

零售行业 2011 年年报及 2012 年一季报总结

——增速下降大势所趋，内陆地区更抗风险

报告摘要:

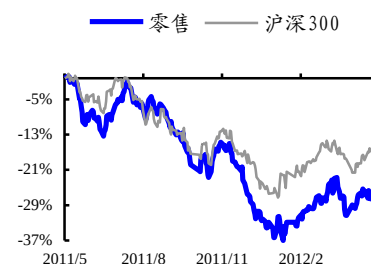
2011 年增速较快，四季度起下降明显: 2011 年，零售行业实现营业收入 2359.13 亿元，同比增长 23.30%，比 2010 年增速略高 0.29 个百分点，实现归属上市公司股东净利润 76.48 亿元，同比增长 34.45%，实现了高基数下的高速增长。收入增长一方面受益于通货膨胀，一方面源于政策刺激下的结构性增长；利润大幅增长主要受益于收入增长下的费用刚性。行业收入和利润增速 4 季度起明显下降，分别降至 18.76% 和 21.9%，主要受累于宏观经济形势较差、CPI 下行、行业景气度下降及部分天气原因；而毛利率有所回升主要由于金银珠宝及家电销售占比下降。

一季度为行业增速低点: 2012 年一季度，行业实现营业收入 716.16 亿元，同比增长仅为 8.22%，主要由于经济环境不景气、CPI 下行、春节提前等；归属上市公司股东净利润为 28.12 亿元，同比增长 7.34%。我们认为随着四五月份天气转暖，假期增加，公司业绩增速将有所回升，一季度将成为行业增速底部。整体来看，我们认为行业最困难的时期即将度过，但 2012 年行业增速放缓已是大势所趋，我们预计行业全年收入及利润增速均将降至 15-20% 之间。毛利率由于产品结构的调整，将比 2011 年有所恢复，费用率则因收入增速下降有所提高。

内陆地区抗风险能力强: 分地区看，一季度仍能保持利润正增长的公司多为中西部及东北上市公司，这些公司在 09 年时也多有优于行业的增长，符合我们月报中的预期。我们认为内陆城市受经济增速放缓影响要弱于沿海城市，收入更易保持平稳增长，且二三线城市相比一线城市商业饱和度低，渠道下沉仍有较大空间，成本较低，有利于利润实现；在网购冲击方面，一线城市配送体系发达，需求已被充分挖掘，网购直接分流现有市场，而在二三线城市，消费增量依然较多，实体零售仍有较大发展空间。因此，我们仍看好业绩增速平稳、外延仍有空间、估值相对合理的内陆区域龙头如合肥百货、银座股份、友阿股份、欧亚集团、鄂武商 A、步步高；同时看好模式可复制、业绩有望反转、跌幅较大的扩张型公司如天虹商场。

风险提示: 经济增长的不确定性带来的系统性风险，租金及人力成本刚性，电子商务增长等因素对行业发展及市场预期的影响超出预期等。

历史收益率曲线



	1M	3M	12M
绝对收益(%)	6.19%	7.00%	-26.37
相对收益(%)	-3.45%	-0.40%	-10.19

重点公司

投资评级

鄂武商 A	推荐
欧亚集团	推荐
文峰股份	推荐
天虹商场	推荐
友阿股份	推荐
步步高	推荐

相关报告

证券分析师: 罗旷怡

执业证书编号: S0550511020002

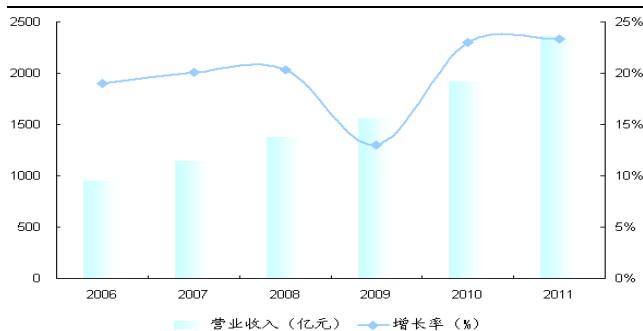
Email: luoky@nesc.cn

1. 2011 年增速较快，四季度起下降明显

零售行业 2011 年年报及 2012 年 1 季报已悉数公布,我们选取 2005 年起有可比数据的 39 家百货及超市类上市公司为样本,对行业经营现状进行综合分析,其中未包含新上市的永辉超市和文峰股份,并剔除了受重组影响较大的首商股份、重庆百货和友谊股份;在对 2012 年 1 季报的分析中,收入和利润增速均在上述样本基础上进行了追溯调整。

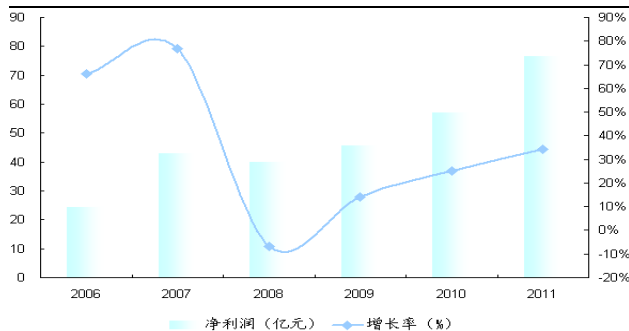
2011 年,零售行业实现营业收入 2359.13 亿元,同比增长 23.30%,比 2010 年增速略高 0.29 个百分点,实现归属上市公司股东净利润 76.48 亿元,同比增长 34.45%,实现了高基数下的高速增长。收入增长一方面受益于通货膨胀,一方面源于政策刺激下的结构性增长;利润大幅增长主要受益于收入增长下的费用刚性。

图 1: 行业收入增速 (年)



数据来源: wind,东北证券

图 2: 行业利润增速 (年)

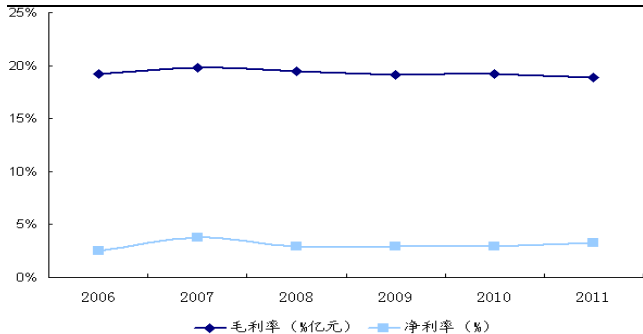


数据来源: wind,东北证券

盈利能力方面,行业 2011 年毛利率为 18.9%,同比下降 0.27 个百分点,主要由于 2011 年在通胀及政策刺激下,具备保值功能的金银珠宝类商品(尤其是足金饰品)和家电类商品在商场中的销售占比大幅提高,而上述二品类毛利率较低,从而拉低了行业整体毛利率,我们认为 2012 年行业毛利率将有所恢复,而未来行业毛利率的提升将来源于品类结构的调整及业态创新。

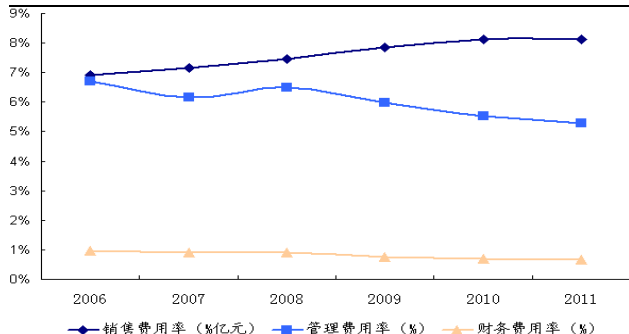
在毛利率有所下降的情况下,行业净利率为 3.24%,同比提高 0.27 个百分点,主要受益于费用刚性,行业费用率下降了 0.27 个百分点,其中销售费用率同比基本持平,管理费用率下降 0.25 个百分点,在人力成本提升的背景下,行业内上市公司更注重提高人效和劳效,财务费用率同比下降 0.03 个百分点,主要由于行业融资行为增加且行业本身现金流良好,财务费用较少。

图 3: 行业毛利率及净利率 (年)



数据来源: wind,东北证券

图 4: 行业费用率 (年)

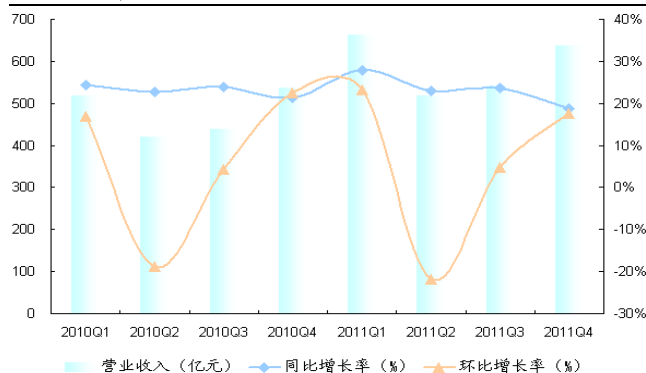


数据来源: wind,东北证券

从单季度情况看,行业收入和利润增速 4 季度起明显下降,分别降至 18.76%和 21.9%,主要受累于宏观经济形势较差、CPI 下行、行业景气度下降及部分天气原因;而毛利率有所回升主要由于金银珠宝及家电销售占比下降。据我们当时的市场调研

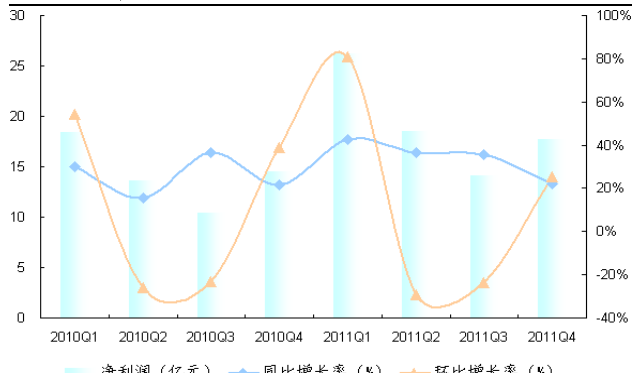
情况，多数企业经营者对未来行业形势持谨慎态度，主要担忧在于宏观经济下行，消费者需求受到抑制及竞争者迅速增多，行业发展的不确定性增加。

图 5: 单季度收入增速



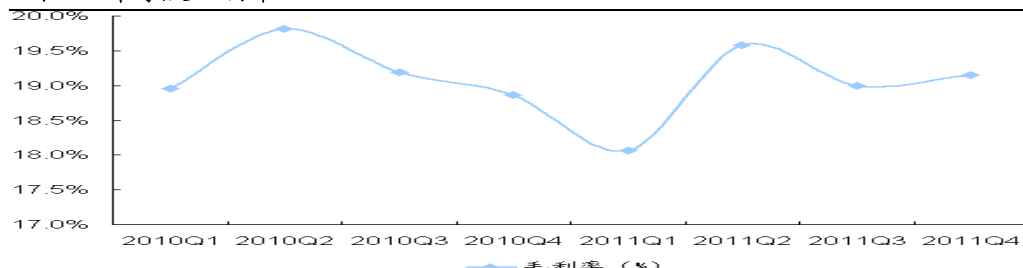
数据来源: wind, 东北证券

图 6: 单季度利润增速



数据来源: wind, 东北证券

图 7: 单季度毛利率

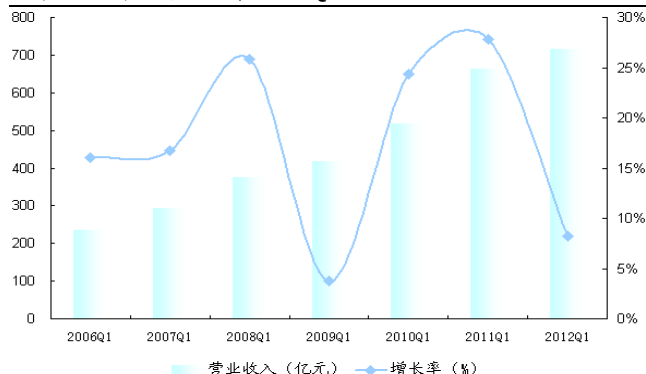


数据来源: wind, 东北证券

2. 一季度为行业增速低点

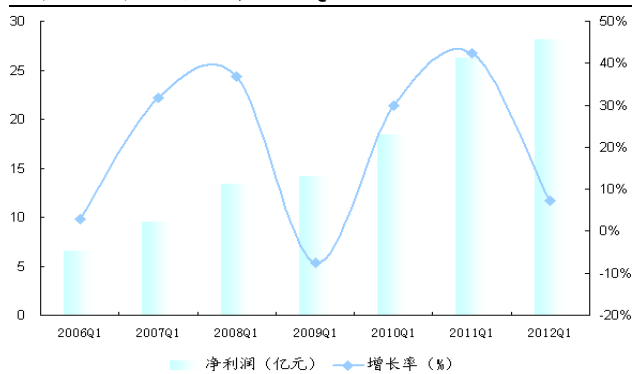
2012 年一季度，行业实现营业收入 716.16 亿元，同比增长仅为 8.22%，主要由于经济环境不景气、CPI 下行、春节提前等；归属上市公司股东净利润为 28.12 亿元，同比增长 7.34%。虽然行业增速下降明显，但总体来说，尚好于 2009 年一季度的行业低点，相比 2009 年一季度近半数公司出现收入负增长，超过一半公司出现利润负增长的情形，今年一季度，80% 的公司收入增长为正，利润负增长的公司不足半数，市场整体消费能力仍向正向发展。从社零总额数据看，行业增速从 3 月份起已有转暖迹象，我们认为随着四五月份天气转暖，假期增加，公司业绩增速将有所回升，一季度将成为行业增速底部。

图 8: 行业收入增速 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

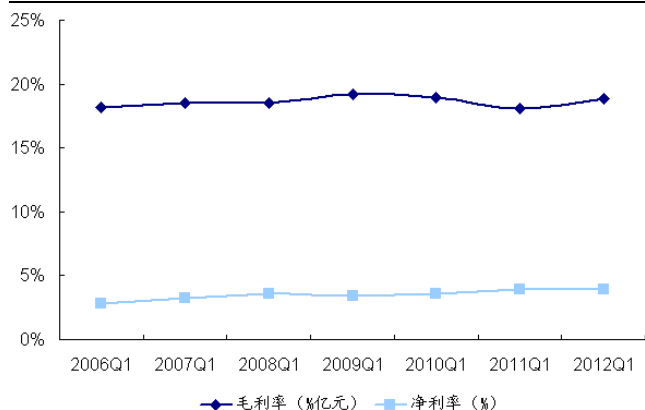
图 9: 行业利润增速 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

一季度，行业毛利率为 18.88%，同比提升 0.82 个百分点，主要为黄金珠宝及家电销售收入占比下降所带来的结构性提升，我们认为上述因素将作用于全年，是行业 2012 年毛利率提升的基础；销售净利率为 3.93%，同比略有下降，主要由于费用率较上年同期提高。一季度，行业销售费用率为 7.49%，同比提高 0.52 个百分点，管理费用率为 4.73%，同比提高 0.06 个百分点，主要由于收入增速明显放缓，物业租赁费和人力成本上升。我们认为在行业增速下降，费用相对刚性的环境下，全年费用率将高于去年。

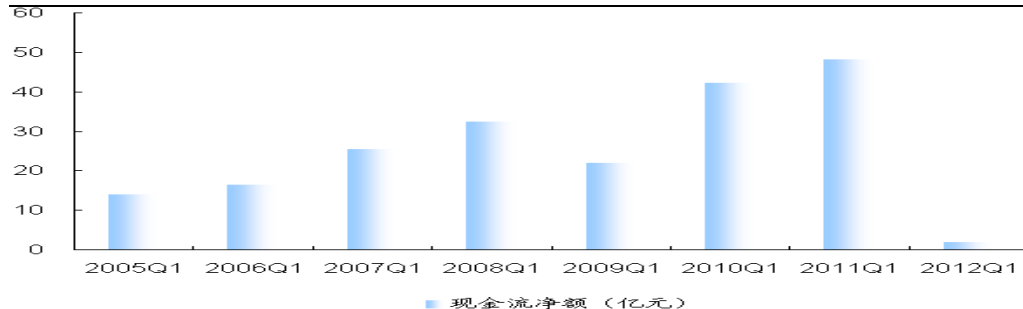
图 10: 行业毛利率及净利率 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

一季度，行业经营活动产生的现金流净额仅为 1.91 亿元，为历史低点，半数公司出现现金流净额为负的情况，且均集中于百货行业，我们认为这一现象主要原因为春节提前存货增加，员工薪酬支付延后等，且处于扩张期的百货类上市公司由于 4 季度开店集中，培育环境相对困难，也造成了部分实际税率增加。我们认为行业现金流仍处于健康状态，1 季度情况应为短期现象。

图 12: 行业经营活动现金流净额



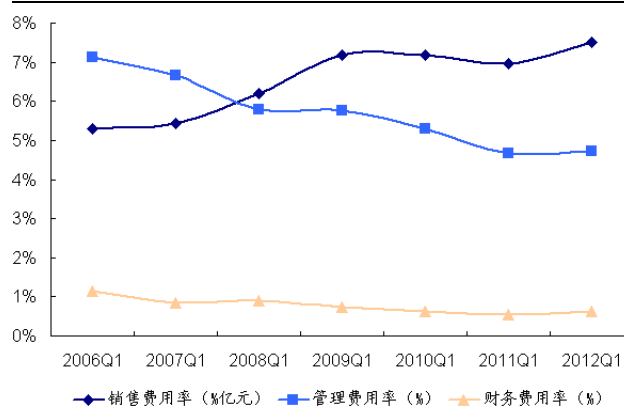
数据来源: wind, 东北证券

整体来看，我们认为行业最困难的时期即将度过，但在 2011 年高增长的基数下，在经济增速放缓及行业短期受到网购野蛮生长的冲击下，2012 年行业增速放缓已是大势所趋，我们预计行业全年收入及利润增速均将降至 15-20% 之间。毛利率由于产品结构的调整，将比 2011 年有所恢复，费用率则因收入增速下降可能有所提高，但由于行业内上市公司在提升效率方面重视度越来越高，长期看，费用增速将呈下降趋势。

3. 内陆地区抗风险能力强

分地区看，一季度仍能保持利润正增长的公司多为中西部及东北上市公司，这些公司在 09 年时也多优于行业的增长，符合我们月报中的预期。我们认为内陆城市受经济增速放缓影响要弱于沿海城市，收入更易保持平稳增长，且二三线城市相比

图 11: 行业费用率 (Q1)



数据来源: wind, 东北证券

一线城市商业饱和度低，渠道下沉仍有较大空间，成本较低，有利于利润实现；在网购冲击方面，一线城市配送体系发达，需求已被充分挖掘，网购直接分流现有市场，而在二三线城市，消费增量依然较多，实体零售仍有较大发展空间。因此，我们仍看好业绩增速平稳、外延仍有空间、估值相对合理的内陆区域龙头如合肥百货、银座股份、友阿股份、欧亚集团、鄂武商 A、步步高；同时看好模式可复制、业绩有望反转、跌幅较大的扩张型公司如天虹商场。

表 1：主要上市公司收入利润增长率

证券代码	证券简称	2011 收入 (%)	2011 利润 (%)	2012Q1 收入 (%)	2012Q1 利润 (%)	2009Q1 收入 (%)	2009Q1 利润 (%)
000417.SZ	合肥百货	21.10	26.17	4.86	53.79	13.75	20.81
600858.SH	银座股份	24.02	17.05	13.66	42.16	21.84	-1.52
600712.SH	南宁百货	23.82	118.50	9.76	37.14	-3.12	-30.24
600738.SH	兰州民百	29.02	5.48	9.96	31.58	11.47	-46.62
002277.SZ	友阿股份	33.05	24.97	15.04	23.56	-	-
600778.SH	友好集团	32.36	25.35	31.68	18.08	24.55	32.34
600785.SH	新华百货	32.78	13.52	18.20	15.50	6.33	36.28
600697.SH	欧亚集团	33.10	19.91	25.05	14.00	10.90	4.94
002561.SZ	徐家汇	6.99	23.94	-6.10	10.22	-	-
000419.SZ	通程控股	14.50	28.75	-3.12	9.56	14.29	-2.57
000501.SZ	鄂武商 A	20.85	17.66	12.74	7.23	12.57	32.33
600856.SH	长百集团	9.07	118.64	4.05	6.12	-2.52	3.76
600859.SH	王府井	20.18	40.69	5.24	5.70	-0.60	-8.52
600861.SH	北京城乡	14.64	53.82	5.67	5.59	-8.68	2.19
000564.SZ	西安民生	21.62	-10.78	15.04	3.45	6.85	40.27
600814.SH	杭州解百	11.44	-1.65	-2.28	-0.28	-10.88	-3.25
600828.SH	成商集团	19.26	47.17	4.62	-0.46	9.73	-19.92
002187.SZ	广百股份	23.34	28.74	0.28	-2.65	-2.02	5.94
000516.SZ	开元投资	33.80	18.35	16.29	-2.81	16.03	6.22
600682.SH	南京新百	19.36	20.69	53.04	-5.07	-12.25	1.13
000987.SZ	广州友谊	24.34	9.40	-4.52	-7.18	0.34	2.18
600628.SH	新世界	6.36	0.16	-10.15	-7.22	0.88	-7.62
600655.SH	豫园商城	37.56	15.34	12.27	-10.08	-3.32	-0.24
000785.SZ	武汉中商	10.80	25.08	7.26	-13.82	0.40	23.14
600693.SH	东百集团	12.80	-13.62	-8.85	-16.05	2.40	-9.40
002419.SZ	天虹商场	28.12	20.01	6.87	-17.10	-	-
600327.SH	大东方	11.81	-14.23	6.12	-19.79	26.38	-7.04
000715.SZ	中兴商业	44.22	103.36	-3.36	-23.83	-1.50	6.62
600280.SH	南京中商	33.24	93.29	-8.84	-90.10	-9.78	-33.63
002264.SZ	新华都	30.30	83.85	13.04	30.39	27.63	-
002251.SZ	步步高	24.65	57.17	16.33	29.87	6.46	3.73
601116.SH	三江购物	6.08	20.33	2.46	21.56	-	-
000759.SZ	中百集团	16.78	11.54	11.34	0.30	7.58	16.53
601933.SH	永辉超市	43.95	47.43	47.10	-29.19	-	-
002336.SZ	人人乐	20.43	-28.78	8.71	-77.33	-	-

数据来源：wind，东北证券

表 2: 主要上市估值情况

证券代码	证券简称	2011PE	2012PE (E)	2013PE (E)
600814.SH	杭州解百	27.00	27.03	17.35
600858.SH	银座股份	51.89	26.91	20.77
600861.SH	北京城乡	28.77	26.02	23.96
600712.SH	南宁百货	46.96	25.13	18.64
600774.SH	汉商集团	71.79	24.98	20.08
600693.SH	东百集团	8.52	24.28	20.45
000564.SZ	西安民生	30.16	21.81	17.33
000785.SZ	武汉中商	24.05	20.36	17.60
600694.SH	大商股份	39.82	19.80	15.27
600682.SH	南京新百	41.55	19.31	15.99
000501.SZ	鄂武商 A	22.23	18.91	15.10
600697.SH	欧亚集团	23.57	18.81	14.73
000516.SZ	开元投资	29.94	18.43	14.95
600628.SH	新世界	19.64	18.13	16.17
600859.SH	王府井	23.14	18.11	14.39
002561.SZ	徐家汇	18.82	17.79	16.45
002419.SZ	天虹商场	21.36	17.63	14.20
600280.SH	南京中商	74.56	17.54	14.46
000419.SZ	通程控股	14.53	17.24	12.58
002277.SZ	友阿股份	21.42	17.23	13.15
600865.SH	百大集团	29.67	16.81	11.34
000417.SZ	合肥百货	15.57	16.81	13.83
600729.SH	重庆百货	19.60	16.58	13.46
600828.SH	成商集团	19.77	16.53	12.79
600723.SH	首商股份	19.07	15.48	12.88
600785.SH	新华百货	17.99	15.30	12.34
600327.SH	大东方	18.23	15.23	11.51
601010.SH	文峰股份	18.15	14.48	11.80
002187.SZ	广百股份	16.12	14.21	12.03
000715.SZ	中兴商业	16.73	14.16	11.48
000987.SZ	广州友谊	15.67	13.70	11.58
600655.SH	豫园商城	15.52	13.57	11.62
600778.SH	友好集团	23.49	12.53	11.16
601933.SH	永辉超市	53.94	41.36	30.62
002336.SZ	人人乐	32.14	31.80	26.90
601116.SH	三江购物	31.53	28.09	25.83
002264.SZ	新华都	26.49	21.01	16.58
002251.SZ	步步高	24.82	19.08	14.67
000759.SZ	中百集团	22.26	18.65	15.34
600827.SH	友谊股份	15.71	15.24	13.13

数据来源: wind, 东北证券

4. 重点公司跟踪

4.1. 鄂武商 A

2011 年, 公司实现营业收入 127.34 亿元, 同比增长 20.85%, 归属上市公司股东净利润 3.31 亿元, 同比增长 12.87%, 基本每股收益 0.65 元, 低于我们的预期。1 季度收入增长 12.74%, 净利润同比增长 8.25%, 每股收益 0.28 元, 低于预期但好于行业平均, 保持了毛利率提升, 费用率提高的趋势, 公司同时公告取得黄石、仙桃土地。我们认为公司虽然面临短期费用压力, 但由于其地处中部, 垄断地位明显, 储备门店丰富, 看好公司长期发展。下调公司 2012 年-2014 年 EPS 至 0.76 元、0.94 元和 1.18 元, 维持推荐的评级。

4.2. 欧亚集团

1 季度, 公司实现营业收入 18.97 亿元, 同比增长 25.05%, 归属上市公司股东净利润 2900 万元, 同比增长 16.12%, 基本每股收益 0.18 元, 略低于我们的预期。我们认为公司各门店调整仍有较大的空间, 通过一段时间培育, 业绩会有明显增长; 外延方面, 公司百货储备项目有梅河店、通辽店、松原店、可适时扩场的通化店、白城店及欧亚商都四期, 同时, 公司在济南仍有储备项目并成功拓展北京和郑州业务, 省外扩张步骤符合公司三星战略。预计公司今年将新开购物中心 1 家(梅河店)及超市 5-6 家, 扩张速度稳健。我们认为公司在激励基金及内外生增长的推动下将保持稳定增长, 抗风险能力较强, 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.34、1.75 和 2.29 元, 维持推荐评级。

4.3. 文峰股份

1 季度, 公司实现营业收入 19.08 亿元, 同比增长 0.65%, 归属上市公司股东净利润 1.41 亿元, 同比增长 20.68%, 基本每股收益 0.29 元, 符合我们的预期。我们认为公司现有门店尤其是南大街店的调整升级有较大空间, 预计下半年门店新增 1 万平方米面积及品牌调整升级可以顺利完成, 是公司内生增长的保障, 且公司次新店也将在 2 年左右度过培育期; 外延方面, 公司储备项目可保障每年至少 3 家购物中心的开店节奏, 扩张中自建购物中心且部分租售的模式在土地成本较低的三四线城市具备较强的可复制性。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.07 元、1.34 元和 1.59 元, 其中零售主业分别贡献 0.93 元、1.17 元和 1.44 元, 维持推荐评级。

4.4. 天虹商场

1 季度, 公司实现营业收入 38.33 亿元, 同比增长 6.87%, 实现归属上市公司股东净利润 1.64 亿元, 同比下降 18.47%, 基本每股收益 0.21 元, 低于我们的预期。我们认为公司短期经营受宏观环境、基数效应、新店培育(去年 4 家新店年底开业)、税费变化等负面因素影响明显, 未来有望呈逐季回升趋势, 作为行业中比较有特色的跨区域连锁企业, 我们看好公司未来发展。下调公司 2012-2014 年每股收益至 0.77 元、0.94 元和 1.16 元, 维持推荐评级。

4.5. 友阿股份

1 季度, 公司实现营业总收入 15.77 亿元, 同比增长 15.66%, 归属上市公司股东净利润 1.79 亿元, 同比增长 25.25%, 基本每股收益 0.51 元, 符合我们的预期。公司目前储备项目有国货陈列馆、春天百货长沙店、天津项目、郴州购物中心及常德店等, 开店速度在每年 1-2 家, 且选择自有物业模式, 虽然项目在建设时间上存在一定不确定性, 但长远看公司外延扩张可期。假设天津项目房地产部分 2014 年全部实现收入, 预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.04 元、1.30 元和 2.04 元(主营 1.66 元), 增长相对平稳确定, 上调为推荐评级。

4.6. 步步高

1 季度，公司实现营业收入 27.88 亿元，同比增长 16.33%，实现归属上市公司股东净利润 1.37 亿元，同比增长 30.56%，基本每股收益 0.51 元，符合我们的预期。我们认为公司超市业务改革效果明显，未来将重回快速扩张态势，实现内生提效、外延提速的双向增长；百货部分是公司业绩增长的助推器，过去几年新增门店将进入快速盈利期且储备门店丰富。另外，公司已发布非公开增发预案，拟以不低于 21.92 元/股价格发行不超过 6000 万股，募资不超过 12.08 亿元用于连锁超市发展项目、衡阳商业中心项目和湘潭湖湘商业广场项目，项目前景乐观。假设公司未来每年新增超市门店 20-30 家，新增百货或购物广场 3-4 家，不考虑增发，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.26、1.66 和 2.14 元，维持推荐评级。

5. 风险提示

经济增长的不确定性带来的系统性风险，租金及人力成本刚性，电子商务增长等因素对行业发展及市场预期影响超出预期等。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市

自由大路1138号

邮编：130021

电话：4006000686

传真：(0431)5680032

网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区

源深路305号

邮编：200135

电话：(021)20361000

传真：(021)20361001

销售经理：周 磊

手机：18616333251

电话：(021)20361151

传真：(021)20361159

邮箱：zhoul@nesc.cn

MSN：mangzhou@hotmail.com