

商业零售行业

行业研究/深度报告

收入增长创五年最高，奢侈品与百货行业领跑零售板块 —零售行业 2011 年中报总结

民生精品---深度研究报告/商业零售行业

2011 年 9 月 6 日

报告摘要:

► 2011 年中期零售板块收入增速达 5 年来最高水平

中信零售板块整体实现营业总收入 2879 亿元，同比增长 28.48%，归属于母公司的净利润 99 亿元，同比增长 34.74%，扣非后归属于母公司的净利润 92 亿元，同比增长 40.57%。

► 百货板块表现不俗，带动整个零售板块增长

百货子行业 2011 年中期实现营业总收入 1180 亿元，同比增长 41.36%，归属于母公司的净利润 49 亿元，同比增长 49.30%，扣非后归属于母公司的净利润 42 亿元，同比增长 53.41%。百货行业该等指标于零售板块 3 个子行业（百货、超市、连锁）中增速最高，也是唯一增速高于零售行业总体增速的子板块，百货行业的靓丽表现带动了整个零售板块的增长。

► 超市板块收入增长 15.09%，扣非后归属于母公司的净利润增长 38.66%

超市子行业 2011 年中期实现营业总收入 682 亿元，同比增长 15.09%，归属于母公司的净利润 14 亿元，同比增长 33.14%，扣非后归属于母公司的净利润 13 亿元，同比增长 38.66%。

► 连锁板块收入增长 25.02%，扣非后归属于母公司的净利润增长 28.89%

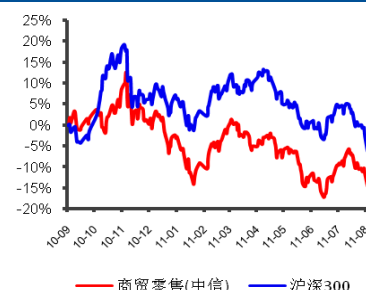
连锁子行业 2011 年中期实现营业总收入 1016 亿元，同比增长 25.02%，归属于母公司的净利润 37 亿元，同比增长 19.93%，扣非后归属于母公司的净利润 37 亿元，同比增长 28.89%。

► 维持行业推荐评级

维持推荐首商股份，重庆百货，天虹商场，鄂武商，友好集团和王府井，弹性较大的大商股份，南京新百，渤海物流，津劝业，长百集团和东百集团也值得关注。另外，奢侈品和可选品牌消费品维持推荐飞亚达和美克股份。

推 荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 田慧蓝

执业证书编号: S0100511060002

电话: (86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

联系人: 王羽

电话: (86755)22662070

联系人: 陈玉蓉

电话: (86755)22662096

相关研究

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2011.09.06	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
首商股份	13.35	0.10	0.48	0.62	145.15	29.33	22.71	强烈推荐
重庆百货	45.00	1.41	1.82	2.3	32.66	25.30	20.02	强烈推荐
天虹商场	24.00	1.28	0.81	1.05	19.14	30.25	23.33	强烈推荐
鄂武商 A	18.62	0.58	0.76	1.00	33.29	25.41	19.31	谨慎推荐
友好集团	13.69	0.34	0.49	0.76	41.15	28.55	18.41	谨慎推荐
王府井	41.43	0.95	1.64	2.15	44.93	26.02	19.85	强烈推荐
飞亚达	17.80	0.34	0.40	0.52	53.94	45.85	35.27	强烈推荐
美克股份	13.26	0.32	0.45	0.62	43.00	30.58	22.19	强烈推荐

资料来源: 民生证券研究所

目 录

一、2011 年中期零售板块收入增速达 5 年来最高水平	3
1、营业总收入增长 28.48%，增速处于近 5 年领跑态势	3
2、综合毛利率达 17.38%，同比略降 0.37%	4
3、期间费用率同比下降 0.43%，体现了行业整体运营能力的提升	4
4、扣非后净利润增长 40.57%，高于收入增长速度	5
二、百货板块表现不俗，带动整个零售板块增长	6
1、营业总收入增长 41.36%，受益于通胀及金银珠宝类消费旺盛	6
2、综合毛利率 18.37%，同比下降 1.13%，金银珠宝销售占比提升拉低行业毛利率	8
3、期间费用率同比下降 1.14%，主要由于管理和财务费用率降低	10
4、扣非后净利润增长 53.41%，处于零售板块领先地位	11
三、超市板块收入增长 15.09%，扣非后归属于母公司的净利润增长 38.66%	13
四、连锁板块收入增长 25.02%，扣非后归属于母公司的净利润增长 28.89%	15
五、中信零售板块不包含但我们重点推荐的公司中报回顾	17
1、飞亚达 A：多项指标创新高，历史最亮丽中报	17
2、美克股份：业绩符合预期，品牌线进一步丰富	18
六、投资建议	19
插图目录	20
表格目录	20

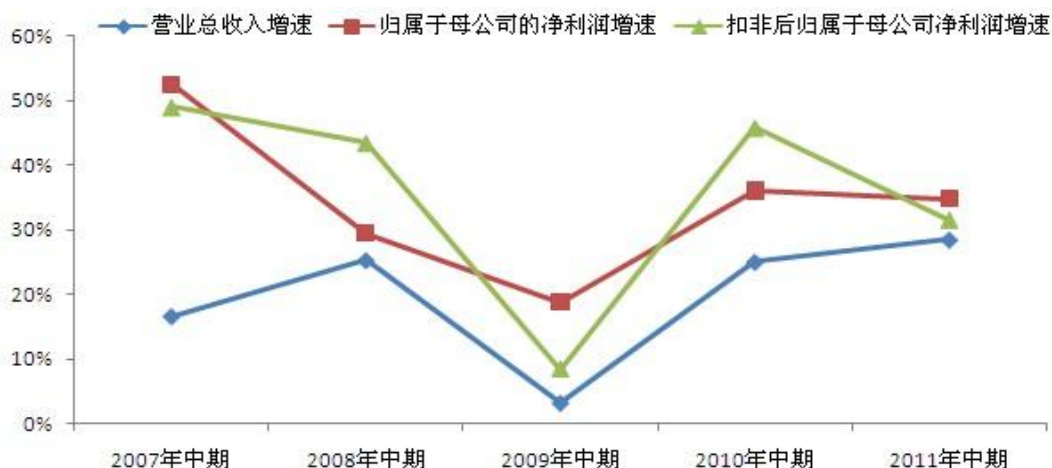
一、2011 年中期零售板块收入增速达 5 年来最高水平

1、营业总收入增长 28.48%，增速处于近 5 年领跑态势

截至目前，零售板块 2011 年中期报告公告完毕，据 Wind 数据库统计，中信零售板块整体实现营业总收入 2879 亿元，同比增长 28.48%，归属于母公司的净利润 99 亿元，同比增长 34.74%，扣非后归属于母公司的净利润 92 亿元，同比增长 40.57%。

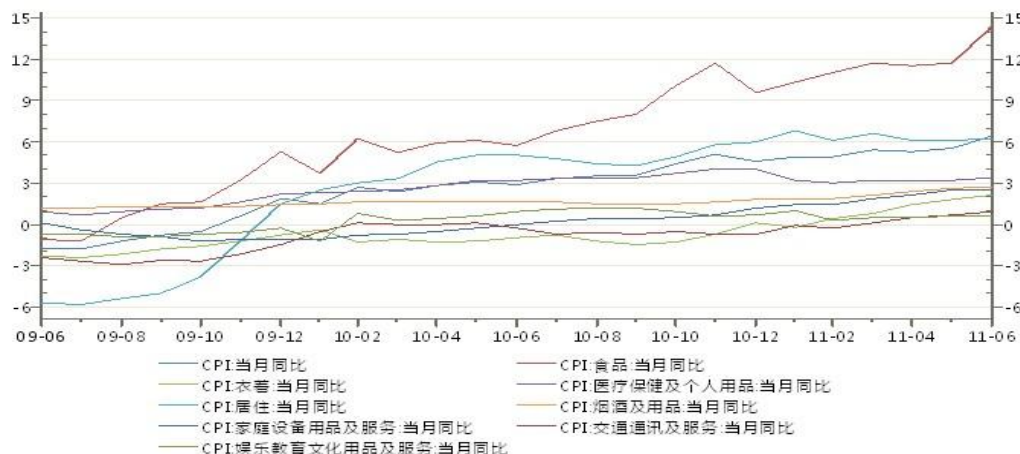
我们观察了零售板块近 5 年的营业总收入增速（为剔除新增上市公司的影响，使用算术平均数计算每年增速），本期营业总收入增速处于 5 年来的最高水平。我们判断主要由于 2011 年上半年 CPI 高企对商品售价起到了推动作用，另外在高通胀的环境下，本年人们对具保值功能的金银珠宝类消费热情一直高涨，拉高了零售行业收入增速。

图 1：2007-2011 年零售板块收入和利润增速



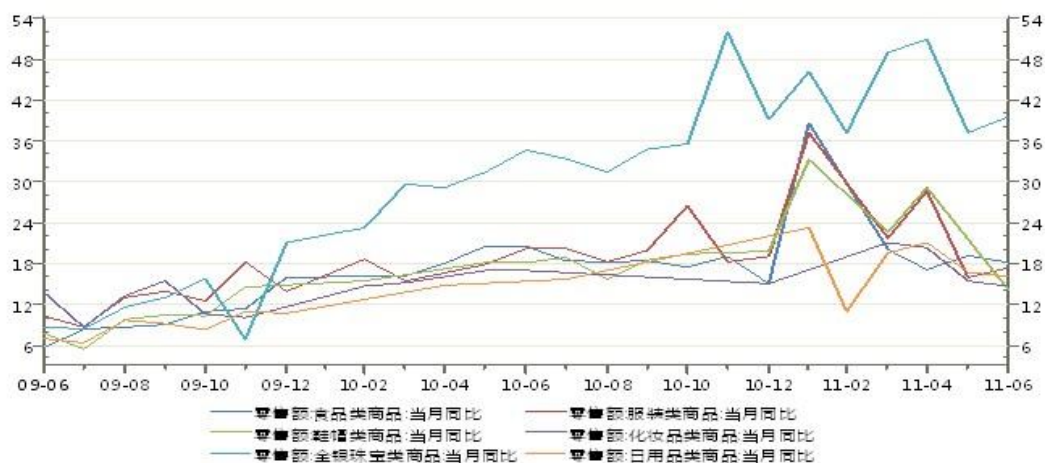
资料来源：民生证券研究所

图 2：截至 2011 年 6 月 CPI 指数



资料来源：民生证券研究所

图 3：截至 2011 年 6 月重点品类零售额增速



资料来源：民生证券研究所

2、综合毛利率达 17.38%，同比略降 0.37%

中信零售板块 2011 年中期整体综合毛利率为 17.38%，较 10 年同期同比下降 0.37%，是 5 年期间毛利率同比下降幅度最大的一期，主要由于百货子行业的综合毛利率大幅下降，导致整个零售行业的综合毛利率水平降低。我们判断主要是由于上半年毛利率较低的金银珠宝类产品旺销，拉低了整体毛利率。

图 4：2007-2011 年零售板块综合毛利率及其增速

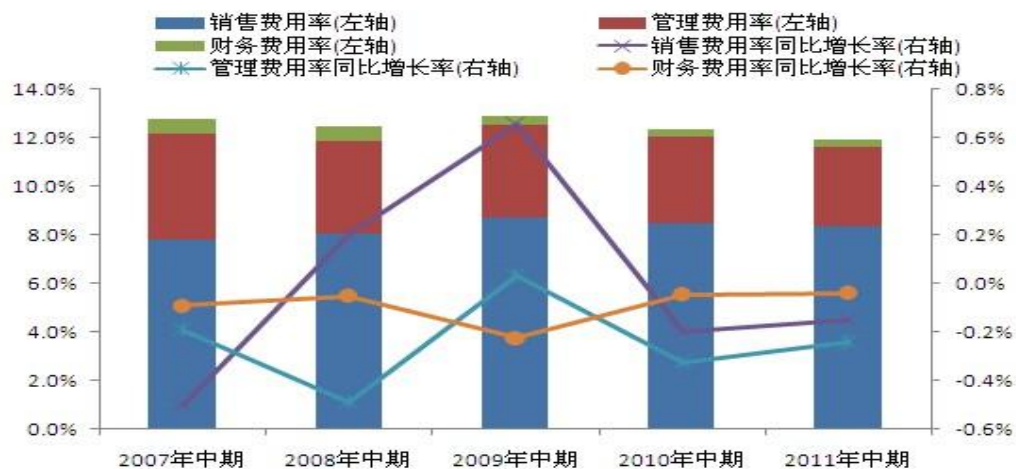


资料来源：民生证券研究所

3、期间费用率同比下降 0.43%，体现了行业整体运营能力的提升

从费用率来看，中信零售板块 2011 年中期销售费用与管理费用合计占营业收入的比重为 11.60%，较 10 年同期同比下降 0.39 个百分点，财务费用占营业收入的比重为 0.28%，较 10 年同期同比下降 0.04 个百分点。2011 年中期零售板块合计期间费用率为 11.88%，较 10 年同期同比下降 0.43 个百分点。

图 5：2007-2011 年零售板块费用率及其增速



资料来源：民生证券研究所

2011 年中期费用率为 5 年来最低水平，我们判断主要是由于收入的增速大幅超越费用的增速，带来了费用率的下降。从 2009 年中期开始，销售费用率呈逐年下降趋势，体现了门店良好的内生增长能力，依靠现有门店坪效人效的提高消化了新开门店费用率的上升；管理费用率自 09 年中期起同样处于下降通道，体现了零售企业管理能力的提升；财务费用率自 07 年起逐年降低，一方面由于零售企业现金流充裕，可以依靠自身经营所得的现金进行部分再投资，另一方面，近年来零售企业扩张更多依赖 IPO 和再融资，降低了企业负债。

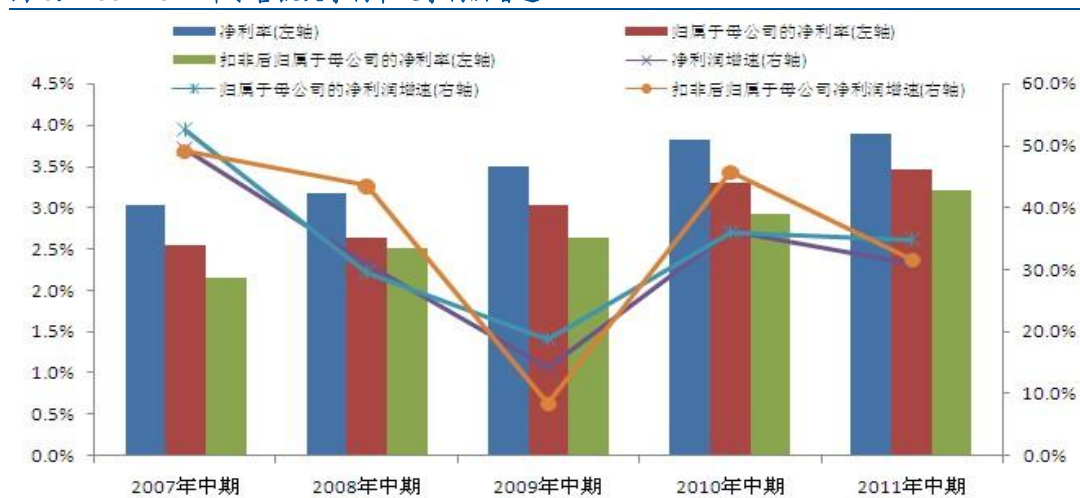
4、扣非后净利润增长 40.57%，高于收入增长速度

整个零售板块 2011 年中期实现净利润 112 亿元，同比增长 30.99%，净利率 3.89%，较 10 年同期同比提升 0.07 个百分点；实现归属于母公司的净利润 99 亿元，同比增长 34.74%，归属于母公司的净利率 3.46%，较 10 年同期同比提升 0.16%；扣非后归属于母公司的净利润 92 亿元，同比增长 40.57%，扣非后净利率 3.20%，较 10 年同期同比提升 0.28%。

尽管 11 年中期整个零售板块的综合毛利率下降了 0.37%，但是由于费用率更大幅度的下降（0.43%），导致净利率仍有所上升，净利润增幅均大幅超越营业总收入 28.48% 的增幅。

我们观察了零售板块近 5 年的利润情况，3 类净利率指标均呈逐年上升趋势，体现了整个零售行业由于成熟门店的盈利能力上升，以及公司运营管理水平提高，导致盈利水平的逐年提升。从净利润的增速来看（为剔除新增上市公司的影响，使用算术平均数计算每年增速），本期增速处于中间水平。

图 6：2007-2011 年零售板块净利率及净利润增速



资料来源：民生证券研究所

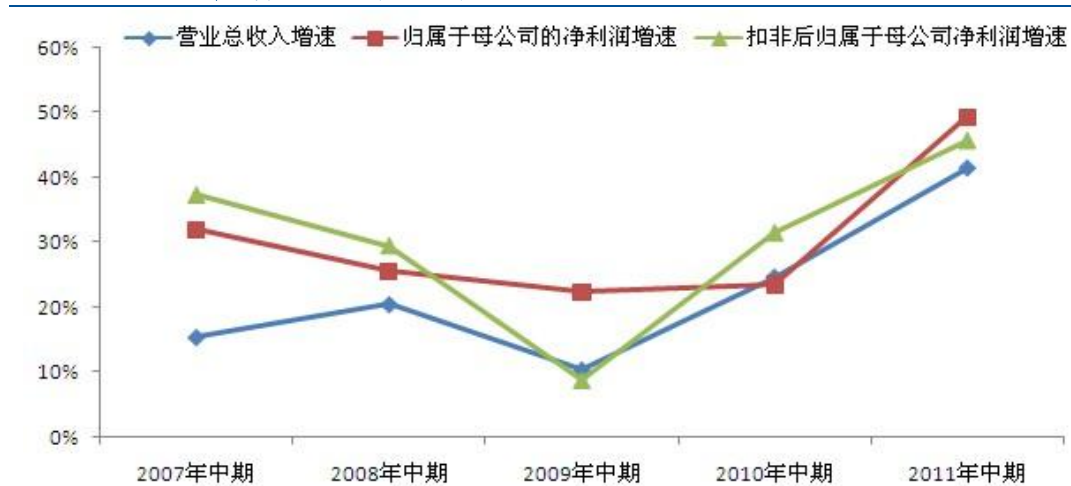
二、百货板块表现不俗，带动整个零售板块增长

1、营业总收入增长 41.36%，受益于通胀及金银珠宝类消费旺盛

百货子行业 2011 年中期实现营业总收入 1180 亿元，同比增长 41.36%，归属于母公司的净利润 49 亿元，同比增长 49.30%，扣非后归属于母公司的净利润 42 亿元，同比增长 53.41%。百货行业该等指标于零售板块 3 个子行业（百货、超市、连锁）中增速最高，也是唯一增速高于零售行业总体增速的子板块，百货行业的靓丽表现带动了整个零售板块的增长。

我们观察了百货子行业近 5 年的营业总收入增速（为剔除新增上市公司的影响，使用算术平均数计算每年增速），本期营业总收入增速处于 5 年来的最高水平。

图 7：2007-2011 年百货行业收入和利润增速



资料来源：民生证券研究所

我们认为主要有三方面导致了营业收入的高速增长。一是 2011 年上半年通货膨胀对百货的销售收入起到了正面的作用，从百货的商品结构来看（图 8），时尚服饰、化妆品和首饰销售额占百货销售总收入比例为 64.6%，为百货主力品类，在高通胀环境下，该两个品类售价提升显著；二是上半年黄金价格一路大幅上涨，刺激了投资和保值需求，导致金银珠宝类消费量价齐升。三是因为重庆百货和首商股份均有并购项目并表，大幅提高了本期收入的增速，若对 10 年同期做并表调整，则 11 年上半年百货子行业的增速为 26.20%。

图 8：百货商品结构示意图



资料来源：民生证券研究所

我们所覆盖的百货公司有 33 家（我们重点推荐的公司以蓝色标示），调整并表因素前的收入增速为 41.38%，调整后增速为 24.32%。有 11 家公司收入增速超过百货行业平均增速，其中 3 家为我们重点推荐的公司。

表 1：覆盖 33 家百货公司 06-11 年中期收入及其增速

证券简称	营业收入						营业收入增速					
	06H1	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1 (调整前)	11H1 (调整后)
友阿股份	-	-	10.92	13.29	17.27	23.89	na	na	21.67%	30.01%	38.34%	38.34%
天虹商场	-	-	-	37.34	48.09	63.73	na	na	na	28.79%	32.52%	32.52%
新华百货	11.63	13.59	13.93	15.41	19.61	25.49	16.92%	2.50%	10.62%	27.21%	30.00%	30.00%
大商股份	54.95	75.05	98.00	102.21	119.71	155.43	36.59%	30.58%	4.30%	17.12%	29.84%	29.84%
中兴商业	11.11	12.33	12.69	13.17	13.86	17.95	10.99%	2.88%	3.83%	5.26%	29.48%	29.48%
欧亚集团	8.86	11.62	17.79	19.57	25.05	32.41	31.05%	53.14%	10.01%	27.98%	29.40%	29.40%
友好集团	5.58	6.73	7.02	9.66	13.33	17.24	20.53%	4.40%	37.50%	38.07%	29.30%	29.30%
南宁百货	5.08	5.83	7.01	7.02	8.79	11.23	14.81%	20.16%	0.18%	25.16%	27.71%	27.71%
合肥百货	16.29	20.37	26.60	30.17	36.31	46.09	25.11%	30.57%	13.41%	20.35%	26.95%	26.95%
广州友谊	9.19	10.75	13.06	13.89	16.91	21.29	17.02%	21.47%	6.35%	21.75%	25.89%	25.89%
首商股份	9.57	10.01	11.09	11.51	13.76	58.55	4.57%	10.74%	3.86%	19.51%	325.47%	25.39%
广百股份	-	13.41	16.16	18.12	27.34	33.96	na	20.46%	12.15%	50.87%	24.21%	24.21%
南京中商	15.70	18.22	21.91	21.10	24.23	30.09	16.09%	20.23%	-3.67%	14.80%	24.21%	24.21%

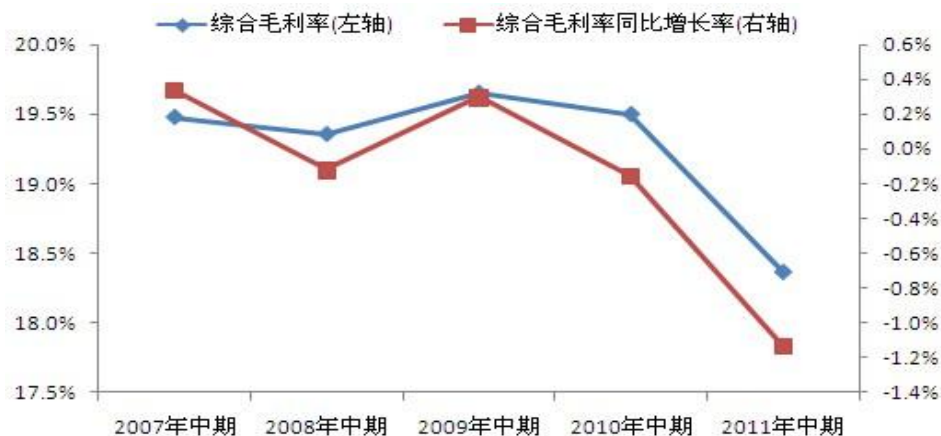
银座股份	10.22	13.72	20.31	25.16	43.16	53.60	34.18%	48.07%	23.89%	71.50%	24.19%	24.19%
王府井	30.69	42.53	51.24	52.70	67.40	83.56	38.58%	20.48%	2.85%	27.90%	23.98%	23.98%
成商集团	5.85	7.09	6.85	8.19	8.35	10.32	21.34%	-3.50%	19.66%	2.00%	23.58%	23.58%
鄂武商 A	23.93	25.84	32.87	38.09	51.73	63.37	7.99%	27.17%	15.89%	35.80%	22.52%	22.52%
重庆百货	25.57	28.92	34.28	37.46	44.91	135.70	13.09%	18.53%	9.26%	19.90%	202.14%	21.00%
渤海物流	3.18	3.27	5.25	5.32	7.08	8.54	2.84%	60.56%	1.33%	33.04%	20.68%	20.68%
开元投资	9.72	9.82	10.54	12.08	12.77	15.36	1.04%	7.30%	14.64%	5.70%	20.30%	20.30%
东百集团	4.17	5.18	6.74	7.32	9.18	10.98	24.30%	30.06%	8.55%	25.46%	19.59%	19.59%
益民集团	4.96	4.12	5.72	7.19	9.46	11.31	-16.80%	38.73%	25.66%	31.59%	19.55%	19.55%
西安民生	4.67	4.60	5.54	6.23	12.13	14.37	-1.52%	20.49%	12.46%	94.63%	18.50%	18.50%
杭州解百	5.59	6.83	8.40	8.25	9.19	10.64	22.05%	23.03%	-1.81%	11.42%	15.78%	15.78%
百大集团	6.74	7.68	7.07	5.32	5.54	6.36	13.95%	-7.92%	-24.70%	4.12%	14.79%	14.79%
新世界	10.38	9.36	12.84	13.27	14.25	16.30	-9.81%	37.20%	3.34%	7.40%	14.36%	14.36%
南京新百	14.88	8.20	8.09	6.95	7.77	8.81	-44.86%	-1.40%	-14.03%	11.65%	13.51%	13.51%
武汉中商	12.49	13.81	16.08	17.02	18.49	20.77	10.57%	16.46%	5.87%	8.60%	12.33%	12.33%
徐家汇	-	-	-	9.11	9.68	10.79	na	na	na	na	11.47%	11.47%
津劝业	9.03	8.68	3.19	2.69	4.06	4.51	-3.91%	-63.26%	-15.49%	50.78%	10.99%	10.99%
长百集团	1.12	1.36	1.36	1.35	1.53	1.68	21.31%	0.44%	-0.84%	12.89%	10.18%	10.18%
上海九百	1.20	1.11	1.00	0.74	0.84	0.76	-7.44%	-10.57%	-25.29%	13.47%	-10.08%	-10.08%
商业城	8.01	8.31	8.91	7.68	8.16	6.89	3.76%	7.19%	-13.72%	6.26%	-15.65%	-15.65%
合计	340.34	408.36	502.44	584.61	729.93	1,031.96	19.98%	23.04%	16.35%	24.86%	41.38%	24.32%

资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、综合毛利率 18.37%，同比下降 1.13%，金银珠宝销售占比提升 拉低行业毛利率

百货行业 2011 年中期综合毛利率为 18.37%，在零售板块 3 个子行业处于中间水平，略高于整个零售板块的 17.38%。本期毛利率较 10 年同期同比下降 1.13%，是 5 年期间毛利率同比下降幅度最大的一期，并且导致了整个零售行业的综合毛利率水平降低。

图 9：2007-2011 年百货行业综合毛利率及其增速



资料来源: 民生证券研究所

表 2: 覆盖 33 家百货公司 07-11 年综合毛利率

证券简称	综合毛利率				
	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
上海九百	37.91%	33.85%	39.26%	31.95%	37.40%
益民集团	43.48%	42.79%	38.10%	34.62%	32.31%
徐家汇	na	na	28.81%	28.79%	28.75%
长百集团	28.58%	28.63%	29.60%	9.07%	26.70%
新世界	34.24%	30.38%	27.63%	29.29%	26.08%
成商集团	17.71%	23.13%	21.08%	22.69%	23.21%
天虹商场	na	na	23.62%	22.69%	22.95%
南京新百	23.24%	25.63%	25.90%	24.13%	22.92%
百大集团	18.19%	20.95%	25.10%	23.79%	22.89%
广州友谊	24.88%	24.61%	23.83%	23.06%	22.68%
西安民生	19.88%	19.60%	21.82%	21.89%	21.12%
首商股份	22.72%	22.49%	22.62%	22.22%	21.01%
东百集团	22.25%	23.74%	23.00%	22.66%	20.95%
友好集团	20.43%	20.51%	19.60%	21.81%	20.76%
武汉中商	17.88%	17.93%	17.67%	18.90%	20.41%
南京中商	18.74%	18.59%	18.48%	20.35%	20.23%
鄂武商 A	19.21%	19.60%	19.22%	19.59%	20.04%
杭州解百	20.16%	19.38%	19.86%	21.09%	19.93%
广百股份	24.01%	22.34%	20.67%	20.10%	19.61%
新华百货	19.20%	17.12%	19.05%	19.86%	19.22%
友阿股份	na	22.28%	20.35%	19.63%	19.01%
王府井	19.09%	19.38%	19.68%	18.55%	18.72%
渤海物流	25.25%	22.53%	18.71%	17.77%	18.62%
大商股份	20.10%	19.07%	20.33%	19.73%	18.55%
开元投资	14.79%	16.10%	15.32%	19.07%	18.54%
中兴商业	19.30%	19.43%	18.50%	18.49%	17.96%
合肥百货	14.86%	15.80%	17.82%	17.25%	17.90%
银座股份	17.92%	18.41%	18.34%	17.84%	17.46%
南宁百货	16.07%	15.65%	16.46%	16.46%	15.94%
商业城	15.36%	15.49%	14.91%	15.57%	15.80%
欧亚集团	14.32%	14.43%	14.66%	13.27%	13.76%
重庆百货	15.01%	15.74%	15.44%	14.67%	13.47%
津劝业	5.54%	14.57%	15.98%	11.41%	12.44%
合计	19.31%	19.57%	20.07%	19.72%	18.94%

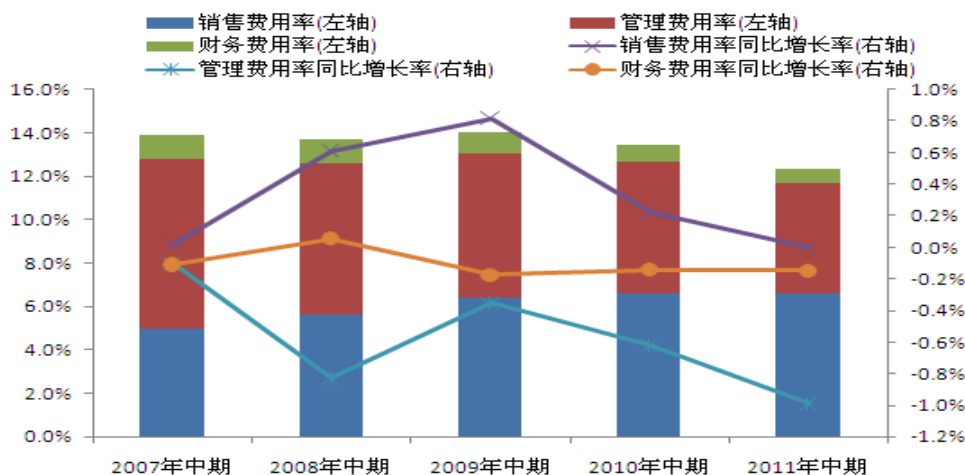
资料来源: Wind, 民生证券研发所

我们覆盖的 33 家百货公司的综合毛利率为 18.94%，其中 21 家公司毛利率高于整体平均水平。推荐组合中的天虹商场、首商股份、友好集团、鄂武商 A 的综合毛利率表现均在平均水平之上，分别为 22.95%/21.01%/20.76%/20.04%，较 10 年同期增长 0.27%/-1.22%/-1.05%/0.45%；王府井、重庆百货的综合毛利率分别为 18.72%/13.47%，较 10 年同期增长 0.17%/-1.20%。

3、期间费用率同比下降 1.14%，主要由于管理和财务费用率降低

从费用率来看，百货子行业 2011 年中期销售费用与管理费用合计占营业收入的比重为 11.67%，较 10 年同期同比下降 0.99 个百分点，财务费用占营业收入的比重为 0.66%，较 10 年同期同比下降 0.15 个百分点。2011 年百货子板块合计期间费用率为 12.33%，较 10 年同期同比下降 1.14 个百分点。

图 10：2007-2011 年百货行业费用率及其增速



资料来源：民生证券研究所

2011 年中期费用率为 5 年来最低水平。但由于租金和人工成本的上涨，销售费用率呈逐年上升趋势，不过增速在放缓。管理费用率和财务费用率处于下降趋势，一方面规模效应开始体现，另一方面也体现了企业管理能力的提升。

表 3：覆盖 33 家百货公司 07-11 年期间费用率

证券简称	期间费用率				
	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
友阿股份	na	11.76%	9.12%	7.00%	6.63%
广州友谊	11.13%	10.60%	9.17%	8.07%	9.30%
欧亚集团	8.54%	9.24%	9.52%	8.84%	9.43%
重庆百货	11.96%	11.29%	12.10%	11.11%	9.61%
开元投资	10.61%	10.80%	8.83%	11.90%	9.92%
渤海物流	22.83%	19.63%	17.32%	13.33%	10.38%
合肥百货	11.60%	10.79%	12.50%	10.97%	10.77%
津劝业	5.55%	16.30%	15.61%	10.53%	10.91%
新华百货	12.62%	10.24%	9.96%	10.29%	11.16%
徐家汇	na	na	12.30%	11.92%	11.42%
成商集团	14.69%	14.68%	14.03%	13.08%	11.47%
王府井	13.71%	12.84%	13.78%	12.09%	11.90%
杭州解百	11.28%	10.94%	11.31%	13.25%	12.01%
百大集团	9.51%	10.93%	13.25%	12.67%	12.14%
南宁百货	14.44%	13.35%	14.55%	13.79%	12.51%
东百集团	13.09%	13.71%	13.06%	12.05%	12.61%

首商股份	19.54%	20.70%	19.23%	18.89%	13.03%
中兴商业	13.21%	15.36%	13.68%	13.85%	13.22%
鄂武商 A	11.66%	13.27%	14.09%	12.76%	13.34%
商业城	15.03%	14.56%	16.69%	13.62%	13.57%
南京新百	15.26%	18.00%	16.90%	13.29%	13.81%
广百股份	15.20%	13.52%	13.65%	14.71%	13.86%
银座股份	10.63%	12.87%	13.27%	14.43%	14.58%
新世界	21.79%	19.20%	15.71%	17.62%	14.86%
武汉中商	15.77%	15.05%	14.25%	14.16%	14.96%
大商股份	13.59%	14.40%	17.53%	16.66%	14.96%
天虹商场	na	na	16.95%	15.89%	15.49%
友好集团	16.55%	17.00%	17.34%	16.20%	15.86%
南京中商	15.54%	15.70%	16.20%	18.12%	16.45%
西安民生	14.13%	15.67%	15.29%	17.80%	17.38%
益民集团	26.35%	25.11%	22.93%	20.83%	19.13%
长百集团	23.74%	29.75%	26.53%	23.70%	22.59%
上海九百	43.76%	57.31%	84.35%	68.25%	71.15%
合计	13.57%	13.81%	14.51%	13.86%	12.85%

资料来源：Wind，民生证券研发所

我们覆盖的 33 家百货公司的期间费用率为 12.85%，其中 16 家公司费用率低于整体平均水平。

4、扣非后净利润增长 53.41%，处于零售板块领先地位

百货子行业 2011 年中期实现净利润 52 亿元，同比增长 48.64%，净利率 4.42%，较 10 年同期同比提升 0.22 个百分点；实现归属于母公司的净利润 49 亿元，同比增长 49.30%，归属于母公司的净利润率 4.13%，较 10 年同期同比提升 0.22%；扣非后归属于母公司的净利润 42 亿元，同比增长 53.41%，扣非后净利率 3.56%，较 10 年同期同比提升 0.28%。

我们观察了百货行业近 5 年的利润情况，如图 11 所示，3 类净利率指标均呈逐年上升趋势，体现了整个百货行业盈利水平的逐年提升。从净利润的增速来看（为剔除新增上市公司的影响，使用算术平均数计算每年增速），本期增速为历年最高。

图 11: 2007-2011 年零售板块净利率及净利润增速



资料来源：民生证券研究所

表 4: 覆盖 33 家百货公司 07-11 年归属于母公司的净利润率

证券简称	归属于母公司的净利润率				
	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
上海九百	2.70%	1.08%	17.10%	4.91%	129.85%
东百集团	4.95%	7.78%	6.59%	5.58%	26.11%
徐家汇	na	na	9.86%	9.63%	10.62%
成商集团	3.94%	7.12%	8.28%	7.96%	10.40%
广州友谊	8.44%	10.02%	10.26%	10.25%	9.51%
友阿股份	na	7.24%	7.62%	8.66%	8.78%
益民集团	10.08%	11.08%	10.05%	8.63%	8.03%
百大集团	5.97%	6.32%	11.79%	8.87%	7.40%
新世界	7.89%	7.29%	7.83%	7.71%	7.17%
合肥百货	1.76%	1.70%	2.56%	3.07%	6.36%
开元投资	3.26%	2.62%	3.12%	7.78%	5.72%
杭州解百	5.08%	5.88%	5.77%	5.41%	5.52%
新华百货	4.18%	4.54%	6.09%	6.02%	5.33%
南京新百	6.20%	8.06%	6.96%	7.40%	5.17%
天虹商场	na	na	5.00%	4.83%	5.14%
渤海物流	0.43%	0.30%	-1.33%	2.27%	4.47%
友好集团	1.89%	2.24%	2.10%	3.38%	3.84%
王府井	2.67%	3.88%	3.94%	3.61%	3.78%
鄂武商 A	2.03%	2.25%	3.57%	3.34%	3.48%
首商股份	1.11%	0.27%	1.98%	1.72%	3.29%
广百股份	5.33%	5.61%	4.38%	3.39%	3.26%
武汉中商	1.19%	1.74%	2.42%	2.75%	2.97%
中兴商业	3.62%	2.69%	3.29%	3.17%	2.88%
重庆百货	2.06%	3.19%	2.24%	2.42%	2.73%
西安民生	3.30%	2.30%	3.91%	2.48%	2.36%
南宁百货	0.76%	1.69%	1.54%	10.31%	2.36%
欧亚集团	2.88%	2.80%	2.71%	2.33%	2.18%

长百集团	3.88%	-3.01%	1.61%	-26.15%	1.86%
银座股份	4.33%	3.98%	3.41%	2.02%	1.44%
大商股份	3.52%	2.34%	0.60%	0.58%	1.42%
津劝业	0.56%	1.05%	0.99%	0.67%	0.61%
南京中商	1.48%	0.70%	0.28%	0.23%	0.30%
商业城	1.01%	0.08%	0.13%	0.14%	0.11%
合计	3.24%	3.42%	3.54%	3.49%	3.97%

资料来源: Wind, 民生证券研究所

我们覆盖的 33 家百货公司的归属于母公司的净利率为 3.97%，其中 16 家公司净利率高于整体平均水平。

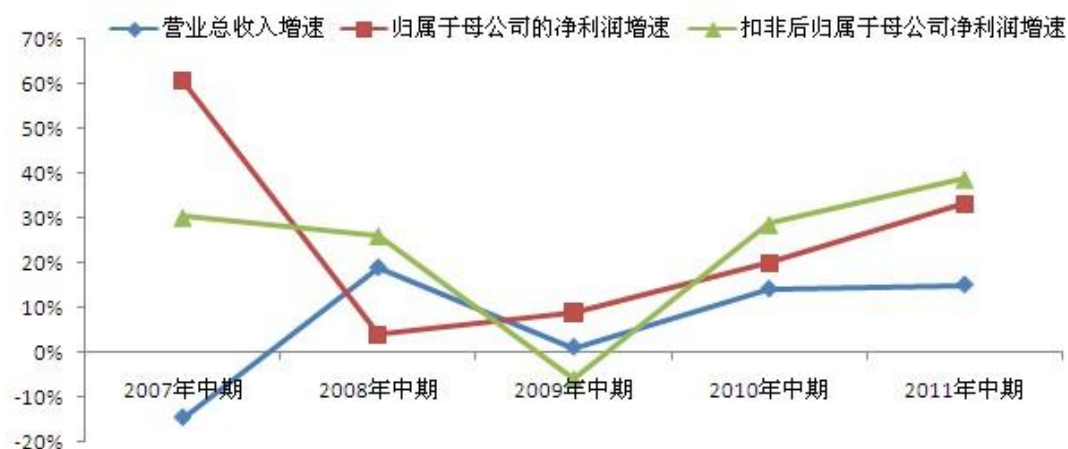
三、超市板块收入增长 15.09%，扣非后归属于母公司的净利润增长 38.66%

超市子行业 2011 年中期实现营业总收入 682 亿元，同比增长 15.09%，归属于母公司的净利润 14 亿元，同比增长 33.14%，扣非后归属于母公司的净利润 13 亿元，同比增长 38.66%。

毛利率的提升和费用率的下降导致了超市净利润增幅远高于收入的增幅。超市行业 2011 年中期综合毛利率 20.53%，较 10 年同期同比上升 0.23 个百分点；销售费用率 14.44%，较 10 年同期同比上升 0.14 个百分点，是零售板块 3 个子行业中受租金和人工成本上升影响最大的行业；管理费用率和财务费用率分别为 2.45%/-0.35%，较 10 年同期同比下降 0.19/0.16 个百分点；销售与管理费用率合计为 16.89%，较 10 年同期同比下降 0.06 个百分点，期间费用率为 16.54%，较 10 年同期同比下降 0.22 个百分点。

图 12-15 列示了超市行业 5 年来的运营表现。

图 12: 2007-2011 年超市行业收入和利润增速



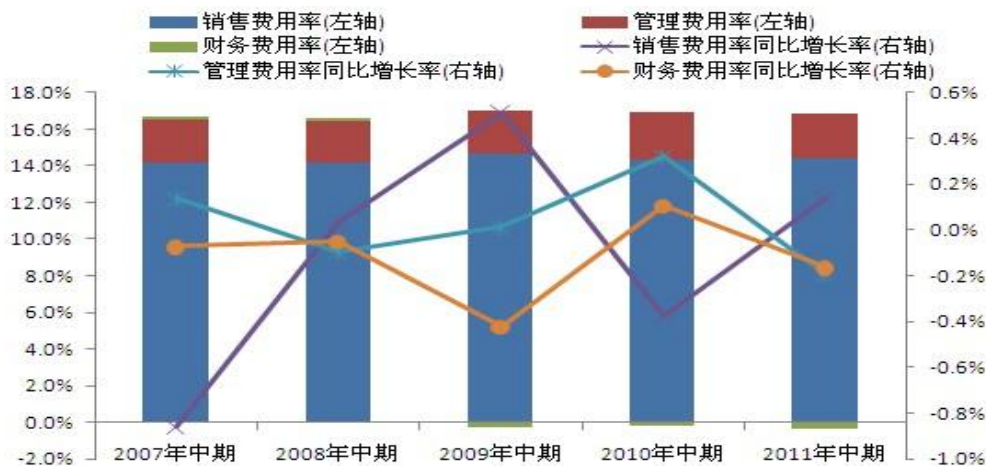
资料来源: 民生证券研究所

图 13: 2007-2011 年超市行业综合毛利率及其增速



资料来源: 民生证券研究所

图 14: 2007-2011 年超市行业费用率及其增速



资料来源: 民生证券研究所

图 15: 2007-2011 年超市板块净利率及净利润增速



资料来源: 民生证券研究所

表 5-6 列示了我们覆盖的超市行业的 5 家公司的收入和利润的增速。

表 5: 覆盖 5 家超市公司 06-11 年中期收入及其增速

证券简称	营业收入						营业收入增速				
	06H1	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
永辉超市	-	-	-	-	56.11	80.28	na	na	na	na	43.07%
新华都	-	7.62	11.43	14.96	20.87	28.49	na	49.95%	30.92%	39.46%	36.53%
步步高	-	20.31	27.11	29.30	33.58	42.57	na	33.51%	8.08%	14.61%	26.78%
人人乐				43.64	49.79	60.96	na	na	na	14.08%	22.45%
华联综超	32.62	36.16	43.20	46.85	50.92	56.61	10.88%	19.46%	8.44%	8.69%	11.18%
合计	32.62	64.09	81.74	134.75	211.26	268.91	96.51%	27.54%	64.85%	56.78%	27.29%

表 6: 覆盖 5 家超市公司 07-11 年归属于母公司的净利润率

证券简称	归属于母公司的净利润率				
	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
步步高	na	3.70%	3.57%	3.15%	3.60%
永辉超市	na	na	na	na	3.36%
新华都	na	3.82%	2.70%	2.22%	2.82%
人人乐	na	na	3.04%	3.05%	2.52%
华联综超	2.33%	2.33%	1.14%	1.06%	0.80%
合计	3.16%	2.99%	2.46%	2.35%	2.61%

四、连锁板块收入增长 25.02%，扣非后归属于母公司的净利润增长 28.89%

连锁子行业 2011 年中期实现营业总收入 1016 亿元，同比增长 25.02%，归属于母公司的净利润 37 亿元，同比增长 19.93%，扣非后归属于母公司的净利润 37 亿元，同比增长 28.89%。

费用率的上升导致了连锁行业归属于母公司的净利润增幅远低于收入的增幅。连锁行业 2011 年中期综合毛利率 14.12%，较 10 年同期同比上升 0.03 个百分点；销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.18%/1.78%/0.26%，较 10 年同期同比上升 0.07/0.20/0.08 个百分点；销售与管理费用率合计为 7.97%，较 10 年同期同比上升 0.27 个百分点，期间费用率为 8.23%，较 10 年同期同比上升 0.35 个百分点。

图 16-19 列示了连锁行业 5 年来的运营表现。

图 16: 2007-2011 年连锁行业收入和利润增速



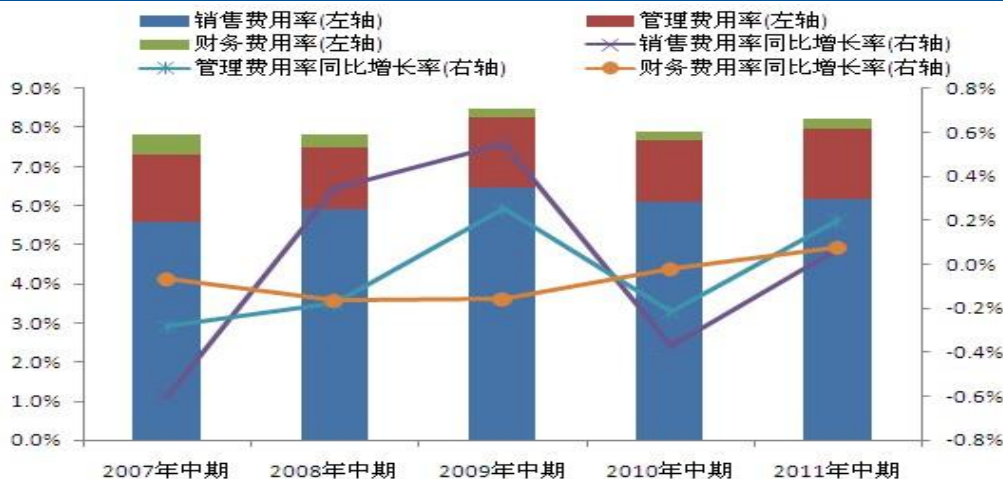
资料来源: 民生证券研究所

图 17: 2007-2011 年连锁行业综合毛利率及其增速



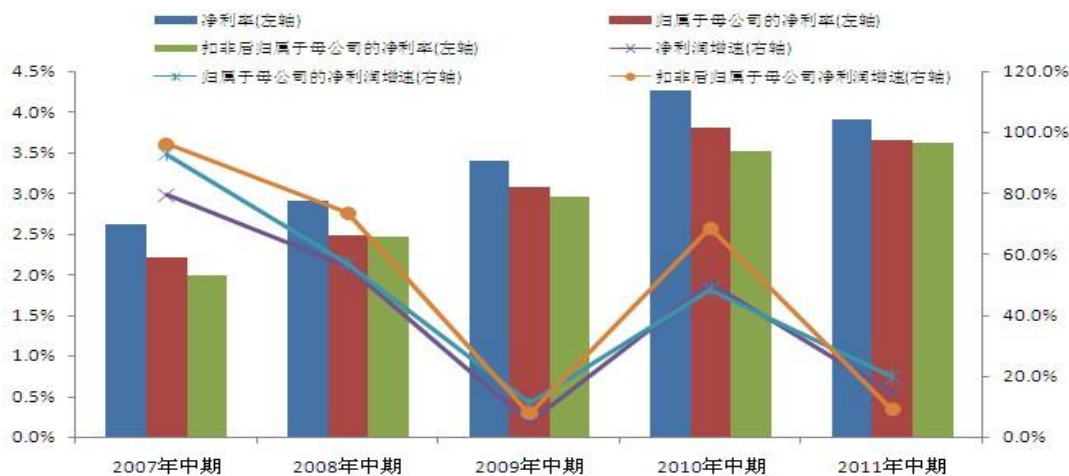
资料来源: 民生证券研究所

图 18: 2007-2011 年连锁行业费用率及其增速



资料来源: 民生证券研究所

图 19: 2007-2011 年连锁板块净利率及净利润增速



资料来源：民生证券研究所

表 7-8 列示了我们覆盖的连锁行业的 5 家公司的收入和利润的增速。

表 7: 覆盖 5 家连锁公司 06-11 年中期收入及其增速

证券简称	营业收入						营业收入增速				
	06H1	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
潮宏基	-	-	-	2.79	4.00	6.37	na	na	na	43.37%	59.21%
宏图高科	19.42	26.05	46.68	48.33	51.68	63.73	34.16%	79.16%	3.55%	6.93%	23.31%
苏宁电器	118.22	189.83	259.19	273.34	360.55	442.31	60.58%	36.54%	5.46%	31.90%	22.68%
通程控股	5.59	7.34	8.96	10.85	15.96	19.09	31.39%	21.99%	21.16%	47.02%	19.66%
三江购物	-	-	-	-	24.31	26.48	na	na	na	na	8.94%
合计	143.22	223.23	314.83	335.31	456.50	557.98	55.86%	41.03%	6.51%	36.14%	22.23%

表 8: 覆盖 5 家连锁公司 07-11 年归属于母公司的净利润率

证券简称	归属于母公司的净利润率				
	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
潮宏基	na	na	14.32%	14.03%	11.57%
苏宁电器	3.05%	4.25%	4.63%	5.47%	5.59%
三江购物	na	na	na	3.85%	3.79%
通程控股	2.32%	2.25%	2.69%	3.18%	3.51%
宏图高科	0.98%	0.82%	0.80%	1.29%	1.50%
合计	2.78%	3.68%	4.09%	4.91%	5.04%

五、中信零售板块不包含但我们重点推荐的公司中报回顾

1、飞亚达 A: 多项指标创新高，历史最亮丽中报

公司 11 年中期实现收入 12.32 亿，同比增长 51.95%，净利润 8599 万，同比增长 102.81%，EPS0.219 元。

亨吉利继续保持高增长，毛利率提升至历史最高：国外名表实现收入 10.1 亿元，占

总营业收入的 81.9%，同比增长 50.62%。毛利率达到 24.90%，比去年同期提升 3.04%，是历年来的最高水平。我们判断毛利率提升与上半年名表提价以及亨吉利控制终端折扣有关。

飞亚达手表增长创历史最高，毛利率继续提升：飞亚达手表上半年 2.03 亿元，占总营业收入的 16.5%，同比增长 73.86%。毛利率继续提升 1.4%至 62.9%。我们判断上半年飞亚达表的高增长源于公司加强了飞亚达表的营销推广以及飞亚达手表量价齐升。

时尚品牌表刚起步，又新增一高毛利率业务：公司去年试水时尚品牌，取得 JEEP 等品牌东南亚地区代理权。上半年时尚品牌表收入 221 万，毛利率达到 53.5%。

物业租赁收入非常稳定：物业租赁收入 3441 万，与去年的 3312 万基本持平。

六大区域收入均增长 40%以上，西南地区增速最快，华南地区维持销售额第一：华南区收入 3.77 亿，同比增长 46.33%；西北区收入 2.98 亿，同比增长 51.88%；华北区收入 2.28 亿，同比增长 51.88%；华东区收入 1.49 亿，同比增长 67.6%；东北区收入 1.16 亿，同比增长 41.83%；西南区收入 0.82 亿，同比增长 69.93%。

整体毛利率大幅提升，期间费用率与去年持平，导致净利润率提升至历史最高：公司整体毛利率为 33.4%，同比提升 3.12%。三项业务毛利率齐提升带来了上半年毛利率整体提升。期间费用共 3 亿元，同比增长 53%，略高于销售收入增长。销售费用 1.86 亿，同比增长 63.57%，管理费用 0.87 亿，同比增长 39.66%，财务费用 0.28 亿，同比增长 32.43%。期间费用中，工资，租赁费，广告费与市场推广费均同比增长 50%以上。期间费用率为 24.45%，比去年的 24.34%略提高 0.11%，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 15.08%/7.06%/2.31%，比去年同期分别增加 1.07%，下降 0.62%与 0.34%。销售净利率提升至 6.98%，历史最高水平。

单季度看，二季度出现淡季不淡的增长势头：第二季度通常是行业淡季，但今年第二季度收入增长 53.65%，与一季度增长 50.27%相比提升 3.38%；二季度净利润增长 122.3%，与一季度增长 81.5%相比提升了 41%；二季度整体毛利率达到 34.7%，比一季度的 32.1%提升 2.6%。

2、美克股份：业绩符合预期，产品线进一步丰富

公司 11 年中期实现销售收入 11.81 亿，净利润 9081 万，基本每股收益 0.14 元。

国内业务稳定增长，国外业务小幅增长：上半年销售收入 11.81 亿，同比增长 12.34%；其中零售商品收入 5.65 亿，同比增长 24%，出口家具收入 3.67 亿，同比下降 23.69%；批发家具 2.38 亿，同比增长 117.59%。分区域看，国内收入同比增长 24.68%，国外收入同比增长 2.49%。

毛利率提升 3.41%，费用率也同步提升 2.54%：零售家具商品毛利率 60.15%，比去年同期减少 1.12%；出口家具产品毛利率为 19.47%，比去年同期增加 0.46%；批发家具

商品毛利率为 33.77%，比去年增加 2.81%。公司整体毛利率为 42.02%，比去年同期增加 3.41%。上半年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别 23%/9.06%/1.59%，三项费用率达到 33%，共提升 2.54%。期间费用 3.98 亿，同比去年增加 6000 万，其中人工费用及附加增加 3000 万，占比达到一半。

扣非后的净利润同比增长 113.09%，主要是由于主业增长与并表影响：报告期归属于上市公司股东的净利润 9081 万，同比增长 127.92%；扣非后的净利润 7964 万，同比增长 113.09%。净利润大幅增长是因为主业增长与 49%美克美家权益并表，假设去年同期模拟美克美家权益全部并表，上半年扣非后净利润同比增长 45%。

上半年美克美家门店数增加 10 家，品牌线进一步丰富，新品牌试水加盟店：上半年新开石家庄第五大道店、江阴店、无锡滨湖店、南京奥体店等 10 家店面，目前共拥有 55 家美克美家店，子品牌“馨赏家”已有 53 家店面。Schnadig 旗下的 Caracole 产品品牌已进入美克美家渠道，美克美家以 1850 万美元收购的美国品牌 A.R.T.将回归中国，进入加盟市场。此外，美克美家也启动了馨赏家品牌升级，建立馨赏家黑标店，开拓高端家居用品市场。

六、投资建议

综合各方面因素，我们维持中期策略推荐组合。首先推荐估值便宜，成长性好的首商股份，重庆百货。其次是估值合理成长性好，以及作为长期品种仍有投资价值的天虹商场，鄂武商，友好集团和王府井。最后弹性较大的大商股份，南京新百，渤海物流，津劝业，长百集团和东百集团也值得关注。

插图目录

图 1: 2007-2011 年零售板块收入和利润增速	3
图 2: 截至 2011 年 6 月 CPI 指数	3
图 3: 截至 2011 年 6 月重点品类零售额增速	4
图 4: 2007-2011 年零售板块综合毛利率及其增速	4
图 5: 2007-2011 年零售板块费用率及其增速	5
图 6: 2007-2011 年零售板块净利率及净利润增速	6
图 7: 2007-2011 年百货行业收入和利润增速	6
图 8: 百货商品结构示意图	7
图 9: 2007-2011 年百货行业综合毛利率及其增速	8
图 10: 2007-2011 年百货行业费用率及其增速	10
图 11: 2007-2011 年零售板块净利率及净利润增速	12
图 12: 2007-2011 年超市行业收入和利润增速	13
图 13: 2007-2011 年超市行业综合毛利率及其增速	14
图 14: 2007-2011 年超市行业费用率及其增速	14
图 15: 2007-2011 年超市板块净利率及净利润增速	14
图 16: 2007-2011 年连锁行业收入和利润增速	16
图 17: 2007-2011 年连锁行业综合毛利率及其增速	16
图 18: 2007-2011 年连锁行业费用率及其增速	16
图 19: 2007-2011 年连锁板块净利率及净利润增速	17

表格目录

表 1: 覆盖 33 家百货公司 06-11 年中期收入及其增速	7
表 2: 覆盖 33 家百货公司 07-11 年综合毛利率	9
表 3: 覆盖 33 家百货公司 07-11 年期间费用率	10
表 4: 覆盖 33 家百货公司 07-11 年归属于母公司的净利润率	12
表 5: 覆盖 5 家超市公司 06-11 年中期收入及其增速	15
表 6: 覆盖 5 家超市公司 07-11 年归属于母公司的净利润率	15
表 7: 覆盖 5 家连锁公司 06-11 年中期收入及其增速	17
表 8: 覆盖 5 家连锁公司 07-11 年归属于母公司的净利润率	17

分析师简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。