

增 持 维持

## 零售行业 2011 年中报总结分析

2011 年 8 月 31 日

### 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 |
| 大东方  | 600327 | 买入 |
| 永辉超市 | 601933 | 增持 |
| 银座股份 | 600858 | 增持 |
| 天虹商场 | 002419 | 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 |
| 步步高  | 002251 | 增持 |
| 新华都  | 002264 | 增持 |
| 西安民生 | 000564 | 增持 |
| 友阿股份 | 002277 | 增持 |
| 友好集团 | 600778 | 增持 |
| 新世界  | 600628 | 增持 |
| 人人乐  | 002336 | 增持 |
| 华联综超 | 600361 | 增持 |
| 成商集团 | 600828 | 增持 |
| 文峰股份 | 601010 | 增持 |
| 开元投资 | 000516 | 增持 |

### 相关研究

专题研究：超市行业主要 A、H 股上市公司经营指标分析 20110809

跟踪报告：10 年度 11 年一季度总结 20110503

跟踪报告：中西部东北部二三线城市增速居前、金银珠宝家电数码应季服装热销 20110505

深度研究：基本面、估值与收益的历史回顾，及对零售行业投资的一些思考 20110419

消费增长趋势下关注低估值、事件驱动及中小市值区域龙头--2011 年零售投资策略 20101222

跟踪报告：三季度相对平淡四季度增速环比有望回升 20101101

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

潘 鹤

SAC 执业证书编号：S0850210040007

电 话：021-23219423

Email: panh@htsec.com

汪立亭

SAC 执业证书编号：S0850210090001

电 话：021-23219399

Email: wanglt@htsec.com

联系人：李宏科

lhk6064@htsec.com

021-23219671

## 11 年中报业绩表现优良，目前估值水平下仍有投资机会

我们对 45 家零售（百货、超市和家电零售）A 股公司 2011 年中期经营状况做了概括性分析（出于历史可比性、信息可获得性等考虑，大部分财务指标分析的样本我们使用了 37 家）。11 上半年行业收入和净利润增速分别为 22%和 37%，剔除非经营性净收益的净利润增幅 23%左右。维持对 2011 全年行业净利润增速 25-30%的预期，其中优秀企业增长潜力可能更大。优良的中报业绩、稳定快速持续增长的业绩预期和估值修复仍将是行业投资机会的有力保证，行业性的投资机会优于个股的差异化选择，给予优秀零售 A 股合理 PE（2012 年）为 25 倍。

- 上半年名义社零总额增速为 16.8%，较上年同期下降 1.5 个百分点。其中与百货子行业关联度较大的金银珠宝、食品等同比提升幅度较高，汽车、家电增速放缓（是社零总额增速下滑的主要原因）。11 年 1-7 月百家重点零售企业零售额增速 26.82%，较去年同期提高 4.29 个百分点，比同期社零总额增速高 10.82 个百分点，比限额以上企业零售额增速高 2.82 个百分点；反映了微观零售企业持续较好的经营形势，也部分反应了行业集中度的逐渐加大。
- 2011 年 1-8 月份，海通零售指数累计期间收益率为 -6.11%，相对沪深 300 的超额收益为 3.05%，位居主要板块中间水平；而在优良的中报业绩驱动下，行业在 7、8 月份获取较明显的绝对收益（各为 3.7%和 1.67%）和相对收益（各为 4.85%和 7.47%）。参照历史估值区域，当前重点公司 22 倍左右 PE 仍是绝对收益买点，长期内获得超额收益的概率较大。我们还从 PB、PS 角度分析了相对低估的零售公司。
- 对 2011 年中报的行业分析。（1）2011 上半年营业收入同比增长 21.63%，高于 10 年同期 20.38%的增速，在可比基数已经提升的情况下，显示行业收入增速保持良好势头；（2）综合毛利率略下滑 0.47 个百分点，主要是因高价值低毛利率的黄金珠宝销售增速更快所致，但二季度毛利率已较有所好转，预计 2011 全年毛利率可维持基本稳定；（3）销售与管理费用占营业收入比重 11 年一、二季度分别同比下降 0.68 和 0.32 个百分点，行业整体表现出优秀的费用控制能力；财务费用占比也有所下降，整体 13.7%的期间费用率较去年同期下降 0.58 个百分点；（4）主要收入较快增长和费用率下降的带动下，2011 上半年利润率（5.87%）和剔除非经营性收益净利率（3.11%）分别同比提高 0.58 和 0.04 个百分点；利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 35.04%和 36.71%。（5）剔除掉投资净收益之后，2011 上半年归属于母公司的净利润有 23.37%的增长，其中一季度增速 23.83%，二季度增速 22.67%。体现盈利能力持续提升。我们仍维持 20%左右的收入增长和 25%左右的利润增长的判断，且龙头企业增速超过行业平均水平的可能性更大。
- 对 10 年和 11 年一季度的公司分析。重点公司 2011 年中报业绩以符合预期为主，但多有 30%左右甚至更高的增速。
- 重点推荐。在目前估值水平下，我们认为零售板块仍将有较优的市场表现，行业性的投资机会优于个股的差异化选择。（1）首选业绩弹性大、成长性好而市值仍有较大成长空间的区域百货龙头，其中合肥百货、欧亚集团、友阿股份、重庆百货等是可选标的，对于定位全国扩张的王府井和天虹商场以及业绩表现优良的首商股份，也是值得选择的投资品种；（2）从资本开支周期、店龄结构、自有物业比例等角度，我们认为银座股份、欧亚集团和南京中商属于绝对价值低估值型公司；（3）2011 年已经和即将出现业绩拐点的公司，这其中我们推荐步步高和农产品。
- 风险及不确定性。渠道竞争加剧；宏观经济不确定性。

## 1. 上半年名义社零总额增速回落主要由于汽车销售和同比基数影响；百家重点零售企业 1-7 月近 27% 的增速更真实反映微观零售企业较好经营形势

- 2011 年 1-6 月，我国社零总额 8.58 万亿元，同比增 16.8%，增速较上年同期下降 1.5 个百分点；其中一季度同比增 16.3%，二季度同比增 17.23%，分别与百货、超市子行业关联较大的金银珠宝、食品等同比提升幅度较高，汽车、家电增速放缓
- 从剔除 CPI 影响的实际社零总额增速看，10 年三季度后，不断攀升的 CPI 对名义社零总额的增速贡献逐步加大，实际社零总额增速 7 月下降至 10.05%
- 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看，11 年 1-7 月其增速达到 26.82%，较去年同期提高 4.29 个百分点，比同期社零总额增速高 10.82 个百分点，比限额以上企业零售额增速高 2.82 个百分点，反映了微观零售企业持续较好的经营形势，也部分反应了行业集中度的逐渐加大

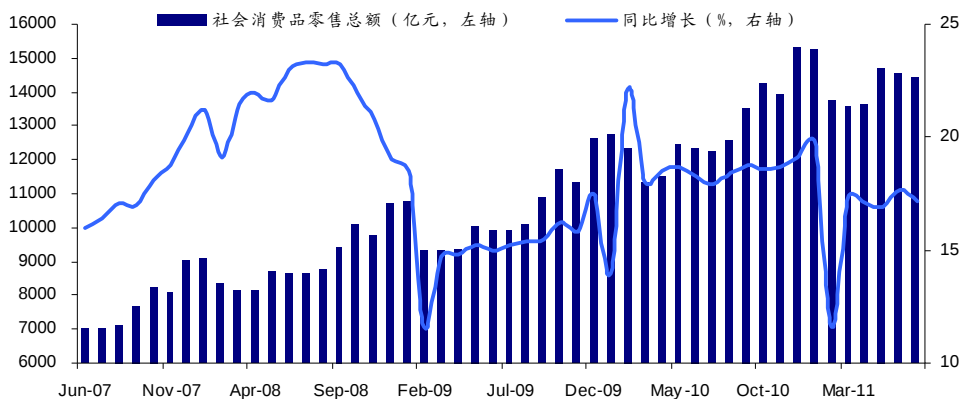
从图 1 可看出，在 2009 年 2 月见底后，随着宏观经济逐步回暖，我国单月名义社会消费品零售总额增速开始稳步上行，而从 10 年二季度至年底，我国各月的社会消费品零售总额增速基本在 18-19% 左右波动，较为稳定。

2011 年 1-6 月，我国社会消费品零售总额 8.58 万亿元，同比增长 16.8%，较上年同期下降 1.5 个百分点；其中一季度同比增长 16.3%，二季度同比增长 17.23%，分别较去年同期下降 1.73 和 1.27 个百分点。

我们认为上半年社零总额增速下降一方面来自去年基数较前年同比提升的影响，另一方面来自汽车销售额增速较大幅度下滑的影响。11 年 3 月份以来，由于 CPI 持续上升的因素，各月名义社零总额增速基本在 17% 以上的平稳水平（除 5 月为 16.9%）。

分品类方面，上半年金银珠宝销售额同比增长 49.6%，较去年同期加快 6.9 个百分点；服装销售额同比增长 23.9%，较去年同期增加 0.1 个百分点；食品类销售额同比增长 24.7%，较去年同期增加 4.9 个百分点；汽车、家用电器及音响器材销售额同比分别增长 15% 和 21.5%，分别较去年同期放缓 22.1 和 7.3 个百分点。

图 1 月度社会消费品零售总额及增长（200706-201107）

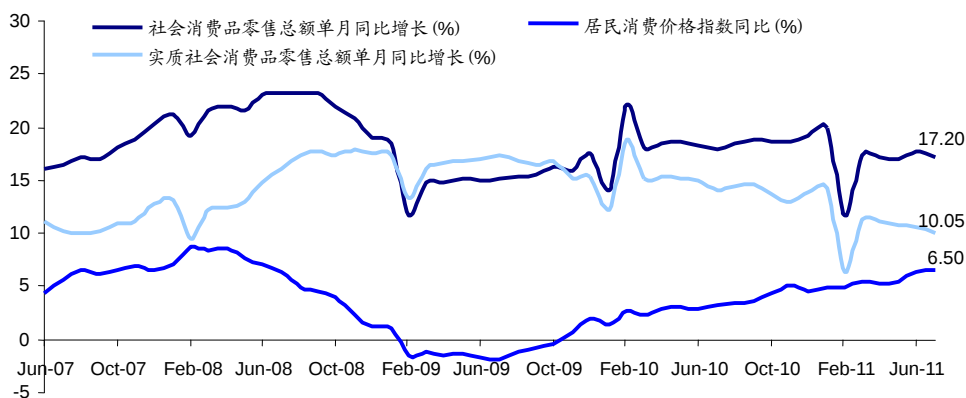


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

从剔除了 CPI 影响的实质社会消费品零售总额的增速看（参见图 2），随着消费品价格的持续上扬，CPI 的变化对名义社会消费品零售总额的增速产生了越来越大的影响，

自 09 年 11 月起，实质社会消费品零售总额增速整体上呈现了下降趋势，11 年 7 月在 CPI 创下 6.5% 的新高的背景下，实际社零总额增速进一步回落至 10.05%。

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 (200706-201107)



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

从更能真实反映微观零售企业实际经营情况的百家重点零售企业销售增速看（参见表 1），2011 年 1-7 月百家重点零售企业销售增速 26.82%，比去年同期增速提升 4.29 个百分点，高于同期社零总额增速 10.82 个百分点，亦比同期限额以上企业商品零售额高 2.82 个百分点。从单月增速来看，一季度之后除 6 月份单月增速低于 20%（为 19.49%）外，其余各月均维持在 25% 以上的较好增长水平，并不同程度高于去年同期增速，反映了微观零售企业持续较好的经营形势，也部分反应了行业集中度的逐渐加大；我们判断 2011 年下半年该指标仍有望维持在 20% 以上。

从各品类销售额增速看。在 CPI 不断攀升的背景下，食品、金银珠宝等抗通胀类商品销售增速相对较高，成为带动销售的主要因素。7 月份食品类商品零售额同比增长 31.37%，比上年同月高 8.32 个百分点；金银珠宝类商品零售额同比增长 48.56%，比上年同月加快 17.53 个百分点；而服装、家电等商品零售额增速在经历了 6 月份的下滑之后，7 月份回升至 24% 和 9.86%，分别高于上年 1.87 和 2.79 个百分点。

表 1 全国百家重点零售企业销售额同比增长 (%) 情况 (200901-201107)

|                | 零售额   | 食品类   | 服装类   | 金银珠宝类 | 家用电器类 | 化妆品类  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 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 |
| 2009.07        | 17.05 | 19.47 | 15.63 | 20.77 | 17.90 | 14.20 |
| 2009.08        | 19.62 | 20.57 | 23.96 | 17.95 | 15.76 | 24.10 |
| 2009.09        | 16.89 | 19.00 | 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     | 24.02 | 24.50 | 30.14 | 33.10 | 28.76 | 17.00 |
| 2010 一季度       | 23.90 | 25.20 | 28.61 | 36.10 | 23.90 |       |
| 2010.03        | 23.58 | 27.20 | 24.20 |       | 13.85 |       |
| 2010.04        | 21.95 | 25.60 | 23.63 | 33.80 | 36.35 | 20.60 |

|                |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2010.05        | 17.03 | 18.75 | 22.27 | 26.33 | 14.48 | 16.79 |
| 2010.06        | 29.22 | 38.00 | 31.71 | 45.31 | 31.04 |       |
| 2010.07        | 17.59 | 23.05 | 22.13 | 31.03 | 7.07  | 17.20 |
| 2010.08        | 17.08 | 23.40 | 16.77 | 26.90 | 18.18 | 12.90 |
| 2010.09        | 25.38 | 34.40 | 22.51 |       | 25.27 |       |
| 10 黄金周 (1-7 日) | 21.50 |       | 35.10 | 27.70 | 16.70 | 19.80 |
| 2010.10        | 22.36 | 29.20 | 28.58 | 35.20 | 11.71 | 14.20 |
| 2010.11        | 17.08 | 23.80 | 5.71  |       | 5.12  |       |
| 2010.12        | 24.48 | 57.50 | 17.72 |       | 4.26  |       |
| 2011.01-02     | 29.88 | 35.40 | 62.10 | 61.10 | 17.79 |       |
| 2011 一季度       | 28.50 | 33.90 | 26.23 | 60.50 | 21.60 | 18.70 |
| 2011.03        | 24.70 |       | 19.22 |       | 29.25 |       |
| 2011.04        | 28.22 |       | 28.60 | 60.26 | 18.49 |       |
| 2011.05        | 25.38 | 33.25 | 22.22 | 45.47 | 28.91 |       |
| 2011.06        | 19.49 | 26.44 | 21.12 | 42.37 | 0.78  |       |
| 2011.07        | 25.45 | 31.37 | 24.00 | 48.56 | 9.86  |       |

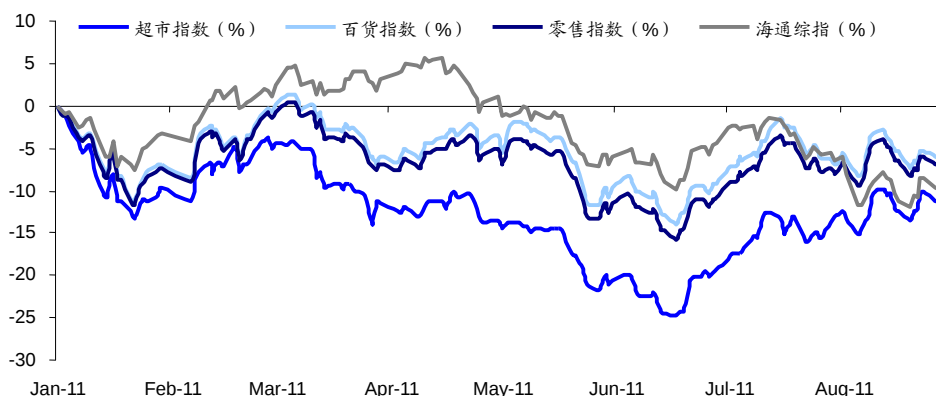
资料来源：中国商业联合会，中华全国商业信息中心，海通证券研究所

## 2. 较低的估值和优良的 11 年中报业绩表现，驱动零售行业在 7、8 月份获取明显的绝对和相对收益，当前 22 倍左右的动态估值仍是绝对收益买点

### 2.1 2011 年 1-8 月份，海通零售指数累计期间收益率为-6.11%，相对沪深 300 的超额收益为 3.05%，位居主要板块中间水平；而在优良的中报业绩驱动下，行业在 7、8 月份获取明显的绝对和相对收益

图 3 是 2010 年 1-8 月海通零售指数（取零售行业具有代表性的 45 家公司为样本，具体参照表 3）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-6.11%，相对于同期沪深 300 指数-9.16%的收益率，超额收益为 3.05%，依然取得相对收益。

图 3 2011 年 1-8 月海通零售指数 VS 沪深 300 (20110104-20110830)



资料来源：WIND，海通证券研究所

从月度表现（表 2）看，自 2010 年 10 月开始，零售股开始跑输市场，在 11 年 2 月有小幅反弹后 3 月再次跑输。4 月在主要零售上市公司 11 年一季报超预期的带动下，行业出现 3.4%的正超额收益；随后在脆弱的市场环境下，限售股解禁、购物卡新规等等

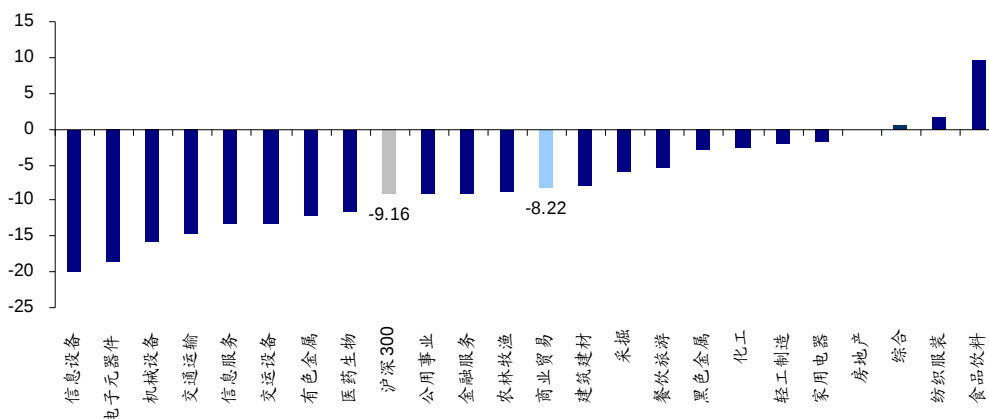
纷纷成为打压股价的诱因，零售板块表现略逊于大盘，超额收益再次由正转，6月零售板块的月度超额收益为-0.04%，市场信心略有修复。7、8月份，在大多数零售股在低估的基础上，凭借较优的中报业绩驱动，零售行业再次出现明显的绝对和相对收益，分别获得4.85%和7.47%的相对收益，体现了弱市下的稳定防御性特征。

表2 海通零售指数和海通综指月度收益比较（200501-201108）

| 2005年 | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月     | 6月      | 7月      | 8月      | 9月     | 10月     | 11月     | 12月    |
|-------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 零售指数  | -4.07%  | 8.65%   | -10.81% | 2.28%  | -2.74% | 5.95%   | 2.16%   | 8.38%   | 5.48%  | -6.16%  | -0.80%  | 6.81%  |
| 海通综指  | -5.89%  | 9.55%   | -10.61% | -3.17% | -7.41% | 0.32%   | -2.24%  | 8.69%   | 0.32%  | -5.57%  | 0.03%   | 4.72%  |
| 相对收益  | 1.81%   | -0.90%  | -0.20%  | 5.45%  | 4.67%  | 5.63%   | 4.40%   | -0.31%  | 5.16%  | -0.58%  | -0.82%  | 2.09%  |
| 2006年 | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月     | 6月      | 7月      | 8月      | 9月     | 10月     | 11月     | 12月    |
| 零售指数  | 7.79%   | 3.38%   | 10.97%  | 20.81% | 20.73% | 8.26%   | -5.36%  | 4.37%   | 2.78%  | -2.28%  | 16.27%  | 11.32% |
| 海通综指  | 9.16%   | 3.09%   | 1.89%   | 10.96% | 19.88% | 3.70%   | -6.50%  | 3.98%   | 4.53%  | 2.26%   | 12.12%  | 14.30% |
| 相对收益  | -1.37%  | 0.30%   | 9.08%   | 9.84%  | 0.85%  | 4.56%   | 1.15%   | 0.40%   | -1.74% | -4.54%  | 4.15%   | -2.98% |
| 2007  | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月     | 6月      | 7月      | 8月      | 9月     | 10月     | 11月     | 12月    |
| 零售指数  | 30.12%  | -1.18%  | 9.13%   | 28.93% | 15.59% | -7.61%  | 13.67%  | 15.95%  | -2.75% | -10.37% | -8.16%  | 23.28% |
| 海通综指  | 19.14%  | 10.59%  | 12.20%  | 29.68% | 10.11% | -9.14%  | 19.66%  | 16.25%  | 5.07%  | -1.52%  | -15.42% | 15.17% |
| 相对收益  | 10.98%  | -11.77% | -3.07%  | -0.74% | 5.49%  | 1.53%   | -5.99%  | -0.31%  | -7.81% | -8.85%  | 7.26%   | 8.10%  |
| 2008  | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月     | 6月      | 7月      | 8月      | 9月     | 10月     | 11月     | 12月    |
| 零售指数  | -11.13% | 5.28%   | -15.98% | 2.26%  | -4.80% | -17.34% | 2.48%   | -17.81% | -8.47% | -27.84% | 16.02%  | 6.67%  |
| 海通综指  | -11.43% | 3.48%   | -19.64% | 2.64%  | -7.87% | -23.25% | 3.06%   | -17.60% | -6.68% | -26.78% | 13.18%  | 1.57%  |
| 相对收益  | 0.30%   | 1.80%   | 3.66%   | -0.38% | 3.07%  | 5.92%   | -0.58%  | -0.21%  | -1.78% | -1.06%  | 2.84%   | 5.10%  |
| 2009  | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月     | 6月      | 7月      | 8月      | 9月     | 10月     | 11月     | 12月    |
| 零售指数  | -1.79%  | 7.86%   | 12.90%  | 14.84% | 0.94%  | 9.56%   | 1.51%   | -7.81%  | 9.27%  | 6.02%   | 17.00%  | 5.00%  |
| 海通综指  | 13.44%  | 5.75%   | 18.69%  | 4.92%  | 5.34%  | 11.02%  | 16.18%  | -21.41% | 5.11%  | 9.16%   | 8.55%   | 2.96%  |
| 相对收益  | -15.24% | 2.11%   | -5.79%  | 9.92%  | -4.40% | -1.46%  | -14.68% | 13.61%  | 4.15%  | -3.14%  | 8.45%   | 2.03%  |
| 2010  | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月     | 6月      | 7月      | 8月      | 9月     | 10月     | 11月     | 12月    |
| 零售指数  | -4.30%  | 4.33%   | -1.78%  | -4.69% | -4.75% | -2.14%  | 10.02%  | 15.37%  | 3.90%  | -3.51%  | -1.38%  | -5.45% |
| 海通综指  | -8.67%  | 3.37%   | 2.87%   | -8.17% | -8.79% | -8.23%  | 11.71%  | 2.49%   | 0.93%  | 12.06%  | -4.34%  | -0.85% |
| 相对收益  | 4.37%   | 0.96%   | -4.65%  | 3.47%  | 4.03%  | 6.09%   | -1.69%  | 12.87%  | 2.96%  | -15.57% | 2.96%   | -4.60% |
| 2011  | 1月      | 2月      | 3月      | 4月     | 5月     | 6月      | 7月      | 8月      |        |         |         |        |
| 零售指数  | -6.60%  | 5.99%   | -5.71%  | 1.99%  | -7.89% | 2.78%   | 3.70%   | 1.67%   |        |         |         |        |
| 海通综指  | -2.03%  | 5.31%   | 0.19%   | -1.41% | -7.51% | 2.82%   | -1.15%  | -5.80%  |        |         |         |        |
| 相对收益  | -4.57%  | 0.68%   | -5.90%  | 3.40%  | -0.38% | -0.04%  | 4.85%   | 7.47%   |        |         |         |        |

资料来源：海通证券研究所

图4 2011年1-8月各行业累积收益率比较（20110104-20110830）



注：此处用申万一级行业指数（不包括零售还包括贸易）为计算数据，收益率较海通指数有差异  
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居中（图 4），弱于大消费板块中的食品饮料、纺织服装、家电、旅游（行情启动较零售板块早，并且幅度大）等，也略弱于化工、钢铁等周期性行业，但行业表现优于整体市场及大部分周期性板块和大盘股。

## 2.2 行业估值：从 TTM-PE 的角度，当前零售样本相对沪深 300 的估值溢价（2.31 倍）处于历史合理水平；从动态 PE 的历史分析，当前动态 22 倍 PE 仍可视作绝对收益买点

我们选取 2005 年以来沪深 300 和 45 家零售样本股为考察标的，从图 5 可看出，零售行业 27.7 倍的 PE 相对于沪深 300 的 11.99 倍 PE 的溢价率为 2.31 倍，虽然仍高于 1.88 倍历史平均溢价率，但较 10 年 9 月底出现的 2.78 倍的高溢价，估值趋向合理。

图 5 零售板块相对沪深 300 的估值溢价处于历史中枢上端（20050104-20110830）



资料来源：WIND，海通证券研究所

回顾自 2005 年以来的零售行业 PE-Band 图（图 6），除在 2007 年的牛市期间，行业估值逐渐脱离基本面支撑，最高时达到 40 倍左右 PE，以及 2009 年上半年受过度悲观预期和市场投资风格（四万亿投资，追捧投资品）影响低于 20 倍 PE 外，行业动态 PE 很少处于 25 倍以下，20-25 倍 PE 是行业估值底部区域，可视作绝对收益买点。

图 6 零售样本 20050104-20110830 的 PE Band 走势图（亿元，倍）



资料来源：WIND，海通证券研究所

**零售板块中重点公司当前市值对应 2011 年业绩的动态PE在 22 倍附近,位于 25-30 倍的合理估值区间之下,较低的估值水平使行业仍具备较高的投资安全边际。**

我们也考察了 45 家零售公司的市值以及静态相对估值指标情况 (参见表 3), 我们使用的是 2011 年 8 月 30 日的个股收盘价, 和 2011 年 6 月 30 日的股东权益, 以及 2010 年的营业收入和归属于母公司的净利润。表 3 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 30 家我们所覆盖的重点公司。

目前 45 家零售 A 股公司的加权平均 PB 为 3.9 倍, **拥有自有物业的百联股份、北京城乡、中兴商业等公司的 PB 水较大幅度地低于平均水平, 其中以北京城乡 1.5 倍的 PB 为最低。**而由于今年以来零售股股价和估值走低, 行业内 PB 在 2 倍附近的公司逐渐增多。这在一定程度上也映了潜在的企业价值。

目前 45 家零售 A 股公司的加权平均 PS 为 1.1 倍, 有 13 家公司 PS 低于 1 倍, 这也较去年同期仅 5 家的数额明显增多。其中具有较低 PS 的有: **0.5 倍的华联综超, 0.6 倍的大商股份, 0.7 倍的中百集团、人人乐, 以及 0.8 倍的重庆百货、银座股份、大东方、广百股份、南京中商及武汉中商等** (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)。**在白马股居多的零售行业, 具有较低 PS 的公司 (往往对应较低的利润率) 值得关注, 若能够实现盈利能力提升, 将产生弹性较大的业绩和投资机会。**

目前 45 家零售 A 股公司的加权平均 PE 为 33.3 倍, 若以行业平均 25-30% 的业绩增速考虑, 行业动态 PE 在 25 倍附近。

**表 3 45 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 (20110830)**

| 代码     | 简称    | 总股本 (万股<br>20110830) | 收盘价 (元<br>20110830) | 总市值 (亿元<br>20110830) | 所有者权益<br>(万元<br>20110630) | 营业收入 (万<br>元 2010) | 归属于母公司<br>的净利润 (万元<br>2010) | 静态相对估值指标 (倍 2010) |     |       |
|--------|-------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------------|--------------------|-----------------------------|-------------------|-----|-------|
|        |       |                      |                     |                      |                           |                    |                             | 市净率               | 市销率 | 市盈率   |
| 002024 | 苏宁电器  | 699621               | 11.78               | 824                  | 2080735                   | 7550474            | 401182                      | 4.0               | 1.1 | 20.5  |
| 601933 | 永辉超市  | 76790                | 29.96               | 230                  | 402015                    | 1231650            | 30554                       | 5.7               | 1.9 | 75.3  |
| 002419 | 天虹商场  | 80020                | 25.12               | 201                  | 339762                    | 1017436            | 48500                       | 5.9               | 2.0 | 41.4  |
| 600859 | 王府井   | 41764                | 43.63               | 182                  | 384982                    | 1394623            | 37603                       | 4.7               | 1.3 | 48.5  |
| 600729 | 重庆百货  | 37309                | 47.80               | 178                  | 249223                    | 2121274            | 52725                       | 7.2               | 0.8 | 33.8  |
| 600631 | 百联股份  | 110103               | 15.68               | 173                  | 672513                    | 1284396            | 61485                       | 2.6               | 1.3 | 28.1  |
| 600655 | 豫园商城  | 143732               | 11.83               | 170                  | 491602                    | 1207023            | 67273                       | 3.5               | 1.4 | 25.3  |
| 600694 | 大商股份  | 29372                | 46.17               | 136                  | 348631                    | 2434346            | 12178                       | 3.9               | 0.6 | 111.4 |
| 000417 | 合肥百货  | 51992                | 21.97               | 114                  | 219056                    | 706170             | 28574                       | 5.2               | 1.6 | 40.0  |
| 000501 | 鄂武商 A | 50725                | 19.77               | 100                  | 193043                    | 1053704            | 29351                       | 5.2               | 1.0 | 34.2  |
| 600723 | 首商股份  | 65841                | 14.15               | 93                   | 210605                    | 299286             | 3973                        | 4.4               | 3.1 | 234.5 |
| 600827 | 友谊股份  | 47212                | 18.77               | 89                   | 294967                    | 3105242            | 29798                       | 3.0               | 0.3 | 29.7  |
| 000759 | 中百集团  | 68102                | 12.20               | 83                   | 264149                    | 1187245            | 25093                       | 3.1               | 0.7 | 33.1  |
| 002277 | 友阿股份  | 34920                | 22.97               | 80                   | 182039                    | 356393             | 21615                       | 4.4               | 2.3 | 37.1  |
| 000987 | 广州友谊  | 35896                | 21.70               | 78                   | 159436                    | 358574             | 32719                       | 4.9               | 2.2 | 23.8  |
| 002251 | 步步高   | 27036                | 27.29               | 74                   | 163823                    | 677027             | 17089                       | 4.5               | 1.1 | 43.2  |
| 002336 | 人人乐   | 40000                | 18.40               | 74                   | 354483                    | 1004050            | 23701                       | 2.1               | 0.7 | 31.1  |
| 002561 | 徐家汇   | 41576                | 16.66               | 69                   | 159527                    | 204472             | 19422                       | 4.3               | 3.4 | 35.7  |
| 600858 | 银座股份  | 28893                | 23.03               | 67                   | 220833                    | 879468             | 11092                       | 3.0               | 0.8 | 60.0  |
| 601116 | 三江购物  | 41076                | 14.48               | 59                   | 133261                    | 482368             | 13141                       | 4.5               | 1.2 | 45.3  |
| 600828 | 成商集团  | 43880                | 13.23               | 58                   | 70668                     | 171067             | 13830                       | 8.2               | 3.4 | 42.0  |
| 600361 | 华联综超  | 66581                | 8.34                | 56                   | 302686                    | 1033882            | 5505                        | 1.8               | 0.5 | 100.9 |
| 600785 | 新华百货  | 20743                | 26.71               | 55                   | 109569                    | 398504             | 21522                       | 5.1               | 1.4 | 25.7  |
| 600327 | 大东方   | 52171                | 9.31                | 49                   | 108491                    | 634494             | 22432                       | 4.5               | 0.8 | 21.7  |
| 600628 | 新世界   | 53180                | 9.07                | 48                   | 202960                    | 303009             | 19865                       | 2.4               | 1.6 | 24.3  |
| 600697 | 欧亚集团  | 15909                | 29.10               | 46                   | 95171                     | 522795             | 13191                       | 4.9               | 0.9 | 35.1  |
| 600778 | 友好集团  | 31149                | 14.61               | 46                   | 108659                    | 291653             | 10511                       | 4.2               | 1.6 | 43.3  |
| 002187 | 广百股份  | 28535                | 15.51               | 44                   | 186140                    | 582485             | 17387                       | 2.4               | 0.8 | 25.5  |

|        |       |       |       |      |         |          |         |      |     |        |
|--------|-------|-------|-------|------|---------|----------|---------|------|-----|--------|
| 002264 | 新华都   | 16032 | 27.07 | 43   | 436419  | 436419   | 7720    | 6.7  | 1.0 | 56.2   |
| 600280 | 南京中商  | 14354 | 28.39 | 41   | 64355   | 493782   | 4664    | 6.3  | 0.8 | 87.4   |
| 000516 | 开元投资  | 71342 | 5.15  | 37   | 115649  | 252620   | 15221   | 3.2  | 1.5 | 24.1   |
| 600682 | 南京新百  | 35832 | 10.25 | 37   | 108145  | 153969   | 7251    | 3.4  | 2.4 | 50.7   |
| 600693 | 东百集团  | 34322 | 9.71  | 33   | 99352   | 189240   | 10089   | 3.4  | 1.8 | 33.0   |
| 600861 | 北京城乡  | 31680 | 9.57  | 30   | 205351  | 178981   | 7428    | 1.5  | 1.7 | 40.8   |
| 000785 | 武汉中商  | 25122 | 11.55 | 29   | 70864   | 370380   | 6769    | 4.1  | 0.8 | 42.9   |
| 600306 | 商业城   | 17814 | 16.22 | 29   | 47266   | 130679   | 276     | 6.1  | 2.2 | 1047.8 |
| 000715 | 中兴商业  | 27901 | 10.12 | 28   | 103198  | 244374   | 6641    | 2.7  | 1.2 | 42.5   |
| 600712 | 南宁百货  | 26041 | 10.22 | 27   | 35644   | 185769   | 9760    | 7.5  | 1.4 | 27.3   |
| 600821 | 津劝业   | 41627 | 6.07  | 25   | 55902   | 59472    | 672     | 4.5  | 4.2 | 376.1  |
| 600814 | 杭州解百  | 31038 | 7.58  | 24   | 70578   | 198342   | 7026    | 3.3  | 1.2 | 33.5   |
| 600738 | 兰州民   | 26278 | 8.13  | 21   | 39760   | 92090    | 3796    | 5.4  | 2.3 | 56.3   |
| 000564 | 西安民生  | 30431 | 7.00  | 21   | 82200   | 234299   | 5939    | 2.6  | 0.9 | 35.9   |
| 600774 | 汉商集团  | 17458 | 8.08  | 14   | 49157   | 73846    | 1326    | 2.9  | 1.9 | 106.4  |
| 600856 | 长百集团  | 23483 | 6.00  | 14   | 9997    | 33645    |         | 14.1 | 4.2 | -27.4  |
| 000560 | 昆百大 A | 13440 | 10.28 | 14   | 60071   | 137680   | 2846    | 2.3  | 1.0 | 48.5   |
| 合计/平均  |       |       |       | 3944 | 9990987 | 35958695 | 1183588 | 3.9  | 1.1 | 33.3   |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 3. 维持对零售行业长期“增持”评级，从估值驱动角度选择低 PE 并且增速有能力大幅超越行业的个股

#### 3.1 重申对行业的长期“增持”评级，认为行业成长空间大，优质公司仍能保持 20%左右的收入增长和 25-30%的利润增长

主要零售企业中，除苏宁电器及部分定位全国扩张的企业包括永辉、天虹、王府井、百联、重百、大商、豫园商城、合百等外，市值普遍在百亿以下，甚至在 50 亿以下。各区域商业龙头占比本区域社零总额比例较低（个别公司如新华百货较高），区域内仍有较大的纵深扩张空间。

在当前零售企业普遍市值不大，对区域消费总量的代表性仍较低的背景下，我们重申对行业未来成长性的看好，认为行业优质公司仍能保持 20%左右的收入增长和 25-30%的利润增长的理由主要有以下几点：（1）内需、消费是未来经济的主旋律之一；（2）区域再平衡下，看好中西部、东北的中低端消费；（3）产业依循规模集中的内在要求，并购整合正在加速；（4）业务与区域结构、治理与激励结构优化。

#### 3.2 目前估值水平下，零售板块仍将有望获得较好市场表现，行业性的投资机会优于个股的差异化选择

表 4 列出了我们所覆盖的重点公司的 PE、PB 和 PS 等相对估值指标，根据我们之前的分析，我们给予业绩增速和持续性均良好的重点公司给予 2012 年 25 倍目标 PE。展望行业后期表现，在目前估值水平下，我们认为零售行业仍将有望获得相对超额收益。主要由于：

（A）从披露完毕的零售行业 2011 年中报业绩看，多数公司均有 25%左右的收入增长和 30%左右的利润增长，部分重点公司有超过 40%的利润增速，表现优良；稳定快速的业绩增长是行业继续有较好行情表现动力。

（B）随着时间逐渐进入到 9 月份，零售行业将迎来中秋、国庆消费旺季，预期 9 月份行业仍将有较好的业绩表现。

（C）当前 22 倍左右 PE 估值仍是绝对收益买点，长期内获得超额收益的概率较大；参照 H 股估值，虽前期跟随大势一起较大幅度下跌，当前重点零售 H 股公司动态 PE

(2011E)均值为21倍,而金鹰商贸、银泰百货等优质百货股的动态PE(2011E)仍位于23倍以上。

(D)最后,从历史经验看,过去两年行业在8、9月份均有优良的绝对收益表现和相对超额收益(这基本与较好的中报业绩和对中秋国庆消费旺季预期有关)。

**我们认为短期看,行业性的投资机会优于个股的差异化选择,**而从我们的偏好上:

首先建议优选业绩弹性大、成长性好而市值仍有较大成长空间的区域百货龙头,其中**合肥百货、欧亚集团、友阿股份、重庆百货**等是可选标的,对于定位全国扩张的**王府井和天虹商场**,由于其长期内具备较好的扩张能力,而短期中报业绩有超过行业平均水平的增长,也是值得选择的投资品种;此外,我们前期调研跟踪及后期仍将重点关注的**首商股份**也是按照这一思路的优选标的。

从资本开支周期、店龄结构、自有物业比例等角度,我们认为**银座股份**属于绝对价值低估的公司(2011年PS仅0.56倍),而在资本开支高峰已过、费用压力缓解的预期下,公司未来业绩弹性较大,因此在较高安全边际下择机布局,有望获取较大的超额收益,而在业绩相对低点期,集团公司可能的资产注入也是未来值得关注的投资事件。按这一逻辑,欧亚集团和南京中商也是价值低估型公司。

2011年出现业绩拐点的公司,这其中我们推荐**步步高和农产品**。前者的主要看点在于:公司上市三年,在经过经营调整和管理层磨合期后,目前处于业绩拐点期,预计未来收入及利润均有望实现较好的增长;后者的看点在于:公司已构建完成全国性农产品交易网络,基于市场的巨量交易额流转,通过加速进行的模式升级带动,收入和利润增长值得长期看好。短期公司具备:(A)2011年中报及三季报业绩有逐季增长表现;(B)平湖市场在9月前后开业;(C)公司仍有其他可能的利好催化剂事件支撑。

表4 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(20110830)

| 代码     | 简称   | 评级 | 总市值(亿元) | EPS(元) |       |       | PE(倍) |       |       | PS(倍)<br>2010 | PB(倍)<br>201106 | 收盘价<br>(元) | 6M目标<br>价(元) |
|--------|------|----|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-----------------|------------|--------------|
|        |      |    |         | 2010   | 2011E | 2012E | 2010  | 2011E | 2012E |               |                 |            |              |
| 002024 | 苏宁电器 | 买入 | 824     | 0.573  | 0.760 | 0.966 | 20.5  | 15.5  | 12.2  | 1.1           | 4.0             | 11.78      | 18.60        |
| 600415 | 小商品城 | 买入 | 302     | 0.297  | 0.570 | 0.670 | 37.3  | 15.9  | 11.4  | 9.5           | 4.0             | 11.10      | 16.80        |
| 000061 | 农产品  | 买入 | 118     | 0.360  | 0.604 | 0.889 | 42.5  | 25.3  | 17.2  | 8.6           | 2.9             | 15.30      | 21.00        |
| 000715 | 中兴商业 | 买入 | 28      | 0.238  | 0.484 | 0.746 | 42.5  | 20.9  | 13.6  | 1.2           | 2.7             | 10.12      | 14.93        |
| 600697 | 欧亚集团 | 买入 | 46      | 0.829  | 1.042 | 1.378 | 35.1  | 27.9  | 21.1  | 0.9           | 3.7             | 29.10      | 31.25        |
| 600729 | 重庆百货 | 买入 | 178     | 1.413  | 1.914 | 2.397 | 33.8  | 25.0  | 19.9  | 0.8           | 7.1             | 47.80      | 57.10        |
| 600327 | 大东方  | 买入 | 49      | 0.430  | 0.528 | 0.670 | 21.7  | 17.6  | 13.9  | 0.8           | 3.8             | 9.31       | 13.25        |
| 601933 | 永辉超市 | 增持 | 230     | 0.398  | 0.615 | 0.880 | 75.3  | 48.7  | 34.0  | 1.9           | 5.7             | 29.96      | 35.00        |
| 600858 | 银座股份 | 增持 | 67      | 0.384  | 0.619 | 1.129 | 60.0  | 37.2  | 20.4  | 0.8           | 2.6             | 23.03      | 28.80        |
| 002419 | 天虹商场 | 增持 | 201     | 0.606  | 0.829 | 1.098 | 41.4  | 30.3  | 22.9  | 2.0           | 5.9             | 25.12      | 27.50        |
| 600785 | 新华百货 | 增持 | 55      | 1.038  | 1.191 | 1.447 | 25.7  | 22.4  | 18.5  | 1.4           | 4.8             | 26.71      | 30.00        |
| 600280 | 南京中商 | 增持 | 41      | 0.325  | 0.736 | 1.513 | 87.4  | 38.6  | 18.8  | 0.8           | 6.2             | 28.39      | 30.15        |
| 000987 | 广州友谊 | 增持 | 78      | 0.911  | 1.093 | 1.371 | 23.8  | 19.8  | 15.8  | 2.2           | 4.9             | 21.70      | 28.88        |
| 002187 | 广百股份 | 增持 | 44      | 0.609  | 0.733 | 0.917 | 25.5  | 21.2  | 16.9  | 0.8           | 2.4             | 15.51      | 18.32        |
| 002251 | 步步高  | 增持 | 74      | 0.632  | 0.902 | 1.170 | 43.2  | 30.3  | 23.3  | 1.1           | 4.5             | 27.29      | 31.57        |
| 002264 | 新华都  | 增持 | 43      | 0.482  | 0.870 | 1.098 | 56.2  | 31.1  | 24.6  | 1.0           | 6.7             | 27.07      | 28.98        |
| 000564 | 西安民生 | 增持 | 21      | 0.195  | 0.230 | 0.279 | 35.9  | 30.4  | 25.1  | 0.9           | 2.6             | 7.00       | 8.79         |
| 002277 | 友阿股份 | 增持 | 80      | 0.619  | 0.859 | 1.095 | 37.1  | 26.8  | 21.0  | 2.3           | 4.2             | 22.97      | 27.76        |
| 600778 | 友好集团 | 增持 | 46      | 0.337  | 0.410 | 0.446 | 43.3  | 35.6  | 32.8  | 1.6           | 3.3             | 14.61      | 16.97        |
| 600628 | 新世界  | 增持 | 48      | 0.374  | 0.419 | 0.479 | 24.3  | 21.6  | 18.9  | 1.6           | 2.3             | 9.07       | 12.60        |
| 002336 | 人人乐  | 增持 | 74      | 0.593  | 0.673 | 0.854 | 31.1  | 27.4  | 21.6  | 0.7           | 2.1             | 18.40      | 22.00        |
| 600361 | 华联综超 | 增持 | 56      | 0.083  | 0.116 | 0.180 | 100.9 | 72.2  | 46.2  | 0.5           | 1.8             | 8.34       | 11.20        |
| 600828 | 成商集团 | 增持 | 58      | 0.315  | 0.508 | 0.644 | 42.0  | 26.1  | 20.5  | 3.4           | 7.9             | 13.23      | 15.10        |

|        |      |    |     |       |       |       |      |      |      |      |     |       |       |
|--------|------|----|-----|-------|-------|-------|------|------|------|------|-----|-------|-------|
| 601010 | 文峰股份 | 增持 | 95  | 0.716 | 0.956 | 1.148 | 26.9 | 20.2 | 16.8 | 1.7  | 3.1 | 19.27 | 21.75 |
| 000516 | 开元投资 | 增持 | 37  | 0.213 | 0.220 | 0.287 | 24.1 | 23.4 | 18.0 | 1.5  | 3.2 | 5.15  | 6.18  |
| 002344 | 海宁皮城 | 中性 | 150 | 0.448 | 0.796 | 1.061 | 59.8 | 33.7 | 25.3 | 14.7 | 7.2 | 26.79 | 26.10 |

资料来源：公司公告，WIND，海通证券研究所

## 4. 对 2011 年一、二季度的行业（37 家零售 A 股）分析

在我们用于编制海通零售指数的 45 家样本股中，我们此次剔除了：因销售规模太大而可能影响行业真实增速的苏宁电器、业绩波动性较大的大商股份、因重组事项引致数据口径不可比的重庆百货和首商股份、近期上市的永辉超市、徐家汇、三江购物、以及尚未披露中报的新华都。实际参与行业指标统计的样本股为 37 家，其对行业依然具有较充分的代表性，并且由于相应期间数据可比，统计准确性更高。

当然，我们以下在第五部分的公司分析中也对未纳入统计的苏宁电器、重庆百货、首商股份、永辉超市等重点公司进行了单列分析。

- 2011 上半年营业收入同比增长 21.63%，高于 10 年同期 20.38% 的增速，且在可比基数已经提升的情况下，显示行业收入增速保持良好势头；虽然 11 年二季度 19.29% 收入增速环比一季度略有下降（一季度为 23.52%），但同比增速依然较好
- 11 上半年综合毛利率略下滑 0.47 个百分点，其中一季度下滑 0.75 个百分点，主要是因高价值低毛利率的黄金珠宝销售增速更快所致；二季度毛利率已有所好转，仅略降 0.1 个百分点，我们预计 2011 全年毛利率可维持基本稳定
- 销售与管理费用占营业收入比重 11 年一、二季度分别同比下降 0.68 和 0.32 个百分点，与上半年销售收入的快速增长相对应，行业整体表现出优秀的费用控制能力；财务费用占比进一步下降。整体 13.7% 的期间费用率较去年同期下降 0.58 个百分点。预计 2011 年整个零售 A 股公司的费用率比例较 2010 年仍可能有 0.2-0.4 个百分点左右的同比下降
- 2011 上半年利润率（5.87%）和剔除非经营性收益净利率（3.11%）分别同比提高 0.58 和 0.04 个百分点；11 年一季度两项指标（6.03% 和 3.38%）分别提升 0.62 和 0.01 个百分点；二季度两项指标（5.67% 和 2.77%）分别提升 0.53 和 0.08 个百分点，预计 11 全年利润率同比略有提升
- 2011 上半年 37 家零售 A 股公司在营业收入增长 21.63% 的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 35.04% 和 36.71%（参见图 16-图 21）。但如果剔除掉投资净收益之后，2011 上半年归属于母公司的净利润有 23.37% 的增长，其中一季度增速为 23.83%，二季度增速为 22.67%
- 虽然 2011 上半年毛利率同比有所下降 0.47 个百分点，但由于费用率同比更大幅度的下降（0.58 个百分点），2011 上半年 37 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获得 23.37% 的增长，高于收入 21.63% 的增幅，体现盈利能力持续提升。我们仍维持 20% 左右的收入增长和 25% 左右的利润增长的判断，且龙头企业增速超过行业平均水平的可能性更大
- 37 家零售 A 股公司 2011 上半年经营性现金流同比下降 12.39%，剔除降幅明显的友谊股份影响后，行业经营现金流同比增长 5.34%，增速较 2010 年上半年末下降

**4.1 2011 上半年营业收入同比增 21.63%，高于 10 年同期的 20.38%，在可比基数已提升的情况下，行业收入增速保持良好势头；虽然 11 年二季度**

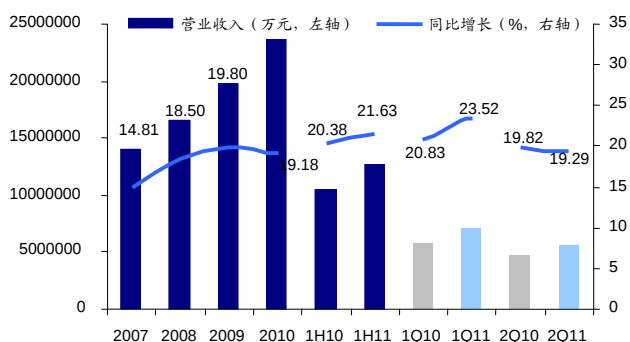
**19.29%的收入增速环比一季度有下降（一季度为 23.52%），但同比增速依然较好； 11 上半年综合毛利率略下滑 0.47 个百分点，其中一季度下滑 0.75、二季度略降 0.1 个百分点**

37 家零售公司营业收入 2010 上半年同比增长 20.38%，超过了 2007-09 年三年的收入增速，重新回到 20%以上的高增速水平。在此基础上，2011 上半年 21.63%的增速较 2010 年同期继续提高了 1.25 个百分点，增速保持良好势头。这一方面由于 2011 上半年通胀环境对行业销售名义收入有正面作用，另外具有保值增值作用的黄金珠宝更高的销售增速也带动了行业增长，这在一季度（春节因素）体现较为明显：2011 年一季度收入同比增长 23.52%，较 2010 年同期 20.83%的增速有较大提升幅度；而二季度尤其是 5、6 月份，行业增速有所下滑，但依然维持在 19.29%的较高增速。

37 家零售公司 2011 年的综合毛利率较 10 年同期减少 0.47 个百分点（图 8）。其中 11 年一季度下滑 0.75 个百分点，这主要是受高价值低毛利率的黄金珠宝销售额大幅增长拉低所致；2011 年二季度下滑幅度收窄，20.34%的综合毛利率同比仅略下滑 0.1 个百分点。

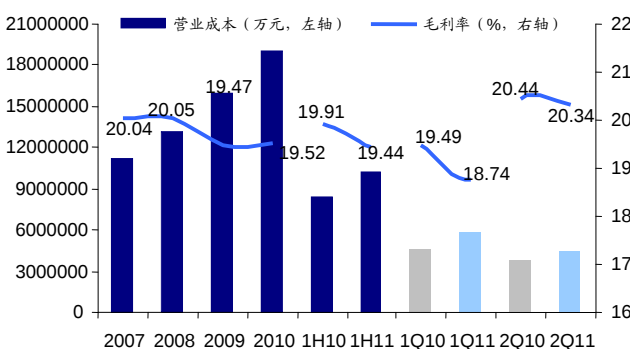
总体看，2011 年上半年 21.63%的收入增速符合预期，我们也继续维持 2011 全年零售 A 股的整体收入增速在 20%左右的预期。

图 7 零售 A 股营业收入及增长（07-1H11）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 8 零售 A 股营业成本及毛利率（07-1H11）



资料来源：WIND，海通证券研究所

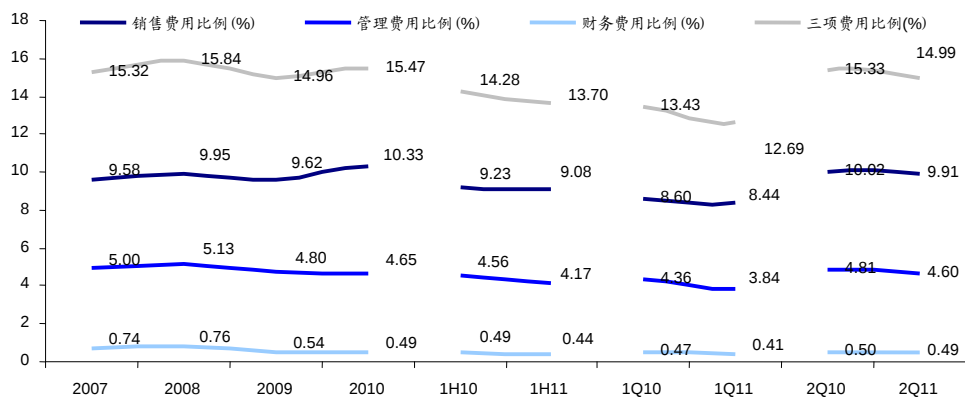
**4.2 销售与管理费用占营业收入比重 11 年一、二季度分别同比下降 0.68 和 0.32 个百分点，与上半年销售收入的快速增长相对应，行业整体表现出优秀的费用控制能力；财务费用占比进一步下降**

从费用比例来看（参见图 9），37 家零售 A 股公司 2011 上半年销售加管理费用占营业收入的比重为 13.25%，同比减少 0.54 个百分点，其中一季度为 12.28%，同比减少了 0.68 个百分点；二季度为 14.51%，同比减少了 0.32 个百分点。此外，财务费用占营业收入的比重为 0.44%，较 2010 年同期（0.49%）也有小幅下降：一、二季度分别同比减少 0.06 和 0.01 个百分点。

2011 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。从历史数据看，销售费用率虽有所波动但整体趋势向下，体现了门店内生增长和有序扩张对费用率的拉低效应；管理费用率则自 2008 年以来持续处于下降通道，体现了零售公司治理结构和激励机制的日益完善，管理效率提升；此外，财务费用率近年的不断下降则一方面与很多连锁零售公司更多利用票据和拥有充裕的现金流，以及利率相对较低有关，另一方面也与近年来零售企业 IPO 和再融资频率相对加快有关，体现了零售公司稳健的经营特点。

2011 上半年销售加管理费用率已经下降至 14% 以下，我们预计 2011 年整个零售 A 股公司的费用率比例较 2010 年仍可能有 0.2-0.4 个百分点左右的同比下降。我们同时认为：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 9 零售 A 股三项费用占营业收入比重 (07-1H11)



资料来源：WIND，海通证券研究所

**4.3 2011 上半年利润率 (5.87%) 和剔除非经营性收益净利率 (3.11%) 分别同比提高 0.58 和 0.04 个百分点；11 年一季度两项指标 (6.03% 和 3.38%) 分别提升 0.62 和 0.01 个百分点；二季度两项指标 (5.67% 和 2.77%) 分别提升 0.53 和 0.08 个百分点，预计 11 全年利润率同比略有提升**

2011 上半年 37 家零售 A 股公司在营业收入增长 21.63% 的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 35.04% 和 36.71% (参见图 10-图 15)，如果剔除掉投资净收益之后，上半年归属于母公司的净利润有 23.37% 的增长。

**2011 年一季度**，37 家零售 A 股公司营业收入增长 23.52%，同时利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长了 37.65% 和 41.01%，而**剔除掉投资净收益之后，母公司的净利润增长率为 23.83%**。

**2011 年二季度**，37 家零售 A 股公司营业收入增长 19.29%，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 29.37% 和 31%，而**剔除掉投资净收益之后，母公司的净利润增长率为 22.67%**。

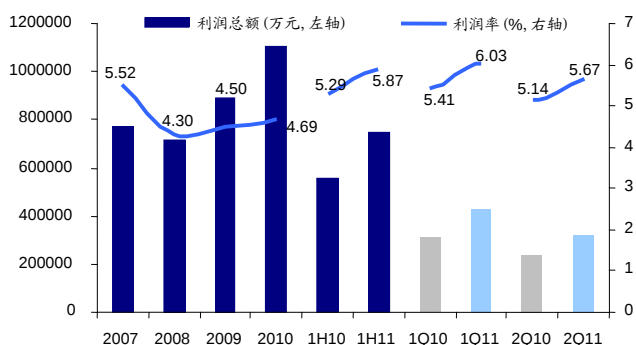
2011 上半年 37 家零售 A 股公司利润率为 5.87%，同比提高 0.58 个百分点；归属于母公司的净利润率 (3.9%) 同比提升 0.43 个百分点；剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率 (3.11%) 同比也小幅提高了 0.04 个百分点。

上述归属净利率和剔除投资性净收益后的归属净利率差别较大，主要是百联股份处置建配龙地产获得 30893 万元非经常性损益，以及合肥百货出售拓基地产获得 16234 万元投资收益影响所致。此外，来自东百集团超过 3 亿元的拆迁补偿的营业外收入也是导致上述差异的重要原因。

分析发现，虽然 2011 上半年毛利率同比有所下降 0.47 个百分点，但由于费用率同比更大幅度的下降 (0.58 个百分点)，2011 上半年 37 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获得 23.37% 的增长，高于收入 21.63% 的增幅。

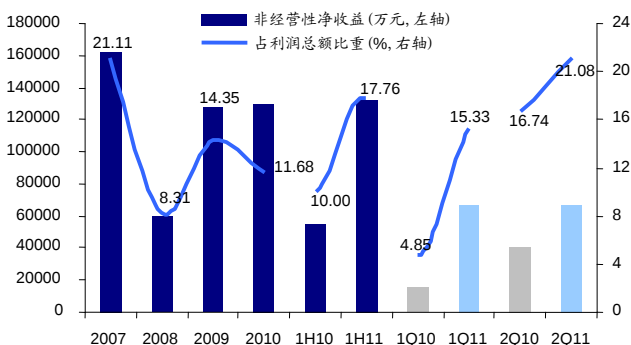
此外,从前面对毛利率和费用比例的分析中可以看出,2011 二季度利润率的提升幅度要大于一季度,主要是毛利率下滑小于一季度。我们认为:在行业基本面依旧良好的情况下,行业发展体现出议价能力(毛利率)维持和管理能力(期间费用率)提升的趋势,有望带动盈利能力进一步提升至较高水平,我们仍维持 20%左右的收入增长和 25%左右的利润增长的判断,且龙头企业增速超过行业平均水平的可能性更大。

图 10 零售 A 股利润总额及利润率 (07-1H11)



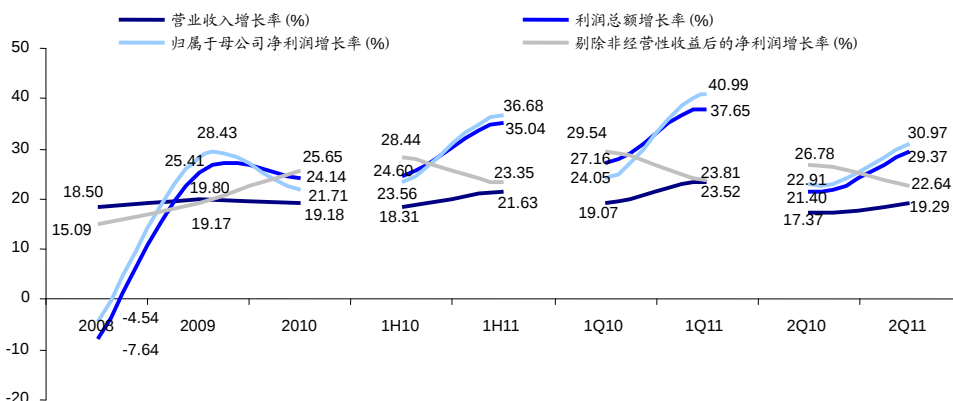
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 11 零售 A 股非经营性收益占利润比重 (07-1H11)



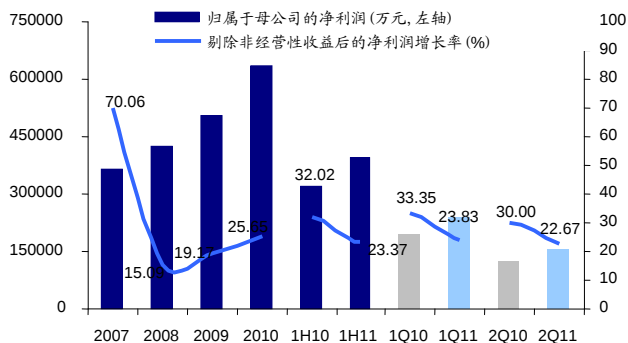
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 12 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 (08-1H11)



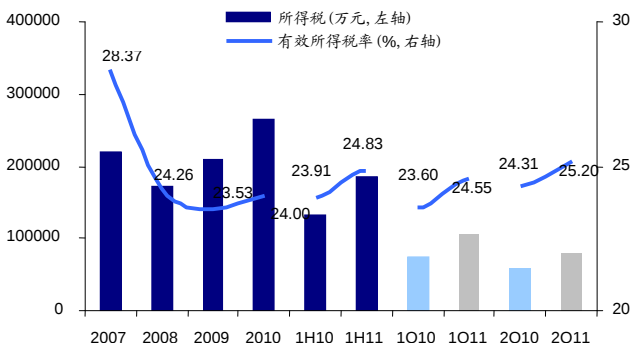
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 13 零售 A 股剔除非经营收益净利润增长 (07-1H11)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 14 零售 A 股有效所得税率 (07-1H11)

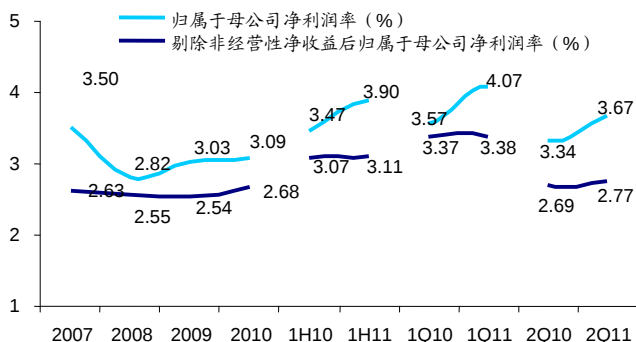


资料来源: WIND, 海通证券研究所

#### 4.4 2011 上半年经营性现金流同比略降，主要是友谊股份一家公司影响

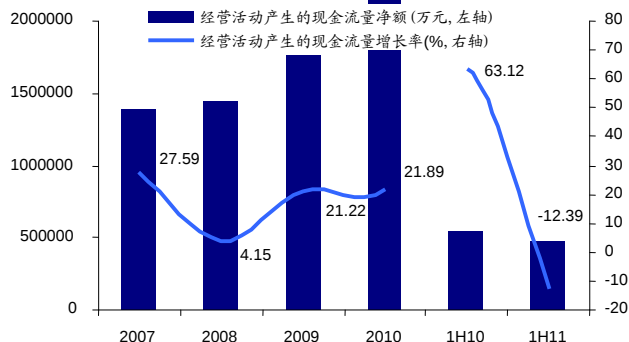
我们还关注到 37 家零售 A 股公司 2011 上半年经营性现金流同比下降 12.39%（参见图 16），我们分析发现这主要是受样本股中的友谊股份经营现金流大幅下降影响所致，该公司 2011 上半年末经营现金流为 13355 万元，较上年同期末的 103623 万元同比下降 87%，剔除友谊股份影响后，行业经营现金流同比增长 5.34%，增速较 2010 年上半年末下降。

图 15 零售 A 股归属于母公司的净利润率（07-1H11）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 16 零售 A 股经营性现金流及增长（07-1H11）



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 5. 对 2011 年一、二季报的公司分析

- 有 20 家公司 2011 上半年营业收入增速超过行业平均水平（21.63%），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，如豫园商城（主要来自金银珠宝销售）、永辉超市、友阿股份、天虹商场、新华百货、中兴商业、欧亚集团等。
- 16 家公司 2011 上半年利润率超过行业平均水平（5.87%），以百货经营为主的东百集团、成商集团、广州友谊、百联股份、友阿股份、新世界、新华百货等均表现出了百货高毛利、高利润率特征。
- 21 家公司 2011 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（3.11%），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 2011 上半年虽仍维持在较高水平上，但较 10 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 22 家公司 2011 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（13.25%）。费用比例较为节约的友阿股份、大东方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；欧亚集团的低费用比例与其低毛利、低费用率的经营模式有关。

#### 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 20 家公司 2011 上半年营业收入增长率超过行业平均水平（21.63%），其中有 16 家是我们覆盖的重点公司（表 5 中以灰色阴影标注的公司）。

永辉超市超过 43% 的收入增长主要来自于良好的同店增长（预计 15% 以上）以及持续高速的外延扩张（上半年新开门店 14 家）；友阿股份近 40% 的高速增长则主要来自于现有百货门店在当地较强的竞争力和品牌调整后高速的内生增长，反映出公司良好

的经营状况。

天虹商场 32.52%的收入增长更多的与上半年百货业务门店扩张有关，而新华百货超过 30%的增速则包含了老门店内生增长以及新开门店外延扩张共同的贡献。此外，中兴商业、欧亚集团、友好集团、合肥百货、步步高、广州友谊等超过 25%的增长速度也反映了其良好的经营状况。

表 5 2011 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（07-1H11）

| 序号    | 代码     | 简称    | 营业收入（万元） |          |          |          |          |         | 同比增长（%） |       |       |       |       |       |       |
|-------|--------|-------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       |        |       | 2007     | 2008     | 2009     | 2010     | 1H11     | 1Q11    | 2Q11    | 2008  | 2009  | 2010  | 1H11  | 1Q11  | 2Q11  |
| 1     | 600655 | 豫园商城  | 563618   | 785558   | 825620   | 1207023  | 919697   | 531872  | 387825  | 39.38 | 5.10  | 46.20 | 62.20 | 85.81 | 38.13 |
| 2     | 601933 | 永辉超市  | 367317   | 567816   | 847482   | 1231650  | 802794   | 423076  | 379719  | 54.58 | 49.25 | 45.33 | 43.07 | 49.18 | 36.83 |
| 3     | 600738 | 兰州民百  | 54741    | 62290    | 72912    | 92090    | 61994    | 36071   | 25923   | 13.79 | 17.05 | 26.19 | 41.72 | 43.88 | 38.82 |
| 4     | 002277 | 友阿股份  | 163557   | 221934   | 274657   | 356393   | 240542   | 136328  | 104214  | 35.69 | 23.76 | 29.76 | 39.26 | 37.35 | 41.85 |
| 5     | 002419 | 天虹商场  | 553208   | 686262   | 805727   | 1017436  | 637316   | 358688  | 278628  | 24.05 | 17.41 | 26.28 | 32.52 | 34.38 | 30.19 |
| 6     | 600785 | 新华百货  | 251939   | 282459   | 323556   | 398504   | 254860   | 141248  | 113612  | 12.11 | 14.55 | 23.16 | 30.00 | 30.59 | 29.26 |
| 7     | 000715 | 中兴商业  | 225795   | 243055   | 264171   | 244374   | 179513   | 99819   | 79693   | 7.64  | 8.69  | -7.49 | 29.48 | 23.86 | 37.28 |
| 8     | 600697 | 欧亚集团  | 263148   | 342061   | 391380   | 522795   | 324108   | 151706  | 172403  | 29.99 | 14.42 | 33.58 | 29.40 | 31.94 | 27.25 |
| 9     | 600778 | 友好集团  | 143106   | 156959   | 200005   | 291653   | 172368   | 92574   | 79794   | 9.68  | 27.43 | 45.82 | 29.30 | 34.68 | 23.57 |
| 10    | 600712 | 南宁百货  | 113547   | 134879   | 147272   | 185769   | 112253   | 61150   | 51103   | 18.79 | 9.19  | 26.14 | 27.71 | 30.09 | 24.99 |
| 11    | 000417 | 合肥百货  | 396711   | 504374   | 588541   | 706170   | 460920   | 267869  | 193051  | 27.14 | 16.82 | 19.99 | 26.95 | 28.02 | 25.49 |
| 12    | 002251 | 步步高   | 418443   | 520135   | 572533   | 677027   | 425740   | 239710  | 186030  | 24.30 | 10.07 | 18.25 | 26.78 | 28.53 | 24.59 |
| 13    | 000987 | 广州友谊  | 229102   | 261976   | 295920   | 358574   | 212866   | 121349  | 91517   | 14.35 | 12.96 | 21.17 | 25.89 | 27.58 | 23.71 |
| 14    | 002187 | 广百股份  | 280511   | 425508   | 463110   | 582485   | 339583   | 190245  | 149338  | 14.11 | 8.84  | 25.78 | 24.21 | 23.75 | 24.81 |
| 15    | 600280 | 南京中商  | 360543   | 421050   | 420916   | 493782   | 300932   | 175951  | 124981  | 16.78 | -0.03 | 17.31 | 24.21 | 24.96 | 23.18 |
| 16    | 600858 | 银座股份  | 307472   | 419450   | 635974   | 879468   | 535954   | 307323  | 228631  | 36.42 | 24.99 | 38.29 | 24.19 | 27.18 | 20.38 |
| 17    | 600859 | 王府井   | 893601   | 1017404  | 1109882  | 1394623  | 835640   | 481866  | 353774  | 13.85 | 9.09  | 25.66 | 23.98 | 26.38 | 20.84 |
| 18    | 600828 | 成商集团  | 135613   | 142551   | 172224   | 171067   | 103246   | 57895   | 45351   | 5.12  | 20.82 | -0.67 | 23.58 | 20.43 | 27.85 |
| 19    | 000501 | 鄂武商 A | 529713   | 662972   | 793760   | 1053704  | 633714   | 355179  | 278535  | 25.16 | 19.73 | 32.75 | 22.52 | 23.35 | 21.47 |
| 20    | 002336 | 人人乐   | 618346   | 768547   | 876663   | 1004050  | 609621   | 331053  | 278569  | 24.29 | 14.07 | 14.53 | 22.45 | 25.01 | 19.54 |
| 合计/平均 |        |       | 13960597 | 16543098 | 19818325 | 23618966 | 12731012 | 7155588 | 5575424 | 18.50 | 19.80 | 19.18 | 21.63 | 23.52 | 19.29 |
| 21    | 600729 | 重庆百货  | 548782   | 642059   | 1781882  | 2121274  | 1356982  | 792029  | 564953  | 17.00 | 13.89 | 19.05 | 21.00 | 23.73 | 17.38 |
| 22    | 000516 | 开元投资  | 177253   | 204132   | 231880   | 252620   | 153581   | 85569   | 68013   | 15.16 | 13.59 | 8.94  | 20.18 | 20.64 | 19.60 |
| 23    | 600693 | 东百集团  | 111863   | 136821   | 155932   | 189240   | 109787   | 65330   | 44457   | 22.31 | 13.97 | 21.36 | 19.59 | 25.72 | 11.59 |
| 24    | 000564 | 西安民生  | 97841    | 112580   | 217686   | 234299   | 143705   | 83130   | 60575   | 15.06 | 9.55  | 7.63  | 18.50 | 17.85 | 19.39 |
| 25    | 600631 | 百联股份  | 842853   | 917737   | 1027369  | 1284396  | 769551   | 467374  | 302177  | 8.89  | 11.95 | 22.80 | 16.39 | 18.95 | 12.64 |
| 26    | 000759 | 中百集团  | 695942   | 864913   | 1009604  | 1187245  | 703393   | 400854  | 302539  | 24.28 | 16.73 | 17.60 | 16.16 | 16.52 | 15.70 |
| 27    | 600628 | 新世界   | 192284   | 265461   | 273047   | 303009   | 162991   | 93570   | 69421   | 38.06 | 2.86  | 10.97 | 14.36 | 21.94 | 5.51  |
| 28    | 600327 | 大东方   | 334419   | 425756   | 555920   | 634494   | 343670   | 185084  | 158586  | 27.31 | 30.57 | 14.13 | 13.47 | 13.79 | 13.10 |
| 29    | 600361 | 华联综超  | 740195   | 861845   | 925740   | 1033882  | 566099   | 305285  | 260814  | 16.43 | 7.41  | 11.68 | 11.18 | 10.36 | 12.14 |
| 30    | 600827 | 友谊股份  | 2293568  | 2556373  | 2918690  | 3105242  | 1659862  | 915900  | 743962  | 11.46 | 2.91  | 6.39  | 6.70  | 7.85  | 5.31  |

资料来源：WIND，海通证券研究所

## 5.2 毛利率和利润率概况

16 家公司 2011 上半年利润率超过行业平均水平（5.87%），其中有 12 家是我们覆盖的公司（表 6 中以灰色阴影标注的公司）。以百货经营为主的东百集团、成商集团、

广州友谊、百联股份、友阿股份、新世界、新华百货等均表现出了百货高毛利、高利润率的特征。

表 6 2011 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（09-1H11）

| 序号 | 代码     | 简称    | 毛利率 (%) |       |       |       |       |       |       |       | 利润率 (%) |       |       |       |       |       |       |       |
|----|--------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|    |        |       | 2009    | 2010  | 1H10  | 1H11  | 1Q10  | 1Q11  | 2Q10  | 2Q11  | 2009    | 2010  | 1H10  | 1H11  | 1Q10  | 1Q11  | 2Q10  | 2Q11  |
| 1  | 600693 | 东百集团  | 21.55   | 22.12 | 22.66 | 20.95 | 22.30 | 20.77 | 23.13 | 21.21 | 7.47    | 7.37  | 7.60  | 34.37 | 10.90 | 8.66  | 3.29  | 72.16 |
| 2  | 600828 | 成商集团  | 20.94   | 23.03 | 22.69 | 23.21 | 21.47 | 21.06 | 24.35 | 25.95 | 9.09    | 10.63 | 11.55 | 13.45 | 12.50 | 11.04 | 10.27 | 16.53 |
| 3  | 000987 | 广州友谊  | 22.62   | 21.84 | 23.06 | 22.69 | 22.15 | 22.26 | 24.22 | 23.25 | 12.83   | 12.14 | 13.68 | 12.69 | 13.15 | 12.81 | 14.35 | 12.54 |
| 4  | 600631 | 百联股份  | 26.19   | 25.21 | 25.21 | 24.59 | 23.78 | 23.03 | 27.31 | 27.00 | 6.24    | 7.76  | 7.85  | 12.05 | 7.44  | 14.07 | 8.45  | 8.92  |
| 5  | 002277 | 友阿股份  | 19.37   | 18.67 | 19.63 | 19.01 | 19.84 | 19.57 | 19.34 | 18.27 | 7.36    | 8.30  | 11.64 | 11.89 | 12.82 | 14.03 | 10.05 | 9.08  |
| 6  | 000417 | 合肥百货  | 16.51   | 16.66 | 17.25 | 17.90 | 17.07 | 17.32 | 17.49 | 18.70 | 6.76    | 6.78  | 5.58  | 10.09 | 5.64  | 13.05 | 5.49  | 5.99  |
| 7  | 600628 | 新世界   | 28.60   | 29.26 | 29.29 | 26.08 | 26.05 | 22.81 | 33.08 | 30.48 | 9.18    | 9.10  | 10.54 | 9.84  | 8.20  | 7.71  | 13.26 | 12.71 |
| 8  | 000516 | 开元投资  | 15.50   | 18.81 | 19.07 | 18.54 | 17.72 | 17.66 | 20.75 | 19.65 | 4.83    | 8.16  | 10.44 | 7.65  | 4.69  | 6.83  | 17.61 | 8.68  |
| 9  | 600785 | 新华百货  | 18.72   | 19.32 | 19.86 | 19.22 | 19.35 | 18.59 | 20.48 | 20.01 | 8.26    | 7.49  | 8.96  | 7.55  | 9.84  | 8.98  | 7.88  | 5.78  |
| 10 | 600814 | 杭州解百  | 19.36   | 19.15 | 21.09 | 19.93 | 21.22 | 20.50 | 20.95 | 19.26 | 5.13    | 4.60  | 7.29  | 7.42  | 7.91  | 7.65  | 6.60  | 7.13  |
| 11 | 002419 | 天虹商场  | 22.96   | 23.02 | 22.69 | 22.95 | 21.40 | 21.83 | 24.29 | 24.40 | 5.84    | 6.30  | 6.55  | 7.01  | 7.03  | 7.52  | 5.95  | 6.36  |
| 12 | 600682 | 南京新百  | 26.71   | 23.33 | 24.13 | 22.92 | 23.11 | 21.60 | 25.50 | 24.66 | 7.84    | 6.18  | 9.73  | 6.96  | 10.40 | 9.39  | 8.82  | 3.75  |
| 13 | 600327 | 大东方   | 12.82   | 13.47 | 14.53 | 14.78 | 15.28 | 14.89 | 13.66 | 14.64 | 5.49    | 6.05  | 6.69  | 6.50  | 7.13  | 6.81  | 6.18  | 6.13  |
| 14 | 600655 | 豫园商城  | 15.08   | 14.18 | 15.43 | 10.11 | 15.43 | 8.60  | 15.44 | 12.18 | 6.93    | 7.34  | 8.62  | 6.45  | 8.86  | 5.31  | 8.39  | 8.02  |
| 15 | 600738 | 兰州民百  | 21.77   | 20.68 | 21.39 | 19.81 | 22.21 | 19.55 | 20.30 | 20.17 | 4.64    | 5.30  | 6.50  | 6.24  | 11.26 | 8.23  | 0.10  | 3.48  |
| 16 | 000501 | 鄂武商 A | 20.16   | 19.87 | 19.59 | 20.04 | 19.18 | 19.47 | 20.12 | 20.78 | 5.39    | 4.99  | 5.79  | 5.95  | 6.19  | 6.39  | 5.29  | 5.39  |
| 平均 |        |       | 19.47   | 19.52 | 19.91 | 19.44 | 19.49 | 18.74 | 20.44 | 20.34 | 4.50    | 4.69  | 5.29  | 5.87  | 5.41  | 6.03  | 5.14  | 5.67  |
| 17 | 002251 | 步步高   | 19.61   | 20.48 | 20.68 | 20.33 | 19.97 | 19.68 | 21.56 | 21.16 | 4.00    | 3.47  | 4.24  | 4.81  | 5.59  | 5.87  | 2.56  | 3.44  |
| 18 | 600827 | 友谊股份  | 21.08   | 21.89 | 21.01 | 21.38 | 20.35 | 20.54 | 21.82 | 22.42 | 3.02    | 3.63  | 3.82  | 4.43  | 3.19  | 3.61  | 4.59  | 5.45  |
| 19 | 002187 | 广百股份  | 20.74   | 19.65 | 20.10 | 19.61 | 19.90 | 19.41 | 20.37 | 19.86 | 4.84    | 4.04  | 4.52  | 4.37  | 5.04  | 4.70  | 3.85  | 3.97  |
| 20 | 601933 | 永辉超市  | 17.90   | 19.12 | 18.61 | 19.11 | 0.00  | 18.28 | 18.55 | 20.04 | 3.91    | 3.24  | 3.21  | 4.36  | 4.21  | 4.76  | 2.18  | 3.93  |
| 21 | 600778 | 友好集团  | 20.65   | 21.36 | 21.81 | 20.76 | 21.64 | 21.14 | 22.00 | 20.31 | 3.50    | 4.33  | 3.78  | 4.35  | 4.41  | 4.83  | 3.10  | 3.80  |
| 22 | 000715 | 中兴商业  | 18.08   | 18.50 | 18.49 | 17.96 | 18.42 | 17.89 | 18.58 | 18.05 | 4.70    | 3.57  | 4.23  | 3.84  | 4.88  | 4.33  | 3.32  | 3.22  |
| 23 | 600697 | 欧亚集团  | 16.21   | 14.85 | 13.27 | 13.76 | 15.05 | 13.63 | 11.76 | 13.87 | 4.86    | 4.30  | 3.90  | 3.70  | 3.33  | 2.97  | 4.39  | 4.34  |
| 24 | 002336 | 人人乐   | 20.80   | 20.81 | 20.98 | 20.40 | 20.05 | 19.67 | 22.03 | 21.27 | 2.96    | 2.78  | 3.67  | 3.23  | 3.95  | 3.65  | 3.34  | 2.73  |
| 25 | 600729 | 重庆百货  | 15.86   | 14.90 | 14.67 | 13.47 | 14.86 | 12.71 | 14.43 | 14.55 | 2.94    | 2.93  | 3.06  | 3.20  | 3.30  | 3.56  | 2.73  | 2.71  |
| 26 | 000759 | 中百集团  | 18.15   | 19.02 | 18.44 | 18.92 | 18.27 | 18.62 | 18.65 | 19.32 | 2.96    | 3.01  | 2.96  | 3.17  | 3.44  | 3.28  | 2.34  | 3.01  |
| 27 | 000564 | 西安民生  | 20.76   | 22.36 | 21.89 | 21.12 | 20.90 | 19.57 | 23.27 | 23.25 | 2.85    | 2.91  | 2.86  | 2.74  | 3.69  | 3.29  | 1.71  | 1.98  |
| 28 | 600858 | 银座股份  | 18.68   | 18.19 | 17.84 | 17.46 | 18.06 | 17.33 | 17.56 | 17.63 | 2.48    | 2.11  | 2.86  | 2.11  | 4.14  | 3.00  | 1.23  | 0.92  |
| 29 | 600361 | 华联综超  | 19.34   | 18.99 | 19.54 | 20.55 | 18.63 | 19.72 | 20.62 | 21.52 | 0.90    | 0.68  | 1.33  | 1.06  | 1.17  | 1.16  | 1.51  | 0.93  |
| 30 | 600280 | 南京中商  | 20.08   | 21.05 | 20.35 | 20.23 | 19.93 | 19.38 | 20.94 | 21.41 | 2.17    | 1.31  | 0.88  | 0.89  | 0.67  | 0.70  | 1.17  | 1.15  |

资料来源：WIND，海通证券研究所

### 5.3 剔除投资净收益后归属于母公司的净利润率概况

有 21 家公司 2011 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 (3.11%)，其中有 16 家是我们覆盖的重点公司 (表 7 中以灰色阴影标注的公司)。

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；成商集团扣非后归属于母公司净利润率水平较 10 年上半年大幅上升更多的得益于公司出色的费用管理能力以及高质量的收入增长；值得关注的是，新世界的该项指标 2011 上半年虽仍维持在较高水平上，但较 10 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。

表 7 2011 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（09-1H11）

| 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（%） |      |       |      |      |       |       |       |
|----|--------|-------|----------------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------------------------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
|    |        |       | 2009           | 2010 | 1H10  | 1H11  | 1Q10 | 1Q11  | 2Q10  | 2Q11  | 2009                     | 2010 | 1H10  | 1H11 | 1Q10 | 1Q11  | 2Q10  | 2Q11  |
| 1  | 000987 | 广州友谊  | 9.64           | 9.12 | 10.25 | 9.51  | 9.86 | 9.60  | 10.76 | 9.39  | 9.42                     | 9.12 | 10.27 | 9.18 | 9.86 | 9.60  | 10.80 | 8.63  |
| 2  | 002277 | 友阿股份  | 5.45           | 6.06 | 8.66  | 8.72  | 9.55 | 10.48 | 7.45  | 6.42  | 5.46                     | 6.06 | 8.54  | 8.68 | 9.37 | 10.48 | 7.42  | 6.33  |
| 3  | 600828 | 成商集团  | 7.42           | 8.08 | 7.96  | 10.40 | 8.94 | 8.23  | 6.64  | 13.17 | 5.23                     | 8.08 | 5.42  | 7.81 | 6.01 | 7.26  | 4.61  | 8.51  |
| 4  | 600628 | 新世界   | 6.61           | 6.56 | 7.71  | 7.17  | 5.89 | 5.56  | 9.83  | 9.34  | 6.48                     | 6.56 | 7.70  | 7.25 | 6.09 | 5.69  | 9.58  | 9.34  |
| 5  | 600682 | 南京新百  | 6.29           | 4.71 | 7.40  | 5.17  | 8.29 | 7.47  | 6.20  | 2.12  | 6.20                     | 4.71 | 7.47  | 5.66 | 8.55 | 7.46  | 6.02  | 3.29  |
| 6  | 000516 | 开元投资  | 3.31           | 6.03 | 7.77  | 5.72  | 3.32 | 5.05  | 13.33 | 6.56  | 3.52                     | 6.03 | 4.47  | 5.41 | 3.37 | 4.79  | 5.83  | 6.18  |
| 7  | 600693 | 东百集团  | 5.32           | 5.33 | 5.59  | 26.11 | 8.38 | 6.77  | 1.94  | 54.54 | 5.22                     | 5.33 | 6.89  | 5.33 | 8.12 | 6.53  | 5.29  | 3.58  |
| 8  | 600814 | 杭州解百  | 3.77           | 3.54 | 5.48  | 5.52  | 5.85 | 5.65  | 5.06  | 5.37  | 3.56                     | 3.54 | 5.34  | 5.33 | 5.57 | 5.63  | 5.07  | 4.98  |
| 9  | 600785 | 新华百货  | 5.93           | 5.40 | 6.02  | 5.33  | 6.99 | 6.46  | 4.84  | 3.94  | 5.62                     | 5.40 | 5.91  | 5.05 | 6.91 | 6.24  | 4.67  | 3.57  |
| 10 | 002419 | 天虹商场  | 4.42           | 4.77 | 4.83  | 5.14  | 5.27 | 5.62  | 4.29  | 4.52  | 4.26                     | 4.77 | 4.70  | 4.97 | 5.11 | 5.46  | 4.19  | 4.34  |
| 11 | 600738 | 兰州民百  | 3.38           | 4.12 | 5.16  | 4.67  | 8.43 | 6.17  | 0.77  | 2.58  | 3.72                     | 4.12 | 6.21  | 4.66 | 8.09 | 6.17  | 3.69  | 2.58  |
| 12 | 600631 | 百联股份  | 3.94           | 4.79 | 4.81  | 7.95  | 4.29 | 9.53  | 5.58  | 5.51  | 3.15                     | 4.79 | 4.05  | 4.54 | 4.22 | 4.52  | 3.82  | 4.57  |
| 13 | 600861 | 北京城乡  | 5.30           | 4.15 | 4.41  | 4.00  | 5.31 | 4.86  | 3.11  | 2.77  | 1.22                     | 4.15 | 3.41  | 3.85 | 4.32 | 4.65  | 2.11  | 2.71  |
| 14 | 600859 | 王府井   | 3.46           | 2.70 | 3.61  | 3.78  | 3.76 | 4.16  | 3.43  | 3.27  | 3.22                     | 2.70 | 3.62  | 3.77 | 3.77 | 4.16  | 3.42  | 3.23  |
| 15 | 002251 | 步步高   | 2.89           | 2.52 | 3.15  | 3.60  | 4.29 | 4.39  | 1.72  | 2.59  | 2.76                     | 2.52 | 3.03  | 3.51 | 4.04 | 4.26  | 1.76  | 2.55  |
| 16 | 000417 | 合肥百货  | 3.41           | 4.05 | 3.07  | 6.36  | 3.03 | 8.41  | 3.12  | 3.51  | 2.79                     | 4.05 | 2.97  | 3.35 | 3.16 | 3.40  | 2.72  | 3.28  |
| 17 | 000501 | 鄂武商 A | 3.01           | 2.79 | 3.34  | 3.48  | 3.54 | 3.72  | 3.09  | 3.17  | 2.52                     | 2.79 | 3.52  | 3.34 | 3.87 | 3.77  | 3.09  | 2.79  |
| 18 | 002187 | 广百股份  | 3.57           | 2.98 | 3.39  | 3.26  | 3.74 | 3.46  | 2.94  | 3.00  | 3.54                     | 2.98 | 3.25  | 3.31 | 3.63 | 3.46  | 2.75  | 3.11  |
| 19 | 600327 | 大东方   | 3.37           | 3.54 | 4.00  | 3.86  | 4.20 | 3.99  | 3.78  | 3.70  | 2.85                     | 3.54 | 3.94  | 3.29 | 4.16 | 3.74  | 3.68  | 2.76  |
| 20 | 600778 | 友好集团  | 3.02           | 3.60 | 3.38  | 3.84  | 3.83 | 4.13  | 2.90  | 3.50  | 1.99                     | 3.60 | 3.51  | 3.29 | 3.83 | 4.10  | 3.16  | 2.34  |
| 21 | 601933 | 永辉超市  | 3.00           | 2.48 | 2.46  | 3.36  | 3.28 | 3.67  | 1.63  | 3.01  | 3.00                     | 2.48 | 2.42  | 3.27 | 3.25 | 3.67  | 1.56  | 2.82  |
| 平均 |        |       | 3.03           | 3.09 | 3.47  | 3.90  | 3.57 | 4.07  | 3.34  | 3.67  | 2.54                     | 2.68 | 3.07  | 3.11 | 3.37 | 3.38  | 2.69  | 2.77  |
| 22 | 000715 | 中兴商业  | 3.47           | 2.72 | 3.17  | 2.88  | 3.66 | 3.26  | 2.49  | 2.41  | 3.68                     | 2.72 | 3.15  | 2.89 | 3.57 | 3.25  | 2.57  | 2.45  |
| 23 | 600729 | 重庆百货  | 2.27           | 2.49 | 2.59  | 2.73  | 2.85 | 3.07  | 2.24  | 2.25  | 2.16                     | 2.49 | 2.58  | 2.70 | 2.82 | 3.05  | 2.26  | 2.20  |
| 24 | 002336 | 人人乐   | 2.62           | 2.36 | 3.05  | 2.52  | 3.23 | 2.69  | 2.84  | 2.30  | 2.54                     | 2.36 | 3.00  | 2.44 | 3.15 | 2.69  | 2.83  | 2.14  |
| 25 | 000564 | 西安民生  | 2.31           | 2.53 | 2.48  | 2.36  | 3.15 | 2.90  | 1.54  | 1.62  | 2.54                     | 2.53 | 2.75  | 2.36 | 3.14 | 2.74  | 2.21  | 1.83  |
| 26 | 600697 | 欧亚集团  | 2.84           | 2.52 | 2.33  | 2.18  | 1.85 | 1.65  | 2.74  | 2.64  | 2.80                     | 2.52 | 2.30  | 2.20 | 1.82 | 1.64  | 2.70  | 2.70  |
| 27 | 000759 | 中百集团  | 2.11           | 2.11 | 2.10  | 2.11  | 2.44 | 2.31  | 1.65  | 1.84  | 1.85                     | 2.11 | 1.75  | 2.10 | 2.38 | 2.29  | 0.92  | 1.84  |
| 28 | 600858 | 银座股份  | 2.87           | 1.26 | 2.02  | 1.44  | 2.96 | 2.16  | 0.83  | 0.46  | 2.89                     | 1.26 | 1.95  | 1.45 | 2.90 | 2.21  | 0.75  | 0.44  |
| 29 | 600280 | 南京中商  | 1.02           | 0.94 | 0.23  | 0.30  | 0.15 | 0.17  | 0.34  | 0.47  | 1.17                     | 0.94 | 0.50  | 0.73 | 0.41 | 1.42  | 0.63  | -0.25 |
| 30 | 600361 | 华联综超  | 0.66           | 0.53 | 1.06  | 0.80  | 0.93 | 0.87  | 1.22  | 0.73  | 0.61                     | 0.53 | 1.05  | 0.59 | 0.89 | 0.74  | 1.25  | 0.42  |
| 31 | 600827 | 友谊股份  | 0.64           | 0.96 | 1.16  | 1.42  | 0.94 | 1.12  | 1.42  | 1.79  | 0.16                     | 0.96 | 0.47  | 0.52 | 0.51 | 0.65  | 0.43  | 0.35  |

资料来源：WIND，海通证券研究所

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 22 家公司 2011 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 (13.25%)，其中有 14 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 2011 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 (07-1H11)

| 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 (%) |       |       |       |       |       |
|----|--------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|    |        |       | 2007          | 2008  | 2009  | 2010  | 1H10  | 1H11  | 2007          | 2008  | 2009  | 2010  | 1H10  | 1H11  | 2007                 | 2008  | 2009  | 2010  | 1H10  | 1H11  |
| 1  | 600655 | 豫园商城  | 4.04          | 3.29  | 3.24  | 3.09  | 2.84  | 2.00  | 5.41          | 4.46  | 4.60  | 4.27  | 3.68  | 2.48  | 9.45                 | 7.75  | 7.84  | 7.35  | 6.51  | 4.48  |
| 2  | 002277 | 友阿股份  | 5.34          | 5.65  | 5.26  | 4.61  | 3.22  | 2.94  | 4.98          | 6.19  | 5.65  | 5.16  | 4.36  | 3.94  | 10.32                | 11.84 | 10.92 | 9.77  | 7.58  | 6.88  |
| 3  | 600327 | 大东方   | 3.00          | 3.01  | 2.85  | 2.80  | 2.68  | 2.90  | 4.29          | 4.92  | 4.07  | 3.95  | 4.26  | 4.72  | 7.29                 | 7.93  | 6.92  | 6.76  | 6.94  | 7.63  |
| 4  | 600697 | 欧亚集团  | 2.50          | 3.06  | 3.00  | 2.73  | 2.53  | 2.51  | 8.07          | 6.84  | 7.30  | 6.83  | 6.16  | 6.60  | 10.57                | 9.91  | 10.30 | 9.56  | 8.69  | 9.12  |
| 5  | 600821 | 津劝业   | 2.25          | 2.92  | 3.75  | 2.17  | 1.41  | 1.23  | 9.19          | 14.98 | 19.23 | 16.66 | 7.63  | 8.00  | 11.44                | 17.90 | 22.98 | 18.83 | 9.04  | 9.22  |
| 6  | 000516 | 开元投资  | 3.92          | 3.24  | 2.81  | 3.52  | 3.41  | 2.67  | 5.50          | 5.93  | 5.47  | 7.18  | 7.49  | 6.68  | 9.42                 | 9.17  | 8.27  | 10.70 | 10.90 | 9.35  |
| 7  | 600729 | 重庆百货  | 7.62          | 8.05  | 8.49  | 9.15  | 7.83  | 7.88  | 4.77          | 4.24  | 4.14  | 2.33  | 1.83  | 1.77  | 12.38                | 12.29 | 12.64 | 11.48 | 9.66  | 9.65  |
| 8  | 000987 | 广州友谊  | 6.76          | 7.32  | 6.49  | 6.53  | 6.05  | 7.59  | 4.82          | 3.84  | 3.19  | 2.64  | 2.45  | 2.21  | 11.59                | 11.15 | 9.68  | 9.17  | 8.50  | 9.80  |
| 9  | 600828 | 成商集团  | 8.14          | 9.80  | 9.53  | 9.62  | 9.48  | 8.44  | 2.76          | 3.25  | 1.82  | 1.89  | 1.98  | 1.64  | 10.89                | 13.05 | 11.35 | 11.51 | 11.46 | 10.08 |
| 10 | 600306 | 商业城   | 4.14          | 4.74  | 4.08  | 2.98  | 2.51  | 1.98  | 8.13          | 8.72  | 15.68 | 8.69  | 8.50  | 8.67  | 12.27                | 13.46 | 19.76 | 11.67 | 11.01 | 10.64 |
| 11 | 000417 | 合肥百货  | 2.42          | 2.56  | 2.65  | 2.70  | 3.09  | 3.12  | 6.62          | 7.14  | 6.91  | 6.57  | 7.76  | 7.60  | 9.04                 | 9.71  | 9.56  | 9.27  | 10.85 | 10.72 |
| 12 | 600785 | 新华百货  | 8.96          | 7.54  | 7.67  | 8.37  | 6.98  | 8.66  | 4.78          | 4.10  | 2.54  | 2.96  | 3.41  | 2.51  | 13.74                | 11.63 | 10.21 | 11.32 | 10.38 | 11.17 |
| 13 | 600738 | 兰州民百  | 5.68          | 5.68  | 5.15  | 5.17  | 4.24  | 5.04  | 8.39          | 9.49  | 8.07  | 7.21  | 7.17  | 6.16  | 14.07                | 15.16 | 13.22 | 12.38 | 11.41 | 11.20 |
| 14 | 600693 | 东百集团  | 6.97          | 6.92  | 9.90  | 9.13  | 9.15  | 8.53  | 3.80          | 4.38  | 1.02  | 1.67  | 1.11  | 2.93  | 10.77                | 11.30 | 10.92 | 10.80 | 10.26 | 11.47 |
| 15 | 600859 | 王府井   | 8.46          | 8.16  | 8.91  | 8.68  | 8.28  | 8.56  | 3.35          | 3.96  | 3.66  | 3.14  | 3.14  | 2.94  | 11.82                | 12.13 | 12.58 | 11.82 | 11.42 | 11.50 |
| 16 | 600814 | 杭州解百  | 2.59          | 3.02  | 4.23  | 5.34  | 4.14  | 4.12  | 9.59          | 9.17  | 8.93  | 7.80  | 8.50  | 7.41  | 12.18                | 12.18 | 13.16 | 13.14 | 12.64 | 11.53 |
| 17 | 600682 | 南京新百  | 6.59          | 6.95  | 6.08  | 5.30  | 1.64  | 1.74  | 7.89          | 9.85  | 10.18 | 8.95  | 10.74 | 10.13 | 14.48                | 16.80 | 16.25 | 14.25 | 12.39 | 11.87 |
| 18 | 600628 | 新世界   | 4.61          | 4.87  | 4.44  | 4.49  | 4.43  | 4.01  | 14.35         | 11.63 | 10.80 | 11.00 | 9.63  | 8.26  | 18.96                | 16.50 | 15.24 | 15.50 | 14.06 | 12.26 |
| 19 | 600712 | 南宁百货  | 3.25          | 3.26  | 3.07  | 4.07  | 3.74  | 3.93  | 9.86          | 9.81  | 10.07 | 9.81  | 9.74  | 8.37  | 13.11                | 13.07 | 13.15 | 13.88 | 13.49 | 12.31 |
| 20 | 000715 | 中兴商业  | 2.65          | 2.86  | 2.23  | 2.68  | 2.15  | 2.16  | 10.17         | 11.96 | 10.09 | 11.66 | 11.42 | 10.47 | 12.82                | 14.82 | 12.32 | 14.34 | 13.57 | 12.63 |
| 21 | 600858 | 银座股份  | 8.32          | 10.02 | 10.04 | 11.03 | 9.39  | 9.37  | 2.26          | 2.88  | 3.46  | 2.74  | 3.64  | 3.54  | 10.57                | 12.90 | 13.51 | 13.77 | 13.03 | 12.90 |
| 22 | 000501 | 鄂武商 A | 10.65         | 11.95 | 11.45 | 11.89 | 10.59 | 11.73 | 2.23          | 1.87  | 2.04  | 1.74  | 1.46  | 1.24  | 12.88                | 13.82 | 13.49 | 13.64 | 12.05 | 12.97 |
|    |        | 平均    | 9.58          | 9.95  | 9.62  | 10.33 | 9.23  | 9.08  | 5.00          | 5.13  | 4.80  | 4.65  | 4.56  | 4.17  | 14.58                | 15.08 | 14.42 | 14.98 | 13.79 | 13.25 |
| 23 | 002187 | 广百股份  | 12.96         | 12.45 | 11.43 | 12.06 | 12.15 | 11.36 | 3.09          | 2.83  | 3.05  | 2.27  | 2.24  | 2.18  | 16.05                | 15.29 | 14.48 | 14.34 | 14.39 | 13.53 |
| 24 | 600280 | 南京中商  | 4.86          | 4.59  | 4.45  | 4.79  | 5.16  | 4.55  | 8.38          | 8.10  | 10.74 | 10.08 | 11.31 | 9.06  | 13.24                | 12.69 | 15.19 | 14.87 | 16.47 | 13.61 |
| 25 | 601933 | 永辉超市  | 9.15          | 10.17 | 11.17 | 12.65 | 12.28 | 12.41 | 2.02          | 1.91  | 2.03  | 2.29  | 2.26  | 1.82  | 11.17                | 12.07 | 13.20 | 14.94 | 14.54 | 14.23 |
| 26 | 600631 | 百联股份  | 8.38          | 8.41  | 8.52  | 8.49  | 8.03  | 7.67  | 9.07          | 9.73  | 9.32  | 8.20  | 7.83  | 6.85  | 17.45                | 18.15 | 17.84 | 16.69 | 15.87 | 14.52 |
| 27 | 000759 | 中百集团  | 10.38         | 10.64 | 10.92 | 11.43 | 11.14 | 11.31 | 3.68          | 3.90  | 3.73  | 4.11  | 3.90  | 3.63  | 14.06                | 14.54 | 14.65 | 15.54 | 15.04 | 14.93 |
| 28 | 002251 | 步步高   | 13.59         | 13.92 | 13.58 | 14.74 | 14.08 | 12.99 | 1.45          | 1.59  | 1.98  | 1.93  | 1.98  | 1.99  | 15.03                | 15.50 | 15.56 | 16.67 | 16.06 | 14.98 |
| 29 | 600778 | 友好集团  | 4.28          | 4.78  | 5.24  | 4.80  | 4.76  | 4.87  | 8.72          | 10.11 | 11.08 | 10.14 | 10.89 | 10.21 | 13.00                | 14.89 | 16.32 | 14.94 | 15.65 | 15.08 |
| 30 | 000564 | 西安民生  | 3.48          | 5.35  | 5.08  | 8.09  | 8.53  | 7.61  | 11.85         | 11.06 | 10.77 | 9.47  | 9.02  | 7.87  | 15.33                | 16.41 | 15.86 | 17.56 | 17.55 | 15.48 |
| 31 | 002419 | 天虹商场  | 16.05         | 15.79 | 15.19 | 14.61 | 14.22 | 14.27 | 1.47          | 2.36  | 1.59  | 1.88  | 1.67  | 1.48  | 17.52                | 18.14 | 16.78 | 16.49 | 15.89 | 15.76 |
| 32 | 002336 | 人人乐   | 12.89         | 12.91 | 14.07 | 14.53 | 13.81 | 13.54 | 1.88          | 3.00  | 3.05  | 3.09  | 3.12  | 3.08  | 14.77                | 15.91 | 17.12 | 17.62 | 16.93 | 16.62 |
| 33 | 600827 | 友谊股份  | 16.24         | 16.85 | 16.23 | 16.48 | 15.51 | 15.99 | 2.09          | 2.04  | 2.31  | 2.53  | 2.45  | 2.20  | 18.34                | 18.89 | 18.54 | 19.01 | 17.96 | 18.19 |
| 34 | 600361 | 华联综超  | 13.27         | 14.94 | 15.58 | 15.48 | 15.02 | 16.26 | 2.32          | 1.90  | 1.61  | 1.83  | 1.80  | 2.11  | 15.58                | 16.84 | 17.19 | 17.31 | 16.82 | 18.37 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

费用比例较为节约的友阿股份、大东方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；而欧亚集团的低费用比例与其低毛利、低费用率的经营模式有关。华联综超两项费用比例同比较大幅度提升，则是因为其新开门店加快但销售收

入尚未释放所致。

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。后面附录我们给出了我们 5 月 3 日上次行业跟踪报告以来的主要报告，供参考。

## 6. 风险与不确定性。

行业整体发展环境和趋势良好。主要关注渠道竞争可能继续加剧（比如电商和实体店的竞争），宏观经济不确定性等风险。

### 附录：5 月 3 日以来主要研究报告

- 1) 永辉超市 2011 半年报点评：规模持续高速增长，异地扩张形势良好，维持增持 20110829
- 2) 小商品城 2011 半年报点评：无房产收益确认及财务费用增加导致 11 上半年业绩负增长 15%，下半年将改善，维持买入 20110829
- 3) 天虹商场 2011 半年报点评：上半年收入增 33%净利增 41%，百货业态 42%的收入增速突出，维持增持 20110829
- 4) 南京中商 2011 半年报点评：上半年扣非净利润增长 270%，业绩反转趋势持续，维持增持 20110829
- 5) 华联综超 2011 半年报点评：内生增速有限情况下，开店速度加快导致净利同比下降 16%，维持增持 20110829
- 6) 广百股份 2011 半年报点评：门店成长及费用率下降，业绩增速逐季向好，维持增持 20110829
- 7) 三江购物 2011 半年报点评：销售增速一般是导致净利润增速缓慢的主要因素，暂无评级 20110825
- 8) 步步高 2011 半年报点评：期间费用率下降带来净利润大幅增长，业绩拐点得到进一步验证，维持增持 20110825
- 9) 银座股份 2011 年中报点评：较高费用依然压制短期业绩表现，未来业绩弹性的主要观察点，维持增持 20110825
- 10) 批发与零售贸易行业双周报（第 8 期）：零售行业中报业绩优良，弱市下行业防御性特征明显并将持续 20110822
- 11) 海宁皮城公告点评：佟二堡二期原辅料市场招商进展顺利，但招商价格低于预期，维持中性 20110818
- 12) 大东方 2011 年中报点评：2011 上半年扣非净利润增长 5%低于预期，但当前估值处于板块最低端，维持买入 20110818
- 13) 广州友谊 2011 年中报点评：二季度净利润增速下滑，经营压力有所显现，维持增持 20110818
- 14) 友阿股份 2011 半年报点评：上半年扣非后净利润增长近 40%，业绩持续高增长，维持增持 20110817
- 15) 友好集团 2011 年中报点评：中期扣非业绩增长近 40%，外延扩张将带来 2012 年主业压力，维持增持 20110817
- 16) 新世界 2011 中报点评：受去年世博会高基数影响，二季度收入利润增速均有所回落，维持增持 20110816
- 17) 西安民生 2011 半年报点评：上半年扣非后净利润同比增长 3.75%，持续发展仍主要来自股本规模的进一步做大做强，维持增持 20110816

- 18) 重庆百货 2011 半年报点评: 上半年净利润增长 28%, 业绩表现优良, 维持买入 20110816
- 19) 成商集团 2011 年中报点评: 扣非并剔除太平洋百货收益后净利润增长 48%, 业绩表现优良, 维持增持 20110816
- 20) 小商品城公告点评: 国际商贸城五区和篁园市场剩余商位对外招选商 20110815
- 21) 中兴商业 2011 年中报点评: 业绩低于预期, 新中兴利润高成长或将延后, 维持买入 20110812
- 22) 合肥百货 2011 年中报点评: 主业经营利润增长 48%, 未来仍有较好成长性, 维持增持 20110812
- 23) 新华百货 2011 年中报点评: 上半年净利润增长 15%符合预期, 关注新门店培育进程, 维持增持 20110811
- 24) 人人乐 2011 半年报点评: 扣非后净利润同比增长 7.19%, 上半年展店速度较快带来业绩增长压力, 维持增持 20110810
- 25) 徐家汇 2011 半年报点评: 公司净利润增长 22%以上, 主要来自二季度收购汇金百货的少数股权, 暂无评级 20110810
- 26) 超市行业专题研究: 主要 A、H 股上市公司经营指标分析 20110809
- 27) 批发与零售贸易行业双周报(第 7 期): 8 月中报良好+9 月迎来消费旺季, 建议关注行业性投资机会 20110809
- 28) 文峰股份 2011 半年报点评: 扣非后净利润同比增长 21%以上, 经营稳定良好, 增持维持 20110809
- 29) 欧亚集团 2011 半年报点评: 上半年净利润增长 20%以上, 一、二季度净利润增速逐季提升, 维持买入 20110809
- 30) 东百集团 2011 半年报点评: 净利润同比增长近 460%主要来自拆迁补偿, 实际经营性净利润增速为 12.57%, 维持增持 20110808
- 31) 开元投资调研简报: 开元商城稳定增长, 宝鸡店和西稍门店的未来发展值得关注, 维持增持 20110803
- 32) 广百股份业绩快报点评: 二季度净利润增长 27.62%, 业绩好转明显维持增持 20110801
- 33) 苏宁电器公告点评: 2011 上半年收入和利润各增 23%和 25%, 业绩符合预期, 维持买入, 目标价 19 元, 20110801
- 34) 开元投资 2011 年中报点评: 上半年扣非后净利润同比增长 48%以上, 开元商城内生增长贡献较大, 增持调高 20110728
- 35) 广州友谊公告点评: 物业重新议租提升年租金收益至 1 亿元, 年贡献 EPS 约 0.18 元, 维持增持, 目标价 28.88 元, 20110727
- 36) 海宁皮城 2011 年中报点评: 2011 上半年净利润增长近 80%符合预期, 估值渐趋合理, 维持中性 20110727
- 37) 大东方调研简报: 业绩增长平稳, 外延扩张稳健推进, 维持买入 20110726
- 38) 批发与零售贸易行业双周报(第 6 期): 中报披露期零售板块有望获得良好表现 20110725
- 39) 天虹商场公告点评: 使用剩余超募资金投资新项目, 提升规模竞争力, 维持增持 20110721
- 40) 小商品城公告点评: 宾王市场改造, 建设城市商业综合体, 维持买入 20110719
- 41) 重庆百货公告点评: 新世纪百货拟新开购物中心, 重组后首次大体量外延扩张, 前景较好, 维持买入 20110713
- 42) 批发与零售贸易行业双周报(第 5 期): 股价短期表现取决于二季度业绩增速 20110711
- 43) 友阿股份公告点评: 股权激励范围全面充分, 净利润复合增长 20%的激励条件略显平淡, 维持增持 20110704
- 44) 文峰股份: 收购南通文景 50%股权/回购上海文峰千家惠对业绩影响较小, 长期有利于公司发展 20110701

- 45) 农产品公告点评: 深深宝股权变化收益及果菜公司下属房产拆迁补偿, 增厚 2011 年非经常性损益 1 亿元左右, 维持买入 20110701
- 46) 苏宁电器公告点评: 增资控股 51%经营 LAOX, 支撑其新门店扩张, 维持买入 20110629
- 47) 批发与零售贸易行业双周报 (第 4 期): 短期看区域百货龙头可能弹性更大 20110628
- 48) 批发和零售贸易行业 2011 年中期投资策略 20110624
- 49) 苏宁电器非公开增发公告点评: 大股东高溢价高比例参与增发, 彰显对公司发展信心, 维持买入 20110617
- 50) 批发与零售贸易行业双周报 (第 3 期): 估值再次落入低位凸显零售板块投资价值, 短期区域百货可能弹性更大 20110614
- 51) 文峰股份跟踪报告: 网上发行 8800 万股 6 月 3 日将上市 20110603
- 52) 批发与零售贸易行业双周报 (第 2 期): 情绪性杀跌再次杀出低估值, 购物卡新规对零售企业影响有限 20110531
- 53) 银座股份调研简报: 费用自高点回落有利于业绩恢复性释放, 振兴街购物中心有望 8 月前后开业, 维持增持 20110530
- 54) 批发与零售贸易行业点评: 规范商业预付卡对零售企业有利有弊, 虽存潜在风险但影响不大, 维持增持 20110527
- 55) 友好集团公告点评: 在乌市高新区租赁物业开设综合购物中心, 外延扩张持续进行, 维持增持 20110525
- 56) 人人乐公告点评: 配送中心建设有利于长期发展, 增持维持 20110524
- 57) 文峰股份新股深度研究报告: “立足南通, 融入上海”的南通最大零售企业 20110520
- 58) 批发与零售贸易行业双周报 (第 1 期) 20110517
- 59) 农产品调研简报: 平湖市场开业驱动商业及盈利模式升级, 维持买入 20110516
- 60) 新华百货调研简报: 资本开支与新门店培育, 短期业绩增速趋缓, 维持增持 20110516
- 61) 农产品公告点评: 增发投资天津和南宁市场, 聚焦主业加速外延扩张, 买入维持 20110506
- 62) 批发与零售贸易行业跟踪报告: 中西部东北部二三线城市增速居前、金银珠宝家电数码应季服装热销 20110505

## 信息披露

### 分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

### 投资评级说明

#### 1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

| 类别     | 评级 | 说明                       |
|--------|----|--------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上；         |
|        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；    |
|        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；     |
|        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；    |
|        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。          |
| 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；     |
|        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间； |
|        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。     |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，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书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 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 副所长  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

### 宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com  
汪 辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com  
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

### 联系人

高 远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com  
李 宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

### 策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com  
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com  
荀玉根 (021) 23219658 xyg6052@htsec.com

### 联系人

王 旭 (021) 23219396 wx5937@htsec.com  
汤 慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

### 基金研究团队

娄 静 (021) 23219450 loujing@htsec.com  
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com  
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com  
罗 震 (021) 23219326 luozh@htsec.com  
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com  
联系人  
徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com  
陈 瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

### 金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com  
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com  
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

### 联系人

冯佳睿 (021) 23219732 fengjr@htsec.com  
朱剑涛 (021) 23219745 zhujt@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com

### 政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com  
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

### 计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com  
联系人  
袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com  
蒋 科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

### 煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438 zhb6065@htsec.com  
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403 luying@htsec.com  
潘 鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com  
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com  
联系人  
李宏科 (021) 23219671 lkh6064@htsec.com

### 建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com  
联系人  
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com  
张显宁 (021) 23219813 zxn6700@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com  
联系人  
王晓林 (021) 23219812 wxl6666@htsec.com

### 机械行业

龙 华 (021) 23219411 longh@htsec.com  
联系人  
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com  
熊哲颖 (021) 23219407 xzy5559@htsec.com

### 农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com  
联系人  
夏 木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

### 纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610 lyy5991@htsec.com

### 非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com  
联系人  
黄 娟 (021) 23219638 hm6139@htsec.com

### 电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com  
联系人  
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

### 互联网及传媒行业

联系人  
白 洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

### 交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com  
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com  
联系人  
虞 楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

### 汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com  
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

### 食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com  
齐 莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

### 钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

### 医药行业

联系人  
刘 宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com  
刘 杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com  
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com

### 有色金属行业

联系人  
刘 博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

### 基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com  
联系人  
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com  
张 瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com

### 家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com  
联系人  
孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com

### 建筑建材行业

联系人  
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

### 电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com  
牛 品 (021) 23219390 np6307@htsec.com  
联系人  
房 青 (021) 23219692 fangq@htsec.com  
徐柏乔 (021) 23219171 xqb6583@htsec.com

## 公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415

lufm@htsec.com

联系人

汤砚卿 (021) 23219768

tyq6066@htsec.com

## 银行业

联系人

刘瑞 (021) 23219635

lr6185@htsec.com

## 社会服务业

林周勇 (021) 23219389

lzy6050@htsec.com

联系人

胡宇飞 (021) 23219810

hyf6699@htsec.com

## 房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tll5535@htsec.com

谢盐 (021) 23219436

xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421

jiayt@htsec.com

## 造纸轻工行业

徐琳 (021) 23219767

xl6048@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

## 深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962

ctq5979@htsec.com

刘晶晶 (0755) 83255933

liujj4900@htsec.com

辜丽娟 (0755) 83253022

gulj@htsec.com

高艳娟 (0755) 83254133

gyj6435@htsec.com

## 上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386

gaoqin@htsec.com

季唯佳 (021) 23219384

jiwj@htsec.com

胡雪梅 (021) 23219385

huxm@htsec.com

黄毓 (021) 23219410

huangyu@htsec.com

朱健 (021) 23219592

zhuj@htsec.com

肖文宇 (021) 23219442

xiaowu@htsec.com

王丛丛 (021) 23219454

wcc6132@htsec.com

## 北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988

sunj@htsec.com

张广宇 (010) 58067931

zgy5863@htsec.com

殷怡琦 (010) 58067944

yinyq@htsec.com

王秦豫 (010) 58067930

wqy6308@htsec.com