

证券研究报告—动态报告/行业快评

商业贸易

“两会”关于收入改革议案快评

推荐

(维持评级)

2011年3月4日

个税起征点上调，有益消费

证券分析师： 孙菲菲 0755-82130722 sunff@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码：
 S0980510120031

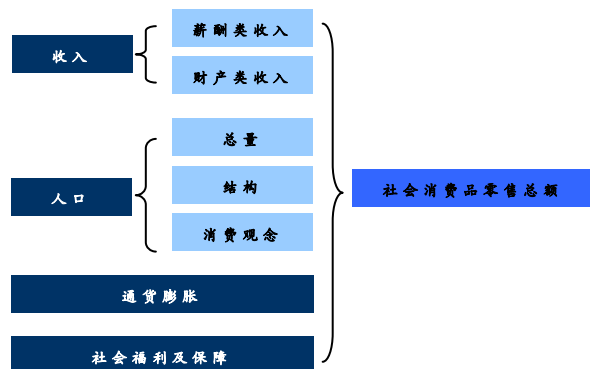
事项：

2011年3月2日，国务院常务会议讨论并原则通过《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》，讨论并原则通过了《中华人民共和国个人所得税法修正案（草案）》，同意提高工资薪金所得减除费用标准，调整工资薪金所得税率级次级距，并相应调整个体工商户生产经营所得和承包承租经营的所得税率级距。我们认为，个税起征点的调高对于低收入群体的作用相当于总收入上升，而收入是消费的引擎，商业股经过充分时间的调整，目前估值及政策环境均具备上涨的基础。重点推荐1) 受益通胀，行业空间广阔的飞亚达及美克股份；2) 成长确定性高、稳定性强、公司治理上乘、已经形成一定规模优势的全国或区域性优秀的零售商：苏宁电器、王府井、鄂武商、友阿股份等；3) 短期内业绩出现拐点，有具有中长期经营管理改善预期的公司：渤海物流、武汉中商、商业城和中兴商业等。

评论：

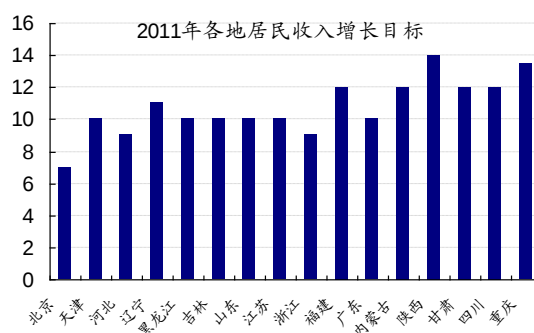
■ 对于低收入群体，起征点上调相当于涨工资，其总收入可望增长。我们认为收入是消费增长的真正引擎，消费崛起依赖于国民收入的增长（见图1）。全国已经结束的地方两会，26个省份将2011年的居民收入增长目标定为10%以上。其中增长目标较高的省份包括陕西14%、重庆13.5%、西藏13%等。

图1：消费市场增长的衡量指标及影响因素



数据来源：国信证券经济研究所

图2：2011年各省居民收入增长目标（%）



数据来源：各地两会新闻、国信证券经济研究所

■ 收入分配改革从“税”突破，低收入群体受益更明显：此次“两会”将聚焦收入分配改革，由个税起征点率先破题。

刚刚通过的《中华人民共和国个人所得税法修正案(草案)》中指出,将提高工资薪金所得减除费用标准,调整工资薪金所得税率级次级距。1980年以来,我国的个人所得税免征额仅仅调整过两次。此次调整方案尚未公布,预计起征点提高幅度在1000~3000元之间。个税起征点的提高对低端收入人群的影响远大于高端收入人群,中国的低收入劳动者人数众多,例如,09年年北京市职工年平均月工资为4070元左右,平均工资以下的低收入群体,在个税总额中的比重明显上升。如果起征点从2000上调至3000元,级差不变,那么可能有1亿人以上劳动人口免缴个人所得税。

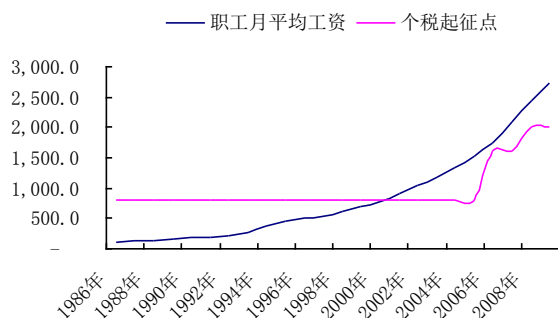
- **低收入群体的消费倾向更高,有利于家电及大众消费品的销售增长:** 此次个税调整作为未来收入分配改革政策的组成部分,预计居民收入水平占GDP的比重将会进入快速上升时期;个人税起征点的提高对低端收入人群影响胜于高端收入人群,而且我国的低收入群体众多,其边际消费倾向也更高,有利于大众消费的销售增长。

表 1: 1980 年后的个税起征点只调整过两次

个税调整时间	1980 年以前	2006 年 1 月	2008 年 3 月	2011E
个税起征点	800	1,600	2,000	3000/5000?
城镇单位在岗职工平均工资	63.5	1,750.0	2,345.0	3139

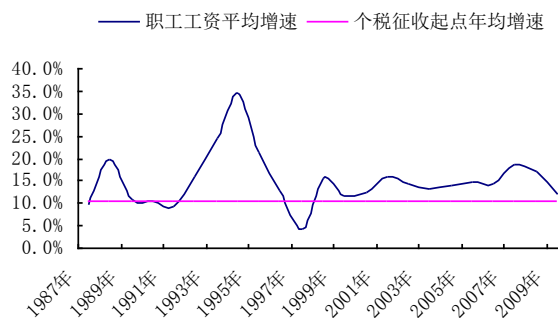
资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所

图 3: 86-10 年职工月平均工资和个税起征点变动



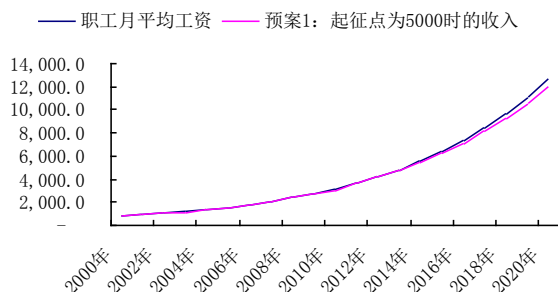
数据来源: 中国人民银行 国信证券经济研究所

图 4: 86-10 年职工工资增速和个税起征点平均增速对比



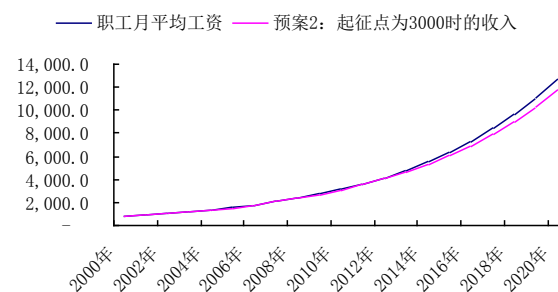
数据来源: 中国人民银行 国信证券经济研究所

图 5: 起征点为 5000 时对个人收入的影响



数据来源: 中国人民银行 国信证券经济研究所

图 6: 起征点为 3000 时对个人收入的影响



数据来源: 中国人民银行 国信证券经济研究所

- **零售行业估值基本合理, 调整时间较长, 估值与政策环境均具备上涨基础及动力:** 近 1 个月来看, 百货、超市、专

营和贸易成份股的涨幅分别为 6%、6%、8%和 10%；但近三个月及六个月的涨跌幅来看，只有贸易子行业股价上涨，百货、超市及专营子行业均呈现下跌趋势（整体法）。目前商业股总体的 2010/11/12 年整体法的 PE 分别为 36 倍、31 倍和 24 倍，对比整体 A 股和沪深 300 的历史水平，溢价率不高。

表 2: 零售贸易行业区间的涨跌幅 (%)

板块名称	近一个月	近三个月	近 6 个月	换手率
GS 百货零售	6.38	-4.97	-6.46	1.01
GS 超市零售	6.2	-3.15	-4.12	1.17
GS 专营零售	7.86	-3.84	-5.98	1.44
GS 贸易 III	9.96	5.64	14.33	1.35

数据来源：国信证券经济研究所

表 3: 零售贸易行业区间的涨跌幅 (%)

板块名称	2009PE	2010PE	2011PE	2012PE
GS 商业贸易	35.9	31.3	23.7	18.8
GS 百货零售	36.1	34.3	25.6	20.3
GS 超市零售	46.5	23.3	18.4	15.1
GS 专营零售	65.4	29.6	21.9	17.2
GS 贸易 II	29.0	35.3	27.5	23.1
全部 A 股	38.8	18.0	14.6	12.3
沪深 300	31.0	15.0	12.3	10.5

数据来源：公司报表 国信证券经济研究所

■ **关注后续收入分配改革政策的动向，维持行业推荐评级：**此次个税修正案的出台加强了我们对未来商业零售行业的良好预期，政策上的方向已经明确，相信此次税收改革作为未来一系列收入分配改革前奏，将会带来居民消费水平的快速提升，我们继续维持原先对行业和公司的判断。目前我们的推荐逻辑及主要个股包括：

- 1) 个税起征点调高，低收入群体更加受益，有利于电器及低端消费品的销售，苏宁电器、通程控股及超市、百货将受益；
- 2) 继续推荐成长确定性高，且稳定性强、公司治理上乘、已经形成一定规模优势的全国或区域性优秀的零售商：苏宁电器、王府井、鄂武商、友阿股份等；
- 3) 继续推荐及关注短期内业绩出现拐点，有具有中长期经营管理改善预期的公司：渤海物流、武汉中商、商业城和中兴商业等
- 4) 近期重点推荐：行业成长空间广阔，且增长速度领先于社零总额的名表经销及品牌家具商——飞亚达及美克股份：

飞亚达的主要投资逻辑：

- a) 名表空间广阔，瑞士 2010 年出口中国名表增长 57%达 10.99 亿元瑞士法郎；
- b) 2010 年新开门店 57 家，同比翻一倍。亨吉利新增门店 48 家，亨联达新增门店 9 家，这是从未有过的开店速度。截止期末，公司共有门店 187 家，其中亨吉利 149 家，亨联达 38 家。名表销售实现收入 14.34 亿元，同比增长 48.48%，毛利率为 23.38%，同比下降 0.41%，毛利率下滑幅度较中报有较大改善；
- c) 2011 年仍有再融资需求，业绩增长有动力；
- d) 产业链收购、网点收购上会继续推进；
- e) 公司网络已经具备，保守预计 2011/12/13 年 EPS 分别为 0.47 元、0.61 元及 0.78 元，对应增速分别为 36%、

31%及 28%。

美克股份的主要投资逻辑:

- f) 家具行业的国内市场销售额从 07 年的 1059 亿元增加到 10 年的 2624 亿元，三年平均增速为 35.5%;
- g) 2010 年底收回美克美家 49% 股权，连锁业务全部进入公司，具备了充分释放业绩的基础。公司的核心竞争力是品牌与服务。开店提速，2010 新店 7 家，2011 年预计开店 15 家。2010 年首次提价后，提价空间仍很大，假设 2011 提价 15%，直接提升 EPS 为 0.15 元（半年）。
- h) 产业链收购、网点收购上会继续推进，
- i) 公司网络已经具备，保守预计 2010/11/12 年 EPS 分别为 0.13 元、0.35 元及 0.65 元，对应增速分别为 162%、86%及 30%。

重点公司业绩预测见下表。

表 4: 国信重点关注公司的盈利预测表

代码	名称	行业	股票价格	EPS				P/E				BPS	P/B	投资评级
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E			
002024	苏宁电器	零售	13.8	0.41	0.56	0.72	0.90	33	24	19	15	3.12	4.4	推荐
600859	王府井	零售	43.9	0.98	1.01	1.58	1.96	45	43	28	22	7.20	6.1	推荐
002277	友阿股份	零售	23.5	0.77	0.65	0.85	1.10	31	36	28	21	7.76	3.0	推荐
600337	美克股份	零售	11.5	0.07	0.13	0.35	0.65	165	89	33	18	2.72	4.2	推荐
000026	飞亚达 A	零售	17.4	0.28	0.33	0.47	0.61	62	53	37	29	2.87	6.1	推荐
000889	渤海物流	零售	9.6	-1.76	0.09	0.25	0.32	-5	106	38	30	1.86	5.2	推荐
600306	商业城	零售	14.8	0.01	0.01	0.20	0.60	1186	1483	74	25	2.64	5.6	推荐
000785	武汉中商	零售	10.9	0.21	0.27	0.50	0.69	52	40	22	16	2.41	4.5	推荐
000501	鄂武商 A	零售	18.9	0.47	0.60	0.75	0.92	40	31	25	21	2.78	6.8	推荐
000419	通程控股	零售	10.0	0.16	0.30	0.49	0.62	63	33	20	16	2.19	4.6	推荐
000715	中兴商业	零售	13.7	0.33	0.20	0.60	0.78	41	68	23	18	3.45	4.0	推荐
000061	农产品	零售	17.7	0.11	0.55	1.14	1.34	161	32	16	13	3.75	4.7	推荐
600327	大厦股份	零售	11.6	0.57	0.46	0.56	0.68	20	25	21	17	2.76	4.2	推荐
600723	西单商场	零售	12.7	0.07	0.38	0.54	0.65	172	33	24	20	2.64	4.8	推荐
000759	武汉中百	零售	13.7	0.31	0.38	0.45	0.52	44	36	30	26	3.07	4.5	推荐
600785	新华百货	零售	27.9	0.92	1.30	1.50	1.70	30	21	19	16	4.95	5.6	推荐
601933	永辉超市	零售	29.0		0.40	0.59	0.88		73	49	33	1.60	18.2	推荐
002419	天虹商场	零售	46.9		1.20	1.57	2.04		39	30	23	2.58	18.2	推荐

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。