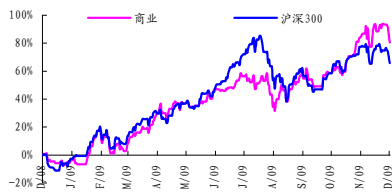



零售业
Retailing

2009 年 12 月 18 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
零售行业	-1.9%	16.7%	80.6%
沪深 300	-6.5%	6.0%	65.8%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
百联股份	18.9%	92.4%	增持
王府井	28.6%	69.8%	增持
重庆百货	56.9%	139.2%	增持
银座股份	24.4%	53.0%	买入
合肥百货	51.5%	101.7%	增持
新华百货	49.2%	135.3%	买入
武汉中百	22.5%	33.5%	增持
苏宁电器	18.0%	50.1%	买入

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvli@csc.com.cn

分析师申明:

本人，吕丽华，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

从复苏走向繁荣

—零售行业 2010 年投资策略

评级：强于大市

- **行业回顾：前低后高。**宏观层面数据显示，受消费政策拉动，前 11 个月社会消费品零售总额保持平稳快速增长；翘尾因素的逐渐减弱及食品、住房价格的不断上涨，CPI 降幅逐月收窄，在 11 月由负转正；居民消费意愿随经济复苏逐渐增强，消费者信心、满意、预期指数全面回升。微观层面数据反映，全国重点零售企业的零售额回升速度较快；上市公司前三季度业绩回暖明显，增速 15.36%，其中百货业和家电连锁业的盈利恢复性增长最亮眼，超市受困于 CPI 走低，业绩表现欠佳。
- **行业展望：前高后稳。**宏观方面，国民经济的快速发展提供了消费能力，人口红利因素增加了消费者基数，城市化进程的推进提升了居民整体消费水平，消费政策延续及深化刺激居民消费意愿上升，社会保障体系的完善有助于释放消费能力。我们预计，2010 年社会消费品零售总额增速仍将继续加快，全年名义增速在 18%~19%，呈现前高后稳的走势；环比总态势呈逐渐上升；CPI 仍维持回升态势，全年增速在 3%左右。微观层面，我们判断，上市公司整体盈利将持续筑高，全年营业收入增速在 16%以上，净利润增速在 25%以上，其中：百货业继续延续反弹增势，同店增速约 15%以上；超市业受益于 CPI 上涨，盈利增长动力增强，同店增速在 5%~8%；家电连锁业继续受益于消费政策的拉动，同店增速平均在 5%左右。
- **行业估值：具备一定提升空间。**目前零售板块估值处于历史平均水平，相对 A 股溢价 1.62 倍，但仍低于 2005-2007 年行业景气高位时的相对溢价 1.71 倍。2010 年行业景气上行将提升零售板块相对溢价。
- **行业评级：强于大市。**我们看好 2010 年零售业整体表现，我们认为，2010 年上半年将是零售业景气快速回升阶段，下半年会呈现稳中有升态势。
- **投资策略：主题投资+区域龙头。**2010 年，我们优选主题投资带来的投资机会，如上海世博会概念、资产注入及并购重组预期；同时也关注外延增长迅速且经营稳健的区域龙头带来的投资机会。上市公司方面，我们重点推荐：百联股份、王府井、银座股份、重庆百货、合肥百货、新华百货、武汉中百、苏宁电器。
- **风险提示：宏观经济因素弱于预期。**

行业回顾：前低后高

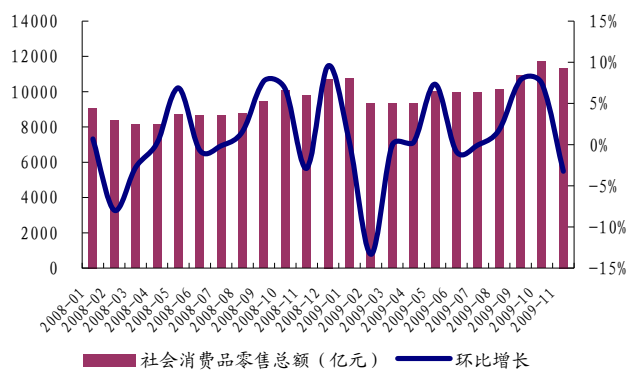
宏观层面：

社会消费品零售总额保持平稳较快增长

2009 年 1~11 月,全国累计实现社会消费品零售总额 112733 亿元,累计增速 15.3%,同比回落 6.6 个百分点,与 1~10 月持平。若扣除价格因素后,累计实际增速 16.2%,同比增速上升 0.6 个百分点。

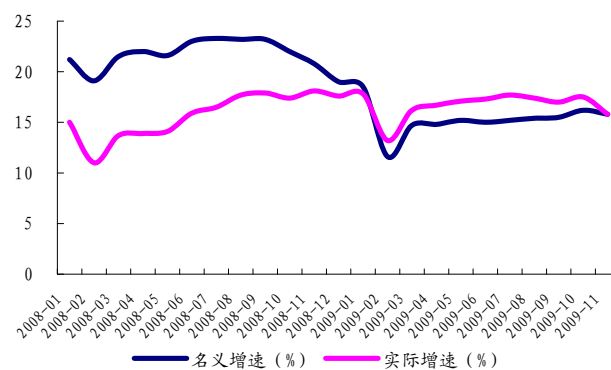
总的来看,前 11 个月,社会消费品零售总额保持平稳较快增长,我们认为,这主要归功于消费政策的拉动。今年以来,国家采取的一系列扩内需,促消费措施,例如家电下乡、汽车购置税减半、汽车下乡等政策,并且受消费政策的影响,高端消费呈现较快增长,如家电、汽车、家具、装潢材料等可选消费品的消费增速明显高于总体消费增速。

Figure 1 社会消费品零售总额及环比增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 社会消费品零售总额名义增速和实际增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从地域消费看,城市消费是主力军,呈逐月加快回升态势;县域消费增速在 9 月后卸下领跑地位。2009 年 1~11 月,城市累计消费品零售额 76587 万元,累计增速 15.1%;县及县以下累计消费品零售额 36146.1 万元,累计增速 15.73%。走势上,城市社会消费品零售总额基本呈逐月回升态势。

Figure 3 分地域月度社会消费品零售总额

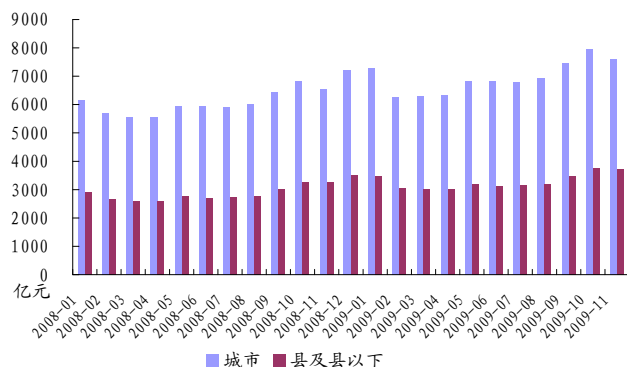
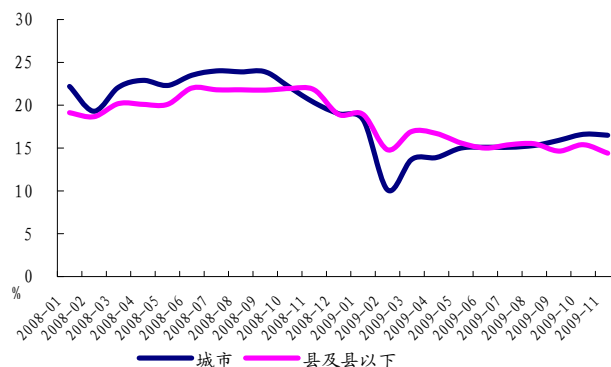


Figure 4 分地域消费品零售总额当月增速

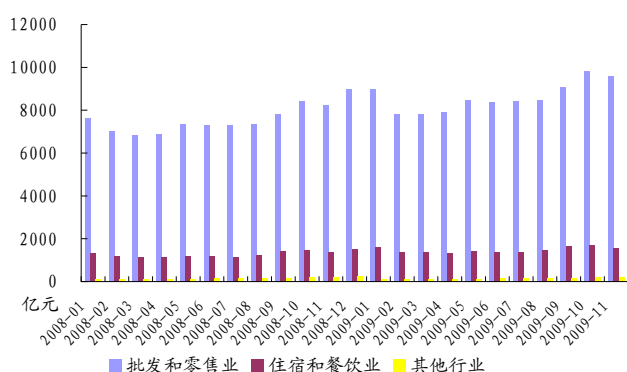


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

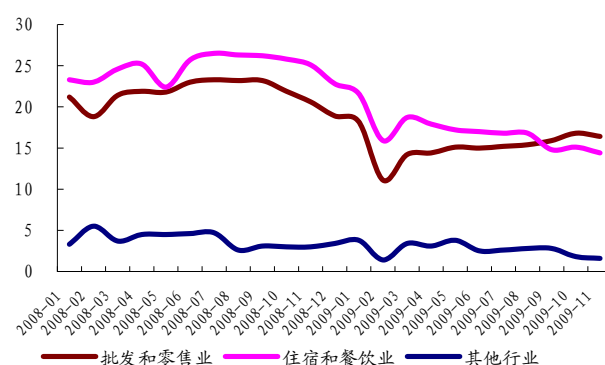
从行业消费看,批发和零售业是拉动社会消费零售总额增速回升的主导力量,呈逐月回升走势;住宿和餐饮业增速放缓。2009 年 1~11 月,批发和零售业累计零售额 66311 亿元,同比增长 14.9%;住宿和餐饮业零售额 11332 亿元,同比增长 17.8%;其他行业零售额 1120 亿元,同比增长 2.9%。

Figure 5 分行业月度社会消费品零售总额



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

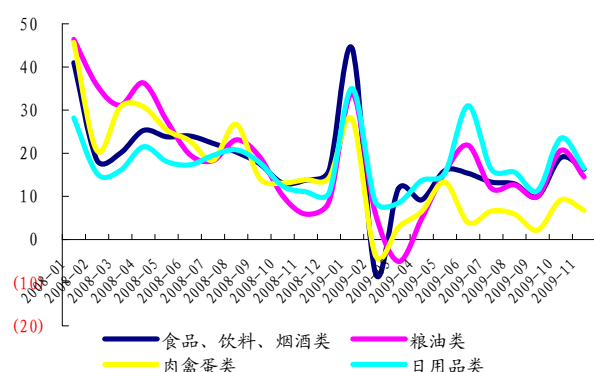
Figure 6 分行业社会消费品零售总额当月增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

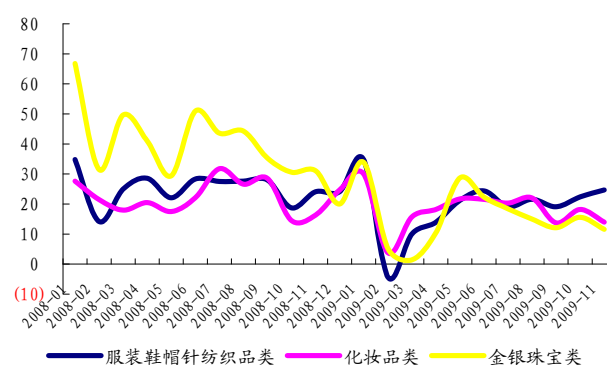
从销售商品类别看,与居民生活质量和消费结构升级密切相关的商品持续旺销,汽车是全年销售品市场最大亮点,而肉禽蛋类、通讯器材增长缓慢。例如:2009 年 11 月限额以上批发和零售业中,增长最快的依次为汽车类 61.5%,建筑及装潢材料类 43.3%,家具 41%,家用电器和音像器材类增长 24.9%。2009 年以来,鼓励汽车消费的购置税减半及以旧换新政策极大地刺激了汽车、家电的消费需求,房地产的扶持政策带动了建筑及装潢材料、家具消费的快速增长。

Figure 7 与超市相关的商品类别当月增速



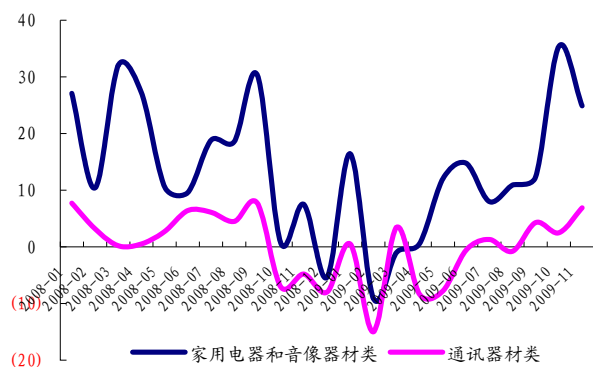
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 与百货相关的商品类别当月增速



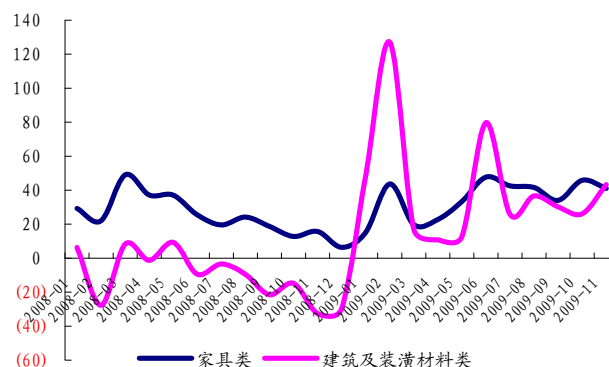
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 9 与家电连锁相关的商品类别当月增速



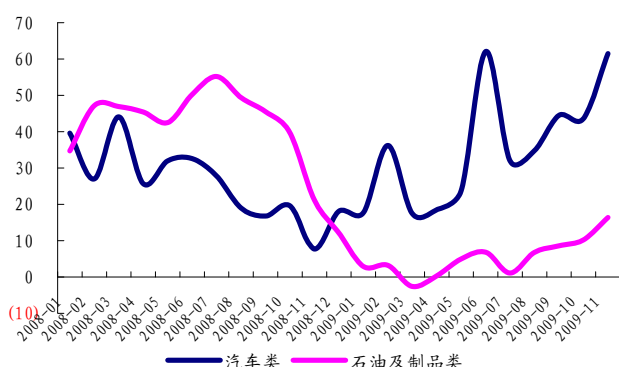
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 与房地产相关的商品类别当月增速



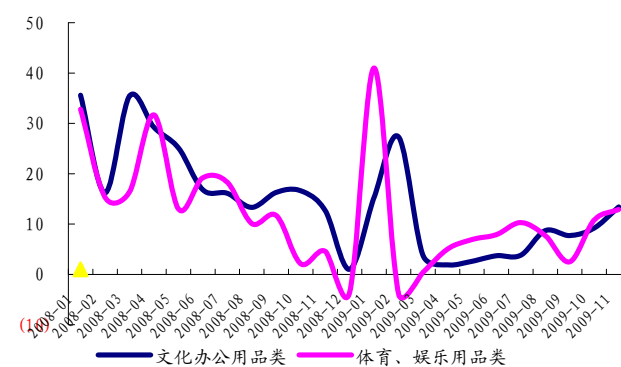
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 与汽车相关的商品类别当月增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 与文体娱乐相关的商品类别当月增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

11 月, CPI 同比由负转正

2009 年 11 月, CPI 同比上涨 0.6% (上年同月为上涨 2.4%), 同比由上月的下降转为上涨。其中, 城市同比上涨 0.4%, 农村上涨 0.9%; 食品价格上涨 3.2%, 非食品价格下降 0.7%; 消费品价格上涨 0.9%, 服务项目价格下降 0.4%。分类别看, 11 月份, 八大类商品价格有三种上涨五种下降, 其中食品价格同比上涨 3.2%, 烟酒及用品类价格同比上涨 1.3%, 衣着类价格同比下降 1.2%, 家庭设备用品及维修服务价格同比下降 1.1%, 医疗保健及个人用品类价格同比上涨 1.6%, 交通和通信类价格同比下降 2.2%, 娱乐教育文化用品及服务类价格同比下降 0.6%, 居住价格同比下降 1.2%。

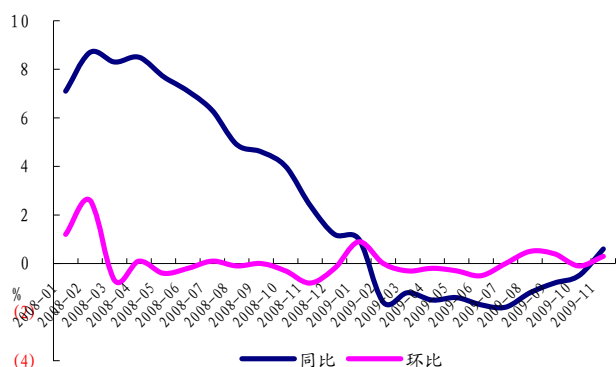
环比看, 11 月份 CPI 上涨 0.3%。其中, 城市上涨 0.3%, 农村上涨 0.4%; 食品价格上涨 0.5%, 非食品价格上涨 0.2%; 消费品价格上涨 0.5%, 服务项目价格下降 0.3%。分类别看, 11 月份, 食品价格环比上涨 0.5%, 烟酒及用品类价格环比上涨 0.1%, 衣着类价格环比上涨 0.9%, 家庭设备用品及维修服务价格环比上涨 0.1%, 医疗保健及个人用品类价格环比上涨 0.3%, 交通和通信类价格环比上涨 0.1%, 娱乐教育文化用品及服务

务类价格环比下降 0.8%，居住价格环比上涨 0.8%。

2009 年 1~11 月，CPI 同比下降 0.9%（上年同期为上涨 6.3%），比 1~10 月降幅缩小 0.2 个百分点。

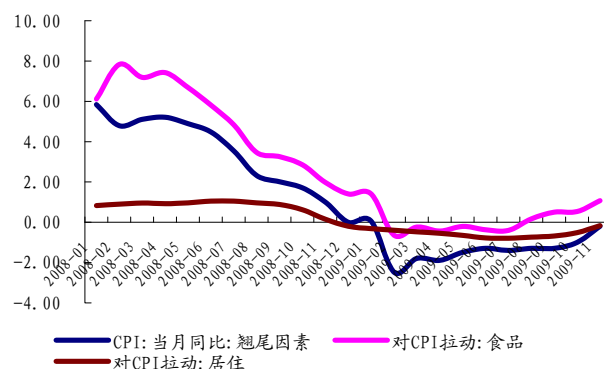
我们认为，11 月份 CPI 由负转正主要影响因素有二：一方面，翘尾因素减弱，11 月份翘尾因素的影响仅为-0.2%，而 10 月份 CPI 同比-0.6%的构成中，翘尾因素对 CPI 同比的影响为-1.0%，翘尾因素的负效应减少了 0.8 个百分点；另一方面，食品价格和居住类价格的上涨，由于严寒和提前下雪影响了蔬菜的供应量和生产量，因此造成了市场上季节性的波动，11 月份食品价格环比上涨了 0.5%，而水电气价格的上调使得居住类价格环比上涨了 0.8%，这两项为 CPI 环比贡献了 0.3 个百分点。

Figure 13 CPI 同比增长和环比增长



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

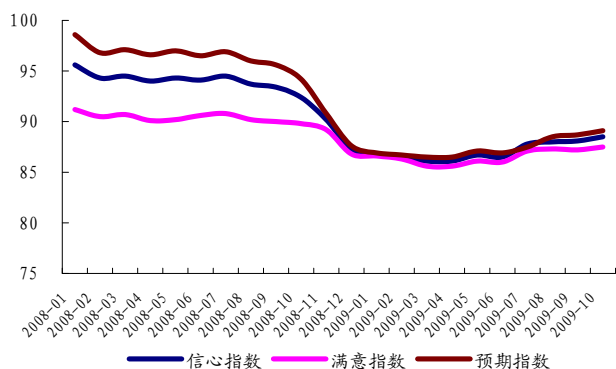
Figure 14 CPI 当月翘尾因素及食品、居住对 CPI 的拉动



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

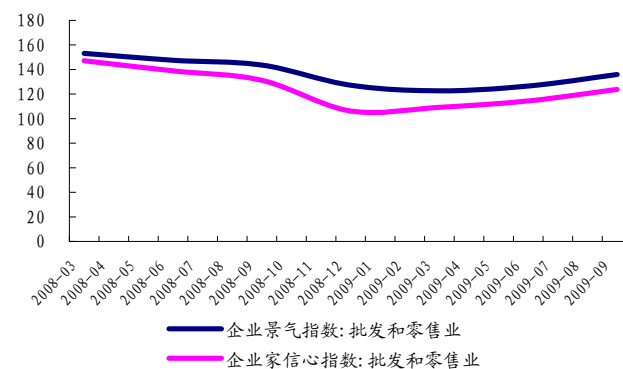
消费者信心、满意、预期指数全面回升

Figure 15 消费者信心指数



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 16 批零企业景气度



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

2009 年 10 月，反映经济走势和消费趋向的重要先行指标消费者信心指数达到 88.5，环比提升了 0.4 个点。同时，消费者满意指数和预期

指数也分别回升到 87.5、89.1，表明消费者的消费意愿仍在持续增强。另外，批发和零售业企业家信心指数在三季度环比回升了 9.5 个点，从侧面也反映了企业家对未来消费增长预期的向好。

微观层面：

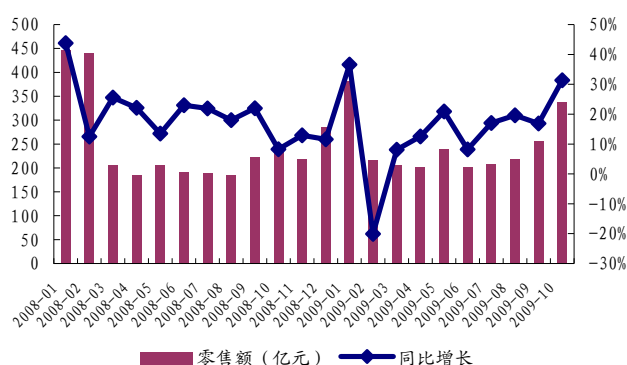
全国重点大型零售企业：销售回升速度较快

2009 年前 10 个月，伴随着宏观经济的进一步好转，消费者信心指数稳步回升，一系列促进消费政策的不断落实，加之国庆、中秋接踵而至假期延长，又恰逢祖国六十华诞，全国百家重点大型零售企业销售额和客流量均呈现较快增长。

根据中华全国商业信息中心统计，2009 年 1~10 月，全国百家大型零售企业实现零售额 2477.57 亿元，同比增长 15.37%，较前三季度和上半年分别提高了 2.17 和 2.28 个百分点。其中，10 月份实现零售额 337.6 亿元，同比增长 31.33%，增速比 9 月份大幅提升 18.13 个百分点。

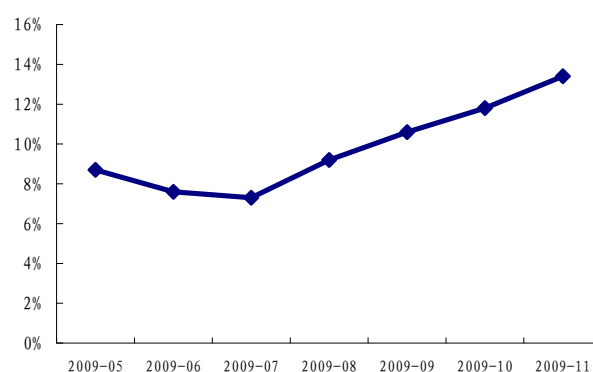
根据商务部监测，2009 年 11 月份，全国千家重点零售企业零售额同比增长 13.4%，增速比 1 月份加快 1.6 个百分点。其中：生活必需品刚性消费需求稳步增长，食品、服装、鞋帽零售额同比分别增长 11.3%、18.3%和 14.5%，增速比 10 月份分别加快 0.4、5.8 和 4.2 个百分点；可选性消费旺盛，家电、通讯器材零售额同比分别增长 16.8%、5.2%，增速比 10 月份加快 5.8、4.5 个百分点，通讯器材创今年以来最快增速。

Figure 17 全国百家重点大型零售企业零售额及增速



资料来源：中华全国商业信息中心、世纪证券研究所

Figure 18 全国千家重点零售企业零售额增速



资料来源：商务部、世纪证券研究所

根据国家工信部统计数据，2009 年前 11 个月全国 50 家大型零售企业零售额累计增速为 17.7%，仅低于去年同期 1.06 个百分点，累计增速有望在年底赶上去年同期水平。其中，11 月份全国 50 家大型零售企业共完成销售额 204.7 亿元，零售额 174.7 亿元，分别比去年同期增长

28.79%和 28.39%。从各类商品来看，食品类零售额增速保持了 36.29% 的高速增长，其中蛋类、粮食类零售额增长幅度分别达到 55%、43.51%；服装类和日用品类零售额增速分别为 30.45%和 30.87%；汽车类零售额增速高达 97.30%。

上市公司：业绩回暖明显

通过统计 59 家零售业上市公司 2009 年前三季度的业绩表现可以看出：

2009 年前三季度，累计实现营业收入 2105.92 亿元，同比增长 6.38%；累计实现归属于母公司股东的净利润 70.61 亿元，同比增长 15.36%；平均毛利率 22.54%，同比上升了 0.76 个百分点；平均净利率 4.85%，同比上升了 2.01 个百分点；平均净资产收益率 6.85%，同比上升了 0.15 个百分点；平均期间费用率 18.67%，同比下降了 0.61 个百分点。

单季度看，营业收入和净利润逐季回升。2009 年 1、2、3 季度营业收入增速分别为 1.75%、7.12%、10.95%，净利润增速分别为-3.64%、25.17%、33.11%；毛利率亦呈逐季回升走势，1、2、3 季度分别为 22.28%、22.51%、22.63%；但净利率出现逐季下降走势，1、2、3 季度分别为 6.49%、3.41%、2.46%，主要原因是营业费用和管理费用大增高所致，1、2、3 季度营业费用率分别为 6.41%、6.99%、7.12%，管理费用率分别为 9.89%、10.69%、10.33%。

分业态看，2009 年前三季度，百货业和家电连锁业的盈利恢复性增长最亮眼。百货业由于以金银珠宝、化妆品、服装鞋帽等可选性消费品为主，受到金融危机的冲击最大，因而在经济复苏中，反弹性增长比较明显；家电连锁业受“家电下乡”、房地产市场持续走强的影响，业绩逐季筑高。而超市业以生活必需品为主，虽受经济危机的影响较小，但 CPI 走低对其影响大，前三季度盈利表现欠佳。

Figure 19 三业态 2009 年前三季度营业收入和净利润同比变化

类别	营业收入合计（百万元）			归属于母公司股东的净利润合计（百万元）		
	2009	2008	同比增长	2009	2008	同比增长
百货	107590.35	99322.86	8.32%	4258.41	3666.26	16.15%
超市	40385.21	37965.37	6.37%	559.75	565.69	-1.05%
家电连锁	21042.50	21567.14	-2.43%	273.29	176.94	54.45%

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 20 三业态 2009 年前三季度毛利率、净利率、净资产收益率、期间费用率同比变化

类别	平均毛利率 (%)			平均净利率 (%)			平均净资产收益率 (%)			平均期间费用率 (%)		
	2009	2008	同比增加	2009	2008	同比增加	2009	2008	同比增加	2009	2008	同比增加
百货	23.74	22.97	0.77	5.39	3.03	2.36	6.65	6.31	0.34	19.68	20.53	-0.85
超市	19.39	19.3	0.09	2.1	2.4	-0.3	7.8	10.28	-2.48	16.25	15.84	0.41
家电连锁	9.16	7.43	1.73	0.49	-0.15	0.64	4.08	0.79	3.29	8.6	7.24	1.36

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 21 三业态 2009 年单季度营业收入和净利润增速变化

类别	营业收入同比增速			净利润同比增速		
	1Q09	2Q09	3Q09	1Q09	2Q09	3Q09
百货	1.98%	11.26%	13.49%	-0.68%	31.53%	45.45%
超市	6.29%	6.60%	6.26%	-7.53%	8.06%	1.14%
家电连锁	3.06%	4.63%	9.03%	7.37%	21.57%	30.43%

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 22 三业态 2009 年单季度毛利率、净利率、净资产收益率变化

类别	平均毛利率 (%)			平均净利率 (%)			平均净资产收益率 (%)		
	1Q09	2Q09	3Q09	1Q09	2Q09	3Q09	1Q09	2Q09	3Q09
百货	23.59%	23.67%	23.77%	7.34%	3.71%	2.54%	2.83%	1.91%	1.86%
超市	18.79%	19.87%	19.61%	2.56%	2.18%	1.46%	3.50%	2.41%	1.73%
家电连锁	11.27%	12.00%	13.71%	0.64%	1.48%	2.96%	1.2%	2.47%	5.56%

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 23 三业态 2009 年单季度销售费用率和管理费用率变化

类别	销售费用率 (%)			管理费用率 (%)		
	1Q09	2Q09	3Q09	1Q09	2Q09	3Q09
百货	5.76%	6.30%	6.47%	11.27%	12.12%	11.73%
超市	12.79%	14.33%	14.14%	2.17%	2.48%	2.35%
家电连锁	7.81%	7.34%	6.92%	2.27%	2.95%	2.99%

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

行业展望: 前高后稳

宏观层面:

我们认为, 中国国民经济平稳较快增长、人口红利因素以及城市化推进将带来 2010 年及未来数年消费持续增长。其中, 国民经济的快速发展提供了消费能力, 人口红利因素增加了消费者基数, 城市化进程的推进提升了居民整体消费水平, 消费政策延续及深化刺激居民消费意愿上升, 社会保障体系的完善有助于释放消费能力。

我们预计, 2010 年社会消费品零售总额增速仍将继续加快, 全年

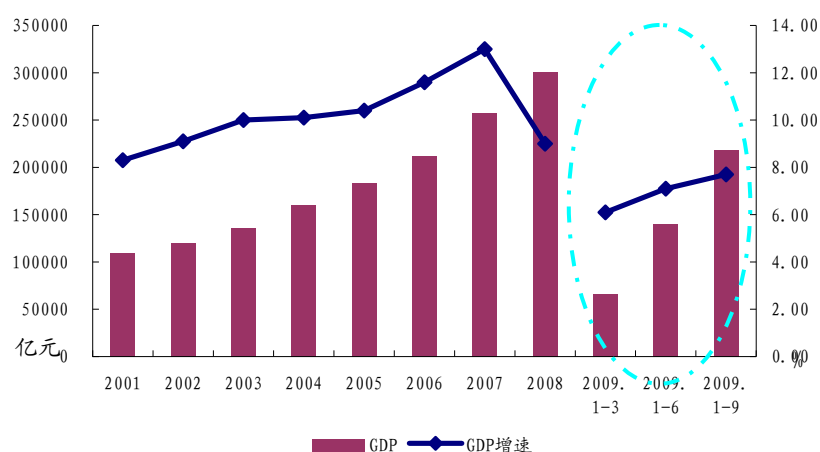
名义增速在 18%~19%，呈现前高后稳的走势；环比总态势呈逐渐上升。2009 年 12 月 CPI 仍维持上涨态势，12 月份 CPI 同比增速约 1.5%，2010 年 CPI 增速在 3% 左右。

中国经济持续平稳较快增长

从众多发达国家的发展经验中分析得出，国民经济的持续增长会直接影响经济总量、消费能力、人口数量、城市化水平、消费结构等宏观指标，从而对零售业的发展产生重要的影响。展望 2010 年，国民经济持续增长将推动零售业重返两年前的快速增长轨道。

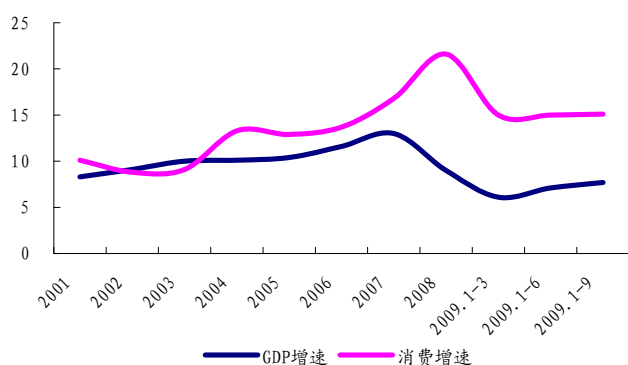
2009 年，面对全球金融危机的严重冲击，我国率先走出经济衰退的阴影，前三季度 GDP 为 21.78 万亿元，同比增长 7.7%，快接近全年经济增长“保八”的预期目标，预计全年 GDP 而消费对 GDP 的拉动达 41.17%，贡献度比往年度明显回升。

Figure 24 2001 年~2009 年前三季度的 GDP 及增速



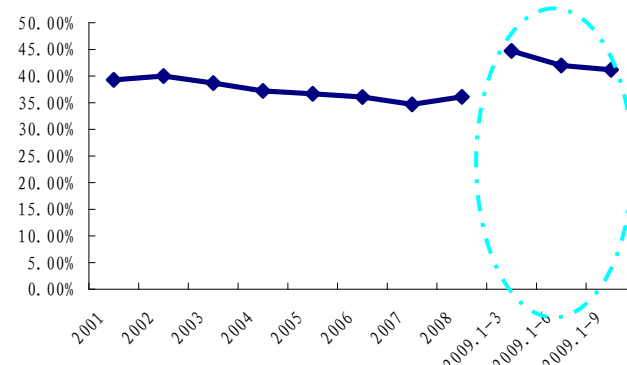
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 25 GDP 增速与消费增速成正相关



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 26 社会消费品零售总额/GDP



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

展望 2010 年，我们预计，国民经济增长仍将稳步回升，预计全年

增速在 9.5%~10%，2010 年有望成为新一轮经济上升周期的起点，而消费对 GDP 的贡献度维持在 40%以上，消费环境将再现繁荣。

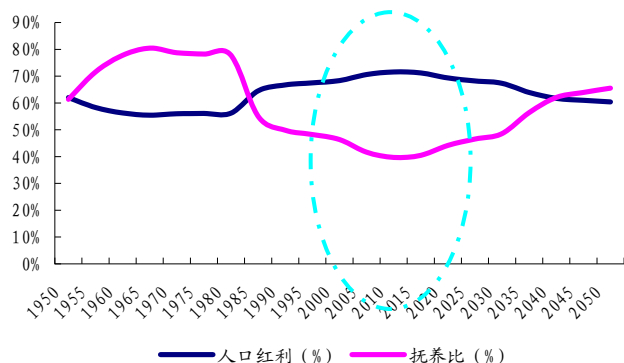
中国正处“人口红利”黄金期

人口出生率和人口结构是推动消费景气的关键因素之一。目前中国的人口结构呈“橄榄型”，正处于“人口红利”黄金时期。

根据联合国预测数据，到 2030 年，中国 15-64 岁壮年人口将占总人口的 67%，0-14 岁少年人口占 17%，老年人口将占 16%；人口结构年轻程度有所下降，但在国际上依然处于前列。又据中国社会科学院《全面建设小康社会人口与发展研究》课题研究结论，中国人口红利达过了 2009 年最高获利点后，2010~2017 年仍是人口红利的获利期。国家统计局统计分析亦显示，目前中国人口年龄结构正处于黄金时期，每 5 个劳动年龄人口只需负担不到 2 个少儿和老年人口的抚养。再与 OECD 国家和金砖四国相比，现在中国抚养比最低，2008 年为 36.72%。

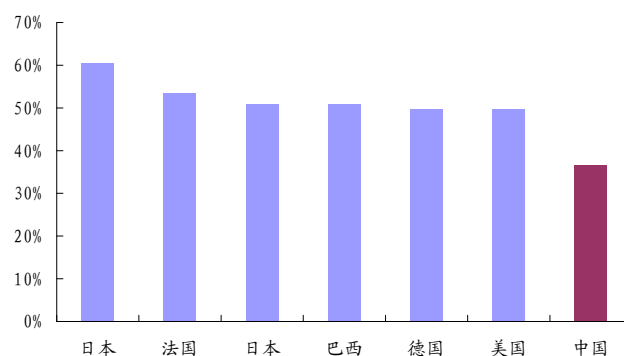
这些数据均表明，在近二十年内，中国仍处于收取“人口红利”的黄金时期，较高的劳动力人口比例，较低的抚养负担，从根本上决定了当前中国具有庞大的生产能力且相对于国内当期需求是过剩的，消费需求增强难以避免。

Figure 27 1970~2050 年中国人口红利周期



资料来源：国家人口和计划生育委员会、世纪证券研究所

Figure 28 中国抚养比较低



资料来源：联合国、世纪证券研究所

上世纪六七十年代出生的一代目前正处于消费的黄金时代，之后由于计划生育对人口总量的控制，出生率下降，但与此同时，居民的消费倾向却发生了变化，1981 年之前出生的独生子女目前正处于收入和消费的上升期，1982~1998 年出生的 80 后人逐渐走向工作岗位，他们消费意识更超前，接受了先消费后还款的理念，部分人甚至被称之为“月光族”或“啃老族”，一定程度上推动了整体消费倾向的上升，催化零售业特别是中高档商品的销售增长。

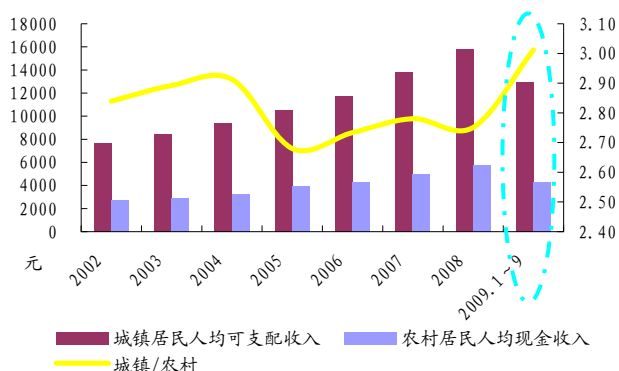
城市化进程不断加快

城市化进程是消费景气周期的另一驱动力。随着经济的快速、稳定发展，中国城市化进程大大加快，2000 年以来，全国城市化率平均年增速为 1.05%，2008 年全国城市化率达到 45.7%。根据国家统计局预计，2020 年前后城市化水平为 55%~60%，2050 年前后城市化水平将达到 70% 左右，初步完成中国城市化过程。

国家统计局数据亦显示，城镇居民的可支配收入和人均消费支出均高出农村居民人均收入和生活消费支出很多，2008 年两者人均收入比为 2.75:1，人均消费支出比为 3.56:1；2009 年 1~9 月两者人均消费收入比为 3.01:1，人均消费支出比为 3.71:1。

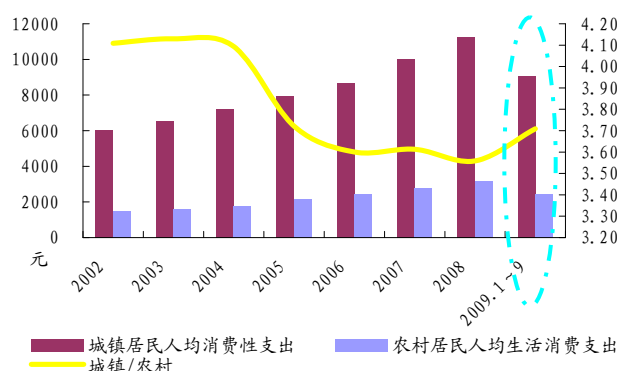
我们认为，城市化率的加快将拉动消费持续增长，而且城市拥有丰富的消费渠道，城镇居民消费能力和消费意愿均强于农村居民，城市人口的增加意味着总体消费能力的增加。

Figure 29 城镇居民人均可支配收入与农村人均现金收入比较



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 30 城镇居民人均消费支出与农村人均生活消费支出比较



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

居民消费成长空间大

从政策上看，2009 年 12 月 14 日召开的中央经济工作会议，明确提出“要以扩大内需特别是增加居民消费需求为重点，以稳步推进城镇化为依托，优化产业结构，努力使经济结构调整取得明显进展”。商务部也表示，2010 年将继续深化搞活流通扩大消费的工作，其中扩大消费方面，将会重点扩大农村消费、增加城市消费；推动换代消费，继续完善“以旧换新”政策。这均意味着 2010 年中央促进消费的政策必将进一步加强，引导消费结构升级力度必将加大。

Figure 31 国家促消费优惠政策调整对比

涉及方面	具体内容	实施年限	内容对比
住房消费政策	暂免征收印花税	继续实施	不变：对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的，契税税率暂统一下调到 1%；对个人销售或购买住房暂免征收印花税；对个人销售住房暂免征收土地增值税。
	首套房贷利率七折优惠	继续实施	不变：商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；最低首付款比例调整为 20%。
	个人转让住房营业税减免	从 2010 年 1 月 1 日起政策变动	更改： 个人住房转让营业税征免时限由 2 年恢复到 5 年。
汽车业相关政策	购置税减半	继续实施至 2010 年底	更改： 将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 2010 年底，减按 7.5%征收。
	汽车以旧换新	继续实施至 2010 年底	更改： 单车补贴金额标准提高到 5000 元至 1.8 万元。
	汽车下乡	继续实施至 2010 年 12 月 31 日	将汽车下乡政策延长实施至明年年底，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日。
家电相关政策	家电下乡	继续实施	继续实施家电下乡政策。
	家电以旧换新	继续实施	继续实施这项政策，并在具有拆解能力等条件的地区推广实施。
其他	农机具购置补贴政策	继续实施	适当增加补贴资金规模
	节能产品惠民工程	继续实施	加大高效照明产品推广力度，将节能与新能源汽车示范推广试点城市由 13 个扩大到 20 个。
	困难企业税费	延长 1 年	将支持困难企业的缓缴社会保险费、降低部分保险费率、提供相关补贴及下岗失业人员再就业税收优惠和灵活就业人员社会保险补贴政策执行期延长 1 年。

资料来源：世纪证券研究所

从消费率看，2008 年我国居民消费扣除价格变动影响后比 1978 年扩大了 11 倍，年均增长 8.8%，增速较快，但相对同期 GDP9.8%的增速，仍相对滞后。2008 年我国居民消费率为 35.3%，而美国为 70.1%、印度为 54.7%，我国居民消费率不仅低于发达国家，也低于发展中国家，较大差距将促使我国居民消费空间的扩大。

Figure 32 我国居民消费增速及居民消费率

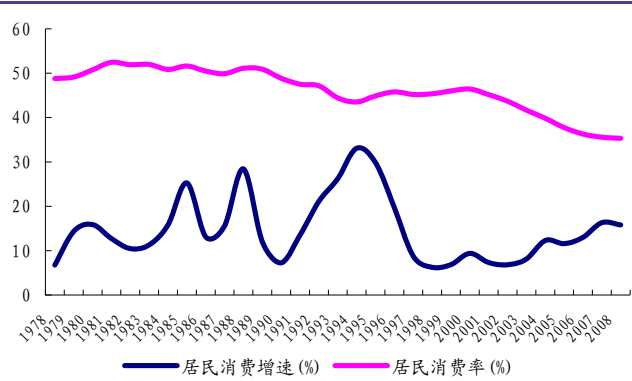
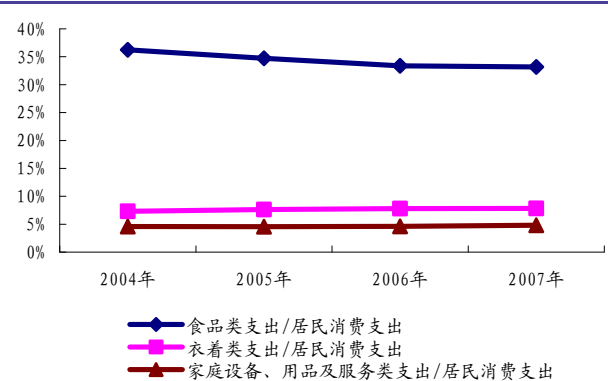


Figure 33 居民食品类、服装类等消费支出占比



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从消费结构看, 2007 年, 我国居民食品消费占居民消费的 33.18%, 而美国这一比重只有 6%; 我国服务性消费占居民消费的 40.1%, 而美国为 66.4%。这两组数据反映了**食品仍是居民消费的主要部分, 服务性消费占居民消费的比重偏低**, 显示出我国消费结构升级的空间也非常大。

社会保障体系逐步完善

从各国实践看, 比较完善的社会保障制度和合理的保障水平能够对国民储蓄产生“挤出效应”, 有利于“释放”社会的消费能力。从中国城镇居民消费倾向变化明显分为两个阶段的研究表明, 城镇居民消费倾向的变化与社会保险福利费用支出的变化有着密切的关系, 二者变化趋势基本吻合: 社会保险福利支出增长较快, 城镇居民消费倾向就高, 消费增长就较快; 反之则较慢。

刚刚结束的中央经济会议已明确提出“着力保障和改善民生”、“要完善社会保障体系, 提高社会保障水平”等。**我们预期, 社会保障体系的逐步完善, 有助于提高居民消费倾向和消费能力。**

Figure 34 我国城镇居民消费倾向变化的两个阶段

第一个阶段	1981~1988 年	城镇居民平均消费倾向为水平波动阶段, 城镇居民平均消费倾向由 1981 年的 0.91 到 1988 年的 0.93, 中间虽有年际波动, 但水平大体保持稳定。
第二个阶段	1989~1998 年	城镇居民平均消费倾向为快速下降阶段, 由 1988 年的 0.93 迅速下降至 1997 年的 0.81。与此对应的是, 1978~1988 年全国社会保险福利费用总额为强劲扩张阶段, 由 78.1 亿元增加到 655.5 亿元, 10 年增长 7 倍多, 平均每年递增 24%; 而 1989~1998 年为持续回落阶段, 由 1989 年的 768 亿元增加到 1998 年的 3360.7 亿元, 这 10 年仅增长了 3.4 倍, 平均每年递增 15.9%, 比 1978~1988 年的增幅回落近 8 个百分点。

资料来源: 世纪证券研究所

微观层面:

基于宏观层面诸多利好因素, 我们判断, 2010 年零售业盈利将持续筑高, 营业收入增速在 16%以上, 净利润增速在 25%以上。

百货延续反弹增势,

我们在上文中判断 2010 年将成为新一轮经济上升周期的起点, 消费将再现繁荣。作为经营中高端消费品的百货, 在 2009 年经济复苏中率先反弹, 增速逐季提高。我们预计, 2010 年百货仍延续反弹增势, 加之消费旺季的带动, 同店增速约 15%以上。

我们看好网点大多分布在二、三线城市的区域百货龙头。虽然一线

城市购买力旺盛，消费需求大，但经营成本很高，且商圈较为成熟，网点基本趋于饱和。而为数众多二、三线城市具有巨大的购买潜能、经营成本相对要低，更为重要的是，城镇化的加快，将使更多的农村消费群改变原有消费形态。假如城镇化率每年提高 1 个百分点，就意味着全国每年就有 7000 万人进入到城市消费群。此外，农村消费群的购买力也在随着收入的增长不断提高。我们看好合肥百货、银座股份、新华百货、鄂武商、重庆百货等区域百货龙头。

我们还看好具有资产注入和并购重组预期的百货公司。并购重组是百货业实现快速规模扩张和跨地区发展的重要方式，未来将成为行业常态。我们关注百联股份、王府井、新世界、银座股份等存在资产注入预期或并购预期的公司。

超市受益于 CPI 上涨

超市中食品生鲜类销售占比一般在 60%以上，因此其对 CPI 的升降最为敏感，2009 年 CPI 下降使其盈利能力逊色。我们预计，**2010 年 CPI 的持续上涨，将使超市盈利增长动力增强，门店增速在 5%~8%。**

我们看好区域超市龙头，其规模扩张能力强、配送体系发达、经营稳健。重点关注武汉中百。

家电连锁受益于消费政策

2009 年 2 月正式实施的“家电下乡”政策，对家电消费的拉动效果显著。据商务部透露，截至 12 月 12 日，中标生产企业累计出货量 8184 万台，发货金额 435.6 亿元，预计全年销售额可达 1500 亿元。

2009 年 8 月起开始在全国 9 个试点省市试点的“家电以旧换新”政策，无疑为家电消费市场再次注入强心针，更是促进了消费升级。根据家电以旧换新管理信息系统最新统计显示，截至 12 月 2 日，9 个试点省市共回收五大类旧家电 295.5 万台，共销售五大类新家电 256.1 万台，销售额达 100.44 亿元，销售形势良好，对拉动消费及消费升级的积极作用日益凸显。从纵向增长规模来看，“家电以旧换新”的销售额增长速度呈几何级，由第一个月结束时的 4 亿元猛增到的 12 月的 100 亿元；从不同产品种类的占比来看，彩电拉动作用最为明显，回收和销售比例分别为 71.7%和 45.6%，其次是冰洗产品。经财政部测算，政策实施 4 年，预计累计销售家电 6 亿台，拉动国内消费 1.6 万亿元。另外，广东省于 12 月 19 日率先启动试行三个月的“手机以旧换新活动”，预计该类活动会在全国推广，用以拉动手机消费。

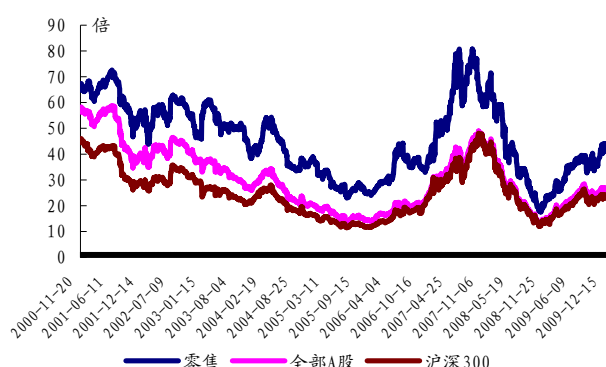
我们认为，2010 年是家电下乡全面实施的第二年，以旧换新政策也

将扩大到具有拆解能力的地区实施，并且有很大可能深化家电消费刺激政策。“家电下乡”和“以旧换新”使作为销售渠道王者的苏宁电器成为最大受益者，预计同店增速在 8% 左右，**家电连锁业同店增速平均在 5% 左右。**

行业估值：具备一定提升空间

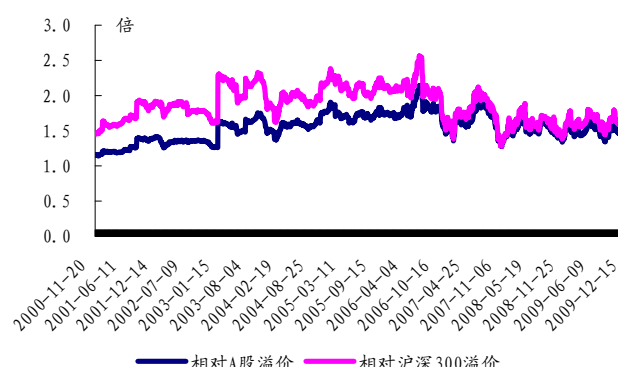
零售业 2009 年四季度业绩大幅度提升预期，使零售板块估值水平在近期提升较快，但从 2001 年的历史估值来看，仍处于平均水平。截至 2009 年 12 月 18 日，零售板块平均 PE 为 40.95 倍，相对 A 股溢价 1.62 倍，比历史平均估值溢价略高，不过仍低于 2005-2007 年行业景气高位时的相对溢价 1.71 倍；相对沪深 300 溢价 1.8 倍，估值溢价稍低。考虑到 2010 年行业景气上行，我们认为，零售板块应该享有更高的相对溢价，估值仍存在一定的上升空间。

Figure 35 零售与 A 股、沪深 300 历史 PE 水平比较



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 36 零售相对 A 股、沪深 300 估值溢价



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

行业评级：强于大市

基于上述分析，我们看好 2010 年零售业整体表现，我们认为，2010 年上半年将是零售业景气快速回升阶段，下半年会呈现稳中有升态势。因此，维持“强于大市”行业评级。

投资策略：主题投资+区域龙头

2010 年，我们优选**主题投资**带来的投资机会，如上海世博会概念、

资产注入及并购重组等预期；同时也关注外延增长迅速且经营稳健的**区域龙头**带来的投资机会。

上市公司方面，我们重点推荐：百联股份、王府井、银座股份、重庆百货、合肥百货、新华百货、武汉中百、苏宁电器。

Figure 37 重点推荐公司盈利预测及投资评级

股票代码	股票名称	投资评级	091218 股价	EPS				P/E			
				2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
600631	百联股份	增持	16.37	0.32	0.39	0.46	0.48	51.16	41.97	35.59	34.10
600859	王府井	增持	34.70	0.90	1.05	1.24	1.45	38.56	33.05	27.98	23.93
600729	重庆百货	增持	36.73	0.80	0.85	1.05	1.20	45.91	43.21	34.98	30.61
600858	银座股份	买入	25.02	0.58	0.69	0.97	1.25	43.14	36.26	25.79	20.02
000417	合肥百货	增持	13.18	0.33	0.38	0.46	0.56	39.94	34.68	28.65	23.54
600785	新华百货	买入	27.50	0.63	1.01	1.20	1.40	43.65	27.23	22.92	19.64
000759	武汉中百	增持	12.02	0.30	0.36	0.43	0.51	40.07	33.39	27.95	23.57
002024	苏宁电器	买入	19.18	0.48	0.61	0.77	0.95	39.96	31.44	24.91	20.19

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.