

疯狂过后 理性回归 看淡 2 月份市场

— 元旦消费数据分析及行业前景判断

陈慧

86-22 2845 1135

chenhui@bhq.com

本报告导读：

➢ 因为促销，所以疯狂

➢ 因为透支，所以看淡

事件：

元旦全国千家核心商企零售额同比增 13%。促销是主因，疯狂过后存隐忧，看淡 2 月份的消费市场。

分析：

1. 解读数字

整体——元旦全国千家核心商企零售额同比增 13%。

主要地区——北京同比增 16%、广州增 15%、重庆 50%以上、上海 35.6%、南京 30%。

2. 前景判断

因为促销，所以疯狂——大力度打折拉升了很大的销量

风光背后，难掩尴尬——仔细分析后发现，平均每位客人的客单价其实是下降的，客单价正说明了消费者的消费信心和支出能力。

因为透支，所以看淡——似乎消费者在近期透支了此后一两个月的消费额度，因此看淡未来两个月的消费市场。

3. 行业观点

2009 年不存在行业上的整体机会，但一些短期的交易性机会仍然存在——如果宏观经济不出现根本性的好转，居民对可支配收入降低的预期就不会改变，紧缩开支静待消费者信心恢复就是 09 年的主旋律。消费券（如果能推出）推出前后，可能对以民生用品为主的超市带来利好题材，从而带动整个板块行情的又一次小规模启动

4. 投资策略

简单的理由——春节搓月，数据同比令人兴奋！

假期及政策刺激——消费券一旦推出，交易性机会可能存在、春节因素

超市——09 年长期配置的品种，

百货——精选个股更重要

仍然重点推荐武汉中百、合肥百货、友谊股份、小商品城。可关注华联综超、西安民生、银座股份。

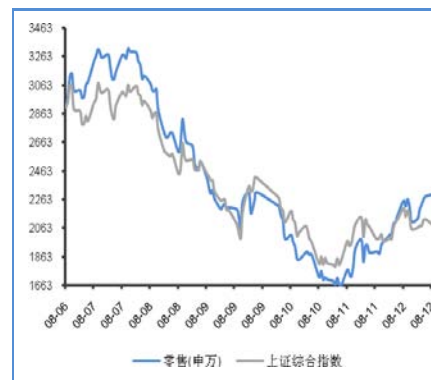
请务必阅读正文之后的免责条款部分

行业评级：

子行业名称	评级
百货零售	买入
专业连锁	买入
商业物业经营	中性

推荐公司

合肥百货	买入
小商品城	中性
友谊股份	买入
武汉中百	买入



相关报告

《商业行业 12 月月报——调高评级、精选百货、标配超市》

行业分析

1. 数字通报——元旦消费红火一片

元旦全国千家核心商企零售额同比增 13%

据商务部监测，元旦期间，居民消费热情不减，各地日用消费品市场销售平稳较快增长，全国千家核心商业企业零售额同比增长 13%，迎来开门红。元旦市场的整体呈现如下特征：1) 促销活动丰富多彩；2) 经济实惠型商品走俏；3) 大众餐饮市场红火；4) 生活必需品总体价稳。各地市场看：

——北京：两千余商家元旦进账 10.8 亿 增 16%

节日三天的商品销售额比去年同期增长 16%。其中，百货商场同比增长 14.3%，超市同比增长 18.5%，餐饮同比增长 17%。

商家促销明折明扣

北京各大商场大多采取明折明扣的促销方式让利消费者，折扣从去年节日期间 6-7 折，降到今年的 3-5 折，服装销售的整体水平与去年同期相比有明显提高。贵友大厦、当代商城、北京庄胜崇光百货商场、长安商场等商场内顾客盈门，节日期间销售增幅分别为 65.7%、51.7%、34.3% 和 33%。(联商网)

——广州 80 家主要零售企业元旦销售 11 亿，同比涨幅 15% 左右

广州市经贸委数据显示，在“广州迎新年欢乐购物嘉年华活动”带动下，元旦期间，参与嘉年华活动的 80 家主要零售企业销售创 11 亿元，同比增长 15% 左右。

元旦假期，各类家电企业同时举行嘉年华“家电欢乐购”新品推介促销，家电销售增长突出。据不完全统计，国美销售 2.91 亿元，同比增长 40.6%，苏宁销售超 3 亿元，同比增长 60%。广百、友谊两大百货公司的家电销售同比亦有增长。彩电类销售占比最高，达 4 成，当中以 37 寸、42 寸以上 7000 元至 1.5 万元的平板电视为市场热销品种；手机、数码产品、电脑等 3C 类电器销售增幅最大，居各品类销售增幅首位。据广州国美统计，上述 3C 电器销售同比增长 186%。

与此同时，全市各主要大型百货联合供应商采取大幅度优惠措施，让利大于往年，吸引众多消费者。据不完全统计，广州市主要大型百货企业元旦节日三天销售 2.78 亿元，同比增长 31%。其中：广百 10428 万元，增 36%；天河城 5500 万元，增 45%；友谊 4051 万元，增 10%；新大新 2500 万元，增 20%；摩登 2380 万元，增 50%；王府井 2105 万元，增 15%；新光百货销售 923 万元，增 50%。(中华商业信息中心)

——重庆 5 大商圈元旦消费井喷 3 天卖了 15 亿，同比增长 50% 以上

重庆市商委的监测统计称,在 2009 年元旦假期,解放碑、观音桥、南坪、沙坪坝、杨家坪等主城 5 大商圈和全市 20 余家重点商贸企业的零售总额超过 15 亿元。这三天,主城五大商圈和重点商贸企业实现销售额近 15 亿元,与去年同期相比增长 50% 以上。

商社集团销售额增长了 67.2%;太平洋、王府井等销售增长了 90%;美美、重百、新世纪等销售额均是平日同时段的 5-8 倍。餐饮企业的营业额普遍增长在 20% 以上。
(中华商业信息中心)

——新年 3 天上海商场进账 21.73 亿,创多个销售记录,同比增长 35.6%

从上海市商务委获悉,上海市 19 个区县经委和主要商业集团联合抽样调查,2008 年 12 月 31 日至 2009 年 1 月 3 日,全市 314 家大中型商业企业 4 天共实现营业收入 26.95 亿元,同比增长 26.1%,销售增速超过了 2008 年春节的 20.5%、“五一”节的 22%、国庆节的 20.1%,销售规模创 1999 年实行岁末、元旦市场销售统计制以来的历史新高。实现了 2009 年市场销售“开门红”。

据统计,2008 年岁末和 2009 年 1 月 1-3 日,上海商业分别实现营业收入 5.22 亿元和 21.73 亿元,其中,12 月 31 日全市商业销售额同比下降 14.2% (因 2007 年岁末放假,而 2008 年岁末未放假),元月 1-3 日销售额同比增长 35.6%,分解到每一天,元月 1 日、2 日、3 日分别同比增长 25.3%、82.9%、48.7%;

从统计来看,本市百货行业销售增势强劲。第一八佰伴、新世界城、市百一店、东方商厦徐汇店 4 天分别实现销售 2.93 亿元、1.02 亿元、4456 万元、9587 万元,同比分别增长 253.4%、55.9%、33.7%、15.8%;百联集团 26 家百货商厦实现销售 6.7 亿元,同比增长 30.6%。浦东第一八佰伴创造了全国单日单店销售最高纪录,南京路、徐家汇、淮海路众多商圈的商业龙头企业也纷纷打破了各自的单日销售历史最高纪录。

本市标准超市、大卖场、便利店分别实现销售同比增长 21.9%、16% 和 4.3%。从联华超市公司获悉,元旦期间联华遍布全国的超市卖场生意兴隆,购销两旺,1 月 1 日实现销售 1.22 亿元,同比增长 20%;1 月 2 日销售 1.01 亿元,同比增长 60%。快客便利店业态销售增长尤其突出,每天销售超过 500 万元,同比增长 30% 以上。

电器卖场方面,永乐生活 27-31 日和 1-3 日两个销量阶段,销售额同比增长 40%,其中平板彩电和手机、数码、电脑等 3C 产品增长明显。(焦点商铺网、东方早报)

——南京各大商场元旦期间销售同比增 30%

南京的大型百货商场和家电卖场销售额同比平均增幅都在 30% 左右,九家主要大商场的三天销售额接近 2 个亿。

薄利多销:让利激发消费热情

各商家元旦前后的营销活动，均体现了薄利多销这一特点。拿百货商场来说，从一个月前的送券到元旦时的直减现金，商品的打折力度基本上都已在 4 折、5 折左右，“诱惑”不可谓不大。三天假期，光是新百、中央商场两家商场的销售额相加就近亿元。

理性消费：经济实惠型商品俏销

在“开门红”的背后，我们注意到这样一个事实：与往年相比，今年俏销的多是些经济实惠型商品。

中小尺寸的平板彩电热销是最有说服力的例子。据五星相关负责人介绍，以前每逢假期都是大尺寸平板彩电唱大戏，而在这个假期，平板彩电热销的尺寸集中在 32 英寸、40 英寸等中小尺寸上，“这是因为受金融危机的影响，人们对于大尺寸平板的购买力有所减弱，而更倾向于 32 英寸、40 英寸、42 英寸。这说明市民的消费心态更趋理性。”

当然，价格也是主要因素之一。今年元旦，32 英寸平板价格首次跌到 2180 元，基本上等同于两年前人们购买一台传统彩电的价格，此番降价极大突破了人们的心理底线，刺激消费急速上升。而在去年同期，一台 32 英寸平板的价格还在 4000 元以上。（联商网）

2. 前景判断—因为促销，所以疯狂。因为透支，所以看淡

此前受消费紧缩影响，销量萎靡不振，各商家纷纷利用节日大力促销，促销力度空前大。疯狂促销的作用是立竿见影的，表现为以上各地区的销售增速。

但疯狂过后的隐患值得我们关注。消费类企业近期业绩大幅提升，是因为大力度打折拉升了很大的销量。可是我们仔细分析后发现，平均每位客人的客单价其实是下降的，客单价正说明了消费者的消费信心和支出能力。在假日消费战的表面风光下，却隐藏着客人实际消费走低的尴尬！

不少百货业者和卖场超市也都表示了类似的看法。商品价格大幅下降，正是由于去年第三季度以来消费者信心走低所致。元旦以及月底即将到来的春节，两剂消费“强心针”并不能掩盖客单价走低的事实。

令从业者担心的是春节之后，进入 2009 年 2 月中下旬后的商业消费。大幅打折、降价毕竟不是常态，回归正常价格后，习惯了“非对折不买”的消费者会如何对待购物？虽然在 2 月份之后，还会有部分种类商品单一促销，不过力度肯定小于现在。长远来看，我们对市场整体还是有所忧虑的，似乎消费者在近期透支了此后一两个月的消费额度。

从业者的担忧不无道理。2008 年三季度 42 家商业百货类上市公司净利润同比下滑 14%。在当前经济形势下，充沛的现金流对于企业来说意义更加重大，商场通过加

大折扣力度确实一定程度上刺激了消费，对加大销售额、回笼资金起到很大作用。但打折对消费只能起到短期的刺激作用，消费环境的真正改善还有待消费者可支配收入的稳定提高和消费信心的逐步恢复。

中国连锁经营协会会长郭戈平表示，零售业是从 2008 年三季度开始显现走低态势，但这并非最低谷，根据行业预测，2009 年第一季度可能会是零售业“冬天”真正来临的时刻。

3. 重述月报观点

我们在 12 月份月报的时候，把商业行业评级由上个月的“中性”调高为“买入”。我们的理由是基于短期因素的影响，即：

……预计圣诞、元旦、春节临近，商业类公司的销售将环比有所提高，股票也能迎来一个阶段性的年底行情，调高行业评级至“买入”。由于气候的变化和年底因素，区域垄断性较强的、定位中低档百货公司可能表现好于行业平均。因此调高百货业态的投资评级“买入”，精选个股更为重要。

我们认为超市是 09 年，特别是上半年都要配置的品种。随着提高低收入阶层政策的兑现和农民增收的实现，我们判断，这部分新增消费群体将走进超市而不是百货。而如果政府一旦实施第二套刺激消费方案，以民生用品为主超市业态比百货将更加受益。因此我们判断超市业态的景气期要长于百货。仍然维持超市业态投资评级“买入”。

我们仍然重点推荐武汉中百、合肥百货、友谊股份、小商品城。可关注华联综超、西安民生、银座股份……

但是，我们也强调了对行业的中长期看法，即：“由于宏观经济走缓，企业利润滑坡，失业率上升，导致居民对未来普遍持有谨慎预期。因而，减少消费就是一个正常的结果。”

以上几段文字想表达的观点就是：如果宏观经济不出现根本性的好转，居民对可支配收入降低的预期就不会改变，紧缩开支静待消费者信心恢复就是 09 年的主旋律。因此 2009 年不存在行业上的整体机会。但一些短期的交易性机会仍然存在，例如消费券（如果能推出）推出前后，可能对以民生用品为主的超市带来利好题材，从而带动整个板块行情的又一次小规模启动（远有日本实证、近有台湾实证）。再或者是其他的能够直接刺激消费的政策。

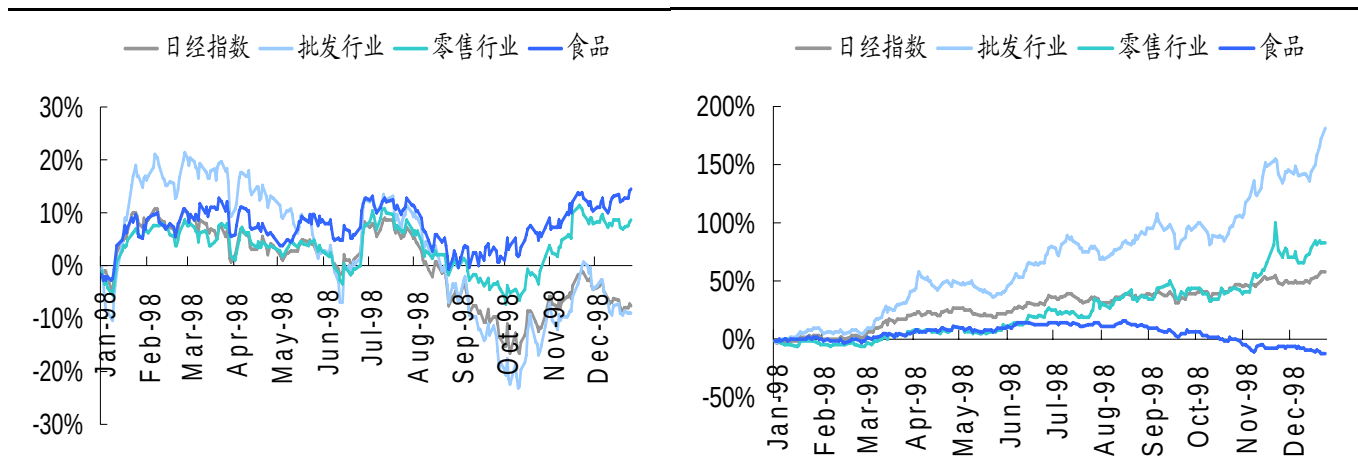
日本借鉴：消费券发放支持相关行业强于大盘

刺激消费政策的出台在对消费产生刺激作用的同时，还将直接促使相关上市公司股价的上涨，回顾日本消费券发放对行业指数的影响我们发现：1998 年 4 月消费券

政策实施当年商业以及食品行业均出现强于指数的阶段性情况，就行业而言，对于政策的预期使得批发行业率先启动，而后随着政策效应的逐渐显现零售以及食品行业逐渐走出超越市场的行情；另外，从 1999 年的指数走势来看与消费密切相关的商业板块的涨幅更是明显超越市场（这可能是因为 IT 泡沫所导致的牛市行情对消费券政策效应产生了放大效应）。由此我们认为，消费券政策的实施将对相应上市公司股价产生推动作用，而且该作用在股指向上的牛市行情中更为明显。

图 1：消费券发放促使日本消费行业表现强劲

图 2：IT 泡沫下消费券政策效果显著



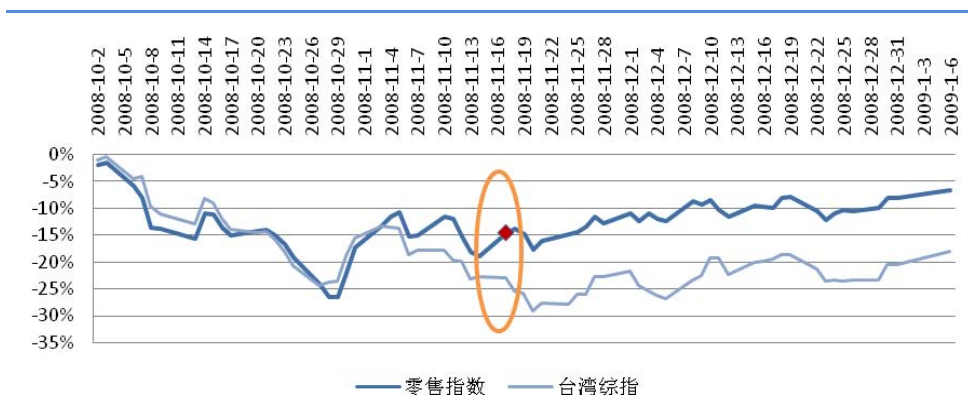
注：上两图中数据均为年内各指数累计涨幅

资料来源：彭博资讯，渤海证券研究所

台湾：

台湾媒体报道，为因应经济不景气，台当局“经建会”初步规划拟发消费券给中低收入者，将以台湾居民为对象，发放消费券。消费券的发放规则尚不完全明了，传言是仅适用家庭年所得 120 万元以下者；至于每户发放金额，在 1 万元与 1.5 万元两种方案中“二选一”。该方案预计在岛内至少有 500 万户家庭可以受惠，占岛内总家庭数的 88%。由于市场预期民生用品将成为消费券的消费主轴，11 月 17 日，食品类股在此利多的激励下，呈现全面劲扬格局，类股指数涨幅也高居八大类股第二，百货股中多只涨停。

图 3：受消费券政策预期影响，零售指数涨幅较大

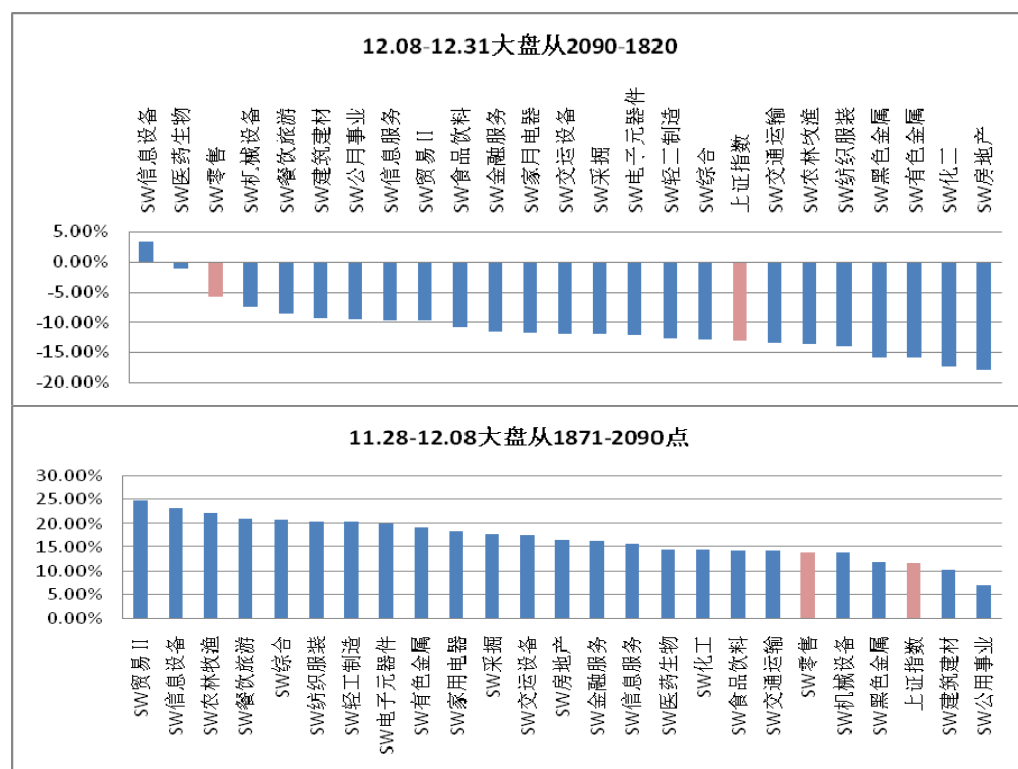


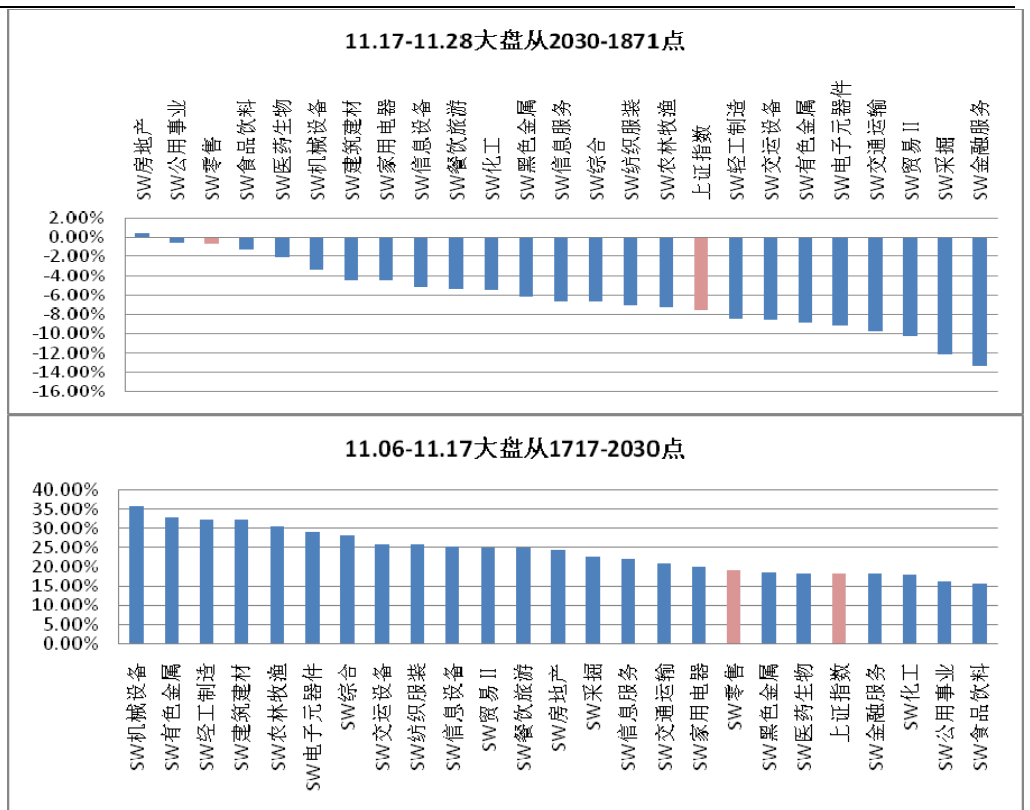
4. 投资策略与股票池

元旦的数据超出了很多投资人和从业者的预期，奠定了 09 年 1 月份消费数据的良好开端，相信，春节黄金周会再一次“红火”一把。但无论是节假日行情也好、消费券/个税起征点提高也好，都是短期机会。行业面上依然有赖于宏观经济的好转。

我们调高 1 月份行业评级还有一个最简单的理由，就是由于春节搓月因素，1 月份的宏观消费数据会比较好看，而 2 月份会很难看。

统计板块涨跌幅还总结出，自大盘 1664 点触底以后，防御类板块和强周期板块一般都是交错上升。在大盘下跌时往往防御性板块涨幅较好，而大盘上涨时，通常周期性板块涨幅较大。12 月份零售板块整体涨幅较大，对 09 年 1 月份零售板块上涨形成了抑制力。但我们认为 1 月份还有春节的刺激和可能出台的消费券等政策预期（春节前推出的意义更大，所以预期可能在春节前推出），因此我们仍然看好行业。





资料来源：wind

经过本轮反弹，国内零售股的估值又高于海外和香港市场了。其中，差距较大的是超市：09年A股估值20倍、港股10倍、海外13.5倍。百货的估值水平AH股正在接近。

表 1: A、H、海外市场行业估值水平比较

	A 股	H 股	海外
超市	20.33	9.95	13.52
百货	17.56	11.79	22.84
家电连锁	15.22	2.07	11.54

资料来源：Bloomberg

我们仍然重点推荐武汉中百、合肥百货、友谊股份、小商品城。可关注华联综超、西安民生、银座股份。

表 1: 股票池

股票简称	股价		EPS			PE	
	1.6	08E	09E	10E	08E	09E	10E
合肥百货	8.72	0.34	0.47	0.6	25.65	18.55	14.53
小商品城	51.07	1.64	2.1	2.48	31.14	24.32	20.59
友谊股份	9.87	0.51	0.64	0.79	19.35	15.42	12.49
武汉中百	9.44	0.32	0.42	0.46	29.50	22.48	20.52

资料来源：渤海证券研究所

表 2：零售公司估值国际比较

证券代码	证券简称	股价	EPS				PE		
			2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
002251	步步高	43.5	1.314	1.81	1.568	2.1	24.03	27.74	20.71
002264	新华都	19.2	0.9118	0.65	0.88	1.12	29.54	21.82	17.14
600827	友谊股份	9.87	0.7137	0.51	0.64	0.79	19.35	15.42	12.49
600361	华联综超	6.75	0.4154	0.402	0.476	0.457	16.79	14.18	14.77
000759	武汉中百	9.44	0.38	0.32	0.42	0.46	29.50	22.48	20.52
平均							23.84	20.33	17.13
0814	北京京客隆	2.81	0.319	0.437	0.528	0.63	6.43	5.32	4.46
0980	联华超市	9.7	0.2058	0.658	0.746	0.87	14.74	13.00	11.15
1832	时代零售	2.03	0.049	0.198	0.249	0.307	10.25	8.15	6.61
8277	物美商业	5.8	0	0.386	0.435	0.493	15.03	13.33	11.76
平均							11.61	9.95	8.50
CA FP	CARREFOUR SA	28.865	2.2539	2.68	2.707	2.885	10.77	10.66	10.01
WMT US	WAL-MART STORES	56.52	0.71	3.117	3.451	3.71	18.13	16.38	15.23
平均							14.45	13.52	12.62
002024	苏宁电器	17.2	0.5083	0.81	1.13	1.43	21.23	15.22	12.03
0493	国美电器	1.12	0.055	0.202	0.221	0.246	5.54	5.07	4.55
BBY US	BEST BUY CO INC	30	0.55	3.064	2.6	2.275	9.79	11.54	13.19
平均							12.19	10.61	9.92
600694	大商股份	18.17	1.0333	0.994	1.249	1.619	18.28	14.55	11.22
600859	王府井	20.03	0.678	0.866	1.052	1.35	23.13	19.04	14.84
002187	广百股份	18.16	0.89	0.883	1.093	1.3	20.57	16.61	13.97
600729	重庆百货	15.26	0.494	0.8	1.07	1.17	19.08	14.26	13.04
600785	新华百货	11.15	0.4429	0.718	0.86	1	15.53	12.97	11.15
000987	广州友谊	11.59	0.5321	0.693	0.917	1.175	16.72	12.64	9.86
600697	欧亚集团	14.6	0.4896	0.656	0.84	1.113	22.26	17.38	13.12
600858	银座股份	16.1	0.5667	0.373	0.48	0.565	43.16	33.54	28.50
600327	大厦股份	6.27	0.258	0.399	0.544	0.746	15.71	11.53	8.40
600693	东百集团	9.07	0.225	0.365	0.439	0.515	24.85	20.66	17.61
600631	百联股份	8.52	0.32	0.35	0.43	0.52	24.34	19.81	16.38
600628	新世界	7.2	0.2879	0.353	0.463	0.585	20.40	15.55	12.31
000501	鄂武商 A	5.37	0.2	0.336	0.447	0.523	15.98	12.01	10.27
000417	合肥百货	8.72	0.2714	0.34	0.47	0.6	25.65	18.55	14.53
600415	小商品城	51.07	1.4503	1.64	2.1	2.48	31.14	24.32	20.59
平均							22.45	17.56	14.39
0178	莎莎国际	1.89	0.066	0.191	0.206	0.217	9.90	9.17	8.71
0825	新世界百货中国	4.35	0.14	0.248	0.327	0.395	17.54	13.30	11.01
0848	茂业国际	0.86	0.1	0.124	0.153	0.208	6.94	5.62	4.13
1833	银泰百货	2.26	0.1137	0.283	0.271	0.341	7.99	8.34	6.63
3308	金鹰商贸	5.32	0.1124	0.342	0.374	0.461	15.56	14.22	11.54
3368	百盛集团	8.98	0.134	0.362	0.447	0.531	24.81	20.09	16.91
平均							13.79	11.79	9.82
TGT US	TARGET CORP	36.14	0.57	26.04	22.942	21.33	1.39	1.58	1.69
COST US	COSTCO WHOLESALE	52.29	0.6	2.918	2.924	3.159	17.92	17.88	16.55

KR US	KROGER CO	26.67	0.37	1.698	1.908	2.116	15.71	13.98	12.60
SHLD US	SEARS HOLDINGS	41.32	0.03	5.345	0.571	-0.124	7.73	72.36	
JCP US	J.C. PENNEY CO	21.52	1.18	4.651	2.565	1.166	4.63	8.39	18.46
	平均						9.47	22.84	12.33

资料来源: Bloomberg 渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15% ~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn