

2011-11-06

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

商贸零售

行业秋凉，公司分化

增持/维持评级

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

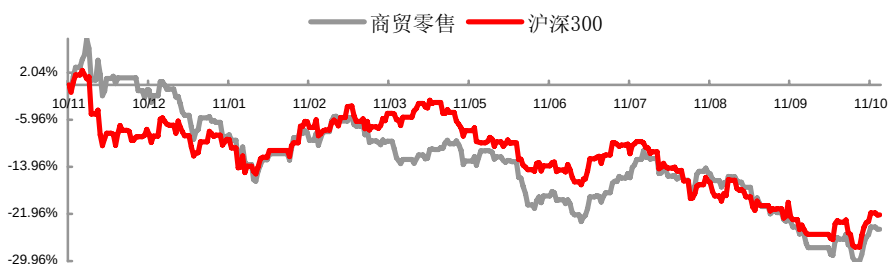
洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.htlhsc.com.cn

- 从今年三季度的经营数据来看，零售公司的日子过的并不轻松。一方面是经济低迷、CPI 高企下的消费增速趋势性下滑导致行业同店增速较 1、2 季度明显下降，而另一方面是人工费用大幅上涨（受最低工资上调影响）。由于工资刚性，我们判断四季度人工费率仍将维持高位，抑制行业盈利释放，而明年预计工资增幅将回归正常（10%左右），盈利情况将有所回升。
- 今年以来各省市大幅上调最低工资，平均 25%左右。而零售企业作为劳动密集型单位（人多，人均工资低），加薪幅度也较以往大幅提升。我们测算典型成熟老店在 10%的同店增速下，其净利润增速可能仅仅与收入增速持平。分业态看，受影响程度从大到小依次为超市>家电连锁>百货。因此，我们判断在今年人工成本大幅上升的情况下，长时间维持较低的同店增速，对于存量门店占比高的公司，将是非常困难的局面。
- 百货行业三季度等权平均收入增速约 21.6%（去年同期 22.1%），环比上升 0.75 个百分点；中西部地区 23.3%，快于东部约 3 个百分点；三季度整体毛利率 20%（去年同期为 20.5%），费用率仍处于下降通道，同比下降 1.3 个百分点至 14.4%。
- 相比百货，超市及家电连锁更追求规模效应和扩张速度，我们预计其新增与存量工资调整两个因素合计，可能促使三季度部分公司人工费用同比增长超过 50%。仅这一项就吞噬超市大部分毛利增量（超市平均人工费率 6%）；而苏宁三季度更让人大跌眼镜，单季 28%的收入增速下，却是 4%的经营性利润下降。我们在三季报点评《大白马的困惑》中做了详细而深入的思考，其低于预期的主要原因是极低同店增速（单季 4%）、极高的人工费增长（60%）及遭遇规模扩张瓶颈的易购业务。
- 维持我们在深度报告《行业分化、强者恒强》中的观点，面对竞争加剧和成本上升，未来能够胜出的企业，其战略领先、经营能力以及资本运作质量的重要性将大大增加。重点推荐“王大重苏”四大天王，三四线区域龙头如文峰股份、步步高、鄂武商、南京中商等。
- 风险提示：行业竞争加剧；CPI 高企；人力、租金成本上升压力。

最近 52 周行业表现



图表目录

图 1:	零售各业态季度收入变化（等权平均）	3
图 2:	零售各业态季度扣非后净利润变化（等权平均）	3
图 3:	零售各业态季度毛利率变化（等权平均）	3
图 4:	零售各业态季度费用率变化（等权平均）	3
图 5:	零售各业态季度销售费率变化（等权平均）	4
图 6:	零售各业态季度管理费率变化（等权平均）	4
图 7:	人工费用上涨对净利润增速的影响测算	4
图 8:	2011 上半年各业态人工费用率（等权平均）	4
图 9:	重点百货季度收入变化	5
图 10:	重点百货季度收入变化（等权平均）	5
图 11:	重点百货分区域季度收入变化（等权平均）	6
图 12:	重点百货分体量季度收入变化（等权平均）	6
图 13:	重点百货季度毛利率（等权平均）	6
图 14:	重点百货分体量毛利率（等权平均）	6
图 15:	重点百货季度销售+管理费率变化（等权平均）	7
图 16:	重点百货季度期间费用率变化（等权平均）	7
图 17:	百货分体量季度销售+管理费率（等权平均）	7
图 18:	百货分体量季度财务费用率（等权平均）	7
图 19:	超市行业季度收入变化（等权平均）	8
图 20:	超市行业季度净利率变化（等权平均）	8
图 1:	公司季度毛利率变化	9
图 2:	公司季度销售+管理费用率	9
图 3:	季度累计可比店面收入增速&净利润增速	9
图 4:	季度支付给职工或为职工支付的现金（百万元）	9
图 5:	3Q2011B2C 主要企业环比增速	10
图 6:	2011 三季度 B2C 市场份额	10
表格 1:	2011 年各省市调整工资水平力度明显加大	5

不轻松的三季度

同店增速下滑
人员费用上升



盈利能力抑制

我们以 40 家主流零售公司（其中 32 家百货公司）为样本，分析其 2011 年三季报的经营情况。总体来看，各业态收入增速同比保持平稳态势，百货同比下降 0.47 个百分点至 21.64%，超市同比下降 1.14 个百分点至 21.09%，家电连锁（以苏宁为代表）同比上升 0.07 个百分点至 28.21%，而从我们了解的情况来看，受累于持续高企的 CPI 对消费需求的抑制，许多公司三季度收入增速（主要是同店增长）较 1、2 季度均有不同幅度的下滑。

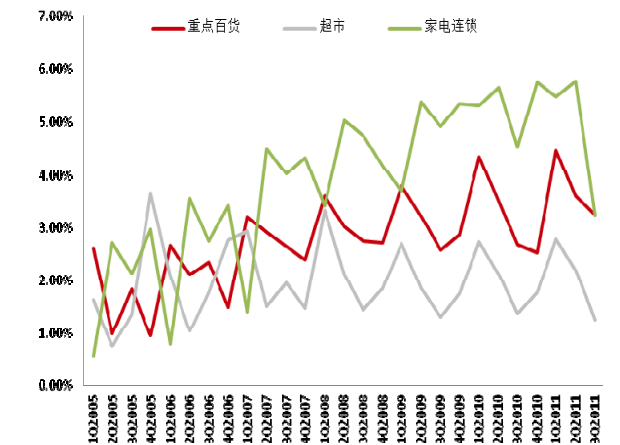
而从净利率来看，各业态分化严重。除百货同比微升 0.57 个百分点至 3.25% 外，超市及家电连锁在毛利率同比提升超过 1 个百分点的情况下，净利率仍同比下滑。其主要原因是三季度费用率的急剧攀升（特别是销售费用率），我们判断今年以来在各省市上调最低工资标准的背景下，人工费用的大幅上涨是抑制行业盈利能力提升的最重要因素，而这一因素在明年将回归正常水平。

图 1：零售各业态季度收入变化（等权平均）



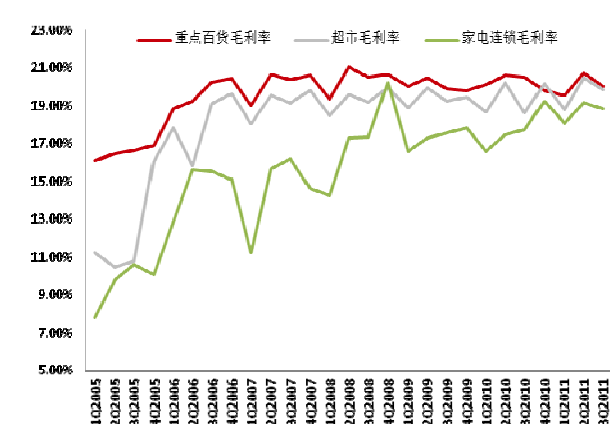
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 2：零售各业态季度扣非后净利润变化（等权平均）



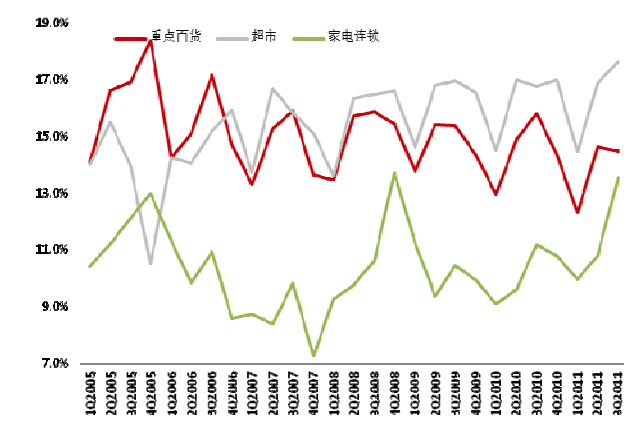
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 3：零售各业态季度毛利率变化（等权平均）



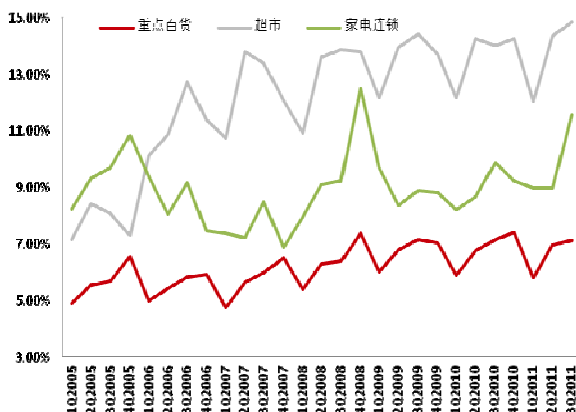
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4：零售各业态季度费用率变化（等权平均）



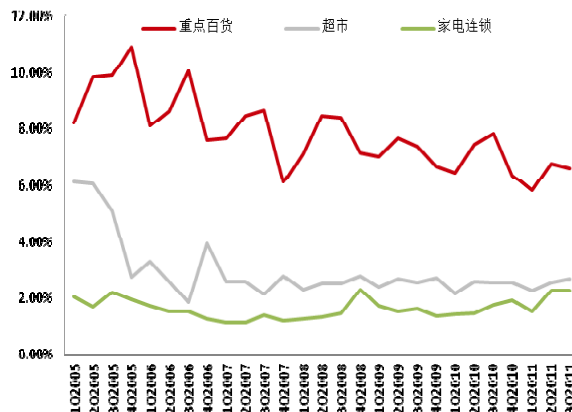
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 5： 零售各业态季度销售费率变化（等权平均）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 6： 零售各业态季度管理费率变化（等权平均）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

各省市上调最低工资水平（平均 25%），且基本都从今年开始执行

今年：低同店，高工资上涨，面临困难局面

明年：同店回升，工资增速回归正常，行业盈利能力较今年回升

我们观察到，今年以来各省市上调最低工资水平幅度极大，平均 25% 左右（从 15%-35% 幅度不等），且都从今年起执行。而零售企业作为劳动密集型单位，人员多，人均工资低，因而今年加薪幅度也较往年更大。

我们测算一个典型的零售公司（假设成熟店整体收入 X，毛利率 20%，人工费用率 5%，净利率 5%），在存量职工人均工资上涨 25% 的情况下，若同店增速达到 10%，则人工费一项的增加就吞噬超过一半的毛利增量（净利润的同比增速仅 11.25%），而考虑如租金、折旧、广告等因素，老店净利润增速可能仅仅与收入增速持平。因此，我们判断在今年人工成本大幅上升的情况下，长时间维持较低的同店增速，对于存量门店占比高的公司，将是非常困难的局面。

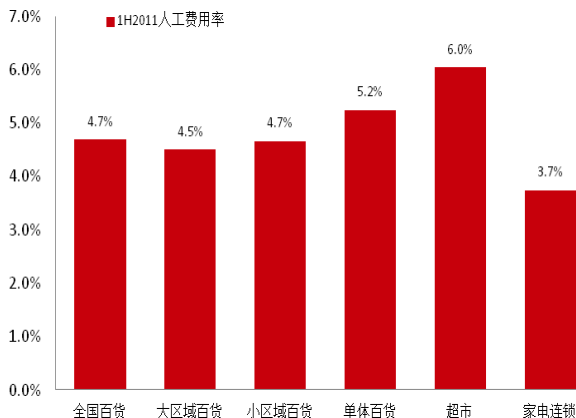
而分业态来看，1H2011 超市平均人工费用率约 6%，百货约 4.5%，家电连锁约 3.7%，因此在同样幅度的人均工资调整下，人工费用的影响从大到小依次为超市>百货>家电连锁，而考虑新开门店的人员增加，排序可能依次为超市>家电连锁>百货。由于工资刚性，我们判断四季度费用率仍将维持高位，而明年随着工资上调回归正常增速（10% 左右），行业整体盈利能力较今年将有所回升。

图 7： 人工费用上涨下，老店净利润增速的敏感性测算

		同店增速		
		5%	10%	15%
人工	4%	0%	15%	30%
	5%	-3.75%	11.25%	26.25%
费用				
	6%	-7.5%	7.5%	22.5%
占比				

我们以一个典型的零售公司为例，测算人工成本上升对

图 8： 2011 上半年各业态人工费用率（等权平均）



其老店业绩吞噬的影响程度。假设老店整体收入 X，毛

利率为 20%，净利率 5%，在册员工人均工资同比增长

25%，计算老店净利润的同比增速（仅考虑人工费用一

个项目的增长）

资料来源：华泰联合证券研究所

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 1：2011 年各省市调整工资水平力度明显加大

地区	省份	全日制最低工资平均涨幅	调整生效日
一线城市	北京	20.80%	2011.1.1
	上海	14.30%	2011.4.1
	深圳	20%	2011.4.1
东部城市	天津	26.10%	2011.4.1
	浙江	18.50%	2011.4.1
	江苏	18.60%	2011.2.1
	山东	26%	2011.3.1
	河北	24.20%	2011.7.1
	辽宁	20.70%	2011.7.1
珠三角城市	福建	21.90%	2011.3.1
	广东（除深圳）	20.70%	2011.3.1
中西部城市	重庆	32.80%	2011.1.1
	安徽	29%	2011.7.1
	河南	36%	2011.10.19
	湖南	18%	2011.10.13

资料来源：各省市府网站，华泰联合证券研究所

今年以来，各省市上调最低工资水平力度加大，从 15%-35%不等，且基本都从今年开始执行

百货：分化仍在继续

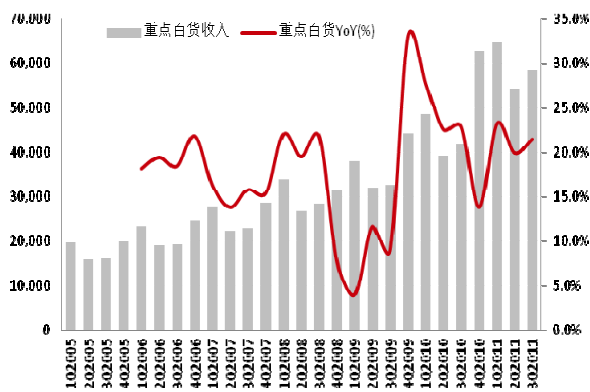
我们以 32 家主流百货公司为样本。今年三季度百货等权平均收入增速约 21.6%，较去年同期下降约 0.5 个百分点，而环比上升 0.75 个百分点，主要由于 CPI 高企对消费意愿的抑制、购物卡等政策限制所致。

分区域看，中西部地区三季度等权收入增速 23.3%，快于东部及其他地区约 3 个百分点；分体量来看，不同规模的百货公司仍呈现出分化态势，总体表现为规模越大、增速越快。突破外延瓶颈的全国百货等权平均的收入增速同比提升近 2 个百分点至 22.9%；区域百货同比下降 3 个百分点，而单体百货同比提升 8 个百分点，主要由于去年原因是去年同期增速较低（2010 年三季度，单体百货收入同比增速仅 9.3%）。

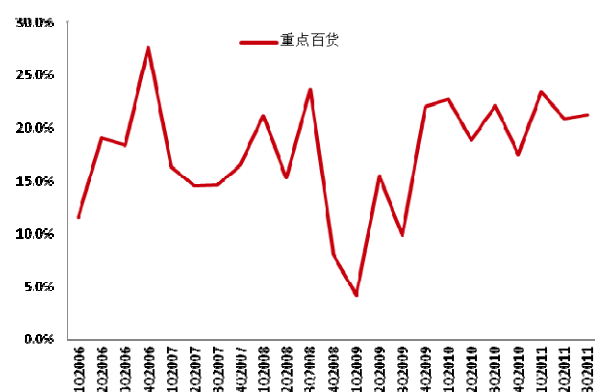
全国百货收入增速
22.9%（等权），同比
提升 2 个百分点

图 9：重点百货季度收入变化

图 10：重点百货季度收入变化（等权平均）

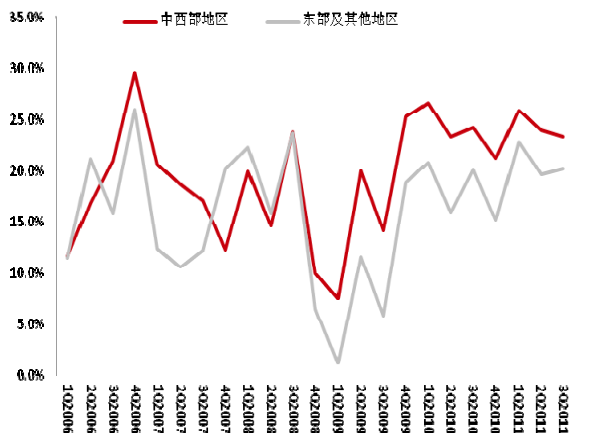


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



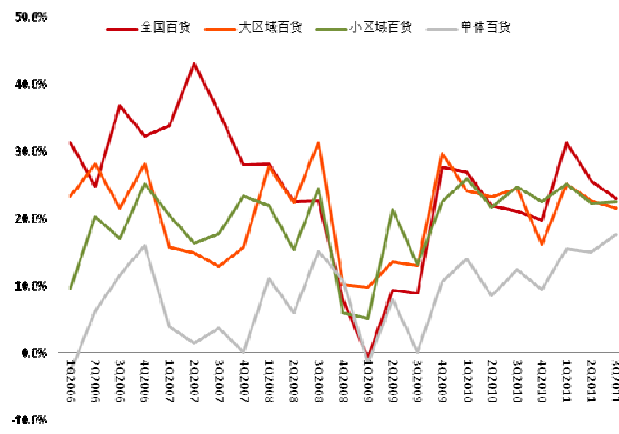
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 11: 重点百货分区域季度收入变化（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 12: 重点百货分体量季度收入变化（等权平均）

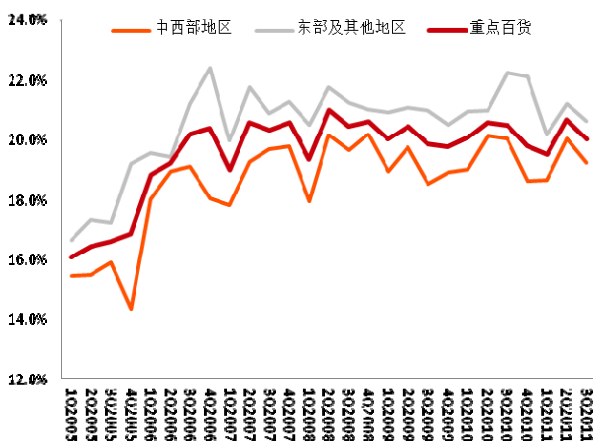


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

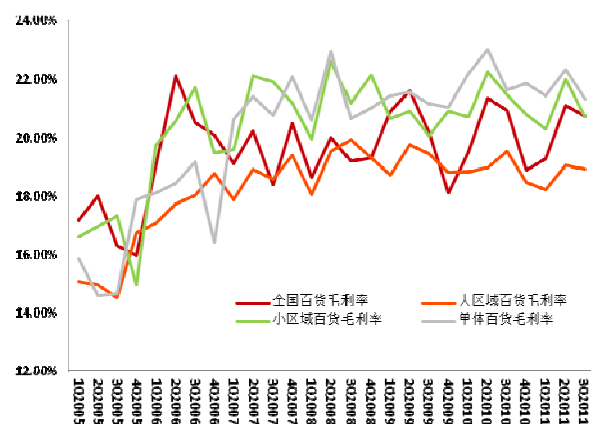
三季度百货行业毛利率同比下滑近 0.5 个百分点，不同区域及不同体量的百货公司都延续了前两个季度毛利率同比下降的趋势，我们判断主要是受黄金销售大增及行业竞争加剧所致。分区域看，中西部地区同比下降 0.8 个百分点至 19.2%，东部及其他地区同比下降 1.6 个百分点至 20.7%；分体量来看，全国百货毛利率同比下降 0.21 个百分点至 20.73%，下降幅度最小，且毛利率水平超越小区域龙头，仅次单体百货）。

图 13: 重点百货季度毛利率（等权平均）

图 14: 重点百货分体量毛利率（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



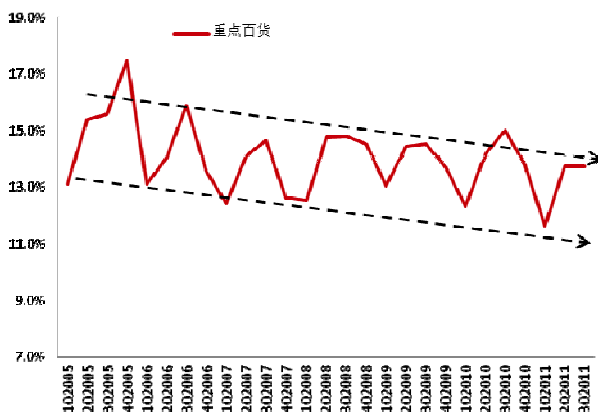
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

百货扩张谨慎, 新增员工占比少, 人工费用增长主要来源于工资上涨

整体租金上涨有限, 但近几年来重资产扩张下, 折旧摊销上升, 整体物业成本上升明显

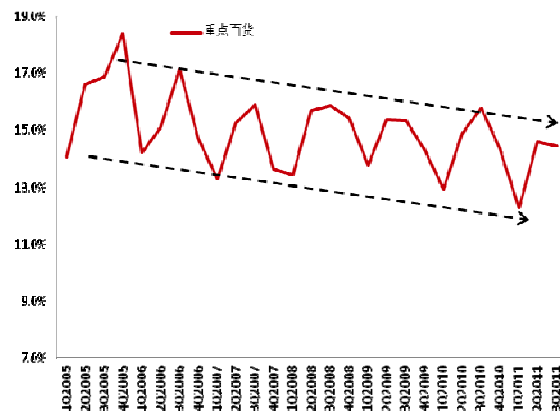
百货行业整体费用率仍处于下降通道。三季度等权销售+管理费用率 13.7%, 期间费用率 14.4%, 同比均下降 1.3 个百分点。尽管人工、物业成本（包括租金、折旧摊销等）、广告等费用快速上升, 但得益于不低的同店增速（10%-15%）, 费用压力得以缓解。我们观察到不同体量的百货公司费用率同比均有不同幅度的下降（单体百货下降 3 个百分点, 主要由于去年同期高基数所致）。

图 15: 重点百货季度销售+管理费变化（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

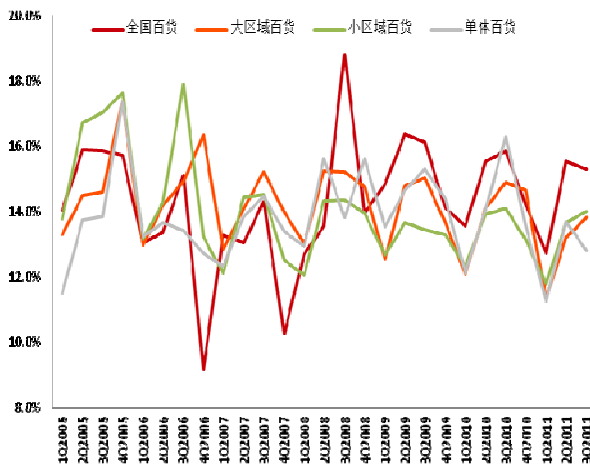
图 16: 重点百货季度期间费用率变化（等权平均）



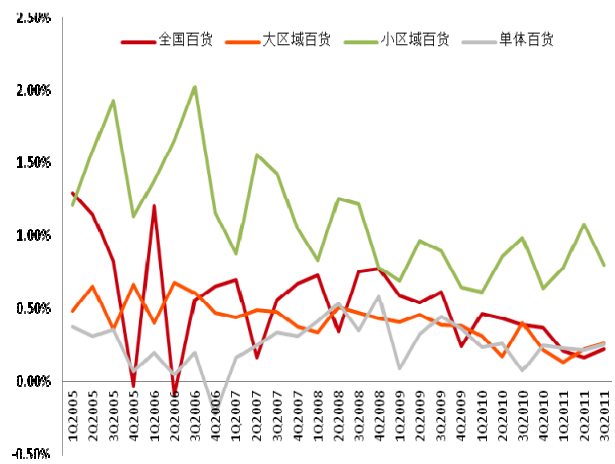
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 17: 百货分体量季度销售+管理费（等权平均）

图 18: 百货分体量季度财务费用率（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

超市&家电连锁：业绩受人工费用上涨影响巨大

- 1、超市及家电连锁扩张快，新增的员工多；
- 2、在册员工人均工资上涨 25% 左右

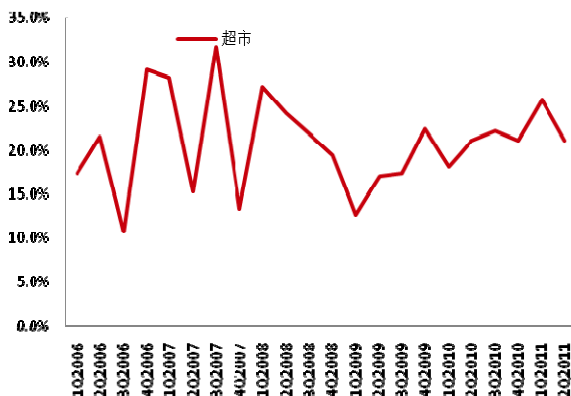


部分公司人工费用上涨可能超过 50%

相比百货，超市及家电连锁更追求规模效应，因此往往保持较快的扩张速度（如永辉 09 年底 122 家门店，10 年新开 40 家，今年已开 25 家；苏宁 09 年底 941 家门店，10 年新开 396 家，今年已开 244 家），而新增门店占比高，导致新增职工的薪酬影响大；而另一方面，由于受各省市最低工资调整影响，存量职工人均工资也有 25% 左右的提升。我们推算两者合计，可能促使三季度行业人工费用同比增长超过 50%（从现金流量表的支付职工现金一项来看，三季度永辉同比增长 62%，苏宁 60%）。

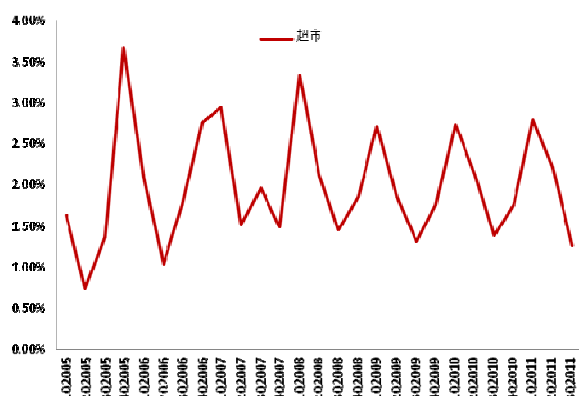
超市行业三季度收入增速 21.1%，同比下降 1.14 个百分点，在毛利率提升 1.24 个百分点至 19.9% 的情况下，净利率水平仍下降 0.12 个百分点至 1.26%。超市行业平均人工费率为 6%，以 50% 的人工费用增长幅度来测算，仅这一项就吞噬了大部分的毛利增量（毛利增量为 $21.1\% \times 19.9\% = 4.2\%$ ，人工费用增长为 $6\% \times 50\% = 3\%$ ）。

图 19：超市行业季度收入变化（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 20：超市行业季度净利率变化（等权平均）



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

家电连锁行业（以苏宁为代表）的三季度经营情况更是让人大跌眼镜。在三季度单季收入同比增长 28%（剔除易购和 LAOX 影响为 21%）下，何以出现经营性净利

参考苏宁三季报点评

《大白马的困惑》

8

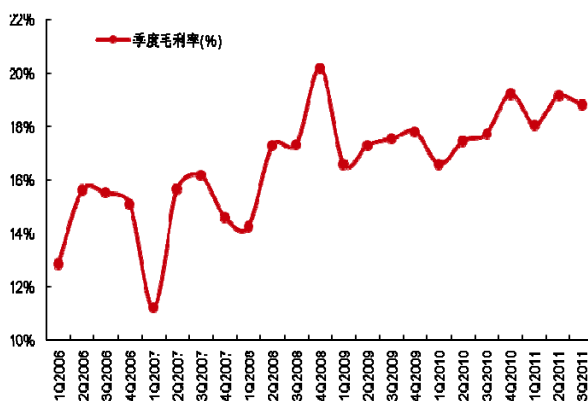
行业研究 2011-11-07

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

润同比下降 4%的窘境？我们在苏宁三季度报点评《大白马的困惑》中做了详细而深度的分析，而这也从一定程度上体现了家电连锁行业目前所面临的困境。

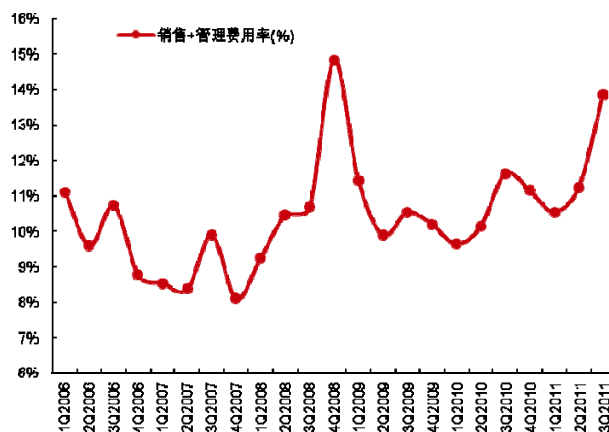
苏宁单季毛利率同比上升 1.07 个百分点至 18.81%，而费用率同比上升 2.39 个百分点至 13.54%（这是自上市以来，第二次出现单季度费用率超过 13.5%）。从财务数据上来看，费用率的快速攀升，是利润低于预期的主要原因。而我们判断其主要的**原因是极低的可比门店收入增速和极高的人员费用增长所致**，此外近 100 家租赁到期的门店合约重签、易购持续大量投入也是其业绩下滑的出血点。

图 1： 公司季度毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 公司季度销售+管理费用率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

根据现金流量表支付职工现金一项，苏宁三季度同比增长 60%，主要来源于四方面的增量：1）7 月份整体调薪，与年初的调薪合计，促使存量员工的人均工资增长 30%；2）今年新开门店近 250 家，新增大量人员；3）5000 余名校园应届毕业生于 7 月入职，并按照调整后的水平发放工资；4）苏宁易购引进大量 IT 研发人员及业内经验人士，并给予其不亚于互联网行业的薪资水平。

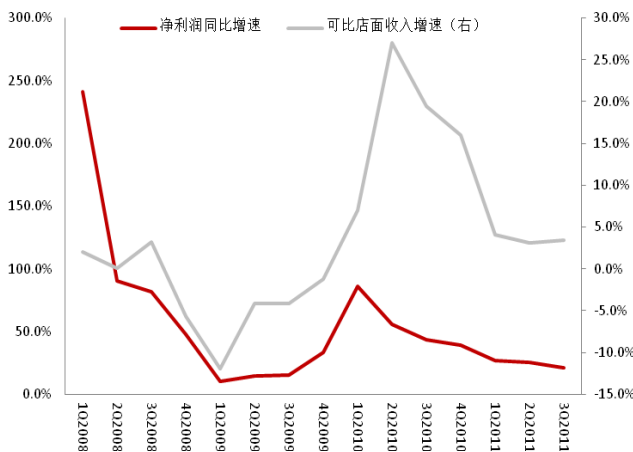
老店单季同店增速 4%，
在册人均工资上涨 30%

我们推算老店单季毛利
增量基本被自身费用增
量吞噬

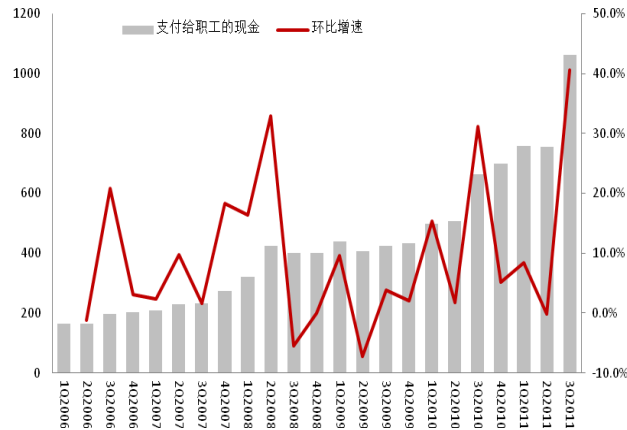
与人员费用极高的增长，形成鲜明反差的是持续低迷的同店收入增速。我们以可比老店为例（老店整体收入占比超过 60%，净利润贡献占比更高）：1-9 月份老店同店增速为 3.43%（单季预计在 4% 左右），我们假设老店整体收入为 X，毛利率为 20%，那么老店的毛利增量贡献为 $4\% \times 20\% \times X = 0.8\%X$ ；而人工费占比约 3%，按 30% 的存量工资增速测算，则费用增加 $0.9\%X$ 。因此，我们判断老店的毛利增长基本被自身的费用增长吞噬，而考虑其他费用（如租金、折旧摊销、广告的增长），三季度老店净利润可能是下降的，这对于存量门店占比巨大的苏宁来说，是极其危险的信号。

图 3： 季度累计可比店面收入增速&净利润增速

图 4： 季度支付给职工或为职工支付的现金（百万元）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所



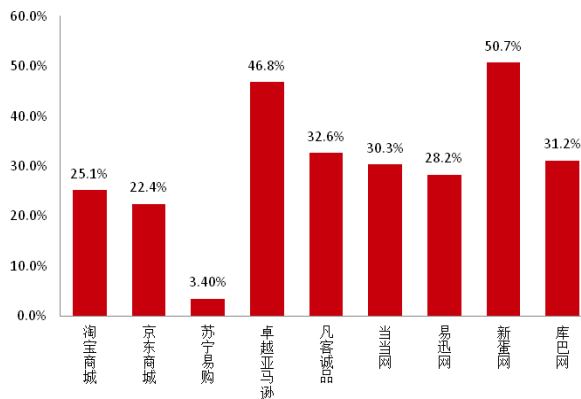
资料来源：艾瑞咨询，华泰联合证券研究所

大家电网购瓶颈：
客单价高、短期易提升
销售额；

但重复购买率低，促销
边际效用递减

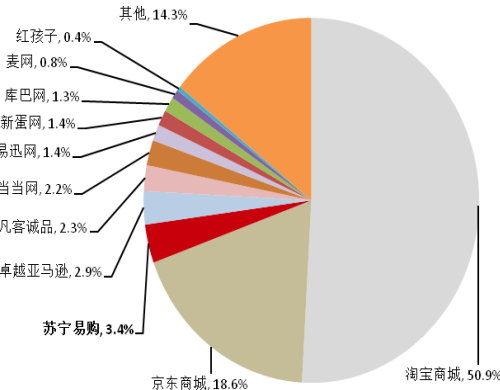
行业另一方面的压力来自于网购新业态的冲击，而两大巨头苏宁、国美也不甘示弱，纷纷触电。尽管苏宁易购截至9月份已实现含税收入40.8亿元，但三季度环比3.4%的增速远低于业内其他竞争对手，难以令人满意。而三季度促销活动不断（818易购一周年庆、每周二半价券等），再加上电商团队的急剧扩大、广告投放价格的上涨等因素影响，我们预计易购三季度可能经营亏损。高投入下的低产出，可能正折射出大家电网购所遭遇的瓶颈（尽管客单价高、物流售后优势明显，短期易提升销售额，但重复购买率低、客户维系成本高、促销边际效用递减）。

图 5： 3Q2011B2C 主要企业环比增速



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6： 2011 三季度 B2C 市场份额



资料来源：艾瑞咨询，华泰联合证券研究所

传统家电连锁进军电子商务，仍然处于快速做大规模的扩张阶段（可以容忍一定幅度的利润牺牲），但随着市场影响力及消费者认知度的逐步增强，品类结构的调整亟需得到更多的重视。加强高毛利、高重复购买率、高客户粘性的百货、OA、图书等品类的拓展，将有助于销售规模有质量的快速增长。

风险提示

- 1、行业竞争加剧;
- 2、CPI 高企，居民消费意愿下降导致同店增速下滑;
- 3、人工、租金成本上升幅度超预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。