

选时还是选势？

——商业零售行业 2011 年 1 季报述评

要点：

- 1 季度行业整体盈利情况良好，单季的净资产收益率达到 4.45%，高于 2010 年 Q1 的 3.89% 和 2010Q4 的 3.65%。从历史曲线看，1 季度往往是全年净资产收益率高点，主要原因是 1 季度是销售旺季而开店高峰常在三、四季度，因此 1 季报体现为收入高增长而费用相对刚性，带动了高净利率和高净资产收益率。
- 子行业中百货表现最好，1 季度净利润同比增长 68%，环比增长 72%，收入增长 35%，费用率下降 1.34 个百分点，带来销售净利率同比提升 0.79 个百分点。费用率下降主要来自刚性的管理费用和良好的现金流。但是我们也注意到百货行业 1 季度毛利率有所下降，且是 2010Q4 之后第二低点，主要原因一是通胀背景下毛利率较低的黄金珠宝销售增长强劲，二是新店和促销增加拉低了毛利率。由于百货业态竞争加剧且扩张难以减速，我们对行业毛利率趋势保持谨慎。企业层面反映出来的情况和行业趋势一致。
- 1 季度超市行业收入增长 19.19%，利润同比增长 31.15%，环比增长 70.23%，行业销售毛利率保持稳，收入释放带来费用率下降，净利率有所提升。我们认为通胀和新店贡献是收入增长的主要原因，但超市公司普遍将开店高峰放在二季度以后，我们担心人力成本上升和新店释放对公司业绩有持续的负面影响，对行业仍保持谨慎态度。
- 专业连锁行业分化严重，受惠于通胀和消费升级的珠宝及高端奢侈品子行表现最好，不仅收入快速增长，其良好的成本传导能力和品牌溢价能力也值得肯定，整个行业表现出价增量升，费用率下降的喜人局面。略微让人担心的是存货周转率和经营性现金流表现一般，这两个指标还需观察。
- 经过前期的估值修复（2011 年 11 月以来的行业调整）和业绩修正（4 月份 1 季报公布后低预期公司股价的继续调整），市场已基本消化了租金、人工、同业竞争加剧等负面信息，下跌空间有限。站在今日时点，对行业市场表现我们建议只做趋势判断，不做时机选择，调高行业投资评级至“推荐”。建议关注百货子行业和从事高端奢侈品销售的零售商，对百货子行业中具体公司的选择标准为动态估值偏低、管理能力强、扩张有序。推荐苏宁电器、天虹商场、新华百货、重庆百货、合肥百货。同时建议关注经营效率改善可期的南京中商。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

研究员

姚雯琦

☎ (86-755) 83515144

✉ yaowenq@cgws.com

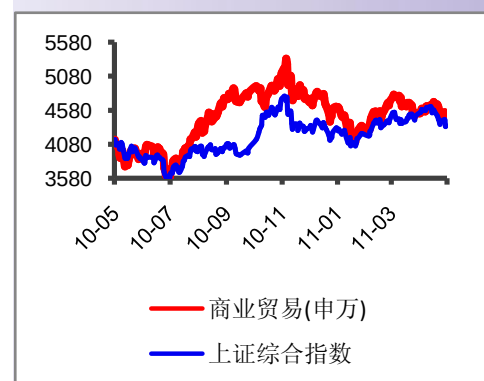
执业证书编号：S1070208080274

投资评级：推荐（上调）

重点公司盈利预测及评级

	EPS		PE		投资评级
	2011E	2012E	2011E	2012E	
苏宁电器	0.80	0.91	16.40	14.00	强烈推荐
天虹商场	0.82	0.98	28.00	24.00	推荐
新华百货	1.38	1.76	21.50	17.00	强烈推荐
重庆百货	1.80	1.93	26.10	24.00	强烈推荐
合肥百货	0.80	0.92	24.60	21.00	强烈推荐
南京中商	1.10	1.50	24.25	17.79	推荐
吉峰农机	0.76	1.35	37.10	21.00	推荐

行业表现



相关报告



目 录

一、市场信心脆弱，业绩低预期公司大幅释放风险.....	3
二、一季度是行业净资产收益率的高点	4
三、百货利润增速最好，原因为增收和刚性费用控制，全国性百货表现优于区域百货.....	5
四、人工、租金压力和扩张速度仍是我们对超市的关注点.....	8
五、专业连锁业态分化严重，受益于通胀和消费升级的珠宝及高端奢侈品行业表现最好.....	10
六、行业负面信息基本消化，下跌空间有限，向上是大概率，调高投资评级至“推荐”	12

图 表 目 录

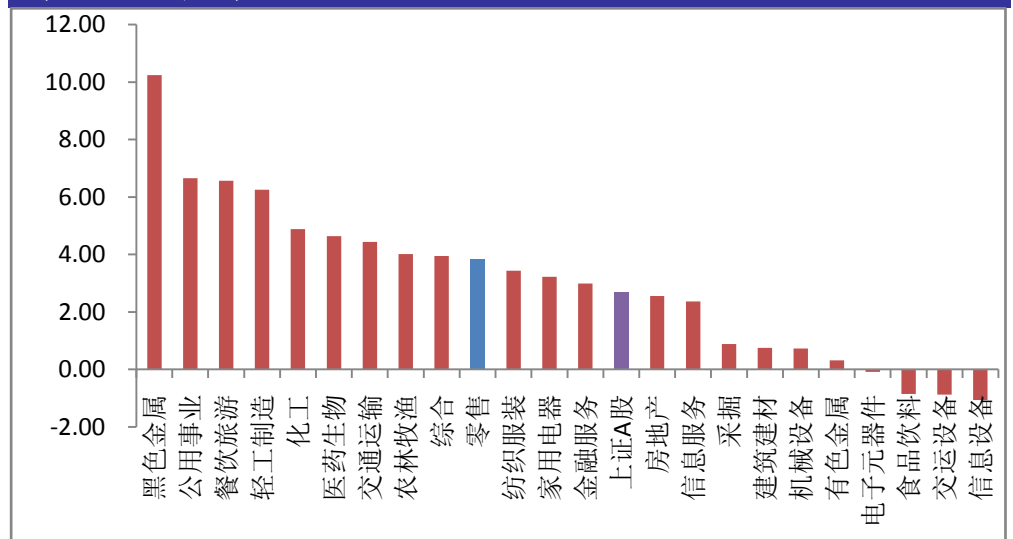
图表 1、行业市场表现	3
图表 2、公司市场表现（2011 年 4 月 1 日至今）	3
图表 3、行业单季净资产收益率	4
图表 4、行业单季净资产收益率数据	4
图表 5、行业单季财务数据	5
图表 6、百货单季三项费用变动趋势	5
图表 7、百货单季毛利率变动趋势	6
图表 8：部分公司利润增长驱动因素分析	6
图表 9、全国性百货和区域百货的 1 季度收入增速.....	7
图表 10：超市公司 1 季度财务数据	8
图表 11：超市公司业绩影响因素分析	8
图表 12、工资性现金流增速（2011Q1）	9
图表 13、部分公司的工资性现金流变动（单季）.....	9
图表 14、华联综超历年 1 季度存货周转率	10
图表 15、武汉中百历年 1 季度存货周转率	10
图表 16：专业连锁子行业 1 季度财务数据	11
图表 17：珠宝及高端奢侈品销售公司的三项费用比较.....	11
图表 18：专业连锁公司 1 季度财务数据	11
图表 19：行业估值水平	12

一、市场信心脆弱，业绩低预期公司大幅释放风险

2011 年 4 月以来零售行业整体获得 2.56% 的绝对收益(流通市值计)，略高于 0.16% 的全市场收益。年初至今，零售行业的绝对收益为-3.59%，与 5.01% 的全市场收益相比，仍有 8.60 个百分点的差距。

公司方面，与 1 季度相比，4 月份的投资风格发生了一些变化，除了主题投资，寻找业绩的确定性成为行业投资一条很鲜明的主线，受益于黄金珠宝旺销的老凤祥、豫园商城，业绩增长略超预期的合肥百货、重庆百货，业绩改善明显的南京中商都在涨幅榜前列。也正是沿着寻找业绩确定性的思路，跌幅榜居前的公司都是前期估值偏高和 1 季报低预期的公司。

图表 1、行业市场表现



数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 2、公司市场表现 (2011 年 4 月 1 日至今)

	证券简称	区间涨幅	换手率		证券简称	区间跌幅	换手率
1	南宁百货	24.14	226.71	1	小商品城	-15.31	32.27
2	商业城	22.24	78.06	2	三江购物	-12.72	89.02
3	老凤祥	17.86	33.85	3	天音控股	-11.90	19.11
4	南京中商	17.12	13.55	4	徐家汇	-10.48	60.83
5	渤海物流	14.94	40.58	5	汉商集团	-9.64	52.81
6	合肥百货	13.58	21.00	6	吉峰农机	-9.16	45.78
7	上海九百	12.39	49.45	7	辉隆股份	-8.83	80.25
8	农产品	11.98	53.04	8	明牌珠宝	-8.08	278.65
9	重庆百货	11.12	28.10	9	爱施德	-6.79	24.05
10	豫园商城	10.28	24.96	10	大东方	-6.72	10.14

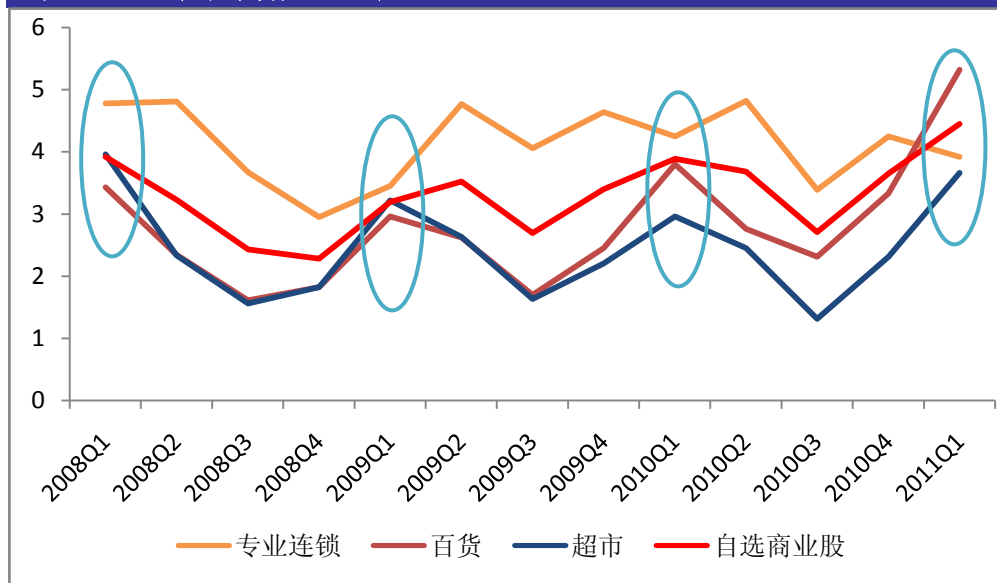
数据来源: wind, 长城证券研究所, 4 月 1 日为二季度策略报告时间

注: 样本公司共有 60 家, 包括 38 家百货、8 家超市和 14 家专业连锁公司

二、一季度是行业净资产收益率的高点

1 季度行业整体盈利情况良好，单季的净资产收益率达到 4.45%，高于 2010 年 Q1 的 3.89% 和 2010Q4 的 3.65%。从历史曲线看，1 季度往往是全年净资产收益率高点，主要原因是 1 季度是销售旺季而开店高峰常在三、四季度，因此 1 季报体现为收入高增长而费用相对刚性，带动了高净利率和高净资产收益率。在我们看来，虽然 1 季报数据良好，对行业趋势的判断还需继续观察 2、3 季度数据。

图表 3、行业单季净资产收益率



数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 4、行业单季净资产收益率数据

板块名称	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	
专业连锁	4.78	4.81	3.67	2.95	3.45	4.77	
百货	3.43	2.34	1.61	1.82	2.96	2.62	
超市	3.96	2.33	1.56	1.82	3.22	2.63	
自选商业股	3.92	3.23	2.43	2.28	3.19	3.52	
板块名称	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1
专业连锁	4.06	4.64	4.25	4.82	3.39	4.25	3.92
百货	1.7	2.45	3.8	2.76	2.31	3.33	5.32
超市	1.63	2.2	2.96	2.45	1.31	2.31	3.66
自选商业股	2.69	3.4	3.89	3.68	2.71	3.65	4.45

数据来源：wind, 长城证券研究所

细分行业财务指标, 1 季度行业净利润同比增长 39%，环比增长 30%，一方面是收入保持稳定较快增长，同比增加 27%，另一方面是费用控制较好，费用率下降 0.49 个百分点。

图表 5、行业单季财务数据

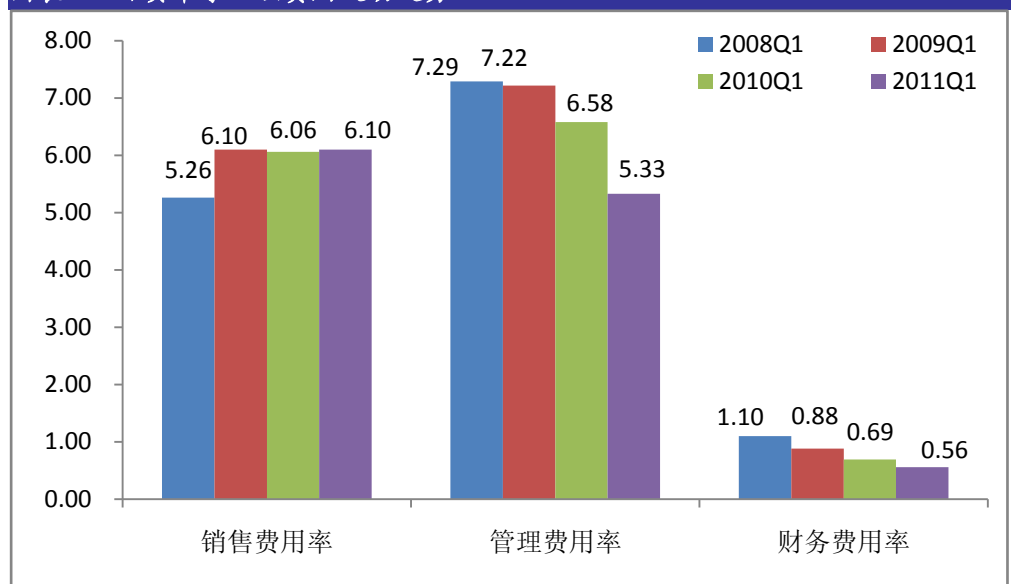
	利润增速		收入同比 增速	销售毛利率			费用率			销售净利率		
	同比	环比		2011Q1	2010Q1	变动	2011Q1	2010Q1	变动	2011Q1	2010Q1	变动
行业	39.00	30.41	27.35	16.91	17.37	-0.46	10.89	11.38	-0.49	4.27	4.04	0.23
百货	68.62	72.84	35.94	18.53	19.66	-1.13	11.99	13.33	-1.34	4.90	4.11	0.79
超市	31.15	70.23	19.19	19.41	19.31	0.10	15.28	15.47	-0.19	2.81	2.61	0.20
专业连锁	16.50	-3.43	23.50	13.97	14.20	-0.23	7.55	7.41	0.14	4.35	4.71	-0.36

数据来源: wind, 长城证券研究所

三、百货利润增速最好，原因为增收和刚性费用控制， 全国性百货表现优于区域百货

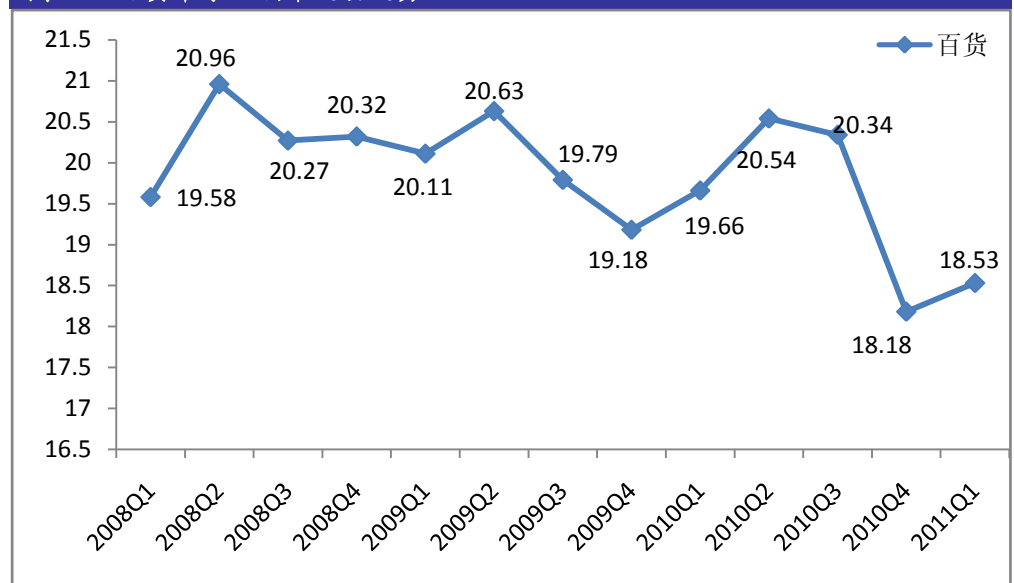
子行业中百货表现最好，行业趋势与百货子行业最为吻合。百货 1 季度净利润同比增长 68%，环比增长 72%，收入增长 35%，费用率下降 1.34 个百分点，带来销售净利率同比提升 0.79 个百分点。费用率下降主要来自刚性的管理费用，同时，联营模式下销售规模越大，行业的现金流越好，相应的财务费用率也就越低。但是我们也注意到百货行业 1 季度毛利率有所下降，且是 2010Q4 之后第二低点，主要原因一是通胀背景下毛利率较低的黄金珠宝销售增长强劲，二是新店和促销增加拉低了毛利率。由于百货业态竞争加剧且扩张难以减速，我们对行业毛利率趋势保持谨慎。

图表 6、百货单季三项费用变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 7、百货单季毛利率变动趋势



数据来源: wind, 长城证券研究所

分析利润增速排名前 16 的百货公司, 可以看出企业层面反映出来的情况和行业趋势基本一致。首先, 收入是利润增速的重要驱动因素, 除了华东地区, 全国性百货和各区域百货都有良好的销售增速。第二, 大部分公司利润增速快于收入增速是因为刚性费用的控制, 包括管理费用和财务费用。与此同时, 毛利率下降是个普遍现象, 16 家公司中有 10 家的毛利率下滑。也因此, 既有扩张, 又能够保持毛利率提升、费用率下降的公司 (包括合肥百货、天虹商场、王府井、鄂武商) 就显得更加突出。

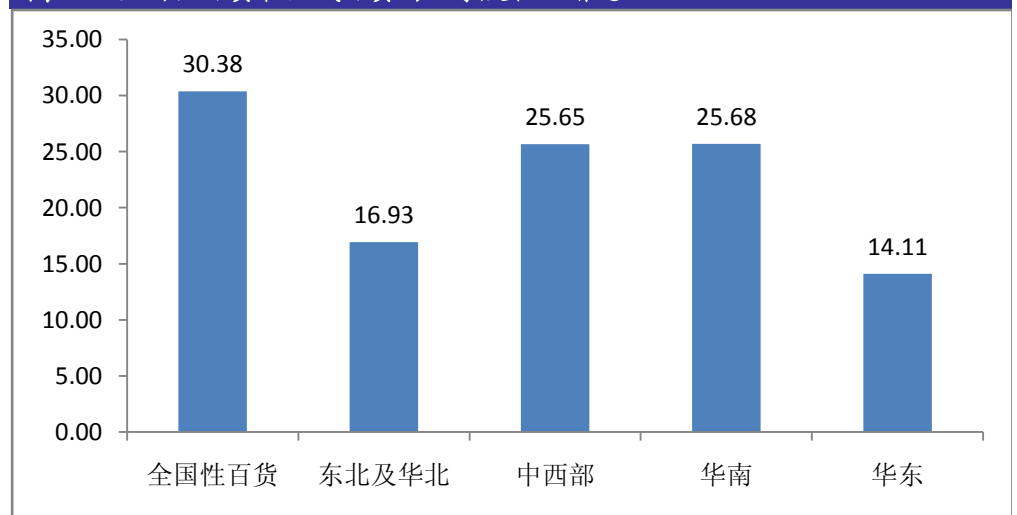
图表 8: 部分公司利润增长驱动因素分析

		净资产收益率		净利润 增速	收入 增速	销售毛利率		销售净利率		利润增长驱动因素
		—	扣非			2011Q1	变动	2011Q1	变动	
1	合肥百货	16.35	6.60	255.11	28.02	17.32	0.25	9.86	5.64	
2	大商股份	4.21	3.93	254.60	33.13	17.60	-1.19	1.65	1.08	收入较快增长, 费用大幅控制
3	渤海物流	3.49	3.50	228.77	21.21	20.36	4.47	5.10	3.16	收入稳定增长, 进销分离及品类调整带来毛利率大幅提升, 基数低
4	汉商集团	0.74	0.73	112.91	12.17	26.43	-0.07	0.63	0.88	去年 1 季度参股公司汉商仁信投资收益为-169 万, 今年转正, 低基数
5	开元控股	3.96	3.72	83.62	20.64	17.66	-0.05	5.05	1.73	费用控制, 销售和管理费用下降 1.09% 和 0.5%
6	西单商场	2.80	2.83	67.06	31.04	20.64	-1.75	3.57	0.73	费用控制, 销售、管理、财务费用分别下降 0.43%、2.25% 和 0.18%
7	友阿股份	8.24	8.24	50.80	37.35	19.57	-0.27	10.60	0.99	百货业务收入增长 37% (友谊店增长 40%, 其他 20%), 费用刚性控制
8	南宁百货	5.52	5.39	50.15	30.09	16.56	0.34	3.07	0.46	2010 年对 3 家门店 (朝阳、五象和贵港) 进行改造, 效果显现, 收入增长且毛利率提升
9	友好集团	3.59	3.56	45.28	34.68	21.14	-0.50	4.25	0.19	区域市场消费强劲 (天山百货+32%,

										友好百货+31%，美美+74%，独山子+35%，库尔勒+82%），费用控制良好，销售、管理费用率均有下降
10	天虹商场	5.91	5.70	43.52	34.38	21.83	0.43	5.62	0.36	可比门店增长 24.76%，10 年新增面积贡献 7%。区域加密效果明显，毛利率提升 0.43%。管理费用下降带来总费用率下降 0.02%
11	王府井	5.53	5.51	39.83	26.38	18.42	0.13	4.48	-0.04	可比门店增长 20%以上（大钟寺店、大兴店、株洲王府井均在 2010 年 4 季度开业），毛利率略有提升，管理和财务费用刚性，费用率下降。
12	重庆百货	10.50	10.31	33.41	23.73	12.71	-0.01	3.10	0.3	百货可比门店增长 17%，销售、管理、财务费用率合计下降 0.41%
13	通程控股	3.85	3.77	32.22	23.34	21.67	-0.27	3.34	0.37	
14	鄂武商	7.43	7.38	29.60	23.35	19.47	0.29	4.78	0.29	武汉广场、国际广场的内生增长，2010 年新增 8 家超市带来收入增长。国广和襄樊店成熟提升毛利率。
15	津劝业	0.53	0.47	27.64	25.43	14.99	-0.42	1.37	0.02	
16	南京中商	0.48	3.59	24.96	24.96	19.38	-0.55	0.18	-0.06	中央商场收入增长 22%，其他店增长 27%（淮安中央新亚开业增加营业面积 5 万），费用率下降 1.99%。母公司销售管理费用减少 1500 万，费用率下降 3.35%。中央商场装修一次性支出增加 2570 万。

资料来源：wind, 长城证券研究所

图表 9、全国性百货和区域百货的 1 季度收入增速



数据来源：wind, 长城证券研究所, 商业城和长百集团拉低了东北地区的销售增速

四、人工、租金压力和扩张速度仍是我们对超市的关注点

1 季度超市行业收入增长 19.19%，利润同比增长 31.15%，环比增长 70.23%，行业销售毛利率保持稳定，费用率下降 0.19 个百分点，由于费用率下降行业净利率增加 0.2 个百分点，达到 2.81%。其中，永辉超市收入增长最多（+49.18%），新华都利润增长最快（+112.40%），华联综超毛利率提升最多（+1.09%）。

从收入增速看，有 4 家公司收入增长低于 20%（友谊股份、武汉中百、华联综超以及刚刚上市的三江购物），考虑到今年 1 季度的高通胀，我们认为这几家公司的收入增长更多的是来源于价格因素。

净利润增速低于 20% 的公司有三家，其中两家公司（武汉中百和人人乐）都是因 1 季度的开店速度太快而影响了净利润。新华都和永辉超市虽然 1 季报表现良好，但两家公司都有大规模的开店计划，且新店的释放期放在了二季度以后，我们判断一旦新店快速释放，这两家公司的毛利率和销售费用率也会受到比较明显的影响。

图表 10：超市公司 1 季度财务数据

		净资产收益率		净利润 增速	收入 增速	销售毛利率			销售净利率			存货周转率	
			扣非			2011Q1	2010Q1	变动	2011Q1	2010Q1	变动	2011Q1	变动
1	新华都	8.87	7.40	112.40	40.59	18.97	18.40	0.57	3.19	1.96	1.22	2.70	0.05
2	永辉超市	3.99	3.98	67.25	49.18	18.28	18.67	(0.39)	3.68	3.28	0.40	2.82	-
3	步步高	6.50	6.25	31.40	28.53	19.68	19.97	(0.29)	4.39	4.29	0.10	2.59	(0.27)
4	友谊股份	3.70	3.44	29.30	7.85	20.54	20.35	0.20	2.70	2.41	0.29	2.77	(0.01)
5	三江购物	5.59	4.64	21.17	10.26	16.56	16.49	0.07	3.64	3.31	0.33	2.33	-
6	武汉中百	3.65	3.62	10.28	16.52	18.62	18.27	0.35	2.32	2.44	(0.12)	2.56	(0.01)
7	人人乐	2.45	2.50	4.20	25.01	19.67	20.05	(0.38)	2.69	3.23	(0.54)	2.22	(0.14)
8	华联综超	1.46	1.40	2.76	10.36	19.72	18.63	1.09	0.87	0.93	(0.06)	2.41	(0.50)

资料来源：wind, 长城证券研究所

图表 11：超市公司业绩影响因素分析

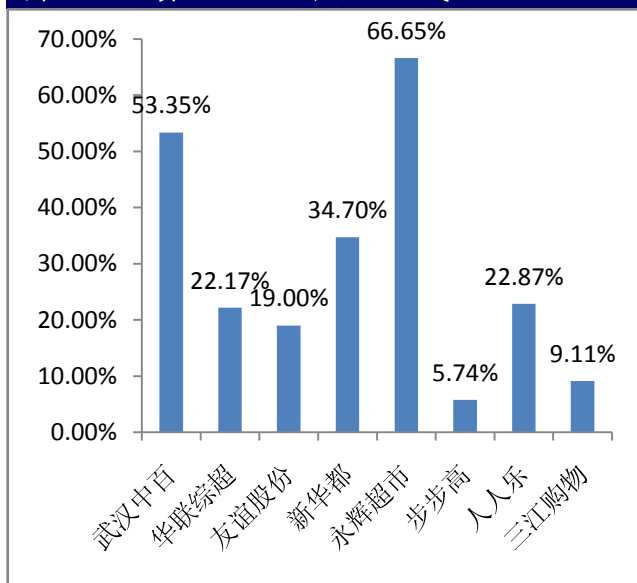
		同店 增长	新开店	1 季度在全年新 开店的占比	11 年新开 店占比	利润影响因素
1	新华都	双位数	—	—	31.25%	销售规模扩大带来话语权增加，提高毛利率 0.57%，同时销售费用率下降，另有政府奖励 1120 万。股权激励期权成本已计提 600 万。
2	永辉超市	双位数	4 家（重庆 2、北京 1、天津 1）	8.00%	31.45%	收入增长近 50%，收入快速释放而开店数量较少带来销售费用率和管理费用率下降
3	步步高	18%	4 家，2010 年全年新开 8 家（包	25.00%	18.18%	百货业务影响毛利率。收入释放使得销售费用率下降，抵消了毛利率下降的负面影响，利润增速

			括置换3)			与收入增速基本持平。
4	友谊股份					毛利率提升和管理、财务费用率比率下降推动净利率增速（净利率+29%，收入+7%）
5	三江购物		2家	10.00%	13.79%	
6	武汉中百	仓储10%，便利店7%	23家（仓储9，便民14） 2010Q1新增16家（仓储6）	45.00%	12.99%	自有配送比例和直采比例提高带来毛利率提升，人工上涨（2010年4季度上涨20%）和新店费用带来销售费用率增加。净利率下降。
7	人人乐		9家，2010年新开10家	36.00%	24.51%	10Q4和11Q1的密集开店带来收入增长，但拉低了毛利率，费用率因收入释放而略有下降。递延所得税资产冲回提高了实际所得税率。
8	华联综超		6家，2010年新开17家			

资料来源：长城证券研究所，11年新开店占比=2011年计划新开店/2010年底累计开店数

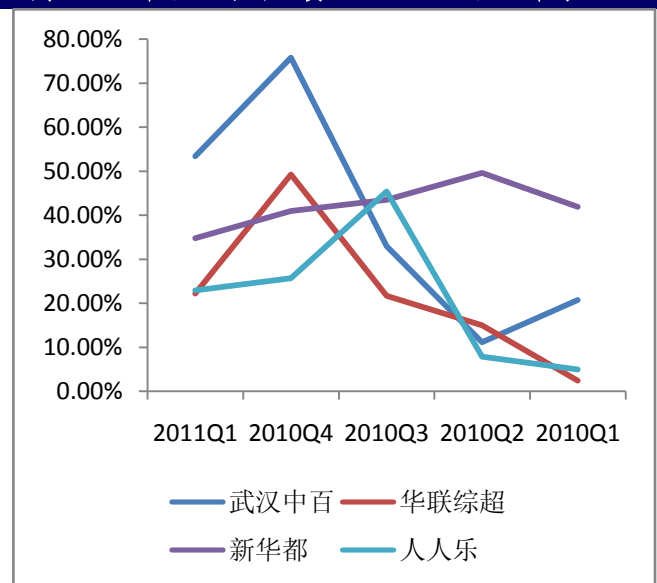
从工资性现金流增速看超市的人工压力仍然存在，且这种趋势难以逆转。人工压力来自三方面：快速扩张下对新劳动力的需求、单个劳动力成本上涨以及规范化运作的成本。

图表 12、工资性现金流增速（2011Q1）



数据来源：wind，长城证券研究所

图表 13、部分公司的工资性现金流变动（单季）

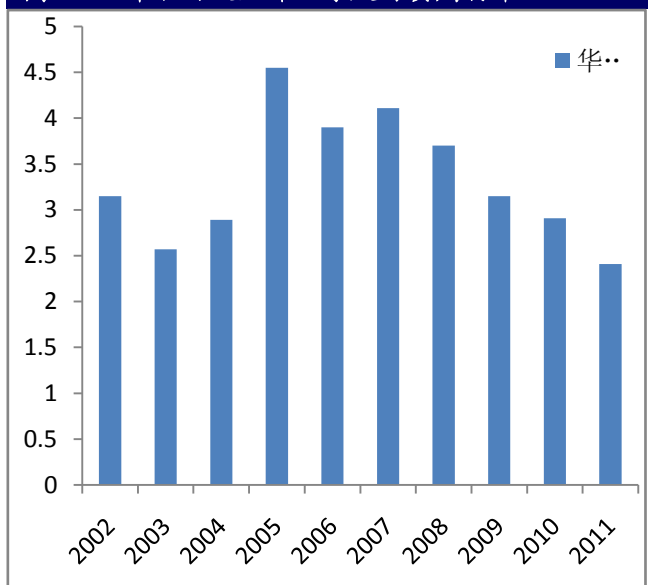


数据来源：wind，长城证券研究所

从存货周转率指标看，与2010Q1相比，大部分公司的存货周转率都有所下降（除了新华都）。我们比较了两家上市时间较长的公司（武汉中百和华联综超）的历史存货周转率，可以看出1季度存货周转率的下降已延续一段时间，可能的原因一是通胀挤出，消费者消费时价增量减，二是处于培育期的新店、次新店占比高，拉低了整体存货周转率。

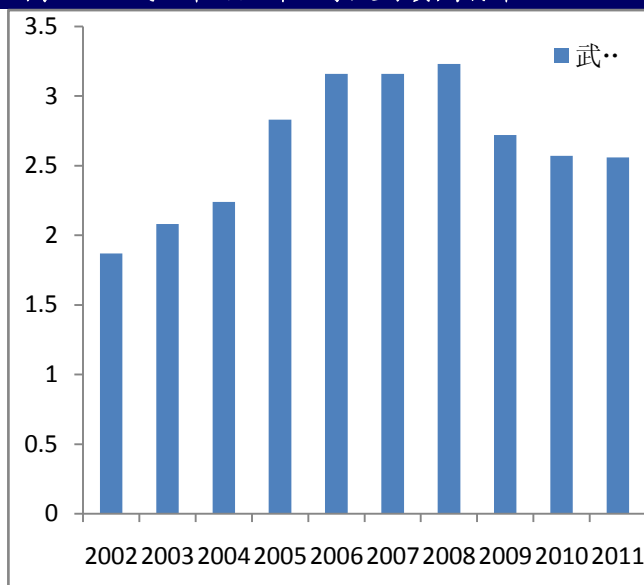


图表 14、华联综超历年 1 季度存货周转率



数据来源: wind, 长城证券研究所

图表 15、武汉中百历年 1 季度存货周转率



数据来源: wind, 长城证券研究所

五、专业连锁业态分化严重，受益于通胀和消费升级的

珠宝及高端奢侈品行业表现最好

由于上市公司增多，我们将专业连锁子行业又分为珠宝及高端奢侈品销售、电子电器销售以及涉农渠道三个二级子行业。1 季度专业连锁公司收入增长 23%，利润同比增长 16%，环比下降 3.43%，行业毛利率下降 0.23 个百分点，费用率上升 0.16%，导致净利率下降 0.36%，整体表现一般，各子行业间有所分化。

受惠于通胀和消费升级，1 季度珠宝及高端奢侈品子行业需求强劲，业绩最好，收入增长 59%，净利润增长 35%。在收入快速增长的同时，高端奢侈品表现出品牌溢价能力，有良好成本传导能力的东方金钰、美克股份、老凤祥、飞亚达的毛利率都有不同程度的提升。虽然受品类结构调整的影响，K 金饰品商潮宏基的毛利率同比有所降（-1.92%），但环比降幅收窄，说明公司对 K 金与足金产品的比例调整已基本到位。由于收入释放，大部分公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率都有所下降，带动整体费用率下降 1.8 个百分点。但将重点放在渠道建设上的潮宏基、飞亚达和美克股份的销售费用增长快于收入增长，销售费用率有所上升。

1 季度电器电子零售商表现一般，特别是爱施德和天音控股两家手机分销公司因收入和毛利率双降而导致净利润下滑，再次让市场看到了电子分销商的存货风险和财务压力。有实体网络优势的苏宁财务表现中规中矩，随着自营包销占比的提升，公司毛利率继续上升，但因向线上运营商转型，物流、营销投入增加，同时线下实体店仍在扩张，销售费用率和管理费用率都有所

上升，两相抵消，净利率略微提升 0.13 个百分点。

农机销售商吉峰农机 1 季度销售情况良好 (+170%)，但因北方地区占比较大以及扩张费用较高，使得净利润增速低于收入增速 (+51.23%)，因新店备货，存货周转率有所下降，但经营性现金流有所改善。

图表 16：专业连锁子行业 1 季度财务数据

	利润 增速	收入增 速	销售毛利率			费用率			销售净利率		
			2011Q 1	2010Q 1	变动	2011Q 1	2010Q 1	变动	2011Q 1	2010Q 1	变动
珠宝及高端奢侈品销售	35.07	59.57	9.98	12.67	-2.69	5.16	6.96	-1.80	3.99	5.06	-1.07
电器电子销售	4.41	13.21	15.78	15.33	0.45	9.27	7.94	1.33	3.95	4.49	-0.54
涉农渠道	-19.00	27.27	13.04	13.77	-0.73	9.98	10.18	-0.20	2.83	3.48	-0.65

数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 17：珠宝及高端奢侈品销售公司的三项费用比较

	销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2011Q1	2010Q1	变动	2011Q1	2010Q1	变动	2011Q1	2010Q1	变动
东方金钰	0.44	2.07	(1.63)	1.15	1.86	(0.71)	4.84	5.63	(0.79)
豫园商城	1.76	2.83	(1.07)	1.94	3.13	(1.19)	0.86	1.48	(0.63)
潮宏基	16.49	16.45	0.04	2.48	3.32	(0.85)	(0.49)	(0.09)	(0.41)
明牌珠宝	1.64	2.70	(1.06)	0.76	0.81	(0.05)	1.18	1.31	(0.13)
老凤祥	1.43	1.73	(0.30)	0.91	1.58	(0.67)	0.63	0.50	0.13
飞亚达	14.79	13.19	1.60	6.98	7.20	(0.22)	2.13	2.52	(0.38)
美克股份	26.61	24.53	2.09	9.05	9.70	(0.65)	1.77	1.47	0.30

数据来源：wind, 长城证券研究所

图表 18：专业连锁公司 1 季度财务数据

	净资产收益率		净利润 增速	收入 增速	销售毛利率		销售净利率		存货周转率		每股经营性现金流	
		扣非			2011Q1	变动	2011Q1	变动	2011Q1	变动	2011Q1	变动
电器电子销售												
宏图高科	1.48	1.40	47.88	31.82	8.35	0.90	1.74	0.27	1.30	(0.07)	(0.04)	0.18
苏宁电器	5.93	5.96	27.05	23.16	18.07	1.48	5.54	0.13	1.86	(0.38)	(0.26)	(0.14)
爱施德	2.19	1.75	(41.24)	(3.90)	11.40	(2.86)	4.20	(2.04)	1.89	0.07	(0.51)	(0.51)
天音控股	(2.44)	(1.60)	(153.68)	(18.11)	14.19	(1.99)	(1.53)	(3.98)	1.31	(0.38)	(0.83)	(0.95)
珠宝及高端奢侈品销售												
东方金钰	5.20	5.35	616.90	165.64	13.81	0.91	5.18	3.58	0.23	0.04	(0.45)	(0.40)
美克股份	1.11	0.86	178.32	13.16	43.28	3.49	5.59	2.64	0.33	(0.09)	0.12	0.13
老凤祥	8.18	8.45	126.39	49.02	7.28	0.10	2.81	0.53	2.11	(0.10)	(1.05)	(1.17)
飞亚达	2.86	2.82	81.51	50.27	32.06	2.48	6.04	1.06	0.37	0.01	(0.16)	(0.24)
潮宏基	3.10	3.04	30.03	52.08	34.58	(1.92)	13.55	(2.35)	0.28	(0.05)	(0.05)	0.55

豫园商城	4.88	3.87	18.89	85.81	8.60	(6.83)	4.48	(3.11)	1.93	0.52	(0.23)	(0.72)
明牌珠宝	9.71	8.71	(31.39)	39.78	9.54	(3.71)	4.28	(4.44)	0.98		(0.91)	
涉农渠道												
吉峰农机	2.06	1.90	51.23	170.27	13.08	0.67	1.90	(0.57)	0.80	(0.16)	(1.22)	0.72
辉隆股份	2.45	2.24	(0.86)	0.24	7.19	7.19	2.20	2.20	1.10		(2.65)	
农产品	0.55	0.36	(50.26)	2.06	36.96	(4.61)	7.85	(3.31)	2.17	(0.04)	(0.49)	(0.82)

数据来源: wind, 长城证券研究所

六、行业负面信息基本消化，下跌空间有限，向上是大概率，调高投资评级至“推荐”

目前行业滚动市盈率 32.16X，2011 年动态市盈率 22.94 倍，部分重点公司动态市盈率已降至 20 倍以下（新华百货、大厦股份、苏宁电器）。

经过前期的估值修复（2011 年 11 月以来的行业调整）和业绩修正（4 月份 1 季报公布后低预期公司股价的继续调整），市场已基本消化了租金、人工、同业竞争加剧等负面信息，下跌空间有限。并且随着时间的推移，市场已逐渐将焦点转向 2012 年，以 2012 年 18X 的预测市盈率为出发点，现在的行业指数在未来 6 个月获取 30% 的绝对收益应是大概率事件，我们认为此时注重选势比注重选时的收益更大，因此调高行业投资评级至“推荐”。

建议关注百货子行业和从事高端奢侈品销售的零售商，对百货子行业中具体公司的选择标准为动态估值偏低、管理能力强、扩张有序。推荐苏宁电器、天虹商场、新华百货、重庆百货、合肥百货。同时建议关注经营效率改善可行的南京中商。

图表 19：行业估值水平

	市盈率			营业收入增速		净利润增速	
	TTM	2011E	2012E	2010	2011Q1	2010	2011E
自选商业股	32.16	22.94	18	22.11	23.28	30.5	35.02
百货	33.64	26.29	21.11	20.06	25.01	26.63	57.71
超市	41.08	23.22	18.72	15.84	19.19	17.92	31.15
专业连锁	29.72	20.94	16.08	27.22	23.64	35.78	16.02
珠宝及高端奢侈品销售	35.52	27.96	21.12	36.54	60.46	52.84	32.26
电器电子销售	24.14	17.78	13.92	24.52	13.21	34.19	4.41
涉农渠道	52.11	31.34	23.27	52.47	27.27	81.19	-19

数据来源: wind, 长城证券研究所

研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680354, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>