

零售行业年报综述 (010811)

行业增长强劲，经营效率不断提升

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641 eMail: oyf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020002

零售业保持高速增长

从已公布的年报数据来看, 2010 年行业营业收入和净利润同比分别增长了 21.59% 和 30.43%, 较 2009 年营业收入 (同比增 10.61%) 和净利润 (同比增 23.97%) 增速明显加快, 主要是因为宏观经济在经过 2009 年恢复之后保持较快增长。在一系列促消费政策陆续落实以及温和通胀的背景下, 消费呈现强劲增长势头。净利润增速相对较慢的原因是租金及人力等成本有了一定幅度的上涨。在宏观经济继续保持平稳增长, 各地陆续提高最低工资以及个税改革等措施的逐渐实施背景下, 预计 2011 年零售业仍将保持快速增长。

从不同业态的数据来看, 2010 年家电连锁增速最快, 收入同比增 24.52%, 净利润同比增 36.92%, 但 2011 年随着国家调控房地产的力度逐渐加强, 信贷不断紧缩, 各地陆续出台限购政策导致房地产市场低迷, 会对家电市场销售造成一定程度的压力; 超市收入同比增 16.14%, 净利润同比增 17.37%, 下半年可能面临 CPI 回落过程中的名义增速放缓, 不过我们判断超市同店增长不会显著回落, 主要是基于日用消费品价格会维持平稳; 而百货行业收入同比增 22.13%, 利润同比增 36.58%, 未来仍将保持快速增长。随着居民收入水平的不断提升, 消费升级趋势明显。同时, 一系列促消费政策的陆续实施, 尤其是个税改革之后, 中低收入阶层明显受益, 而中低收入阶层边际消费倾向较高, 收入的提升将大幅提升居民的消费水平, 中高档百货公司将显著受益。

行业及重点公司投资建议

从行业数据来看, 零售业保持较快增长势头, 尤其百货业净利润增速提升 20.32 个百分点, 增幅居首位。在政策促进, 收入提升的背景下, 零售行业仍将维持景气向上。预计全年社会消费品零售总额增速仍将保持在 18% 以上。我们仍然最看好百货行业, 建议重点关注一二线城市中主要门店偏中高端定位的公司, 主要包括友阿股份、王府井、广州友谊、西单商场 (新燕莎), 同时看好以珠宝销售为主的潮宏基、老凤祥。区域角度来看, 我们认为估值合理, 改善空间较大的重庆百货进入投资区域, 新华百货预期逐步改善, 二季度开始有望进入上升通道。而成商集团主要关注公司春熙路太平洋店的官司进展, 如果取得突破, 将迎来较大投资机会。拐点型公司, 我们重点推荐南京中商。行业龙头方面, 我们仍然坚持推荐王府井、小商品城、苏宁电器。鉴于步步高正在逐步改善中, 超市行业的核心配置调整为步步高。

行业评级

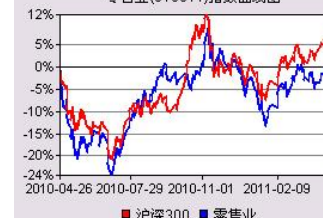
买入 

前次评级

买入

行业走势

零售业(010811)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	0.31%	14.57%	-0.22%
沪深 300	0.17%	12.29%	3.45%

零售业2010年年度业绩综述

从已公布的年报数据来看，2010年行业营业收入和净利润同比分别增长了21.59%和30.43%，较2009年营业收入（同比增长10.61%）和净利润（同比增长23.97%）增速明显加快，主要是因为宏观经济在经过2009年恢复之后保持较快增长。在一系列促销费的政策陆续落实，以及温和通胀的背景下，消费呈现强劲增长势头，2010年社会消费品零售总额增速达18.40%。净利润增速相对较慢的原因是租金及人力等成本有了一定幅度的上涨。在宏观经济继续保持平稳增长，各地陆续提高最低工资以及个税改革等措施的逐渐实施背景下，预计2011年零售业仍将保持快速增长。

与09年同期数据相比，净利润相对收入保持较快增长，主要得益于毛利率的小幅提升以及管理费用和财务费用较大幅度下降。其中，管理费用降幅最大，下降0.36个百分点。行业毛利率较09年有所提升，反应零售商的渠道控制力进一步加强。但行业每股经营性现金流同比下滑了24.33%，这反应出行业运营成本有所上升，主要可能是租金和人力成本的上升。同时行业的净资产收益率有较大幅度提升，管理改善和净利润率上升是净资产收益率提升的主要原因。

表 1: 零售业 2010 年年度业绩一览表（截止 4 月 25 日）

指标名称	2008	2009	2010
营业总收入(万元)	30404357	34634143	43068671
营业总收入同比增长率 (%)	16.43	10.61	21.59
销售毛利率 (%)	19.01	18.95	18.98
营业费用率 (%)	8.47	8.54	8.76
管理费用率 (%)	4.64	4.34	3.98
财务费用 (万元)	208637.0377	172708	171097
财务费用同比增长率	19.33%	-17.22%	-0.93%
投资净收益 (万元)	91373	185952	175279
净利润 (万元)	1064540	1319705	1721281
净利润同比增长率	8.57%	23.97%	30.43%
销售净利率 (%)	3.5	3.81	4
每股收益 (元)	0.32	0.36	0.44
每股经营现金流 (元)	0.81	0.90	0.68
每股经营现金流同比增长率	-8.09%	11.18%	-24.33%
净资产收益率 (%)	12.21	12.08	12.67
资产负债率 (%)	61.62	61.40	61.09
存货周转率 (次)	6.91	6.33	6.47

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

同时，我们分业态观察了百货、连锁综合超市和连锁家电等不同行业数据，发现以下特点：其一，百货和家电连锁增速快于行业增速，受消费升级影响明显，尤其是家电连锁营业收入增速达24.52%，利润增速更是高达36.92%，这主要得益于苏宁电器10年业绩的较好表现，受益于家电下乡、以旧换新等政策的影响，苏宁电器2010年营业收入同比增长29.51%，净利润同比增长37.38%。而超市增速相对较慢；其二，各业态净利率均有不同程度提升，尤其是家电连

锁，净利率提升0.42个百分点，百货提升0.19个百分点，超市提升0.03个百分点，反应企业经营效率的不断提高；其三，百货行业费用率呈下降趋势，尤其是管理费用率下降1.08个百分点，降幅最大，表明行业规模效益逐渐得到体现；其四，百货和超市行业每股经营性现金流均有所上升，其中百货每股经营现金流上升幅度达10.66%，高于超市0.22%的上涨幅度，主要是由于大卖场更多的采用现金备货方式来提升毛利率，而百货行业则是通过商品结构调整来提升毛利率所致；其五，各业态存货周转率均有不同程度的下降，反映出行业景气不断向好的背景下，营业规模扩大，企业备货增加。其六，从一季度数据来看，百货和超市费用率下降明显，净资产收益率有较大幅度提升。

表 2：百货业 2010 年年度业绩一览表（截止 4 月 25 日）

指标名称	2008	2009	2010
营业总收入(万元)	13342861	14912498	19285691
营业总收入同比增长率 (%)	17.55	11.4	22.13
销售毛利率 (%)	19.91	19.51	19.1
营业费用率 (%)	6.4	6.81	7.26
管理费用率 (%)	7.41	6.84	5.79
财务费用 (万元)	163264	144644	144156
财务费用同比增长率	32.83%	-11.41%	-0.34%
投资净收益 (万元)	52820	119129	95528
净利润 (万元)	437705	508857	694997
净利润同比增长率	-7.20%	16.26%	36.58%
销售净利率 (%)	3.28	3.41	3.6
每股收益 (元)	0.28	0.31	0.43
每股经营现金流 (元)	0.86	0.89	0.99
每股经营现金流同比增长率	7.67%	3.13%	10.67%
净资产收益率 (%)	10.28	9.79	11.43
资产负债率 (%)	60.68	60.06	61.80
存货周转率 (次)	9.93	9.52	8.98

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 3：超市行业 2010 年年度业绩一览表（截止 4 月 25 日）

指标名称	2008	2009	2010
营业总收入(万元)	6532914.766	7625324.426	8854495.658
营业总收入同比增长率 (%)	16.28	8.53	16.14
销售毛利率 (%)	19.94	19.89	20.45
营业费用率 (%)	14.11	14.15	14.54
管理费用率 (%)	2.49	2.61	2.78
财务费用 (万元)	1218	-5665	-5393
财务费用同比增长率	-87.84%	-565.13%	-4.81%
投资净收益 (万元)	24024	30956	40049
净利润 (万元)	154225	169584	199048
净利润同比增长率	-2.48%	9.96%	17.37%
销售净利率 (%)	2.36	2.22	2.25
每股收益 (元)	0.37	0.40	0.41
每股经营现金流 (元)	1.93	1.90	1.90

每股经营现金流同比增长率	-29.61%	-1.99%	0.22%
净资产收益率 (%)	10.82	10.27	7.91
资产负债率 (%)	63.8	65.47	61.70
存货周转率 (次)	9.58	9.20	8.52

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从家电连锁行业来看,营业收入增速提升较快,主要受益于家电下乡、以旧换新以及消费不断升级的影响。净利润率的提升主要得益于销售毛利率的提升和财务费用率的下降。从行业环境来看,家电市场目前所面临的风险大于百货行业和连锁大卖场。家电连锁渠道的寡头垄断状态决定了行业溢价能力高于其他业态,但家电连锁行业运营成本控制能力较百货行业和连锁卖场更低,主要是由于家电连锁行业物业租赁时间较短,导致行业更容易受到市场租金水平上升的影响。同时,房地产市场的限购以及紧缩信贷对行业也有一定程度的影响。

表 4: 家电连锁 (苏宁电器、天音、爱施德、宏图) 2010 年年度业绩一览表 (截止 4 月 25 日)

指标名称	2008	2009	2010
营业总收入(万元)	8,174,859	9,522,764	11,858,002
销售总收入同比增长率	24.72%	16.49%	24.52%
销售毛利率	14.76%	15.10%	15.70%
销售费用率	8.02%	7.55%	7.72%
管理费用率	1.42%	1.41%	1.48%
财务费用(万元)	16,349	6,041	-4,143
投资净收益(万元)	4,301	10,664	14,905
净利润(万元)	304,208	404,562	553,909
净利率增长率	45.70%	32.99%	36.92%
销售净利率	3.72%	4.25%	4.67%
每股经营现金流(元)	0.96	1.03	0.29
每股经营现金流增长率	-7.69%	7.29%	-71.84%
资产负债率	58.97%	60.72%	54.74%
存货周转率(次)	9.14	8.23	7.55

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从不同业态的行业数据来看,2010年家电连锁增速最快,但2011年随着国家调控房地产的力度逐渐加强,信贷不断紧缩,各地陆续出台限购政策导致房地产市场低迷,会对家电市场销售造成一定程度的压力,但各公司不断采取其他措施以避免地产市场低迷对销售造成的不利影响。例如苏宁就在逐渐加大3C的销售力度;超市可能面临CPI回落过程中的名义增速放缓,不过我们判断超市同店增长不会显著回落,主要是基于日用消费品价格会维持平稳;而百货行业未来仍将保持快速增长,随着居民收入水平的不断提升,消费升级趋势明显。同时,一系列促销费政策的陆续实施,尤其是个税改革之后,中低收入阶层明显受益,而中低收入阶层边际消费倾向较高,收入的提升将大幅提升居民的消费水平,中高档百货公司将显著受益。

龙头公司业绩亮丽,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、小商品城、百联股份、重庆百货、王府井、鄂武商A、广州友谊、武汉中百、新华百货、友阿股份、步步高、银

座股份、潮宏基、友好集团、南京中商。15家重点公司在2010年的主营业务收入增幅均超过行业平均水平，表明行业重点公司的竞争力提升幅度高于行业提升幅度。净利润增幅与行业平均水平持平，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 5: 15 家重点公司 2010 年年度业绩一览表 (截止 4 月 25 日)

指标名称	2008	2009	2010
主营业务收入 (万元)	11687580	13546826	18447017
收入同比增长率	20.18%	15.91%	36.17%
净利润 (万元)	524943	666569	863558
净利润同比增长率	36.64%	26.98%	29.55%
每股收益 (元)	0.66	0.64	0.60
每股经营现金流 (元)	1.46	1.27	0.86
每股经营现金流增长率	-19.24%	-12.85%	-32.71%
ROE	15.73%	14.71%	15.55%
ROA	6.06%	5.89%	6.01%
销售毛利率	19.68%	19.65%	19.24%
销售净利率	4.49%	4.92%	4.68%
资产负债率	58.90%	57.94%	59.48%
存货周转率 (次)	8.90	8.66	7.83

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

15家重点公司苏宁电器以410551万元的净利润排名榜首。重庆百货、友好集团、百联股份、友阿股份、苏宁电器则分别以233.19%、93.91%、54.81%、45.57%和37.38%的净利润增长率名列前茅。重庆百货、友好集团、友阿股份、苏宁电器同时保持了30%左右的主营业务收入增长率。从净资产收益率排名来看，重庆百货、苏宁电器和广州友谊分别以24.01%、21.88%和21.31%名列前茅。

表 6: 15 家重点公司 2010 年按净利率排名表 (截止 4 月 25 日)

指标名称	净利润 (万元)	同比增 长率 (%)	营业总收 入(万元)	同比增 长率 (%)	每股收 益(元)	每股经 营活动 现金流 (元)	净资产 收益率 (%)	销售净 利率 (%)	销售毛 利率 (%)	资产负 债率 (%)	存货周 转率 (次)
苏宁电器	410,551	37.38	7,550,474	29.51	0.57	0.55	21.88	5.44	17.83	57.08	7.85
小商品城	81,028	-13.88	316,951	-15.76	0.59	-0.34	11.29	25.56	49.65	54.13	0.62
百联股份	78,481	54.83	1,284,396	25.02	0.56	1.51	9.89	6.11	25.21	50.77	60.55
重庆百货	53,001	233.19	2,121,274	190.10	1.41	4.17	24.01	2.50	14.90	74.16	16.93
王府井	43,830	4.40	1,394,623	25.66	0.90	3.81	10.69	3.14	18.20	55.15	39.18
鄂武商 A	37,791	18.98	1,053,704	32.75	0.58	3.20	17.16	3.59	19.87	75.20	15.78
广州友谊	32,716	14.74	358,574	21.17	0.91	1.28	21.31	9.12	21.84	47.13	19.98
武汉中百	25,033	17.04	1,187,245	17.60	0.37	1.20	10.06	2.11	19.02	57.25	7.82
新华百货	23,811	12.35	398,504	23.16	1.04	1.51	21.06	5.98	19.32	52.07	12.38
友阿股份	21,975	45.57	356,393	29.76	0.62	1.38	13.00	6.17	18.67	46.28	17.79
步步高	17,089	2.95	677,027	18.25	0.63	1.71	10.91	2.52	20.48	59.00	7.60
银座股份	12,214	6.51	879,468	67.75	0.38	-0.04	5.17	1.39	18.19	69.81	4.68

潮宏基	10,844	23.09	82,996	45.98	0.57	-1.34	7.77	13.07	35.44	7.11	0.97
友好集团	10,571	93.91	291,653	45.82	0.34	1.34	10.11	3.62	21.36	61.05	5.00
南京中商	4,622	-3.15	493,782	17.31	0.32	-6.51	7.24	0.94	21.05	90.27	1.92

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从我们重点跟踪的部分公司一季度数据来看, 营业收入均保持在20%以上, 净利率除银座股份和南京中商外均保持30%以上的增速, 增长势头强劲。而且销售毛利率除重庆百货外基本都维持在20%左右水平, 销售净利率除南京中商外也都维持在比较高的水平。

表 7: 部分重点公司2011年一季度经营情况 (截止4月25日)

指标名称	净利润 (万元)	同比增 长率 (%)	营业总收 入(万元)	同比增 长率 (%)	每股收 益(元)	每股经 营活动 现金流 (元)	净资产 收益率 (%)	销售净 利率 (%)	销售毛 利率 (%)	资产负 债率 (%)	存货周 转率 (次)
友阿股份	14,384	50.76	136,328	37.35	0.41	0.51	7.91	10.60	19.57	45.40	4.12
新华百货	9,730	17.77	141,248	30.59	0.44	0.93	8.20	6.89	18.59	52.32	3.84
重庆百货	24,516	33.88	792,029	23.73	0.65	0.67	10.50	3.10	12.71	70.24	5.24
步步高	10,513	31.40	239,710	28.53	0.39	1.37	6.29	4.39	19.68	59.26	2.59
银座股份	6,635	-9.81	307,323	27.18	0.23	0.70	3.00	2.16	17.33	70.16	1.26
友好集团	3,938	40.84	92,574	34.68	0.12	0.92	3.51	4.25	21.14	62.21	1.19
南京中商	324	-4.41	175,951	24.96	0.02	-1.47	0.48	0.18	19.38	90.01	0.48

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

重点公司业绩简评

王府井

业绩超市场预期

王府井2011年一季度实现营业收入48.19亿, 增长26.4%; 归属于上市公司股东净利润2亿, 增长39.8%, 在所得税率大幅提高情况下业绩超出市场预期。我们估计公司一季度同店增长在22%左右, 其中百货大楼店在去年同期因装修改造促销导致的高基数情况下实现了30%的同店增长。公司税前利润率提升了0.44个百分点, 符合我们公司净利润率持续提升的判断, 净利润率的提升主要是其一, 随着公司门店成熟度的提高, 毛利率较同期提高了0.13个百分点, 较四季度环比提升了0.22个百分点; 其二, 尽管受新开店因素影响, 销售费用率提升了0.64个百分点, 但因母公司管理费用下降了3005万元, 使得公司管理费用率大幅下降了0.76个百分点, 抵消了销售费用率的上升, 最终费用率下降了0.12个百分点。另外的亮点是公司异地门店经营理想, 在所得税率上升至25%情况下成都子公司下所辖各门店实现了约1.16亿净利润, 同比增长20%, 扣除税收因素影响, 增幅超过35%。

2011年经营展望

我们认为公司2011年的增长动力主要来自于非经常性费用的下降和次新门店的快速增长, 同时公司净利润率将呈现提升趋势。公司在2011年将采取更加多样化的扩张策略, 加速规模发展。未来公司将继续扩大自有物业的持有比重, 加大同城多店和区域密集发展的扩张力度, 从综合百货延伸到主题百货, 进而进军购物中心和线上业务。在积极扩张的同时, 公司将兼顾短期业绩和长远考

虑，确保王府井又好又快的发展，实现公司战略目标。

投资建议

我们维持2011-2013年EPS分别为1.52元、1.98元和2.60元。公司是我国全国性布局的零售百货龙头，品牌价值高，管理层战略性和前瞻性的“核心城市+核心商圈”扩张策略使公司牢牢占据精品零售百货商的制高点。我们长期坚定看好公司发展前景，给予公司2011年35倍市盈率，维持目标价55元和买入评级。催化剂为中西部地区门店税收优惠政策的落实和向大股东定向增发获批。

风险提示：消费增速下滑；租售比提高

苏宁电器

B2C业务增长迅速，易购正步入快速增长期

网购空间巨大，增长迅速。近几年随着物联网的不断普及和渗透，网购发展十分迅速，2010年网购交易规模为4980亿元，同比2009年增长96%。网络零售发展趋势正在从C2C业务向B2C业务快速转型。从发展动态上来看，B2C在近两年达到增长的巅峰，增长速度开始超过C2C行业，2010年增速超过300%，市场份额逐渐提升，2010已达到20%，预计未来中国B2C行业的市场份额将进一步扩大。易购增长正步入快车道，一季度收入超过10亿元，预计未来4-5年每年实现翻番增长，2010年确保实现销售规模50亿元，力争突破80亿元。到2020年，苏宁易购销售预计实现3000亿元。产品逐渐多元化以及物流和人员配备逐渐完善，为易购的快速发展提供了保障。

3C占比逐渐提高，主营业务综合毛利率稳中有升

3C增长迅速，毛利率逐步提升。从公司品类分析上可以看到3C产品在快速增长，收入所占比重逐渐提升。从敏感性分析来看，3C增长长期看并不会导致毛利率下滑。尽管静待看会有向下影响，但随着规模的不断提升会带来费用的降低和同店增长。从测算结果来看，在3C占比不变的情况下，毛利率每提升0.5个百分点，将提升综合毛利率0.14个百分点；在毛利率不变的情况下，3C份额每提升0.5个百分点，将导致毛利率降低0.06个百分点，综合来看3C毛利率提升对综合毛利率提升贡献明显。此外，随着定制、包销、OEM、ODM等采购手段的不断深入推进，有助于各品类产品毛利率的提升。

投资建议

公司显著受益于一系列扩内需、促消费政策，全国化扩张战略继续推进，渠道不断向三、四线城市下沉。我们认为易购与实体店协同效应明显，增长迅速，2011年末合理的静态P/S估值应该在3-5倍之间，按照50亿的销售目标计算，则增厚股价2.9元。我们预测2011-2013年EPS分别为0.76元、0.98元和1.28元。给予2011年20倍估值，实体部分对应股价15.20元。因此，我们认为公司12个月合理股价应在18.10元

风险提示：扩内需政策执行不利，地产调控政策持续发酵，易购销售低于预期。

南京中商

费用下降明显，净利率有所提升

公司一季度实现营业收入17.59亿元，同比增长24.96%；实现归属于母公司净利润306.3万元，同比增加47.8%，折合每股收益为0.021元；扣除非经常性损益后每股收益0.161元，同比增长403.13%。利润增速明显快于收入增速，

主要得益于销售费用及管理费用的大幅下降，销售费用同比降0.73个百分点，管理费用同比降1.31个百分点。公司非经常性损益的大幅增加主要因为母公司中央商场重新装潢拆除原有设施导致的营业外支出大幅增加。

2011年经营展望

2011年淮安中央新亚国际广场将全面开始营业，收入有望大幅增长。随着公司内部机制的逐渐理顺，经营效率将不断提升，销售费用和管理费用下降空间巨大，未来净利润率有望逐渐提升。公司2011年将进入房地产业务结算高峰年，同时也是淮安雨润项目和徐州中央广场项目启动建设年。公司在商业地产项目上储备较多，除淮安项目，其他项目成本较低，为公司未来的高速发展奠定了基础。尤其是在租金成本大幅上涨的背景下，公司自有物业的建设为公司未来应对租金的上涨提供了良好保障。

盈利预测及投资建议

公司在经营上实现了百货业务和商业地产业务的协同发展，并在不断进行业态优化和产品结构的升级，一季度扣非业绩的大幅增长也凸显出公司战略的成效显著。同时储备的各商业地产项目成本优势突出，公司未来的增长潜力主要来自于费用率的下降和商业地产项目陆续兑现收益，考虑到母公司内部调整以及房地产结算问题，我们小幅下调11-12年盈利预测，预计扣非后2011-2013年EPS分别为：1.20，1.50，2.15元，其中房地产业务对应的EPS分别为0.40元、0.40和0.38元，目标价看31.5元，对应2011年零售业务PS0.8倍。

风险提示：资产减值、或有负债计提和地产业务收入确认有不确定性。

潮宏基

投资建议

我们维持公司2011-2013年EPS为0.85、1.15和1.62元，我们看好公司在K金珠宝产品上的长期增长潜力，公司在2010年进行的钻石储备、加大品牌宣传力度、积极寻找并购对象和国外奢侈品珠宝代理等工作将推动公司未来业绩的持续快速增长，我们维持买入评级，目标价为40元，对应2012年35倍PE。

业绩回顾与展望

2010年年报情况：2010年营业收入增长46%，净利润增长21%，净利润低于收入增长的主要原因是发行费用800多万计入当期费用，如果扣除该发行费用，则净利润增长超过30%。2010年门店净增66家，截止2010年底，总店数达到367家。

一季报情况：预计收入增长近50%，利润增长40%左右，一季度门店净增加10家以上。利润增速略低于收入增速主要是因为产品结构问题，毛利率较低的黄金业务占比较去年同期增长，但与2010年全年相比已基本相当，预计未来黄金业务占比继续大幅提升可能性较小。

公司股权激励行权价格和行权条件确定情况

对于股权激励公司采取比较审慎的做法，净利润复合增速定在25%，今年净利润增速定在15%。主要有两点原因，其一，2010年两免三减半到期，2011年税率为25%，尽管公司当时已经报了高新技术企业申请，但考虑到未最终拿到批文，采取谨慎的会计处理方法，按25%的税率进行了净利润的测算，公司已于近期公告拿到了高新技术企业税率优惠，2011-2013年的所得税率为15%。其二，期权费用的分担，按照公司当时设定的行权价格，预计期权费用在3000多万，2011年将分摊1300多万，目前市场价格已低于行权价格，期权费用将大

幅降临，也有利于公司的净利润增长。综合考虑税率调整和期权费用因素，预计公司2011年净利润增速将超过35%；调整税率因素后，公司2012-2013年的净利润复合增长率目标为40%。

珠宝类消费的行业特点及影响因素

珠宝类产品既受到价格水平的影响也受到人们消费偏好的影响，不同材质珠宝影响程度不同。受通胀影响，这两年黄金增长速度较快，远高于行业增速，黄金、K金销量比较好。公司原来以K金为主，在金融危机之后增加了黄金的比重。黄金在国内销售占较大比重，未来一段时间黄金还是会占比较大的份额。

其次，人们消费观念不断转变，从炫耀到自我满足，逐渐挖掘K金珠宝消费的潜力，K金近几年保持20%的增速，未来增速还会保持比较快。主要是因为K金受人们消费行为的影响，波动较小，影响K金消费的最主要因素还是款式的时尚性，对价格敏感性不强，K金更多体现为服饰法消费，会进行多次购买。一般镶钻饰品在5000-8000元左右，未镶钻饰品价格在1000-3000元左右，与市场同类型产品，比如SW相比产品较难老化，常带常新。相比较而言，黄金更易受投资因素影响，波动较大。

关于金价的判定，目前黄金的开采成本在500美元/盎司，而目前金价达1400美元/盎司左右，公司认为黄金价格未来涨幅不会太大，如果欧洲经济出现问题，欧央行持有黄金会对市场有冲击，可能冲击黄金价格往下走。

公司开店空间和新开门店平销情况

公司前两年根据GDP及人口密度做出预测，可以开到800家，但随着经济增长，开店数量可能会更大，周大福目前已经开了1000多家店。从区域角度来看，公司东部沿海相对更强一些，而中西部还没做足，仍有较大空间。在开店策略上，未来将在东部沿海做精做透，中西部逐渐做大，做强。另外随着城市商圈的不断变化，还有好的地段有待开发，还可以开更多门店，平效不会受到影响。

从整体上来看，目前公司的店在商场里面处于较好的位置。一般商场会考虑整体的商品组合以及商品给商场带来的利润而选择企业。商场需要我们这样的品牌，一般会在有周生生、周大福的商场，公司才会进去，这也是公司定位的标志。

目前来看单店增长动力主要来自三方面：其一，跟柜台面积有关，目前柜台面积在50平米左右，上市之后有较大提升，面积不断加大，面积扩大后，销售额可能成倍增长；其二，通过增加产品线，目前以K金为主，未来还会不断增加其他的产品，比如彩色宝石等，满足人们多样化的需求；其三，提升终端销售技巧，公司不断进行销售技巧培训，来提升销售人员水平。同时，通过一些新技术来提升客户满意度，比如在店面安装一些试戴设备来提升顾客满意水平，增加销售。

目前公司门店的保本点在15万/月。从单店角度来说，一般第一个完整月按照权责发生制就要盈利。这是指门店不承担总部费用情况下，包括广告宣传费等，完全是本店费用。

公司直营店整体扣点20%左右，装修费用在20-25万，每店人工：5-7个人，工资各个地方差距较大，上海每人5000左右，其他城市低的可能就1000-2000元。未来门店的发展方向以直营为主，自营和加盟比例仍会维持在3: 1。

新华百货

业绩略超市场预期

公司一季度实现收入14.12亿，较去年同期增长30.59%，实现归属母公司净利润9138万元，同比增长20.27%。受益于去年新开门店带来的面积增长，营业收入保持了快速增长态势，但拉低了公司毛利率，较同期下降了0.75个百分点，导致净利润增速低于收入增速。但在新店较多情况下，公司费用率与去年同期持平，显示出公司一贯较强的成本控制能力。

2011经营展望

公司将继续巩固在宁夏市场的既有优势，并适当进行有效的外延扩张，同时明晰各个业态的发展目标和路径。若大股东物美商业在未来两年内能完成注资回归国内市场，新华百货的品牌影响力将不仅仅局限于省内，将成为全国性商业零售龙头企业。

投资建议

我们维持公司2011-2013年每股收益分别为1.30元、1.75元和2.2元。公司现为宁夏回族自治区商业零售巨头，我国中西部开发战略和当地人民消费能力的迅速成长都为公司估值提供了良好的安全边际。随着物美回归预期的增强，我们看好公司中长期发展。考虑到2010年新店将迎来快速增长等因素，给予30倍市盈率，对应12个月目标价40元，买入评级。

风险提示：当地竞争加剧；收入增速放缓，毛利率持续下降

重庆百货

费用率下降体现管理改善

2011年一季度公司实现营业收入79.2亿，同比增长23.73%，实现归属于上市公司股东净利润2.43亿，同比增长33.41%。由于春节期间促销活动增多，公司综合毛利率12.71%，较去年同期下降0.1个百分点，但费用控制良好，期间费用率同比下降0.37个百分点至8.37%。得益于费用率的下降，公司实现利润增速高于收入增速，充分体现公司内部管理改善效果。

全年经营展望

公司实现合并后，管理层逐渐对一些营业网点进行梳理，通过经营协同将之前的恶性竞争转化为错位良性竞争，降低广告宣传等费用支出，规模效应不仅体现在后台和供应链管理上，也会反应在企业日常经营中的营销等方面。一季度净利润率3.07%，同比提升0.22个百分点，公司将最大程度压低期间费用，净利润率有望向行业均值看齐。

投资建议

我们看好公司在重庆市及周边省份的垄断性议价能力，以及合并后经营协同效应所带来的期间费用率的下降。公司以重庆市为基础，稳健的进行外延扩张和渠道下沉，明确未来增长动力和方向。基于公司一季度业绩，我们调高2011-2013年盈利预测至1.85、2.30和2.85元，给予公司2011年30倍市盈率，对应目标价55元，买入评级。

风险提示：租赁物业成本上升、外延扩张门店培育期过长的风险

步步高

一季度业绩略超预期

一季度公司实现营业收入239,710.37万元、同比增长28.53%，归属于上市公司股东的净利润10,513.10万元、同比增长31.40%，每股收益0.3889元、同

比增长31.43%，报告期内公司业绩大幅增长的主要原因是：(1)原有门店的内生增长，一季度可比门店销售同比增长18%；(2)2010年新开门店8家、2011年一季度新开门店4家，新开门店使公司营业收入进一步得到提升；(3)销售费用率较同期的12.52%下降到报告期的11.57%。

2011经营展望

2011年仍是公司快速扩张时期，公司总的经营体量也将持续扩大，预计公司全年将新开20家超市门店，长沙河西mall项目预计2011年11月份开业。2011年的增长亮点来自于公司外籍团队进入后超市改造后平销的提升，以及百货业务的持续增长。从一季度情况看，外资团队的经营业绩正在逐步体现。我们2011年的关注点仍然是公司的超市业务在迅速扩张过程中如何能够有效控制费用的增长，但我们整体对公司在2011年迎来业绩拐点，2012年进入快速增长期表示乐观。

投资建议

我们略调高公司2011年EPS分别至0.82元，维持2012-2013年1.15元和1.61元。基于公司外资团队的经营业绩正在逐步体现，公司09年所开的百货门店在2011-2012年开始进入盈利期，我们对公司在2011年迎来业绩拐点，2012年进入快速增长期表示乐观。基于对2012年的乐观预期，我们上调公司评级至长期买入，目标价至29元，对应2012年25倍PE。

风险提示：行业竞争加剧的风险；门店培育时间过长风险

附表 1：重点跟踪公司盈利预测与投资评级

公司名称		EPS			PE			投资评级
全国性连锁百货		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	买入
600859	王府井	0.95	1.52	1.98	44.38	27.74	21.29	买入
600631	百联股份	0.56	0.72	0.90	27.30	21.24	16.99	买入
600694	大商股份	0.41	1.50	2.10	108.56	29.67	21.20	持有
综合超市								
000759	武汉中百	0.37	0.42	0.49	33.30	29.33	25.14	买入
002251	步步高	0.63	0.82	1.15	38.98	29.95	21.36	买入
002336	人人乐	0.61	0.68	0.87	34.85	31.26	24.44	持有
区域零售								
000987	广州友谊	0.91	1.20	1.48	19.43	14.73	11.95	买入
002277	友阿股份	0.62	0.86	1.22	38.35	27.65	19.49	买入
600723	西单商场	0.10	0.54	0.64	126.50	23.43	19.77	买入
600785	新华百货	1.04	1.30	1.75	27.09	21.67	16.10	买入
600828	成商集团	0.38	0.63	0.85	43.50	26.24	19.45	买入
600858	银座股份	0.39	0.80	1.03	55.15	26.89	20.88	买入
600280	南京中商	0.33	1.20	1.50	82.24	22.62	18.09	买入
600778	友好集团	0.34	0.36	0.64	37.85	35.75	20.11	买入
600729	重庆百货	1.41	1.85	2.30	31.62	24.10	19.39	买入
000501	鄂武商 A	0.58	0.76	0.98	33.17	25.32	19.63	买入
专业连锁								
002024	苏宁电器	0.57	0.76	0.98	23.21	17.41	13.50	买入
600415	小商品城	0.59	1.15	1.95	53.58	27.49	16.21	买入
002345	潮宏基	0.59	0.85	1.15	48.73	33.82	25.00	买入
600612	老凤祥	0.93	1.26	1.63	35.72	26.37	20.38	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

广发零售行业研究小组

欧亚菲, 分析师, 华南理工大学管理工程硕士, 2000 年进入广发证券, 2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名, 2009-2010 年度新财富零售行业第六名, 2008 年度新财富零售行业第七名。

瞿猛, 研究助理, 复旦大学经济学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zimeng@gf.com.cn, 021-68825985。

刘旭, 研究助理, 厦门大学管理学硕士, 2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: liuxu@gf.com.cn, 020-87555888-423。

相关研究报告

零售业_行业跟踪分析报告

瞿猛

2011-04-22

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。

	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: 广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。