

零售业：消费 V 型反转态势确立

——6 月份零售业宏观数据解读

报告关键点：

- 维持领先大市的行业评级。
- 推荐苏宁电器、武汉中百、广州友谊等个股。

报告摘要：

- 限额以上企业零售额剔除汽车和投资品后的普通商品增速，6 月份增速微有下滑，但依然维持在 20% 以上，考虑到端午节假期的前置影响，这一数据依然显示了终端消费的快速上升。
- 剔除投资品和汽车后的限额以上零售企业的零售增速，08 年 10 月份快速下滑，其后连续 7 个月低位徘徊，09 年 4 月份开始反弹，目前已经连续两个月维持在 20% 以上，并且 5、6 月份的数据的同期基数依然较高（均在 19% 以上），考虑到下半年基数的下滑，我们认为，我们所关注的零售业的零售增速 V 型反转态势已然确立，目前在右侧的偏中上部位置。
- 超市主营品类中，日用品名义和实际增速分别达到 31% 和 28%，已超出 08 年平均水平。食品类受限于物价指数，名义增速仍未走出低谷。
- 服装和化妆品物价指数平稳，实际增速和名义增速在 09 年初反弹以来，近几月增长都在 20% 以上，且处在历史平均水平附近，表明消费已经基本恢复正常（6 月份略有下探，也是受到了端午小长假前移的影响，不改变稳定增长的态势）。金银珠宝在经历了 5 月份较大的促销和婚庆高峰以及低基数导致的高增长后，6 月份增长回归平均水平，但名义增速依然达到了 22%，实际增速 35% 以上。金银珠宝价格看涨，下半年有望维持高增长态势。
- 家具、建筑装饰材料增速保持高位，6 月份分别同比增长 48% 和 80%；家电消费 4 月份提速，从年初的 5% 左右提升到 7% 以上，5、6 月份分别为 14.88% 和 14.78%，且实际增速均在 23% 以上。考虑到 6 月份端午节前置和家电消费对节日调整的敏感性，6 月份的家电消费数据其实是非常令人满意的。
- 我们看好零售行业的一个理由就是通货膨胀预期，但是 6 月份的物价指数继续下滑，并影响了零售的增长。商品零售价格指数的下滑幅度要高于消费价格指数，并且差距进一步扩大。5、6 月份，商品零售价格指数分别为 -1.9%、-2.3%。
- 我们认为，目前是物价指数的低位，4 季度物价指数将转正。明年通货膨胀预期依旧较强。从企业层面了解的情况看，空调等家电的价格和出货量 6 月份同比均转正，液晶电视的价格也基本企稳。另外，在全球宽松货币政策的推动下，全球商品市场价格上涨压力较大，并已有所体现，通过传导效应，制造业产品价格面临上涨压力。
- 维持领先大市的行业评级。我们相信，不迟于 4 季度，零售股将会有较好表现。主要原因依旧是：消费基本面的改善、物价逐步走出低谷、企业费用严格控制等带来的业绩稳定增长。我们近期对多家上市公司的调研进一步坚定了我们的信心。企业表示，进入 5-6 月份，促销力度大幅减少，而销售却回升显著。同时，基于宽松的货币环境和较为乐观的预期，多家企业的扩张也显得更加积极。
- 个股方面，依然建议关注家电龙头企业苏宁电器，其将受益于家电消费的回暖和市场空间的提升，预计中期业绩增长 15% 左右，全年增长应在 30% 以上，下半年，苏宁将有较多利好消息释放，如股权激励、全新电子商务平台的启动等；超市企业中推荐最具估值优势、并且在区域市场竞争力优势最为明显且区域市场空间依然较大的武汉中百，我们预计在上半年整体物价指数不利和同期基数较高的情况下，中期业绩增长依然可以达到 18% 左右，全年业绩增长接近 30%；百货类是上半年股价反弹最为明显的，我们建议关注弹性较大并且扩张更为积极的广州友谊、以及具有资产注入概念的个股，如重庆百货等。

零售业

上次评级

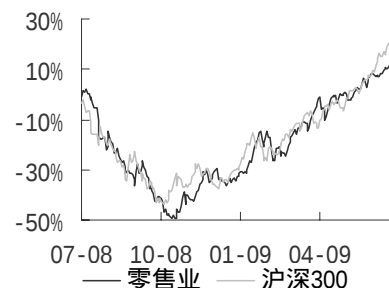
领先大市-A

领先大市-A

报告日期

2009-07-22

12 个月行业表现



研究员

吴美萍

高级行业分析师

021-68765936

wump@essence.com.cn

储丽雯

助理行业分析师

021-68765335

chulw@essence.com.cn

前期研究成果

- 零售业：消费明显回暖 通胀预期增强
2009-06-19
- 零售业：消费明显回暖
2009-05-26
- 零售业：增长亮点显现 两极分化加剧
2009-04-03

1. 6 月份零售业数据解读：V 型反转态势确立

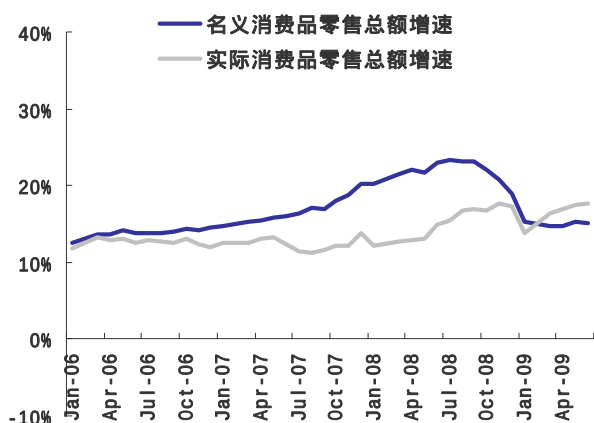
1.1. 小长假提前影响 6 月份零售额增速，不改持续反弹趋势

1.1.1. 总量数据增长缓慢上升，市级消费品零售总额增长反弹明显

名义社会消费品零售总额 5、6 月份分别同比增长 15.3%、15.02%，扣除物价指数后，实际同比增长分别为 17.45%、17.74%。统计局公布的零售额数据未经季调，考虑到今年端午小长假前移到 5 月份，6 月份总量数据增速仍然未改上升趋势。

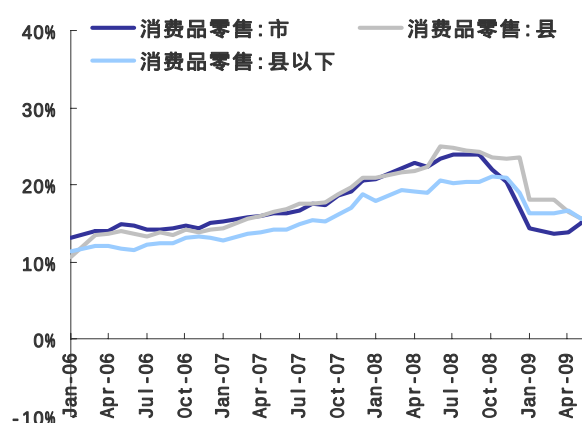
从全国范围内统计的市、县、县级以下零售总额增速（1、2 月份数据合并剔除了春节因素），市级层面零售额增速下滑幅度较大，4 月份增速企稳后，反弹较为明显。

图 1 社会消费品零售总额增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 2 市、县、县级以下零售总增速

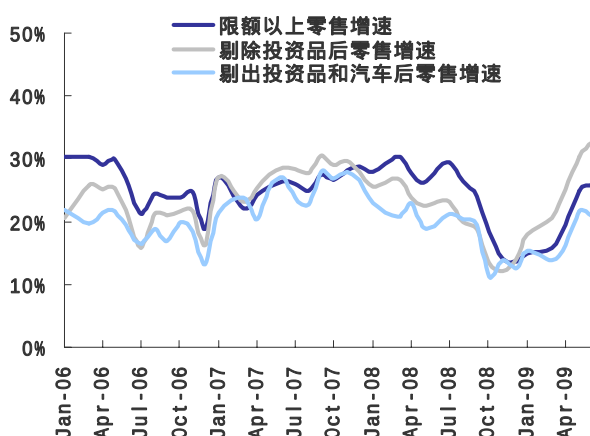


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

1.1.2. 剔除投资品和汽车后：V 型反转态势确立

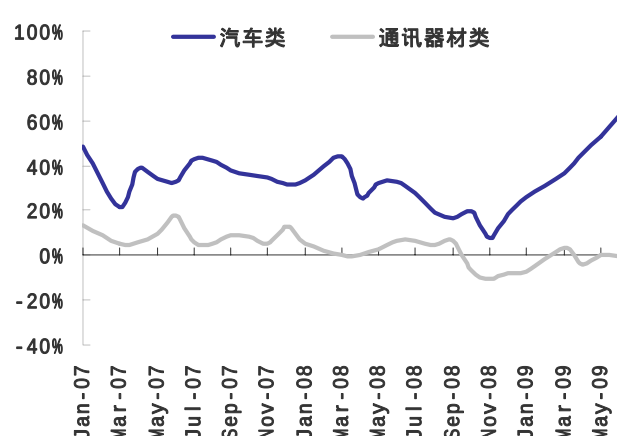
限额以上企业零售额剔除汽车和投资品后的普通商品增速，受到端午小长假前移的影响，6 月份增速微有下滑，但依然维持在 20% 以上，考虑到端午节假期的前置影响，这一数据依然显示了终端消费的快速上升。

图 3 限额以上零售企业零售额增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 4 限额以上企业耐用品零售总额增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

另外，观察时间序列数据（图 3、图 4），我们可以明显看到，剔除投资品和汽车后的限额以上零售企业的零售额增速，08 年 10 月份快速下滑，其后连续 7 个月低位徘徊，09 年 4 月份开始反弹，目前已经连续两个月维持在 20% 以上。并且 5、6 月份的数据的同期基数依然较高（均在 19% 以上），考虑到下半年基数的下滑，我们认为，我们所关注的零售企业的零售额增速 V 型反转态势已然确立。

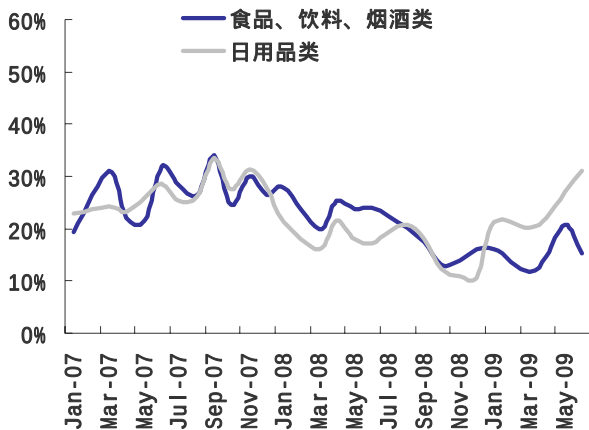
1.2. 分类商品增长：日用品、百货类商品和耐用品增长态势良好

1.2.1. 超市类商品：食品增速依然受限于价格指数

超市主营品类食品、饮料和日用品类中，日用品名义和实际增速上半年增长都比较明显，6 月份名义增速和实际增速分别达到 31%和 28%，已经超出了 08 年的平均水平。

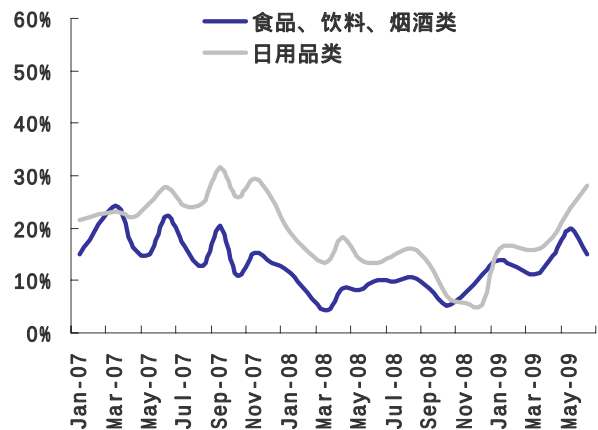
食品类实际增速整体波动并不大，但是受限于物价指数，名义增速仍未走出低谷。

图 5 限额以上企业零售额名义增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 6 扣除物价指数后的实际增速

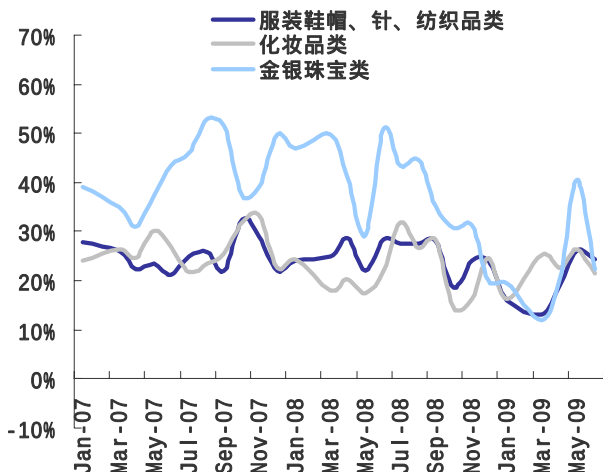


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

1.2.2. 百货类商品：服装化妆品基本回归历史平均水平

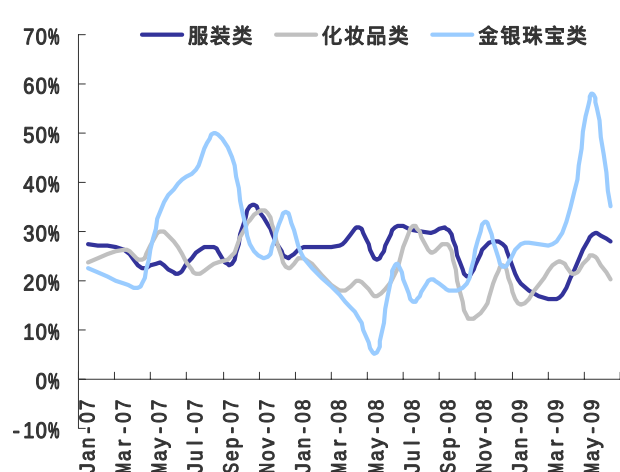
百货类主营产品中，服装和化妆品物价指数平稳，实际增速和名义增速在 09 年初反弹以来，近几月增长都在 20%以上，且处在历史平均水平附近，表明消费已经基本恢复正常，6 月份略有下探，也是受到了端午小长假前移的影响，不改变稳定增长的态势。金银珠宝在经历了 5 月份较大的促销和婚庆高峰以及低基数（去年 5.12 地震抑制了需求）导致的高增长后，6 月份增长回归平均水平，但名义增速依然达到了 22%，实际增速 35%以上。金银珠宝同比零售价格自 4 月份开始回升，我们认为金银珠宝下半年零售额同比增长将保持逐步上升的趋势。

图 7 限额以上企业零售额名义增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 8 扣除物价指数后的实际增速



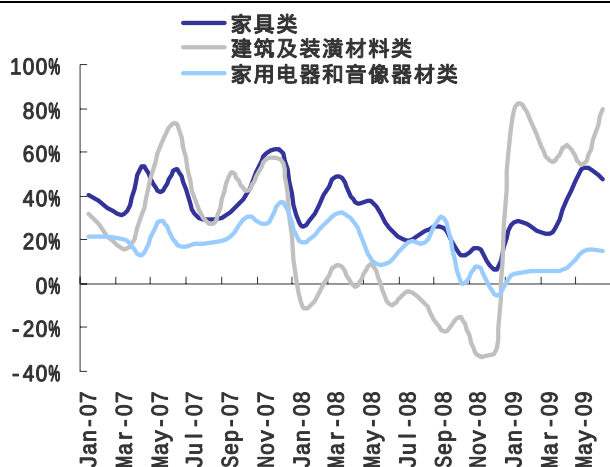
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

1.2.3. 耐用品增速：家具建材保持高位，家电消费稳步上升

08 年上半年开始家具、建筑装潢材料增速就快速下降，受益于地产交易因此今年以来同比增速上升比较明显，6 月份分别同比增长 48%和 80%；家电消费 4 月份提速，从年

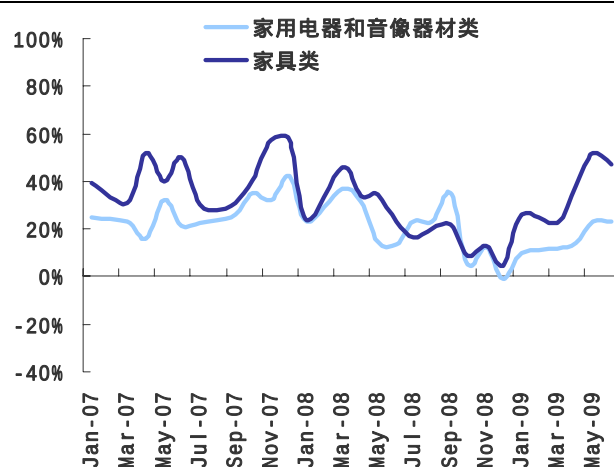
初的 5%左右提升到 7%以上，5、6 月份分别为 14.88%和 14.78%，5、6 月份实际增速均在 23%以上。考虑到 6 月份端午节前置和家电消费对节日调整的敏感性，6 月份的家电消费数据其实是非常令人满意的。

图 9 限额以上企业零售额名义增速



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 10 扣除物价指数后的实际增速

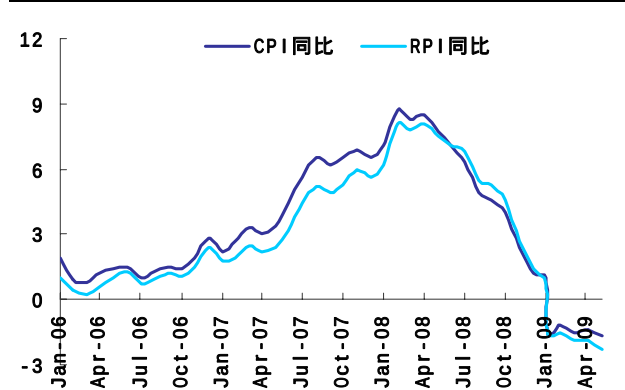


数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

1.3. 物价指数继续走低，影响消费增速

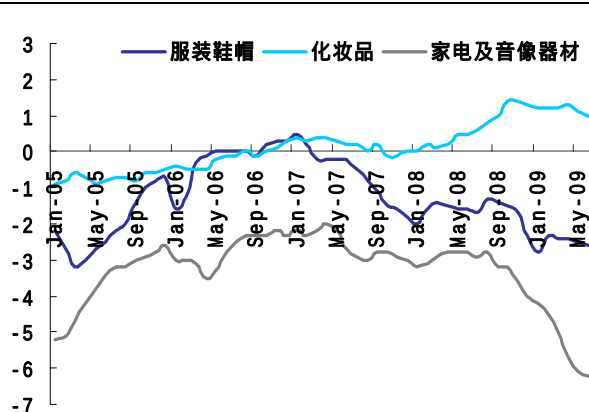
我们看好零售行业的一个理由就是通货膨胀预期，但是 6 月份的物价指数继续下滑，并影响了零售的增长。商品零售价格指数下滑幅度要高于消费价格指数，并且差距在进一步扩大。5、6 月份，商品零售价格指数分别为 -1.9%、-2.3%。

图 11 CPI 和 RPI 的变化



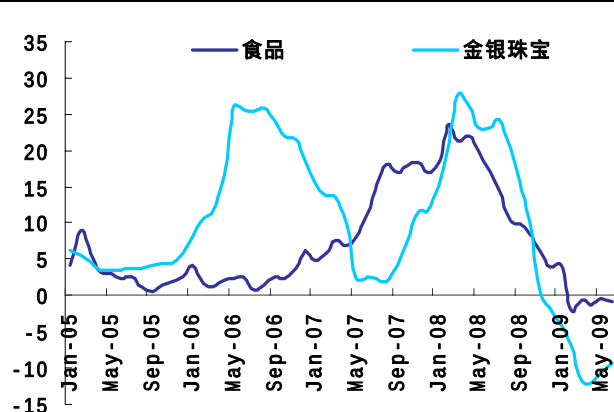
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 12 服装、化妆品和家电零售价格指数



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 13 食品和金银珠宝零售价格指数



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

从分类商品价格指数看,服装鞋帽和化妆品依然比较稳定,趋势略有下滑,显示市场竞争导致促销大战的负面效应依然存在;家电和音响器材零售价格指数为-6.8%,下滑进一步加剧。食品和金银珠宝等资源类商品,价格波幅较大。

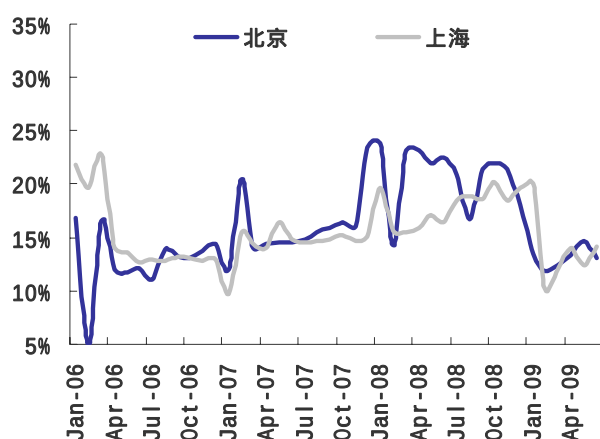
我们认为,目前是物价指数的低位,4季度物价指数将转正。明年通货膨胀预期依旧较强。从企业层面了解的情况看,空调等家电的价格和出货量在6月份已经转正(3-4月份一度下滑10%左右,主要因为库存压力和形势不明),液晶电视的价格也基本企稳。另外,在全球宽松货币政策的推动下,全球商品市场价格上涨压力较大,并且已经有所体现。

1.4. 地区差异明显,一线城市修复较慢

从广东、福建、江苏、浙江等沿海地区省份的社会消费品零售总额数据来看,其消费受金融危机冲击的程度整体上并不亚于一线城市(北京、上海、深圳),但是反弹的力度却要大于一线城市。我们认为可能有以下几个原因:(1)一线城市如北京、上海、深圳等下辖区县少,消费主要集中在城区,沿海省份地级市、县众多,有平滑作用;(2)一线城市商业比较饱和,原本的增长就较为缓慢;沿海发达省份二线城市众多且发展相对均衡,商业成长性好;(3)随着经济的复苏,沿海省份消费信心恢复要比我们想象得快些。

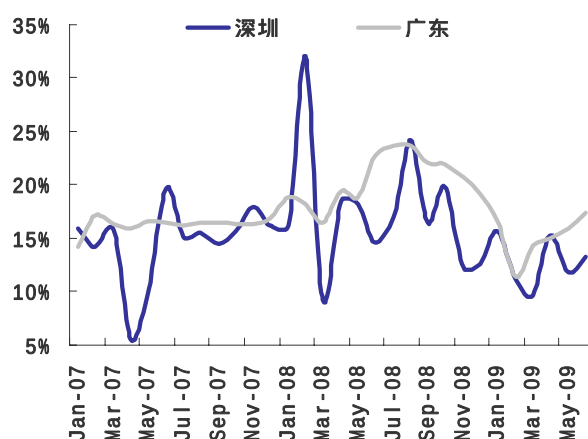
中西部地区受到金融危机的冲击幅度明显要小于一线城市,但商业发展的空间很大,现代新兴业态的普及使得社会消费品零售总额增速要快于发达地区。(篇幅有限,不一一列举,详见我们的《零售数据月报》)。

图 14 社会消费品零售总额增速



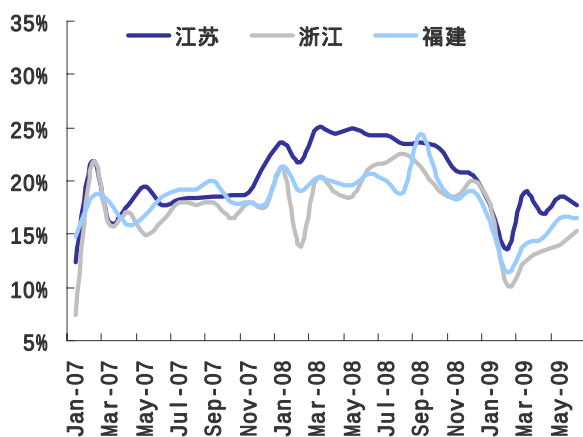
数据来源:国家统计局,安信证券研究中心

图 15 社会消费品零售总额增速



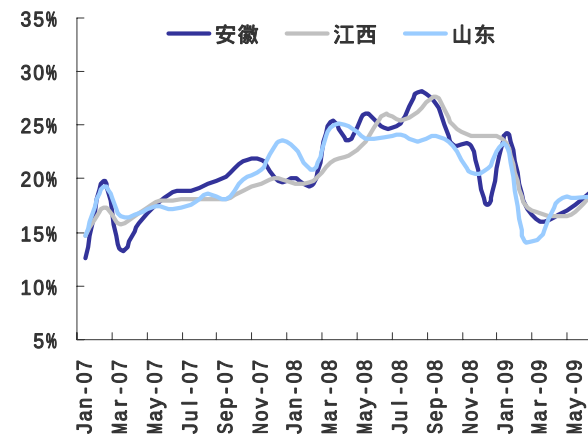
数据来源:国家统计局,安信证券研究中心

图 16 社会消费品零售总额增速



数据来源:国家统计局,安信证券研究中心

图 17 社会消费品零售总额增速

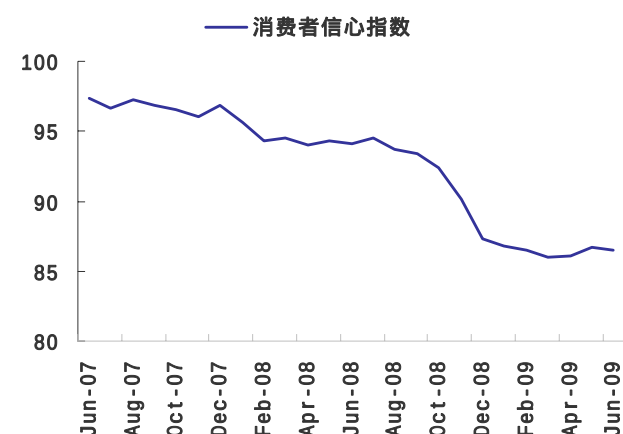


数据来源:国家统计局,安信证券研究中心

1.5. 不太和谐的信心指数

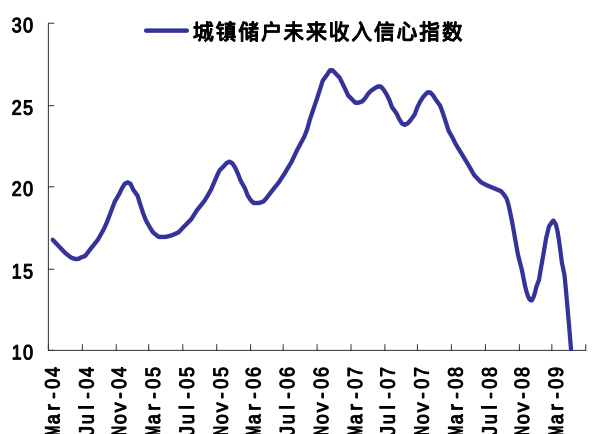
从国家统计局公布的最新的消费者信心指数来看，虽然 6 月份消费信心指数没有延续 5 月份的上升势头，但是消费信心已经基本企稳，再度恶化的情况也不大可能出现。而中国人民银行二季度对全国 50 个大、中、小城市进行的城镇储户问卷调查，结果显示二季度城镇储户对于未来收入的信心指数出现了十分剧烈的下降，表明储户对未来收入的增长并不乐观，可能与当前就业困难、工资水平上涨缓慢、很多企业缩减福利等一系列因素有关。样本抽查来反映整体的消费信心和收入信心指数有一定缺陷，虽然不足以作为投资的重要参考指标，但是仍然体现了短期内国民消费情绪的变化。

图 18 消费者信心指数



数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 19 城镇储户未来收入信心指数



数据来源：中国人民银行，安信证券研究中心

2. 投资建议

7 月份，在市场追逐弹性最大的有色、煤炭的资源类行业和钢铁等弹性较大、行业明显回暖的行业时，消费类板块再次遭到了抛弃，零售、医药等行业为表现最为疲弱的板块。

我们维持中期策略报告对行业评级的判断——领先大市。我们相信，不迟于 4 季度，零售股将会有较好表现。主要原因依旧是：消费基本面的改善、物价逐步走出低谷、企业费用的严格控制等确保零售企业保持稳定增长。我们 6 月底 7 月初对多家上市公司的调研进一步坚定了我们信心。企业表示，进入 5-6 月份，促销力度大幅减少，而销售却回升显著。同时，基于宽松的货币环境和较为乐观的预期，多家企业的扩张也显得更加积极（详见广州友谊、广百股份、新华都调研笔记）。

家电连锁：个股方面，依然建议关注家电龙头企业苏宁电器，它将受益于家电消费的回暖和市场份额的提升，预计中期业绩增长 15% 左右，全年增长应在 30% 以上，下半年，苏宁将有较多利好消息释放，如股权激励、全新电子商务平台的启动等。

超市：超市企业中推荐最具估值优势、并且在区域市场竞争力优势最为明显且区域市场空间依然较大的武汉中百，我们预计在上半年整体物价指数不利和同期基数较高的情况下，中期业绩增长依然可以达到 18% 左右，全年业绩增长接近 30%。

百货：百货类上市公司业绩分化较大；从部分已经公告和我们了解到的情况来看：

上半年净利润增长在 30% 以上的公司：鄂武商（已公告增长在 30%-60% 之间，我们预计增长 50% 左右）

上半年净利润增长在 20% 以上的公司：大厦股份（预计）

上半年净利润增长在 10-20% 之间的公司：合肥百货（已公告扣除非经常性损益后增长 11% 左右）；广州友谊（预计）王府井（预计）

上半年净利润增长下滑的公司：重庆百货（下滑 23.07%，已公告）

从了解到的情况看，各地百货上市公司中成熟百货门店的同店增长水平并无大的区别，公司业绩分化的主要原因在于：(1) 超市业务的比重，受食品 CPI 影响上半年超市的同店增长下降更大；(2) 费用控制，在大家面临的外部环境相似管理水平无太大差距的情况下，费用控制成为影响利润的最重要因素；(3) 新开店和扩张影响业绩。

百货类是上半年股价反弹最为明显的，我们建议关注弹性较大并且扩张更为积极的广州友谊、以及具有资产注入概念的个股，如重庆百货等。

表 1 零售板块盈利和估值一览表

证券代码	公司名称	最新评级	每股收益(元)			市盈率(X)			现价
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
百货商店									
600628	新世界	增持-B	0.31	0.34	0.38	38.1	34.7	31.1	11.80
000501	鄂武商 A	增持-A	0.36	0.42	0.49	32.0	27.4	23.5	11.52
000987	广州友谊	增持-A	0.72	0.79	0.87	29.2	26.6	24.2	21.02
002187	广百股份	增持-A	0.89	1.04	1.29	29.9	25.6	20.7	26.65
000417	合肥百货	增持-A	0.25	0.33	0.41	34.6	26.6	21.4	8.79
600693	东百集团	中性-A	0.28	0.36	0.44	31.1	24.5	20.2	8.86
600327	大厦股份	增持-B	0.33	0.44	0.54	29.7	22.3	18.1	9.80
600859	王府井	增持-B	0.88	0.9	1.12	30.9	30.2	24.3	27.16
600729	重庆百货	增持-B	0.8	0.87	1.04	28.5	26.2	21.9	22.80
大卖场与超市									
000759	武汉中百	增持-A	0.31	0.39	0.48	32.7	26.0	21.1	10.15
002251	步步高	中性-A	0.6	0.75	0.9	45.6	36.5	30.4	27.34
专营零售									
002024	苏宁电器	买入-A	0.48	0.6	0.73	33.4	26.7	22.0	16.03

数据来源：安信证券研究中心

作者简介

吴美萍，零售、家电行业高级研究员，CPA，毕业于上海财经大学，经济学硕士。2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008 年 3 月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034