

零售行业跟踪分析报告

三季度业绩维持高增长，百货盈利能力表现突出

欧亚菲 分析师 电话: 020-87555888-8641
eMail: oyf@gf.com.cn
执业编号: S0260511020002

曾猛 分析师 电话: 021-68825985
eMail: zimeng@gf.com.cn
执业编号: S0260511050001

广发零售指数显示行业仍处于景气期

从 GFRI 变动图中可以看出，9 月份零售行业指数较 7、8 月份大幅反弹，但增速略有下滑，降为 36.85%，环比 8 月份下降 0.4 个百分点。

零售三季度业绩综述—行业延续中报增长，百货盈利能力突出

报告期行业营业收入大幅增长 **31.03%**，净利润增长 **31.83%**。虽然毛利率由于结构性调整略有下降，但我们认为随着行业集中度的提升，毛利率将呈现趋势向上；人工成本、门店租金成本、水电费等对利润侵蚀程度加剧，抵减了企业经营效率提升所带来的成果，而投资收益的大幅增长对净利润的贡献加大；期间费用率和净利率相对稳定。百货行业盈利突出，营业收入同比增长 **39.91%**，净利润同比增长 **47.19%**，远远高于行业增速。重点跟踪公司业绩表现突出，南京中商、老凤祥、首商股份、潮宏基、王府井等归属于母公司净利润增速均在 40% 以上。

近期行业、公司资讯及调研动态

1、国务院决定明年起在上海试点增值税改革；2、三部委发文要求做好扩大消费工作；3、商务部：将推动建立网络零售管理条例。

电话会议：新华百货、步步高、文峰股份。

投资建议

我们仍然最看好百货行业，建议重点关注：1、一二线城市中主要门店偏中高端定位的公司，主要包括友阿股份、王府井、首商股份、广州友谊；2、以珠宝销售为主的潮宏基、老凤祥；3、区域角度来看，我们认为新华百货明年增速将加快，且估值优势显著，建议重点投资；其他可选标的包括重庆百货、文峰股份、友好集团和合肥百货。成商集团主要关注公司春熙路太平洋店的官司进展，如果取得突破，将迎来较大投资机会。4、拐点型公司，我们重点推荐南京中商和步步高。

风险提示：经济下行，劳动力和物业成本持续上涨风险。

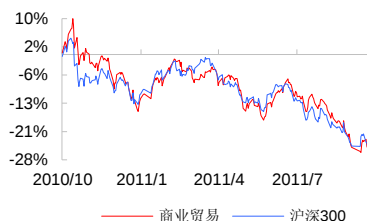
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-2.51	-14.68	-25.30
沪深 300	1.56	-10.95	-23.50

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
王府井	40.77	0.95	1.50	2.00	42.92	27.18	20.39	0.77	60	买入
首商股份	12.46	0.37	0.56	0.72	33.68	22.25	17.31	0.56	16.5	买入
潮宏基	30.36	0.57	0.87	1.20	53.26	34.90	25.30	0.95	40	买入
友阿股份	22.02	0.62	0.86	1.22	35.52	25.60	18.05	0.57	30	买入
广州友谊	19.67	0.91	1.10	1.35	21.62	17.10	14.05	0.78	30	买入
步步高	25.08	0.63	0.84	1.15	39.81	29.86	21.81	0.77	29	买入
新华百货	24.95	1.04	1.30	1.75	23.99	19.19	14.26	0.70	33	买入
重庆百货	41.78	1.41	1.76	2.30	29.63	23.74	18.17	0.82	54	买入
南京中商	26.84	0.33	1.20	2.07	81.33	22.37	12.97	0.50	40	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

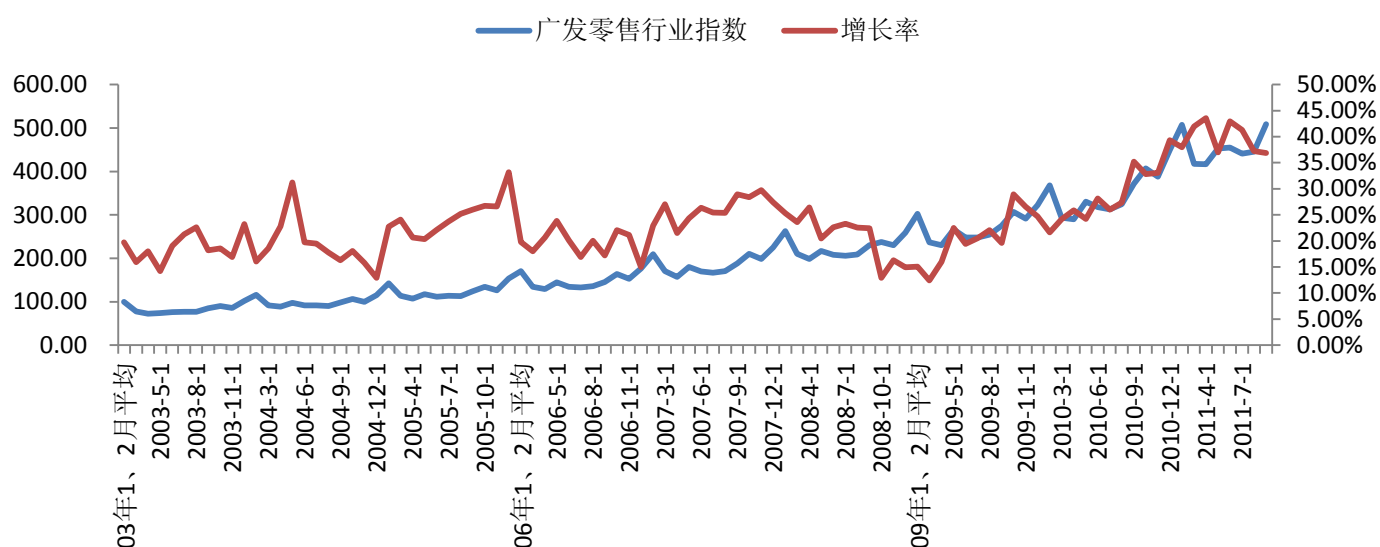
广发证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

本报告联系人：欧亚菲 020-87555888-8641 oyf@gf.com.cn

一、广发零售指数显示行业继续景气上行

从 GFRI 变动图中可以看出，2011 年 9 月份零售行业指数经过 7、8 月份短期盘整后出现大幅反弹，但同比增速略有下滑，为 36.85%。分品类来看，9 月份黄金珠宝销售继续保持高速增长，限额以上口径同比增速达 39.45%。此外，家具类（62.04%）、通讯器材（39.74%）、家用电器等（33.35%）、服装鞋帽纺织品（40.52%）等均有较大幅度增长。也显示出随着一系列增加居民收入及促消费政策的不断落实，居民收入有了较大幅度提升，购买力和消费意愿也在不断增强，尤其是实行新的所得税政策后，新增消费能力将会不断释放。

图 1：广发零售行业指数



数据来源：国家统计局、商务部、广发证券发展研究中心

10月25日，刺激消费、扩大内需又一重要举措出台，商务部、财政部和中国人民银行联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》，明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。《意见》指出，“十二五”期间商务领域扩大消费工作以改善民生、满足人民群众物质文化需要为目的，以企业为主体，以市场为导向，以发展现代商贸流通为手段，以促进消费结构升级为重点，以政策法规、标准、规划为保障，逐步建立扩大消费的长效机制。主要措施有：1、每年确定一个月为“消费促进月”，全国范围开展促销活动；2、发展现代商贸流通，银行业金融机构加大对商贸流通企业信贷支持。随着政策促进力度的不断扩大，零售行业有望保持持续繁荣。

二、零售业 2011 年三季度业绩综述

（一）行业及各业态三季度业绩综述

- 从2011年三季度数据来看，行业营业收入和净利润同比分别增长了31.01%和31.83%，营业收入和净利润增速较上半年增速进一步提升，但营业收入和净利润增速基本保持同步，没有延续2010年净利润增速大幅超越收入的情况，主要是因为毛利率出现了小幅下滑，另外营业费用率也

有一定幅度上升，导致净利率没有出现大幅提升。在宏观经济继续保持平稳增长，各地陆续提高最低工资以及个税改革等措施的逐渐实施背景下，我们认为2011年全年零售业仍将保持快速增长。

- **2011年前三季度行业综合毛利率水平为18.74%，略低于去年**，我们认为原因主要有两个方面：（1）前三季度通胀持续高位，零售渠道上游成本刚性上升，但终端销售价格受到政策方面一定限制；（2）低毛利的金银珠宝品类前三季度增长迅猛，拉低了百货的毛利率水平。但前三季度毛利率明显高于2009年也体现了行业集中度不断提升所导致的行业毛利率的逐步提升的趋势。我们认为2011年前三季度行业毛利率微降只是短期波动，长期趋势将会逐步向上。
- **净利率稳中有升，达4.08%**，主要得益于投资收益大幅增长，前三季度同比增长62.57%，对净利率起到推升作用。期间费用相对稳定，为12.97%。

表 1：零售业 2011 年三季度业绩一览表

日期	2009-09-30	2010-09-30	2011-09-30
营业总收入（万元）	22448911.90	29706415.03	38918767.04
营业总收入增长率（%）	6.54	24.27	31.01
销售毛利率（%）	18.40	18.84	18.74
营业费用率（%）	8.46	8.50	8.70
管理费用率（%）	4.29	3.99	3.89
财务费用率（%）	0.46	0.41	0.38
投资收益（万元）	84089.25	94107.49	152696.80
净利润（万元）	803103.65	1203776.71	1586963.44
净利润增长率（%）	17.53	49.89	31.83
净利率（%）	3.58	4.05	4.08
每股现金流（元）	0.38	0.53	0.18
每股经营现金流增长率（%）	31.02	38.82	-66.14
净资产收益率（%）		8.73	8.03
资产负债率（%）	61.78	60.93	59.52
存货周转率（%）	4.72	4.98	4.66

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

- **期间费用率保持平稳**，报告期行业期间费用率为**12.97%**，略高于2010年第三季度的12.90%，但明显低于2009年的13.21%。分细项目来看：
- **营业费用率为8.7%，同比提升0.2个百分点**，主要因为行业竞争加剧，各公司广告等营销费用大幅增加所致，此外人力成本以、租金价格以及水电费不断上涨也使得营业费用率逐步提升。
- **管理费用率稳中有降，为3.89%，同比降低0.1个百分点**，并保持下降趋势，反映出行业随着经营规模的扩大，经营效率在逐步提升，较高的人力成本等正在逐步消化。
- **财务费用率为0.38%，同比微幅下降**，并处于不断下降趋势，反映出行业资金成本压力整逐步释放。
- **每股经营现金流出现较大幅下降**，反映出在货币政策收紧的宏观背景下，行业现金流压力较大。

综合以上财务数据分析，我们可以看出：**2011年前三季度零售行业喜忧参半，销售规模稳定增长，且增速不断提升，虽然毛利率由于结构性调整略**

有下降，但我们认为随着行业集中度的提升，毛利率将呈现趋势向上。同时人工成本、门店租金成本、水电费等对利润影响程度初步显现，抵减了企业经营效率提升所带来的成果，而投资收益的大幅增长对净利润的贡献开始加大。

(二) 百货行业盈利能力仍然最突出

我们分业态观察了百货、专业连锁和物业经营不同行业数据，发现以下特点：

- 从收入及净利润角度来看，报告期内百货营业收入同比增长**39.91%**，增速大幅高于专业连锁的25.75%以及商业物业经营的7.88%；净利润同比增长**47.19%**，也远高于专业连锁27.88%以及商业物业的2.60%。百货行业受消费升级影响明显，随着减税政策以及促消费政策的陆续落实，百货行业将保持持续高速增长；超市等专业连锁受益于通胀，增速相对较快；而商业物业由于租金上涨有限，增速相对较慢；
- 从毛利率来看，百货行业毛利率为**19.29%**，同比降**0.91**个百分点，主要是受上游成本上涨压力较大，同时，今年前三季度黄金珠宝等销售较好也拉低了行业毛利率水平。超市等专业连锁毛利率提升0.9个百分点，从侧面反映超市等是通胀的主要受益者。而商业物业经营毛利率同比降0.38个百分点，主要是受小商品城等公司租金上涨幅度低于预期所影响。
- 从期间费用率来看，百货行业期间费用率为**12.75%**，同比下降**1.18**个百分点，主要得益于管理费用率大幅下降0.96个百分点，随着行业规模的持续扩张，经营效率逐步提升。专业连锁期间费用率为12.95%，同比上升0.89个百分点，其中销售费用率上升0.44个百分点，管理费用率上升0.42个百分点，表明超市专业连锁行业受人力成本、租金、水电费等上涨压力更大。物业经营期间费用率为16.30%，同比增加2.47个百分点，其中销售费用率增加1.14个百分点，财务费用率增加1.03个百分点，反映物业经营营销等费用增加压力较大，而且作为重资产行业财务费用增加较快。
- 从净利率来看，百货行业净利率**3.93%**，同比提升**0.19**个百分点，主要得益于期间费用率大幅下降。同时，我们看出投资收益对净利率的贡献明显低于行业，说明百货行业增长的质量更高。专业连锁净利率为3.60%，相对稳定。商业物业经营净利率为14.71%，同比降0.76个百分点，主要受期间费用率上升影响较大。
- 各子行业每股经营性现金流具有不同程度下降，主要是受紧缩政策的影响。
- 各业态存货周转率均有不同程度的下降，反映出行业景气不断向好的背景下，营业规模扩大，企业备货增加。

表 2：百货业 2011 年三季度业绩一览表

日期	2009-09-30	2010-09-30	2011-09-30
营业总收入（万元）	9829562.91	12382904.86	17324725.33
营业总收入增长率（%）	8.11	24.51	39.91
销售毛利率（%）	18.89	19.20	18.29
营业费用率（%）	6.56	6.70	6.69
管理费用率（%）	6.80	6.38	5.42
财务费用率（%）	0.94	0.85	0.64
投资收益（万元）	61315.50	52654.07	66973.45

净利润（万元）	343163.70	463029.07	681515.07
净利润增长率（%）	20.81	34.93	47.19
净利率（%）	3.49	3.74	3.93
每股现金流（元）	0.36	0.53	0.40
每股经营现金流增长率（%）	-787.00	48.04	-25.25
净资产收益率（%）		8.17	7.56
资产负债率（%）	61.32	62.90	62.28
存货周转率（%）	6.35	6.03	5.79

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 3：专业连锁 2011 年三季度业绩一览表

日期	2009-09-30	2010-09-30	2011-09-30
营业总收入（万元）	11688682.25	16254872.45	20441224.30
营业总收入增长率（%）	5.35	24.81	25.75
销售毛利率（%）	16.80	17.07	17.97
营业费用率（%）	10.35	10.08	10.52
管理费用率（%）	1.90	1.99	2.41
财务费用率（%）	-0.03	-0.01	0.02
投资收益（万元）	30837.35	23240.44	72895.00
净利润（万元）	371668.72	575426.19	735832.67
净利润增长率（%）	20.37	54.82	27.88
净利率（%）	3.18	3.54	3.60
每股现金流（元）	0.70	0.64	0.07
每股经营现金流增长率（%）	-29.30	-8.64	-89.05
净资产收益率（%）		11.13	9.75
资产负债率（%）	67.04	61.44	57.88
存货周转率（%）	5.88	5.93	5.46

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 4：商业物业 2011 年三季度业绩一览表

日期	2009-09-30	2010-09-30	2011-09-30
营业总收入（万元）	930666.74	1068637.72	1152817.42
营业总收入增长率（%）	5.39	14.82	7.88
销售毛利率（%）	32.68	39.51	39.13
营业费用率（%）	4.79	5.22	6.36
管理费用率（%）	7.88	6.85	7.15
财务费用率（%）	1.41	1.76	2.79
投资收益（万元）	-8063.60	18212.98	12828.34
净利润（万元）	88271.23	165321.44	169615.70
净利润增长率（%）	-2.46	87.29	2.60
净利率（%）	9.48	15.47	14.71
每股现金流（元）	-0.03	0.33	-0.02
每股经营现金流增长率（%）	-113.05	-1256.54	-105.65
净资产收益率（%）		7.87	7.32
资产负债率（%）	51.05	54.03	56.02
存货周转率（%）	0.68	0.74	0.53

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从不同业态的行业数据来看，2011年三季度百货行业增速最快，我们认为百货行业未来仍将保持快速增长，随着居民收入水平的不断提升，消费升级趋势明显。同时，一系列促消费政策的陆续实施，十二五规划明确提出促消费政策，并设立促消费月，有利于从政策层面刺激消费快速增长，而且个税改革之后，中低收入阶层明显受益，而中低收入阶层边际消费倾向较高，收入的提升将大幅提升居民的消费水平，中高档百货公司将显著受益。超市可能面临CPI回落过程中的名义增速放缓，不过我们判断超市同店增长不会显著回落，主要是基于日用消费品价格会维持平稳。商业物业经营如果租金提升幅度不能够持续提升覆盖财务费用等的大幅上涨，则业绩表现可能不会太乐观。

(三) 重点公司业绩仍然保持领先

我们重点跟踪的20家公司包括苏宁电器、王府井、广州友谊、新华百货、友阿股份、银座股份、潮宏基、友好集团、南京中商、合肥百货、文峰股份、老凤祥、首商股份、欧亚集团、小商品城、重庆百货、鄂武商A、成商集团、步步高、中百集团。20家重点公司在2011年三季度的主营业务收入及净利润增幅均大幅超过行业平均水平，表明行业重点公司的竞争力提升幅度高于行业提升幅度。每股经营现金流相对稳定，ROE和ROA逐步提升。毛利率稳步提升，反映龙头企业竞争力及溢价能力不断增强。期间费用率明显低于行业平均水平，表明龙头企业经营效率不断提升。

表 5：20 家重点公司 2011 年三季度业绩一览表

日期	2009-09-30	2010-09-30	2011-09-30
营业总收入(万元)	10724235.85	14176602.13	19612004.71
营业总收入增长率(%)	9.63	28.30	38.34
净利润(万元)	482243.30	655558.28	884480.06
净利润增长率(%)	19.20	35.94	34.92
每股收益(元)	0.44	0.42	0.50
每股经营现金流(元)	0.48	0.17	0.17
每股经营现金流增长率(%)	-26.65	-63.77	-0.23
ROE	12.67	12.35	13.09
ROA	5.39	5.41	5.62
销售毛利率(%)	17.92	17.95	18.01
营业费用率(%)	7.93	7.93	8.17
管理费用率(%)	3.36	3.16	3.12
财务费用率(%)	0.20	0.09	0.18
销售净利率(%)	4.50	4.62	4.51
资产负债率(%)	61.97	60.68	61.32
存货周转率(%)	5.21	5.18	4.80

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

20家重点公司苏宁电器以34.93亿元的净利润排名榜首。南京中商、老凤祥、合肥百货、首商股份、成商集团则分别以181.31%、130.92%、103.51%、69.63%、52.18%的归属于母公司净利润增长率名列前茅。老凤祥、潮宏基、友阿股份、友好集团、欧亚集团、新华百货营业收入增速保持30%以上。从净

资产收益率排名来看,合肥百货、老凤祥和成商集团、重庆百货分别以23.35%、23.02%、20.84%和20.04%名列前茅。

表 6: 20 家重点公司 2011 年三季度财务指标 (按净利润增长率排名)

指标名称	净利润(万元)	归属母公司股东净利润(同比增长率)(%)	营业总收入(万元)	营业总收入同比增长率(%)	每股收益	每股经营活动现金流量净额(元)	净资产收益率(%)	销售净利率(%)	销售毛利率(%)	资产负债率(%)	存货周转率(次)
南京中商	4,970.69	181.31	432,281.26	25.90	0.34	0.55	7.55	1.15	20.03	90.55	1.11
老凤祥	56,505.64	130.92	1,700,744.32	51.93	0.99	0.75	23.02	3.32	8.57	66.83	5.02
合肥百货	46,002.09	103.51	653,547.77	26.30	0.74	1.10	23.35	7.04	17.80	54.58	9.31
首商股份	42,612.44	69.63	850,442.29	24.20	0.43	0.78	13.73	5.01	21.08	49.67	23.32
成商集团	13,980.62	52.18	145,507.72	20.33	0.32	0.30	20.84	9.61	23.38	60.78	10.92
潮宏基	12,674.47	48.82	96,814.15	63.77	0.67	-0.74	8.73	13.09	36.25	19.17	0.66
步步高	18,519.49	47.24	628,321.63	26.30	0.69	2.23	8.12	2.95	20.37	63.69	6.08
王府井	48,683.18	39.92	1,218,531.59	22.70	1.08	1.89	12.28	4.00	18.72	54.06	34.70
友阿股份	25,817.06	39.62	343,250.68	38.06	0.73	0.83	14.47	7.58	18.60	55.65	9.84
友好集团	7,756.55	38.63	259,821.36	31.40	0.25	1.86	7.47	2.99	20.51	75.93	1.64
鄂武商 A	36,605.53	29.87	919,431.31	21.50	0.54	1.92	14.86	3.98	20.07	73.46	11.65
文峰股份	28,735.72	24.50	476,461.64	14.21	0.58	0.69	14.29	6.03	17.28	36.45	12.58
欧亚集团	13,768.43	24.29	482,963.66	33.58	0.68	0.70	11.85	2.85	14.62	72.47	11.68
重庆百货	47,938.68	23.50	1,888,581.71	21.32	1.28	1.10	20.04	2.54	13.96	70.38	10.75
新华百货	22,276.78	21.43	382,644.95	33.80	0.97	1.14	17.38	5.82	18.90	51.96	9.05
苏宁电器	349,279.20	21.03	6,762,549.90	24.54	0.49	0.29	17.34	5.16	18.70	59.54	4.57
广州友谊	26,292.34	14.35	308,278.67	25.06	0.73	0.94	16.24	8.53	22.26	45.19	14.18
中百集团	19,086.74	5.29	1,029,028.01	16.79	0.28	0.99	7.45	1.85	19.10	60.99	6.20
小商品城	56,459.47	-15.18	240,886.72	2.99	0.21	0.29	7.57	23.44	50.26	54.79	0.31
银座股份	6,514.95	-39.36	791,915.38	23.82	0.23	3.23	3.10	0.82	17.43	72.56	2.97

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

三、近期行业及公司资讯

(一) 宏观及行业资讯

1、国务院决定明年起在上海试点增值税改革

10月26日温家宝主持召开国务院常务会议,会议指出为进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题,完善税收制度,支持现代服务业发展,会议决定,从2012年1月1日起,在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点,逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。(一)先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点,条件成熟时可选择部分行业在全国范围进行试点。(二)在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上,新增11%和6%两档低税率。(三)试点期间原归属试点地区的营业税收入,改征增值

税后收入仍归属试点地区。试点行业原营业税优惠政策可以延续，并根据增值税特点调整。纳入改革试点的纳税人缴纳的增值税可按规定抵扣。

点评：A股零售企业平均营业税金及附加占比销售收入0.8%左右，其中营业税占比销售收入为0.3%-0.4%左右。极端情况下营业税被取消，即商业企业的净利润率上升0.3%-0.4%左右，由于行业数据显示，A股零售企业平均净利润率在3%左右，营业税的取消带来了当年利润0%-13%的增长水平。因此我们有理由得出零售行业营业税改革和减负对企业利润的影响在0%-13%之间。

2、三部委发文要求做好扩大消费工作

10月25日，刺激消费、扩大内需又一重要举措出台，商务部、财政部和中国人民银行联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》，明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。《意见》指出，“十二五”期间商务领域扩大消费工作以改善民生、满足人民群众物质文化需要为目的，以企业为主体，以市场为导向，以发展现代商贸流通为手段，以促进消费结构升级为重点，以政策法规、标准、规划为保障，逐步建立扩大消费的长效机制。主要措施有：1、每年确定一个月为“消费促进月”，全国范围开展促销活动；2、发展现代商贸流通，银行业金融机构加大对商贸流通企业信贷支持。

点评：我们认为随着促销费政策的陆续推进，零售行业将保持持续景气。9月1号新所得税政策实施后，人均可支配收入不断增加，居民消费能力得到提升。本月又出台促消费政策，在一定程度上是内外力结合扩大内需的一种措施。未来不排除其他促消费政策的出台，居民消费能力及消费意愿将不断增强，零售行业有望保持持续繁荣。

3、商务部：将推动建立网络零售管理条例

商务部新闻发言人沈丹阳10月19日上午透露，针对淘宝商城此次事件，主要原因是目前我国网络管理的法律基础薄弱，当前要推动建立《网络零售管理条例》，由商务部牵头起草，尽早出台。

商务部认为应该加快网络零售法律管理体系建设，当前要推动建立《网络零售管理条例》，由商务部牵头起草，尽早出台，形成第三方交易平台市场准入退出制度，完善市场规则，明确网络零售市场各参与主体的权利、责任、义务关系，进一步明确有关部门管理职责，促进网络零售市场的健康持续发展。

点评：我们认为《网络零售管理条例》的出台势在必行，有利于规范行业秩序，促进行业健康快速发展。我国正经历网络零售爆发式发展阶段，三季度增速仍保持在70%以上，远远高于社会零售总额增速。随着网络零售的快速发展，许多问题逐步暴露出来，如平台收费、诚信、产品质量、支付体系等问题仍需进一步解决。此次《网络零售管理条例》的出台中长期利好网络零售子行业，有利于行业持续快速发展。

(二) 公司资讯

1、拉手网运营数据：2011Q3活跃付费用户330万

北京时间10月29日消息，美国东部时间周五盘后，拉手向美国SEC正式提交F-1文件，申请IPO，并计划在纳斯达克上市，上市代码为“LASO”，拟融资1亿美元。过去12个月拉手营收为1000万美元。巴克莱资本将承担

此次 IPO 承销商。以下为拉手网成立至今的运营情况介绍:



拉手网于 2010 年 3 月正式上线,当时仅拥有 5 万名注册用户及 2 万名月均独立访问用户。在不到 2 年的时间内,拉手网的用户数取得了成百上千倍的增长。截至 2011 年 9 月 30 日的三季度,拉手网的月均独立访问用户数量达到 2970 万,注册用户数量达到 1680 万,活跃付费用户数量为 330 万。其中,有 47.3% 的累计付费用户有过重复消费记录,18.1% 的注册用户是现有用户介绍而来。每个活跃付费用户的毛营收贡献金额从 2010 年 6 月的 38.4 元人民币增长到 2011 年 6 月的 143.4 元人民币。

点评:我国已经进入网购快速发展期,据 Iresearch 统计显示,2005-2010 年我国网购交易规模年复合增长率达 89.8%,2011 年三季度增速也在 70% 以上,远远超过社会零售总额 17% 的年复合增长率,网购占社会零售总额比重在 2010 年已经达到 3.22%,未来将不断提升,2012 年有望达到 6%。我们认为国内网购企业不断赴美国上市一方面体现了我国网购的快速发展,另一方面也反映了网购企业因业务快速发展急需资金,这也给二级市场带来一定的投资机会。

2、苏宁易购开卖图书 上线数量仅次于当当

苏宁易购图书频道上线进入倒计时。苏宁电器副董事长孙为民昨日向南都透露,易购图书频道将于本月底上线,一次性上线图书种类将达到 60 万册,“数量仅次于当当”。孙为民称,目前苏宁易购商品数量大约为 20 多万,图书频道上线后将极大丰富易购品类,但他亦坦言系统压力料将增大。根据规划,苏宁易购冀望年内一举跻身图书销售 B2C 网站三甲。

点评:苏宁易购图书上线后将极大丰富线上产品品类,有利于提升客户体验,增加 PV 量,也有利于提升转换率。从另一方面来看,图书的上线可能会拉低客单价并增加配送压力。

四、近期电话会议

(一) 新华百货电话会议

经营情况简介: 公司本年 1-9 月份实现营业收入 38.26 亿,同比增长 33.80%,其中三季度实现收入 12.78 亿,增长 40.09%,较第一和第二季度的 30.6% 和 29.3% 大幅提高。公司 1-9 月份公司实现归属于上市公司股东净利润 2.02 亿,同比增长 21.43%,其中三季度实现净利润 6601 万,同比增长 36.92%。

百货门店：东方红店1-9月份销售增长25%；新华百货总店1-9月份增长21.5%；老大楼1-9月份整体增长19.2%；购物中心销售增长11-12%；西夏店前三季度实现盈利300多万，2010年1月底该店开出，本年1季度已经实现盈亏平衡，中期时实现100多万，第三季度实现200多万；现代城店1楼还是在试营业，1楼现只有两三个品牌经营，使得全部楼层受到了影响，公司预计该店全年亏损3200万。

超市：前三季度利润增长37%，略低于收入增速，主要因为本年新店开出对利润稍有折损。

投资建议：考虑到老大楼店明年装修调整和四季度有投资收益确认，我们调整公司2011-2013年每股收益至1.35元、1.70元和2.2元。公司现为宁夏回族自治区商业零售巨头，我国中西部开发战略和当地人民消费能力的迅速成长都为公司估值提供了良好的安全边际。公司经历了2010-2011年主业利润的平稳增长，2012年即将进入另一个高速增长阶段。随着物美回归预期的增强，我们看好公司中长期发展。考虑到2012年新店将迎来快速增长等因素，给予2012年25倍市盈率，对应12个月目标价44元。

（二） 步步高电话会议

经营情况简介：公司1-9月份实现营业收入62.83亿，同比增长26.30%，实现归属于上市公司股东净利润1.85亿，同比增长47.24%，基本每股收益0.685元。从业绩情况来看，较前两年明显改善，1-9月份新开门店数为12家(物理门店)，按物理分类超市10家、百货1家、电器1家；按业态来分的话一共新开16家，超市10家、百货1家、电器5家。预计今年4季度在开6-8家店（大卖场3家，家电3家单体店，百货1家），尽力完成年初20家门店（物理门店）开出的承诺。

公司超市和百货业务同店增长情况：百货业态前三季度同店增长35%左右；超市1-2季度的同店增长在12%-14%，三季度略有下降至10%-11%。

长沙河西店开业以来经营情况：今年9月28日长沙河西店开业，开业当天超市做到了300多万的销售、百货做到400多万销售，同时该店百货销售创公司百货门店开业首日销售记录。开业之后连同国庆期间，百货做了2000多万销售，现在周末大概百货销售为60多万，超市也有50多万。长沙河西店超市明年肯定赢利，百货部分明年亏损会在几百万，后年会有很大增长。以后岳阳等地都按这个标杆来做。一般这种百货店培育时间为3年。

投资建议：2011年以来公司业务架构调整已经基本度过磨合期，各业态同店销售保持稳定快速增长，我们预计百货业务全年规模销售增长30%以上，超市全年增长在20%-25%左右，营业收入合计增长25%。维持2011-2013年盈利预测0.84、1.15和1.61元的盈利预测和买入评级，目标价29元。

（三） 文峰股份电话会议

三季度经营简介：1-9月营业收入47.64，14.22%，1-9月份净利润2.87，24.78%，1-9月份毛利率17.28%，16.68%，去年是费用率8.66%，去年8.18%，三季度各个门店经营都比较正常。

偶然因素说明：在这特地说明几个偶然因素导致三季报数据有些差异，这次说明一下：**1、上海三季度收购文峰千家惠，合并追溯到上半年和去年；文峰千家惠：**去年在大股东手上，当时面积比较大，为了填满就租给餐饮企业，今年接受之前做了调整，餐饮停了，租给电影院，装修期间没有收入，

去年同期有几百万的收入，同季度对比差一点。**2、**南通主力店，隔壁去年八百伴去年同期停业装修，有一部分分流到南大街店，去年同期增幅比较大，额外增加 2000 多万，因此南大街点三季度对比增幅有点下降，从上半年 20% 下降到 8%，剔除这个因素，增幅在 19% 左右；**3、**去年 11 月底如皋新的购物中心开业，折旧开始计提，今年三季度折旧和管理费用增加，三季度淡季，收入少一点，费用率就上来一点。

各业态及门店经营情况：百货这一块 19% 左右，超市在 10% 多一点，电器持平略有下降，大概 1% 左右，三季度整个行业都差不多，新房销售低靡影响到销售，但市场份额没变，绝对额有点下降。今年新店筹备情况：海安店 11 月底开业，装修量比较大，因为天气原因可能推迟到元旦开业，今年年底之前在盐城还有独立大卖场，预计 11-12 月份开业。增幅比较高的门店：靖江店三季度增幅 60% 左右，如皋店 50% 以上，通州店、启东店、海门、海安在 10% 几。

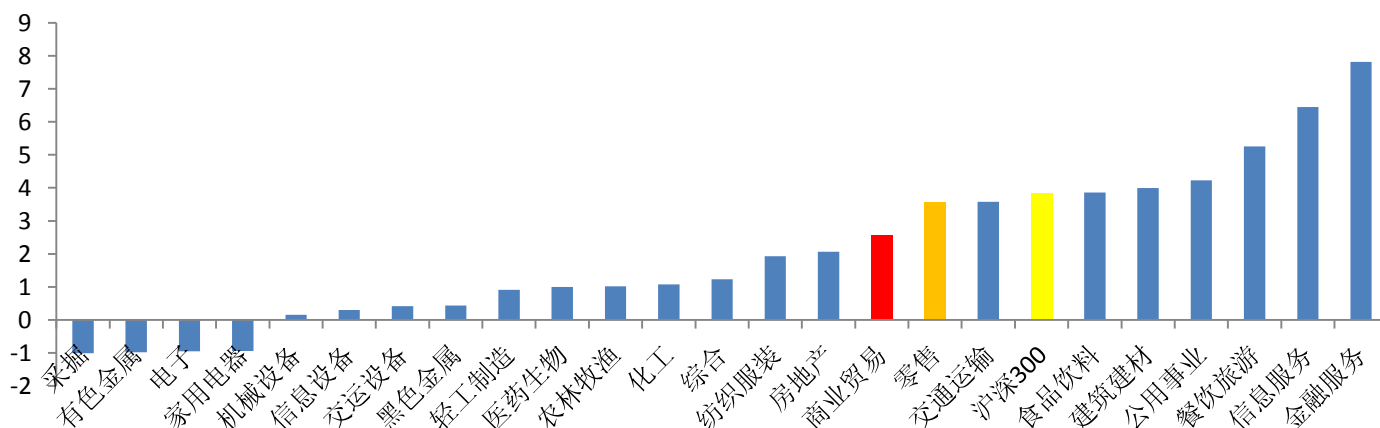
投资建议：我们认为公司未来业绩增长点在于外延式扩张的快速推进以及现有门店的内部调整。未来扩张空间广阔，江苏省辖 13 个地级市，52 个市辖区、27 个县级市、25 个县，其中 26 个为全国百强县，仍有近 30 个市县可进入。而且公司有较高的自有物业不仅可以有效抵御租金上涨，而且还可为股价提供较强的安全边际。目前公司自有物业比例已经达 70%，重估值为 23.96 元为股价构筑较强的安全边际。预计 2011-2013 年 EPS 分别为：0.89, 1.32, 1.58，其中零售对应 EPS 分别为：0.87, 1.13, 1.47，目标价：28 元，维持“买入”评级。

五、投资建议

(一) 行情回顾及行业估值

从申万一级指数来看，商业贸易板块 10 月表现一般，涨跌幅排名第 8，单月涨幅为 2.56%，从二级行业来看，零售 10 月上涨 3.56%，沪深 300 为 3.82%，略微跑输沪深 300 0.26%。

图 2：7 月零售板块涨跌幅横向比较

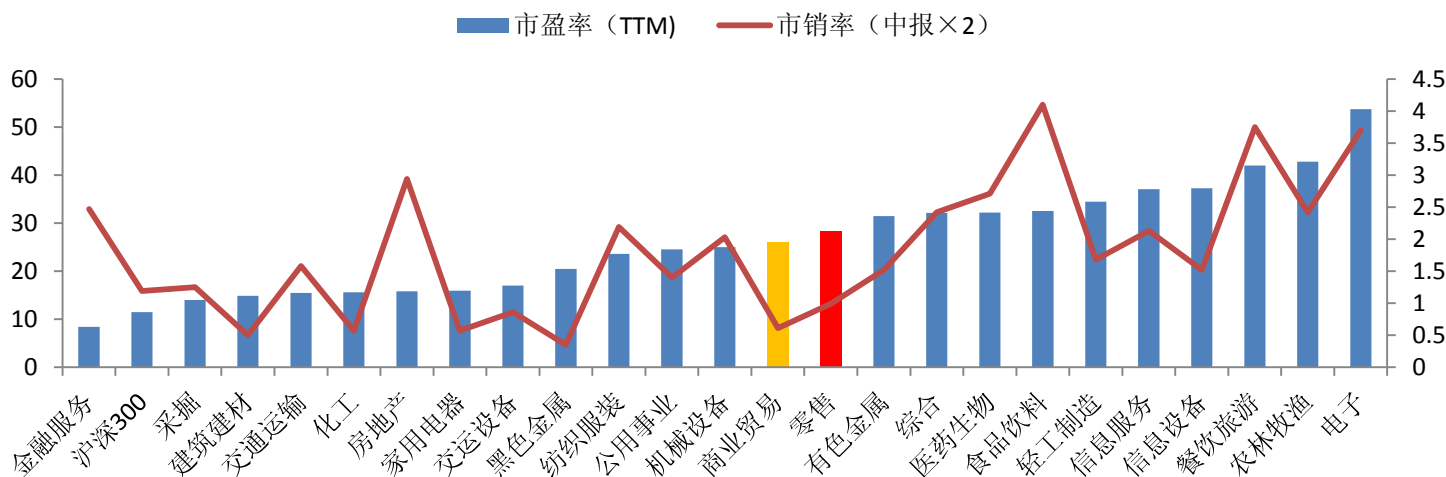


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从横向比较来看，目前中零售板块 25.92PE 估值水平在各行业中处于中等水平，但从消费行业的估值来看，零售行业基本上处于最低水平，远低于

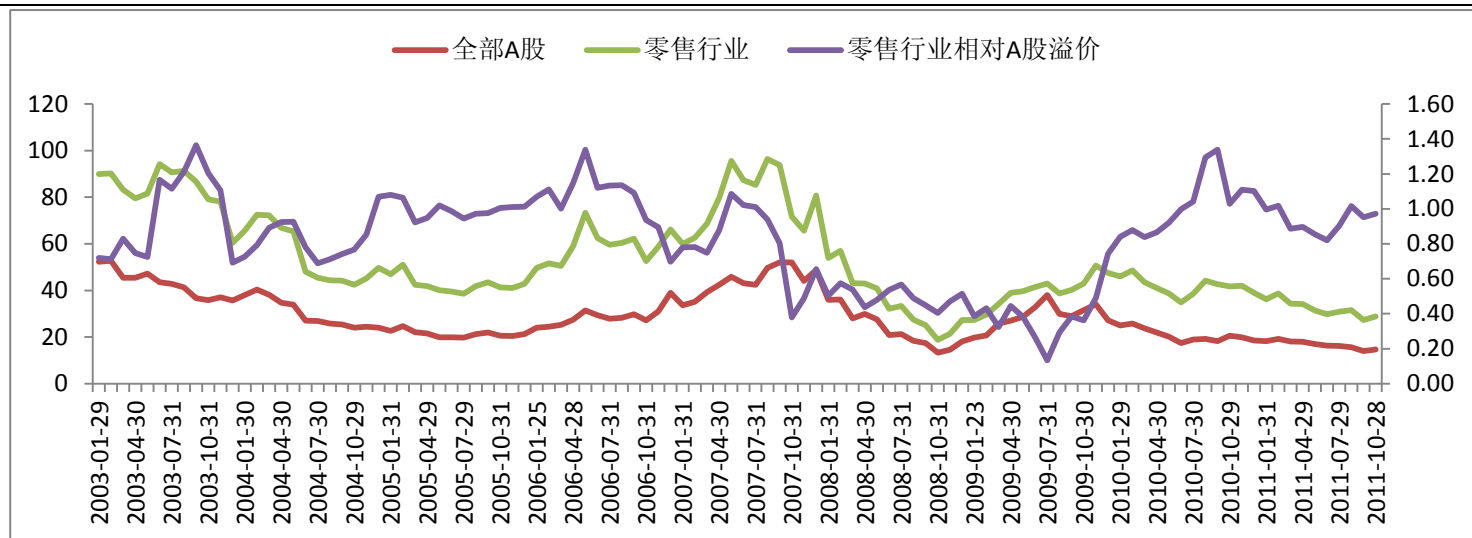
餐饮旅游的42.04PE，也低于食品饮料的32.54PE和医药的32.21PE，估值具有很强吸引力。从市销率来看，目前零售板块PS为0.61，在各行业从低到高排名中处于第五，只高于建筑建材、黑色金属、化工和家用电器，明显低于其他消费类行业。

图 3：7 月零售板块估值横向比较



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4：零售板块估值（TTM）历史走势图



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从估值水平来看，10月份零售板块估值相对平稳，远远低于历史平均估值水平。从相对溢价率水平来看，目前溢价率为97.13%，略高于历史平均溢价率水平的87.76%。分业态来看，百货行业7月29日的溢价率99.39%，远低于历史平均水平129.29%，而专业连锁和商业物业的溢价率仍高于历史平均水平。

表 7: 10 月行业估值和溢价水平

项目	10.28	10.21	10.14	10.7	历史平均
零售行业	28.88	26.89	28.41	—	54.30
全部 A 股	14.65	13.95	14.73	—	28.92
溢价率	97.13%	92.76%	92.87%	—	87.76%
百货	29.21	27.19	28.95	—	65.89
全部 A 股	14.65	13.95	14.73	—	28.92
溢价率	99.39%	94.91%	96.54%	—	129.29%
专业连锁	26.61	24.68	25.81	—	39.10
全部 A 股	14.65	13.95	14.73	—	28.92
溢价率	81.64%	76.92%	75.22%	—	35.20%
商业物业经营	36.28	34.27	36.39	—	62.01
全部 A 股	14.65	13.95	14.73	—	28.92
溢价率	147.65%	145.66%	147.05%	—	114.42%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 投资组合

进入 8 月中旬以后股价出现一定幅度的调整, 没有如我们预期提前进入估值切换行情, 主要反应投资者对宏观层面及行业增速的担心, 目前估值水平已经包含了投资者对行业的悲观情绪。我们认为四季度的估值切换行情仍然值得期待。行业的中长期机遇在于集中度的提升和消费者对中高端商品需求将持续旺盛, 从三季度数据来看, 淡季不淡也将强化投资者对行业增长的信心。我们仍然最看好百货行业, 建议重点关注:

1. 一二线城市中主要门店偏中高端定位的公司, 主要包括王府井、友阿股份、首商股份、广州友谊;
2. 同时看好以珠宝销售为主的潮宏基、老凤祥;
3. 区域角度来看, 我们认为重点推荐明年将重新进入高增长且估值优势显著的新华百货, 重庆百货、文峰股份、友好集团、合肥百货进入投资区域, 成商集团主要关注公司春熙路太平洋店的官司进展, 如果取得突破, 将迎来较大投资机会;
4. 拐点型公司, 我们重点推荐南京中商、步步高。

附表 1: 重点跟踪公司盈利预测与投资评级

公司名称		EPS			PE			投资评级
全国性连锁百货		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	买入
600859	王府井	0.95	1.50	2.00	42.49	26.91	20.19	买入
600694	大商股份	0.41	1.50	2.10	100.07	27.35	19.54	持有
综合超市								
000759	中百集团	0.37	0.42	0.49	24.05	21.19	18.16	买入
002251	步步高	0.63	0.84	1.15	39.79	29.85	21.80	买入
002336	人人乐	0.61	0.68	0.79	28.10	25.21	21.70	持有
区域零售								
000987	广州友谊	0.91	1.10	1.35	21.74	17.20	14.13	买入

002277	友阿股份	0.62	0.86	1.10	35.50	25.59	18.04	买入
600723	首商股份	0.37	0.56	0.72	33.65	22.23	16.60	买入
600785	新华百货	1.04	1.30	1.75	23.51	18.81	13.97	买入
600828	成商集团	0.38	0.48	0.60	28.18	21.42	16.48	买入
600858	银座股份	0.39	0.68	0.97	46.79	26.84	18.81	买入
600280	南京中商	0.33	1.20	2.07	81.39	22.38	12.98	买入
600778	友好集团	0.34	0.38	1.30	39.68	35.50	10.38	买入
600729	重庆百货	1.41	1.76	2.30	30.29	23.86	18.57	买入
000501	鄂武商 A	0.58	0.76	0.98	30.86	23.55	18.27	买入
000417	合肥百货	0.60	1.05	0.99	32.70	18.69	19.82	买入
601010	文峰股份	0.92	0.89	1.32	20.97	21.67	14.61	买入
专业连锁								
002024	苏宁电器	0.57	0.66	0.83	19.74	16.07	12.64	买入
600415	小商品城	0.30	0.41	0.46	32.10	23.49	20.93	买入
002345	潮宏基	0.58	0.87	1.20	51.81	35.35	26.13	买入
600612	老凤祥	0.93	1.08	1.50	35.47	30.55	21.99	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

经济下行，劳动力和物业成本持续上涨风险。

广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

誉猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

国庆消费不减、金银珠宝依旧唱主角：2011 国庆消费数据点评及上市公司销售跟踪	刘旭	2011-10-10
差异化用户体验成为未来网络零售商竞争焦点：——基于网易科技用户体验报告的延伸性探讨	刘旭	2011-09-23
广发零售行业估值周报 20111021:	刘旭	

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。