

零售业(010811)四季度投资策略

行业旺季来临，基本面将推动行业继续上行

欧亚菲 商业与贸易 研究员
电话: 020-87555888-641
eMail: oyf@gf.com.cn

三季度行业销售持续向好

1-8月累计,社会消费品零售总额 97492 亿元,同比增长 18.2%,与 1-7 月持平。其中限额以上企业实现商品零售额 35758 亿元,增长 29.3%,比 1-7 月份加快 0.2 个百分点。扣除石油和汽车的限额以上企业实现商品零售额同比增长 24.39,比 7 月份加快 0.44 个百分点。从百家重点大型零售企业数据看,1-7 月零售额累计同比增速达到 22.5%,高于 2009 年同期 10.7 个百分点,继续保持平稳较快增长。这一累计增速与金融危机前的 2008 年同期基本持平。

行业中期净利润和净利润率均创三年以来新高

2010 年中期零售行业主营业务收入和净利润同比分别增长了 25.22% 和 37.3%,呈现稳步增长的态势。与 10 年一季度相比,主营业务收入增幅基本持平,略微下降 0.07 个百分点,与 08, 09 年同期相比,10 年上半年净利润、毛利率以及净利率均创三年来的新高。15 家重点公司在 10 年中期的主营业务收入增幅超过行业平均水平,表明行业重点公司的竞争力提升幅度高于行业提升幅度。净利润率逐年提高,且高于行业平均水平表明龙头公司的成本控制能力明显优于行业其他公司。

重点跟踪公司季报前瞻

从我们重点跟踪企业来看,三季度销售能超出预期的有主要是百货企业 and 专业连锁公司,我们预计单季度净利润增长超过 50% 的公司主要有通程控股(250% 以上)、友好集团(1000% 以上,低基数影响,去年仅 72.7 万净利润)、鄂武商(70% 以上)、成商集团(60% 以上)、王府井(50% 以上)、苏宁电器(40%-50%)。

投资建议

我们预计在通胀维持在 2%-3% 的情况下,进入消费旺季后,行业四季度的增速有望提升至 25% 以上,我们仍然可期待行业在四季度迎来增长旺季。

在业态方面,我们仍然将百货行业作为首选,其次是专业连锁和综合超市。我们建议投资者的组合,综合考虑中西部地区和成长性的匹配,我们仍然将王府井、新华百货、成商集团、鄂武商、重庆百货、友好集团、广州友谊、潮宏基、银座股份、广百股份、武汉中百作为基本配置,同时我们综合考虑西部大开发的前景,将西安民生作为补充配置,以提高组合的弹性。专业连锁公司,我们建议大资金仍然将苏宁作为零售行业的基本配置,同时小商品城着眼于明年商贸城二期开业,建议进行配置。

行业评级

买入

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	6.43%	18.11%	20.75%
沪深 300	-1.28%	6.13%	-10.57%

目录索引

一、三季度行业销售持续向好	3
(一) 行业销售持续回升	3
(二) 百家重点零售企业销售逐季回升	4
(三) 消费者信心逐步恢复	5
二、零售行业2010年中期业绩综述	6
(一) 行业净利润以及净利率创三年来新高	6
(二) 重点公司业绩亮丽, 维持快速增长态势	8
三、重点跟踪企业三季报前瞻	10
四、投资策略	11
(一) 投资组合建议	11
(二) 重点公司点评	11
王府井	11
成商集团	11
新华百货	12
广州友谊	13
鄂武商	13
银座股份	14
友阿股份	15
重庆百货	16
潮宏基	16

图表索引

图1: 社会消费品零售总额2007-2010.8同比增长率	3
图2: 2007.01-2010.08CPI指数	4
图3: 2009年以来百家重点大型零售企业零售额增速及同比幅度变化	5
图4: 2009年以来重点大型零售企业零售额各季度累计增速	5
图5: 2005-2010.08消费者信心和消费者预期指数	5
图6: 2009-2010.08月度社会消费品零售总额和消费者信心指数	5
表1: 2009-2010.08限额以上企业主要商品类别销售增幅	3
表2: 申万零售行业2008-2010中期业绩一览表	6
表3: Wind百货行业和Wind大卖场与超市2008-2010中期业绩一览表	7
表4: 连锁家电行业(苏宁电器和国美电器)	7
表5: 专业连锁行业(苏宁, 天音, 爱施德, 宏图)	8
表6: 15家重点公司2008-2010中期业绩一览表	9
表7: 15家重点公司按净利润排名	9

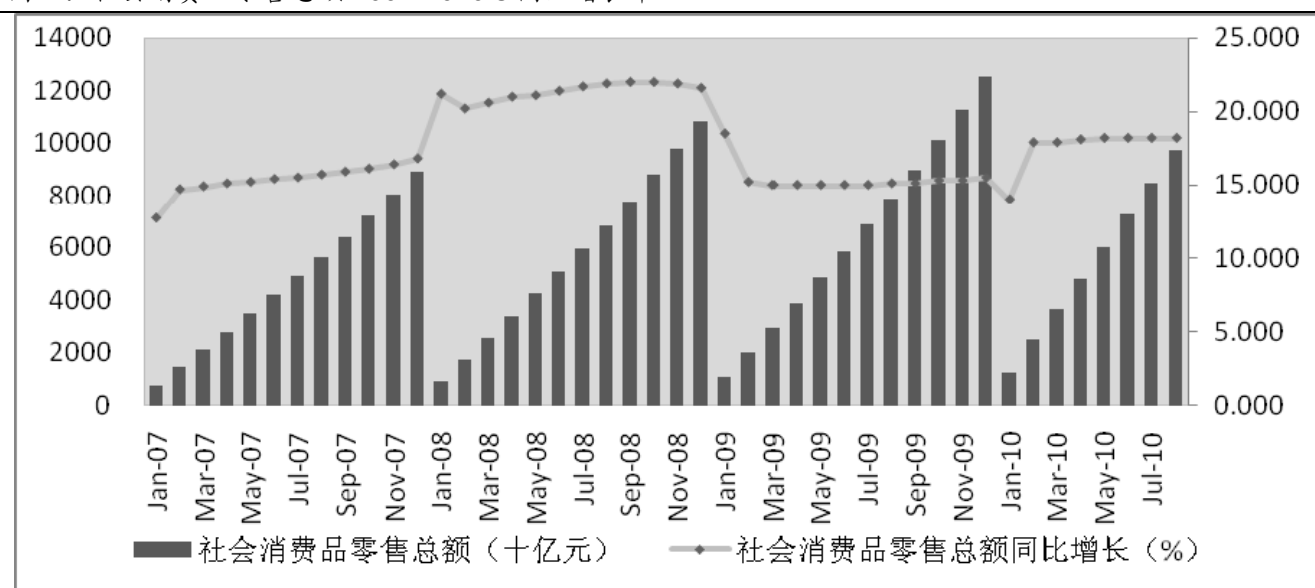
一、三季度行业销售持续向好

(一) 行业销售持续回升

1-8 月累计, 社会消费品零售总额 97492 亿元, 同比增长 18.2%, 与 1-7 月持平。其中限额以上企业实现商品零售额 35758 亿元, 增长 29.3%, 比 1-7 月份加快 0.2 个百分点。扣除石油和汽车的限额以上企业实现商品零售额同比增长 24.39, 比 7 月份加快 0.44 个百分点。

8 月份, 社会消费品零售总额 12570 亿元, 同比增长 18.4%, 比 7 月份加快 0.5 个百分点。按经营单位所在地分, 8 月份, 城镇消费品零售额 10930 亿元, 同比增长 18.8%; 乡村消费品零售额 1640 亿元, 增长 15.9%。按消费形态分, 8 月份, 餐饮收入 1471 亿元, 同比增长 18.8%; 商品零售 11099 亿元, 增长 18.4%。在商品零售中, 限额以上企业(单位)商品零售额增长 28.1%。

图 1: 社会消费品零售总额 2007-2010.8 同比增长率



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

分类别看, 8 月份, 限额以上批发和零售业中, 粮油类增长 27.3%, 服装类增长 22.9%, 日用品类增长 22.6%, 家用电器和音像器材类增长 25.6%, 金银珠宝类增长 36.2%。

表 1: 2009-2010.08 限额以上企业主要商品类别销售增幅

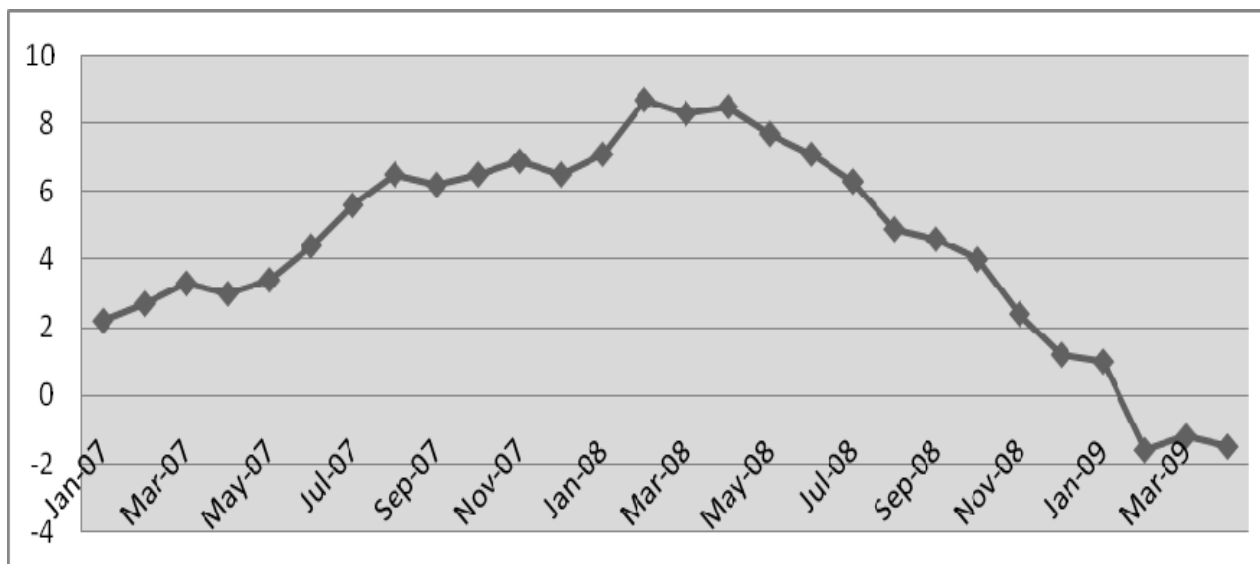
	091Q	092H	Jul-09	093Q	09A	101Q	102Q	Jul-10	Aug-10
粮油类	9.6	11.2	13.3	12.8	14.0	18.4	23.4	26.1	27.3
服装类	15.6	18.0	19.1	16.9	18.8	23.9	24.0	25.8	22.9
文化办公用品类	6.5	3.7	3.8	4.6	6.7	18.3	24.6	22.7	24.8
体育娱乐用品类	8.4	7.9	10.3	7.8	9.1	13.3	22.9	14.6	11.9
日用品类	10.9	14.0	16.3	14.2	15.6	22.4	26.9	24.1	22.6

家用电器和音像器材类	1.4	0.6	12.0	5.1	8.0	6.9	28.3	25.6	25.6
家具类		22.8	33.3	30.5	42.5	32.3	37.6	35.9	40.4
化妆品类	14.8	18.2	21.7	17.2	20.3	17.6	16.0	16.9	17.7
金银珠宝	11.8	10.4	28.7	15.6	18.4	15.5	48.7	44.2	36.2
汽车	11.1	18.5	23.8	18.1	32.0	24.5	34.9	27.6	35.2
石油及石油制品	-0.8	0.3	5.0	1.5	1.1	2.9	38.0	29.1	26.6
建筑及装潢材料		10.8	12.6	17.3	25.8	21.1	31.9	28.2	28.3
通讯器材	-7.5	-8.4	-7.8	-7.0	1.3	-4	19.7	11.2	21.9

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

同时全国居民消费价格总指数逐步回升，8月份上升3.5%，随着翘尾因素消失，CPI将有所回落，但第四季度为行业旺季，我们预计社会批发零售贸易业的零售总额的增长趋势将得到延续。

图 2：2007.01-2010.08CPI 指数



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

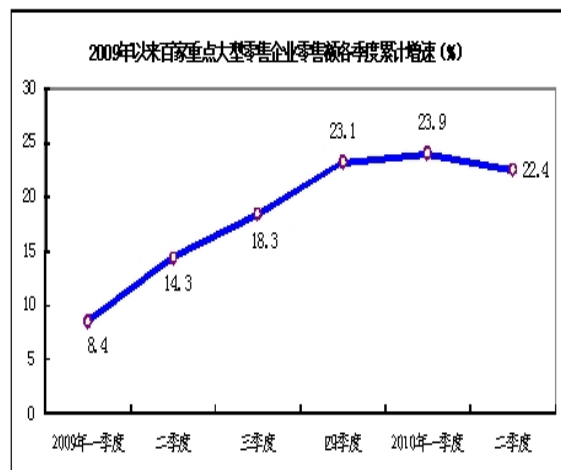
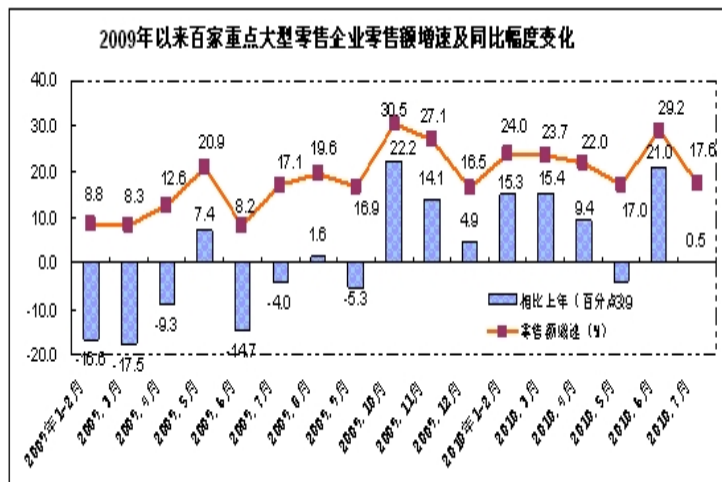
（二）百家重点零售企业销售逐季回升

1-7月，百家大型零售企业零售额累计同比增速达到22.5%，高于2009年同期10.7个百分点，继续保持平稳较快增长。这一累计增速与金融危机前的2008年同期基本持平。

主要类别商品零售额增速同比大幅提高。从增长情况看，金银珠宝类、服装类零售额增速上涨幅度较大。金银珠宝类增长31.0%，服装类增长22.1%，食品类增速达到23.1%，化妆品类增长17.2%。家用电器类增速为7.1%，日用品类增长17.0%。

图 3：2009 年以来百家重点大型零售企业零售额增速及同比幅度变化

图 4：2009 年以来重点大型零售企业零售额各季度累计增速



数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

(三) 消费者信心逐步恢复

消费者信心正逐步恢复, 消费者信心指数在 09 年 3 月份见底后逐步恢复, 今年 7 月份消费者信心指数至 107.8, 同期消费者预期指数更是上升到 108.6, 接近金融危机爆发之前的水平。而消费者信心调查数据环比上升的速度是历年来罕见的, 这从一个侧面印证了消费增长势能在快速累积, 其中既有消费政策刺激效应释放的因素, 也有收入增加预期和宏观经济持续向好的影响。

图 5: 2005-2010.08 消费者信心和消费者预期指数

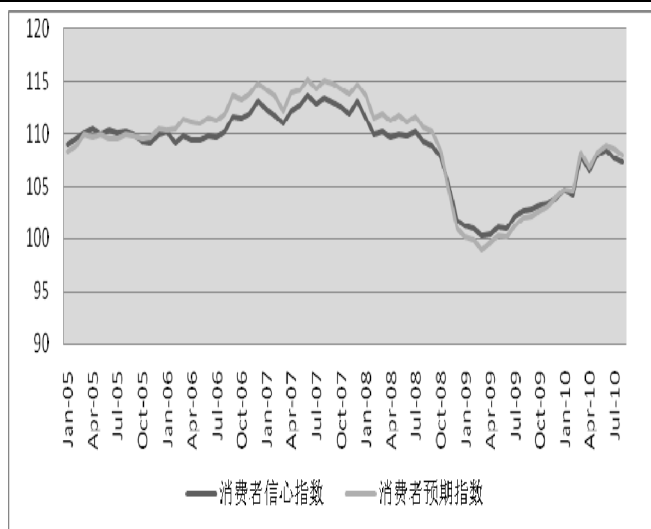
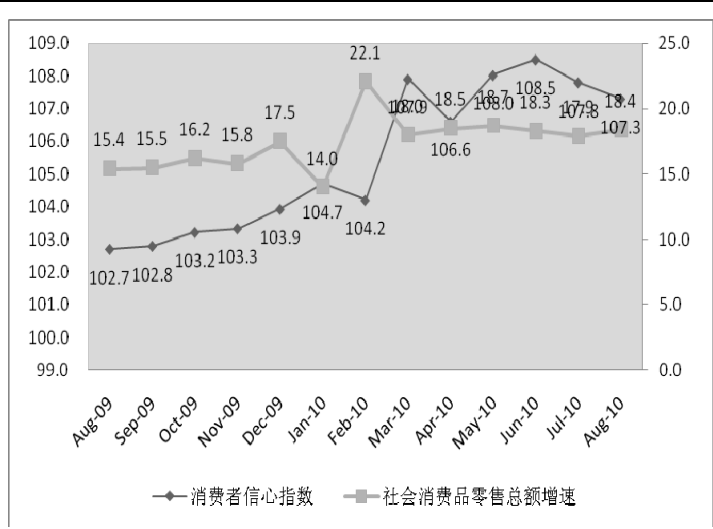


图 6: 2009-2010.08 月度社会消费品零售总额和消费者信心指数



数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

二、零售行业 2010 年中期业绩综述

(一) 行业净利润以及净利率创三年来新高

2010年中期零售行业主营业务收入和净利润同比分别增长了25.22%和37.3%，呈现稳步增长的态势。与10年一季度相比，主营业务收入增幅基本持平，略微下降0.07个百分点，与08，09年同期相比，10年上半年净利润、毛利率以及净利率均创三年来以来的新高。

与2009年同期数据相比，净利润增长中，主营业务毛利贡献了26%的增长，营业费用率和管理费用率下降分别贡献了约2%和8.8%的增长，而财务费用的降低则贡献了22%的增长。行业毛利率以及净利率的提升，反应了零售商的渠道控制力进一步加强。与此同时，行业每股经营性现金流同比大幅下降了34.14%，表明行业在货币政策较紧的时候通过提前结款等方式带来了毛利率的提升同时牺牲了现金流。同时行业的净资产收益率仍持续提升，管理改善和净利润率上升是净资产收益率提升得主要原因。

表2：申万零售行业2008-2010中期业绩一览表

指标名称	20081H	20091H	20101H
营业总收入（万元）	278466.42	295012.06	369421.84
营业总收入同比增长率	25.95%	15.15%	25.22%
销售毛利率	17.68	18.26	18.38
营业费用率	7.71	8.50	8.32
管理费用率	4.37	4.37	3.98
财务费用	1852.09	1285.79	1244.87
财务费用同比增长率	30.71%	-24.54%	-3.18%
投资收益	1059.48	1387.59	1648.76
净利润（万元）	9653.89	10583.97	14531.61
净利润同比增长率	35.76%	19.17%	37.30%
销售净利率	3.47	3.59	3.93
每股收益（元）	0.24	0.22	0.24
每股经营性现金流量	0.30	0.25	0.16
每股经营性现金流量同比增长率	12.26%	-9.84%	-34.14%
净资产收益率	6.92	7.25	7.57
资产负债率	55.76	57.46	57.55
存货周转率	9.63	9.60	8.93

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

同时观察百货、连锁综合超市和连锁家电等不同业态的行业数据，发现，在我国CPI同比上涨2.6%的情况下，百货行业与大卖场行业名义销售相较09年上半年期都有所增长，其中百货行业在通胀中名义销售增长更快，达到24.48%，远高于大卖场行业。与去年同期相比，百货行业毛利率与净利率基本保持平稳，虽然管理费用率和财务费用率均有所下降，但由于行业毛利率水平并未提高，对管理费用以及财

务费用的控制并未对提高行业净利率水平有显著影响。对于大卖场行业，其净利率同比增加了0.25个百分点，主要得益于其充裕现金流带来的可观的财务收入。与此同时，由于重资产企业的增加，百货行业与大卖场行业平均净资产水平均有所上升(分别为18%和17%)，这也导致了两者的净资产收益率分别下降了0.47个百分点和0.39个百分点。值得注意的是，百货行业以及大卖场行业的存货周转率同比均有小幅度下降。

表 3: Wind 百货行业和 Wind 大卖场与超市 2008-2010 中期业绩一览表

指标名称	Wind 百货行业			Wind 大卖场与超市		
	20081H	20091H	20101H	20081H	20091H	20101H
营业总收入 (万元)	155796.2	172802.1	215111.7	511627.7	526442.05	612072.6
营业总收入同比增长率	21.47%	13.84%	24.48%	19.05%	15.76%	16.27%
销售毛利率	20.12	20.26	19.92	19.99	20.26	20.74
营业费用率	5.85%	6.64%	6.89%	13.97%	14.45%	14.27%
管理费用率	7.30%	7.13%	6.34%	2.52%	2.48%	2.84%
财务费用	1721.33	1650.74	1582.43	796.13	-1252.45	-1423.80
财务费用同比增长率	39.31%	-4.10%	-4.14%	-12.61%	-257.32%	13.68%
投资收益	496.58	951.46	925.64	4152.07	3634.61	5078.25
净利润 (万元)	5951.62	6694.76	8836.58	12881.69	13696.63	17142.53
净利润同比增长率	23.55%	12.49%	24.52%	17.08%	6.33%	25.16%
销售净利率	3.82	3.87	3.88	3.00	3.01	3.26
每股收益 (元)	0.19	0.20	0.22	0.36	0.27	0.29
每股经营性现金流量	0.17	0.18	0.14	0.68	0.66	0.82
每股经营性现金流量同比增长率	-22.92%	-0.95%	-19.86%	-33.40%	-2.28%	24.15%
净资产收益率	5.28	5.94	5.47	4.35	3.59	3.2
资产负债率	53.53	54.27	56.30	58.57	59.29	57.97
存货周转率	10.35	10.52	9.97	7.00	7.05	6.66

数据来源: wind资讯、广发证券发展研究中心

2010年上期，连锁家电行业业绩优异，受去年基数较低影响，销售收入增长迅速。同时，行业对各项费用的控制也有所加强，从而进一步提高了毛利率以及净利率水平。扣除投资损失的影响，连锁家电渠道的两大寡头的净利润增长了66%。另外三家家电企业表现也可圈可点，尽管财务费用有所增加，但是平均净利润增长达到了惊人的124%，利润率也有去年同期的1.91%上升到了3.18%。但是值得注意的是，与百货及大卖场行业相同，家电零售行业的存货周转率也存在着小幅下降的情况。

表 4: 连锁家电行业 (苏宁电器和国美电器)

指标名称	20081H	20091H	20101H
营业总收入 (万元)	2623991.45	2389859	3046498.4
营业总收入同比增长率	26.90%	-8.92%	27.47%
销售毛利率	15.07%	13.91%	14.48%

营业费用率	7.43%	9.66%	8.87%
管理费用率	1.45%	1.68%	1.61%
财务收入	12,590	8156.75	4558.5
投资收益	0	2321	-4438.45
净利润(万元)	117201.65	94844.4	149262.55
净利润同比增长率	64.66%	-19.08%	57.38%
销售净利率	4.47%	3.97%	4.90%
每股经营性现金流量	0.45	0.45	0.37
每股经营性现金流量同比增长率	-33.21%	0%	-18.89%
资产负债率	68.07	64.95	60.81
存货周转率	4.52	4.52	4.12

数据来源：公司定期报告、广发证券发展研究中心

表 5：专业连锁行业（苏宁,天音,爱施德,宏图）

指标名称	20081H	20091H	20101H
营业总收入(万元)	1299007.847	1072238.83	1424311.38
营业总收入同比增长率	34.09%	10.06%	32.84%
销售毛利率	13.33%	14.65%	15.44%
营业费用率	7.01%	7.76%	7.12%
管理费用率	1.34%	1.64%	1.40%
财务费用	2743.39	-70.50	-757.80
投资收益	186.90	-224.61	479.71
净利润(万元)	43315.13	40233.48	67225.40
净利润同比增长率	70.97%	23.85%	67.09%
销售净利率	3.33%	3.75%	4.72%
每股经营性现金流量	0.19	0.28	0.55
每股经营性现金流量同比增长率	-2286.31%	46.35%	-297.58%
资产负债率	63.72	61.85	51.93
存货周转率	3.77	3.93	3.52

数据来源：wind资讯、广发证券发展研究中心

从不同业态的行业数据来看，2010年上半年连锁家电行业业绩最为抢眼，这主要得益于家电“以旧换新”、“家电下乡”、“能效补贴”等一系列拉动内需的消费政策，但由于房地产成交低迷状况没有改善，单位门店销售额并未有显著提高，如果只是单纯依赖于门店扩张而不提升单位门店盈利水平，家电行业快速增长的步伐可能会遭遇障碍；连锁综合超市下半年可能面临CPI回落过程中的名义增速放缓，不过我们判断连锁综合超市同店增长不会显著回落，主要是基于日用消费品价格的上涨。百货行业在去年基数相对

（二）重点公司业绩亮丽，维持快速增长态势

我们重点跟踪的15家公司包括苏宁电器、王府井、广州友谊、银座股份、武汉中百、大商股份、百联股份、重庆百货、新华百货、鄂武商、成商集团、中兴商业、步步高、广百股份、南京中商。15家

重点公司在10年中期的主营业务收入增幅超过行业平均水平，表明行业重点公司的竞争力提升幅度高于行业提升幅度。净利润增幅高于行业平均水平，同时每股现金流下降幅度更大，表明龙头公司使用现款进货的方式可能更加普遍。龙头公司的净利润率逐年提高，且高于行业平均水平表明龙头公司的成本控制能力明显优于行业其他公司。

表 6: 15 家重点公司 2008-2010 中期业绩一览表

指标名称	20081H	20091H	20101H
主营业务收入(万元)	407369.99	439602.02	567751.73
主营业务收入同比增长率	26.71%	7.91%	29.15%
净利润(万元)	17012.67	18887.43	26133.10
净利润同比增长率	52.94%	11.02%	38.36%
每股收益(EPS)(全面摊薄)	0.39	0.31	0.34
每股经营性现金流量	0.44	0.34	0.18
每股经营性现金流量同比增长率	-15.79%	-22.88%	-46.30%
净资产收益率(ROE)(全面摊薄)	8.24	8.02	7.97
资产净利率(ROA)	3.85	3.64	3.70
销售毛利率	18.33	18.65	18.64
销售净利率	4.18	4.30	4.60
资产负债率	54.51	56.20	56.07
存货周转率	9.32	9.22	10.14

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

15家重点公司苏宁电器以202292万元的净利润排名榜首。友好集团、苏宁电器和百联股份则分别以163%、54%和48%的净利润增长率名列前茅。从净资产收益率排名来看，新华百货、广州友谊和成商集团分别以12.81%、12.55%和12.35%名列前茅。

表 7: 15 家重点公司按净利润排名

	净利润（万元）			营业总收入（万元）			每股 经营 性现 金流 量	ROE （%）	销售 净利 率 （%）	销售 毛利 率 （%）	资产 负债 率 （%）	存货 周转 率	
	绝对值	增长率（%）		绝对值	增长率 （%）								
		同比	环比		同比	环比							
苏宁电器	202292	54.2	20.66	3605468	32	16	0.28	-0.09	12.12	5.61	17.06	57.66	4.65
百联股份	40114	48.2	69.82	661203	24	34	0.27	0.59	5.60	6.07	25.21	52.21	33.47
王府井	28182	20.8	51.15	674029	28	16	0.62	-0.005	8.57	4.18	18.55	56.99	18.88
鄂武商 A	21958	21.9	59.76	517251	36	25	0.33	0.89	10.89	4.25	19.60	71.08	10.04
广州友谊	17337	21.7	21.49	169092	22	7.7	0.48	-0.47	12.55	10.25	23.06	39.64	10.88
新华百货	13289	22.8	25.00	196051	27	16	0.56	0.31	12.81	6.78	19.86	46.19	7.16
武汉中百	12699	31.1	9.21	605527	20	20	0.16	0.61	5.36	2.10	18.44	53.42	4.81
重庆百货	11037	29.5	49.51	449118	20	26	0.52	0.89	10.78	2.46	14.67	61.52	6.53
步步高	10564	0.72	72.84	335813	15	20	0.37	1.34	7.04	3.15	20.68	50.29	5.04

广百股份	9265	14.8	8.42	273386	51	-3	0.52	-0.13	7.69	3.39	20.10	49.68	13.70
银座股份	8974	7.1	190.9	431563	71	58	0.20	1.32	4.11	2.08	17.84	64.64	2.46
成商集团	6586	-2.3	13.64	83547	2	-7	0.15	0.4	12.35	7.88	22.69	64.05	7.01
友好集团	4532	162.9	21.59	133311	38	29	0.15	-0.06	4.48	3.40	22.81	54.06	2.43
中兴商业	4394	1.4	-9.26	138641	5	4.6	0.16	0.49	4.37	3.17	18.49	33.58	23.55
南京中商	772	-10.1	-80.3	242274	15	15	0.10	0.71	0.87	0.32	20.35	86.01	1.54

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

三、重点跟踪企业三季度报前瞻

从国家统计局公布的限额以上企业来看，今年7-8月份扣除汽车、家具、石油和建筑材料等的销售增速分别为23.95%和24.39%，尽管略低于二季度，但考虑到二季度节假日较多，且三季度是传统淡季，该增幅在我们中期策略预测数据范围内。

另外根据我们对部分重点零售企业7-8月份和中秋期间销售情况的了解，大部分企业经营情况良好，大部分企业在没有大型促销的情况下，销售增长幅度良好。

华南百货业中秋期间销售增幅大幅超过上半年以来的销售增幅，如广州友谊收入增长40%以上，广百股份收入增长50%，而华中地区百货，如友阿股份7-8月份收入增长延续上半年的增长态势，增速在25%以上，中秋销售增幅超过40%；鄂武商7-8月份收入有30%以上的增长，中秋期间武汉地区百货门店销售增幅在20%以上；西部地区百货，如新华百货业务7-8月份销售增长22%以上，中秋期间销售增幅为20%（购物中心停业装修影响）；成商集团7-8月份销售增速略低于上半年增速，但中秋期间销售增幅在25%以上，全国性连锁百货王府井7-8月份销售增幅在20%左右，中秋期间部分门店销售增幅较大，如百货大楼店销售增幅达到55%。

而连锁经营企业中，7-8月武汉中百销售增长20%，同店增长为10%，步步高销售增长7-8月份销售增长8%，同店增长较小。通程控股7-8月份销售增长超过50%，连锁珠宝企业潮宏基7-8月份销售增长。

从我们重点跟踪企业来看，三季度销售能超出预期的有主要是百货企业 and 专业连锁公司，我们预计单季度净利润增长超过50%的公司主要有通程控股（250%以上）、友好集团（1000%以上，低基数影响，去年仅72.7万净利润）、鄂武商（70%以上）、成商集团（60%以上）、王府井（50%以上）、苏宁电器（40%-50%）。

净利润增长超过20%的公司主要有友阿股份（30%以上）、潮宏基（30%左右）、重庆百货（25%-30%）、武汉中百（25%-30%）、广州友谊（20%左右）、人人乐（20%）。

四、投资策略

（一）投资组合建议

我们预计在通胀维持在 2%-3% 的情况下，进入消费旺季后，行业四季度的增速有望提升至 25% 以上，我们仍然可期待行业在四季度迎来增长旺季。

在业态方面，我们仍然将百货行业作为首选，其次是专业连锁和综合超市。我们建议投资者的组合，综合考虑中西部地区和成长性的匹配，我们仍然将王府井、新华百货、成商集团、鄂武商、重庆百货、友好集团、广州友谊、潮宏基、银座股份、广百股份、武汉中百作为基本配置，同时我们综合考虑西部大开发的前景，将西安民生作为补充配置，以提高组合的弹性。专业连锁公司，我们建议大资金仍然将苏宁作为零售行业的基本配置，同时小商品城着眼于明年商贸城二期开业，建议进行配置。

（二）重点公司点评

王府井

公司上半年实现营业收入 674,029.36 万元，同比增长 27.9%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 24,267.02 万元，同比增长 37.39%，超出市场预期。从区域来看，西北和华北地区收入增长较快，增速分别为 49.95% 和 32.48%。从单季度毛利率看，二季度毛利率回升明显，但由于去年有 2200 万的投资收益，导致二季度净利润率较一季度有所下滑。扣除投资收益影响，净利润率基本平稳。

公司下半年将结合王府井百货 55 周年庆典活动，在继续紧抓常规经营工作的同时，通过加快部分门店经营调整工作的推进力度，加强毛利率指标的管理，从而确保百货主业效益平台的稳定。此外，公司还将继续推进新店筹备工作，通过科学安排精细管理严格费用控制，促进公司持续健康发展。北京大兴王府井百货、北京 HQ 尚客（大钟寺店）预计第三季度开始试营业，株洲王府井百货、鄂尔多斯王府井百货预计年底前可开业。

我们调高 2011-2012 年 EPS 至 1.7 和 2.1，公司作为连锁百货龙头，抓住 09 年的机遇逆势扩张，未来仍将保持有序扩张状态，公司中西部地区销售额占全部销售的 58%，且目前在中西部众多城市占据了龙头位置，未来的扩张也主要集中在中西部地区，我们认为公司将分享到中西部快速增长，维持买入评级，考虑整体估值水平的提升，上调目标价至 60 元，对应 11 年 35 倍 PE。

成商集团

公司实现营业收入 8.35 亿元，剔除汽车销售业务的营业收入影响，

营业收入同比增长26.62%；实现营业利润95,48.29万元,同比增长53.98%；剔除非经常性损益的影响,净利润同比增长27.76%。百货零售业务同比增长28.17%,主要得益于可比门店增长,其中绵阳兴达店调整升级,导致绵阳地区营业收入同比大增122%,而成都盐市口店同比增长13%。公司百货零售业务毛利率为17.04%,比上年同期提高了1.37个百分点。从费用率情况来看,公司尽管新开清江店,但营业费用和管理费用绝对额仅增加了134万,显示出公司良好的费用控制能力。

下半年公司的主要工作包括,其一,促进现有门店的销售提升和门店盈利能力。其二,公司将继续对新开门店进行重点培育,特别是对业绩提升空间大的门店进行重点关注和跟踪。其三,公司将加快新店的开设速度,并积极在成都及四川省内经济实力较强的二、三线城市进行项目考察做好项目储备。其四,完成太平洋店的收回。

考虑到太平洋百货合同到 2010 年底第二期协议到期,我们假设公司可以如期收回经营权或提高租金水平,维持 2010-2012 年公司 EPS0.45、0.72 和 1.00 元。基于看好西部地区的经济增长前景和消费升级的进程,同时公司未来发展战略清晰,后续新增门店较多,可分享到西部消费升级带来的客流和客单价提升,我们维持公司买入评级,并上调目标价至 25 元,对应 2011 年 35 倍 PE。太平洋经营权的正式收回或租金水平提升将是公司股价的催化剂。

新华百货

银川是新亚欧大陆桥沿线的重要商贸城市,位于“呼-包-银-兰-青经济带”的中心地段,目前,银川进入了历史上最好的发展时期,被国家确定为欧亚大陆桥西陇海兰新经济重点开发城市。银川过去五年社会消费品零售总额和人均可支配收入五年复合增长率分别为17.5%和14.5%,复合增长率居于全国省会城市前列。公司在银川具有绝对龙头地位,2009年公司销售收入占宁夏和银川的社会消费品零售总额分别为11%和20%,具有垄断优势。尽管银川市场进入者将越来越多,但从历史上公司应对市场竞争的能力来看,我们认为无需担心,由于公司具有强大的供应商资源掌控能力和对本地消费者需求的适应能力,公司已经成功击败国芳百盛等竞争对手,在竞争中不断提升市场份额。公司认为只要拥有了市场的定价权,公司在本地市场的垄断地位将很难遇到挑战。

公司百货业务今年扩张速度加快,同时超市和家电业务也加快异地扩张步伐,短期可能对公司盈利造成一定压力,但为未来新一轮高增长奠定了基础。

我们维持 10-12 年的 EPS 至 1.25、1.57 和 2.08 元。我们认为公司在区域市场仍有极大的拓展空间,且公司已加快扩张速度,继续保持区域内垄断地位,公司目前的估值天花板面临突破,2012 年前物美将完成在 A 股上市,也有事件催化,我们维持买入评级,调高目标价至 45 元,对应 11 年 28 倍 PE。

广州友谊

2010 年上半年公司实现营业收入 16.91 亿元，同比增长 21.75%，实现净利润 1.73 亿元，同比增长 21.71%。业绩符合预期。公司上半年综合毛利率较 09 年同期下滑了 0.8 个百分点，但下滑幅度较 09 年全年和今年一季度下滑幅度（1.61 个百分点）已经大幅减小，主要是因为公司调整了促销与供应商结算方式，所以导致一季度未调整前的毛利率下滑很大，但实际毛利率下滑幅度仍在可控范围内。公司费用控制能力仍然突出，上半年营业费用和管理费用率较 09 年同期分别下降了 0.75 和 0.87 个百分点，具体费用明细来看，主要是公司固定资产折旧、水电费均有所 25% 以上的下降。

下半年，公司将把握广州市举办亚运会的契机、四季度旺季、节假日黄金周的商机，以及环市东店扩场、新店开业的有利因素，积极扩销促销，目前公司世贸男士馆已经于 8 月 10 号左右开馆营业，目前日销售额均超过百万元，预计今年该馆可实现盈亏平衡，同时珠江新城国金店也将在亚运前开业，目前招商基本完成，进入装修阶段，该店我们预计培育期在三年左右。中秋期间公司销售增幅超出预期，整体销售增幅超过 40%，我们预计四季度将保持较佳销售状态。

我们维持 2010-2012 年 EPS 为 0.955、1.30 和 1.58 元的盈利预测，公司良好的经营能力和较强的成本控制能力，使得公司仍能保持较好的内生增长，同时公司接连扩张，有利于提高市场对公司长期保持较快发展的信心，我们认为这将有利于公司估值水平的提升。我们看好公司 2011 年的快速增长潜力，维持公司买入评级和目标价 39 元，对应 11 年 30 倍 PE。

鄂武商

2010 年上半年，公司实现营业总收入 51.73 亿元，同比增长 35.80%；营业利润 2.89 亿元，同比增长 25.72%；实现净利润 1.73 亿元，增长 27.07%；每股收益 0.34 元。扣除非经常性损益净利润增速 51%。

公司百货业务营业收入 27.75 亿元，同比增长 43.79%，增速较快，毛利率 21.78%，下降 0.29 个百分点。量贩公司营业收入同比增长 27.71%，毛利率 16.70%，提升 0.72 个百分点，内生外延增长均较好。净利润的大幅增长主要受益于毛利率的提升和费用率的下降，综合毛利率 19.59%，比 2009 年同期提高 0.37 个百分点；销售费用率 10.59%，下降 0.04 个百分点；管理费用率 1.46%，下降 0.9 个百分点；财务费用率 0.72%，下降 0.38 个百分点。

省内二线城市规模优势凸显，上半年新开门店 3 家。截至 2010 年 6 月底，量贩公司经营网点达 70 家，其中：湖北省二线城市 33 家，武汉市内门店 37 家。“摩尔”扩建项目进展顺利，截至 6 月底，主体工程地上结构部分已到四层以上，停车楼区域施工至八层，地下设备安装工程正在同步进行中。公司对摩尔城的商业主要定位高端时尚百货，是现有国际广场的延伸。公司对于摩尔城招商非常重视，派专人到香港考察学习，目前还有众多的国际一二线品牌及时尚品牌未进入

武汉，品牌招商能够较为充实。在招商规划上，摩尔城的特色和定位与现有两个百货店存在差别——世贸广场以黄金珠宝首饰为经营特色、武汉广场以经营化妆品为特色。而摩尔城将与国际广场连通，是现有国际广场的延伸，定位高端，计划招商做一线品牌。目前武汉商业面积供给较多，中档时尚品牌已经较饱和，但是定位奢侈品消费的商业项目较少，而奢侈品需求较大，因此奢侈品消费还存在需求。国际广成一线品牌销售非常好，国广的高端定位迎合了奢侈品的消费需求，部分奢侈品牌在国际广场的销售在全国都排在前列，例如，国际广场的GUCCI 店面积只有300 平，在全国排前十位。

我们预计摩尔城能够迅速实现盈利的主要原因是，该项目只是国际广场品牌的丰富延伸，培育期短，再者休闲娱乐和餐饮面积能分摊百货业务的经营成本，且公司过去几年资产质量极大提升，盈利提升空间较大，也使得该项目调整空间较大。

我们预计2010 年、2011 和2012年每股收益0.60 元、0.72元（摊薄后）和1.00元。我们看好公司长期发展趋势，公司历史上利润调节空间较大，加大了公司的业绩弹性，且到2013年公司武汉广场店合资时间到期，公司有回购少数股东权益的可能，仍维持买入评级，考虑估值水平上升，上调目标价至22元，对应11年30倍PE。

银座股份

2010 年上半年，公司共实现营业收入431563.37 万元，比上年同期增长39.23%；实现归属于母公司所有者的净利润8732.29 万元，比上年同期降低27.69%。扣除合并淄博店和东购店的净利润为3478 万元，同比下降59%，大幅超出预期。由于公司09年下半年新开了8 家门店，今年上半年又新开4家门店，同时08年下半年河09年上半年新开门店进入快速增长期使得公司营业收入同比增长了39.22%，扣除合并石家庄和淄博影响，营业收入同比增长29%，快于行业平均收入增速。受毛利率下降和费用率大增影响，公司净利润率下降了1.25个百分点，净利润率下降到2.08%。

公司7 月份公告二个异地项目，分别是保定项目和西安项目显示出公司继续加大异地扩张的决心，从项目租金成本来看，每天每平方米租金未超2 元，表明尽管在异地，但公司低成本获取物业的能力仍然较佳。同时虽然公司未能通过并购获取河北保龙仓项目，但相信公司仍然在积极寻找合适投资标的。下半年公司还将积极筹备济南振兴街项目，但目前项目进度仍未过半预计今年开业难度较大。

由于公司购买土地建设购物中心和异地扩张速度超出预期，我们下调公司2010-2012年盈利预测，预计EPS为0.70、0.85和1.20元。但我们仍然看好公司的发展模式、公司在山东的区域品牌以及不断提升的经营管理能力，预计随着公司前期门店逐步进入业绩释放期，公司仍然有望获得超预期的利润增长，同时公司未来仍有注入银座商城的预期。基于此，我们维持公司买入评级和目标价35元，对应11年40倍PE，对应11年PS1倍。

友阿股份

报告期内，公司实现营业收入172,723.84 万元，比去年同期增长30.01%；实现营业利润20,128.29 万元，比去年同期增长48.90%；实现归属母公司所有者的净利润14,950.31 万元，比去年同期增长47.66%。营业收入快速增长，一方面得益于宏观经济回暖和湖南经济的崛起，另一方面得益于公司强大的经营能力。扣点较低的国际一线品牌随着收入的提升，毛利额上升，但同时也会导致毛利率下降。公司费用率均呈下降状态，管理和营业费用率同比各下降了0.61和0.79个百分点

下半年内生增长看好，友谊 AB 馆、友谊商城和阿波罗商业广场三家主力门店，凭借区域优势以及自身明显的竞争优势，下半年增速仍将强劲。长沙奥特莱斯进展顺利，预计明年开业。春天百货将受到五一商圈交通管制影响，但是无碍公司的整体业绩。公司未来的重点项目分别是长沙和天津奥特莱斯。长沙项目地理位置优越，该项目位于长沙芙蓉路和韶山路交界处，毗邻野生动物园，距长株潭市区半小时车程。项目占地 267 亩，建筑面积 9 万平米，引入餐饮和影院，7 万平米做商业，2 万平米做其它配套，打造成购物休闲城。公司预计固定资产投入 2 亿元，土地租赁成本为 600 万。奥特莱斯店将参照上海奥特莱斯的形式，公司将采取与百联合作或者聘请该公司管理人员进行管理的方式，以解决一线品牌折扣店的招商问题。但考虑到广州友谊的奥特莱斯项目也将在 2011 年开业，我们预计该项目商业上前期还是会以国内品牌折扣店为主，同时强化休闲、餐饮和影院配套，将成为长株潭地区的购物休闲城，考虑 2010 年开办费和折旧等因素预计亏损 1000 万以内。公司预计 2011 年营业收入达到 5 个亿（250 个品牌，每个品牌年营业额为 250 万元）。

天津项目位于天津塘沽区南山道南侧，项目开发内容包括：（1）奥特莱斯购物公园：建筑面积为 10 万平方米的奥特莱斯经营场所，占地面积 112111.50 平方米。（2）住宅项目：开发建筑面积为 77000 平方米的公寓住宅，占地面积 35023.50 平方米。项目计划总投资金额为人民币约 95000 万元，其中土地成本约 29000 万元，建设成本约 66000 万元，其中住宅建设成本约 30000 万元，商业建设成本约 36000 万元。项目预计 2010 年 9 月开工建设，2011 年 3 月住宅开始销售，2011 年底奥特莱斯购物公园开始试营业。假设住宅项目销售均价为 10000 元/平方米（目前周边住宅售价为 12000-13000 元/平方米），净利率为 30%，2011、2012 年分别结算 50%。2011/2012 年公司权益利润分别为 5890.5 万元。

公司下半年的另一投资亮点为春天百货的扩建。春天百货地处五一商圈，该店后半部分有部分物业在棚户区范围内，预计土地面积为 2000 平米，公司考虑将该面积收购并对春天百货进行扩建，预计商业部分可增加 20000 万平米面积，同时还有部分写字楼供应。建成后，写字楼出售收益可以弥补商业部分折旧和摊销。春天百货进入上市公司方案尚未确定，考虑到大股东持股比例不高，且未来有一定的减持需求，基于此，我们估计向大股东定向增发的概率较大。尽管管理层

已经在集团持股，但在上市公司层面，公司仍然会考虑采取合适的方式对管理层进行激励，以进一步强化管理团队与流通股东利益一致。

基于对湖南消费市场的乐观预期，我们维持公司2010-2012年EPS为0.60、0.80和1.00，净利润复合增长率30%。长沙独特的消费文化和逐步提高的消费能力，将使得公司内生增长保持快速提升态势，同时公司的奥特莱斯、春天百货改造等项目将使得公司未来外延扩张的弹性较大，且未来公司在湖南二线城市仍然有足够的扩张空间。但短期估值较高，维持持有评级和目标价24元，等待合适时机买入。

风险提示：奥特莱斯项目建设周期拉长，消费增速回落

重庆百货

公司实现营业收入44.91 亿元，同比增长19.90%，实现利润总额12,975.10 万元，同比增长28.93%，实现净利润（归属于母公司所有者的净利润）10,874.03 万元，同比增长29.40%。上半年公司毛利率为12.58%，同比下降1.06个百分点，主要是营业收入占比过半的百货业态毛利率下降了3.03个百分点，系各商场开展品牌统一促销活动以提高销售。超市业态和电器业态毛利率略有上升但是幅度不大。公司净利率较09年同期上升0.18个百分点，主要是由于公司费用率较09年下降了1.08个百分点，其中管理费用率下降幅度较大，下降了1.11个百分点，说明公司整合资源、提升供应链能级产生效果，管理能力提高。营业费用率上升0.1个百分点，一是加大节庆重点促销以确保扩销增效，二是培育新增超市网点和百货商场导致营业成本上升。

我们看好公司购并后的整合和发展，合并新世纪后，新重百网点布局已进入40 个区县的33 个，将是目前重庆地区网点数量最多、覆盖区域最广的商业连锁企业。初步形成以主城为核心，以重庆区县为补充，以区外市场为动力的网络格局。同时公司经营效率仍有较大的改善空间，将有望推动公司业绩持续增长。

我们预计整合后新重百2010-2012年EPS为1.49、1.70和2.15元，我们看好购并后的整合效应，以及西部地区的消费快速增长趋势，维持买入评级和目标价60元，对应2011年PE35倍。

潮宏基

公司上半年实现营业收入 39995.76 万元，同比增长 43.36%，实现净利润 5902.89 万元，同比增长 42.88%。受黄金产品销售占比提升了 10.74 个百分点影响，公司毛利率下降了 3.61 个百分点，导致公司的净利润增速低于收入增速。由于黄金产品占比已经大幅提升，我们预计产品比例继续提升可能性较低，未来毛利率将趋于稳定。

公司公告为拓展西南地区的业务，公司拟在四川省成都市设立全资子公司，同时授权其以不超过人民币 1200 万元的价格购置成都市龙湖·春风里商业街 A 区商铺（建筑面积 175 平方米），并在该店铺开设春风里自营专卖店。公司目前在成都仅拥有 2 家门店，而成都作为西部地区最具消费能力的城市，具有较大的增长潜力，公司提前在

成都布局，将充分分享到未来四川的高速增长。在过去的经营中，公司已经形成了“品牌经营+产品设计+连锁销售”这一稳定的盈利模式，并逐渐成为国内行业领先者。公司将继续加大在广告费用上的投入，采取多种方式来加强公司品牌知名度。

公司处于符合消费升级趋势的珠宝连锁行业，具有专业的职业经理人管理团队，同时致力于成为中国珠宝企业的领跑者，具有持续高增长的潜力，我们预计公司2010-2011年EPS为0.67、0.98和1.32元，复合增长率超过40%，目标价40元，对应2011年40倍PE。

附表 1: 重点跟踪公司 2009-2011 盈利预测与投资评级

公司名称	EPS			PE			投资评级
	09	10E	11E	09	10E	11E	
全国性连锁百货							
600859 王府井	1.05	1.35	1.70	44.5	34.6	27.5	买入
3368.hk 百盛集团	0.35	0.45	0.55	41.0	31.9	26.1	买入
600631 百联股份	0.38	0.5	0.55	36.3	27.6	25.1	买入
600694 大商股份	-0.1	1	1.3	-632.8	63.3	48.7	持有
综合超市							
000759 武汉中百	0.38	0.4	0.5	33.8	32.1	25.7	买入
8277.hk 物美商业	0.4	0.5	0.63	45.9	37.5	29.7	买入
002251 步步高	0.62	0.72	0.95	38.9	33.5	25.4	持有
002336 人人乐	0.57	0.75	0.98	46.4	35.2	27.0	持有
0980.hk 联华超市	0.7	0.8	0.9	44.6	39.0	34.7	持有
区域零售							
600858 银座股份	0.4	0.8	1.3	70.0	35.0	21.5	买入
600280 南京中商	0.3	0.5	1.2	100.7	60.4	25.2	买入
600875 新华百货	1.11	1.25	1.57	30.7	27.3	21.7	买入
000987 广州友谊	0.79	0.95	1.30	39.3	32.7	23.9	买入
002277 友阿股份	0.78	0.58	0.75	32.8	44.2	34.2	短期持有，长期 买入
600729 重庆百货	0.9	1.49	1.7	59.3	35.8	31.4	买入
002187 广百股份	0.98	1.1	1.25	32.1	28.6	25.2	买入
600655 豫园商城	0.7	1	1.15	20.9	14.7	12.7	买入
000419 通程控股	0.15	0.33	0.49	72.3	32.9	22.1	买入
600778 友好集团	0.2	0.35	0.5	76.8	43.9	30.7	买入
000501 鄂武商	0.47	0.60	0.72	42.5	33.3	27.7	买入
专业连锁							
002024 苏宁电器	0.63	0.94	1.01	24.6	16.5	15.3	买入
002345 潮宏基	0.71	0.67	0.98	52.2	55.3	37.8	买入
000061 农产品	0.11	0.77	0.8	188.1	26.9	25.9	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 行业指数弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

零售业 2010 年中期投资策略_行业跟踪分析报告	欧亚菲	2010-06-17
零售业 (010811) _行业跟踪分析报告	欧亚菲	2010-04-22
零售行业 2010 年第二季度投资策略报告_行业跟踪分析报告	欧亚菲	2010-03-20

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。