

增 持 维 持

三季度扣非净利润增 30%创年内季度新高 2011 年 10 月 31 日

重点公司评级（增持以上）

002024	苏宁电器	买入
600415	小商品城	买入
000061	农产品	买入
000715	中兴商业	买入
600697	欧亚集团	买入
600729	重庆百货	买入
600859	王府井	买入
600327	大东方	买入
000516	开元投资	买入
601933	永辉超市	增持
000417	合肥百货	增持
600858	银座股份	增持
002419	天虹商场	增持
600785	新华百货	增持
600280	南京中商	增持
000987	广州友谊	增持
002187	广百股份	增持
002251	步步高	增持
002264	新华都	增持
000564	西安民生	增持
002277	友阿股份	增持
600778	友好集团	增持
600628	新世界	增持
002336	人人乐	增持
600361	华联综超	增持
600828	成商集团	增持
601010	文峰股份	增持
002344	海宁皮城	增持

相关研究

行业点评：我们还在担心什么？——对近期零售板块走势的思考，维持增持 20110914

深度研究：11 年中报业绩表现优良，行业仍有估值提升机会，维持增持 20110831

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

批发和零售贸易行业首席分析师

路 颖

SAC 执业证书编号：S0850511010009

电 话：021-23219403

Email: luying@htsec.com

潘 鹤

SAC 执业证书编号：S0850511010038

电 话：021-23219423

Email: panh@htsec.com

汪立亭

SAC 执业证书编号：S0850511040005

电 话：021-23219399

Email: wanglt@htsec.com

联系人：李宏科

电 话：021-23219671

Email: lhk6064@htsec.com

我们对 36 家零售（百货、超市）A 股公司 2011 年三季度报做了概括性分析。三季度 19.8% 的收入增速环比超出二季度 0.33 个百分点，费用率下降推动单季度扣非净利润增长 29.8%；前三季度实现 21.5% 的收入增长和 25.3% 扣非净利润增长，预计 11 全年收入增速有望超 20%，扣非净利润增幅 25-30%，行业整体中长期趋势看好

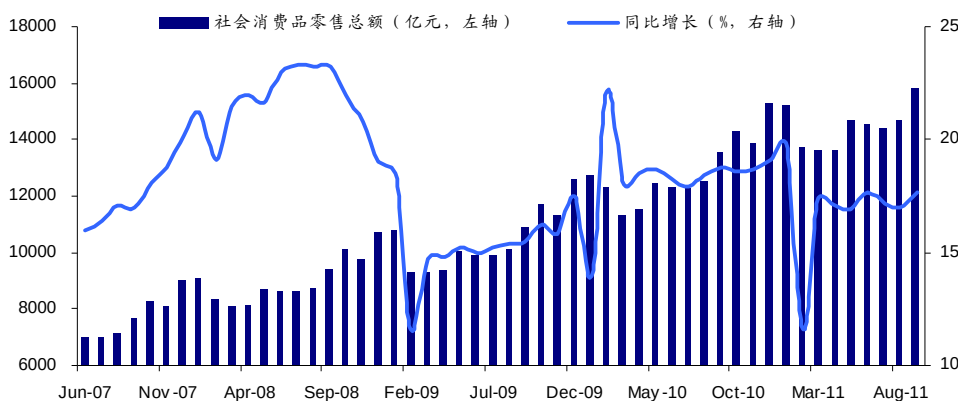
目前重点零售公司 2011 年动态 PE 为 23 倍，按照 12 年 25% 以上的净利润增速预期，12 年动态 PE 不超过 18.4 倍。维持对零售板块中长期“增持”评级，短期可按业绩增速表现及估值水平两个维度选择投资标的；一年或以上则可选择 12 年业绩弹性大的个股布局

- **宏观和行业环境：**1-9 月名义社零总额增速为 17.0%，较上年同期下降 1.3 个百分点，但高于上半年增速 0.2 个百分点。CPI 见顶回落同时实际社零总额增速企稳回升。11 年 1-9 月百家重点零售企业销售增速 26.48%，较去年同期提升 4.18 个百分点，比同期社零总额增速高 9.48 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。
- **零售板块市场表现：**2011 年 1-10 月份，海通零售指数相对沪深 300 的超额收益为 -1.10%，居于主要板块中下游，是所有熊市里面表现最差的一年；目前零售板块 TTM-PE 为 27.6 倍（重点公司 2011 年动态 PE 为 23 倍左右），处于历史相对低位，但相对沪深 300 的溢价率为 2.42 倍，处于历史中枢上端；相比较其 25-30% 的行业净利润平均增速以及优秀公司可能更好的表现，我们给以 2012 年 25 倍目标 PE。
- **维持行业长期“增持”评级，**短期可按业绩表现及估值水平两个维度选择投资标的；一年或更长时间可选择 2012 年业绩弹性较大的个股进行布局，兼具两者特征的则是更好的投资选择。欧亚集团、合肥百货、步步高、友阿股份、重庆百货、天虹商场、王府井、开元投资、大东方、银座股份、小商品城、农产品、苏宁电器、永辉超市等公司，都是目前我们重点关注的品种。当然，这些品种各自的投资关注点会有所不同，公司特点和投资机会选择等短期看也各有差异，具体可关注我们对不同公司的具体分析。
- **对 2011 年三季报的行业分析。**（1）36 家零售公司 11 年前三季度营业收入同比增长 21.45%，其中三季度 19.81% 的增速超出二季度 0.33 个百分点，反应了消费稳定增长以及区域龙头的竞争优势；（2）36 家零售公司前三季度毛利率有小幅下降，但二、三季度下滑幅度（各 0.1 和 0.12 个百分点）较一季度（0.75 个百分点）明显收窄；（3）11 年一、二、三季度销售与管理费用率分别同比下降 0.67、0.33 和 0.26 个百分点，财务费用占比进一步下降。预计全年行业三费占比同比下降 0.2-0.4 个百分点；（4）11 年前三季度剔除投资性净收益的归属净利率（2.83%）同比提升了 0.08 个百分点，一、二、三季度分别同比提升 0.01、0.07 和 0.17 个百分点；（5）11 年前三季度剔除投资性净收益的归属净利润增长 25.3%，其中三季度为 29.8%，体现三季度行业较好的经营情况和进一步提升的盈利能力。我们维持全年 20% 左右收入增长和 25-30% 左右利润增长的判断，且龙头企业增速可能更快。
- **对 2011 年三季报的公司分析。**我们还对重点零售类公司的收入、净利润、经常性净利润、毛利率、利润率、管理和销售费用比例及变化趋势等做了比较和点评。
- **风险和不确定性。**市场系统风险，行业政策风险，新兴消费业态对传统零售业态带来的渠道竞争风险。

1. 1-9 月名义社零总额增速 17.0%，较上年同期下降 1.3 个百分点，但高于上半年 0.2 个百分点；CPI 见顶回落促进实际社零总额增速回升；百家重点零售企业 1-9 月近 26.48% 的增速更真实反映微观零售企业较好经营形势

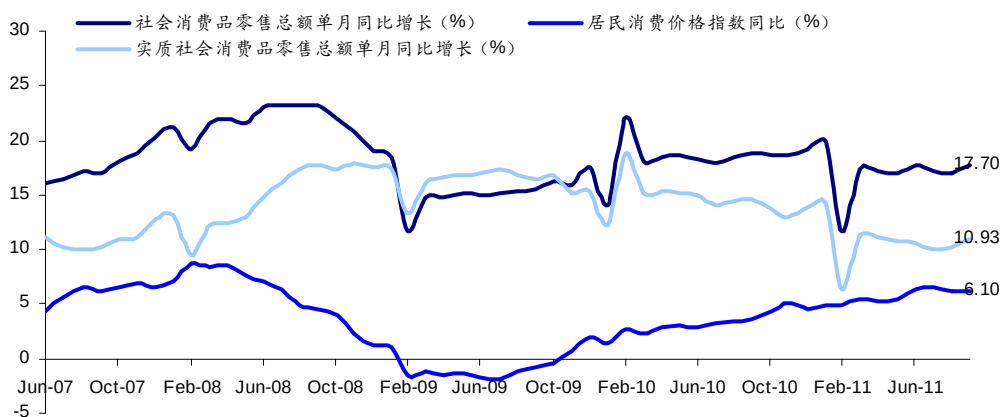
- 2011 年 1-9 月，我国社零总额 13.08 万亿元，同比增 17.0%，高于上半年增速 0.2 个百分点；其中三季度社零总额 4.50 万亿元，同比增长 17.2%。
- 从剔除 CPI 影响的实际社零总额增速看，11 年 7 月份之后，随着 CPI 的见顶回落，实际社零总额增速止跌回升。
- 从更能反映零售行业实际经营状况的百家重点零售企业销售增速看，11 年 1-9 月其增速达到 26.48%，较去年同期提升 4.18 个百分点，比同期社零总额增速高 9.48 个百分点，反映了微观零售企业持续较好的经营形势，也部分反应了行业集中度的逐渐加大。

图 1 月度社会消费品零售总额及增长（200706-201109）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 2 月度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（200706-201109）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

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。11 年二季度以来，社会消费品零售总额单月增速则基本维持在 17-18% 的范围内小幅波动。

2011 年 1-9 月，我国名义社会消费品零售总额 13.08 万亿元，同比增长 17.0%，比上半年加快 0.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额 4.50 万亿元，同比增长 17.2%。

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 11 年 7 月份以后消费品价格指数见顶回落、拐点初现，实质社会消费品零售总额增速止降回升，至 9 月份其同比增速升至 10.93%。

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），今年 1-9 月，百家企业零售额同比增长 26.48%，较去年同期提升 4.18 个百分点；虽然前三季度增速逐季递减，分别为 28.5%、27% 和 24.30%，但仍分别较去年同期较去年同期提升 4.62、4.57 和 4.02 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（200901-201109）

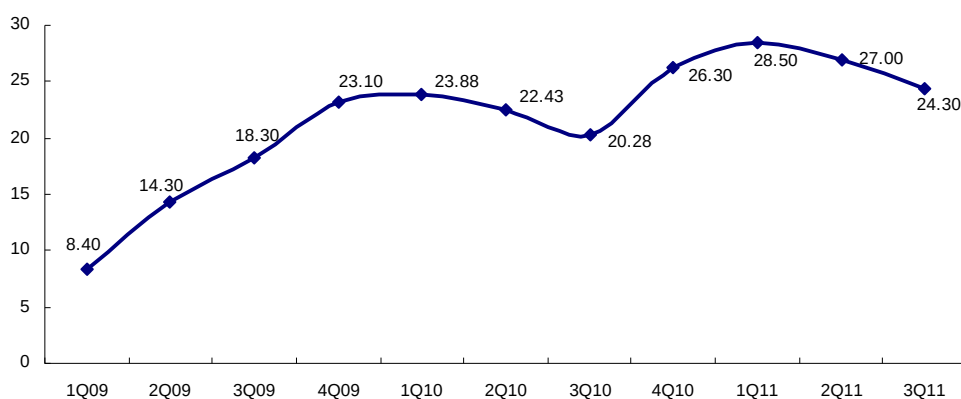
	零售额	食品类	服装类	金银珠宝类	家用电器类	化妆品类
2009.01-02	8.76	6.07	8.72	15.97	-2.47	15.63
2009.03	8.12	7.96	6.55	7.08	0.07	16.74
2009.04	12.56	7.56	11.10	25.45	16.82	15.89
2009.05	20.88	17.01	18.80	38.33	14.22	18.51
2009.06	8.21	7.00	13.54	11.77	13.50	16.23
2009.07	17.05	19.47	15.63	20.77	17.90	14.20
2009.08	19.62	20.57	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	24.00	24.50	30.14	33.10	28.80	17.00
2010.03	23.70	27.20	24.20		13.80	
2010 一季度	23.90	25.20	28.61	36.10	23.90	
2010.04	22.00	25.60	23.63	33.80	36.40	20.60
2010.05	17.00	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	29.90	35.40		61.10	17.79	
2011.03	24.70		19.22		29.30	
2011 一季度	28.50	33.90	26.23	60.50	21.60	18.70
2011.04	28.22		28.60	60.26	18.50	
2011.05	25.38	33.25	22.22	45.47	28.90	
2011.06	19.49	26.44	21.12	42.37	0.78	
2011.07	25.45	31.37	24.00	48.56	9.86	
2011.08	22.18	29.09	20.70	51.03	7.69	
2011.09	27.82	28.26	31.73	43.97	24.30	

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

从单月增速来看，一季度之后除 6 月（19.49%）和 8 月（22.18%）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 年四季度该指标仍有望维持在 20% 以上，全年有望实现 25% 左右的较好增长。**

分品类来看，随着 CPI 见顶回落和国际金价松动，三季度食品和金银珠宝类商品增速较上半年有所放缓，7-9 月平均增长率分别为 29.57% 和 47.85%。家用电器销售增长波动较大，三季度销售额同比增长 10.05%，低于去年同期 5.85 个百分点，其中 6-8 月份增长率仅为个位数，而在中秋、国庆假期预热等促销带动下 9 月份同比增长达 24.30%，与去年同期基本持平。服装类商品销售表现良好，7-9 月平均增长率 25.48%，高于去年同期 5.01 个百分点，其中 9 月份更是同比增长达 31.73%，比去年同期加快 9.22 个百分点。

图 3 百家重点零售企业销售额单季同比增长情况（%）



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. 商业零售板块的市场表现、估值水平及我们的观点

- 2011 年 1-10 月份，海通零售指数累计期间收益率为-14.50%，居于主要板块中下游，相对沪深 300 的超额收益为-1.10%，主要是 1、3 和 9 月表现较弱
- 目前零售板块估值为 27.56 倍（PE-TTM），相对沪深 300 的溢价率为 2.42 倍，处于历史中枢上端；重点公司动态 PE（2011E）23 倍，低于 25-30 倍的合理区间
- 维持对零售行业长期“增持”评级，给以 2012 年 25 倍目标 PE。短期可按业绩增速表现及估值水平两个维度选择投资标的；一年或更长的时间可选择 2012 年业绩弹性较大的个股进行布局

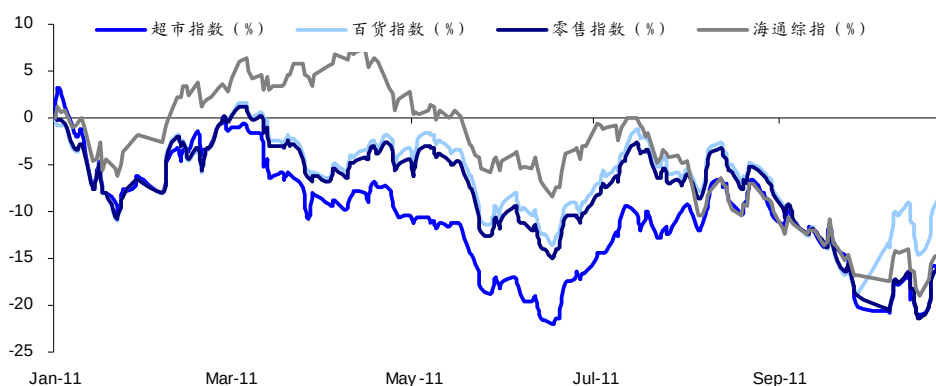
2.1 2011 年 1-10 月，海通零售指数累计期间收益率为-14.50%，相对沪深 300 超额收益为-1.10%，居主要板块中下游；优良的中报驱动行业在 7、8 月份获取明显的绝对和相对收益，9 月再次疲弱，10 月有所修复

我们的海通零售指数样本是取零售行业具有代表性的 45 家公司为样本，具体参见表 3，不包括小商品城、农产品和海宁皮城等专业市场类公司。图 4 是 2011 年 1-10 月海通零售指数与沪深 300 走势对比图。年初以来，零售板块累计期间收益率为-14.50%，相对于同期沪深 300 指数-13.40% 的收益率，超额收益为-1.10%。

从月度表现（参见表 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负,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5.57%的相对收益,体现了弱市下的稳定防御性特征;9月,零售行业随市场下跌再次疲弱,短期内并未延续体现出其弱市下的防御性,月度超额收益率仅为-4.02%;10月以来,在行业依然良好的业绩增速,以及对四季度消费旺季较好销售预期的驱动下,零售板块整体表现有所修复,我们也判断估值修复行情有望延续。

图4 2011年1-10月海通零售指数 VS 沪深300 (20110104-20111028)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

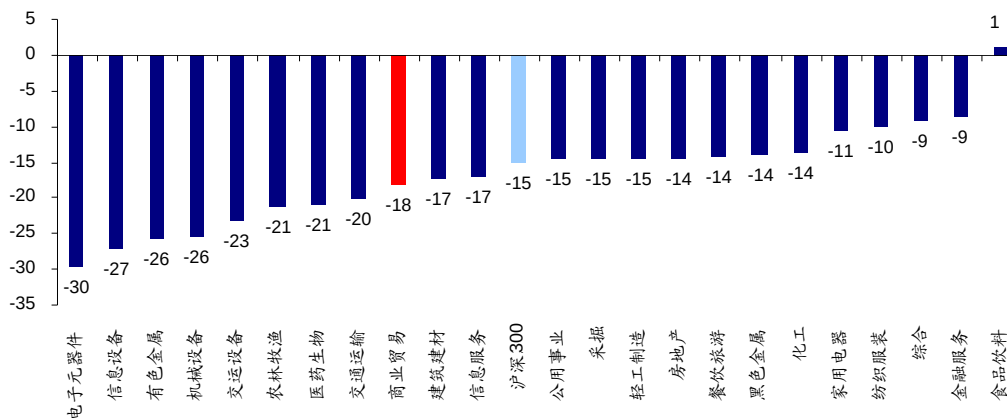
表2 零售指数和海通综指月度收益比较 (200501-201110)

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	9月	10月		
零售指数	-6.60%	5.99%	-5.71%	1.99%	-7.89%	2.78%	3.70%	0.97%	-13.10%	5.52%		

海通综指	-2.03%	5.31%	0.19%	-1.41%	-7.51%	2.82%	-1.15%	-4.60%	-9.08%	4.46%
相对收益	-4.57%	0.68%	-5.90%	3.40%	-0.38%	-0.04%	4.85%	5.57%	-4.02%	1.05%

资料来源：WIND，海通证券研究所

图 5 2011 年 1-10 月零售行业 VS 沪深 300 及其他行业（20110104-20111028）



资料来源：WIND，海通证券研究所

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（2.42 倍）处于历史中枢之上；从动态 PE 的历史分析，当前 11 年动态 23 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，包括百货、超市和家电连锁三类零售公司。从 PE 估值看（参见图 6），当前零售 A 股整体估值（PE-TTM）为 27.56 倍，相对沪深 300 的 11.40 倍 PE 的溢价率为 2.42 倍；高于 1.89 倍历史平均溢价率，近年板块溢价的高点是 10 年 9 月底出现的 2.78 倍。

图 6 零售板块相对沪深 300 的估值溢价处于历史中枢上端（20050104-20111028）



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（参见图 7），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 09 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，可视为绝对收益买点。

根据我们对重点公司的最新盈利预测（截至 2011/10/31），零售板块中重点公司当

前市值对应 2011 年业绩的动态 PE 在 23 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。

图 7 零售样本 20050104-20111028 的 PE Band 走势图（亿元，倍）



注：重点公司 2011 年的盈利预测已按三季报情况调整。
资料来源：WIND、海通证券研究所

我们也考察了目前已公布三季报的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 10 月 28 日的收盘价、2011 年 9 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 3.5 倍，拥有自有物业的友谊股份、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 1.4 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 1.0 倍，有 16 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 倍的大商股份、华联综超、中百集团，0.6 倍的银座股份、大东方、武汉中商和友谊股份，0.7 倍的人人乐、广百股份，以及 0.8 倍的重庆百货、西安民生、欧亚集团及南京中商等（友谊股份的低 PS 主要是其相对控股的联华超市全部收入合并报表所致）。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 股公司的加权平均静态均 PE 为 30.9 倍，若以行业平均 25-30% 的业绩增速考虑，行业动态 PE 在 24 倍附近。

表 3 45 家零售 A 股公司市值和主要静态相对估值指标（收盘价选取时间：20111028）

代码	简称	总股本（万股）	收盘价（元）	总市值（亿元）	所有者权益（万	营业收入	归属于母公司的净	静态相对估值指标（倍）		
		20111028	20111028	20111028	元 20110930	（万元 2010）	利润（万元 2010）	市净率	市销率	市盈率
002024	苏宁电器	699621	11.25	787	2120303	7550474	401182	3.7	1.0	19.6
600827	友谊股份	172250	16.39	282	1085487	4389638	91283	2.6	0.6	30.9
601933	永辉超市	76790	30.65	235	412239	1231650	30554	5.7	1.9	77.0
600859	王府井	46277	40.37	187	379061	1394623	37603	4.9	1.3	49.7
002419	天虹商场	80020	22.45	180	351080	1017436	48500	5.1	1.8	37.0
600729	重庆百货	37309	42.71	159	259776	2121274	52725	6.1	0.8	30.2
600655	豫园商城	143732	9.91	142	509636	1207023	67273	2.8	1.2	21.2
600694	大商股份	29372	41.03	121	358237	2434346	12178	3.4	0.5	99.0
000417	合肥百货	51992	19.62	102	228462	706170	28574	4.5	1.4	35.7
601010	文峰股份	49280	19.29	95	315873	559018	35278	3.0	1.7	26.9

000501	鄂武商 A	50725	17.90	91	198511	1053704	29351	4.6	0.9	30.9
600723	首商股份	65841	12.45	82	219937	299286	3973	3.7	2.7	206.3
002277	友阿股份	34920	22.01	77	188039	356393	21615	4.1	2.2	35.6
000987	广州友谊	35896	19.78	71	165482	358574	32719	4.3	2.0	21.7
002336	人人乐	40000	17.14	69	355462	1004050	23701	1.9	0.7	28.9
002251	步步高	27036	25.07	68	167005	677027	17089	4.1	1.0	39.7
000759	中百集团	68102	8.90	61	260314	1187245	25093	2.3	0.5	24.2
002561	徐家汇	41576	14.39	60	152528	204472	19422	3.9	2.9	30.8
600858	银座股份	28893	18.25	53	219894	879468	11092	2.4	0.6	47.5
601116	三江购物	41076	12.79	53	134440	482368	13141	3.9	1.1	40.0
600785	新华百货	20743	24.45	51	116170	398504	21522	4.4	1.3	23.6
600361	华联综超	66581	7.42	49	303747	1033882	5505	1.6	0.5	89.7
600828	成商集团	43880	10.71	47	73954	171067	13830	6.4	2.7	34.0
600628	新世界	53180	8.64	46	199396	303009	19865	2.3	1.5	23.1
600697	欧亚集团	15909	27.30	43	94123	522795	13191	4.6	0.8	32.9
600778	友好集团	31149	13.49	42	108483	291653	10511	3.9	1.4	40.0
002187	广百股份	28535	14.16	40	190204	582485	17387	2.1	0.7	23.2
600327	大东方	52171	7.60	40	111438	634494	22432	3.6	0.6	17.7
600280	南京中商	14354	26.86	39	64053	493782	4664	6.0	0.8	82.7
002264	新华都	32064	11.98	38	67899	436419	7720	5.7	0.9	49.8
600712	南宁百货	34041	10.03	34	100740	185769	9760	3.4	1.8	35.0
000516	开元投资	71342	4.61	33	117612	252620	15221	2.8	1.3	21.6
600306	商业城	17814	17.48	31	47259	130679	276	6.6	2.4	1129.2
600682	南京新百	35832	8.50	30	108914	153969	7251	2.8	2.0	42.0
600693	东百集团	34322	8.65	30	100377	189240	10089	3.0	1.6	29.4
600861	北京城乡	31680	9.14	29	206979	178981	7428	1.4	1.6	39.0
000715	中兴商业	27901	9.65	27	105345	244374	6641	2.6	1.1	40.5
600821	津劝业	41627	5.39	22	56034	59472	672	4.0	3.8	334.0
600814	杭州解百	31038	7.00	22	71315	198342	7026	3.0	1.1	30.9
600738	兰州民百	26278	8.22	22	40889	92090	3796	5.3	2.3	56.9
000785	武汉中商	25122	8.28	21	72419	370380	6769	2.9	0.6	30.7
000564	西安民生	30431	6.35	19	84279	234299	5939	2.3	0.8	32.5
600856	长百集团	23483	5.42	13	10229	33645	-5146	12.4	3.8	
000560	昆百大 A	13440	9.40	13	60405	137680	2846	2.1	0.9	44.4
600774	汉商集团	17458	7.00	12	48941	73846	1326	2.5	1.7	92.2
合计/平均				3766	10642969	36517713	1218866	3.5	1.0	30.9

注：友谊股份 2010 年收入和净利润以合并百股份的数据追溯调整。

资料来源：WIND，海通证券研究所

2.3 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，看好渠道下沉及中西部、东北的消费潜力；（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。

表 4 是我们所覆盖的重点公司的业绩预测、投资评级和目标价等。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 年三季报业绩看，行业前三季度分别有 21.45% 的收入增速和 25.26% 的剔除投资性收益后归属净利润增速(其中三季度提升至 29.8%)；多数公司均有 25% 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 11、12 月份以及明年年初，零售行业将迎来四季度及春节消费旺季，较好的销售和业绩预期也将驱动行业二级市场显现投资机会。

(C) 当前 23 倍左右 PE 估值仍是绝对收益买点，且在行业较好业绩成长条件下，切换至 12 年的动态估值更低，这为行业投资提供了较高的安全边际和较好的介入机会。

维持行业长期“增持”评级，短期可按业绩表现及估值水平两个维度选择投资标的；一年或更长时间可选择 2012 年业绩弹性较大的个股进行布局，兼具两者特征的则是更好的投资选择。欧亚集团、合肥百货、步步高、友阿股份、重庆百货、天虹商场、王府井、开元投资、大东方、银座股份、小商品城、农产品、苏宁电器、永辉超市等公司，都是目前我们重点关注的品种。当然，这些品种各自的投资关注点会有所不同，公司特点和投资机会选择等短期看也各有差异，具体可关注我们对不同公司的具体分析。

2011 年已经只剩两个月，考察相对估值 (PE) 将更多地向 2012 年的业绩基准偏移。我们认为，对于未来三年净利润复合增长率仍旧能够保持在 25-30% 的公司，2012 年 PE 在 25 倍以下的，仍属于可投资区域，目标估值则在 25-30 倍之间。

表 4 海通批零行业重点公司估值及投资评级 (20111030)

代码	简称	评级	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍) 2010	PB (倍) 3Q11	收盘价 (元)	6M 目标 价 (元)
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E				
002024	苏宁电器	买入	787	0.573	0.705	0.893	19.6	16.0	12.6	1.0	3.7	11.25	18.60
600415	小商品城	买入	262	0.297	0.570	0.670	32.4	13.8	9.9	8.3	3.4	9.63	16.80
000061	农产品	买入	103	0.360	0.604	0.889	37.3	22.3	15.1	7.5	3.2	13.45	21.00
000715	中兴商业	买入	27	0.238	0.484	0.746	40.5	19.9	12.9	1.1	2.6	9.65	14.93
600697	欧亚集团	买入	43	0.829	1.042	1.378	32.9	26.2	19.8	0.8	4.6	27.30	31.25
600729	重庆百货	买入	159	1.413	1.797	2.314	30.2	23.8	15.5	0.8	6.1	42.71	57.10
600859	王府井	买入	187	0.813	1.260	1.810	49.7	32.0	22.3	1.3	4.9	40.37	50.00
600327	大东方	买入	40	0.430	0.528	0.670	17.7	14.4	11.3	0.6	3.6	7.60	13.25
000516	开元投资	买入	33	0.213	0.223	0.282	21.6	20.6	16.4	1.3	2.8	4.61	6.70
601933	永辉超市	增持	235	0.398	0.615	0.880	77.0	49.9	34.8	1.9	5.7	30.65	35.00
000417	合肥百货	增持	102	0.550	0.776	0.992	35.7	25.3	19.8	1.4	4.5	19.62	23.52
600858	银座股份	增持	53	0.384	0.619	1.129	47.5	29.5	16.2	0.6	2.4	18.25	28.80
002419	天虹商场	增持	180	0.606	0.829	1.098	37.0	27.1	20.4	1.8	5.1	22.45	27.50
600785	新华百货	增持	51	1.038	1.254	1.493	23.6	19.5	16.4	1.3	4.4	24.45	31.16
600280	南京中商	增持	39	0.325	0.736	1.513	82.7	36.5	17.8	0.8	6.0	26.86	30.15
000987	广州友谊	增持	71	0.911	1.093	1.371	21.7	18.1	14.4	2.0	4.3	19.78	26.14
002187	广百股份	增持	40	0.609	0.733	0.917	23.2	19.3	15.4	0.7	2.1	14.16	18.32
002251	步步高	增持	68	0.632	0.902	1.170	39.7	27.8	21.4	1.0	4.1	25.07	31.57
002264	新华都	增持	38	0.241	0.435	0.549	49.8	27.5	21.8	0.9	5.7	11.98	14.48
000564	西安民生	增持	19	0.195	0.230	0.279	32.5	27.6	22.7	0.8	2.3	6.35	8.79
002277	友阿股份	增持	77	0.619	0.859	1.095	35.6	25.6	20.1	2.2	4.1	22.01	27.76
600778	友好集团	增持	42	0.337	0.410	0.446	40.0	32.9	30.3	1.4	3.9	13.49	16.97
600628	新世界	增持	46	0.374	0.374	0.438	23.1	23.1	19.7	1.5	2.3	8.64	12.60
002336	人人乐	增持	69	0.593	0.673	0.854	28.9	25.5	20.1	0.7	1.9	17.14	22.00

600361	华联综超	增持	49	0.083	0.116	0.180	89.7	64.2	41.1	0.5	1.6	7.42	11.20
600828	成商集团	增持	47	0.315	0.455	0.569	34.0	23.5	18.8	2.7	6.4	10.71	14.22
601010	文峰股份	增持	95	0.716	0.956	1.148	26.9	20.2	16.8	1.7	3.0	19.29	21.75
002344	海宁皮城	增持	141	0.448	0.886	1.161	56.1	28.4	21.7	13.8	6.5	25.15	28.70

资料来源：公司公告，WIND，海通证券研究所

3. 对 2011 年前三季度季度的行业（36 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首商股份、因被友谊股份吸收合并而退市的百联股份、上市不满一年的永辉超市、徐家汇、三江购物、以及尚未披露三季报的重庆百货和商业城。**实际参与行业指标统计的样本股为 36 家**，其对行业依然具有较充分的代表性，且由于相应期间数据可比，统计准确性更高；另外我们对友谊股份的历史年度和季度数据做了追溯调整（加总百联股份的相应数据），以使数据真实可比。

当然，我们以下在第四部分的公司分析中也对已披露三季报但未纳入统计的苏宁电器、永辉超市等重点公司进行了单列分析。

- **36 家零售公司 11 年前三季度营业收入同比增长 21.45%，在可比基数提升的情况下，三季度单季 19.81% 的收入增幅超出二季度 0.33 个百分点，反应了消费稳定增长以及区域龙头的竞争优势。**
- **36 家零售公司在收入稳定增长的趋势下，前三季度行业综合毛利率均有不同程度下降，但二、三季度下滑幅度则较一季度（0.75 个百分点）明显收窄，仅分别同比减少 0.1 和 0.12 个百分点。**
- **销售与管理费用占营业收入比重 11 年一、二、三季度分别同比下降 0.67、0.33 和 0.26 个百分点，财务费用占比进一步下降。预计全年行业三费占比同比下降 0.2-0.4 个百分点；未来 3-5 年零售 A 股费用比例仍有 1-2 个百分点的压缩空间。**
- **11 年前三季度剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率（2.83%）同比提升 0.08 个百分点，该指标一、二、三季度分别同比提升 0.01、0.07 和 0.17 个百分点。**
- **11 年前三季度剔除投资性净收益归属于母公司的净利润增长 25.26%，其中三季度提升至 29.80%，预计全年增长 25-30%，龙头企业增速可能更快。**
- **36 家零售 A 股公司 2011 上半年经营性现金流同比下降 10.50%，剔除降幅明显的友谊股份和豫园商城影响后，行业经营现金流同比增长 13.81%，增速较 2010 年三季末提升 6.19 个百分点。**

3.1 11 年前三季度营业收入同比增长 21.45%，在可比基数提升的情况下，三季度收入增速较二季度回升 0.33 个百分点反映了销售增长的持续行；前三季行业综合毛利率同比下降，但二、三季度毛利率下滑幅度明显收窄

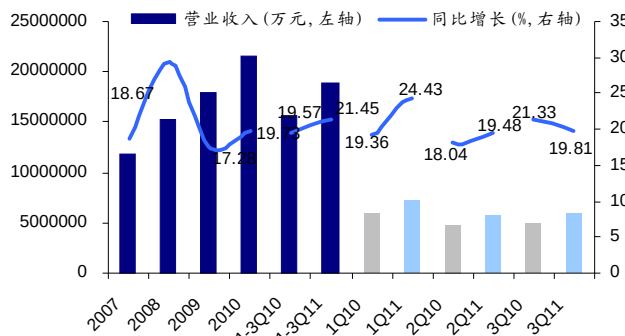
36 家零售公司营业收入前三季度增长 21.45%，一、二、三季度分别增长 24.43%、19.48% 和 19.81%（参见图 8），在可比基数抬升的情况下，三季度收入增速较二季度回升了 0.33 个百分点反映了销售的持续稳定，以及这些行业龙头公司的区域竞争实力。

36 家零售公司 2011 年前三季度的综合毛利率较 10 年同期减少 0.36 个百分点（图

9)。其中一季度由于受高价值低毛利率的黄金珠宝销售额大幅增长的影响大幅下滑 0.75 个百分点，二、三季度下滑幅度则有所收窄，仅分别同比减少 0.1 和 0.12 个百分点。

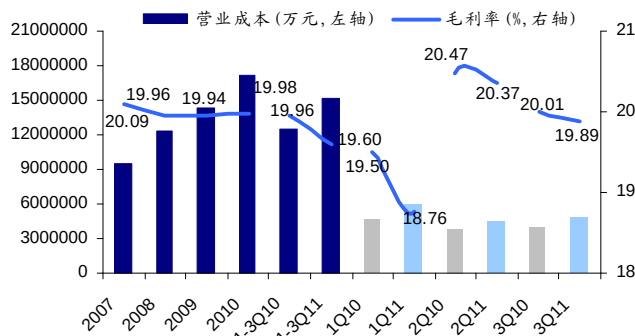
总体看，2011 年前三季度 21.45% 的收入增速符合预期，我们也继续维持 2011 全年零售 A 股的整体收入增速在 20% 左右的预期。

图 8 零售 A 股营业收入及增长 (07-3Q11)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 9 零售 A 股营业成本及毛利率 (07-3Q11)



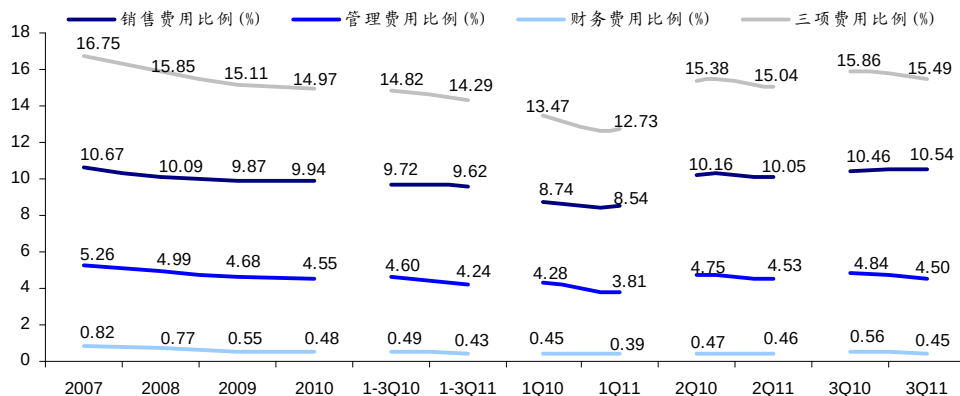
资料来源：WIND，海通证券研究所

3.2 销售与管理费用率 11 年一、二、三季度分别同比下降 0.67、0.33 和 0.26 个百分点，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 10），36 家零售 A 股公司 2011 前三季度销售加管理费用占营业收入的比重为 13.86%，同比减少 0.46 个百分点，其中一季度为 12.34%，同比减少了 0.67 个百分点；二季度为 14.58%，同比减少了 0.33 个百分点；三季度为 15.04%，同比减少了 0.26 个百分点。此外，前三季度财务费用占营业收入的比重为 0.43%，较 2010 年同期（0.49%）也有所下降：一、二、三季度分别同比减少 0.06、0.01 和 0.11 个百分点。

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。

图 10 零售 A 股三项费用占营业收入比重 (07-3Q11)



资料来源：WIND，海通证券研究所

我们预计 2011 年零售 A 股公司的平均费用率较 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：随着销售规模的持续提升，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 年左右有望可以看到 1-2 个百分点的下降空间。

3.3 11 年前三季度剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率（2.83%）同比提升 0.08 个百分点，该指标一、二、三季度分别同比提升 0.01、0.07 和 0.17 个百分点。11 年前三季度剔除投资性净收益归属于母公司的净利润增长 25.26%，其中三季度提升至 29.80%，预计全年增长 25-30%，龙头企业增速可能更快

2011 前三季度 36 家零售 A 股公司在营业收入增长 21.45% 的情况下，利润总额和归属于母公司的净利润分别增长 31.87% 和 33.39%（参见图 11-图 16），如果剔除掉投资净收益之后，前三季度归属于母公司的净利润有 25.26% 的增长。

2011 年一季度，36 家零售 A 股公司营业收入增长 24.43%，同时利润总额和归属于母公司的净利润分别同比增长了 38.80% 和 42.08%，剔除掉投资净收益之后，母公司的净利润增长率为 24.74%。

2011 年二季度，36 家零售 A 股公司营业收入增长 19.48%，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 31.78% 和 30.7%，剔除掉投资净收益之后，母公司的净利润增长率为 22.48%。

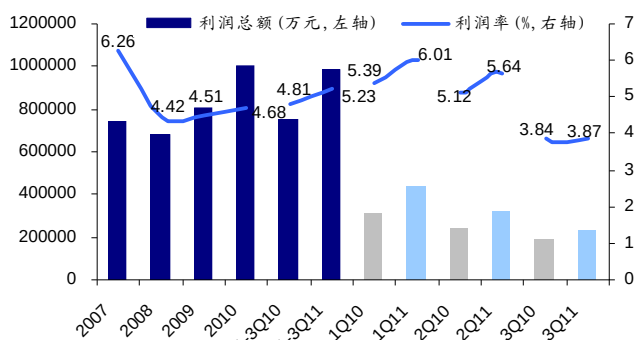
2011 年三季度，36 家零售 A 股公司营业收入增长 19.81%，同时利润总额和归属于母公司的净利润也分别同比增长了 20.54% 和 22.23%，剔除掉投资净收益之后，母公司的净利润增长率为 29.80%。

2011 前三季度 36 家零售 A 股公司利润率为 5.23%，同比提高 0.41 个百分点；归属于母公司的净利润率（3.47%）同比提升 0.31 个百分点；剔除投资性净收益归属于母公司的净利润率（2.83%）同比也同比提高了 0.08 个百分点。

分析发现，虽然 2011 前三季度毛利率同比下降 0.36 个百分点，但由于费用率同比更大幅度的下降（0.52 个百分点），2011 前三季度 36 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 25.26% 的增长，高于收入 21.45% 的增幅。

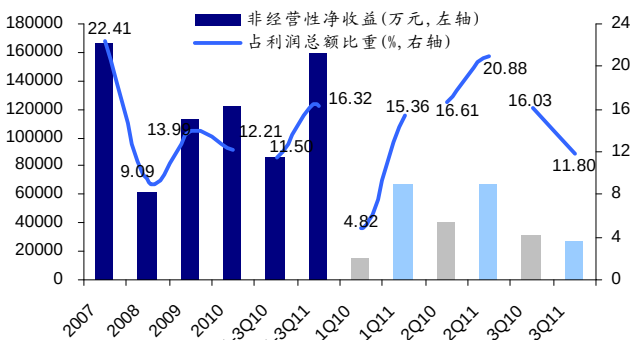
此外，由于今年三季度投资收益占利润总额比重（11.8%）同比下降 4.23 个百分点，而一、二季度则同比增加 10.54 和 4.27 个百分点，因此虽然前三季度归属母公司净利润增速逐季下降，分别为 42.08%、30.7% 和 22.23%，但剔除非经常性收益后归属母公司净利润增速则在三季度有较大提升，分别为 24.74%、22.48% 和 29.80%，同比分别减少 4.22 和 2.79 个百分点、增加 1.17 个百分点。体现了三季度行业较好的经营情况和进一步提升的实际盈利能力。

图 11 零售 A 股利润总额及利润率 (07-3Q11)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

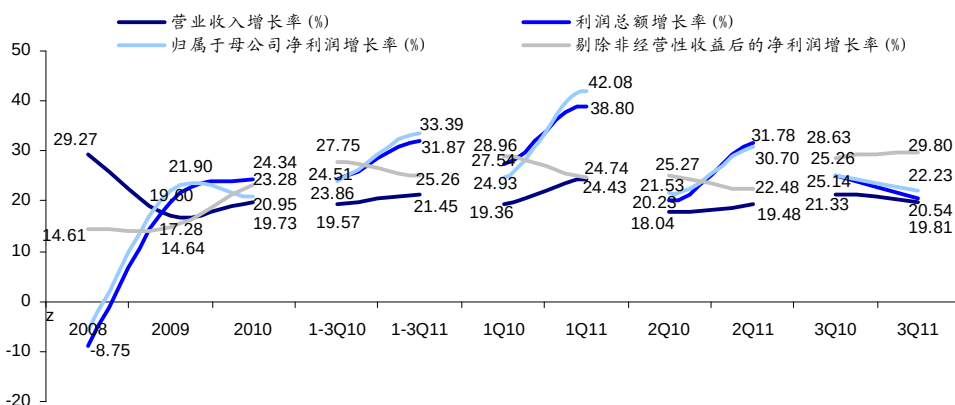
图 12 零售 A 股非经营性收益占利润比重 (07-3Q11)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

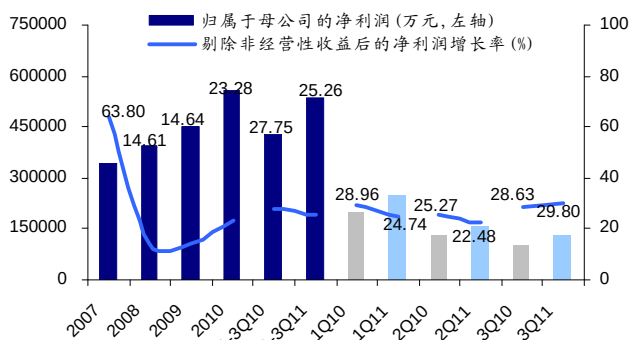
我们认为: 在行业基本面依旧良好的情况下, 行业发展体现出议价能力 (毛利率) 维持和管理能力 (期间费用率) 提升的趋势, 有望带动盈利能力进一步提升至较高水平, 我们仍维持 20% 左右的收入增长和 25% 左右的利润增长的判断, 且龙头企业增速超过行业平均水平的可能性更大。

图 13 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 (08-3Q11)



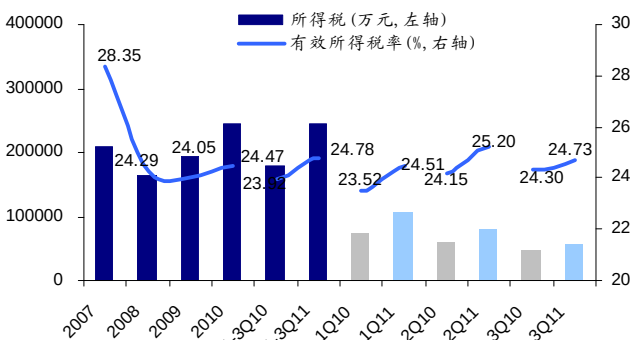
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图 14 零售 A 股剔除非经营收益净利润增长 (07-3Q11)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

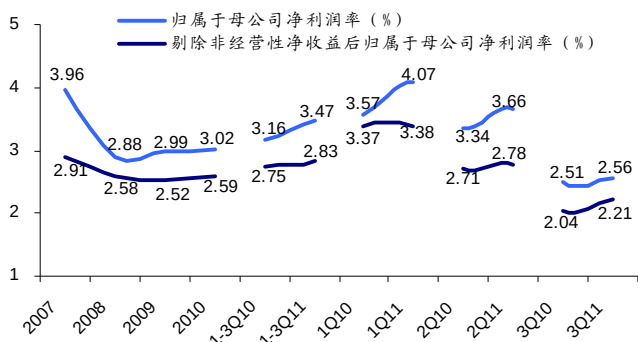
图 15 零售 A 股有效所得税率 (07-3Q11)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

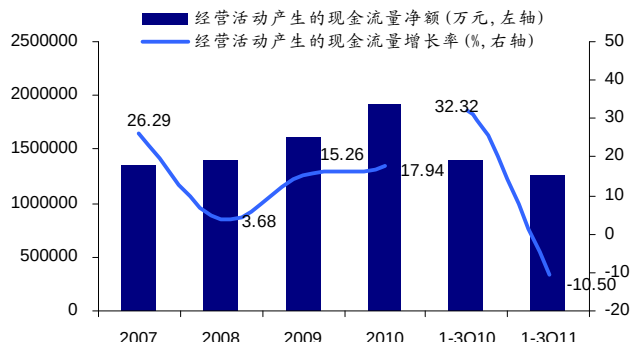
3.4 11 前三季度经营性现金流同比略降，其中友谊股份和豫园商城影响较大

图 16 零售 A 股归属于母公司的净利润率 (07-3Q11)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 17 零售 A 股经营性现金流及增长 (07-3Q11)



资料来源：WIND，海通证券研究所

我们还关注到 36 家零售 A 股公司 2011 前三季度经营性现金流同比下降 10.5% (参见图 17)，我们分析发现样本股中的友谊股份和豫园商城对经营现金流下降影响较大，其中友谊股份 2011 三季末 225873 万元，较上年同期末的 336409 万元同比下降 43%；豫园商城 2011 三季末-8747 万元，较上年同期末的 94363 万元同比下降 109%。剔除这两个公司影响后，行业经营现金流同比增长 13.81%，增速较 2010 年三季末提升 6.19 个百分点。

4. 对 2011 年前三季度业绩的公司分析

- 有 21 家公司 2011 年前三季度营业收入增长率超过行业平均水平 (21.45%)，增速超过 40% 的有中兴商业、豫园商城和永辉超市；超过 30% 的有友阿股份、新华都、新华百货、欧亚集团、友好集团和天虹商场。基本属于全国扩张型连锁龙头，以及具有较好区域环境和强势竞争地位的中西部、东北区域商业龙头。
- 18 家公司 2011 前三季度利润率超过行业平均水平 (5.23%)，从经营性角度，徐家汇以 15.88% 利润率超过广州友谊位居行业首位，广州友谊受资本开支带来业绩压力影响，本期 11.38% 的利润率较去年同期略有下滑但仍位居行业第二名；而排名靠前、利润率较高还有友阿股份、合肥百货、新世界、新华百货、开元投资、天虹商场等，均超过 6.5%，反映了上述公司强于行业的盈利能力。
- 有 21 家公司 2011 年前三季度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 (2.83%)，其中百货经营为主的徐家汇以 10.6% 的利润率位居行业首位，同样纯百货经营或以百货为主营的广州友谊、友阿股份、成商集团、新世界等公司也有超过 5% 的扣非净利率（同时也具有较高的毛利率水平）。其他部分全国或区域行业龙头如新华百货、天虹商场、合肥百货等也有较高的净利率。
- 有 23 家公司 2011 年前三季度销售和管理费用之和占营业收入的比重低于行业平均水平 (13.86%)，费用比例较为节约依然是以大股东与流通股东利益较为一致的民营背景公司为主，包括大东方（费用率持续位于行业最低端）、友阿股份、开元投资、新华百货、成商集团等；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；合肥百货、广州友谊、徐家汇、王府井等属于经营管理能力较强的公司，其中徐家汇、广州友谊同时属于内部激励机制比较到位的公司。
- 当然，由于费用率在很大程度上受公司扩张计划、资本开支，以及其财务会计处理

风格等各种因素影响，也是影响公司盈利能力和业绩表现的主要财务指标，而扩张型商业类公司调控费用的空间较大，因此需要对具体问题具体分析。从某种意义上讲，收入和毛利率指标的变化有时候比费用比例的考察更能说明企业的经营情况。

本部分我们首先对海通批零团队重点跟踪公司的 2011 年三季度及前三季度的业绩及简要点评进行了统计（参见表 5）。在 33 家公司中，三季度业绩低于预期的有：苏宁电器、大东方、银座股份、天虹商场、成商集团等，其余公司以符合预期或超预期为主，体现了零售行业及主要公司在 2011 年三季度依然保持业绩的稳定增长，良好的基本面继续为行业投资提供了坚强的基本面支撑。

表 6 中是我们根据重点公司 2011 年三季报整理统计的全年业绩预增情况，供参考。

表 5 批零行业上市公司 2011 年三季报业绩公告及点评

代码	简称	1-3Q2011				3Q2011				点评
		收入 (万元)	同比增长 (%)	净利润 (万元)	同比增长 (%)	收入 (万元)	同比增长 (%)	净利润 (万元)	同比增长 (%)	
002024	苏宁电器	6762550	24.54	342241	21.03	2339434	28.21	94795	10.94	三季度单季收入增 28%略超预期，但费用率上升致利润仅增 11%低于预期
600415	小商品城	240887	2.99	56393	-15.18	88132	8.74	18883	-16.11	财务费用影响业绩表现，短期缺乏业绩催化剂，关注五区及垦园市场剩余商铺招商进展
000061	农产品	131733	33.85	20734	-35.67	57132	59.50	5241	179.57	平湖市场开业驱动三季度主业实现 330%增长，仍可期待后续业绩释放
000715	中兴商业	260067	56.67	7315	318.82	80555	194.51	2147	-181.10	前三季度收入增 57%净利润增速超 300%，投资看点是 12 年收入利润能否有效提升
600697	欧亚集团	482964	33.58	10805	24.29	158855	43.01	3754	31.56	子公司并表及门店内生增长带来前三季度收入增速达到 33%以上
600859	王府井	1218532	22.70	45291	39.92	382891	20.00	13700	70.95	1-9 月收入增 23%净利增 40%其中三季度单季净利增 71%
600327	大东方	522075	16.37	16156	-1.08	178405	22.40	2907	-30.95	三季度新开两家百货门店致拉低利润增速，2012 年业绩将有较大弹性增长
000516	开元投资	221176	22.19	10745	-10.99	67594	27.01	1962	-8.19	前三季度主业营业利润增长超 30%，三季度新开西稍门店开办费等拉低利润
601933	永辉超市	1247430	42.68	37208	75.88	444635	41.99	10225	39.58	门店快速扩张带来三季度收入增速回升至 42%，最优质超市 A 股
000417	合肥百货	653548	26.30	38721	103.51	192627	24.77	9406	19.45	三季度净利受公允价值损失影响增 19.5%，但扣非后主业利润增长 53%表现优异
600858	银座股份	791915	23.82	6758	-39.36	255961	23.07	-938	-138.89	前三季度收入增 24%利润降 39%，业绩释放仍需等待但价值已明显低估
002419	天虹商场	925060	30.25	44084	32.86	287744	25.50	11318	13.90	1-9 月收入净利均增长 30%以上，三季度受营业税率上升影响净利增长 14%低于预期
600785	新华百货	382645	33.80	20196	21.43	127785	42.09	6601	36.91	三季度单季收入增 42%净利增 37%超预期，略上调盈利预测和目标价
600280	南京中商	432281	25.90	4927	181.31	131349	29.93	4036	237.54	费用率下降带动三季度利润增长 238%，收入增速 30%亦快于上半年
000987	广州友谊	308279	25.06	26294	14.35	95412	23.27	6046	6.87	费用压力致三季度利润仅增 6.9%，预期四季度业绩将有恢复性增长
002187	广百股份	491660	22.96	15129	16.96	152077	20.24	4064	10.54	前三季收入增 23%净利增 17%剔除公允价值变动影响营业利润增速近 40%，低于 20 倍的 PE 较有吸引力
002251	步步高	628322	26.30	18519	47.24	202581	25.30	3181	57.96	前三季度净利润增长 47%，各季度增速逐步提升三季度达到 58%
002264	新华都	421964	33.81	11330	72.06	137080	28.48	3290	67.99	展店速度下降带来收入稳定增长及利润大幅释放，前三季收入增 34%净利增 72%
000564	西安民生	207903	18.99	5468	10.08	64198	20.10	2079	5.79	财务费用增加使三季度收入同比增 20%净利润仅增 6%；定价价向下调整至 5.74 元
002277	友阿股份	343251	38.06	25475	39.62	102709	35.32	4500	36.54	收入规模快速增长及费用率下降，带来前三季度净利润近 40%增长
600778	友好集团	259821	31.40	7938	38.63	87453	35.74	1377	12.95	三季度收入增 36%较上半年提速，扣非主营利润增 65%
600628	新世界	227300	7.46	14116	-0.74	64309	-6.79	2431	-24.85	受去年世博会期间基数较高影响，三季度净利下降 25%，整体经营低于预期

002336	人人乐	901996	21.95	16317	3.61	292375	20.92	979	71.20	新开门店较多稳定了收入增长，但抑制毛利率提升
600361	华联综超	847147	11.01	5611	-7.73	281048	10.67	1061	57.30	三季度净利润同比增长 57%，加速展店后收入能否释放是未来值得关注的问题
600828	成商集团	145508	20.33	14024	52.18	42262	13.06	3286	28.18	前三季度收入增 20%净利增 52%，但三季度单季收入表现低于预期，业绩增速放缓
601010	文峰股份	476462	14.21	28682	24.50	142505	10.86	6391	31.53	1-9 月 14%三季度 11%的收入增速较慢、费用压力导致三季度扣非业绩低于预期
002344	海宁皮城	131808	82.38	35457	112.57	28748	75.72	13916	197.05	三季度净利润增长 197%，增速表现持续优异
600693	东百集团	151077	15.11	29065	278.65	41290	4.69	395	-84.52	部分门店停业调整导致三季度销售收入低于预期
601116	三江购物	385656	6.69	11256	31.27	120811	2.09	1211	-251.98	前三季度净利润 31%增长主要缘于低基数；销售收入增长乏力
600827	友谊股份	3530000	8.39	117403	39.84	1102028	5.88	24290	-10.59	1-9 月收入增 8%净利润增 40%，扣非后增 25%，未来看点在治理及激励的完善
002561	徐家汇	156409	8.69	17758	30.05	48542	2.97	6305	45.34	前三季度 30%以上净利润增速主要来自少数股权并表及一次性投资收益

资料来源：各公司 2011 年三季度报告，WIND，海通证券研究所

表 6 批零行业重点公司 2011 全年业绩预增情况

代码	简称	增长 (%)		EPS (元)		净利润 (万元)		PE (倍)	
		下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
600693	东百集团	220	250	0.941	1.029	32286	35313	8.4	9.2
002344	海宁皮城	95	125	0.874	1.008	48921	56447	25.0	28.8
000417	合肥百货	约 78		约 0.978		约 50862		20.1	
002264	新华都	70	100	0.409	0.482	13124	15440	24.9	29.3
600280	南京中商	50		0.487		6996			55.1
002277	友阿股份	30	50	0.805	0.928	28100	32423	23.7	27.4
002419	天虹商场	25	50	0.758	0.909	60625	72750	24.7	29.6
002024	苏宁电器	20	25	0.688	0.717	481418	501478	15.7	16.3
002251	步步高	20	50	0.758	0.948	20507	25633	26.4	33.1
002561	徐家汇	10	35	0.514	0.631	21364	26219	22.8	28.0
002187	广百股份	0	20	0.609	0.731	17387	20864	19.4	23.2
002336	人人乐	0	10	0.593	0.652	23701	26071	26.3	28.9
601933	永辉超市	较大幅度，主要因为：内生性增长及新开门店逐步产生稳定的经营效益、财务费用大幅降低。							
600723	首商股份	大幅上升，主要因为：主营业务稳步增长，以及实施重大资产重组，合并报表范围增加北京新燕莎。							

资料来源：各公司 2011 年三季度报告，海通证券研究所

4.1 全国扩张型公司，以及具有较好区域环境和强势竞争地位的中西部、东北区域商业龙头表现出较高的收入增速

表 7 2011 前三季度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 (2008-3Q11)

序号	代码	简称	营业收入（万元）						同比增长（%）						
			2008	2009	2010	1-3Q11	1Q11	2Q11	3Q11	2009	2010	1-3Q11	1Q11	2Q11	3Q11
1	000715	中兴商业	243055	264171	244374	260067	99819	79693	80555	8.69	-7.49	56.67	23.86	37.28	194.51
2	600655	豫园商城	785558	825620	1207023	1345274	531872	387825	425577	5.10	46.20	50.28	85.81	38.13	29.68
3	601933	永辉超市	567816	847482	1231650	1247430	423076	379719	444635	49.25	45.33	42.68	49.18	36.83	41.99
4	002277	友阿股份	221934	274657	356393	343251	136328	104214	102709	23.76	29.76	38.06	37.35	41.85	35.32
5	600738	兰州民百	62290	72912	92090	88152	36071	25923	26159	17.05	26.19	35.17	43.88	38.82	21.82
6	002264	新华都	227932	310924	436419	421964	158624	126260	137080	36.41	40.95	33.81	40.59	31.74	28.48
7	600785	新华百货	282459	323556	398504	382645	141248	113612	127785	14.55	23.16	33.80	30.59	29.26	42.09
8	600697	欧亚集团	342061	391380	522795	482964	151706	172403	158855	14.42	33.58	33.58	31.94	27.25	43.01

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

9	600778	友好集团	156959	200005	291653	259821	92574	79794	87453	27.43	45.82	31.40	34.68	23.57	35.74
10	002419	天虹商场	686262	805727	1017436	925060	358688	278628	287744	17.41	26.28	30.25	34.38	30.19	25.50
11	002251	步步高	520135	572533	677027	628322	239710	186030	202581	10.07	18.25	26.30	28.53	24.59	25.30
12	000417	合肥百货	504374	588541	706170	653548	267869	193051	192627	16.82	19.99	26.30	28.02	25.49	24.77
13	600712	南宁百货	134879	147272	185769	161373	61150	51103	49120	9.19	26.14	26.22	30.09	24.99	22.92
14	600280	南京中商	421050	420916	493782	432281	175951	124981	131349	-0.03	17.31	25.90	24.96	23.18	29.93
15	000987	广州友谊	261976	295920	358574	308279	121349	91517	95412	12.96	21.17	25.06	27.58	23.71	23.27
16	600858	银座股份	419450	635974	879468	791915	307323	228631	255961	24.99	38.29	23.82	27.18	20.38	23.07
17	002187	广百股份	425508	463110	582485	491660	190245	149338	152077	8.84	25.78	22.96	23.75	24.81	20.24
18	600859	王府井	1017404	1109882	1394623	1218532	481866	353774	382891	9.09	25.66	22.70	26.38	20.84	20.00
19	000516	开元投资	204132	231880	252620	221176	85569	68013	67594	13.59	8.94	22.19	20.64	19.60	27.01
20	002336	人人乐	768547	876663	1004050	901996	331053	278569	292375	14.07	14.53	21.95	25.01	19.54	20.92
21	000501	鄂武商 A	662972	793760	1053704	919431	355179	278535	285717	19.73	32.75	21.50	23.35	21.47	19.29
合计/平均			15314222	17960504	21504147	18893215	7284562	5662460	5946193	17.28	19.73	21.45	24.43	19.48	19.81
22	600828	成商集团	142551	172224	171067	145508	57895	45351	42262	20.82	-0.67	20.33	20.43	27.85	13.06
23	000564	西安民生	112580	217686	234299	207903	83130	60575	64198	9.55	7.63	18.99	17.85	19.39	20.10
24	000759	中百集团	864913	1009604	1187245	1029028	400854	302539	325635	16.73	17.60	16.79	16.52	15.70	18.18
25	600327	大东方	425756	555920	634494	522075	185084	158586	178405	30.57	14.13	16.37	13.79	13.10	22.40
26	600693	东百集团	136821	155932	189240	151077	65330	44457	41290	13.97	21.36	15.11	25.72	11.59	4.69
27	600361	华联综超	861845	925740	1033882	847147	305285	260814	281048	7.41	11.68	11.01	10.36	12.14	10.67
28	002561	徐家汇	174342	185870	204472	156409	61210	46657	48542	6.61	10.01	8.69	15.49	6.61	2.97
29	600827	友谊股份	3754012	3964593	4389638	3530000	1383274	1046138	1102028	5.61	10.72	8.39	11.36	7.32	5.88
30	600628	新世界	265461	273047	303009	227300	93570	69421	64309	2.86	10.97	7.46	21.94	5.51	-6.79
31	601116	三江购物	400833	445544	482368	385656	148788	116058	120811	11.15	8.27	6.69	10.26	7.29	2.09

注：友谊股份 2008-2010、1Q11-2Q11 数据以合并百联股份追溯调整

资料来源：WIND，海通证券研究所

在 36 家样本股中，有 21 家公司 2011 年前三季度营业收入增长率超过行业平均水平（21.45%），其中有 18 家是我们覆盖的重点公司（表 7 中以灰色阴影标注的公司）。

中兴商业前三季度收入增速 56.67%，在主要公司中位于首位，主要由于 2010 年三季度大部分时间中兴商业大厦一二期停业装修，形成低基数效应，而四季度包含一二三期在内的新中兴开业，面积接近翻倍，带来较大的外延增量收入，这在三季度同比增长 194.51%的收入表现上可以看出。

永辉超市收入同比增长 42.68%，并且各季度均有 40%左右的增速，体现公司了其较好的同店增长水平（受益于CPI高企）和较强的新店拓展能力（其中三季度展店速度加快）；友阿股份收入同比增长 38.06%，主要反映友谊商店A、B馆仍保持了较高增速以及长沙OUTLETS贡献了一部分外延增长。

新华都33.81%的收入同比增速也属于较高水平，主要来自前期新开门店的收入贡献以及可比门店的内生增长。但公司收入增速一二三季度有环比下降趋势，我们认为公司目前已从收入高速增长期（自 3Q09 至 1Q11 平均各季度增速在 40%左右）进入到稳定增长期（2Q11-3Q11 收入平均各季度收入增速在 30%左右）。

新华百货前三季度 33.8%的收入增速表现良好，其中三季度有 42.09%的超预期收入增长，主要来自于百货老门店保持较快内生增长、新门店增量收入贡献以及超市业务快速的内生外延增长带动；欧亚集团收入同比增长 33.58%，其中三季度 43.01%的增速较一、二季度进一步提升，这主要受益于其持续有序的外延扩张（三季度并表吉林欧亚购物中心），另一方面也得益于其原有门店（欧亚商都、欧亚卖场、欧亚车百等）较好的内生增长。

友好集团31.4%的收入增速体现了公司在新疆拥有优势竞争地位，并且受益区域大环境较为明显，门店内生增长持续较快；天虹商场作为能够持续外延扩张的全国商业龙头，收入继续保持超过30%的较高增速。

苏宁电器前三季度收入增长24.54%（同店增长3.43%），其中三季度收入增速由上半年的22.68%提升至28.21%。

其他步步高、合肥百货、南京中商和广州友谊同比也有超过25%的收入增速。

4.2 毛利率和利润率概况

18家公司2011前三季度利润率超过行业平均水平（5.23%），其中有13家是我们覆盖的公司（表8中以灰色阴影标注的公司）。

东百集团、徐家汇和成商集团分别以25.6%、16.73%和12.44%的利润率位居A股零售公司前三位，但上述三家公司均在报告期内有较大规模的一次性收益影响。其中东百集团主要是二季度内收到3.43亿元拆迁补偿安置费，徐家汇有1300多万元的子公司清算收益，成商集团则是自2011年开始确认较大数额的来自太平洋百货的投资收益（扣除后仍有较高的利润率主要由于公司盐市口主力门店经营成本低，利润率高）。

从经营性角度，徐家汇扣除子公司清算收益后的利润率为15.88%（且利润率同比约提升0.1个百分点），超过广州友谊位居行业首位；广州友谊虽然由于受资本开支带来业绩压力影响，本期11.38%的利润率较去年同期略有下滑1.07个百分点，但仍位居行业第二名。

排名靠前、利润率较高还有友阿股份、合肥百货、新世界、新华百货、开元投资、天虹商场等，均超过6.5%，反映了上述公司强于行业的盈利能力。（虽然合肥百货9.35%的较高利润率受一季度转让拓基地产的投资收益影响，但二三季度也分别有5.99%和7.58%的利润率，依然体现优异的盈利能力）。

表8 2011前三季度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（2010-3Q11）

序号	代码	简称	综合毛利率（%）									利润率（%）								
			2010	1-3Q10	1-3Q11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11	3Q10	3Q11	2010	1-3Q10	1-3Q11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11	3Q10	3Q11
1	600693	东百集团	22.12	22.52	21.33	22.30	20.77	23.13	21.21	22.18	22.34	7.37	7.83	25.60	10.90	8.66	3.29	72.16	8.36	2.27
2	002561	徐家汇	28.55	28.96	28.87	28.87	28.57	28.70	28.98	29.32	29.14	15.58	15.74	16.73	17.06	16.94	14.53	15.15	15.39	17.98
3	600828	成商集团	23.03	23.18	23.38	21.47	21.06	24.35	25.95	24.28	23.81	10.63	10.88	12.44	12.50	11.04	10.27	16.53	9.37	9.96
4	000987	广州友谊	21.84	22.49	22.26	22.15	22.26	24.22	23.25	21.25	21.32	12.14	12.45	11.38	13.15	12.81	14.35	12.54	9.75	8.45
5	002277	友阿股份	18.67	19.55	18.60	19.84	19.57	19.34	18.27	19.36	17.63	8.30	9.95	10.09	12.82	14.03	10.05	9.08	6.10	5.89
6	000417	合肥百货	16.66	17.49	17.80	17.07	17.32	17.49	18.70	18.06	17.57	6.78	6.29	9.35	5.64	13.05	5.49	5.99	7.95	7.58
7	600628	新世界	29.26	28.91	26.34	26.05	22.81	33.08	30.48	28.12	27.02	9.10	9.26	8.61	8.20	7.71	13.26	12.71	6.60	5.51
8	600785	新华百货	19.32	19.64	18.90	19.35	18.59	20.48	20.01	19.16	18.26	7.49	8.37	7.45	9.84	8.98	7.88	5.78	7.09	7.25
9	000516	开元投资	18.81	18.82	18.66	17.72	17.66	20.75	19.65	18.24	18.92	8.16	9.00	6.63	4.69	6.83	17.61	8.68	5.54	4.31
10	002419	天虹商场	23.02	23.47	23.62	21.40	21.83	24.29	24.40	25.12	25.11	6.30	6.37	6.56	7.03	7.52	5.95	6.36	5.99	5.56
11	600655	豫园商城	14.18	14.40	11.08	15.43	8.60	15.44	12.18	12.62	13.18	7.34	7.13	6.52	8.86	5.31	8.39	8.02	4.55	6.67
12	600738	兰州民百	20.68	21.89	20.46	22.21	19.55	20.30	20.17	22.90	21.98	5.30	5.51	6.11	11.26	8.23	0.10	3.48	3.51	5.78
13	600814	杭州解百	19.15	20.12	19.57	21.22	20.50	20.95	19.26	18.05	18.74	4.60	5.74	5.93	7.91	7.65	6.60	7.13	2.40	2.57
14	600859	王府井	18.20	18.51	18.72	18.30	18.42	18.89	19.13	18.42	18.72	4.40	5.00	5.66	5.78	6.22	5.25	5.43	3.84	5.15
15	600682	南京新百	23.33	23.67	22.05	23.11	21.60	25.50	24.66	22.53	20.19	6.18	8.62	5.61	10.40	9.39	8.82	3.75	5.92	2.70
16	600861	北京城乡	21.26	20.75	19.92	19.30	18.65	21.33	20.76	22.33	20.83	5.71	5.50	5.38	7.21	6.72	4.60	4.05	3.86	4.85
17	000501	鄂武商A	19.87	19.73	20.07	19.18	19.47	20.12	20.78	20.02	20.14	4.99	5.06	5.31	6.19	6.39	5.29	5.39	3.50	3.91
18	600327	大东方	13.47	13.78	13.87	15.28	14.89	13.66	14.64	12.22	12.13	6.05	6.16	5.29	7.13	6.81	6.18	6.13	5.05	2.96

平均	19.98	19.96	19.60	19.50	18.76	20.47	20.37	20.01	19.89	4.68	4.81	5.23	5.39	6.01	5.12	5.64	3.84	3.87
19 600827 友谊股份	22.86	21.45	22.64	21.43	21.38	23.33	23.74	22.33	23.29	4.84	4.33	4.42	4.53	7.14	5.65	6.45	5.08	4.40
20 002187 广百股份	19.65	19.92	19.65	19.90	19.41	20.37	19.86	19.53	19.75	4.04	4.33	4.12	5.04	4.70	3.85	3.97	3.92	3.55
21 002251 步步高	20.48	20.40	20.37	19.97	19.68	21.56	21.16	19.82	20.45	3.47	3.43	3.86	5.59	5.87	2.56	3.44	1.76	1.87
22 601116 三江购物	17.14	16.32	17.81	16.49	16.56	19.35	19.39	13.37	17.84	3.61	3.12	3.86	4.35	4.46	6.09	5.44	-0.99	1.62
23 601933 永辉超市	19.12	18.58	19.33	18.68	18.28	18.55	20.04	18.52	19.73	3.24	3.15	3.83	4.21	4.76	2.18	3.93	3.06	2.85
24 600697 欧亚集团	14.85	14.37	14.62	15.05	13.63	11.76	13.87	16.83	16.39	4.30	4.11	3.81	3.33	2.97	4.39	4.34	4.57	4.05
25 000715 中兴商业	18.50	18.08	17.91	18.42	17.89	18.58	18.05	15.98	17.80	3.57	1.40	3.75	4.88	4.33	3.32	3.22	-12.91	3.55
26 600778 友好集团	21.36	21.52	20.51	21.64	21.14	22.00	20.31	20.93	20.01	4.33	3.33	3.51	4.41	4.83	3.10	3.80	2.40	1.86
27 002264 新华都	20.07	19.89	20.17	18.40	18.97	20.45	20.44	20.96	21.31	1.89	2.29	3.51	2.55	4.34	2.41	2.95	1.91	3.05
28 000564 西安民生	22.36	21.99	21.34	20.90	19.57	23.27	23.25	22.22	21.82	2.91	3.35	3.00	3.69	3.29	1.71	1.98	4.45	3.59
29 000759 中百集团	19.02	18.18	19.10	18.27	18.62	18.65	19.32	17.61	19.49	3.01	2.89	2.79	3.44	3.28	2.34	3.01	2.73	1.98
30 002336 人人乐	20.81	20.78	20.15	20.05	19.67	22.03	21.27	20.36	19.64	2.78	2.57	2.34	3.95	3.65	3.34	2.73	0.31	0.48
31 600280 南京中商	21.05	20.64	20.03	19.93	19.38	20.94	21.41	21.32	19.59	1.31	1.12	1.94	0.67	0.70	1.17	1.15	1.69	4.35
32 600858 银座股份	18.19	17.86	17.43	18.06	17.33	17.56	17.63	17.91	17.39	2.11	2.45	1.29	4.14	3.00	1.23	0.92	1.58	-0.44
33 600361 华联综超	18.99	19.59	20.54	18.63	19.72	20.62	21.52	19.67	20.51	0.68	1.01	0.85	1.17	1.16	1.51	0.93	0.38	0.43

注：友谊股份 2010、1Q10-2Q10、1Q11-2Q11 数据以合并百联股份追溯调整

资料来源：WIND，海通证券研究所

4.3 剔除非经营性净收益后归属于母公司的净利润率概况

有 21 家公司 2011 年前三季度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（2.83%），其中有 16 家是我们覆盖的重点公司（表 9 中以灰色阴影标注的公司）。

以扣非后的净利率指标更能体现公司的真实盈利能力。在主要公司中，以百货经营为主的徐家汇以 10.6% 的利润率位居行业首位，这与以利润总额为计算依据的利润率指标保持一致；同样以纯百货经营或以百货为主营业务的广州友谊、友阿股份、成商集团、新世界等公司也有超过 5% 的扣非净利率（同时也具有较高的毛利率水平，参见表 8）。其他部分全国或区域行业龙头如新华百货、天虹商场、合肥百货等也有较高的净利率。

表 9 2011 前三季度剔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（2010-3Q11）

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（%）								
			2010	1-3Q10	1-3Q11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11	3Q10	3Q11	2010	1-3Q10	1-3Q11	1Q10	1Q11	2Q10	2Q11	3Q10	3Q11
1	002561	徐家汇	9.50	9.49	11.35	10.38	10.43	8.72	10.87	9.20	12.99	9.34	9.43	10.60	10.43	10.39	8.63	10.82	9.06	10.66
2	000987	广州友谊	9.12	9.33	8.53	9.86	9.60	10.76	9.39	7.31	6.34	9.15	9.38	8.36	9.86	9.60	10.80	8.74	7.42	6.41
3	002277	友阿股份	6.06	7.34	7.42	9.55	10.48	7.45	6.42	4.34	4.38	6.00	7.36	7.06	9.37	10.48	7.42	6.33	4.67	3.25
4	600828	成商集团	8.08	7.62	9.64	8.94	8.23	6.64	13.17	6.86	7.77	6.37	5.47	7.00	6.01	7.26	4.61	8.58	5.60	4.96
5	600628	新世界	6.56	6.72	6.21	5.89	5.56	9.83	9.34	4.69	3.78	6.69	6.77	5.89	6.09	5.69	9.58	9.35	4.84	2.45
6	600785	新华百货	5.40	5.82	5.28	6.99	6.46	4.84	3.94	5.36	5.17	5.21	5.66	4.92	6.91	6.24	4.67	3.60	5.12	4.62
7	600738	兰州民百	4.12	4.32	4.56	8.43	6.17	0.77	2.58	2.60	4.32	4.66	5.02	4.85	8.09	6.17	3.69	3.58	2.58	4.28
8	600682	南京新百	4.71	6.54	4.18	8.29	7.47	6.20	2.12	4.44	2.07	4.94	6.22	4.74	8.55	7.46	6.02	4.02	3.17	2.06
9	600814	杭州解百	3.54	4.36	4.44	5.85	5.65	5.06	5.37	1.96	1.99	3.57	4.28	4.72	5.57	5.63	5.07	5.01	2.01	3.30
10	000516	开元投资	6.03	6.67	4.86	3.32	5.05	13.33	6.56	4.02	2.90	4.36	4.30	4.63	3.37	4.79	5.83	6.19	3.90	2.86
11	600693	东百集团	5.33	5.85	19.24	8.38	6.77	1.94	54.54	6.46	0.96	5.97	6.47	4.59	8.12	6.53	5.29	4.24	5.48	1.92
12	002419	天虹商场	4.77	4.67	4.77	5.27	5.62	4.29	4.52	4.33	3.93	4.63	4.55	4.54	5.11	5.46	4.19	4.38	4.23	3.55
13	600861	北京城乡	4.15	3.96	3.86	5.31	4.86	3.11	2.77	2.79	3.56	2.84	2.94	4.03	4.32	4.65	2.11	2.98	1.71	4.18
14	000417	合肥百货	4.05	3.68	5.92	3.03	8.41	3.12	3.51	5.10	4.88	3.70	3.31	3.93	3.16	3.40	2.72	3.30	4.09	5.27
15	600859	王府井	2.70	3.26	3.72	3.76	4.16	3.43	3.27	2.51	3.58	2.92	3.23	3.71	3.77	4.16	3.42	3.26	2.40	3.57

16	002187	广百股份	2.98	3.23	3.08	3.74	3.46	2.94	3.00	2.91	2.67	2.84	3.08	3.28	3.63	3.46	2.75	3.15	2.72	3.18
17	600655	豫园商城	5.57	5.72	5.20	6.67	4.27	6.95	6.27	3.84	5.39	3.15	4.11	3.28	4.83	2.68	4.63	3.50	3.05	3.82
18	601933	永辉超市	2.48	2.42	2.98	3.28	3.67	1.63	3.01	2.34	2.30	2.47	2.37	2.94	3.25	3.67	1.56	2.98	2.28	2.20
19	000501	鄂武商 A	2.79	2.79	2.99	3.54	3.72	3.09	3.17	1.62	1.90	2.58	2.93	2.93	3.87	3.77	3.09	2.97	1.66	1.86
20	002251	步步高	2.52	2.53	2.95	4.29	4.39	1.72	2.59	1.25	1.57	2.41	2.47	2.87	4.04	4.26	1.76	2.60	1.31	1.49
21	000715	中兴商业	2.72	1.05	2.81	3.66	3.26	2.49	2.41	-9.68	2.67	2.46	1.03	2.84	3.57	3.25	2.57	2.49	-9.70	2.66
平均			3.02	3.16	3.47	3.57	4.07	3.34	3.66	2.51	2.56	2.59	2.75	2.83	3.37	3.38	2.71	2.78	2.04	2.21
22	600778	友好集团	3.60	2.90	3.08	3.83	4.13	2.90	3.50	1.89	1.58	3.52	2.82	2.79	3.83	4.10	3.16	2.36	1.42	1.79
23	600327	大东方	3.54	3.64	3.09	4.20	3.99	3.78	3.70	2.89	1.63	3.22	3.47	2.72	4.16	3.74	3.68	2.87	2.48	1.51
24	000564	西安民生	2.53	2.84	2.63	3.15	2.90	1.54	1.62	3.68	3.24	2.72	3.05	2.57	3.14	2.74	2.21	1.85	3.73	3.01
25	002264	新华都	1.77	2.09	2.69	2.19	3.31	2.24	2.20	1.84	2.40	2.07	2.05	2.45	2.17	2.75	2.17	2.16	1.83	2.38
26	601116	三江购物	2.72	2.37	2.92	3.31	3.64	4.53	3.99	-0.67	1.00	2.19	1.80	2.32	2.77	3.02	3.78	3.01	-1.13	0.80
27	600697	欧亚集团	2.52	2.40	2.24	1.85	1.65	2.74	2.64	2.57	2.36	2.51	2.41	2.24	1.82	1.64	2.70	2.71	2.66	2.32
28	600280	南京中商	0.94	0.51	1.14	0.15	0.17	0.34	0.47	1.18	3.07	2.56	0.83	2.02	0.41	1.42	0.63	1.54	1.64	3.30
29	002336	人人乐	2.36	2.13	1.81	3.23	2.69	2.84	2.30	0.24	0.33	2.35	2.21	1.77	3.15	2.69	2.83	2.31	0.59	0.22
30	000759	中百集团	2.11	2.07	1.86	2.44	2.31	1.65	1.84	1.99	1.33	1.84	1.77	1.76	2.38	2.29	0.92	1.92	1.82	0.95
31	600827	友谊股份	2.08	1.74	1.73	2.00	3.96	2.57	2.86	2.61	2.20	1.21	0.75	0.98	1.68	1.96	1.36	1.70	1.16	1.56
32	600858	银座股份	1.26	1.74	0.85	2.96	2.16	0.83	0.46	1.16	-0.37	1.26	1.63	0.83	2.90	2.21	0.75	0.47	0.95	-0.52
33	600361	华联综超	0.53	0.80	0.66	0.93	0.87	1.22	0.73	0.27	0.38	0.20	0.76	0.51	0.89	0.74	1.25	0.47	0.17	0.28

注：友谊股份 2010、1Q10-2Q10、1Q11-2Q11 数据以合并百联股份追溯调整

资料来源：WIND，海通证券研究所

同样以百货业态经营为主的王府井 2011 年前三季度 3.71% 的利润率虽较 2010 年有所提升，但较可比业态公司的利润率仍有较大的提升潜力，而我们也判断公司的治理优化、外延扩张与管理改善将可有效提升其盈利能力。

而银座股份由于持续的重资产外延扩张，虽然收入和毛利率趋势良好，但费用大幅增加削弱了其近年来的盈利能力，净利率持续下降至本期的 0.83%，已处于行业末端。但我们判断公司费用压力已在相当大程度上体现，且资本开支高点已过，预期费用压力缓解将带来盈利能力恢复和较大业绩弹性增长。

因此，我们认为应对相关公司的上述指标进行具体分析，包括主力业态、业务构成和比例、所处区域、外延扩张速度和资本开支，以及公司会计处理风格等。我们也希望能够从中分析和判断出个体公司盈利能力未来提升的空间和潜力。

4.4 管理和销售费用占营业收入比重概况

有 23 家公司 2011 年前三季度销售和管理费用之和占营业收入的比重低于行业平均水平（13.86%），其中有 17 家是我们覆盖的重点公司（表 10 中以灰色阴影标注）。

表 10 2011 前三季度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（07-3Q11）

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	1-3Q10	1-3Q11	2007	2008	2009	2010	1-3Q10	1-3Q11	2007	2008	2009	2010	1-3Q10	1-3Q11
1	600655	豫园商城	4.04	3.29	3.24	3.09	2.91	2.25	5.41	4.46	4.60	4.27	3.82	2.72	9.45	7.75	7.84	7.35	6.73	4.96
2	600327	大东方	3.00	3.01	2.85	2.80	2.72	2.98	4.29	4.92	4.07	3.95	4.11	4.70	7.29	7.93	6.92	6.76	6.84	7.69
3	002277	友阿股份	5.34	5.65	5.26	4.61	4.04	3.69	4.98	6.19	5.65	5.16	4.88	4.86	10.32	11.84	10.92	9.77	8.92	8.55
4	600697	欧亚集团	2.50	3.06	3.00	2.73	2.66	2.47	8.07	6.84	7.30	6.83	6.69	7.32	10.57	9.91	10.30	9.56	9.35	9.78
5	600821	津劝业	2.25	2.92	3.75	2.17	1.44	1.34	9.19	14.98	19.23	16.66	8.17	8.53	11.44	17.90	22.98	18.83	9.60	9.87
6	000417	合肥百货	2.42	2.56	2.65	2.70	2.93	2.87	6.62	7.14	6.91	6.57	7.75	7.21	9.04	9.71	9.56	9.27	10.68	10.08
7	000516	开元投资	3.92	3.24	2.81	3.52	3.56	3.41	5.50	5.93	5.47	7.18	7.17	6.73	9.42	9.17	8.27	10.70	10.73	10.14

8	000987	广州友谊	6.76	7.32	6.49	6.53	6.63	8.09	4.82	3.84	3.19	2.64	2.50	2.36	11.59	11.15	9.68	9.17	9.12	10.44
9	600785	新华百货	8.96	7.54	7.67	8.37	7.53	8.83	4.78	4.10	2.54	2.96	3.24	2.24	13.74	11.63	10.21	11.32	10.77	11.07
10	600828	成商集团	8.14	9.80	9.53	9.62	10.00	9.47	2.76	3.25	1.82	1.89	1.93	1.72	10.89	13.05	11.35	11.51	11.93	11.19
11	002561	徐家汇	2.64	3.02	3.76	3.67	3.42	3.85	7.11	7.34	7.52	7.58	7.92	7.81	9.74	10.36	11.28	11.25	11.34	11.65
12	600859	王府井	8.46	8.16	8.91	8.68	8.73	8.80	3.35	3.96	3.66	3.14	3.18	2.88	11.82	12.13	12.58	11.82	11.91	11.69
13	600814	杭州解百	2.59	3.02	4.23	5.34	4.19	3.93	9.59	9.17	8.93	7.80	8.87	7.98	12.18	12.18	13.16	13.14	13.06	11.91
14	600738	兰州民百	5.68	5.68	5.15	5.17	5.35	5.78	8.39	9.49	8.07	7.21	7.64	6.34	14.07	15.16	13.22	12.38	12.99	12.12
15	600682	南京新百	6.59	6.95	6.08	5.30	2.39	2.17	7.89	9.85	10.18	8.95	11.14	10.00	14.48	16.80	16.25	14.25	13.53	12.17
16	600712	南宁百货	3.25	3.26	3.07	4.07	3.90	4.12	9.86	9.81	10.07	9.81	10.01	8.11	13.11	13.07	13.15	13.88	13.91	12.23
17	600693	东百集团	6.97	6.92	9.90	9.13	9.66	9.55	3.80	4.38	1.02	1.67	1.14	3.10	10.77	11.30	10.92	10.80	10.80	12.66
18	000715	中兴商业	2.65	2.86	2.23	2.68	2.69	2.05	10.17	11.96	10.09	11.66	13.28	10.62	12.82	14.82	12.32	14.34	15.97	12.67
19	600280	南京中商	4.86	4.59	4.45	4.79	5.46	4.52	8.38	8.10	10.74	10.08	10.66	8.65	13.24	12.69	15.19	14.87	16.12	13.17
20	000501	鄂武商 A	10.65	11.95	11.45	11.89	11.28	12.26	2.23	1.87	2.04	1.74	1.67	1.31	12.88	13.82	13.49	13.64	12.95	13.57
21	600858	银座股份	8.32	10.02	10.04	11.03	9.26	9.75	2.26	2.88	3.46	2.74	4.06	3.98	10.57	12.90	13.51	13.77	13.33	13.73
22	002187	广百股份	12.96	12.45	11.43	12.06	12.16	11.77	3.09	2.83	3.05	2.27	2.22	2.04	16.05	15.29	14.48	14.34	14.38	13.81
23	600628	新世界	4.61	4.87	4.44	4.49	4.54	4.19	14.35	11.63	10.80	11.00	10.26	9.64	18.96	16.50	15.24	15.50	14.80	13.82
平均			10.67	10.09	9.87	9.94	9.72	9.62	5.26	4.99	4.68	4.55	4.60	4.24	15.93	15.08	14.55	14.49	14.32	13.86
24	601116	三江购物	10.11	11.12	11.36	12.03	11.88	13.02	1.54	1.50	1.55	1.46	1.27	1.40	11.65	12.62	12.91	13.49	13.16	14.42
25	601933	永辉超市	9.15	10.17	11.17	12.65	12.23	12.94	2.02	1.91	2.03	2.29	2.28	1.99	11.17	12.07	13.20	14.94	14.51	14.93
26	600778	友好集团	4.28	4.78	5.24	4.80	4.79	4.99	8.72	10.11	11.08	10.14	11.00	10.13	13.00	14.89	16.32	14.94	15.78	15.12
27	000759	中百集团	10.38	10.64	10.92	11.43	10.85	11.64	3.68	3.90	3.73	4.11	3.98	3.99	14.06	14.54	14.65	15.54	14.83	15.63
28	000564	西安民生	3.48	5.35	5.08	8.09	7.66	7.40	11.85	11.06	10.77	9.47	9.39	8.25	15.33	16.41	15.86	17.56	17.05	15.64
29	002251	步步高	13.59	13.92	13.58	14.74	14.60	13.86	1.45	1.59	1.98	1.93	1.96	2.06	15.03	15.50	15.56	16.67	16.56	15.93
30	002264	新华都	12.08	12.13	13.37	14.57	14.56	13.40	2.41	2.57	2.56	2.58	2.45	2.88	14.49	14.70	15.93	17.15	17.01	16.28
31	002419	天虹商场	16.05	15.79	15.19	14.61	15.05	15.17	1.47	2.36	1.59	1.88	1.78	1.68	17.52	18.14	16.78	16.49	16.83	16.86
32	002336	人人乐	12.89	12.91	14.07	14.53	14.33	14.04	1.88	3.00	3.05	3.09	3.33	3.29	14.77	15.91	17.12	17.62	17.66	17.33
33	600827	友谊股份	14.13	13.53	14.16	14.14	13.73	13.96	3.97	3.77	4.11	4.19	4.13	3.73	18.10	17.30	18.27	18.33	17.87	17.68
34	600361	华联综超	13.27	14.94	15.58	15.48	15.40	16.73	2.32	1.90	1.61	1.83	1.77	1.80	15.58	16.84	17.19	17.31	17.18	18.54

注：友谊股份 2007-2010 数据以合并百联股份追溯调整

资料来源：WIND，海通证券研究所

费用比例较为节约依然是以大股东与流通股东利益较为一致的民营背景公司为主，包括大东方（费用率持续位于行业最低端）、友阿股份、开元投资、新华百货、成商集团等；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；合肥百货、广州友谊、徐家汇、王府井等属于经营管理能力较强的公司，其中徐家汇、广州友谊同时属于内部激励机制比较到位的公司。

具体问题具体分析主要公司的费用率变化趋势更为重要。大东方本期由于新开 2 家百货门店以及多家高档车 4S 店原因，费用率有合理客观的上升；广州友谊也是由于 2010 年 8 月和 11 月分别新开门店，并在 2011 年二三季度内对多家门店进行装修调整，门店培育和装修费用支出也是费用率同比有所上升；新华百货费用率上升原因与广州友谊大致相同；银座股份也属于资本开支产生费用率上升压力的情况。

费用率同比下降的公司中，友阿股份、合肥百货、成商集团作为费用率较低的公司，依然同比有 0.37、0.6 和 0.74 个百分点的下降；南京中商在治理结构优化和经营改善基本完成之后，收入提升和费用下降的双重驱动使其费用率同比有 2.95 个百分点的大幅下降；王府井在较强的经营管理能力驱动下，费用率同比也有 0.22 个百分点的下降。

当然，费用率在很大程度上受公司扩张计划、资本开支，以及其财务会计处理风格等各种因素影响，也是影响公司盈利能力和业绩表现的主要财务指标，由于扩张型商业

类公司调控费用的空间较大，从某种意义上讲，收入和毛利率指标的变化有时候比费用比例的考察更能说明企业的经营情况。

以下为 2011 年 10 月以来我们撰写的研究报告（以三季报点评为主，包括两篇批零行业双周刊和两家公司深度研究报告）供参考。

- 1) 王府井 2011 三季报点评：1-9 月收入增 23%净利增 40%其中三季度单季净利增 71%，维持买入 20111031
- 2) 友谊股份 2011 三季报点评：1-9 月收入增 8%净利润增 40%，扣非后增 25%，未来看点在治理及激励的完善，增持首次 20111031
- 3) 新世界 2011 三季报点评：受去年世博会期间基数较高影响，三季度净利下降 25%，整体经营低于预期，维持增持 20111031
- 4) 苏宁电器 2011 三季报点评：三季度单季收入增 28%略超预期，但费用率上升致利润仅增 11%低于预期，维持买入 20111031
- 5) 广州友谊 2011 三季报点评：费用压力致三季度利润仅增 6.9%，预期四季度业绩将有恢复性增长，维持增持 20111031
- 6) 海宁皮城 2011 三季报点评：三季度净利润增长 197%，增速表现持续优异，维持增持 20111028
- 7) 文峰股份 2011 三季报点评：1-9 月 14%三季度 11%的收入增速较慢、费用压力导致三季度扣非业绩低于预期，维持增持 20111028
- 8) 银座股份 2011 三季报点评：前三季度收入增 24%利润降 39%，业绩释放仍需等待但价值已明显低估，维持增持 20111028
- 9) 新华都 2011 三季报点评：展店速度下降带来收入稳定增长及利润大幅释放，前三季收入增 34%净利增 72%，维持增持 20111028
- 10) 农产品 2011 三季报点评：平湖市场开业驱动三季度主业实现 330%增长，仍可期待后续业绩释放，维持买入 20111028
- 11) 成商集团 2011 三季报点评：三季度收入表现低于预期，业绩增速放缓，维持增持 20111028
- 12) 天虹商场 2011 三季报点评：1-9 月收入净利均增长 30%以上，三季度受营业税率上升影响净利增长 14%低于预期，维持增持 20111027
- 13) 新华百货 2011 三季报点评：三季度单季收入增 42%净利增 37%超预期，略上调盈利预测和目标价，维持增持 20111027
- 14) 友阿股份 2011 三季报点评：收入规模快速增长及费用率下降，带来前三季度净利润近 40%增长，维持增持 20111027
- 15) 南京中商 2011 三季报点评：费用率下降带动三季度利润增长 238%，收入增速 30%亦快于上半年，维持增持 20111026
- 16) 广百股份 2011 三季报点评：前三季收入增 23%净利增 17%剔除公允价值变动影响营业利润增速近 40%，低于 20 倍的 PE 较有吸引力，维持增持 20111026
- 17) 大东方 2011 三季报点评：三季度新开两家百货门店致拉低利润增速，2012 年业绩将有较大弹性增长，维持买入 20111025
- 18) 小商品城 2011 三季报点评：财务费用影响业绩表现，短期缺乏业绩催化剂，关注五区及篁园市场剩余商铺招商进展，维持买入 20111025
- 19) 华联综超 2011 三季报点评：三季度净利润同比增长 57%，加速展店后收入能否释放是未来值得关注的问题，维持增持 20111025
- 20) 西安民生 2011 三季报点评：财务费用增加使三季度收入同比增 20%净利润仅增 6%；定增价向下调整至 5.74 元，维持增持 20111025
- 21) 友好集团 2011 三季报点评：三季度收入增 36%较上半年提速，扣非主营利润增 65%，维持增持 20111025
- 22) 永辉超市 2011 三季报点评：门店快速扩张带来三季度收入增速回升至 42%，最优质超市 A 股，维持增持 20111025
- 23) 中兴商业 2011 三季报点评：前三季收入增 57%净利润增速超 300%，投资看点是 12 年收入利润能否有效提升，维持买入 20111024
- 24) 人人乐 2011 三季报点评：新开门店较多稳定了收入增长，但抑制毛利率提升，维持增持 20111024
- 25) 东百集团 2011 三季报点评：部分门店停业调整导致三季度销售收入低于预期，维持增持 20111024
- 26) 步步高 2011 三季报点评：前三季度净利润增长 47%，各季度增速逐步提升三季度达到 58%，增持维持 20111024
- 27) 开元投资 2011 三季报点评：前三季度主营业利润增长超 30%，三季度新开西稍门店开办费等拉低利润，维持买入 20111024
- 28) 批发与零售贸易行业双周报（第 12 期）：预期三季报业绩依然良好，行业有望再次迎来估值修复的投资机会 20111024
- 29) 合肥百货 2011 三季报点评：三季度净利受公允价值损失影响增 19.5%，但扣非后主业利润增长 53%表现优异，维持增持 20111021
- 30) 三江购物 2011 三季报点评：前三季净利润 31%增长主要缘于低基数；销售收入增长乏力，暂无评级 20111021
- 31) 欧亚集团 2011 三季报点评：子公司并表及门店内生增长带来前三季度收入增速达到 33%以上，维持买入 20111020
- 32) 徐家汇 2011 三季报点评：前三季度 30%以上净利润增速主要来自少数股权并表及一次性投资收益，暂无评级 20111019
- 33) 王府井深度报告：进取型扩张的全国百货龙头，首次买入 20111011
- 34) 农产品公告点评：投资聚焦主业，处置非核心资产增厚业绩，维持买入 20111011
- 35) 批发与零售贸易行业双周报（第 11 期）：“十一”长假中西部、东北部城市销售增速保持较好水平 20111010
- 36) 开元投资深度研究：两大新门店步入成熟有望拉动百货主业高增长，买入调高 20111010

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	类别	评级	说明
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；	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%。
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。	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 汪 辉 (021) 23219432 刘铁军 (021) 23219394 联系人 高 远 (021) 23219669 李 宁 (021) 23219431 周 霞 (021) 23219807	lml@htsec.com wanghui@htsec.com liutj@htsec.com gaoy@htsec.com lin@htsec.com zx9807@htsec.com	策略研究团队 陈瑞明 (021) 23219197 吴一萍 (021) 23219387 荀玉根 (021) 23219658 联系人 王 旭 (021) 23219396 汤 慧 (021) 23219733 李 珂 (021) 23219396	chenrm@htsec.com wuyiping@htsec.com xyg6052@htsec.com wx5937@htsec.com tangh@htsec.com lk6604@htsec.com	基金研究团队 姜 静 (021) 23219450 单开佳 (021) 23219448 倪韵婷 (021) 23219419 罗 震 (021) 23219326 唐洋运 (021) 23219004 联系人 陈 瑶 (021) 23219645 伍彦妮 (021) 23219774 桑柳玉 (021) 23219686 曾逸名 (021) 23219773	loujing@htsec.com shankj@htsec.com niyt@htsec.com luozh@htsec.com tangyy@htsec.com chenyao@htsec.com wyn6254@htsec.com sly6635@htsec.com zym6586@htsec.com
---	--	---	--	---	--

金融工程研究团队 吴光兴 (021) 23219449 丁鲁明 (021) 23219068 郑雅斌 (021) 23219395 联系人 冯佳睿 (021) 23219732 朱剑涛 (021) 23219745 张欣慰 (021) 23219370 周雨卉 (021) 23219760	wuxx@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com zxw6607@htsec.com zyh6106@htsec.com	固定收益研究团队 姜金香 (021) 23219445 徐莹莹 (021) 23219885 联系人 武 亮 (021) 23219883 黄 轩 (021) 23219886	jiangjx@htsec.com xyy7285@htsec.com wl7222@htsec.com hx7252@htsec.com	政策研究团队 陈久红 (021) 23219393 陈峥嵘 (021) 23219433 联系人 倪玉娟 (021) 23219820	chenjiuhong@htsec.com zrchen@htsec.com nyj6638@htsec.com
---	--	---	--	---	--

计算机及通信行业 陈美凤 (021) 23219409 袁兵兵 (021) 23219770 联系人 蒋 科 (021) 23219474	chenmf@htsec.com ybb6053@htsec.com jiangk@htsec.com	煤炭行业 朱洪波 (021) 23219438 刘惠莹 (021) 23219441	zhhb6065@htsec.com liuhy@htsec.com	批发和零售贸易行业 路 颖 (021) 23219403 潘 鹤 (021) 23219423 汪立亭 (021) 23219399 联系人 李宏科 (021) 23219671	luying@htsec.com panh@htsec.com wanglt@htsec.com lhk6064@htsec.com
---	---	--	---------------------------------------	--	---

建筑工程行业 江孔亮 (021) 23219422 联系人 赵 健 (021) 23219472 张显宁 (021) 23219813	kljiang@htsec.com zhaoj@htsec.com zxn6700@htsec.com	石油化工行业 邓 勇 (021) 23219404 联系人 王晓林 (021) 23219812	dengyong@htsec.com wxl6666@htsec.com	机械行业 龙 华 (021) 23219411 联系人 何继红 (021) 23219674 熊哲颖 (021) 23219407	longh@htsec.com hejh@htsec.com xzy5559@htsec.com
---	---	---	---	---	--

农林牧渔行业 丁 频 (021) 23219405 联系人 夏 木 (021) 23219748	dingpin@htsec.com 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 联系人 黄 媚 (021) 23219638 汤 婧 (021) 23219809	dl5573@htsec.com hm6139@htsec.com tj6639@htsec.com
---	-------------------------------------	------------------------------	-------------------	--	--

电子元器件行业 邱春城 (021) 23219413 联系人 张孝达 (021) 23219697	qiucc@htsec.com zhangxd@htsec.com	互联网及传媒行业 联系人 白 洋 (021) 23219646 薛婷婷 (021) 23219775	baiyang@htsec.com xtt6218@htsec.com	交通运输行业 钮宇鸣 (021) 23219420 钱列飞 (021) 23219104 联系人 虞 楠 (021) 23219382 李 晨 (021) 23219817	ymniu@htsec.com qianlf@htsec.com yun@htsec.com lc6668@htsec.com
--	--------------------------------------	---	--	---	--

汽车行业 赵晨曦 (021) 23219473 冯梓钦 (021) 23219402	zhaocx@htsec.com fengzq@htsec.com	食品饮料行业 赵 勇 (0755) 82775282 齐 莹 (021) 23219166	zhaoyong@htsec.com 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 刘 杰 (021) 23219269 冯皓琪 (021) 23219709	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com 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 联系人 易团辉 (021) 23219737 张 瑞 (021) 23219634	caoxf@htsec.com yith@htsec.com 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 xbq6583@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 费亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐 琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@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 臻 (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 朱 昂 (021) 23219397 za6533@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 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋 巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com
--	---	---

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com