商业零售行业

# 行业稳定增长，期待十一黄金周

## 谨慎推荐（维持）

2011 年 9 月商业零售行业月报

风险评级：一般风险

2011 年 9 月 10 日

俞春燕
SAC 执业证书编号：
S0340511010001

电话：0769-22119410

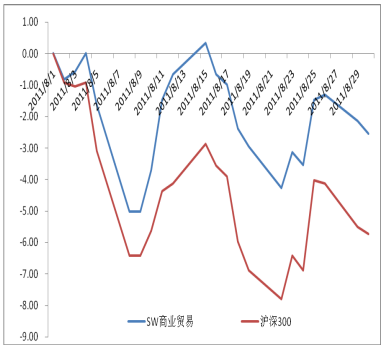
## 投资要点：

- **8月行业市场表现：零售行业平稳增长，整体表现略超大盘。**商业零售行业三季度相对来说不算旺季，但在市场形势不好以及国家经济结构调整刺激消费的政策下，行业延续了快速发展的势头，市场表现相对也是比较好的，整体表现略微强于大盘，预计9月份行业整体形势将持续好转，应该还是能够超越大盘。
- **行业运营情况：总体仍保持稳定增长，金银珠宝类增速最快。**2011年8月份，社会消费品零售总额14705亿元，同比增长17.0%。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额6902亿元，增长22.1%。1-8月份，社会消费品零售总额114946亿元，同比增长16.9%。从环比看，8月份社会消费品零售总额增长1.36%。
- **行业及子行业中报业绩**：2011年上半年，我们以商业零售行业的54家上市公司进行了相关统计，其中33家百货上市公司，16家超市以及5家黄金珠宝上市公司，共实现营业收入2660.30亿元，同比增长31.08%，实现净利润105.54亿元，同比增长31.57%。
- **行业评级及9月投资策略。**在目前估值水平下，我们认为零售板块仍将有好于市场的表现，在选择行业的同时，要更加注重个股的选择。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，其中建议继续关注合肥百货、大商集团、友阿股份、重庆百货等；另外，对于定位全国性快速扩张的王府井和天虹商场，也可以介入；再者，2011年上半年已经和即将出现业绩拐点的公司，我们重点推荐步步高和农产品；奢侈品消费继续推荐老凤祥、潮宏基和飞亚达A。
- **投风险提示：**宏观经济增速放缓致使消费购买力下降。

### 细分行业评级

| | |
|---|---|
| 百货 | 推荐 |
| 超市 | 谨慎推荐 |
| 黄金珠宝 | 推荐 |
| 专业连锁 | 谨慎推荐 |

### 行业指数走势




资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

### 重点公司盈利预测及投资评级（2011/8/31）

| 股票 | 收盘价 | ESP | | | PE | | | 投资评级 | 评级变动 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E | | |
| 合肥百货 | 21.84 | 0.555 | 0.9752 | 1.0095 | 38.5595 | 21.8754 | 21.1313 | 推荐 | 维持 |
| 鄂武商 A | 19.54 | 0.6195 | 0.7535 | 0.9921 | 30.7194 | 25.2544 | 19.1815 | 推荐 | 调高 |
| 友阿股份 | 22.64 | 0.6484 | 0.8755 | 1.2266 | 34.8216 | 25.7901 | 18.4093 | 推荐 | 维持 |
| 天虹商场 | 24.7 | 0.6154 | 0.8206 | 1.0864 | 39.6495 | 29.7342 | 22.459 | 推荐 | 维持 |
| 欧亚集团 | 29.02 | 0.7999 | 1.0422 | 1.3806 | 35.4907 | 27.2408 | 20.563 | 推荐 | 维持 |
| 新华百货 | 27.17 | 1.1142 | 1.2337 | 1.5795 | 23.183 | 20.9371 | 16.3536 | 推荐 | 调高 |
| 王府井 | 43.09 | 1.1907 | 1.5121 | 2.0056 | 35.2908 | 27.7886 | 20.9511 | 推荐 | 维持 |
| 永辉超市 | 29.03 | 0.3846 | 0.6274 | 0.889 | 75.6305 | 46.3649 | 32.7238 | 推荐 | 调高 |

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

### 相关报告

# 目 录

一、 8 月市场表现：零售行业平稳增长，整体表现略超大盘.....4
1.1 商业零售子行业及个股市场表现.....5
1.2 行业估值比较.....6
二、行业运营状况.....7
2.1 社会零售总额保持稳定增长，金银珠宝类增速最快。.....7
2.2 CPI 有所回落，仍维持高位运行。.....8
2.3 重点商业企业销售增速稳步增长.....10
2.4 消费者信心和满意指数继续下降，预期指数向好。.....11
三、行业及公司重点要闻回顾.....11
四、行业中报业绩综述.....13
4.1 行业及子行业整体业绩.....13
4.2 行业重点个股中报业绩.....15
五、行业评级及 9 月份投资策略.....16
5.1 行业评级：维持谨慎推荐评级.....16
5.2 九月份投资策略：业绩优良、低估值和高成长性原则.....17
5.3 重点公司推荐.....17
5.4 风险提示.....18

# 插图图片

图 1：8 月份申万各板块涨跌幅（总市值加权平均）.....4
图 2：8 月商业贸易与沪深 300 涨跌幅（流通市值加权平均）.....4
图 3：子行业涨跌幅（流通市值加权平均）.....5
图 4：8 月个股涨跌幅（流通市值加权平均）.....6
图 5：申万一级行业估值（TTM，整体法）.....6
图 6：商业零售与沪深 300TTM 市盈率.....6
图 7：社会消费品零售总额及名义、实际增速.....7
图 8：城镇及农村社会消费品零售总额增长.....7
图 9：重点品类零售额增速.....8
图 10：CPI、RPI 当月及累计增速.....9
图 11：CPI 按商品类别同比增速.....9
图 12：重点零售企业零售额按业态分类增速.....10
图 13：重点零售企业零售额按商品分类增速.....10
图 14：消费者信心指数、满意指数和预期指数走势.....11
图 15：销售毛利率变化.....14
图 16：各项费用率变化趋势.....14
图 17：偿债能力变化.....15
图 18：行业营运能力发展变化.....15
图 19：2011 年上半年行业公司净利润增速.....16

# 插入表格

表 1：商业零售行业 2011H1 营收及净利润增速（单位：亿元）.....14
表 2：行业重点公司盈利预测及投资评级表（20111/8/31）.....18

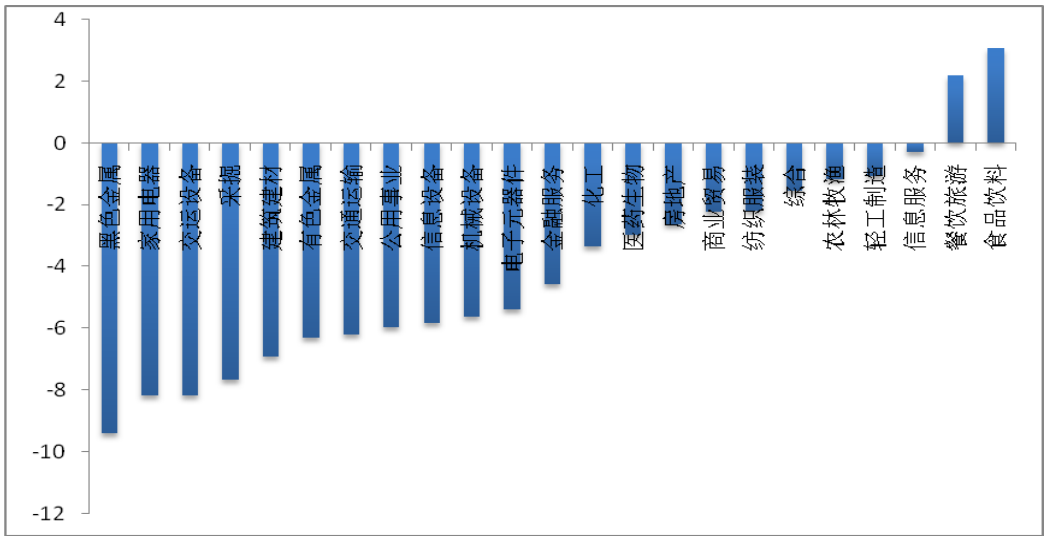
# 一、 8 月市场表现：零售行业平稳增长，整体表现略超大盘

8 月市场在通胀继续高位运行以及高层表示继续维持宏观政策取向不变的影响，市场人气低迷，大盘走基本处于持续震荡盘跌的弱势格局。

在此弱势行情背景下，除了食品饮料、餐饮旅游以及信息服务三个申万一级行业有所上涨，其余行业均有不同程度的下跌，市场形势比预期要严峻，投资者在弱势行情中显得还是比较谨慎，相对看好具备防御功能的大消费类板块；而黑色金属、电器、采掘、建材等行业处于跌幅前列，权重板块带动市场整体估值重心进一步下移。

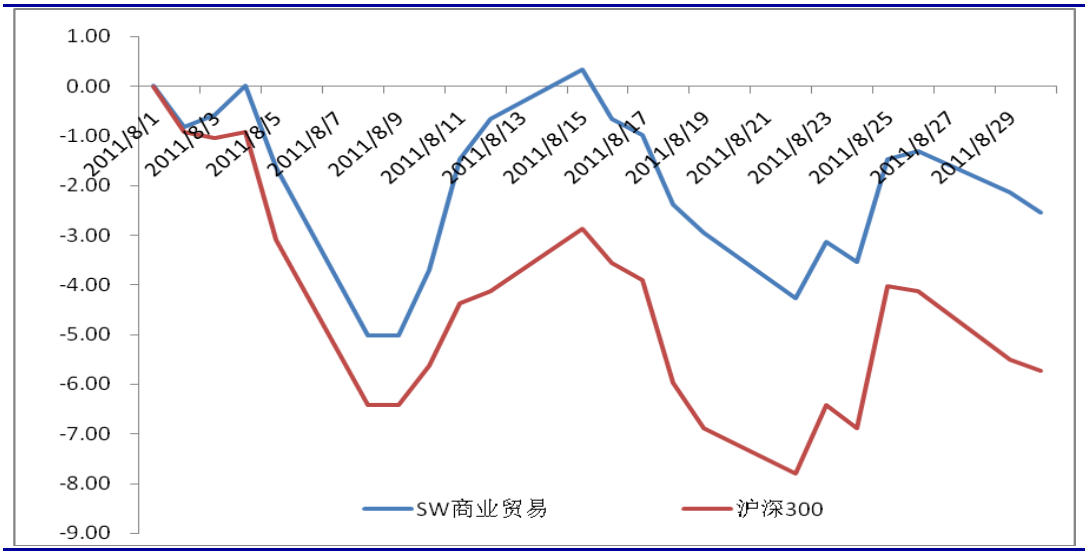
商业零售行业三季度相对来说不算旺季，但在市场形势不好以及国家经济结构调整刺激消费的政策下，行业延续了快速发展的势头，市场表现相对也是比较好的，整体表现略微强于大盘，预计 9 月份行业整体形势将持续好转，应该还是能够超越大盘。

图 1：8 月份申万各板块涨跌幅（总市值加权平均）




资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 2：8 月商业贸易与沪深 300 涨跌幅（流通市值加权平均）




资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

## 1.1 商业零售子行业及个股市场表现

8 月份，商业零售行业各子行业，整体表现都要强于大盘，其中黄金珠宝、百货和超市三个子行业表现远超大盘，而专营零售行业走势基本与大盘同步。

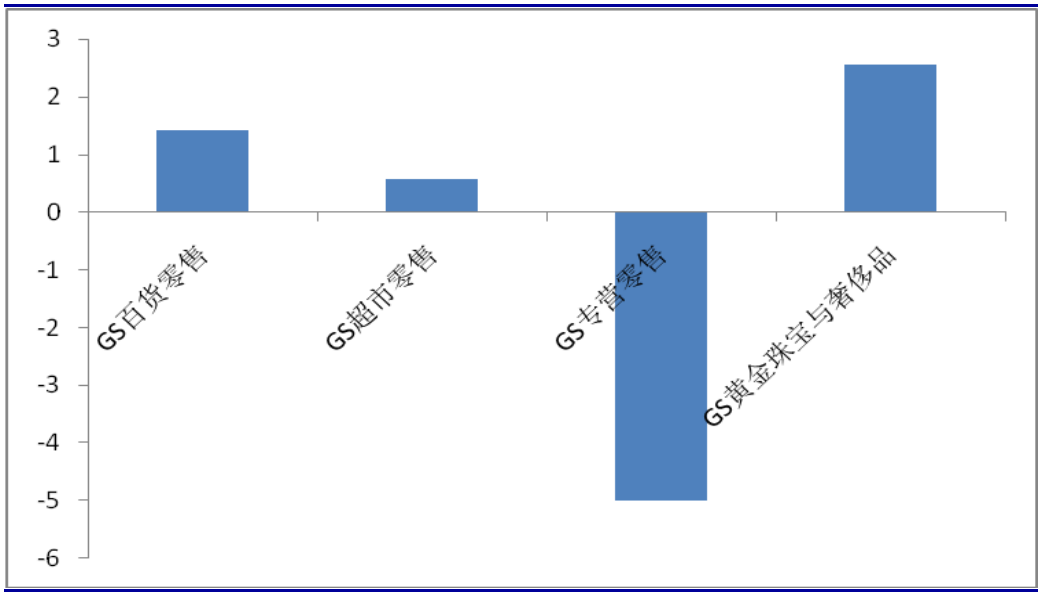
行业的良好表现，主要基于其半年报的良好业绩支持以及国家经济结构调整过程中对消费在 GDP 增长中作用的日益重视。黄金珠宝子行业 8 月份累计上涨近 3%，而沪深 300 在此期间下跌近 6%，跑赢大盘将近 9 个百分点。黄金珠宝行业在所有子行业中业绩是最好的，主要源于大众消费升级以及通胀高企情况下，黄金珠宝首饰不仅有消费功能，还具有一定的投资功能。

百货子行业 8 月份累计上涨超过 1%，其良好表现主要在于目前市场对于高端消费需求还是比较旺盛，未来有望延续。

超市行业 8 月份上涨不到 1%，虽然其主营业务收入依旧保持稳定增长，但由于人力成本和各项费用同时也增加迅速以及网购对于实体超市的冲击，导致其上半年净利润增幅有限，子行业市场表现不是很强势。

而专营零售业虽 8 月份整体下跌 5%，但相比沪深 300 的近 6%的跌幅，其仍旧略微跑赢大盘。

图 3：子行业涨跌幅（流通市值加权平均）



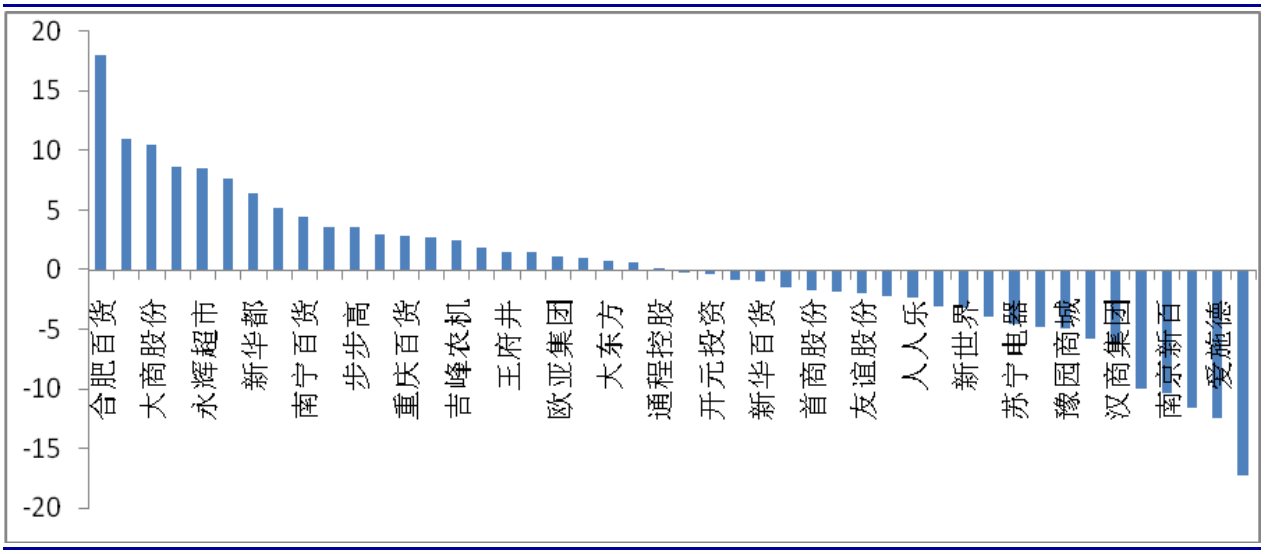

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

个股方面，8 月份个股表现主要受中报业绩以及资产整合等因素影响，在中报业绩行情中，增长超预期公司主要集中在黄金珠宝和百货两个子行业，而超市和专营零售子行业相对来说符合预期。

在我们统计的 60 家百货零售行业上市公司中，合肥百货和三江购物 8 月份涨幅居前，涨幅分别达到 18.05%和 11.01%，都超过 10%，合肥百货涨幅较大主要源于上半年业绩超预期增长，公司作为中部区域百货龙头，步入快速发展期，未来业绩增长有保证；而三江购物虽然其上半年业绩增长不快，但也基本符合预期，公司作为浙江省最大的连锁超市之一，稳健扩张，成长性良好，再加上较低的估值水平，促使了该股走出了一波超跌反弹的行情。而爱施德和南京新百等公司则处于跌幅前列，分别达 12.46 和 10.42%，其主要原因在于上半年业绩下滑分别达 3 成和 2 成；爱施德公司目

前正处于转型时期，智能手机将逐渐成为 3G 手机的主流，运营商是推动行业转型的主要力量；许多生产厂家的产品研发滞后，导致手机代理商出现业绩波动；南京新百公司在房地产开工和销售方面要低于之前的预期，盐城内港湖项目销售确认时间将推后至明年，南京河西地产项目也将在 2012 年后开工，导致上半年业绩下滑两成左右，第一大股东转换，董事长易主增加了公司的动荡。

图 4：8 月个股涨跌幅（流通市值加权平均）

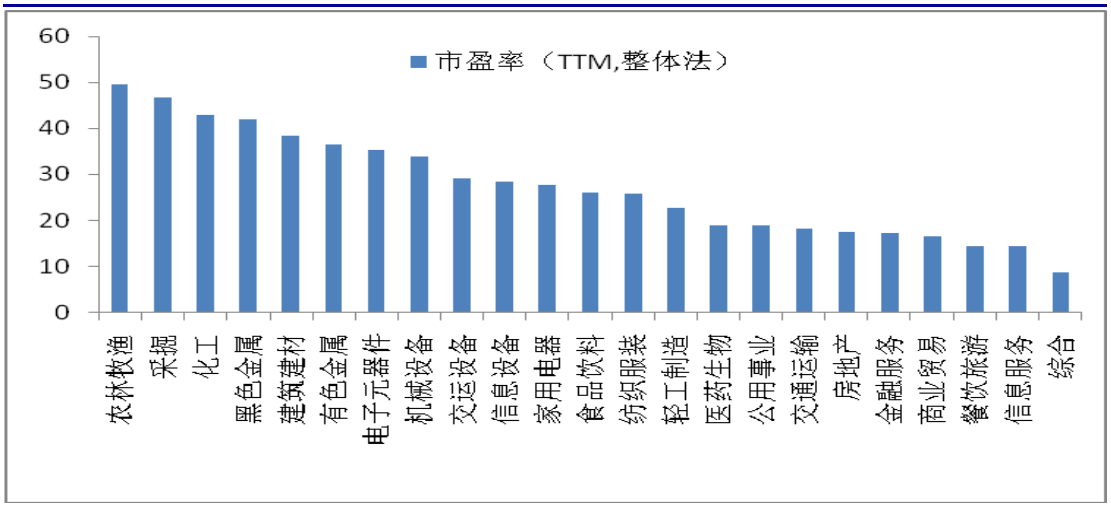



数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

## 1.2 行业估值比较

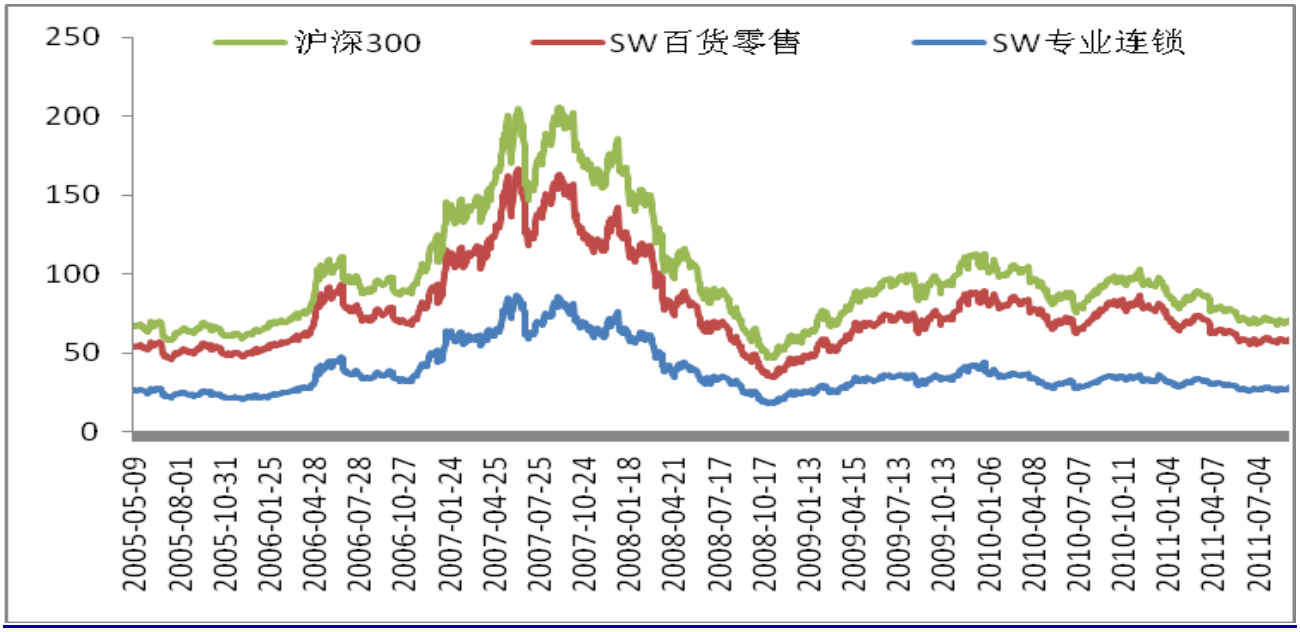
截止到 8 月 31 日，在估值方面，农林牧渔、采掘、化工、黑色金属、有色金属等板块整体市盈率较高，而综合、餐饮旅游、商业贸易、金融、房地产等板块估值相对较低。整体来看，目前各个子行业仍然具有一定的绝对估值优势和相对估值优势，再考虑行业本身所具有的良好成长性和上半年可喜的业绩支持，行业估值有一定的安全边际，未来估值水平的提高仍有一定的空间。

图 5：申万一级行业估值（TTM，整体法）




数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 6：商业零售与沪深 300TTM 市盈率



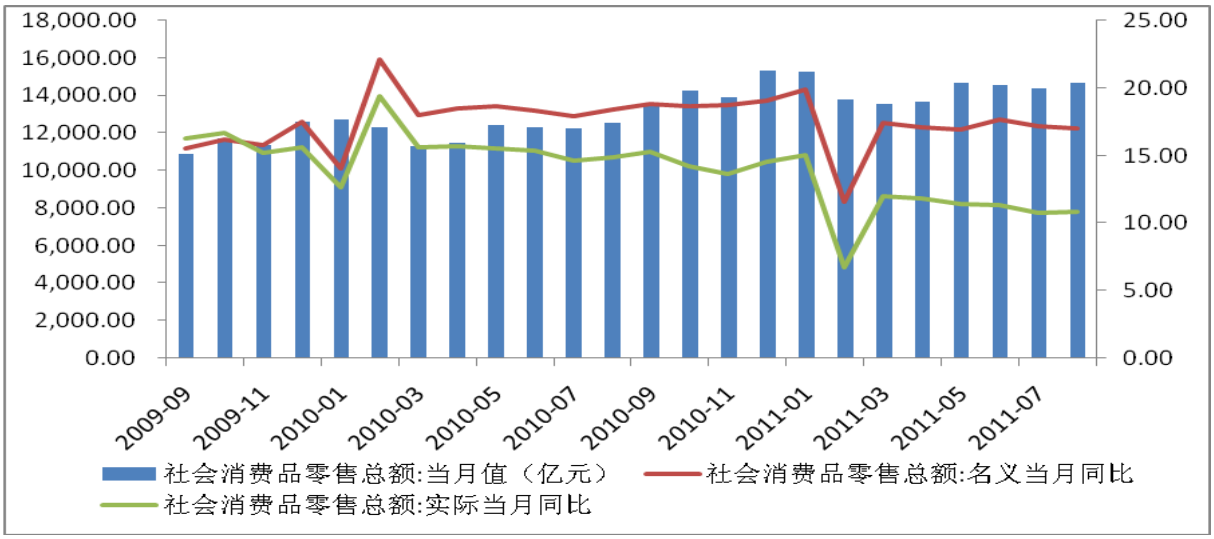

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

# 二、行业运营状况

## 2.1 社会零售总额保持稳定增长，金银珠宝类增速最快。

2011 年 8 月份，社会消费品零售总额 14705 亿元，同比增长 17.0%。其中，限额以上企业（单位）消费品零售额 6902 亿元，增长 22.1%。1-8 月份，社会消费品零售总额 114946 亿元，同比增长 16.9%。从环比看，8 月份社会消费品零售总额增长 1.36%。

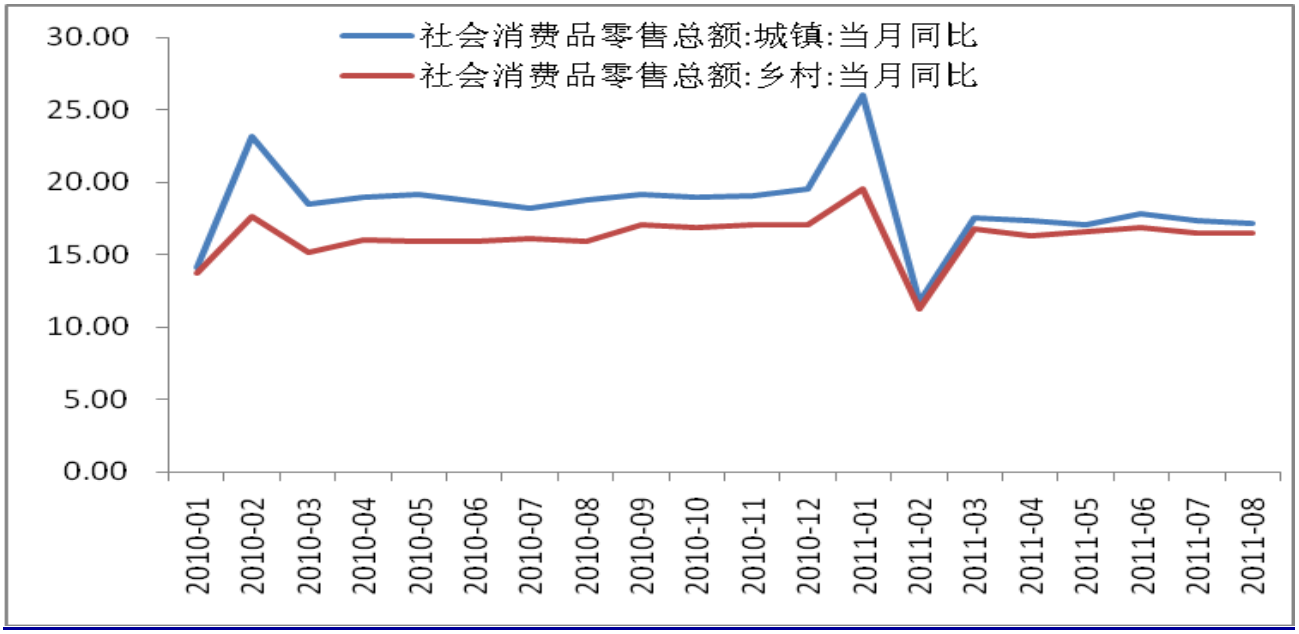
图 7：社会消费品零售总额及名义、实际增速




数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

按经营单位所在地分，8 月份，城镇消费品零售额 12783 亿元，同比增长 17.1%；乡村消费品零售额 1922 亿元，增长 16.4%。

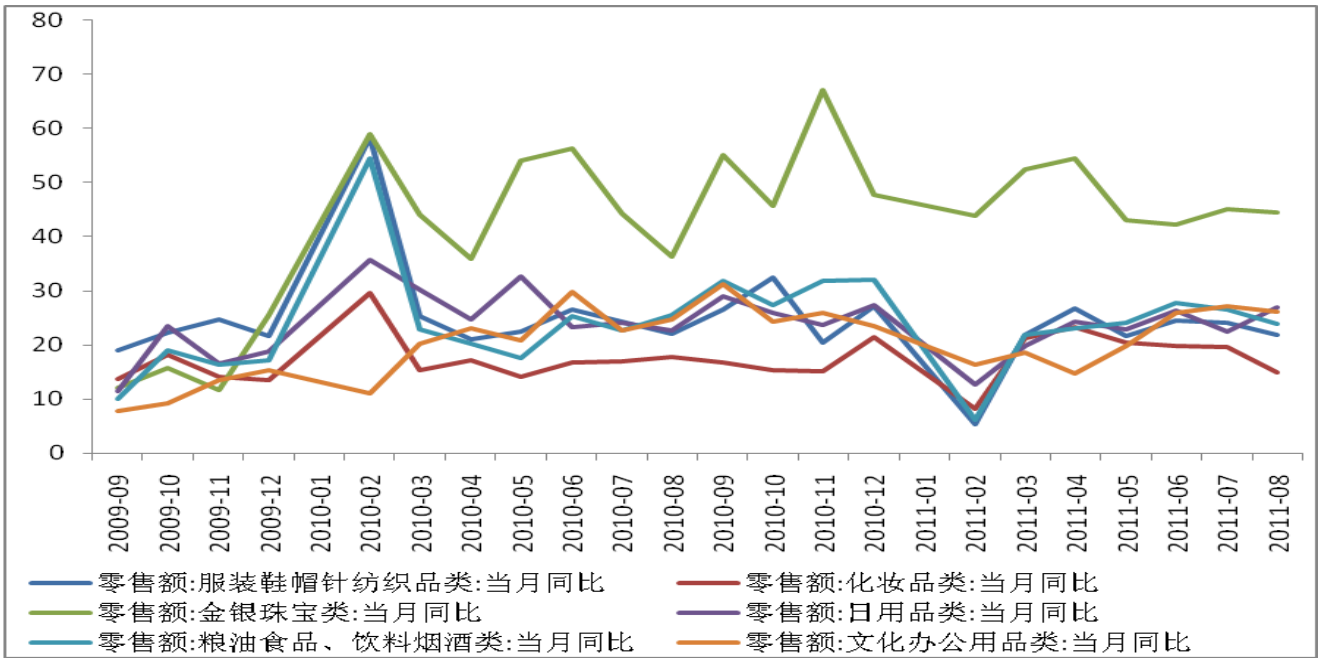
图 8：城镇及农村社会消费品零售总额增长




数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

从重点品类零售额增速上看：日常消费品中，粮油食品、饮料烟酒类增速为 24%，日用品类增速为 26.90%；中高档消费品中，服装、化妆品分别增长 21.90% 和 14.80%；金银珠宝类销售与其他类别相比增速依然较快，同比增长 44%

图 9：重点品类零售额增速

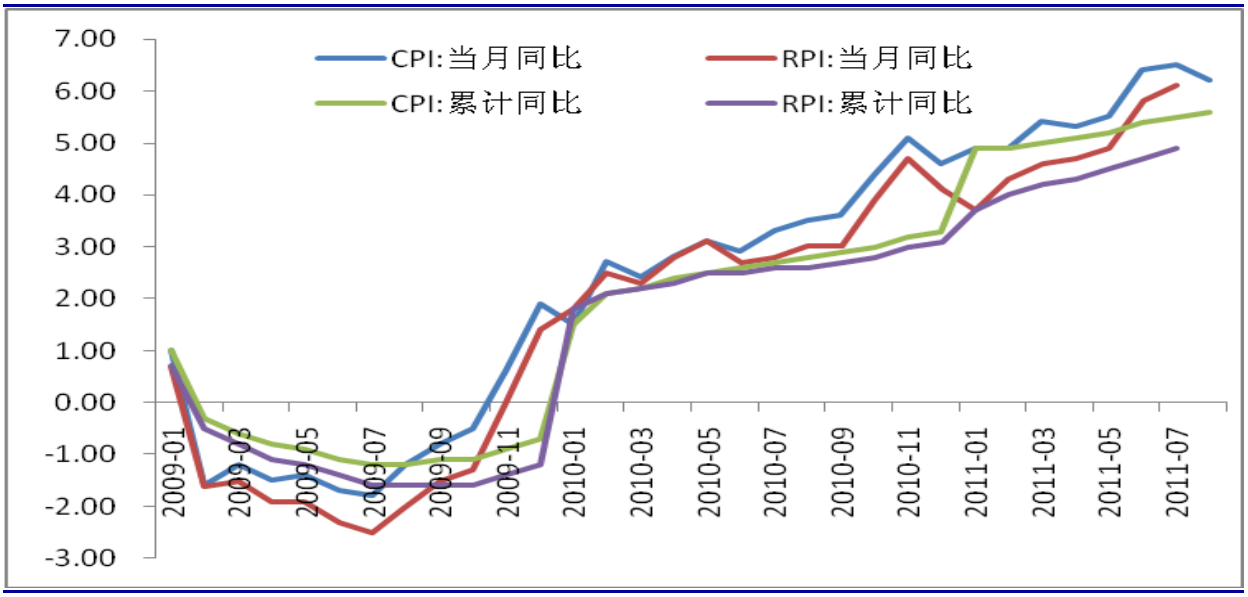



数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

## 2.2 CPI 有所回落，仍维持高位运行。

2011 年 8 月份，全国居民消费价格总水平同比上涨 6.2%。其中，城市上涨 5.9%，农村上涨 6.7%；食品价格上涨 13.4%，非食品价格上涨 3.0%；消费品价格上涨 7.3%，服务项目价格上涨 3.4%。全国居民消费价格总水平环比上涨 0.3%。其中，城市上涨 0.3%，农村上涨 0.3%；食品价格上涨 0.6%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格上涨 0.3%，服务项目价格上涨 0.2%。

图 10：CPI、RPI 当月及累计增速




数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

食品类价格同比上涨 13.4%，影响价格总水平上涨约 4.02 个百分点。烟酒类价格同比上涨 2.9%。其中，烟草价格上涨 0.3%，酒类价格上涨 6.8%。衣着类价格同比上涨 2.9%。其中，服装价格上涨 3.2%，鞋价格上涨 1.1%。

家庭设备用品及维修服务类价格同比上涨 2.8%。其中，耐用消费品价格上涨 0.7%，家庭服务及加工维修服务价格上涨 11.6%。 医疗保健和个人用品类价格同比上涨 4.1%。其中，西药价格下降 0.4%，中药材及成药价格上涨 14.2%，医疗保健服务价格上涨 0.5%。

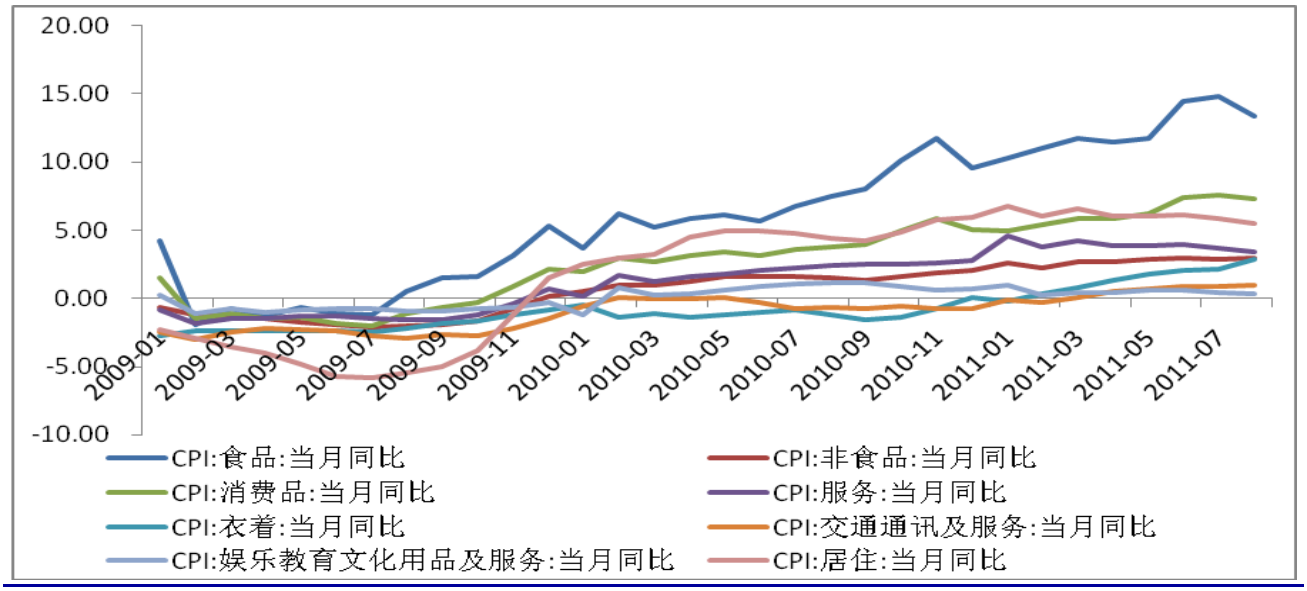
交通和通信类价格同比上涨 1.0%。其中，交通工具价格下降 0.7%，车用燃料及零配件价格上涨 14.9%，车辆使用及维修价格上涨 4.5%，城市间交通费价格上涨 3.1%，市区公共交通费价格上涨 2.6%；通信工具价格下降 13.0%。

娱乐教育文化用品及服务类价格同比上涨 0.4%。其中，教育价格上涨 1.6%，文娱费价格上涨 1.6%，旅游价格上涨 2.9%，文娱用耐用消费品及服务价格下降 6.7%。

居住类价格同比上涨 5.5%。其中，水、电、燃料价格上涨 4.4%，建房及装修材料价格上涨 5.5%，住房租金价格上涨 3.8%。

据测算，在 8 月份 6.2%的涨幅中，去年价格上涨的翘尾因素约为 2.7 个百分点，今年新涨价因素约为 3.5 个百分点。

图 11：CPI 按商品类别同比增速




数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

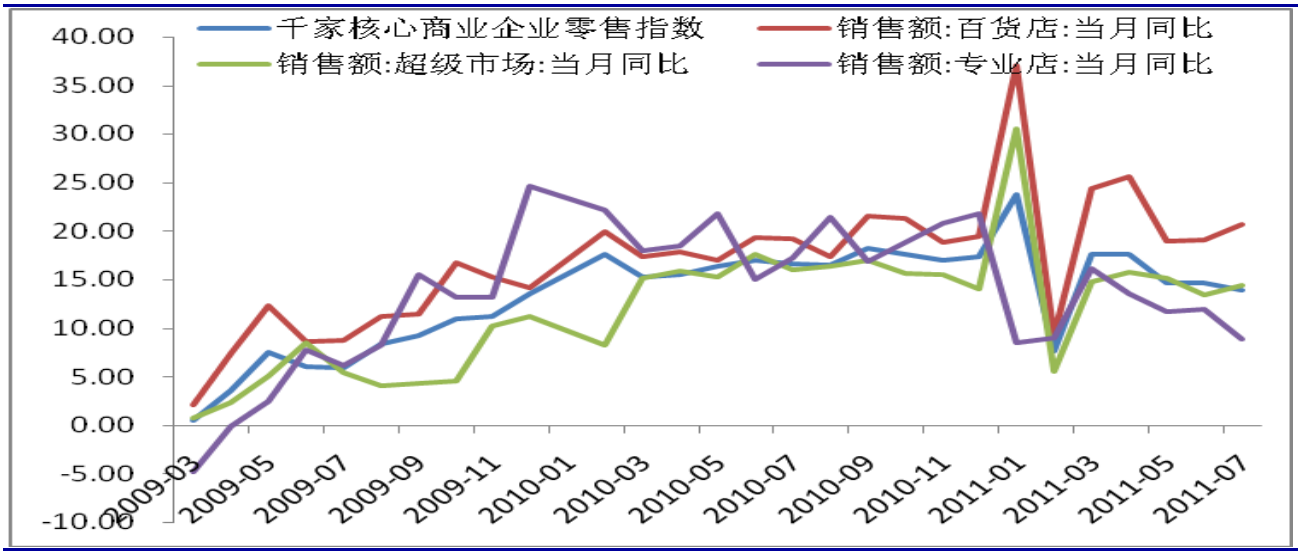
## 2.3 重点商业企业销售增速稳步增长

由商务部跟踪监测的重点零售企业销售数据显示，千家核心商业企业零售额同比增长 13.9%，低于上个月 14.7%的同比增速下降 0.8 个百分点。从商品类别来看，披露的各商品类别 7 月份零售额增速均有所上升。

其中，食品类零售额 7 月份同比增长 19.1%，比上月增速提高 1 个百分点；服装类和鞋帽类 7 月份零售额分别同比增长 19%和 14.6%，比 6 月份提高 1.7 和 0.4 个百分点；化妆品类和日用品类零售额分别同比增长 15.6%和 17.9%；金银珠宝类则延续了 6 月的加快上涨态势，7 月份零售额同比增长 40.4%，增速较上月提高 0.9 个百分点。

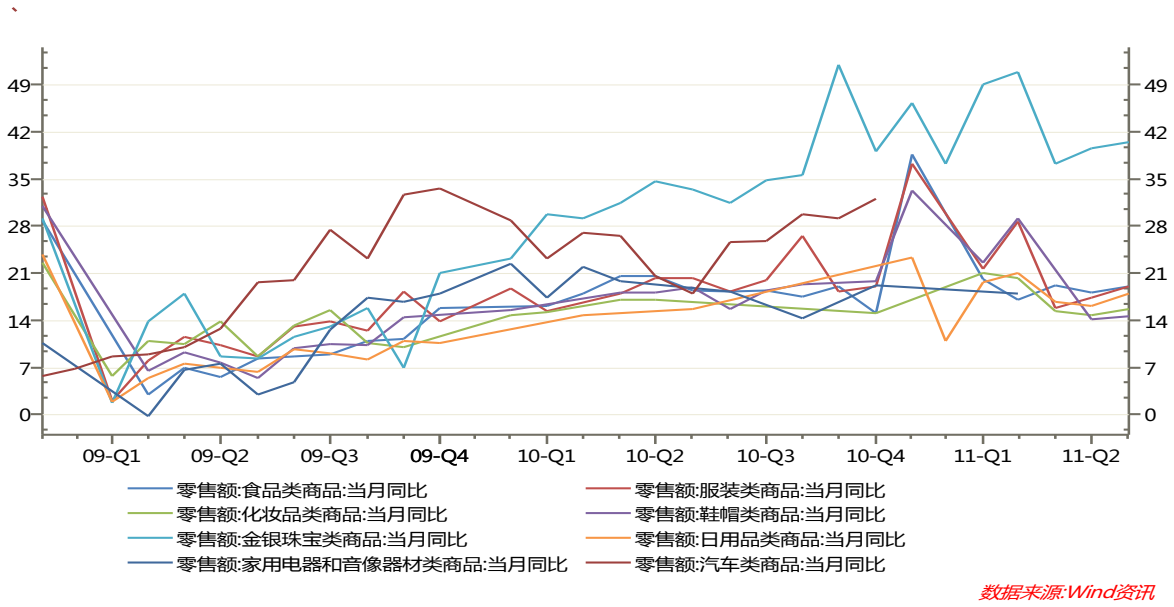
从业态来看，重点百货店 7 月份零售额同比增长 20.7%，增速环比提高 1.6 个百分点；重点超级市场同比增长 14.4%，增速较上月提高 1 个百分点；重点专业店 7 月份零售额同比增长 8.8%，增速环比下降 3.1 百分点，出现较大幅度的下滑。

图 12：重点零售企业零售额按业态分类增速




数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

图 13：重点零售企业零售额按商品分类增速



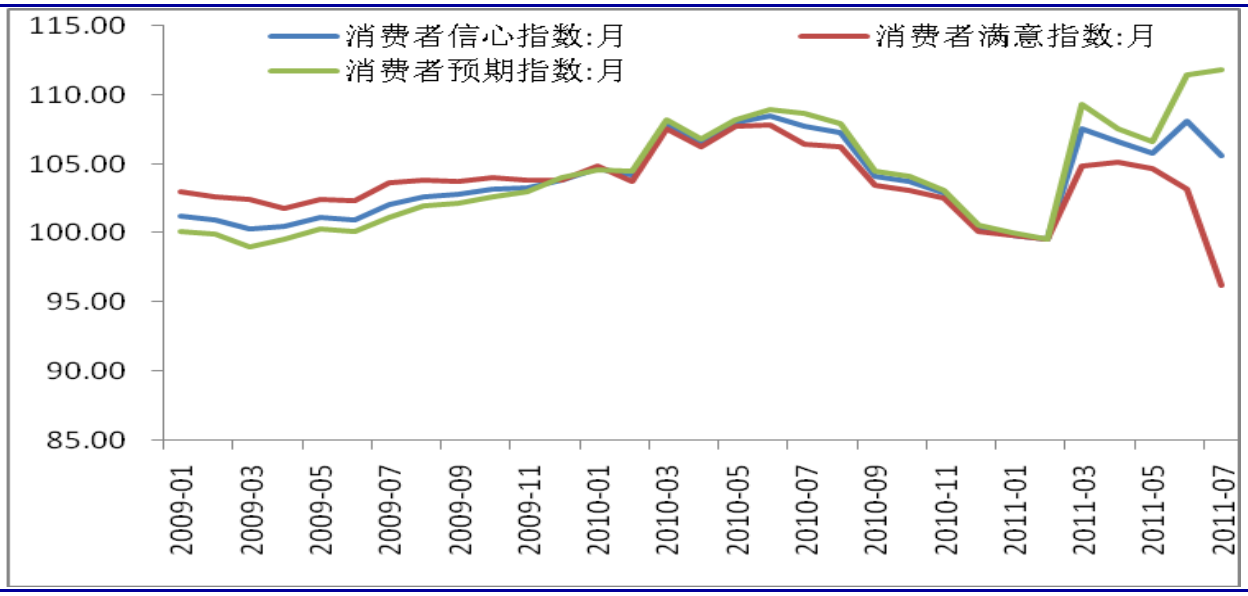

数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

### 2.4 消费者信心和满意指数继续下降，预期指数向好。

7 月份消费者信心指数较上月环比下降 2.5，达到 105.1。其中，消费者满意指数较上月环比下降后继续大幅下探 7.0 至 96.20，而消费者预期指数则小幅上升 0.4 至 111.8。满意指数和预期指数走势出现短期分化。

这基本符合我们在 8 月份行业动态跟踪中对消费者信心指数所做出的预判。我们认为，尽管近期物价水平有所回落，但仍保持高位运行，使得消费者对当前经济生活的评价短期维持下滑，但由于预期物价将触顶持续回落、包括个税改革在内的各项消费利好政策将逐步实施以及双节即将来临等，消费者已开始对消费及总体经济前景逐步恢复信心，我们维持今年下半年消费者信心指数将保持回暖趋稳的观点。

图 14：消费者信心指数、满意指数和预期指数走势




数据来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

## 三、行业及公司重点要闻回顾

**1、武汉中商（000785）：业绩增长较快**

公司 2011 上半年实现营业收入 20.77 亿元，同比增长 12.33%；实现归属于上市公司股东的净利润 6158 万元，同比增长 21.16%；基本每股收益 0.25 元。

点评：由于毛利率较高的租赁业务收入占比及其他业务收入占比均有所上升，导致公司 2011 上半年综合毛利率达到 20.41%，提高 1.51 个百分点；虽然公司三项期间费用率水平在 2011 年第二季度均环比有所上升。得益于综合毛利率的提高，公司营业利润及净利润均实现了较快增长。公司目前正处于停牌阶段，我们将重点关注公司的重组进展。

**2、友好集团（600778）：区域龙头 ，成长空间巨大**

公司 2011 上半年实现营业收入 17.24 亿元，同比增长 29.30%；实现归属上市公司股东净利润 0.66 亿元，同比增长 46.89%。基本每股收益 0.213 元。

点评：上半年，公司零售业务实现主营收入 15.25 亿元，同比增长 48.55%。一方面是公司进行管理创新，提升内生增长能力的结果，另一方面，来源于公司新开门店，实现外延式扩张。公司目前正积极向疆内二三线市场扩张；公司旗下子公司还涉及供热、物流、房地产等多元化业务，为公司拓宽了利润来源，中长期看好，建议投资者积极关注。

**3、成商集团（600828）：收益中西部崛起，费用控制能力提升**

公司发布 2011 半年报，实现营业收入 10.32 亿元，同比增长 23.58%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.07 亿元，比去年同期增长 61.43%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.07 亿元，同比增长 87.76%。基本每股收益 0.2447 元。

点评：公司成都地区增长平稳，主营收入同比增长 12.75%；南充和绵阳地区门店则增长较快，主营收入均实现了 30%以上的收入；公司还收购了山东菏泽的门店，迈出了跨区域发展的第一步。随着公司外延不断扩展，公司综合毛利率同比提高 0.52 个百分点，达到 23.21%；三项期间费用率均有所下降，分别下降 1.08 个百分点、0.34 个百分点和 0.23 个百分点，说明公司的内部管理和费用控制能力有了明显提升。

**4、重庆百货（600729）：营收稳步增长，逐步向周边扩展**

公司 2011 上半年实现营业收入 135.70 亿元，同比增长 21%；实现归属上市公司股东净利润 3.71 亿元，同比增长 27.81%；基本每股收益 0.99 元。

点评：公司各业态中，百货业态主营收入达到 35.26%，超市和家电业态主营收入分别提高 16.99%和 2.58%。重庆地区仍是公司最主要的业绩来源，2011 年上半年主营收入同比增长 20.12%，公司进一步巩固了在重庆市场的竞争优势；此外，公司也加快了外地市场的扩张步伐，上半年四川和贵州地区的主营收入分别增长 35.15%和 52.16%，成长性良好，值得关注。

**5、合肥百货（000417）：业绩超预期，步入高速增长期**

公司上半年实现营业收入 46.09 亿元，归属于母公司的净利润 2.93 亿元，扣非后 EPS0.32 元，同比增长分别为 26%，162%，34.29%。

点评：报告期公司毛利率略有提升；但公司租赁费、人员工资、广告费等有较大增长，导致公司三项费用同比增长 24.61%。公司在报告期内处置了持有的房地产公司股权，取得投资净收益 1.34 亿元，从而使得利润总额及归属于母公司净利润有较大增长。看好公司在安徽区域优势地位，以及发展前途。

**6、银座股份开新店**

22 日上午，银座商城岱宗店举行开业庆典仪式。银座商城岱宗店是继东岳店、东湖店、齐鲁店、花园店后，银座商城在泰安市内开设的第五家分店，也是银座集团股份有限公司开设的第 100 家分店。银座商城岱宗店规划面积为 4.5 万平方米，分为地下一层和地上四层。其中地下一层为便民超市，地上四层是以中档商品为主、高档商品为辅的精品百货及各种便民服务性项目，填补了泰安市内东部无大型现代化商场的空白。

点评：作为山东省区域百货公司，未来在外延扩展的过程中，逐步布局二三线城市。

**7、 百联集团新增商业地产项目**

上海世博发展集团在中国馆与百联集团签署战略合作协议，双方将成立合资公司，投资 1.6 亿元共同开发世博轴商业项目——世博轴广场。世博轴广场经营面积约 13 万平方米，一期项目计划 2012 年 5 月开业，2012 年 12 月争取整体开业。

**8、电子商务市场信息**

艾瑞发布中国第二季度电子商务市场核心数据。京东商城自主经营式 B2C 市场占有率达到 35.1%，其市场份额超过第二名至第十名的总和，在中国自主经营式 B2C 网站中排名第一。根据第二季度数据，京东商城在整体 B2C 市场上占有率达到 18.1%。在整体 B2C 市场上，淘宝商城和京东商城两大商家领衔整个市场，总体占比达到 66.6%。

**9、网络零售增长迅速**

中国电子商务研究中心披露的数据显示，今年上半年，网络零售市场交易规模达 3492 亿元，同比大增 75%。其中，第二季度中国网购市场交易规模达 1792 亿元，同比增长 77%，环比增长 11%。该中心预计，2011 年我国网络零售市场交易规模将达到 7634 亿元。

面对网络零售的大举进攻，原本专注于实体店经营的苏宁电器、天虹商场、王府井、广百股份等上市公司纷纷发展线上零售业务。经历了前两年的试水期后，部分零售公司的线上业务已初显成效。其中，苏宁易购今年一季度实现销售收入 11.08 亿元，二季度销售收入达到 14.61 亿元，呈逐季增长态势。

# 四、行业中报业绩综述

## 4.1 行业及子行业整体业绩

2011 年上半年，我们以商业零售行业的 54 家上市公司进行了相关统计，其中 33 家百货上市公司，16 家超市以及 5 家黄金珠宝上市公司，共实现营业收入 2660.30 亿元，同比增长 31.08%，实现净利润 105.54 亿元，同比增长 31.57%。

子行业方面，百货行业 2011 年上半年实现营业收入 1110.10 亿元，同比增长 43.96%，实现净利润 47.77 亿元，同比增长 57.39%；超市业 2011 年上半年实现营业收入 1290.95 亿元，同比增长 18.34%，实现净利润 46.68 亿元，同比增长 12.54%；黄金珠宝行业 2011 年上半年实现营业收入 259.25 亿元，同比增长 54.78%，实现净利润 11.09 亿元，同比增加 32.23%。

表 1：商业零售行业 2011H1 营收及净利润增速（单位：亿元）

| 行业及子行业 | 营业收入 | 营收增速 | 净利润 | 净利润同比增长 |
|---|---|---|---|---|
| 百货 | 1110.10 | 43.96% | 47.77 | 57.39% |
| 超市 | 1290.95 | 18.34% | 46.68 | 12.54% |
| 黄金珠宝 | 259.25 | 54.78% | 11.09 | 32.23% |
| 餐饮旅游 | 2660 | 31.38% | 105.54 | 31.57% |

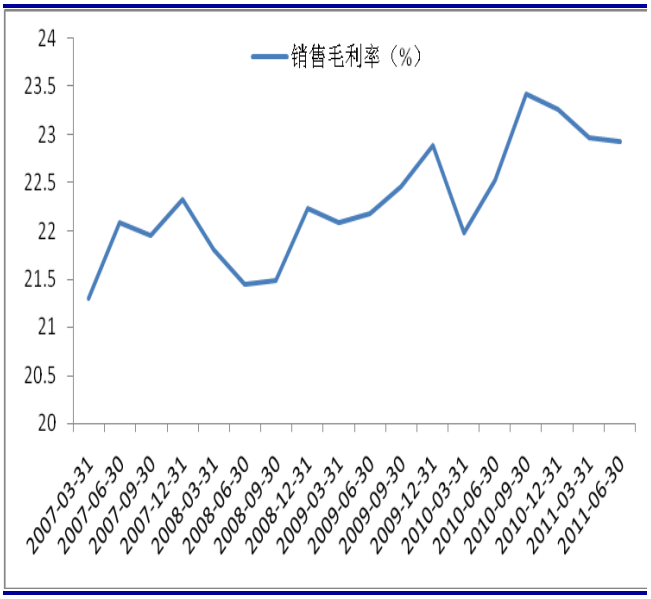
资料来源：东莞证券研究所、公司公告

在行业的毛利率和费用率方面，2011 年上半年零售行业整体的销售毛利率为 22.93%，相比 2010 年年底和 2011 年一季度分别下降 0.34 和 0.04 个百分点。

综合来看，毛利率下降的主要因素是百货及珠宝首饰两个子行业发展的新趋势所引起的，原因可能是：其一在通知高企的状况下低毛利率、高客单价的黄金及相关饰品热卖，改变相关公司销售产品结构，拉低整理毛利率；其二，高端百货销售继续维持高增长，但从 2011 年上半年经营情况看其扣点率普遍偏低。

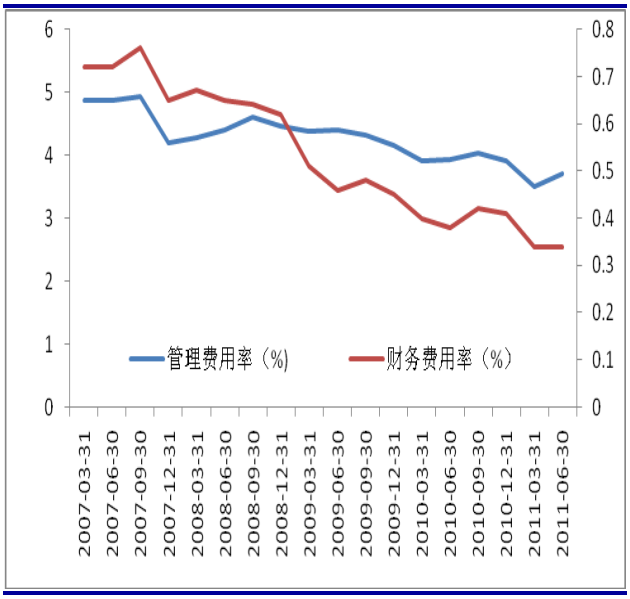
上半年，虽然费用总额增长率在 20%以上，但其仍然低于收入的增长速率，近期整体费用率处于下降趋势，而且费用率的降幅大于毛利率降幅，因此，行业盈利能力并未下降。

图 15：销售毛利率变化




数据来源：东莞证券研究所、wind

图 16：各项费用率变化趋势

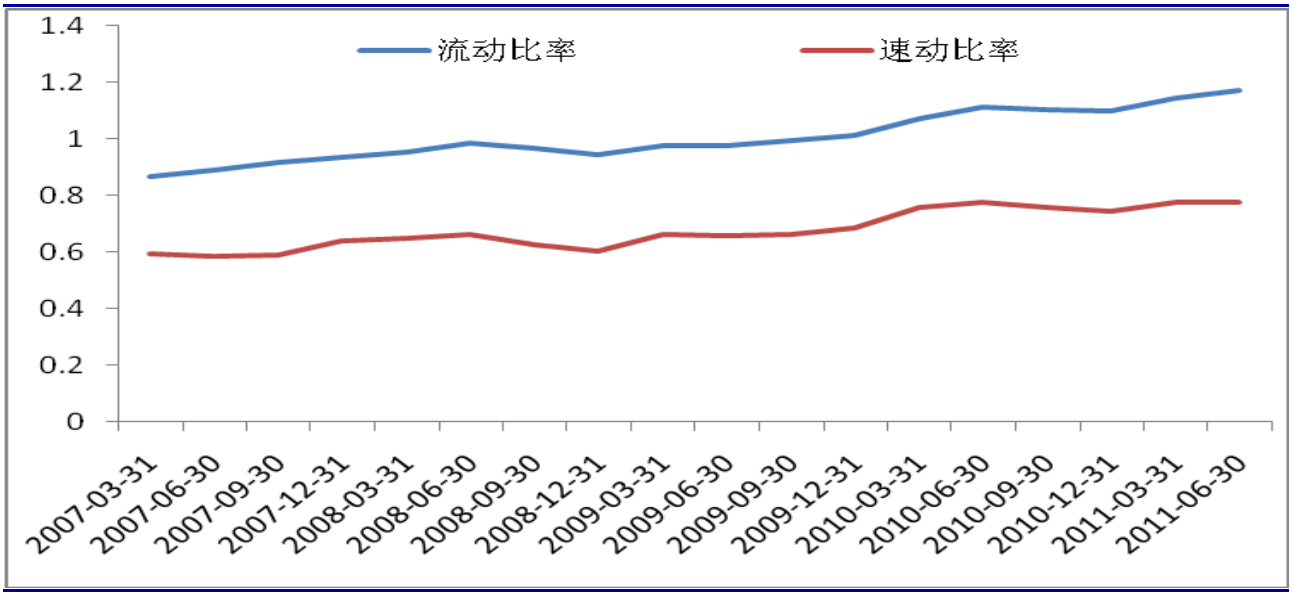



数据来源：东莞证券研究所、wind

近年来，行业短期及长期偿债能力得到持续的改善。行业中期资产负债率近几年逐年下降，并一直在 60%以下；行业流动比率呈不断上升趋势，同比增加 0.06；速冻比例增长较为缓慢，上半年与同期相比基本持平。另外，在行业营运能力方面，存货

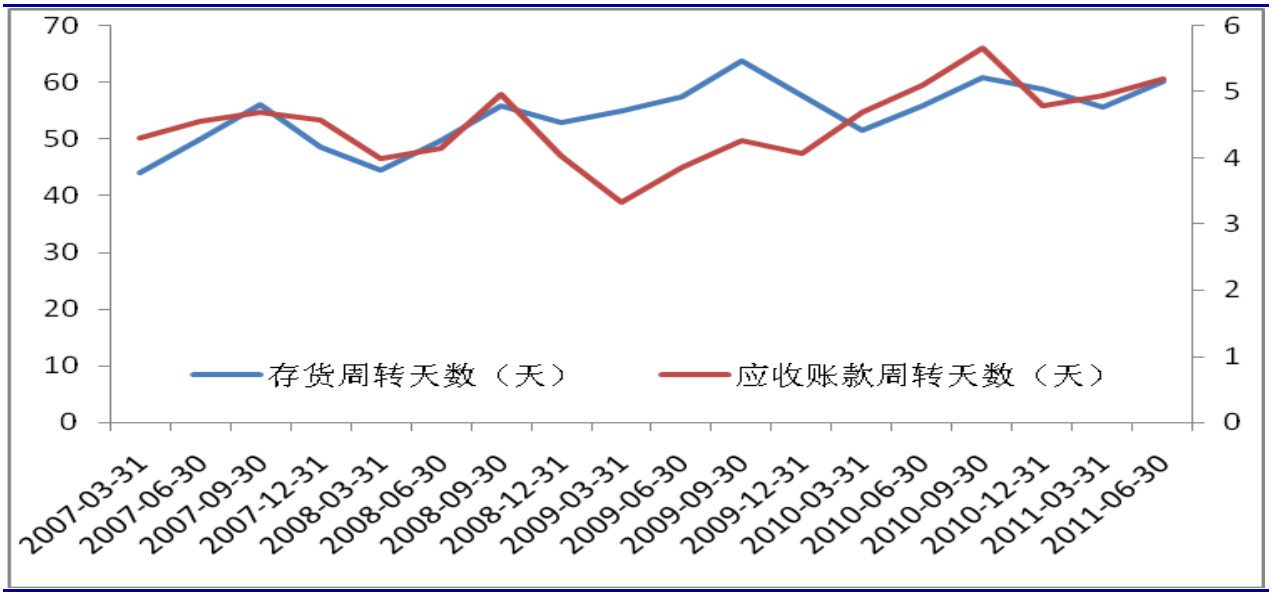
周转期和应收账款周转期的小幅上升，使得营业周期也略有延长。

图 17：偿债能力变化




资料来源：东莞证券研究所、wind

图 18：行业营运能力发展变化




资料来源：东莞证券研究所、wind

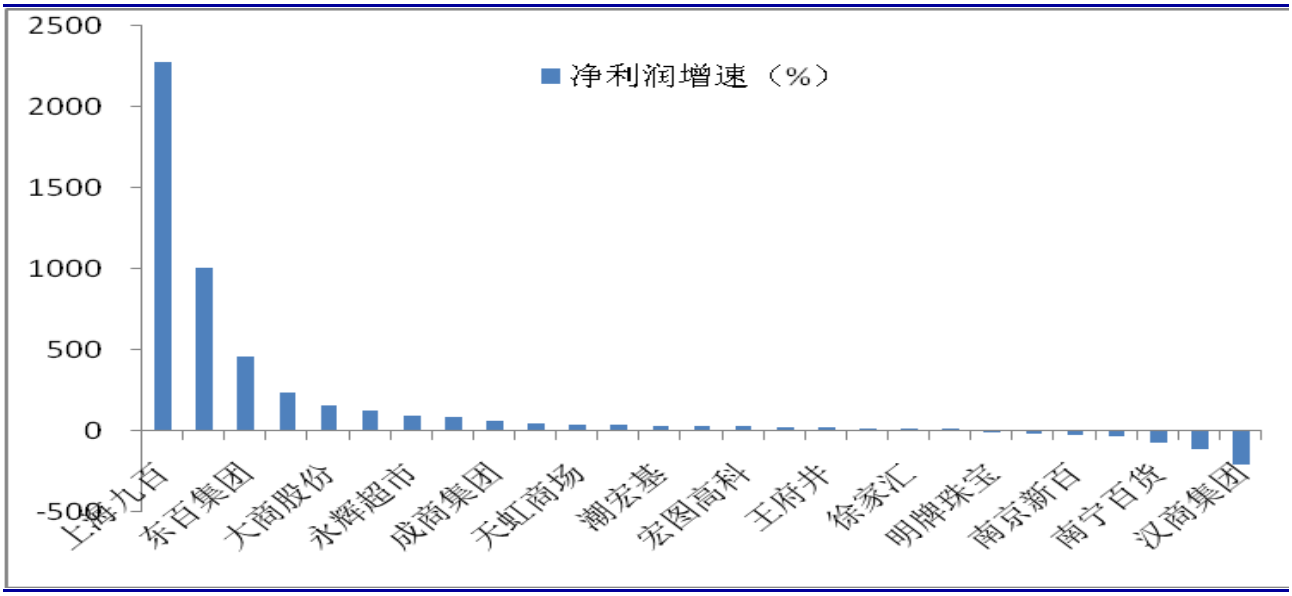
## 4.2 行业重点个股中报业绩

从个股业绩来看，2011 年上半年，我们所统计的 54 家商业零售行业上市公司，净利润增速超过 100%上市公司共有 7 家，占比为 12.96%；增速在 30%-100%之间共有 13 家，占比 24.07%；增速在 0%-30%之间共有 21 家，占比 38.89%；业绩下滑共有 12 家，占比 22.22%。

业绩增速较大的公司有上海九百、民生投资、首商股份、东百集团、重庆百货、大商股份、合肥百货等，业绩下滑较大有汉商集团、天音控股、南宁百货、爱施德等。

净利润增幅较大的公司主要是报告期投资收益比较大，或者是有相关资产整合带来的非主营业务收入之外的收入大幅增长；当然，有些公司其本身的主营业务增长也进入增长快车道。随着上半年业绩的增长，再加上行业逐步进入旺季，预计 2011 年全年行业的增长还是很值得期待的。

图 19：2011 年上半年行业公司净利润增速




资料来源：东莞证券研究所、wind

# 五、行业评级及 9 月份投资策略

## 5.1 行业评级：维持谨慎推荐评级

自 2010 年年底以来零售板块整体表现出一定的业绩增长与估值的背离现象，即虽然行业业绩继续维持高成长，但其估值水平却不断回落，在今年 6、7 月份开始才有所修正。

我们认为 2010 年底至今年初的估值回落主要源于市场风格转换，投资者对板块的青睐主要由非周期板块转向周期板块所致，上半年受制于国内紧缩政策以及国外复杂的宏观环境，市场整体表现低迷，购物卡等政策出台更是使得零售行业雪上加霜，行业动态估值跌至今年以来的低点。

自今年 6 月下旬以来依托良好的行业中报增长的预期，消费板块整体出现一轮较大级别的反弹，而零售行业整体涨幅超过 14%，其中部分个股反弹幅度甚至超过 25%，在市场持续下跌过程中，作为防御性消费类板块 7、8 月零售行业均跑赢大盘，取得了一定的收益。

从已经公布的中报来看，百货和黄金珠宝子行业业绩增长较快，而公司方面业绩超预期的公司也主要集中在这两个子行业，其中，百货业的净利润增长很大原因是由于个别公司投资收益的大幅增加，黄金珠宝行业景气度持续走高，相关行业产品价量齐声，带动行业整体增速较快，而超市子行业业绩较稳定。

商业零售行业除了受益于经济发展和人民收入水平提高带来的利好驱动外，国家在政策上也给予行业大力支持，个人所得税的调整；“中秋节”、“国庆节”两大节日相继到来将从一定程度上刺激商贸零售企业销售。9 月过后，零售行业将进入四季

度传统消费旺季，虽然目前宏观经济环境复杂，CPI 继续高位运行，人工成本上升也会对行业形成一定的负面影响，但我们认为这很难改变行业快速增长的发展趋势，零售企业增速依然值得期待。

基于以上因素，9 月份我们维持商业零售行业谨慎推荐评级，看好高端百货和黄金珠宝首饰子行业，以及一些低估值业绩良好个股。

## 5.2 九月份投资策略：业绩优良、低估值和高成长性原则

综合各方面因素，在目前估值水平下，我们认为零售板块仍将有好于市场的表现，在选择行业投资机会的同时，要更加注重个股的选择。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，其中建议继续关注合肥百货、大商集团、友阿股份、重庆百货等；对于定位全国性快速扩张的王府井和天虹商场以及刚刚重组后业绩表现优良的首商股份，也可以介入；其次，从零售行业发展周期、店龄结构等影响行业重要因素出发，银座股份和欧亚集团的估值相对较低；再者，2011 年上半年已经和即将出现业绩拐点的公司，我们重点推荐农产品和步步高。奢侈品消费继续推荐老凤祥、潮宏基和飞亚达 A。

## 5.3 重点公司推荐

**合肥百货（000417）：区域龙头，进入高成长期**

区域行业龙头、受益于安徽区域经济、增发具备业绩释放动力、估值水平合理。公司在“十二五”期间面临新的发展机遇，在经济增长和消费升级的大背景下，公司品牌结构调整相比竞争对手仍有较大的提升空间，内生增长可期；从长期来看，公司外延扩张步伐稳健，且以百货为依托，超市和家电配套经营，在省内其他地级市具备先发优势，是公司长期发展的保障，维持推荐评级。

**天虹商场（002419）：业绩高速增长，逐步向全国扩张**

公司实施以“天虹”和“君尚”双品牌战略；形成多种业态综合发展的格局，“百货+超市+X”模式可复制、战略清晰、人才稳定、成长迅速。公司是零售行业中比较有特色的跨区域连锁百货企业，定位社区百货、标准化模式可复制、同时注重创新和细节，基本探索出一条适合自身发展和扩张路径，形成良性循环，近期公司在南昌和东莞的扩张显示出公司清晰的发展战略。未来公司在内涵和外延方面不断扩张，前景可期。

**王府井（600859）：业绩符合预期，增加中西部布局**

作为全国商业零售的知名品牌，2011 年上半年，公司业绩继续保持较快增长，基本符合预期。近年来，面对不断崛起的广大中西部地区，公司考虑 2011 年下半年新开成都二店等，王府井在百货连锁发展具备丰富的经验和行业优势，为公司长期业绩增长奠定了基础，估值应享受一定的溢价；增发大股东以现金认购，增加了控股比例，表明了大股东对公司长期看好；未来目标加大自有物业比重到 50%，可能仍会有融资需求；增发后成都王府井子公司成为全资，将明显增厚公司近两年业绩，坚定看好公司的中长期发展前景。

**大商股份（600694）：商业东北王，中报业绩超预期**

上半年整体来看，公司营收增速加快、费用率降低、现金流强劲，基本面持续不断改善。大商国际成为第一大股东，基本面改善预期增强。大股东变更有利于解决同业竞争，流通股东话语权有所增强，同时管理层激励等也有望稳步推进。目前大股东持股比例还是比较低得，未来中长期来看存在增厚股权的契机。定向增发仍在继续推进，确切时点仍需等待。增发后将会带来更强的业绩释放动力，不但能帮助其并购到更多资产，还能增进与投资者的交流。大商股份是商业零售板块业绩反转和资产价值的典型代表；而大股东变更和增发推进均有利于改善公司治理结构和提升未来发展潜力，中长期盈利改善空间较大，重点关注。

**农产品（000061）：不断扩张，估值较低期待反转。**

公司本质上为农产品物流公司：公司主营农批市场业务，公司主营的农批市场则为“生产者——农批市场——农贸市场——消费者”的农产品流通体系的核心环节。公司战略得当，正在推行“农批市场电子化结算”与“农产品电子化交易平台”建设。公司目前有 33 家农批市场,且通过网络交易平台的建立，基本完成了全国农批市场的规划。新店较多，逐步成熟，可望对公司未来业绩形成一定支撑和贡献；目前估值水平较低，期待股价出现反转。

## 5.4 风险提示

宏观经济增速放缓致使消费购买力下降。

表 2：行业重点公司盈利预测及投资评级表（20111/8/31）

| 股票代码 | 股票简称 | 收盘价 | ESP | | | PE | | | 投资评级 | 评级变动 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E | 2012E | | |
| 000417.SZ | 合肥百货 | 21.84 | 0.56 | 0.98 | 1.01 | 38.56 | 21.88 | 21.13 | 推荐 | 维持 |
| 000419.SZ | 通程控股 | 8.18 | 0.24 | 0.33 | 0.45 | 32.07 | 23.35 | 17.01 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 000501.SZ | 鄂武商 A | 19.54 | 0.62 | 0.75 | 0.99 | 30.72 | 25.25 | 19.18 | 推荐 | 调高 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 000564.SZ | 西安民生 | 7.01 | 0.22 | 0.22 | 0.22 | 30.80 | 30.18 | 23.95 | 推荐 | 调高 |
| 000679.SZ | 大连友谊 | 9.65 | 1.04 | 0.77 | 0.92 | 13.94 | 12.61 | 10.58 | 推荐 | 维持 |
| 000715.SZ | 中兴商业 | 10.39 | 0.25 | 0.48 | 0.64 | 42.11 | 22.05 | 16.39 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 000759.SZ | 中百集团 | 12.20 | 0.42 | 0.46 | 0.57 | 29.39 | 26.68 | 21.28 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 000785.SZ | 武汉中商 | 11.55 | 0.32 | 0.35 | 0.42 | 35.60 | 33.27 | 27.36 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 000987.SZ | 广州友谊 | 21.85 | 0.94 | 1.12 | 1.38 | 22.30 | 18.66 | 15.09 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002024.SZ | 苏宁电器 | 11.85 | 0.59 | 0.73 | 0.94 | 19.30 | 15.15 | 11.81 | 推荐 | 调高 |
| 002187.SZ | 广百股份 | 15.83 | 0.95 | 0.70 | 0.90 | 24.04 | 21.61 | 16.91 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002251.SZ | 步步高 | 26.40 | 0.68 | 0.89 | 1.21 | 38.09 | 29.25 | 21.36 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002264.SZ | 新华都 | 26.50 | 0.53 | 0.84 | 1.11 | 49.24 | 31.01 | 23.59 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002277.SZ | 友阿股份 | 22.64 | 0.65 | 0.88 | 1.23 | 34.82 | 25.79 | 18.41 | 推荐 | 维持 |
| 002336.SZ | 人人乐 | 18.63 | 0.65 | 0.68 | 0.83 | 27.53 | 26.14 | 21.46 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002344.SZ | 海宁皮城 | 26.50 | 0.43 | 0.88 | 1.15 | 61.07 | 30.07 | 22.94 | 推荐 | 调高 |
| 002416.SZ | 爱施德 | 29.15 | 1.37 | 1.69 | 2.16 | 20.97 | 17.00 | 13.29 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 002419.SZ | 天虹商场 | 24.70 | 0.62 | 0.82 | 1.09 | 39.65 | 29.73 | 22.46 | 推荐 | 维持 |
| 600655.SH | 豫园商城 | 11.69 | 0.46 | 0.57 | 0.69 | 24.63 | 19.90 | 16.53 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600682.SH | 南京新百 | 10.06 | 0.29 | 0.29 | 0.44 | 33.65 | 34.43 | 22.35 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600683.SH | 京投银泰 | 7.48 | 0.33 | 0.43 | 0.77 | 21.16 | 16.14 | 9.01 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600693.SH | 东百集团 | 9.95 | 0.38 | 0.79 | 0.49 | 25.32 | 12.16 | 19.61 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600694.SH | 大商股份 | 46.09 | 0.74 | 1.22 | 1.97 | 59.91 | 36.60 | 22.62 | 推荐 | 调高 |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 29.02 | 0.80 | 1.04 | 1.38 | 35.49 | 27.24 | 20.56 | 推荐 | 维持 |
| 600712.SH | 南宁百货 | 10.27 | 0.35 | 0.21 | 0.32 | 28.99 | 37.52 | 24.44 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600723.SH | 首商股份 | 14.03 | 0.08 | 0.57 | 0.73 | 180.14 | 23.94 | 18.77 | 推荐 | 维持 |
| 600729.SH | 重庆百货 | 46.64 | 1.40 | 1.85 | 2.37 | 33.12 | 24.96 | 19.52 | 推荐 | 调高 |
| 600778.SH | 友好集团 | 14.15 | 0.35 | 0.53 | 0.79 | 39.64 | 26.34 | 17.64 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600785.SH | 新华百货 | 27.17 | 1.11 | 1.23 | 1.58 | 23.18 | 20.94 | 16.35 | 推荐 | 调高 |
| 600827.SH | 友谊股份 | 18.16 | 1.94 | 0.82 | 0.97 | 26.96 | 19.97 | 16.90 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600828.SH | 成商集团 | 13.10 | 0.34 | 0.48 | 0.62 | 36.08 | 25.69 | 19.97 | 推荐 | 调高 |
| 600858.SH | 银座股份 | 22.86 | 0.62 | 0.62 | 0.90 | 33.46 | 33.36 | 23.28 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 600859.SH | 王府井 | 43.09 | 1.19 | 1.51 | 2.01 | 35.29 | 27.79 | 20.95 | 推荐 | 维持 |
| 601116.SH | 三江购物 | 14.62 | 0.32 | 0.37 | 0.43 | 47.14 | 41.43 | 35.75 | 谨慎推荐 | 维持 |
| 601933.SH | 永辉超市 | 29.03 | 0.38 | 0.63 | 0.89 | 75.63 | 46.36 | 32.72 | 推荐 | 调高 |

资料来源：东莞证券研究所、Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

| 公司投资评级 | |
|---|---|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |
| **行业投资评级** | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |
| **风险偏好评级** | |
| 高风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上 |
| 较高风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间 |
| 一般风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间 |
| 低风险 | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**免责声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真:（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn