

行业增长强势，估值有望回升

推荐 (维持)

2011年5月7日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
百联股份	0.88	0.90	强烈推荐
友谊股份	0.88	0.90	强烈推荐
苏宁电器	0.76	1.00	强烈推荐
欧亚集团	1.00	1.25	强烈推荐
西单商场	0.60	0.74	强烈推荐

相关报告

百货零售：《王府井（600859）：莫为浮云遮望眼》2011-3-27

百货零售：《天虹商场（002419）：2010年业绩说明会纪要》2011-3-23

百货零售：《西单商场（600723）：十里堡新店拉低利润增速》2011-3-20

分析师 向涛

021-3856 5942

xiangtao@xyzq.com.cn

SAC:S0190209080152

投资要点

- **行业增长强势，百货表现抢眼。**2010年行业收入、归属母公司净利润、扣非后归属母公司净利润分别同比增长21.24%、28.41%、35.21%；2011年一季度分别增长23.09%、31.82%、36.63%。百货业态表现抢眼，2010年三项指标同比分别增长20.64%、28.50%、45.99%；2011年一季度分别增长24.73%、55.28%、50.06%。
- **筹资投资活动现金流同比大幅增长。**2010年零售板块投资活动现金流量同比增长59%，筹资活动现金净流量同比增长8倍，表明行业整体处于高速扩张期，未来竞争将日趋激烈。
- **百货受制租金上涨，超市面临工薪压力。**2010年百货业态租金费用上涨27.1%，高出收入增速2个百分点；超市业态人工成本上涨35.2%，高出收入增速12.6个百分点。分区域看，中西部地区人力成本涨幅最大，东部和中部地区面临较大的租金上涨压力。
- **行业估值有望修复，但需关注高端百货可能存在的收入增速回落。**在经历半年调整后，目前行业相对A股剔除银行后溢价率为1.45，处于历史低点，我们认为后续零售板块跑赢大盘是大概率事件，但是在行业估值修复的同时，需要关注货币紧缩政策力度，以及由此带来的财富效应减弱对高端百货及相关消费品的影响。
- **维持行业“推荐”评级。**短期板块排序，我们建议优选选择拥有百货+超市等综合业态的公司，其次是超市业态公司，门店分布广泛，增长点众多的百货类公司，家电零售公司；当高端百货、或增长主要依赖高端门店的公司估值偏高时，适度回避；暂时回避金银珠宝类公司。
- **重点推荐公司。**百联股份、友谊股份、苏宁电器、欧亚集团、新华都、步步高。

目 录

1、2010 年年报暨 2011 年一季报回顾	- 3 -
1.1 行业强势，百货抢眼	- 3 -
1.2 资产负债表持续改善	- 4 -
1.3 筹资和投资活动现金流大幅增长，行业进入高速扩张期	- 5 -
2、部分经营指标情况分析	- 7 -
2.1 综合毛利率平稳	- 7 -
2.2 销售费率持平，管理、财务费率稳中有降	- 7 -
2.3 人工、水电、租金费用分析	- 8 -
2.4 营运周期放缓，存货周转延长	- 11 -
3、投资评级及策略	- 12 -
3.1 行业估值合理，维持“推荐”评级	- 12 -
3.2 关注财富效应减弱对高端百货的短期影响	- 13 -
3.3 投资策略及重点公司	- 14 -
图 1、行业资产负债率、有息负债占比、预收账款占比（%）	- 4 -
图 2、百货、超市业态有息负债及预收账款占比变化情况（%）	- 4 -
图 3、经营活动现金净流量小幅回落	- 5 -
图 4、投资活动现金净流量大幅增长	- 6 -
图 5、筹资活动现金净流量创历史新高	- 6 -
图 6、行业综合毛利率变化（%）	- 7 -
图 7、行业两项费用率变动情况（%）	- 7 -
图 8、行业财务费用率变动情况（%）	- 8 -
图 9、人工、水电、租金成本费用占比（按业态，%）	- 9 -
图 10、人工、水电、租金成本费用占比（按区域，%）	- 9 -
图 11、人工、水电、租金成本及收入增速比较（按业态，%）	- 10 -
图 12、人工、水电、租金成本及收入增速比较（按区域，%）	- 11 -
图 13、行业营运周期延长，存货周转放缓（单位：天）	- 11 -
图 14、百货、超市业态相对溢价率比较	- 12 -
图 15、百货、广州友谊收入增速与 CPI 关系	- 13 -
图 16、限额以上批零企业金银珠宝收入增速与 CPI 关系	- 13 -
图 17、蒂凡尼收入增速与美国 CPI 关系	- 14 -
表 1、2010 年年报暨 2011 年一季报部分经营指标表现	- 3 -
表 2、百货业态 2010 年年报暨 2011 年一季报部分经营指标表现	- 3 -
表 3、超市业态 2010 年年报暨 2011 年一季报部分经营指标表现	- 4 -
表 4、行业部分偿债能力指标比较	- 5 -
表 5、人工、水电、租金成本费用占比（按业态，%）	- 9 -
表 6、人工、水电、租金成本费用占比（按区域，%）	- 9 -
表 7、人工、水电、租金成本及收入增速比较（按业态，%）	- 10 -
表 8、人工、水电、租金成本及收入增速比较（按区域，%）	- 10 -
表 9、行业营运周期及存货周转期比较（单位：天）	- 11 -
表 10、百货、超市业态相对溢价率比较	- 12 -
表 11、重点推荐公司估值表	- 15 -

1、2010 年年报暨 2011 年一季报回顾

1.1 行业强势，百货抢眼

我们以 67 家商业零售型企业为统计样本，主要覆盖百货、超市、家电通讯及 IT 零售等业态。根据我们的统计，2010 年零售类上市公司合计实现营业收入 4433 亿元，同比增长 21.24%；实现归属母公司净利润 160 亿元，同比增长 28.41%；实现扣除非经常性损益后的归属母公司净利润 145 亿元，同比增长 35.21%；零售板块净资产收益率 14.11%；基本每股收益 0.44 元。

2011 年一季度板块继续延续强势表现，零售类上市公司分别实现营业收入、归属母公司净利润、扣非后归属母公司净利润 1429 亿元、58 亿元、52 亿元，同比增长 23.09%、31.82%、36.63%。

表 1、2010 年年报暨 2011 年一季报部分经营指标表现

主要指标增长	2010A	2011Q1
营业收入	21.24	23.09
营业利润	29.16	29.56
归属母公司净利润	28.41	31.82
归属母公司净利润-扣除非经常性损益	35.21	36.63
毛利率%	18.74	17.61
所得税 / 利润总额%	24.33	24.41
净利润率%	3.99	4.39
净资产收益率%	14.11	4.40
基本每股收益（元）	0.44	0.17

资料来源：wind，兴业证券研发中心

其中，百货业态（41 家公司）2010 年分别实现营业收入、归属母公司净利润、扣非后归属母公司净利润 1876 亿元、61 亿元、53 亿元，同比分别增长 20.64%、28.50%、45.99%；2011 年一季度分别实现营业收入、归属母公司净利润、扣非后归属母公司净利润 648 亿元、30 亿元、25 亿元，同比分别增长 24.73%、55.28%、50.06%。

超市业态（8 家公司）2010 年分别实现营业收入、归属母公司净利润、扣非后归属母公司净利润 916 亿元、15 亿元、14 亿元，同比分别增长 15.84%、17.92%、17.57%；2011 年一季度分别实现营业收入、归属母公司净利润、扣非后归属母公司净利润 292 亿元、6.8 亿元、6.5 亿元，同比分别增长 19.19%、31.15%、27.49%。

表 2、百货业态 2010 年年报暨 2011 年一季报部分经营指标表现

主要指标增长	2010A	2011Q1
营业收入	20.64	24.73
营业利润	29.04	48.88
归属母公司净利润	28.50	55.28
归属母公司净利润-扣除非经常性损益	45.99	50.06
毛利率%	19.67	18.64
所得税 / 利润总额%	25.52	24.16
净利润率%	3.58	4.91
净资产收益率%	12.58	5.38
基本每股收益（元）	0.41	0.18

资料来源：wind，兴业证券研发中心

表 3、超市业态 2010 年年报暨 2011 年一季报部分经营指标表现

主要指标增长	2010A	2011Q1
营业收入	15.84	19.19
营业利润	14.11	30.07
归属母公司净利润	17.92	31.15
归属母公司净利润-扣除非经常性损益	17.57	27.49
毛利率%	20.26	19.41
所得税 / 利润总额%	24.98	25.06
净利润率%	2.23	2.81
净资产收益率%	10.92	3.80
基本每股收益 (元)	0.46	0.21

资料来源: wind, 兴业证券研发中心

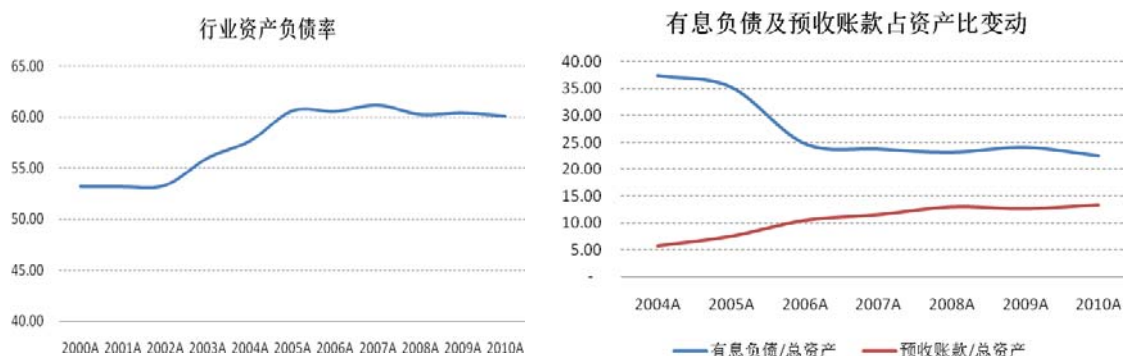
纵观 2010 年全年及 2011 年一季度, 零售板块延续 09 年四季度以来的强势表现, 实现了盈利的大幅增长, 这其中百货、家电零售等高弹性业态在货币政策宽松、宏观经济向好环境下增长尤为突出, 超市子板块 2010 年度整体低迷。2011 年, 随着 CPI 持续走高及部分公司自身调整, 超市同店收入增速回升, 如步步高、新华都、永辉等取得了高增长。

1.2 资产负债表持续改善

资产负债表方面, 2010 年行业资产负债率同比回落 0.31 个百分点到 60.08%, 其中超市业态回落 4.63 个百分点到 63.76%, 主要是 2010 年有人人乐上市, 加之永辉超市 2010 年资产负债率较低, 拉低了行业均值。百货业态增加 2.37 个百分点到 61.93%。

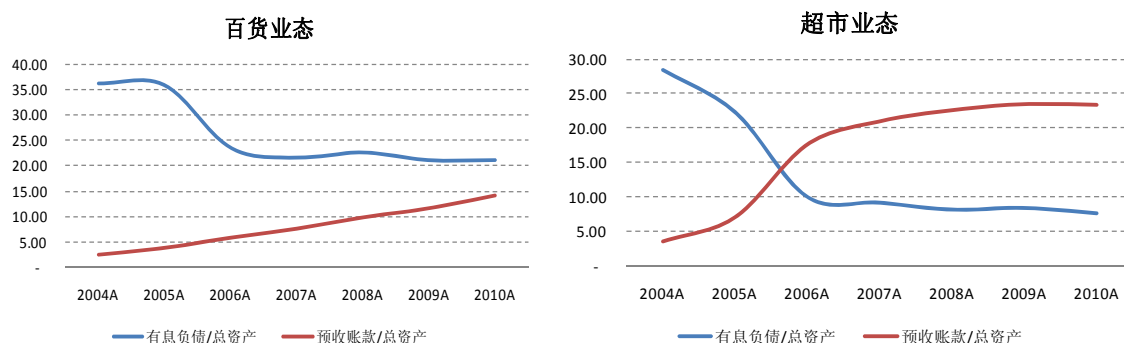
虽然行业资产负债率处于高位, 但是并不构成很大的偿债压力。近年来行业有息负债率持续走低, 预收账款占比逐年提升, 2010 年行业有息负债率回落 1.6 个百分点到 22.5%, 预收账款占总资产比率提升 0.7 个百分点到 13.3%。

图 1、行业资产负债率、有息负债占比、预收账款占比 (%)



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

图 2、百货、超市业态有息负债及预收账款占比变化情况 (%)



资料来源：wind，兴业证券研发中心

短期偿债能力看，2010 年零售行业流动比率和速动比率同比分别提升 0.10 和 0.06，其中百货业态分别提升 0.10 和 0.04、超市业态分别提升 0.16 和 0.15。

表 4、行业部分偿债能力指标比较

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
资产负债率 (%)					
零售行业	60.54	61.16	60.24	60.39	60.08
连锁超市	66.55	67.31	67.58	68.39	63.76
百货零售	56.69	57.49	59.40	59.56	61.93
流动比率					
零售行业	0.84	0.88	0.89	0.96	1.06
连锁超市	0.78	0.89	0.96	0.91	1.07
百货零售	0.70	0.67	0.64	0.71	0.81
速动比率					
零售行业	0.56	0.60	0.58	0.66	0.72
连锁超市	0.51	0.62	0.67	0.63	0.78
百货零售	0.54	0.52	0.48	0.54	0.58

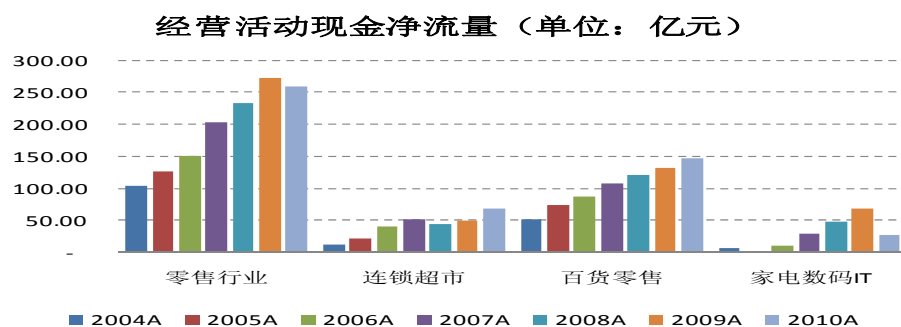
资料来源：wind，兴业证券研发中心

作为产生丰富现金流的行业，零售板块在取得良好经营增长的同时其资产负债表持续向好。

1.3 筹资和投资活动现金流大幅增长，行业进入高速扩张期

2010 年行业经营活动产生现金流量净额为 259 亿元，同比小幅下降 4.31%，为 04 年以来首次下降，主要原因是家电通讯及 IT 业态经营活动现金流同比下降。

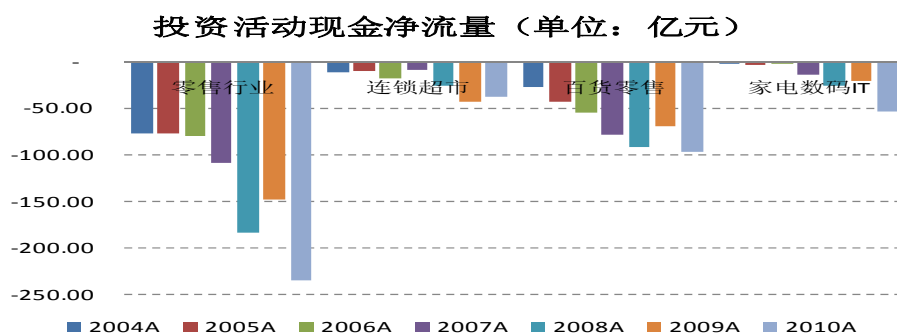
图 3、经营活动现金净流量小幅回落



资料来源：wind，兴业证券研发中心

2010 年行业投资活动产生现金流量净额为 236 亿元，同比大幅增加 59%，分业态看，百货业态投资活动现金净流量增幅较大，主要源于全国连锁公司门店扩张（天虹、王府井）以及区域公司转型购物中心（银座、鄂武商等）；此外苏宁电器购置和自建门店也增加了投资开支。

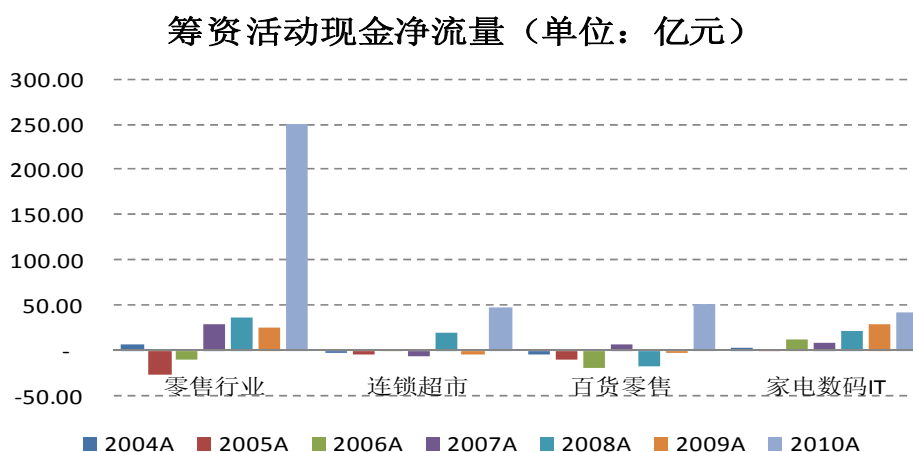
图 4、投资活动现金净流量大幅增长



资料来源：wind，兴业证券研发中心

2010 年行业筹资活动现金净额为 250 亿元，同比增长 8 倍。部分公司 IPO（天虹、人人乐、潮宏基、海宁皮城等）以及部分已上市公司再融资使得行业筹资活动现金流量净额创下历史新高。

图 5、筹资活动现金净流量创历史新高



资料来源：wind，兴业证券研发中心

我们认为，行业投资、筹资活动现金净流量迭创新高，背后是行业内不同业态、不同区域公司竞争加剧，一批优秀公司通过 IPO 和再融资募集资金后加速跑马圈地，将改写行业竞争格局。

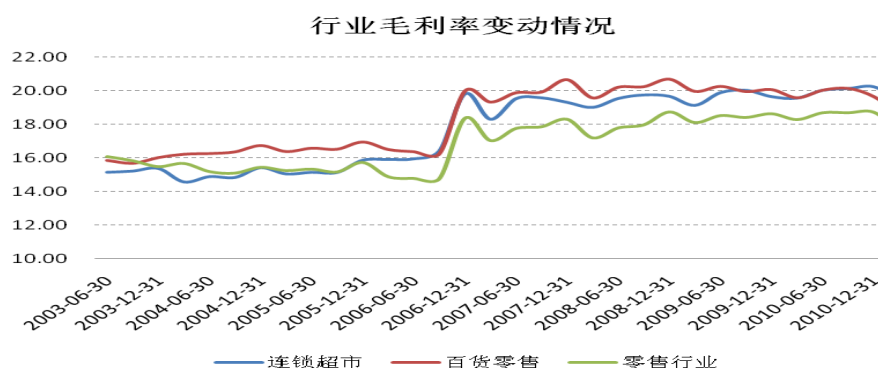
2、部分经营指标情况分析

2.1 综合毛利率平稳

2010 年行业综合毛利率为 18.74%，同比提升 0.09 个百分点，分业态看，百货业态 19.67%，同比下降 0.42 个百分点，超市业态 20.26%，同比提升 0.59 个百分点。

2011 年行业综合毛利率 17.61%，同比下降 0.69 个百分点，其中百货业态下降 0.96 个百分点到 18.64%，超市业态下降 0.17 个百分点到 19.41%。我们分析一季度百货业态毛利率降幅较大一个重要原因是毛利率偏低的黄金珠宝销售额占比提升，拉低行业毛利率水平。

图 6、行业综合毛利率变化（%）



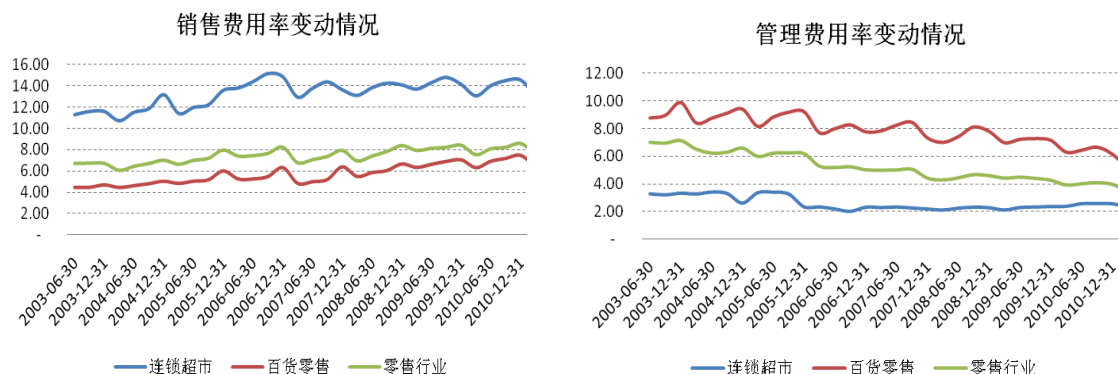
资料来源：wind，兴业证券研发中心

2.2 销售费率持平，管理、财务费率稳中有降

两项费率中，行业销售费率近年来维持稳定。现阶段零售公司多处于扩张期间，新店培育、促销宣传等因素使得销售费用率波动幅度不大。

百货业态管理费率呈逐年下降态势，2010 年同比下降 1 个百分点，一方面是近年来百货收入增速体现更高弹性，另一方面现阶段百货业态在扩张过程中管理集约化效更加明显。超市业态管理费率近年来维持稳定水平。

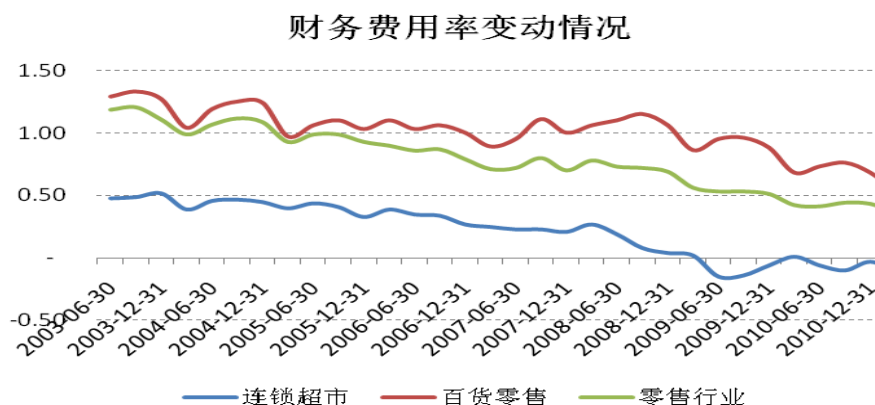
图 7、行业两项费用率变动情况（%）



资料来源：wind，兴业证券研发中心

有息负债率逐年下降（见图 1、图 2）、部分公司成功上市融资、加之国家在 2010 年宽松的货币政策，使得行业财务费率进一步下降。2010 年行业财务费率 0.43%，同比下降 0.08 个百分点，其中百货业态下降 0.20 个百分点到 0.68%，超市业态微升 0.03 个百分点到 -0.03%。

图 8、行业财务费用率变动情况（%）



资料来源：wind，兴业证券研发中心

2.3 人工、水电、租金费用分析

2010 年大部分公司公告了其费用明细构成，我们以 30 家零售公司（包括 23 家百货、7 家超市）为样本进一步分析费用中人工、水电以及租赁费变化情况。我们从业态和区域两个维度进行分析，考虑到超市业态中友谊股份权重较大，我们在分析中进一步对其细分。

费用占比构成分析

百货人工成本占比高，超市租金成本占比高

分业态看，百货业态人工成本在两项费用中（销售费用及管理费用，下同）占比在 37% 左右，显著高于超市业态（含友谊 33%、不含友谊 30%）；租金成本在两项费用中占比在 14% 左右，显著低于超市的 20%；两业态水电成本费用比基本

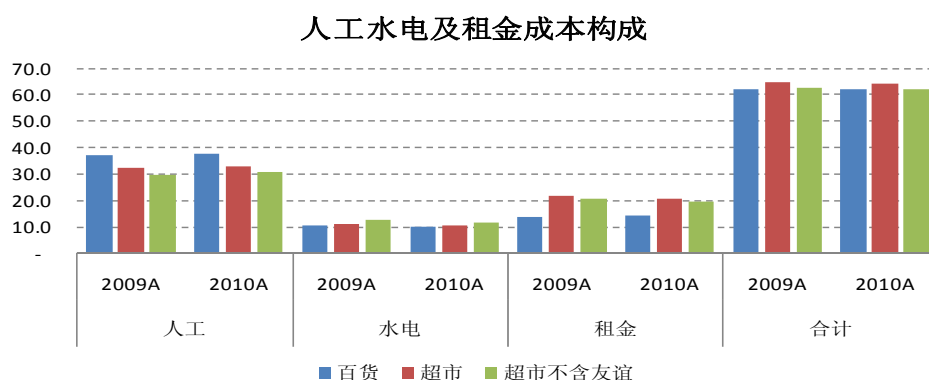
相同，都在 10%-11%左右。

表 5、人工、水电、租金成本费用占比（按业态，%）

分业态	人工		水电		租金		合计	
	2009A	2010A	2009A	2010A	2009A	2010A	2009A	2010A
百货	37.2	37.5	10.7	10.1	13.9	14.4	61.8	62.0
超市	32.3	33.1	11.1	10.5	21.5	20.7	64.9	64.3
超市不含友谊	29.5	30.9	12.5	11.5	20.8	19.6	62.8	62.0
合计	34.9	35.5	10.9	10.3	17.5	17.3	63.2	63.0

资料来源：wind，公司公告，兴业证券研发中心

图 9、人工、水电、租金成本费用占比（按业态，%）



资料来源：wind，公司公告，兴业证券研发中心

西、北部地区人工成本占比高，东、北部地区租金成本占比高

分区域看，人工成本占费用比最高的区域是西部地区，在 40%以上，其次是北部地区，中部地区人工成本占费用比在各区域中最低；租金成本费用比东部和北部区域公司要显著高于其他区域；水电费用比各区域基本相当。

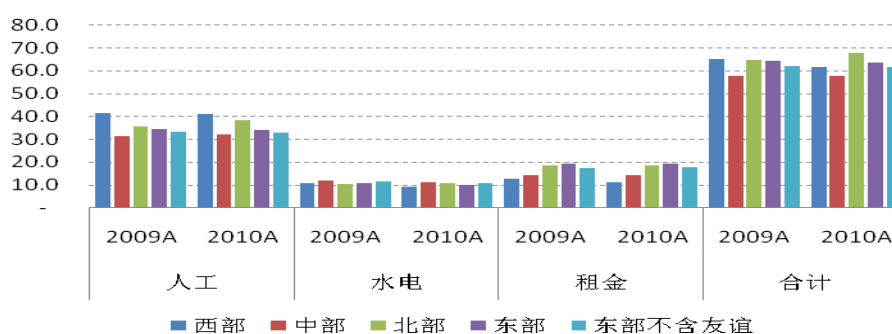
表 6、人工、水电、租金成本费用占比（按区域，%）

分区域	人工		水电		租金		合计	
	2009A	2010A	2009A	2010A	2009A	2010A	2009A	2010A
西部	41.5	41.2	11.0	9.1	12.5	11.2	65.0	61.5
中部	31.5	32.3	12.0	11.0	14.2	14.4	57.8	57.7
北部	35.5	38.5	10.6	11.0	18.7	18.5	64.8	68.0
东部	34.3	34.2	10.6	10.1	19.3	19.4	64.2	63.7
东部不含友谊	33.3	33.0	11.4	10.7	17.4	17.8	62.1	61.5
合计	34.9	35.5	10.9	10.3	17.5	17.3	63.2	63.0

资料来源：wind，公司公告，兴业证券研发中心

图 10、人工、水电、租金成本费用占比（按区域，%）

人工水电及租金成本构成



资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券研发中心

费用增长情况分析

百货租金涨幅快, 超市人工成本压力大

分业态看, 2010 年百货业态面临租金成本上涨的压力, 租金增长要快于收入和两项费用增长; 超市业态则主要是面临人工成本上涨的压力, 2010 年超市业态 (不含友谊股份) 人工成本涨幅为 35.2%, 要显著快于营业收入 22.6% 的增速。

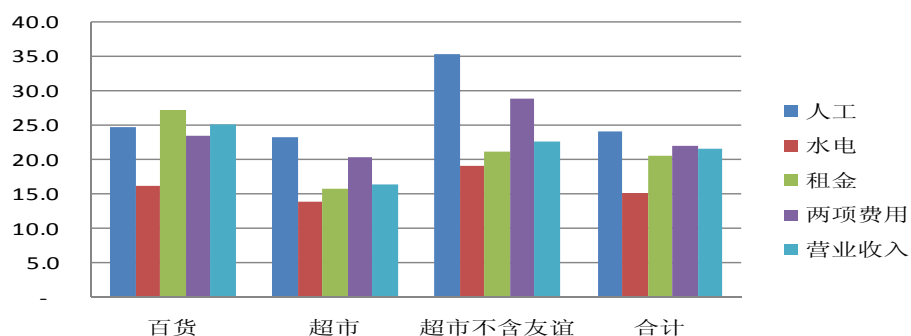
表 7、人工、水电、租金成本及收入增速比较 (按业态, %)

分业态	人工	水电	租金	两项费用	营业收入
百货	24.5	16.2	27.1	23.4	25.1
超市	23.2	13.9	15.8	20.3	16.3
超市不含友谊	35.2	18.9	21.1	28.9	22.6
合计	24.0	15.1	20.6	21.9	21.5

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券研发中心

图 11、人工、水电、租金成本及收入增速比较 (按业态, %)

收入及费用增长比较



资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券研发中心

西部地区人工成本涨幅最大, 东、中部地区租金上涨压力大

分区域看, 各区域 2010 年人力成本涨幅均要超过收入增幅, 其中西部地区人力成本涨幅最大。东部和中部地区公司同时还面临较大的租金上涨压力, 两个区域租金涨幅均超过 25%。

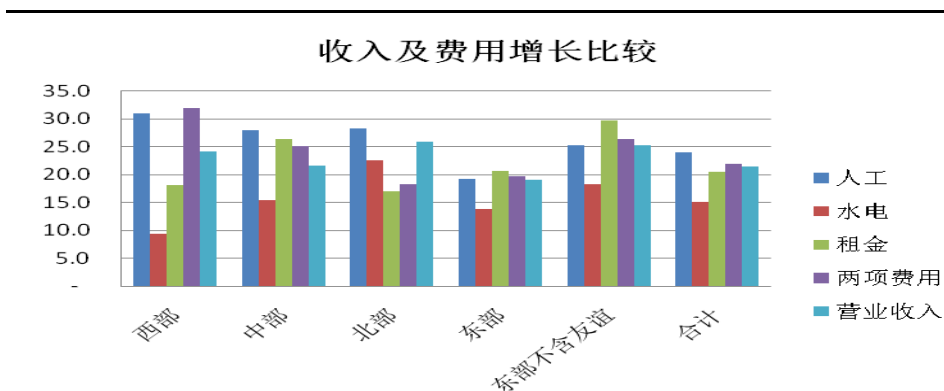
表 8、人工、水电、租金成本及收入增速比较 (按区域, %)

分区域	人工	水电	租金	两项费用	营业收入
西部	31.0	9.5	18.1	32.0	24.1
中部	28.0	15.4	26.4	25.1	21.7
北部	28.4	22.6	17.1	18.2	25.9

东部	19.2	13.9	20.6	19.8	19.1
东部不含友谊	25.3	18.3	29.7	26.5	25.3
合计	24.0	15.1	20.6	21.9	21.5

资料来源: wind, 兴业证券研发中心

图 12、人工、水电、租金成本及收入增速比较（按区域，%）



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

2.4 营运周期放缓，存货周转延长

近年来零售行业竞争趋于白热化，这也使得行业营运周期、存货周转天数近年来持续放缓。

关键营运能力指标中，2010 年零售行业营运周期为 58.84 天，同比放慢 2.02 天，其中百货业态和超市业态分别为 38.10 天和 43.74 天，同比分别放慢 3.93 天和 2.60 天。

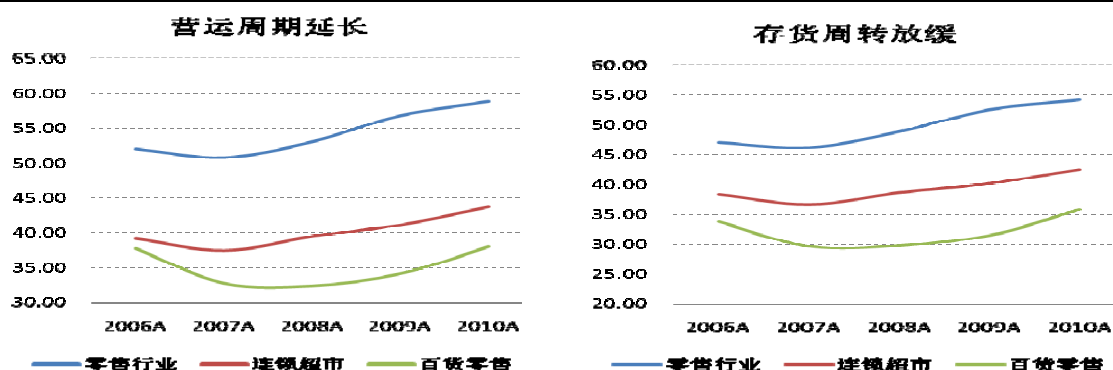
2010 年零售行业平均存货周转天数 54.11 天，同比放慢 1.58 天，其中百货业态和超市业态分别为 35.80 天和 42.61 天，同比分别放慢 4.23 天和 2.38 天。

表 9、行业营运周期及存货周转期比较（单位：天）

	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
营运周期					
零售行业	52.02	50.81	53.03	56.82	58.84
连锁超市	39.15	37.51	39.45	41.14	43.74
百货零售	37.85	32.80	32.44	34.17	38.10
存货周转天数					
零售行业	47.12	46.28	48.87	52.54	54.11
连锁超市	38.45	36.73	38.72	40.23	42.61
百货零售	33.84	29.68	29.81	31.56	35.80

资料来源: wind, 兴业证券研发中心

图 13、行业营运周期延长，存货周转放缓（单位：天）



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

3、投资评级及策略

3.1 行业估值合理，维持“推荐”评级

2010 年 11 月市场风格发生转换，零售板块表现低迷。自去年 11 月截止最新收盘日零售指数同比下跌超过 15%，同时期上证指数下跌 8%。经过近半年的调整，零售板块整体估值已经回落到合理水平。

截止最新收盘日，百货业态和超市业态相对溢价率如下所示，考虑到 A 股市场银行市值权重占比提升，我们认为相对 A 股剔除银行后溢价率参考意义更大。目前百货业态相对 A 股（剔除银行后）溢价率为 1.45，处于历史低点。

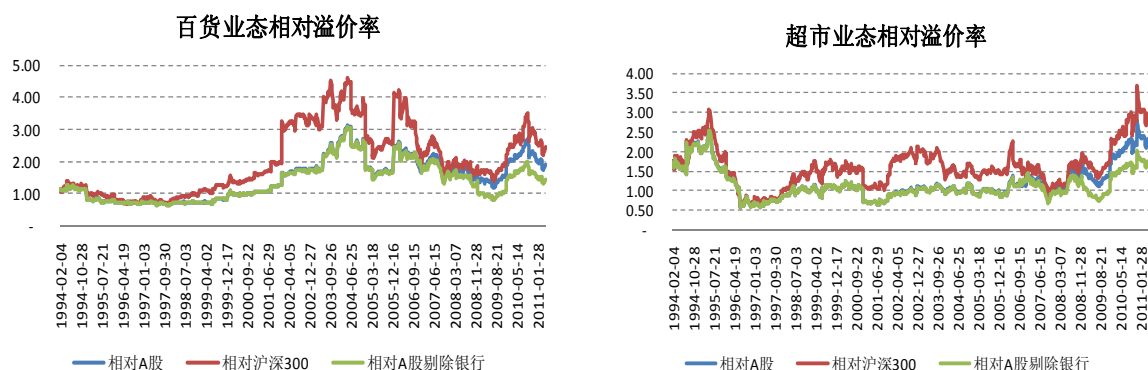
5 月以来，随着周期股回落，零售股表现渐现强势，我们认为后续板块跑赢大盘是大概率事件，维持对行业“推荐”的投资评级。

表 10、百货、超市业态相对溢价率比较

	相对全部 A 股	相对沪深 300	相对 A 股剔除银行
百货业态			
现值	1.92	2.45	1.45
2000 年以来均值	1.80	2.57	1.65
2006 年以来均值	1.89	2.38	1.61
超市业态			
现值	2.32	2.96	1.75
2000 年以来均值	1.21	1.68	1.08
2006 年以来均值	1.46	1.81	1.20

资料来源: wind, 兴业证券研发中心

图 14、百货、超市业态相对溢价率比较



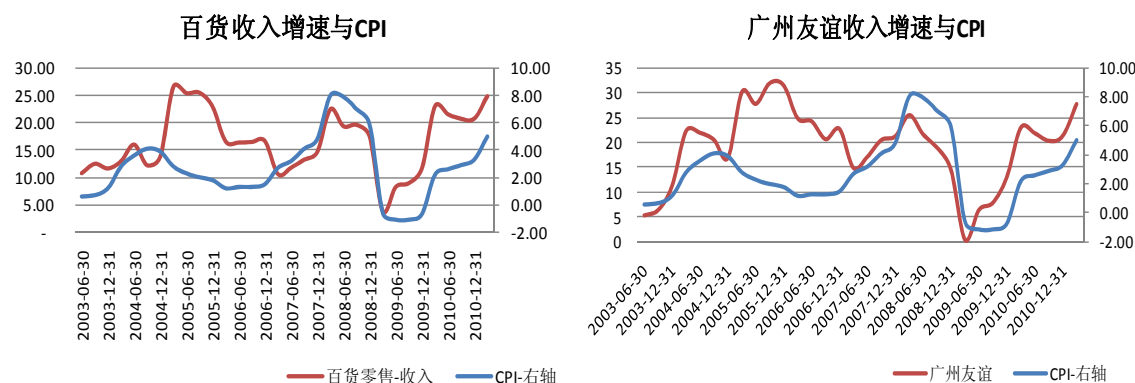
资料来源: wind, 兴业证券研发中心

3.2 关注财富效应减弱对高端百货的短期影响

09 年以来, 百货业态收入增长强劲, 除居民收入提升, 消费升级带来的正常需求外, 我们认为过去 2 年中货币超发引发资产价格膨胀, 带来财富效应也是不容忽视的因素, 其对高端百货及高端消费品影响尤为显著。

我们分别比较了百货子业态、广州友谊(高端百货店)、限额以上批零企业中金银珠宝以及美国蒂凡尼公司历史销售收入增速与 CPI 关系, 可以看到通胀期间高端或偏高端消费品都有良好表现。

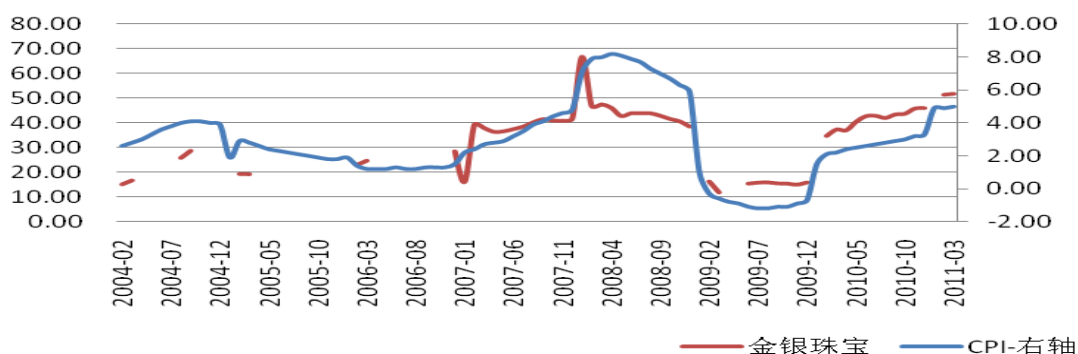
图 15、百货、广州友谊收入增速与 CPI 关系



资料来源: wind, 兴业证券研发中心

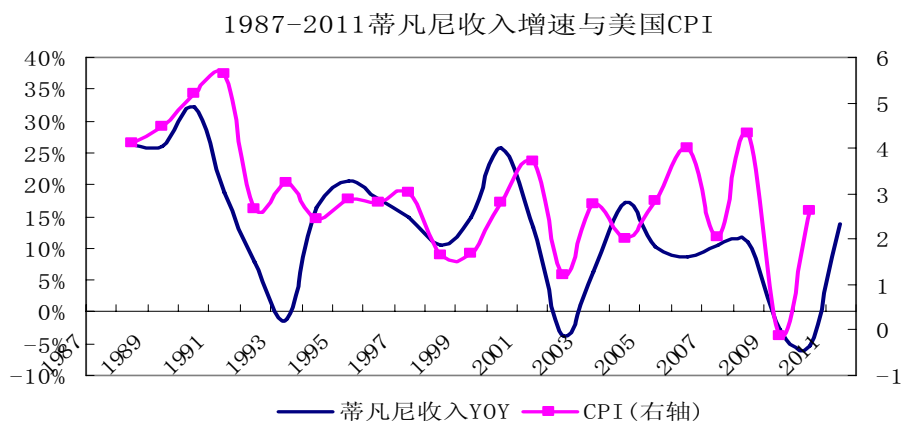
图 16、限额以上批零企业金银珠宝收入增速与 CPI 关系

限额以上批零企业金银珠宝销售增速与CPI



资料来源：wind，兴业证券研发中心

图 17、蒂凡尼收入增速与美国 CPI 关系



资料来源：wind，公司公告，兴业证券研发中心

我们认为，后续在零售行业尤其是百货业态估值修复的同时，我们应当关注国家货币紧缩政策力度以及由此可能引发的财富效应减弱，相应影响百货尤其是高端百货及相关消费品收入增速。

3.3 投资策略及重点公司

综上所述，我们现阶段零售行业投资观点如下：

- 1、在经历近半年调整后，零售板块估值整体已处于合理水平，预计后续零售板块整体跑赢大盘将是大概率事件；
- 2、短期板块排序，我们建议优选选择同时拥有百货、超市业态的综合类零售公司，其次是超市业态公司，门店分布广泛，增长点众多的百货类公司，家电零售公司；
- 3、中期视国家货币政策紧缩程度，当高端百货、或增长主要依赖高端门店的公司估值偏高时，适度回避（需要指出的是，我们并非不看好国内高端消费品的长期需求增长，而是对紧缩环境下其中短期能否继续维持高增长持谨慎态度）；

4、暂时回避金银珠宝类公司。

我们现阶段重点推荐公司及核心观点：

- 1) 百联股份 (600631)、友谊股份 (600827): 率先完成区域零售商购物中心转型, 重资产投入结束, 购物中心为盈利增长贡献点;
- 2) 苏宁电器 (002024): 估值安全, 未来 3C 为业绩贡献点, 电子商务有望后续发力;
- 3) 欧亚集团 (600697): 强大的区域控制力, 丰富自有物业提供安全边际, 管理层奖励基金方案有望统一管理层与股东利益;
- 4) 新华都 (002264): 股权激励落实, 业绩高增长无虞, 公司未来有望通过收购兼并扩大零售版图;
- 5) 步步高 (002251): 超市改造初见成效, 同店增速回升, 预计今年有望迎来业绩拐点。

表 11、重点推荐公司估值表

公司简称	EPS (元)			PE (X)			PB	投资评级
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
百联股份	0.56	0.88	0.90	29.04	18.48	18.07	2.70	强烈推荐
友谊股份	0.63	0.88	0.90	29.75	21.30	20.82	3.11	强烈推荐
苏宁电器	0.57	0.76	1.00	22.98	17.24	13.10	4.78	强烈推荐
欧亚集团	0.83	1.00	1.25	37.30	30.96	24.77	5.44	强烈推荐
步步高	0.63	0.88	1.12	37.27	26.68	20.96	3.81	推荐
新华都	0.48	0.90	1.20	54.79	29.22	21.92	6.84	推荐

资料来源: wind, 兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。