股中的武汉中百和步步高（增持评级），从 1-8 月份看，上述大部分个股均取得超越指数和行业的较好收益率（参见图 11）。

图 10 零售样本 2010 年 1-8 月份的月度超额收益 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 11 重点公司 10 年至今收益率 (%) 超越行业与指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 估值水平：在此前优异的市场表现下，当前零售板块估值已推升至 38.25 倍（PE-TTM），相对沪深 300 的溢价率为 2.60 倍，处于历史较高水平，估值处于合理范畴内的较高水平

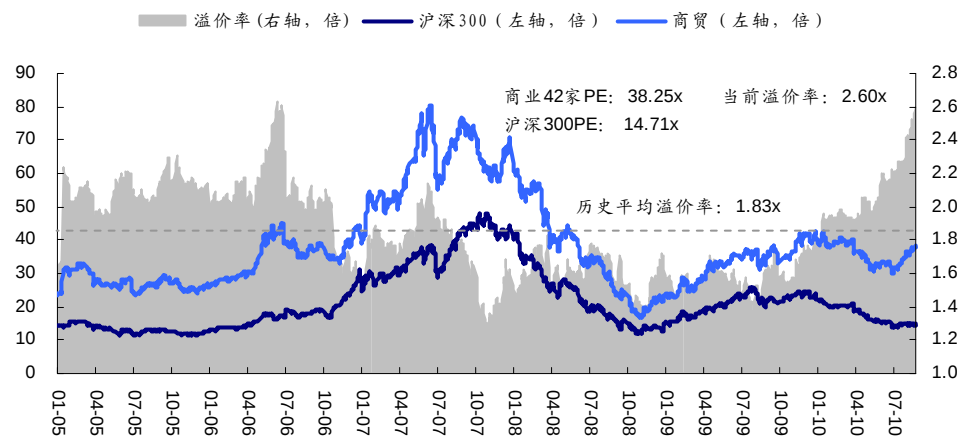
从 PE 估值看，当前（以 2010 年 8 月 27 日收盘价测算）零售 A 股（我们使用的是 42 个样本，指纯零售公司，包含 A 股上市的百货、超市和连锁家电零售公司）整体估值（PE-TTM）为 38.25 倍，在历史平均水平（38.39 倍）附近。在 2005 年 1 月至 2010 年 8 月这个时间段，零售板块的较低的估值为 15-20 倍，出现在 2008 年 10 月、11 月；较高估值为 60 倍左右，出现在 2007 年初至 2008 年初的大约一年期间内。从零售板块历史纵向看，其当前估值虽然较高，但仍在合理区间内，但需要注意的是，当年 60 倍

上下的 PE 出现在历史大牛市 6000 点前后，且是以苏宁为代表的零售板块增长速度最快的一个时段。

从溢价率指标（图 12）看，零售行业 38.25 倍的估值相对于沪深 300 的 14.71 倍估值的溢价率为 2.60 倍，在过去一年中处于持续拉大的过程中。对比于 1.83 倍的历史平均溢价率，属于估值区间的较高水平。而历史极端溢价率也在 2.6 倍左右，出现在 2006 年 6 月，当时对应的零售板块 PE 为 45 倍左右，按此计算，零售板块的估值空间已不大。

我们认为：估值驱动带来的零售板块持续 1 年的上涨跑赢市场已经基本结束，整个行业的短期估值吸引力已经不大，很多个股处于“以时间换空间，以未来增长慢慢解释较高估值”的投资点上。我们判断整个板块虽未来不排除有 15% 左右上涨空间，但可能基本来自于板块中为数不多的估值洼地的补齐，或各类事件驱动。短期催化因素可关注即将到来的国庆和中秋“大黄金周”。

图 12 商业板块相对沪深 300 的估值溢价处于历史中枢上端（20050104-20100827）



资料来源：Wind、海通证券研究所

我们也考察了 42 家零售公司的市值以及静态相对估值指标情况（参见表 4），我们使用的是 2010 年 8 月 27 日的个股收盘价，和 2010 年 6 月 30 日的股东权益（百联、友谊股份、北京城乡及南宁百货暂未公布 2010 年中报，以一季报数据计算），以及 2009 年的营业收入和归属于母公司的净利润。表 4 中上市公司自上而下的排序是根据市值大小排列的。表中有灰色阴影的是 25 家我们所覆盖的重点公司。

目前 42 家零售 A 股公司的加权平均 PB 为 4.9 倍，拥有自有物业的百联股份、北京城乡 PB 水较大幅度地低于平均水平，值得关注的是，之前行业的普遍大幅上涨已经使低 PB 的公司越来越少。较低的 PB 反映了潜在的企业价值，当然企业价值如何体现在 EPS 上可能也是投资者应该注意的问题。

目前 42 家零售 A 股公司的加权平均 PS 为 1.4 倍，而除了 0.7 的大商股份、0.6 的华联综超之外，也只有武汉中百、南京中商和武汉中商三家公司 PS 低于 1（友谊股份的低 PB 和 PS 主要是其相对控股的联华超市收入、资产全部并表所致）。换言之，从以往我们喜欢从中挖掘黑龙的 PS 指标看，有很大吸引力的（市值大幅低于企业价值）的公司并不是很多了。

目前 42 家零售 A 股公司的加权平均 PE 为 45.8 倍，如果考虑到我们对 2010 年这 42 家公司平均 20% 的净利润的增长预测，平均动态 PE（2009）约为 38 倍左右。

我们所关注的 20 家重点零售 A 股的 10 年 PE 目前基本上都低于行业平均水平。结合未来三年的复合增长率的预测，我们认为重点零售 A 股的 2010 年合理 PE 应该在 30 倍左右；2011 年的合理 PE 应该在 25 倍左右。

表 4 42 家零售 A 股公司（含大商股份）市值和主要静态相对估值指标（20100827）

代码	简称	总股本(万股 20100827)	收盘价(元 20100827)	总市值(亿元 20100827)	所有者权益 (万元 20100630)	营业收入(万 元 2009)	归属于母公司的净 利润(万元 2009)	静态相对估值指标（倍）		
								市净率	市销率	市盈率
002024	苏宁电器	699621	14.67	1026	1627799	5830015	288996	6.3	1.8	35.5
600655	豫园商城	143732	14.20	204	419366	825620	48147	4.9	2.5	42.4
600859	王府井	39297	42.48	167	284193	1109882	38433	5.9	1.5	43.4
600631	百联股份	110103	13.68	151	662948	1027369	40432	2.3	1.5	37.3
600694	大商股份	29372	49.68	146	307343	2116316	-11616	4.7	0.7	-
600729	重庆百货	20400	52.88	108	100856	731233	15673	10.7	1.5	68.8
002336	人人乐	40000	25.80	103	349838	876663	22961	2.9	1.2	44.9
000987	广州友谊	35896	28.36	102	138165	295920	28515	7.4	3.4	35.7
000501	鄂武商 A	50725	19.51	99	158410	793760	23875	6.2	1.2	41.5
000417	合肥百货	47972	18.79	90	108933	588541	20081	8.3	1.5	44.9
000759	武汉中百	68102	12.94	88	236907	1009604	21330	3.7	0.9	41.3
002277	友阿股份	34920	23.69	83	159637	274657	14962	5.2	3.0	55.3
600827	友谊股份	47212	16.88	80	283005	2918690	18814	2.8	0.3	42.4
600628	新世界	53180	14.64	78	188113	273047	18038	4.1	2.9	43.2
600858	银座股份	28893	26.69	77	212221	524264	11889	3.6	1.5	64.9
600785	新华百货	20743	35.45	74	92211	323556	19172	8.0	2.3	38.4
002251	步步高	27036	25.98	70	150071	572533	16519	4.7	1.2	42.5
600828	成商集团	36567	18.99	69	53849	172224	12784	12.9	4.0	54.3
600327	大厦股份	52171	11.39	59	99976	555920	18726	5.9	1.1	31.7
600361	华联综超	48481	12.07	59	179654	925740	6078	3.3	0.6	96.3
002187	广百股份	16888	29.63	50	120434	463110	16552	4.2	1.1	30.2
600778	友好集团	31149	15.97	50	100645	200005	6043	4.9	2.5	82.3
600693	东百集团	34322	13.74	47	64437	155932	8289	7.3	3.0	56.9
600723	西单商场	40972	10.85	44	111438	248556	3021	4.0	1.8	147.2
000516	开元控股	71342	6.09	43	101569	231880	7676	4.3	1.9	56.6
600697	欧亚集团	15909	27.13	43	85345	391380	11128	5.1	1.1	38.8
000715	中兴商业	27901	15.01	42	100540	264171	9176	4.2	1.6	45.6
600280	南京中商	14354	27.40	39	63655	420916	4288	6.2	0.9	91.7
600682	南京新百	35832	10.12	36	109343	140906	8868	3.3	2.6	40.9
002264	新华都	16032	21.09	34	54114	310924	6869	6.2	1.1	49.2
600861	北京城乡	31680	10.64	34	203990	163688	8668	1.7	2.1	38.9
000785	武汉中商	25122	12.11	30	65587	336339	5191	4.6	0.9	58.6
600814	杭州解百	31038	9.47	29	62391	170808	6437	4.7	1.7	45.7
600738	兰州民百	26278	10.83	28	42742	72912	2467	6.7	3.9	115.4
000564	西安民生	30431	8.83	27	77395	123332	4876	3.5	2.2	55.1
600821	津劝业	41627	6.04	25	55334	52640	342	4.5	4.8	734.1
600306	商业城	17814	13.15	23	47216	155611	223	5.0	1.5	1052.4
600712	南宁百货	17361	12.12	21	25503	147272	2875	8.3	1.4	73.2
000796	宝商集团	24654	6.65	16	42868	28789	2499	3.8	5.7	65.6
600856	长百集团	23483	6.97	16	10840	30653	517	15.1	5.3	316.8
000560	昆百大 A	13440	9.92	13	58782	124181	3936	2.3	1.1	33.9
600774	汉商集团	17458	7.21	13	47643	62373	445	2.6	2.0	283.1
合计				3639	7465308	26041929	794193	4.9	1.4	45.8

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

3.3 投资观点：维持对零售行业长期“增持”评级，在行业估值溢价较高的情况下重点关注 2011 年低 PE 品种配置

零售业作为稳定消费类行业，具有中长期的投资价值，从基本面角度，我们长期看好零售股的逻辑没有变化：（1）行业公司受益于城镇化、居民收入增长等，将有长期稳定增长；（2）从子行业看，百货行业公司基本都是区域性龙头，市值普遍在 50 亿左右（除了王府井、百联、大商、天虹商场、重庆百货等），上述区域龙头在区域内仍有较大的拓展空间，而相当多公司仍有整合并购，内生提高的故事，因此该类公司未来成长性依然较好，存在业绩翻倍、市值翻倍可能（从小企业成长为大企业）；（3）家电连锁的苏宁电器经过近期的上涨，估值已经有所修复，目前 2010 年动态 PE 在 25 倍左右，仍有较大的提升空间；（4）超市子行业未来可能受益于 CPI 上涨，部分公司存在业绩改善和提升可能。我们因此维持对零售行业长期“增持”的评级。

但从短期看，在零售类上市公司已经具有优异市场表现，而估值高企之时，我们认为优质零售公司仍具备弱势调整市场中的投资防御功能，但在增长前景差别不大的情况下，目前投资标的选择应以较低的估值水平作为重要的参照指标，从而在追寻交易性机会的同时，能够拥有较大的安全边际。

由于 2010 年已经过掉了近三分之二，因此考察相对估值（PE）将更多地向 2011 年的业绩基准偏移。我们认为，对于未来三年净利润复合增长率仍旧能够保持在 25-30% 的公司，2011 年 PE 在 25 倍以下的，仍属于可投资区域，目标估值则在 25-30 倍之间，建议首先关注 2011 年 PE 低于 25 倍的公司（具体请参考表 5）。

表 5 海通批发与零售贸易行业重点公司业绩预测、估值水平、投资评级与目标股价（20100827 更新）

代码	简称	评级	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS	PB	收盘价(元, 08月27日)	6M 目标 价(元)
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
002024	苏宁电器	买入	1026	0.413	0.571	0.737	35.5	25.7	19.9	1.8	6.8	14.67	17.13
600415	小商品城	买入	346	0.673	0.836	1.203	37.8	30.5	21.2	9.2	5.3	25.45	29.82
000061	农产品	买入	141	0.111	0.856	0.777	165.4	21.4	23.6	11.3	4.6	18.33	21.00
000715	中兴商业	买入	42	0.329	0.288	0.683	45.6	52.2	22.0	1.6	4.2	15.01	17.15
600697	欧亚集团	买入	43	0.699	0.785	1.036	38.8	34.6	26.2	1.1	5.4	27.13	28.70
600729	重庆百货	买入	108	0.768	1.440	1.903	68.8	36.7	27.8	1.5	10.7	52.88	50.40
600327	大厦股份	增持	59	0.359	0.412	0.492	31.7	27.6	23.1	1.1	5.9	11.39	12.38
600858	银座股份	增持	77	0.411	0.959	1.336	64.9	27.8	20.0	1.5	3.6	26.69	30.20
000501	鄂武商 A	增持	99	0.471	0.569	0.706	41.5	34.3	27.6	1.2	6.2	19.51	19.00
600785	新华百货	增持	74	0.924	1.072	1.256	38.4	33.1	28.2	2.3	8.0	35.45	32.10
600280	南京中商	增持	39	0.299	0.721	1.193	91.7	38.0	23.0	0.9	6.2	27.40	25.20
000987	广州友谊	增持	102	0.794	0.896	1.075	35.7	31.7	26.4	3.4	7.4	28.36	27.81
002187	广百股份	增持	50	0.980	1.126	1.393	30.2	26.3	21.3	1.1	4.2	29.63	28.25
600693	东百集团	增持	47	0.241	0.359	0.436	56.9	38.3	31.5	3.0	7.3	13.74	13.20
000759	武汉中百	增持	88	0.313	0.392	0.501	41.3	33.0	25.8	0.9	3.7	12.94	12.95
002251	步步高	增持	70	0.611	0.806	1.151	42.5	32.2	22.6	1.2	4.7	25.98	30.00
002264	新华都	增持	34	0.428	0.639	0.830	49.2	33.0	25.4	1.1	6.2	21.09	22.36
002277	友阿股份	中性	83	0.428	0.557	0.708	55.3	42.5	33.4	3.0	5.2	23.69	21.30
002336	人人乐	中性	103	0.574	0.725	0.915	44.9	35.6	28.2	1.2	2.9	25.80	27.45
600628	新世界	中性	78	0.339	0.478	-	43.2	30.6	-	2.9	4.3	14.64	14.34
002344	海宁皮城	中性	126	0.348	0.668	1.478	129.1	67.2	30.4	22.5	6.5	44.90	33.20
600361	华联综超	中性	59	0.125	0.263	0.398	96.3	64.9	42.8	0.6	3.3	12.07	9.00
600778	友好集团	中性	50	0.194	0.370	0.418	82.3	39.1	34.7	2.5	5.0	15.97	14.59

资料来源：公司公告，wind，海通证券研究所

注：（1）PS 的计算以 2009 年销售收入为计算基准；（2）PB 的计算以 2010 年一季度归属母公司权益为计算基准；

苏宁电器（002024）在今年上半年属于被错杀的个股，一度 10 元的股价和 2010 年 17 倍的估值是整个零售板块中基本属于最低的水平，主要由于市场对其未来是否仍能保持高速增长，以及房地产政策对其经营前景会否出现负面影响仍有很大疑虑。我们对公司未来市场份额的持续提升、经营效率和利润率有增长空间，以及公司在实体和虚拟两种销售渠道商的前景仍抱有积极的态度，公司股价自 5 月中旬 10 元（5 月 17 日收盘价）的低点至今，已有 45% 左右的涨幅，虽然估值已经有明显修复，但我们认为公司 11 年不到 20 倍的 PE 估值仍在整个商业零售板块中具有较大吸引力，维持“买入”

评级

小商品城 (600415)、农产品 (000061)和中兴商业 (000715)属于 2011 年业绩有望大幅增长的公司 (大幅超出行业平均水平)，因此有理由享有行业平均水平之上的估值，我们也给予了“买入”评级。

重庆百货 (600785)在资产注入后存在整合效应和利润率的提升，同时重庆区域经济发展前景以及公司往纵深拓展的潜力也给了我们对公司未来三年业绩增长更积极的信心，是我们在区域零售龙头中给以长期“买入”评级的公司，但短期估值压力较大。除此之外，财务会计政策相对保守的欧亚集团 (600697)我们也给以了长期“买入”的评级，主要也是考虑到公司过去几年商业网点的积累上所做的工作未来几年有较大的释放业绩潜力。

我们还对大厦股份 (600327)、银座股份 (600858)、鄂武商 (000501)、新华百货 (600785) 广州友谊 (000987)和南京中商 (600280)等公司给以了“增持”评级，作为区域商业龙头，这些公司未来的增长前景有望处于行业内领先水平，建议选择合适的估值水平介入。而在这类公司中，目前属于所谓估值“洼地”的是大厦股份。

超市板块的 A 股公司由于 2010 年一季度 CPI 低于预期，而导致大部分可比门店增速低于预期，进而也反映在一季度业绩上在三个商业子行业中反而处于较低水平。但这也使得超市类公司的估值水平出现了下降，之前相对于商业零售板块的溢价基本消失，因此我们也给以了其中的部分公司以“增持”评级。

对于这些公司更深入的分析，敬请参考近期我们对这些公司的个股分析报告 (参见本报告后的附录)。

4. 对 2010 年一、二季度的行业 (36 家零售 A 股) 分析

此次行业和公司财务分析样本的选择与之前 (41 家) 相比少了 5 家 (苏宁电器、百联集团、友谊股份、北京城乡和南宁百货)，一则是因为这 5 家公司尚未披露二季报；二则是苏宁电器 (已披露业绩快报) 销售收入净利润等占比较高，容易对分析结果产生较大影响；三则是百联股份和友谊股份正在等待重组最新进展，而北京城乡和南京百货从主业角度分析，对我们的结论影响不大。

- 2010 上半年营业收入同比增长 20.35%，大幅高于 09 年同期个位数增速，且已重回 06 年 20% 之上水平；在可比基数明显提升情况下，10 年二季度 21.05% (高于一季度 19.78%) 的增速表现了消费强势增长。预计 10 全年收入增幅有望接近 20%
- 2010 上半年综合毛利率有所提升，一、二季度分别同比提升 0.19 和略降 0.03 个百分点，快速收入增长伴随着毛利率的提升也是经营向好的重要指标。我们预计 10 全年行业毛利率同比稳定略有提升
- 销售与管理费用占营业收入比重 10 年一、二季度分别同比下降 0.20 和 0.11 个百分点，与上半年销售收入的快速增长相对应；财务费用占比进一步下降。预计全年行业三费占比 14% 左右，同比下降 0.1-0.2 个百分点
- 2010 上半年剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率 (3.30%) 同比提升了 0.21 个百分点，而该指标一、二季度分别同比提升 0.26 和 0.10 个百分点
- 10 上半年剔除投资性净收益归属于母公司的净利润增长 27.70%，快于收入 20.35% 主要得益于毛利率提升和费用率下降双重作用，且后者作用更大一些。预计全年行

业该指标增长 25%左右，龙头企业增速可能更快

- 2010 上半年 36 家公司经营性现金流量净额增速为 34.76%，高于收入和净利润的增幅，反映了商业零售公司面对上下游较强的优势地位

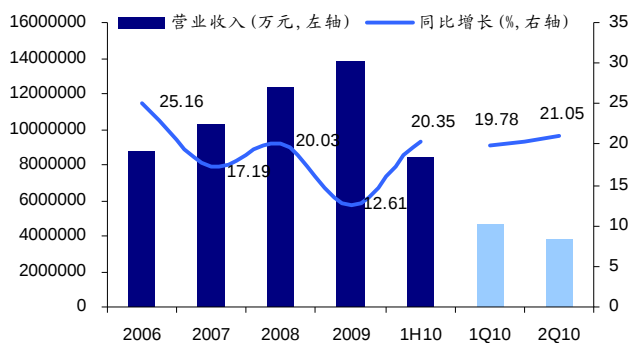
4.1 2010 上半年营业收入同比增长 20.35%，大幅高于 09 年同期个位数增速，且已重回 06 年 20%之上水平；在可比基数明显提升情况下，10 年二季度 21.05%（高于一季度 19.78%）的增速表现了消费强势增长；10 上半年综合毛利率略提升，其中一季度提升 0.19、二季度略降 0.03 个百分点

36 家零售公司营业收入 2009 上半年同比增长不到 7%，但 2010 年上半年的增长却高达 20.35%（参见图 13），超越了 2007-09 年三年的收入增速，重新回到了 2006 年 20%以上的高增速水平之上。而且从季度数据看，虽然 2009 年二季度在金融危机负面影响淡化后可比基数已经开始提升，但 10 年二季度的收入增速仍达到 21.05%，超过了相对低基数的一季度（19.78%），足以看到消费强势回升的趋势。

另外值得关注的一点是，36 家零售公司在收入增长强势回升的趋势下，综合毛利率水平也仍旧继续维持提升态势（参见图 14）：2010 年一、二季度行业的综合毛利率分别为 18.72%和 19.26%，同比分别提升 0.19 和略降 0.03 个百分点。这比较充分的反应了真正意义上的经营向好：收入快速提升同时伴随着综合毛利率的抬升。

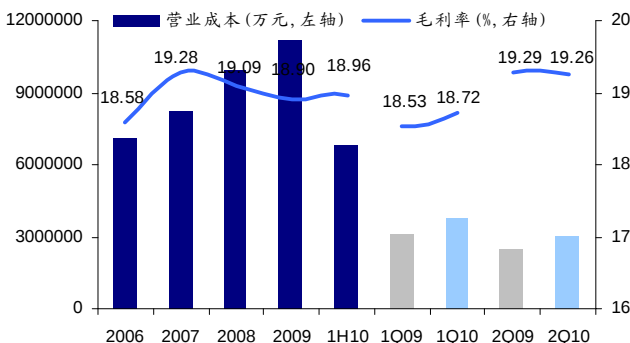
我们之前预计，2010 年全年零售 A 股的整体收入增速在 15-20%，目前我们仍旧维持这一预期，但认为收入增速偏向于此区间上限的可能性更大。而对综合毛利率的预期也仍维持之前的判断：持平基础上略有抬升。

图 13 零售 A 股营业收入及增长（06-1H10）



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

图 14 零售 A 股营业成本及毛利率（06-1H10）



资料来源：聚源数据，海通证券研究所

4.2 销售与管理费用占营业收入比重 10 年一、二季度分别同比下降 0.20 和 0.11 个百分点，与上半年销售收入的快速增长相对应，某种意义上反映了可比门店收入增速上升；财务费用占比进一步下降

从费用比例来看（参见图 15），36 家零售 A 股公司 2010 上半年管理加销售费用占营业收入的比重为 12.74%，同比有一定的下降，其中一季度为 12%，同比下降了 0.20 个百分点；二季度为 13.65%，同比下降了 0.11 个百分点。

此外，财务费用占营业收入的比重 2010 上半年（0.62%）也有较大幅度下降：一、

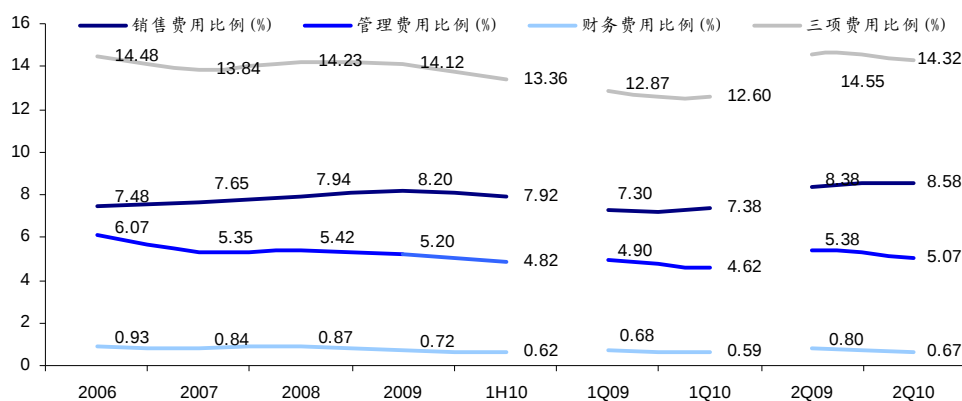
二季度分别同比下降 0.09 和 0.13 个百分点，当然现金流状况良好的零售 A 股公司的财务费用在三项费用中一直较低。

2010 上半年销售收入超过 20% 的增速是可以解释零售 A 股公司费用比例下降的主要原因。而且，与历史数据相比较，从 2006 年以来，费用占比总体趋势是震荡向下的，但大部分时间内在 14% 以上波动。2007 年三费占比曾经下降到 13.84%，但 08 年和 09 年重新回到了 14% 以上，我们认为部分的与 08 年下半年和 09 上半年金融危机带来的负面影响有关（收入增长，尤其是可比门店收入增幅下降）。而且，即便是有金融危机的影响，2008-09 年的费用占比仍旧较 2006 年有了明显下降。

我们预计 2010 年整个零售 A 股公司的费用比例较 2009 年仍可能有 0.1-0.2 个百分点的同比下降，有望达到 14% 上下。

我们认为，随着销售规模的继续提升，内生与外延增长交互作用带来的规模效应，以及激励机制和治理结构改善带来的催化作用等，会推动零售 A 股费用占比继续下降，我们预计未来 3-5 年有望可以看到 1-2 个百分点的下降空间。

图 15 零售 A 股三项费用占营业收入比重（06-1H10）



资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 2010 上半年剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率（3.30%）同比提升了 0.19 个百分点，而该指标一、二季度分别同比提升 0.26 和 0.10 个百分点。10 上半年剔除投资性净收益归属于母公司的净利润增长 27.70%，预计全年增长 25% 左右，龙头企业增速可能更快

2010 上半年 36 家零售 A 股公司在营业收入增长 20.35% 的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 20.92% 和 18.84%（参见图 16-图 21），但如果剔除掉投资净收益之后，2010 上半年归属于母公司的净利润有 27.70% 的增长。

2010 年一季度，36 家零售 A 股公司营业收入增长 19.78%，同时利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长了 26.14% 和 24.16%，而**剔除掉投资净收益之后，母公司的净利润增长率为 29.34%。**

2010 年二季度，36 家零售 A 股公司营业收入增长 21.05%，同时利润总额和归属于母公司的净利润也分别同比增长了 13.95% 和 11.70%，而**剔除掉投资净收益之后，母公司的净利润增长率为 25.32%。**

2010 上半年 36 家零售 A 股公司利润率为 4.99%，同比提高 0.02 个百分点；归属

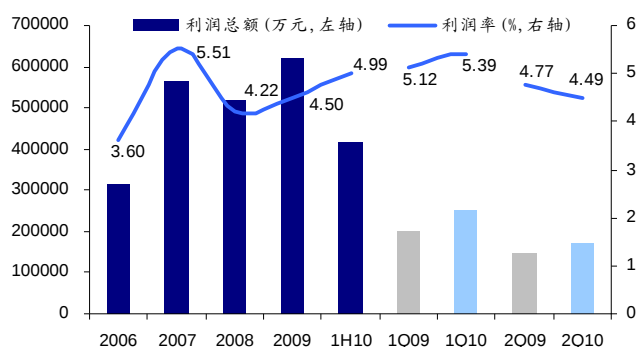
于母公司的净利润率（3.52%）同比略下降 0.05 个百分点（主要原因是大部分以非经常性收益构成的投资性净收益 10 上半年同比降幅超过 50% 导致，参见图 17）；剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率（3.30%）同比较大幅度提高了 0.19 个百分点。其中 10 年一季度的提升幅度更加显著。

分析发现，2010 上半年 36 家零售 A 股公司剔除了投资净收益后归属于母公司的净利润 27.70% 的增幅（高于收入 20.35% 的增幅）主要得益于毛利率提升和费用率下降的双重拉动，后者的左右相对更大一些。

此外，从前面对毛利率和费用比例的分析中我们也基本可以总结出，2010 二季度净利润率的提升幅度要小于一季度。但可以看出，剔除了投资净收益之后的经常性的净利润的增速两个季度都明显快于收入增速。

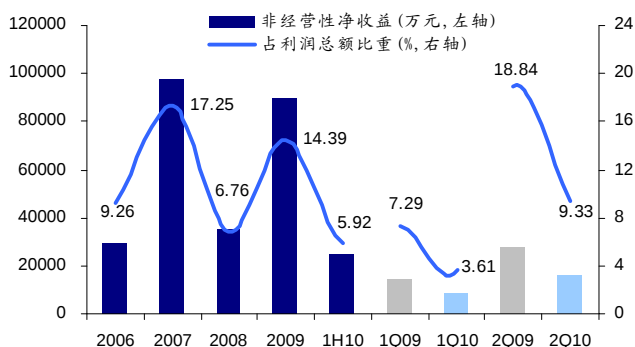
我们预计，虽然 2010 下半年可比基数不断抬升，收入、净利润的提升幅度有可能会下降，但从全年来看，我们之前预计的经常性净利润保持 25% 的增幅仍旧有很大希望实现，且龙头企业增速超过行业平均水平的可能性更大。

图 16 零售 A 股利润总额及利润率（06-1H2010）



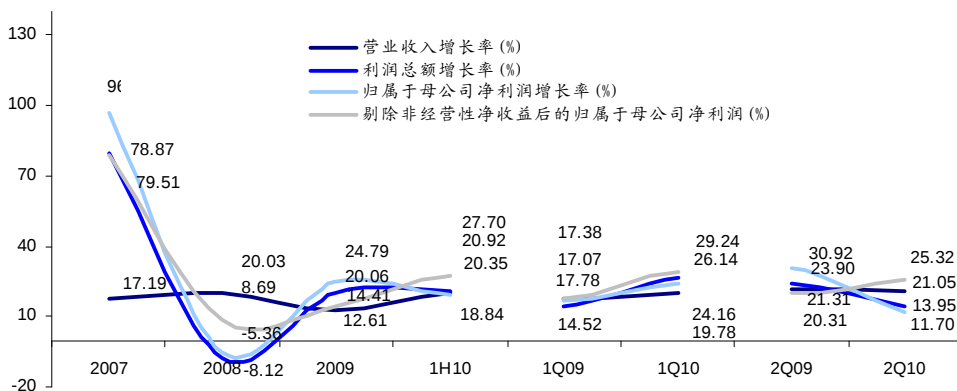
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 17 零售 A 股非经营性收益占利润比重（06-1H10）



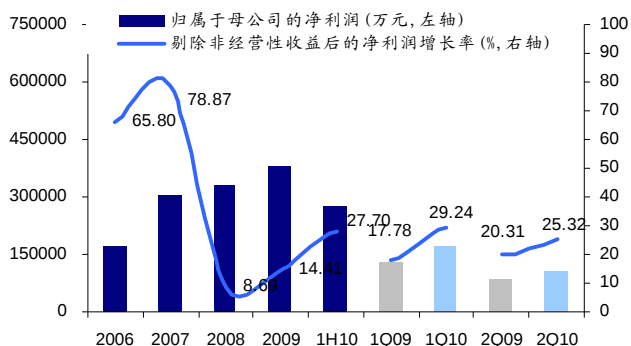
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 18 零售 A 股营业收入、利润、净利润、剔除非经营性净收益净利润增长（07-1H10）



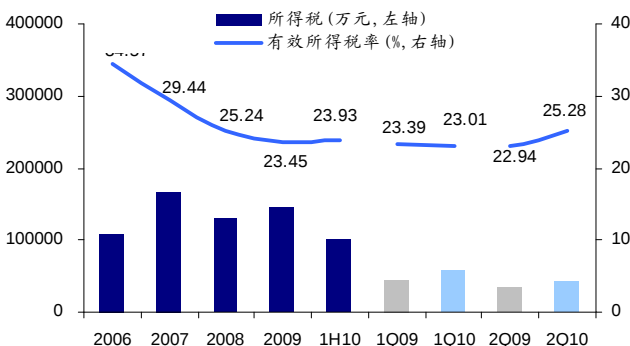
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 19 零售 A 股剔除非经营收益净利润增长 (06-1H10)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 20 零售 A 股有效所得税率 (06-1H10)

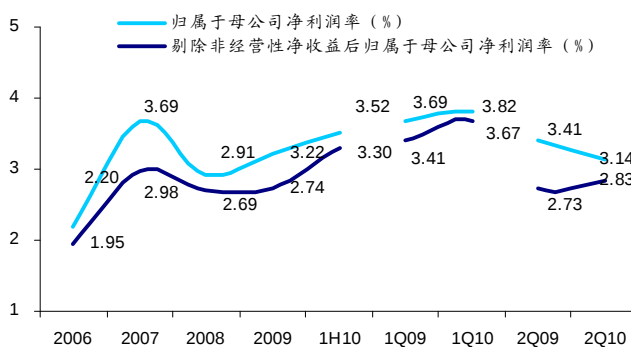


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.4 2010 上半年经营性现金流增长超过收入净利润增长幅度

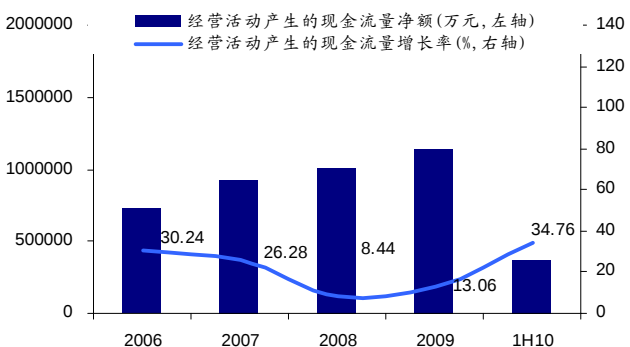
我们还关注到 36 家零售 A 股公司 2010 上半年经营性现金流同比增长 34.76%（参见图 22），超过同期收入和净利润的增幅，反映了零售企业特殊的优势地位和该行业现金流充裕的特质。

图 21 零售 A 股归属于母公司的净利润率 (06-1H10)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 22 零售 A 股经营性现金流及增长 (06-1H10)



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 对 2010 年一、二季报的公司分析

- 有 16 家公司 2010 上半年营业收入增长率超过行业平均水平（20.35%），外延和内生增长并举的区域零售龙头表现出较高的收入增速，如新华都、银座股份、友好集团、鄂武商、友阿股份、欧亚集团、王府井等
- 16 家公司 2010 上半年利润率超过行业平均水平（4.99%），以百货经营为主的广州友谊、友阿股份、新世界、开元控股、新华百货、东百集团等均表现出了百货高毛利、高利润率的特征，大厦股份也因为汽车 4S 店业务利润率提升以及百货回暖而表现出了利润率持续提升至较高水平的特点
- 16 家公司 2010 上半年扣除投资净收益之后归属于母公司的净利润率超过行业平均水平（3.30%），广州友谊、友阿股份 8-10% 左右的扣除投资净收益的归属于母公司净利润率水平基本反映了行业的高端状况；新世界的该项指标 2010 上半年虽仍维持在较高水平上，但较 09 年略有下降；有些连锁零售企业相对较低的净利润率与之相对保守的财务政策和调控手段有关，比如提前折旧摊销或者计提一些费用仍

是惯常使用的方法

- 有 18 家公司 2008 年销售费用和管理费用之和占营业收入的比重低于行业平均水平 (12.74%)。费用比例较为节约的大厦股份、友阿股份、东百集团等均属于大股东和流通股东利益较为一致的企业，均为民营背景的企业；广州友谊和欧亚集团也属于内部激励机制比较到位的公司；这些公司其 2010 上半年两项费用占比不仅整体水平不高，且同比有所下降。银座股份、南京中商等两项费用比例同比较大幅度提升，且处在较高水平的公司则有可能是因为以相对保守的会计制度处理相关费用所致，而未来费用比例有望趋于正常化

5.1 外延和内生增长并举的区域零售龙头表现出较高的收入增速

有 16 家公司 2010 上半年营业收入增长率超过行业平均水平 (20.35%)，其中有 11 家是我们覆盖的重点公司 (表 6 中以灰色阴影标注的公司)。

表 6 2010 上半年营业收入增长率超过平均水平及我们重点关注的公司营业收入及增长概况 (06-1H10)

序号	代码	简称	营业收入 (万元)										同比增长 (%)		
			2006	2007	2008	2009	1H10	1Q10	2Q10	2007	2008	2009	1H10	1Q10	2Q10
1	600821	津劝业	82289	82498	63136	52640	40621	17264	23357	0.25	-23.47	-16.62	50.78	3.31	50.78
2	002264	新华都	106292	164250	227932	310924	208667	112830	95837	54.53	38.77	36.41	39.46	37.48	39.46
3	600858	银座股份	240761	307472	419450	524264	431563	241644	189920	27.71	36.42	24.99	39.23	38.69	39.92
4	600778	友好集团	137303	143106	156959	200005	133311	68737	64574	4.23	9.68	27.43	38.07	28.37	38.07
5	000501	鄂武商 A	466603	529713	662972	793760	517252	287942	229310	13.53	25.16	19.73	35.80	35.09	35.80
6	002277	友阿股份	166469	163557	221934	274657	172724	99255	73469	-1.75	35.69	23.76	30.01	32.86	30.01
7	600697	欧亚集团	164707	263148	342061	391380	250464	114983	135481	59.77	29.99	14.42	27.98	28.04	27.98
8	600859	王府井	649504	893601	1017404	1109882	674029	381272	292757	37.58	13.85	9.09	27.90	29.91	27.90
9	600785	新华百货	238692	251939	282459	323556	196051	108157	87894	5.55	12.11	14.55	27.21	25.79	27.21
10	002187	广百股份	203504	280511	320100	463110	273386	153735	119650	37.84	14.11	8.84	26.82	25.48	28.58
11	000560	昆百大 A	119933	114426	117622	124181	65609	36386	29223	-4.59	2.79	5.58	26.47	25.32	26.47
12	600655	豫园商城	453591	563618	785558	825620	567016	286250	280765	24.26	39.38	5.10	26.09	13.68	26.09
13	600693	东百集团	88513	111863	136821	155932	91806	51965	39841	26.38	22.31	13.97	25.46	28.56	25.46
14	600774	汉商集团	49747	55103	59294	62373	36783	21031	15753	10.77	7.60	5.19	24.96	30.42	24.96
15	000987	广州友谊	189161	229102	261976	295920	169092	95113	73979	21.12	14.35	12.96	21.75	22.86	21.75
16	000417	合肥百货	327128	396711	504374	588541	363083	209243	153840	21.27	27.14	16.82	20.35	22.32	20.35
合计/平均			8736736	10238940	12289327	13838579	8399150	4627902	3771249	17.19	20.03	12.61	20.35	19.78	21.05
17	000759	武汉中百	538469	695942	864913	1009604	605527	344032	261494	29.24	24.28	16.73	20.32	20.97	20.32
18	600729	重庆百货	497933	548782	642059	731233	449118	251673	197445	10.21	17.00	13.89	19.90	16.57	19.90
19	600280	南京中商	309413	360543	421050	420916	242274	140811	101463	16.52	16.78	-0.03	14.80	17.57	14.80
20	002251	步步高	317093	418443	520135	572533	335813	186503	149310	31.96	24.30	10.07	14.61	14.29	14.61
21	002336	人人乐	473030	618346	768547	876663	497859	264830	233029	30.72	24.29	14.07	14.08	11.60	14.08
22	600327	大厦股份	322458	334419	425756	555920	302879	162658	140222	3.71	27.31	30.57	12.58	19.18	12.58
23	600814	杭州解百	123287	153085	171351	170808	91897	48519	43377	24.17	11.93	-0.32	11.42	11.96	11.42
24	000564	西安民生	92817	97841	112580	123332	121275	70536	50739	5.41	15.06	9.55	9.09	16.19	0.54
25	600361	华联综超	647015	740195	861845	925740	509189	276620	232569	14.40	16.43	7.41	8.69	5.88	8.69
26	600628	新世界	208891	192284	265461	273047	142525	76732	65793	-7.95	38.06	2.86	7.40	3.50	7.40
27	000516	开元控股	172280	177253	204132	231880	127793	70927	56866	2.89	15.16	13.59	5.80	5.58	5.80
28	000715	中兴商业	213030	225795	243055	264171	138641	80588	58053	5.99	7.64	8.69	5.27	15.77	5.27

资料来源: Wind, 海通证券研究所

新华都接近 40% 的收入增长 (且连续数年的高增长) 预期相对激进的外延扩张有关，而能否更有效地体现到利润增长上来有待观察。银座股份接近 40% 的增长是在已经追溯调整了淄博等新并表门店的基础上实现的，反映了其内生外延收入增长的显著。

友好集团、鄂武商、友阿股份超过 30% 的增速更多反映了外延扩张的效果；而欧亚集团、王府井、新华百货、广百股份、东百集团等超过 25% 的增长速度也反映了其良好的经营状况。

5.2 毛利率和利润率概况

表 7 2010 上半年利润率超过平均水平及我们重点关注的公司综合毛利率及利润率概况（08-1H10）

序号	代码	简称	毛利率（%）								利润率（%）							
			2008	2009	1H09	1H10	1Q09	1Q10	2Q09	2Q10	2008	2009	1H09	1H10	1Q09	1Q10	2Q09	2Q10
1	000796	宝商集团	23.76	42.31	23.76	43.97	23.36	46.13	24.29	41.66	1.03	14.54	1.82	14.10	3.80	17.15	-0.82	10.83
2	000987	广州友谊	24.06	22.62	23.83	23.06	23.76	22.15	23.91	24.22	13.03	12.83	13.59	13.68	13.66	13.15	13.50	14.35
3	002277	友阿股份	20.86	19.37	20.35	19.63	0.00	19.84	20.67	19.34	7.22	7.36	10.17	11.64	10.79	12.82	9.38	10.05
4	600828	成商集团	22.76	20.94	21.09	22.69	20.38	21.47	21.97	24.35	8.10	9.09	11.25	11.55	7.85	12.50	15.50	10.27
5	600628	新世界	30.37	28.60	27.63	29.29	24.49	26.05	31.59	33.08	8.58	9.18	10.67	10.54	8.53	8.20	13.37	13.26
6	000516	开元控股	16.25	15.50	15.32	19.14	14.58	17.72	16.24	20.75	4.71	4.83	5.03	10.44	5.04	4.69	5.01	17.61
7	600682	南京新百	24.95	26.71	25.90	24.13	25.74	23.11	26.10	25.50	6.06	7.84	9.03	9.73	9.78	10.40	8.05	8.82
8	600785	新华百货	17.29	18.72	19.05	19.86	18.26	19.35	20.05	20.48	5.50	8.26	8.68	8.96	7.79	9.84	9.80	7.88
9	600655	豫园商城	14.62	15.08	14.05	15.43	13.32	15.43	14.99	15.44	5.50	6.93	8.20	8.62	7.67	8.86	8.87	8.39
10	600693	东百集团	23.98	21.55	23.00	22.66	23.41	22.30	22.48	23.13	8.88	7.47	8.58	7.60	9.91	10.90	6.94	3.29
11	600814	杭州解百	19.27	19.36	19.85	21.09	20.05	21.22	19.64	20.95	6.15	5.13	7.68	7.29	8.05	7.91	7.27	6.60
12	600327	大厦股份	13.11	12.82	13.69	14.53	14.22	15.28	13.15	13.66	4.12	5.49	5.51	6.69	5.15	7.13	5.89	6.18
13	600738	兰州民百	24.05	21.77	22.18	21.39	21.95	22.21	22.49	20.30	5.24	4.64	5.40	6.50	6.25	11.26	4.25	0.10
14	000501	鄂武商 A	21.13	20.16	19.22	19.59	19.49	19.18	18.87	20.12	5.66	5.39	6.17	5.79	6.17	6.19	6.17	5.29
15	000417	合肥百货	15.86	16.51	17.82	17.25	17.02	17.07	18.87	17.49	4.79	6.76	5.25	5.58	4.81	5.64	5.84	5.49
16	600859	王府井	18.93	18.67	19.68	18.55	19.13	18.30	20.37	18.89	5.01	4.72	5.65	5.55	5.39	5.78	5.98	5.25
		平均	19.09	18.90	18.82	18.96	18.51	18.72	19.20	19.26	4.22	4.50	4.96	4.99	5.11	5.39	4.78	4.49
17	002187	广百股份	22.10	20.74	21.39	20.10	21.48	19.90	21.26	20.37	6.11	4.84	5.72	4.52	6.23	5.04	5.04	3.85
18	002251	步步高	19.73	19.61	19.42	20.68	19.81	19.97	18.93	21.56	4.10	4.00	4.73	4.24	6.38	5.59	2.66	2.56
19	000715	中兴商业	18.99	18.08	18.50	18.49	18.43	18.42	18.57	18.58	3.49	4.70	4.39	4.23	4.55	4.88	4.20	3.32
20	600697	欧亚集团	16.49	16.21	14.66	13.27	15.47	15.05	13.97	11.76	5.17	4.86	4.63	3.90	3.85	3.33	5.29	4.39
21	600778	友好集团	21.83	20.65	19.60	21.81	19.07	21.64	20.26	22.00	3.83	3.50	2.13	3.78	2.25	4.41	1.97	3.10
22	002336	人人乐	20.50	20.80	20.88	20.98	0.00	20.05	21.85	22.03	4.04	2.96	3.70	3.67	3.91	3.95	3.45	3.34
23	000759	武汉中百	18.23	18.15	17.53	18.44	17.52	18.27	17.55	18.65	2.78	2.96	2.74	2.96	3.22	3.44	2.11	2.34
24	600729	重庆百货	15.82	15.86	15.44	14.67	14.70	14.86	16.45	14.43	2.82	2.49	2.69	2.89	3.49	3.75	1.59	1.79
25	600858	银座股份	18.49	18.68	18.31	17.84	18.15	18.06	18.38	17.56	4.50	3.01	5.15	2.86	5.38	4.14	4.86	1.23
26	000564	西安民生	21.69	20.76	22.15	21.89	20.84	20.90	23.73	23.27	6.80	4.69	3.92	2.86	4.79	3.69	2.88	1.71
27	002264	新华都	19.01	18.84	18.45	19.34	17.14	18.40	20.05	20.45	3.63	2.63	3.42	2.49	2.80	2.55	4.19	2.41
28	600361	华联综超	19.54	19.34	20.49	19.54	19.86	18.63	21.27	20.62	1.74	0.90	1.56	1.33	1.86	1.17	1.19	1.51
29	600280	南京中商	18.48	20.08	18.48	20.35	18.52	19.93	18.42	20.94	2.23	2.17	1.22	0.88	1.55	0.67	0.80	1.17

资料来源：Wind，海通证券研究所

16 家公司 2010 上半年利润率超过行业平均水平（4.99%），其中有 9 家是我们覆盖的公司（表 7 中以灰色阴影标注的公司）。

以百货经营为主的广州友谊、友阿股份、新世界、开元控股、新华百货、东百集团等均表现出了百货高毛利、高利润率的特征；大厦股份也因为汽车业务利润率的提升以及百货的回暖而表现出了利润率持续提升至较高水平的特点。

5.3 剔除投资净收益后归属于母公司的净利润率概况

有 16 家公司 2010 上半年扣除投资净收益之后归属于母公司的净利润率超过行业平

均水平 (3.30%)，其中有 9 家是我们覆盖的重点公司 (表 8 中以灰色阴影标注的公司)。

表 8 2010 上半年扣除非经营净收益归属于母公司的净利润率超过平均水平及我们重点关注的公司情况 (08-1H10)

序号	代码	简称	归属于母公司的净利润率（%）								扣除非经营性净收益后归属于母公司的净利润率（%）							
			2008	2009	1H09	1H10	1Q09	1Q10	2Q09	2Q10	2008	2009	1H09	1H10	1Q09	1Q10	2Q09	2Q10
1	000987	广州友谊	9.82	9.64	10.26	10.25	10.24	9.86	10.28	10.76	9.72	9.42	10.26	10.27	10.28	9.86	10.24	10.80
2	002277	友阿股份	5.41	5.45	7.62	8.66	8.09	9.55	7.02	7.45	5.53	5.46	7.59	8.54	8.11	9.37	6.92	7.42
3	600628	新世界	6.14	6.61	7.83	7.71	6.21	5.89	9.88	9.83	6.14	6.48	7.96	7.70	6.35	6.09	9.99	9.58
4	600682	南京新百	4.49	6.29	6.96	7.40	7.70	8.29	5.98	6.20	3.82	6.20	6.30	7.47	7.70	8.55	4.46	6.02
5	600693	东百集团	7.22	5.32	6.59	5.59	7.68	8.38	5.25	1.94	6.85	5.22	6.59	6.89	7.98	8.12	4.89	5.29
6	600738	兰州民百	4.47	3.38	4.09	5.16	4.56	8.43	3.45	0.77	3.08	3.72	3.92	6.21	4.88	8.09	2.63	3.69
7	600785	新华百货	3.83	5.93	6.09	6.02	5.48	6.99	6.86	4.84	3.46	5.62	5.80	5.91	5.34	6.91	6.38	4.67
8	600828	成商集团	7.18	7.42	8.28	7.96	5.74	8.94	11.45	6.64	5.49	5.23	4.28	5.42	4.57	6.01	3.93	4.61
9	600814	杭州解百	4.55	3.77	5.77	5.41	5.98	5.79	5.54	4.99	4.33	3.56	5.82	5.27	6.02	5.51	5.60	5.00
10	600655	豫园商城	4.18	5.83	6.70	6.81	6.34	6.67	7.15	6.95	1.97	3.52	3.76	4.73	3.70	4.83	3.84	4.63
11	000516	开元控股	2.90	3.31	3.12	7.77	3.12	3.32	3.12	13.33	2.96	3.52	3.30	4.47	3.15	3.37	3.49	5.83
12	600327	大厦股份	2.55	3.37	3.39	4.00	3.14	4.20	3.64	3.78	2.25	2.85	3.14	3.94	3.03	4.16	3.26	3.68
13	000796	宝商集团	0.60	8.68	1.21	6.07	3.31	6.27	-1.59	5.85	1.90	5.87	3.36	3.91	3.03	5.93	3.80	1.75
14	600859	王府井	3.38	3.46	3.94	3.61	3.44	3.76	4.58	3.43	3.74	3.22	3.44	3.62	3.12	3.77	3.85	3.42
15	000501	鄂武商 A	2.72	3.01	3.57	3.34	3.53	3.54	3.61	3.09	2.54	2.52	2.17	3.52	3.48	3.87	0.51	3.09
16	600778	友好集团	3.05	3.02	2.10	3.38	2.13	3.83	2.07	2.90	3.07	1.99	1.32	3.51	1.49	3.83	1.11	3.16
		平均	2.91	3.22	3.56	3.52	3.66	3.82	3.42	3.14	2.69	2.74	3.09	3.30	3.38	3.67	2.74	2.83
17	002187	广百股份	4.47	3.57	4.21	3.39	4.56	3.74	3.75	2.94	3.93	3.54	4.19	3.25	4.54	3.63	3.73	2.75
18	000715	中兴商业	2.58	3.47	3.29	3.17	3.42	3.66	3.15	2.49	2.12	3.68	3.28	3.15	3.40	3.57	3.15	2.57
19	002251	步步高	3.13	2.89	3.57	3.15	4.87	4.29	1.93	1.72	3.08	2.76	3.47	3.03	4.72	4.04	1.90	1.76
20	002336	人人乐	3.01	2.62	3.04	3.05	3.16	3.23	2.88	2.84	2.87	2.54	2.97	3.00	3.09	3.15	2.83	2.83
21	000417	合肥百货	2.39	3.41	2.56	3.07	2.38	3.03	2.78	3.12	2.53	2.79	2.04	2.97	2.32	3.16	1.67	2.72
22	000564	西安民生	5.07	3.95	2.90	2.48	3.79	3.15	1.83	1.54	6.00	3.46	3.08	2.75	3.79	3.14	2.23	2.21
23	600729	重庆百货	2.53	2.14	2.24	2.42	2.92	3.24	1.32	1.38	2.46	1.97	2.20	2.40	2.91	3.21	1.25	1.37
24	600697	欧亚集团	3.11	2.84	2.71	2.33	2.04	1.85	3.28	2.74	3.08	2.80	2.67	2.30	2.02	1.82	3.23	2.70
25	002264	新华都	2.83	2.21	2.70	2.22	2.19	2.19	3.32	2.24	2.92	2.18	2.45	2.17	2.18	2.17	2.78	2.17
26	600858	银座股份	3.25	2.27	3.90	2.02	4.02	2.96	3.74	0.83	2.96	2.34	3.84	1.95	3.97	2.90	3.66	0.75
27	000759	武汉中百	1.99	2.11	1.94	2.10	2.27	2.44	1.51	1.65	1.86	1.85	1.77	1.75	2.25	2.38	1.16	0.92
28	600361	华联综超	1.36	0.66	1.14	1.06	1.44	0.93	0.77	1.22	1.21	0.61	1.18	1.05	1.42	0.89	0.88	1.25
29	600280	南京中商	1.03	1.02	0.28	0.23	0.18	0.15	0.40	0.34	1.45	1.17	0.32	0.50	1.04	0.41	-0.63	0.63

资料来源: Wind, 海通证券研究所

广州友谊、友阿股份 8-10%左右的扣除投资净收益的归属于母公司净利润率水平已经基本反映了行业的高端状况。值得关注的是，新世界的该项指标 2010 上半年虽仍维持在较高水平上，但较 09 年略有下降。

分析这一指标我们需要区分各家商业公司的业态，一般而言，好的单体百货店净利润率可以做到 8-10%，如果是正在进行连锁经营且不断有新店开出的，一次性开办费和新店培育期等原因，连锁百货的净利润率可能会被拉低；连锁超市和连锁家电零售做到相对成熟和高效的阶段，净利润率可望达到 5%左右，扩张期处于同样的原因，也会拉低净利润率；此外，国内很多区域商业龙头往往三种子业态并举，也会使综合的净利润率水平低于纯百货。

有些连锁零售企业相对较低的净利润率与之相对保守的财务政策和调控手段有关，比如提前折旧摊销或者计提一些费用仍是惯常使用的方法。

5.4 管理和销售费用占营业收入比重概况

有 18 家公司 2010 上半年销售费用和管理费用之和占营业收入的比重低于行业平均水平 (12.74%)，其中有 10 家是我们覆盖的重点公司 (表 9 中以灰色阴影标注的公司)。

表 9 2010 上半年销售费用加管理费用占营业收入比重低于行业平均水平及我们重点关注的公司费用比例 (06-1H10)

序号	代码	简称	销售费用/营业收入 (%)						管理费用/营业收入 (%)						(销售费用+管理费用)/营业收入 (%)					
			2006	2007	2008	2009	1H09	1H10	2005	2006	2007	2008	1H08	1H09	2005	2006	2007	2008	1H08	1H09
1	600655	豫园商城	4.40	4.04	3.29	3.24	2.90	2.84	6.67	5.41	4.46	4.60	3.65	3.68	11.07	9.45	7.75	7.84	6.55	6.51
2	600327	大厦股份	3.00	3.00	3.01	2.85	2.83	2.68	3.67	4.29	4.92	4.07	4.53	4.26	6.68	7.29	7.93	6.92	7.36	6.94
3	002277	友阿股份	5.68	5.34	5.65	5.26	4.01	3.22	6.72	4.98	6.19	5.65	4.97	4.36	12.40	10.32	11.84	10.92	8.98	7.58
4	000987	广州友谊	7.21	6.76	7.32	6.49	6.82	6.05	5.18	4.82	3.84	3.19	2.92	2.45	12.38	11.59	11.15	9.68	9.74	8.50
5	600697	欧亚集团	2.88	2.50	3.06	3.00	2.43	2.53	7.11	8.07	6.84	7.30	6.83	6.16	10.00	10.57	9.91	10.30	9.27	8.69
6	600821	津劝业	2.83	2.25	2.92	3.75	2.48	1.41	13.92	9.19	14.98	19.23	11.83	7.63	16.74	11.44	17.90	22.98	14.32	9.04
7	600693	东百集团	2.72	6.97	6.92	9.90	10.21	9.15	6.24	3.80	4.38	1.02	1.01	1.11	8.97	10.77	11.30	10.92	11.22	10.26
8	600785	新华百货	9.98	8.96	7.54	7.67	6.60	6.98	4.15	4.78	4.10	2.54	3.51	3.41	14.13	13.74	11.63	10.21	10.11	10.38
9	600729	重庆百货	6.69	7.62	8.05	8.49	7.61	7.71	5.04	4.77	4.24	4.14	4.23	3.12	11.73	12.38	12.29	12.64	11.85	10.83
10	000417	合肥百货	2.50	2.42	2.56	2.65	3.13	3.09	6.80	6.62	7.14	6.91	9.06	7.76	9.31	9.04	9.71	9.56	12.19	10.85
11	000516	开元控股	2.84	3.92	3.24	2.81	2.72	3.41	5.89	5.50	5.93	5.47	5.14	7.49	8.73	9.42	9.17	8.27	7.86	10.90
12	600306	商业城	3.98	4.14	4.74	4.08	4.45	2.51	7.12	8.13	8.72	15.68	9.72	8.50	11.10	12.27	13.46	19.76	14.17	11.01
13	600738	兰州民百	6.27	5.68	5.68	5.15	4.62	4.24	8.47	8.39	9.49	8.07	8.54	7.17	14.74	14.07	15.16	13.22	13.16	11.41
14	600859	王府井	9.62	8.46	8.16	8.91	9.05	8.28	4.72	3.35	3.96	3.66	4.03	3.14	14.34	11.82	12.13	12.58	13.08	11.42
15	600828	成商集团	15.37	8.14	9.80	9.53	9.72	9.48	9.04	2.76	3.25	1.82	1.81	1.98	24.41	10.89	13.05	11.35	11.53	11.46
16	000501	鄂武商 A	11.60	10.65	11.95	11.45	10.63	10.59	2.62	2.23	1.87	2.04	2.36	1.46	14.22	12.88	13.82	13.49	12.99	12.05
17	600682	南京新百	4.16	6.59	6.95	6.08	2.18	1.64	5.14	7.89	9.85	10.18	12.69	10.74	9.31	14.48	16.80	16.25	14.87	12.39
18	600814	杭州解百	1.82	2.59	3.02	4.23	3.89	4.14	10.76	9.59	9.17	8.93	6.99	8.50	12.58	12.18	12.18	13.16	10.88	12.64
平均			7.48	7.65	7.94	8.20	7.74	7.92	6.07	5.35	5.42	5.20	5.12	4.82	13.55	13.00	13.37	13.40	12.86	12.74
19	600858	银座股份	9.27	8.32	10.02	10.04	8.44	9.39	2.18	2.26	2.88	3.46	2.94	3.64	11.45	10.57	12.90	13.51	11.38	13.03
20	000715	中兴商业	3.38	2.65	2.86	2.23	2.31	2.15	10.20	10.17	11.96	10.09	11.17	11.42	13.57	12.82	14.82	12.32	13.49	13.57
21	600628	新世界	4.67	4.61	4.87	4.44	3.95	4.43	16.09	14.35	11.63	10.80	8.44	9.63	20.76	18.96	16.50	15.24	12.39	14.06
22	002187	广百股份	10.41	12.96	12.45	11.43	11.36	12.15	5.27	3.09	2.83	3.05	2.80	2.24	15.68	16.05	15.29	14.48	14.16	14.39
23	000759	武汉中百	10.30	10.38	10.64	10.92	10.37	11.14	3.82	3.68	3.90	3.73	3.64	3.90	14.12	14.06	14.54	14.65	14.02	15.04
24	600778	友好集团	3.58	4.28	4.78	5.24	4.72	4.76	9.32	8.72	10.11	11.08	11.58	10.89	12.91	13.00	14.89	16.32	16.30	15.65
25	002251	步步高	13.41	13.59	13.92	13.58	12.82	14.08	1.35	1.45	1.59	1.98	1.73	1.98	14.76	15.03	15.50	15.56	14.55	16.06
26	002264	新华都	11.39	12.08	12.13	13.37	12.40	13.84	2.32	2.41	2.57	2.56	2.47	2.48	13.70	14.49	14.70	15.93	14.87	16.32
27	600280	南京中商	4.83	4.86	4.59	4.45	3.45	5.16	8.80	8.38	8.10	10.74	11.48	11.31	13.64	13.24	12.69	15.19	14.93	16.47
28	600361	华联综超	12.11	13.27	14.94	15.58	15.72	15.02	2.17	2.32	1.90	1.61	1.76	1.80	14.28	15.58	16.84	17.19	17.48	16.82
29	002336	人人乐	13.70	12.89	12.91	14.07	13.43	13.81	3.90	1.88	3.00	3.05	3.00	3.12	17.61	14.77	15.91	17.12	16.43	16.93
30	000564	西安民生	2.31	3.48	5.35	5.08	7.24	8.53	10.73	11.85	11.06	10.77	8.91	9.02	13.04	15.33	16.41	15.86	16.15	17.55

资料来源: Wind, 海通证券研究所

费用比例较为节约的大厦股份、友阿股份、东百集团等均属于大股东和流通股东利益较为一致的企业，均为民营背景的企业；广州友谊和欧亚集团也属于内部激励机制比较到位的公司。这些公司其 2010 上半年两项费用占比不仅整体水平不高，且同比有所下降。

而银座股份、南京中商等两项费用比例同比较大提升，且处在较高水平的公司则可能是因为以相对保守的会计制度处理相关费用所致，而未来费用比例有望趋于正常化。

我们之前已经对重点公司近期的主要动向以及半年报情况进行了较详细的点评,同时对这些公司的发展潜力,未来业绩做了预测,并对其投资价值给出了建议。如需获得更详细的分析,敬请参考我们近期的重点公司报告。下面是我们 5 月 4 日上次行业跟踪报告以来的主要报告,供参考。

- 1) 苏宁电器公告点评: 有约束力的股权激励, 保障业绩快速增长, 维持买入 20100826
- 2) 鄂武商 A2010 年中报点评: 上半年扣非后净利润同比增长 60%以上, 百货超市两项主业齐头并进, 维持增持 20100826
- 3) 小商品城调研简报: 2011 年进入业绩快速增长期, 仍具备明显估值优势, 维持买入 20100821
- 4) 农产品 2010 年中报点评: 拐点向上的业绩与有待认识的价值, 维持买入 20100821
- 5) 海宁皮城 2010 年中报点评: 三期销售推动上半年净利润增长 133.89%, 外延扩张项目下半年开始贡献业绩, 维持中性 2010820
- 6) 步步高 2010 半年报点评: 二季度收入毛利已显积极信息; 厚积薄发待明年, 维持增持 20100820
- 7) 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
- 8) 广州友谊 2010 年中报点评: 10 上半年 20%以上的增长略超预期, 外延项目 11 年后开始提升业绩, 维持增持 20100819
- 9) 友阿股份 2010 半年报点评: 二季度 34%的净利润增速体现较好经营状况; 上半年增速或成年度业绩高点, 维持中性 20100819
- 10) 东百集团 2010 半年报点评: 扣非净利润同比增近 30%, 福州门店表现复苏趋势, 兰州项目 12 年后贡献业绩, 维持增持 2010081
- 11) 华联综超 2010 半年报点评: 二季度营业利润 38%同比增速体现公司业绩恢复性好转趋势, 中性维持 20100818
- 12) 银座股份 2010 年中报点评: 财务费用压制短期业绩, 未来业绩弹性较大, 维持增持 20100818
- 13) 大厦股份 2010 年中报点评: 上半年净利润增长 33%, 百货与汽车销售服务将继续驱动业绩较快增长, 维持增持 20100818
- 14) 鄂武商 2010 半年度业绩快报点评: 上半年收入 35%、净利润 27%以上的增长体现公司较好经营状况 20100817
- 15) 欧亚集团 2010 半年报点评: 上半年收入增长 28%显示良好经营, 拟建欧亚商都四期有利于继续提升影响力 20100814
- 16) 武汉中百 2010 中报点评: 中报净利润增长 30%; 生鲜物流配送中心建设有利于公司长远发展 20100813
- 17) 新华百货 2010 年中报点评: 外延扩张和门店装修费用压制二季度业绩, 但是公司未来业绩增长的重要看点, 维持增持 20100812
- 18) 西安民生 2010 中报及公告点评: 上半年扣非净利润增长 13.56%; 定增有利于股本、资产和销售规模的进一步做大 (中性, 首次) 20100812
- 19) 南京中商 2010 年中报点评: 经营调整的费用支出仍压制上半年业绩, 看好未来业绩大幅增长潜力, 维持增持 20100810
- 20) 开元控股 2010 年中报点评: 160%高增长主要来自投资收益及少数股权收购; 宝鸡店和西稍门店未来值得关注 20100810
- 21) 新世界 2010 中报点评: 世博提升丽笙酒店收益开始体现, 估值合理时博弈潜在超额收益相对安全 20100810
- 22) 小商品城公告成立三个分支机构, 五区招商开始启动, 维持买入 20100810
- 23) 新华都 2010 年中报点评 (更新): 规模扩张带来收入持续高增长, 期间费用压力较大抑制短期业绩释放 20100806
- 24) 商业零售板块 8 月 5 日整体强势点评: 看好零售区域龙头长期持续成长性, 短期标的仍建议

关注低估值品种的估值修复，维持增持 20100806

- 25) 新华都 2010 年中报点评: 规模扩张带来收入持续高增长, 期间费用压力较大抑制短期业绩释放 20100806
- 26) 天虹商场 2010 年中报点评: 2010 上半年净利润增长 24 51%, 跨区域门店拓展加速, 维持中性 20100806
- 27) 友好集团调研简报及 2010 年中报点评: 好的区域, 好的禀赋, 改善的管理, 较大的业绩弹性, 首次中性 20100803
- 28) 广百股份 2010 年中报点评: 新门店培育继续压制业绩, 积极外延扩张孕育未来增长潜力, 维持增持 20100802
- 29) 中兴商业 2010 年中报点评: 三季度停业虽将压低 10 年业绩, 但会为 10 年四季度和 11 年业绩大幅增长奠定基础, 维持买入 20100802
- 30) 苏宁电器业绩快报点评: 2010 上半年净利润增长超过 50%, 二季度开店速度明显加快, 维持买入 20100802
- 31) 海宁皮城业绩快报点评: 2010 上半年净利润增长 133.89%, 主要来自商铺销售贡献, 维持中性 20100729
- 32) 华联综超非公开发行业务点评: 定增 1.8 亿股募集 12 亿开设 39 家新门店, 改造 31 家旧门店以及补充流动资金 20100727
- 33) 华联综超公告点评: 租赁关联方购物中心内场地经营超市主业, 有利于各业态互动及规模进一步扩张 20100724
- 34) 广百股份增发预案点评: 增发收购物业及开设新店, 外延扩张仍在加速进行, 维持增持 20100724
- 35) 华联综超调研简报: 中短期业绩有望恢复性增长, 长期价值体现尚待管理能力有效提升 20100719
- 36) 天虹商场公告点评: 超募资金用于新开门店, 2011 年开始增厚业绩, 首次中性 20100716
- 37) 农产品预增公告点评: 非经常收益是中报业绩大幅增长的主要贡献因素, 维持买入 20100715
- 38) 重庆百货 2010 年中报点评: 上半年净利润增长 29.4%, 看好重组完成后的成长潜力, 维持买入 20100715
- 39) 南京中商公告点评: 收购苏州中商置地公司 45% 少数股权, 增厚未来期间盈利 0.25 元左右, 维持增持 20100709
- 40) 广百股份调研简报: 内生增长对冲新门店培育, 估值有吸引力, 维持增持 20100707
- 41) 广州友谊调研简报: 经营趋势良好, 重现投资安全边际, 调高投资评级至增持, 目标价 27 元 20100706
- 42) 银座股份公告点评: 拟租三处商业物业总计超过 15 万平米, 租金价格相对合理, 外延扩张有序 20100701
- 43) 欧亚集团公告点评: 低成本自有物业连锁扩张模式持续推进 20100618
- 44) 银座股份公告点评: 低价收购潍坊财富购物广场, 看好项目前景 20100617
- 45) 海宁皮城公告点评: 收购江苏显通 50% 股权, 增厚一次性收益约 0.086 元, 维持中性 20100607
- 46) 小商品城公告国际商贸城五期、篁园市场及一区扩建市场行业布局, 2011-12 年增长主要动力, 维持买入)20100525
- 47) 广百股份公告点评: 外延扩张加速, 为后期的业绩增长奠定基础, 调高至增持 20100524
- 48) 欧亚集团公告点评: 欧亚购物中心建设有利于巩固公司区域强势地位以及长期发展 20100522
- 49) 农产品(000061)公告点评: 剩余股权彻底转让, 获取 3.3 亿税前投资收益, 增厚业绩约 0.32 元 20100518

- 50) 天虹商场新股研究：组合业态经营的全国扩张型连锁百货 20100514
- 51) 爱施德新股研究：盈利能力突出的全国性手机分销综合服务商 20100512
- 52) 批发与零售贸易行业跟踪报告：对商业零售板块估值溢价波动、抗跌性历史特征的分析及目前投资策略思考 20100511
- 53) 超市行业跟踪报告：CPI 与超市公司可比门店增速、综合毛利率的相关性分析及目前 A 股超市投资策略 20100511
- 54) 大厦股份调研简报：百货业绩与汽车价值的双重提升，维持增持 20100506
- 55) 批发与零售贸易行业跟踪报告（09 年四季度 10 年一季度收入利润大幅增长，投资关注低估值和增长有望大幅超越行业的公司） 20100504

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发与零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发与零售贸易团队

汪立亭：联系人

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,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。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授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

方维
机械行业分析师
(021) 23219438
fangw@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 23219610
jiangwn@htsec.com

汪立亭
批发和零售贸易行业
(021) 23219399
wanglt@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(010) 58067935
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

刘惠莹
煤炭行业助理分析师
(021) 23219441
liuhy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

高远
宏观经济
(021) 23219669
gaoy@htsec.com

熊伟
宏观经济
(021) 23219396
xiongwe@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

潘春晖
策略核心分析师
(021) 23219374
panch@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
基金分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

杨俭秋
基金分析师
(021) 23219605
yangjq@htsec.com

倪韵婷
金融工程分析师
(021) 23219419
niyt@htsec.com

邱庆东
固定收益分析师
(021) 23219424
qiuqd@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

冯梓钦
基金
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

李唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(010) 58067996
shenly@htsec.com

殷怡琦
销售经理
(010) 58067944
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com