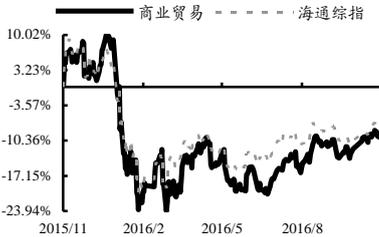


投资评级 **增持** 维持

行业筑底公司分化，布局成长与价值两端

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《聚焦三季报，优选绩优股》2016.10.31
 《优选绩优股，重视举牌&补涨行情》
 2016.10.24
 《行业专题报告：解析7-11，平台型零售
 商的成功之路》2016.10.21

分析师：汪立亭

Tel: (021)23219399

Email: wanglt@htsec.com

证书: S0850511040005

分析师：王晴

Tel: (021)23154116

Email: wq10458@htsec.com

证书: S0850516080008

联系人：王汉超

Tel: (021)23154125

Email: whc10335@htsec.com

投资要点：

1. 消费数据低位徘徊，环比出现改善。2016年1-9月份社零总额名义增速为10.4%，位于近两年来较低水平，但8、9月份单月增速已较此前月份显著回升，其中9月增速10.7%，为今年来单月最大涨幅。**全国百家零售额2016年前三季度同比下降2%，但9月同比增长2.1%，为近1年来单月最高涨幅。**

2. 行业前三季度收入降0.22%，扣非归属净利降1.61%，三季度单季改善。以批零行业35家上市公司为样本进行加总，2016年前三季度收入同比降0.22%，其中3季度单季收入实现1.2%增长；毛利率同比增0.38个百分点，期间费用增0.63个百分点；归属净利同比降5.28%，扣非净利降1.61%，降幅均同比大幅收窄。分季度来看，从2016年1季度开始，扣非净利的降幅已逐季收窄，至2016年3季度转正，实现19.79%的增长，3季度收入和利润增速的改善一方面由于同期的低基数，另一方面也受到如永辉、鄂武商等公司优异表现的拉动。从更能代表行业内生增长的18家样本数据看，2016年前三季度收入同比降3.86%，扣非净利同比降18.05%，均较35家样本疲软，显示出行业内生增长较为缺乏。

消费疲软导致的收入略降以及竞争加剧和费用刚性上涨导致的费用率增加，抵消了毛利率的上升，35家样本2016年前三季度净利率为2.16%，同比减少0.12个百分点，扣非净利率1.87%，同比减少0.03个百分点。

行业及个体公司三季度已显小幅回暖迹象，值得后续持续跟踪行业数据变化。行业未来或将受益于大力度的改革（股权激励、引入战投等）和转型（O2O、金融、第二主业拓展等），迎来中长期效率提升与进一步的复苏增长。

3. 重点公司表现：分化继续，增长稀缺。2016年前三季度44家样本公司中仅13家实现收入正增长，仅12家实现扣非净利正增长，2家实现扭亏为盈（新华都、武汉中商），较2016年中期略有改善，但仍体现零售行业中业绩增长的稀缺。收入和扣非净利均排名前15的公司中，由于零售主业经营较好的有**永辉超市（收入+18%，扣非净利+36%）、小商品城（+116%、+191%）、欧亚集团（+3%、+5%）、大东方（+5%、+32%）、西安民生（+17%、-3%）、徐家汇（+2%、-4%）、另外鄂武商A（+28%）、天虹商场（+19%）的扣非净利增速也位于行业前列，苏宁云商前三季度也实现扣非净利减亏1.17亿元。**

4. 行业整体估值略高，但低估值个股仍多。目前行业整体PE（TTM）为42.5倍，高于历史平均，或因业绩不佳致估值被动增高，同时一些个股存在转型整合预期而有高估值；部分优质股估值低，如鄂武商A、欧亚集团、大商股份、王府井等，PE在12-20倍，或PS在0.3-0.7倍。目前批零行业基金持仓基本处于标配水平。

5. 行业观点及推荐。2016年前三季度行业基本面收入、利润增速、盈利能力仍在底部徘徊，但从1Q16开始的行业数据降幅减缓看，行业弱复苏值得期待和观察。

行业基本面业绩分化，精选个股：（1）重视绩优成长、低估值个股，推荐鄂武商A、永辉超市、欧亚集团、小商品城等；（2）价值型个股。年底将至，市场或再次迎来价值型个股的配置偏好，市值相比RNAV折价较大的公司有**欧亚集团、鄂武商A、银座股份、百联股份、北京城乡、华联股份、王府井、大商股份等；（3）国企改革。**推荐**重庆百货**，关注**兰生股份、中百集团、王府井、鄂武商A、翠微股份、广百股份等**，相比市值以上公司均具有较高的资产价值溢价。同时关注**国企壳资源公司**，如**津劝业、武汉中商、南宁百货、汉商集团、中兴商业、北京城乡等**，可组合投资；**（4）布局新业态和新服务机会。**推荐转型便利店、生鲜超市等新业态的**中百集团**，致力于供应链服务提升的**江苏国泰**，以及转型物流地产的**东百集团等**。

风险提示。消费疲软压制行业业绩和估值；国企改革进程慢于预期；转型进程的不确定性。

目 录

1. 消费数据分析：消费现回暖迹象，网络零售快速增长.....	5
2. 行业整体财务分析：震荡筑底，期待复苏.....	6
2.1 较全面的样本：35家零售A股样本分析.....	6
2.2 侧重内生增长样本：18家零售A股样本分析.....	8
3. 重点公司表现：继续分化，增长稀缺.....	9
4. 行业估值：整体估值走高，基金持仓标配水平.....	10
5. 风险因素.....	11

图目录

图 1	社会消费品零售总额增长情况（201409-201609）.....	5
图 2	全国百家大型零售企业零售额增速（201409-201609）.....	5
图 3	网上零售额增长情况（2006-9M2016）.....	6
图 4	网上零售额与社零总额之比（2006-9M2016）.....	6
图 5	43 家零售 A 股样本整体 PE 估值变化情况（2006-2016）.....	10
图 6	基金对批零行业的持仓情况（3Q2006-3Q2016）.....	10

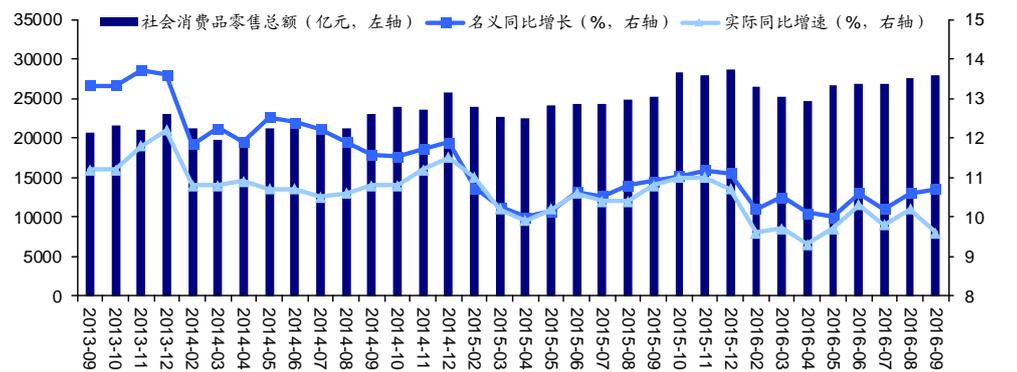
表目录

表 1	35 家零售 A 股主要经营指标 (2012-3Q16)	7
表 2	35 家零售 A 股其他利润表指标 (2012-3Q16)	7
表 3	18 家零售 A 股主要经营指标 (2012-3Q16)	8
表 4	18 家零售 A 股其他利润表指标 (2012-3Q16)	9
表 5	分别按 1-3Q16 收入和扣非净利增速排序前 15 和后 5 名零售 A 股公司	9
表 6	海通批零行业重点公司投资评级、估值及盈利预测 (20161031)	11

1. 消费数据分析：消费现回暖迹象，网络零售快速增长

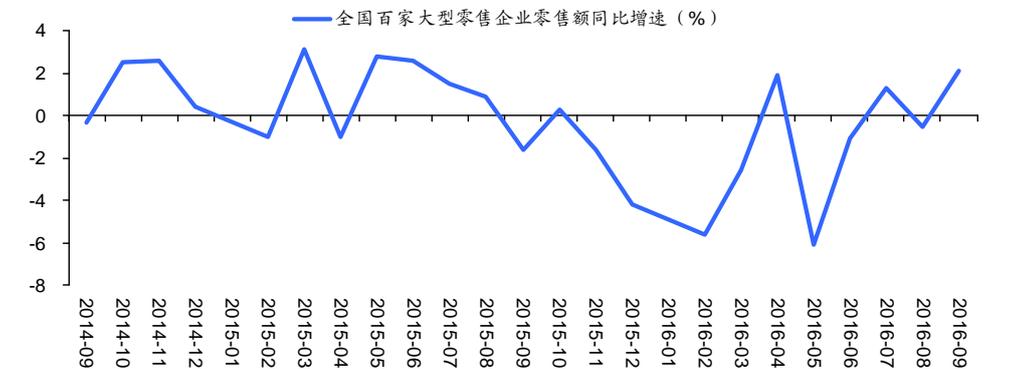
社零及百家数据现改善迹象。2016年9月社零总额为27976亿元，名义增速为10.7%，为今年来最高增幅，实际增速为9.6%，低于8月份的10.2%。2016年1-9月份社零总额名义增速为10.4%，位于近两年来较低水平，但8、9月份单月增速已较之前月份有明显回升。全国百家大型零售企业零售额2016年前三季度同比下滑2%，2016年9月单月同比增长2.1%，为近1年来单月最高涨幅。

图1 社会消费品零售总额增长情况（201409-201609）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图2 全国百家大型零售企业零售额增速（201409-201609）



资料来源：中华商业信息网，海通证券研究所

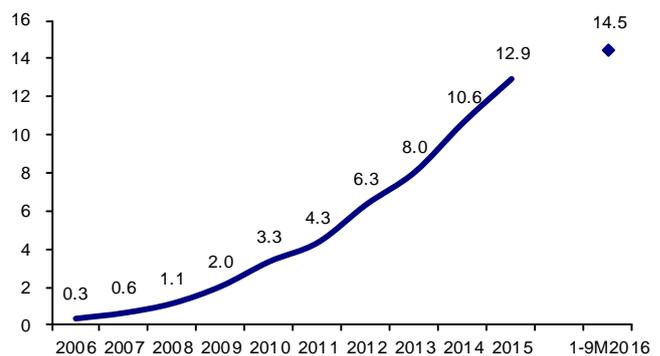
网络零售额继续保持25%以上增速，占比超14%。2016年前三季度我国网上零售额为34651亿元，同比增长26.1%，仍保持快速增长，占社零总额的比例达14.5%的新高。

图3 网上零售额增长情况（2006-9M2016）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图4 网上零售额与社零总额之比（2006-9M2016）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

2. 行业整体财务分析：震荡筑底，期待复苏

2.1 较全面的样本：35家零售A股样本分析

考虑数据口径的可比性以及结果的有效性，我们在之前统计样本的基础上对样本个股加以调整。我们从编制海通零售指数的45家样本股中剔除苏宁云商、大商股份、首商股份、文峰股份；以及不再以零售为主业的中天能源（长百集团）和越秀金控（广州友谊）；*ST个股：*ST商城和*ST人乐；以及公司自身业绩对行业参考度较小的公司：南京新百（HoF于海外经营，且盈利季节波动性强）、豫园商城（2016年上半年黄金租赁损失较大）。实际参与行业指标统计的样本股为35家，对行业具有较充分的代表性。

（1）收入：35家零售A股2016前三季度收入同比下降0.22%，增速较2015年前三季度下滑1.98个百分点，但2016年3季度单季收入增速1.2%，且由于今年5月开始全面实施营改增，该收入增速可能略被低估（同比基期收入中包含更多营业税），扭转行业收入端自2015年4季度开始的负增长，呈现明显的改善迹象。配合9月单月社零总额名义增速和百家增速的年内新高，行业或已在震荡筑底，不排除明年上半年行业将有弱复苏。

（2）毛利率：前三季度毛利率为20.9%，同比提升0.38个百分点，其中一、二、三季度各增0.31、0.74和0.04个百分点。行业毛利率延续上升趋势，2011年至2015年毛利率逐年提升，行业在供应链端的议价能力持续提升。

（3）费用率：前三季度期间费用率17.24%，同比增加0.63个百分点。其中销售费用率12.25%，同比增加0.37个百分点；管理费用率4.46%，同比增加0.15个百分点；财务费用率0.53%，同比增加0.1个百分点。一、二、三季度费用率各增0.6、1.11和0.33个百分点。费用率的持续提升体现行业人工、租金等费用上涨的趋势。

（4）净利润：前三季度归属净利润同比下降5.28%，降幅同比减少12.92个百分点；扣非净利润下降1.61%，降幅同比减少17.73个百分点，行业或将筑底企稳。

从经营层面看，收入下滑、费用率增幅大于毛利率提升，毛利减去期间费用这一指标同比下降6.5%，但降幅较去年同期收窄4.39个百分点，显示主业经营已处于底部，下滑速度放缓，下行空间或比较有限。

进一步分析归属净利和扣非净利降幅大幅缩小的原因，可以发现除经营降幅趋缓以外，营业税金及附加的显著减少也是重要的影响因素，等效于0.23个百分点的费用率下降。这可能主要与今年5月开始全面实施的“营改增”政策有关。

分季度来看，从2016年一季度开始，扣非净利的降幅已逐季收窄，至2016年3

季度已转正，虽然其中投资收益的增加和营业税金减少影响较大，但从毛利-期间费用这一指标的增速来看，行业主业经营也开始趋于平稳。

(5) 净利率：前三季度净利率（2.16%）和扣非净利率（1.87%）各同比降 0.12 和 0.03 个百分点。其中三季度单季分别实现了 0.69 和 0.13 个百分点的增长，均扭转了近两年来的单季同比负增长。

(6) 现金流：上半年经营活动现金流量净额 112 亿元，同比增加 61 亿元，行业现金流依旧充沛，可有效支持创新转型。

表 1 35 家零售 A 股主要经营指标（2012-3Q16）

项目	2012	2013	2014	2015	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	1-3Q15	1-3Q16
营业总收入(亿元)	3082	3363	3439	3496	980	811	795	902	1009	827	841	2594	2705
同比增长(%)	13.09	9.00	0.54	0.96	1.59	1.93	1.80	-1.28	-0.57	-2.06	1.20	1.76	-0.22
毛利率(%)	20.07	20.26	20.56	20.90	19.95	20.88	21.11	21.78	20.21	21.56	20.99	20.60	20.90
毛利率变动(pct)	0.40	0.20	0.36	0.29	0.16	-0.05	0.19	0.82	0.31	0.74	0.04	0.11	0.38
销售费用率(%)	10.62	11.00	11.69	12.22	10.56	12.40	13.31	12.96	10.87	12.64	13.44	11.97	12.25
销售费用率变动(pct)	0.31	0.41	0.79	0.56	0.64	0.20	0.57	0.80	0.49	0.50	0.23	0.48	0.37
管理费用率(%)	4.07	4.05	4.19	4.52	3.80	4.41	4.75	5.16	3.87	4.78	4.82	4.29	4.46
管理费用率变动(pct)	-0.03	-0.04	0.14	0.27	0.07	0.27	0.27	0.52	0.07	0.42	0.05	0.19	0.15
财务费用率(%)	0.42	0.35	0.41	0.44	0.36	0.33	0.47	0.61	0.43	0.55	0.57	0.39	0.53
财务费用率变动(pct)	0.09	-0.08	0.06	0.03	0.03	-0.05	0.00	0.14	0.04	0.19	0.05	-0.01	0.10
期间费用率(%)	15.12	15.39	16.29	17.18	14.72	17.14	18.53	18.72	15.17	17.96	18.83	16.65	17.24
期间费用率变动(pct)	0.38	0.29	0.99	0.86	0.73	0.42	0.84	1.46	0.60	1.11	0.33	0.67	0.63
毛利-期间费用	153	164	147	130	51	30	21	28	51	30	18	102	99
同比增长(%)	13.44	7.01	-12.27	-12.61	-8.49	-9.47	-18.77	-18.43	-6.06	-11.06	-10.63	-10.89	-6.50
归属净利润(亿元)	87	92	92	78	38	18	6	16	31	18	11	62	58
同比增长(%)	1.80	5.56	-1.56	-15.63	4.80	-26.07	-60.18	-4.28	-22.79	-10.54	124.01	-18.20	-5.28
净利率(%)	2.82	2.73	2.67	2.23	3.85	2.18	0.77	1.81	3.03	2.13	1.26	2.38	2.16
净利率变动(pct)	-0.31	-0.09	-0.06	-0.44	0.12	-0.83	-1.19	-0.06	-0.87	-0.20	0.69	-0.58	-0.12
扣非净利润(亿元)	81	84	75	55	30	15	6	4	28	15	7	52	51
同比增长(%)	15.30	3.63	-11.76	-25.78	-6.83	-15.06	-54.95	-64.43	-6.72	-0.15	19.79	-19.34	-1.61
扣非净利率(%)	2.64	2.51	2.17	1.58	3.06	1.91	0.77	0.42	2.77	1.87	0.87	1.99	1.87
扣非净利率变动(pct)	0.05	-0.13	-0.30	-0.57	-0.28	-0.38	-0.96	-0.74	-0.18	0.04	0.13	-0.52	-0.03
经营活动现金流量(亿元)	193	161	100	90	35	-32	49	39	25	-8	96	51	112
同比增长(%)	-8.19	-17.07	-38.35	-15.61	351.39	-1173.81	-16.67	4.19	-34.46	-77.98	85.08	-26.30	113.82
经营活动现金流/归属净利润	2.22	1.76	1.09	1.16	0.92	-1.83	8.03	2.39	0.80	-0.46	8.99	0.83	1.92

资料来源：Wind，海通证券研究所；同比增速以及比率的变动值均根据可比口径数据计算。

表 2 35 家零售 A 股其他利润表指标（2012-3Q16）

项目	2012	2013	2014	2015	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	1-3Q15	1-3Q16
营业税金及附加(亿元)	31.86	36.95	35.64	36.15	9.36	7.83	8.28	10.60	9.40	5.68	4.92	25.55	20.54
变动额/收入(%)	0.20	0.15	-0.05	0.01	-0.04	0.02	0.14	-0.08	-0.02	-0.29	-0.47	0.03	-0.23
资产减值损失(亿元)	1.62	1.49	1.69	5.88	0.00	0.05	0.37	5.46	-0.11	0.13	0.64	0.42	0.74
变动额/收入(%)	0.02	0.00	0.01	0.12	0.00	-0.02	0.03	0.46	-0.01	0.01	0.01	0.00	0.00
其他经营收益(亿元)	7.70	9.58	20.46	26.79	6.70	4.92	-0.54	15.76	0.57	2.69	2.79	11.03	6.06
变动额/收入(%)	-0.19	0.06	0.31	0.18	0.22	-0.11	-0.65	1.16	-0.61	-0.26	0.40	-0.16	-0.19
营业外净收入(亿元)	7.65	11.18	13.37	13.15	2.99	0.03	0.53	1.71	1.29	1.52	1.03	7.73	8.08
变动额/收入(%)	-0.09	0.10	0.06	-0.01	0.26	-0.41	0.00	-0.13	-0.17	0.17	0.06	-0.02	-0.01
所得税(亿元)	35.12	40.23	38.01	37.90	11.86	8.20	5.41	12.38	11.06	8.84	6.34	25.52	26.24
变动额/收入(%)	0.08	0.15	-0.09	-0.02	-0.10	-0.11	-0.19	0.31	-0.15	0.00	0.08	-0.13	-0.03
少数股东损益(亿元)	10.10	8.65	6.97	3.91	1.89	1.52	0.35	0.14	1.76	1.68	-0.59	3.77	2.85
变动额/收入(%)	0.02	-0.04	-0.09	-0.11	-0.05	-0.03	-0.07	-0.26	-0.02	0.00	-0.12	-0.05	-0.05

资料来源：Wind，海通证券研究所；同比增速以及比率的变动值均根据可比口径数据计算；其他经营收益=公允价值变动净收益+投资净收益。

2.2 侧重内生增长样本：18 家零售 A 股样本分析

为了保持数据的延续性,我们选取行业内具有代表性且财务数据具有连续性的 2002 年以前上市 18 家零售企业(王府井、银座股份、合肥百货、重庆百货、东百集团、欧亚集团、鄂武商 A、新华百货、中央商场、新世界、中兴商业、国际医学、武汉中商、西安民生、友好集团、百联股份、华联综超、中百集团)作为样本,相比我们之前的样本剔除了近期并购体量较大的茂业商业以及不再主营零售的越秀金控,对行业趋势进行分析,该组数据更具有行业内生增长的代表性意义。

18 家样本的结果较 35 家样本疲软,显示行业内生增长缺乏: 收入同比下滑 3.86%,较 2015 年前三季度降幅扩大 2.95 个百分点,三季度单季收入下降 3.25%,降幅明显收窄。毛利率同比增加 0.28 个百分点,期间费用率同比增加 0.66 个百分点,与 35 家样本趋势相同。毛利减期间费用这一指标同比下滑 13.99%,较去年同期降幅扩大 4.34 个百分点,显示 18 家样本公司整体主业经营仍处下滑趋势。

2016 年前三季度扣非净利润同比下降 18.05%,较去年同期降幅减少 3.25 个百分点,按单季度来看,2016 年各季度降幅逐季收窄,与 35 家样本情况基本一致。前三季度归属净利率和扣非净利率各同比减少 0.41 和 0.26 个百分点至 1.62%和 1.5%。

综上所述,消费疲软导致的收入略降以及竞争加剧和费用刚性上涨导致费用率增加,抵消了供应链能力强化带来的毛利率上升,最终行业净利润和净利率继续下滑,但下降幅度较以往已有所缓和,或显示行业已在筑底,未来有可能迎来弱复苏。行业三季度已略显回暖反弹迹象,未来或将受益于大力度的改革(股权激励、引入战投等)和转型(O2O、金融、第二主业拓展等),迎来中长期的效率提升与进一步的复苏增长。

表 3 18 家零售 A 股主要经营指标 (2012-3Q16)

项目	2012	2013	2014	2015	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	1-3Q15	1-3Q16
营业总收入(亿元)	2097	2267	2248	2235	630	523	500	574	632	509	511	1661	1681
同比增长(%)	11.42	7.98	-1.33	-1.67	-1.16	-0.26	-1.31	-3.82	-3.22	-6.70	-3.25	-0.91	-3.86
毛利率(%)	19.98	20.28	20.65	21.07	19.76	20.91	21.33	22.44	19.64	21.64	20.59	20.59	20.61
毛利率变动(pct)	0.45	0.30	0.48	0.34	0.44	-0.14	0.34	0.68	0.08	1.06	-0.39	0.23	0.28
销售费用率(%)	10.33	10.59	11.34	11.64	10.00	11.57	12.81	12.57	10.09	11.95	12.60	11.32	11.49
销售费用率变动(pct)	0.23	0.27	0.80	0.34	0.53	-0.22	0.46	0.56	0.29	0.67	-0.09	0.28	0.22
管理费用率(%)	4.31	4.32	4.62	5.05	4.29	4.90	5.39	5.68	4.48	5.65	5.66	4.83	5.22
管理费用率变动(pct)	-0.02	0.00	0.28	0.36	0.23	0.40	0.40	0.45	0.15	0.74	0.20	0.33	0.31
财务费用率(%)	0.43	0.41	0.48	0.57	0.42	0.39	0.62	0.83	0.57	0.62	0.68	0.48	0.66
财务费用率变动(pct)	0.08	-0.03	0.07	0.08	-0.01	-0.05	0.11	0.28	0.12	0.19	-0.01	0.01	0.12
期间费用率(%)	15.08	15.32	16.44	17.26	14.71	16.86	18.81	19.07	15.15	18.22	18.94	16.63	17.36
期间费用率变动(pct)	0.29	0.23	1.15	0.78	0.75	0.12	0.96	1.29	0.56	1.60	0.10	0.61	0.66
毛利-期间费用	103	112	95	85	32	21	13	19	28	17	8	66	55
同比增长(%)	15.06	9.45	-14.94	-11.81	-6.91	-6.42	-20.85	-18.45	-12.55	-19.45	-25.14	-9.65	-13.99
归属净利润(亿元)	54	59	56	45	25	11	3	6	16	9	3	40	27
同比增长(%)	0.15	8.41	-4.06	-19.51	13.08	-27.78	-63.64	-39.02	-37.84	-20.64	113.10	-15.60	-23.26
净利率(%)	2.58	2.58	2.48	2.02	3.93	2.16	0.67	1.00	2.46	1.76	0.59	2.38	1.62
净利率变动(pct)	-0.29	0.01	-0.07	-0.45	0.50	-0.82	-1.14	-0.58	-1.37	-0.31	0.32	-0.41	-0.41
扣非净利润(亿元)	51	54	45	33	18	10	3	2	15	8	2	31	25
同比增长(%)	23.76	4.88	-15.90	-27.99	-7.23	-17.91	-64.63	-69.89	-19.59	-16.39	-13.78	-21.30	-18.05
扣非净利率(%)	2.45	2.37	2.01	1.46	2.87	1.93	0.52	0.33	2.30	1.65	0.43	1.85	1.50
扣非净利率变动(pct)	0.24	-0.07	-0.35	-0.53	-0.19	-0.41	-0.92	-0.72	-0.47	-0.19	-0.05	-0.48	-0.26
经营活动现金流量(亿元)	133	116	65	58	16	-16	26	32	17	-10	57	26	64
同比增长(%)	-12.50	-13.66	-43.19	-18.79	438.96	-289.15	-35.82	60.87	-0.17	-36.74	124.49	-49.85	138.07
经营活动现金流/归属净利润	2.46	1.98	1.17	1.29	0.67	-1.44	7.72	5.68	1.06	-1.06	18.85	0.66	2.36

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 同比增速以及比率的变动值均根据可比口径数据计算。

表 4 18 家零售 A 股其他利润表指标 (2012-3Q16)

项目	2012	2013	2014	2015	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	1-3Q15	1-3Q16
营业税金及附加 (亿元)	22.78	26.53	25.15	24.48	6.32	5.68	5.35	7.06	5.89	3.57	3.15	17.42	13.16
变动额/收入 (%)	0.21	0.16	-0.06	-0.04	-0.06	0.02	0.10	-0.21	-0.09	-0.44	-0.53	0.01	-0.31
资产减值损失 (亿元)	0.80	0.91	1.34	5.07	-0.07	0.00	0.35	4.79	-0.08	0.07	0.03	0.28	0.10
变动额/收入 (%)	0.01	0.01	0.02	0.17	-0.02	-0.01	0.07	0.62	0.00	0.01	-0.09	0.01	-0.03
其他经营收益 (亿元)	4.54	5.43	12.53	11.30	5.56	3.33	-0.34	2.80	0.17	1.66	0.47	8.49	2.32
变动额/收入 (%)	-0.25	0.04	0.31	-0.05	0.33	0.02	-0.62	-0.03	-0.85	-0.32	0.16	-0.06	-0.37
营业外净收入 (亿元)	4.27	7.19	10.13	10.25	2.52	-0.48	0.87	2.26	0.73	0.55	0.35	5.27	4.68
变动额/收入 (%)	-0.16	0.13	0.12	0.00	0.38	-0.64	0.08	0.06	-0.29	0.19	-0.09	-0.08	-0.06
所得税 (亿元)	23.03	26.84	24.89	23.81	7.44	5.78	3.76	6.77	6.32	5.63	3.64	17.03	15.57
变动额/收入 (%)	0.07	0.17	-0.08	-0.07	-0.03	-0.04	-0.11	-0.09	-0.20	-0.06	-0.01	-0.06	-0.10
少数股东损益 (亿元)	9.53	8.69	5.46	3.02	1.45	1.26	0.29	0.03	1.59	1.39	-0.59	2.99	2.39
变动额/收入 (%)	0.04	-0.04	-0.14	-0.14	-0.01	-0.04	-0.09	-0.41	0.01	0.00	-0.18	-0.04	-0.06

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 同比增速以及比率的变动值均根据可比口径数据计算; 其他经营收益=公允价值变动净收益+投资净收益。

3. 重点公司表现: 继续分化, 增长稀缺

我们对 44 家零售 A 股 2016 前三季度收入和扣非净利润增速进行排序, 两项指标均排名前 15 的公司中, 由于零售主业经营较好的有小商品城 (收入+116%、扣非净利+191%, 虽然其中包含部分地产利润贡献, 但测算主业利润增长 40%)、永辉超市 (+18%, +36%)、欧亚集团 (+3%, +5%)、大东方 (+5%, +32%)、西安民生 (+17%, -3%)、徐家汇 (+2%, -4%); 由于转型原因的有越秀金控 (+83%, +150%) 和国际医学 (-1%, +13%); 由于并购或房地产确认等非持续性因素的有昆百大 A (+31%, +100%)、茂业商业 (+37%, +352%)、合肥百货 (+1%, +10%)。

此外, 鄂武商 A (+28%)、天虹商场 (+19%)、北京城乡 (+7%) 和大商股份 (+1%) 也均实现了前三季度的扣非净利正增长, 苏宁云商扣非净利同比减亏 1.17 亿元。

2016 年前三季度 44 家样本公司中仅 13 家实现收入正增长, 仅 12 家实现扣非净利正增长, 2 家实现扭亏为盈 (新华都、武汉中商), 体现零售行业中业绩增长仍较稀缺。

表 5 分别按 1-3Q16 收入和扣非净利增速排序前 15 和后 5 名零售 A 股公司

排序	公司	1-3Q16 收入增速 (%)	1-3Q16 扣非净利增速 (%)	公司	1-3Q16 收入增速 (%)	1-3Q16 扣非净利增速 (%)
1	越秀金控	82.83	150.03	茂业商业	37.26	352.14
2	茂业商业	37.26	352.14	越秀金控	82.83	150.03
3	昆百大 A	31.10	100.47	昆百大 A	31.10	100.47
4	永辉超市	17.72	35.51	永辉超市	17.72	35.51
5	西安民生	16.97	-3.42	大东方	4.88	32.01
6	苏宁云商	11.00	-	鄂武商 A	-2.70	27.88
7	东百集团	5.66	-80.03	天虹商场	-2.66	18.54
8	大东方	4.88	32.01	国际医学	-1.01	12.95
9	欧亚集团	2.52	5.44	合肥百货	1.13	9.72
10	徐家汇	2.00	-3.67	北京城乡	-1.08	6.81
11	新华都	1.69	-	欧亚集团	2.52	5.44
12	友阿股份	1.24	-17.18	大商股份	-8.69	1.11
13	合肥百货	1.13	9.72	三江购物	-4.78	-1.16
14	步步高	-0.69	-39.91	西安民生	16.97	-3.42
15	国际医学	-1.01	12.95	徐家汇	2.00	-3.67
-5	津劝业	-48.16	-27.16	银座股份	-13.40	-82.26
-4	*ST 商城	-25.46	-	东百集团	5.66	-80.03
-3	中兴商业	-18.29	-16.88	新华百货	-1.47	-47.39

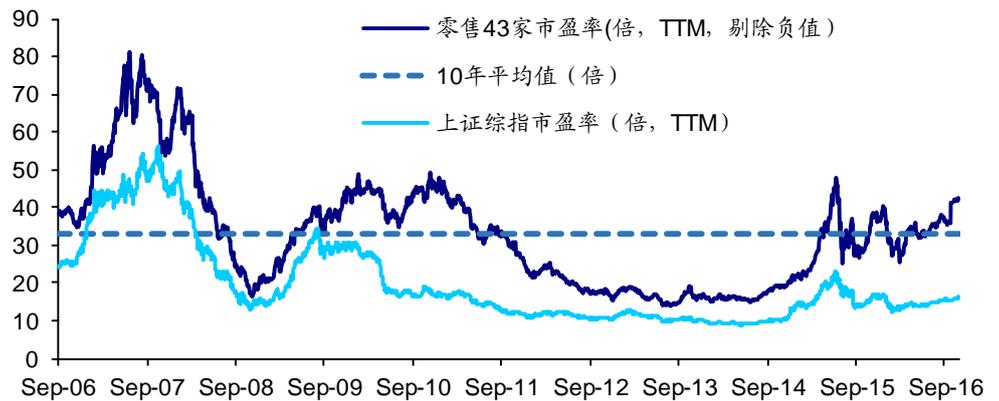
-2	文峰股份	-14.42	-25.13	豫园商城	-11.64	-43.62
-1	银座股份	-13.40	-82.26	步步高	-0.69	-39.91

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 行业估值: 整体估值走高, 基金持仓标配水平

我们以 43 家零售 A 股为样本 (剔除苏宁云商), 分析 PE 估值的变化情况。目前批零行业整体 PE (TTM) 为 42.5 倍, 高于 2006 年至今平均值 (33.2 倍), 估值处于较高水平, 一方面反映了市场对板块未来业绩筑底复苏抱有期待, 另一方面也反映了市场对部分公司转型和整合的预期。

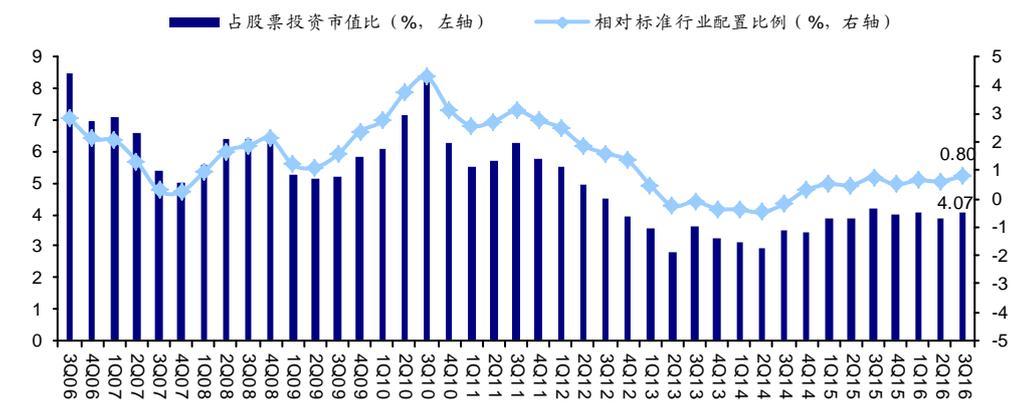
图5 43家零售A股样本整体PE估值变化情况(2006-2016)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

基金持仓方面, 2016 年 3 季度批零行业个股占基金股票投资市值之比为 4.07%, 较二季度增加 0.19 个百分点; 相对标准行业配置高出 0.8 个百分点, 基本处于标准配置水平, 自 2015 年以来较为稳定。

图6 基金对批零行业的持仓情况(3Q2006-3Q2016)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 6 海通批零行业重点公司投资评级、估值及盈利预测 (20161031)

代码	简称	评级	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PS (倍) PB (倍)		收盘价 (元)	目标价 (元)
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	2Q2016		
002091	江苏国泰	买入	78	0.44	0.56	1.48	1.73	32.31	25.38	9.60	8.21	1.06	4.47	14.20	23.09
000759	中百集团	买入	56	0.01	0.36	0.13	0.29	996.55	22.59	61.85	27.96	0.34	1.92	8.21	12.36
600693	东百集团	买入	90	0.05	0.24	0.32	0.35	182.47	41.80	31.32	28.76	5.54	4.94	10.03	13.35
600729	重庆百货	买入	106	0.90	1.36	1.58	1.85	28.76	19.09	16.43	14.03	0.34	2.29	25.99	38.00
600415	小商品城	买入	414	0.13	0.26	0.39	0.51	60.09	29.48	19.40	14.89	5.40	4.29	7.60	11.74
600697	欧亚集团	买入	53	2.04	2.22	2.51	2.93	16.36	15.01	13.31	11.40	0.38	2.66	33.35	44.45
000501	鄂武商 A	买入	116	1.35	1.62	1.87	2.07	14.57	12.11	10.52	9.51	0.66	2.11	19.68	32.50
002251	步步高	买入	111	0.27	0.21	0.23	0.26	51.73	66.50	63.07	53.62	0.72	2.22	14.20	17.74
601933	永辉超市	买入	430	0.06	0.11	0.14	0.17	70.99	39.72	31.50	25.78	0.83	3.50	4.49	6.45
000417	合肥百货	买入	68	0.34	0.38	0.42	0.46	26.01	23.22	20.92	19.11	0.68	1.97	8.75	9.80
600859	王府井	买入	126	0.85	0.72	0.78	0.88	19.11	22.72	20.86	18.51	0.75	1.75	16.28	24.03
000062	深圳华强	买入	187	0.52	0.56	0.65	0.74	49.80	46.38	40.06	34.82	9.20	5.11	25.93	49.90
600858	银座股份	买入	46	0.20	0.35	0.41	0.47	44.63	25.75	21.93	18.94	0.31	1.54	8.90	12.88
600682	南京新百	买入	247	0.44	1.04	1.29	1.59	67.26	28.50	23.14	18.76	1.55	12.16	29.77	55.82
002024	苏宁云商	增持	1043	0.09	0.01	0.02	-0.05	119.51	1290.50	665.85	-247.75	0.66	1.76	11.20	13.87
600280	中央商场	增持	79	0.10	0.47	0.55		70.22	14.84	12.52		0.95	4.69	6.90	16.72
002344	海宁皮城	增持	121	0.49	0.59	0.69		21.96	18.17	15.59		6.51	2.30	10.76	14.07
002697	红旗连锁	增持	80	0.13	0.13	0.15	0.18	44.54	44.03	38.26	32.28	1.46	3.73	5.87	7.25
002419	天虹商场	增持	103	1.51	0.67	0.73	0.82	8.54	19.38	17.69	15.72	0.57	1.93	12.90	15.84
002187	广百股份	增持	47	0.73	0.79	0.89		18.69	17.39	15.42		0.55	1.86	13.68	18.18
002345	潮宏基	增持	89	0.30	0.33	0.38	0.44	34.79	31.72	27.96	24.06	3.30	3.42	10.51	13.20

资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 风险因素

- (1) 消费持续疲软拖累行业需求;
- (2) 国企改革进程不达预期;
- (3) 人工、租金等费用持续上升;
- (4) 转型创新进度的不确定性。

信息披露 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业
王晴 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： 东方时尚, 欧亚集团, 鄂武商 A, 小商品城, 江苏国泰, 宏图高科, 中百集团, 皖新传媒, 永辉超市, 海宁皮城, 步步高, 东百集团, 重庆百货, 潮宏基, 王府井, 合肥百货, 大东方, 红旗连锁, 天虹商场, 茂业商业, 明牌珠宝, 南京新百, 深圳华强, 银座股份, 苏宁云商

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	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;
2. 投资建议的评级标准	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	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;
行业投资评级	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

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
张凤逸(021)23219816 zfy10791@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370 zxw6607@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳 dj11195@htsec.com
李雨嘉 (021)23154136 lyj10378@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李影 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
联系人
王汉超(021)23154125 whc10335@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

电力设备及新能源行业

周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
田源(021)23214119 ty10235@htsec.com
联系人
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
高岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

唐 荼(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 联系人
 马 榕 mr11128@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tl5535@htsec.com
 谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com

机械行业

耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 联系人
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 联系人
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 叶云开(021)23154138 yyk10380@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 联系人
 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 联系人
 蒋 俊 jj11200@htsec.com
 张恒恒(010)68067998 zhx10170@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 夏庐生(010)50949926 xls10214@htsec.com
 联系人
 彭 虎(010)50949926 ph10267@htsec.com
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 lj11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾燕阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 联系人
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 唐 宇 ty11049@htsec.com
 刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 马婷婷 mtt11022@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com

研究所销售团队

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
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
孟德伟(021)23219989 mdw8578@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@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 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com