



22 December 2009 | 33 pages

行业将迎来高成长，高弹性公司当为首选

——2010 年零售行业投资策略

程艳华 金嫣

86-21-64718888 1212

chengyanhua@stocke.com.cn

本报告导读：

- 零售增长结构逐步调整，增速有望进入上升通道
- 上市公司单季度业绩明显提升，10年业绩增速有望加快
- 最看好家电和百货子行业

投资要点：

■ 宏观环境趋好，行业景气指标回升

虽然 09 年实施的消费刺激政策已初见成效，但宏观经济增长结构失衡的深层次矛盾未得到根本改变。预计，10 年宏观经济将呈现增速将达到 10.5%（超越 09 年 2 个百分点），调结构将成为重点，进入物价温和通胀的阶段，上述因素均会有利于消费增长。另外，消费者信心指数和居民可支配收入与支出等衡量零售行业景气度的重要指标也将在宏观经济回暖的背景下继续回升。

■ 零售增长结构逐步调整，增速有望进入上升通道

进入 3 月份以来，我国社会消费品零售总额稳步回升，限额以上、城市消费与中东部地区增速加快，并逐步超越限额以下企业、县及县以下城市和中西部城市，弹性较大商品的增速超越弹性较小商品。预计，09 年和 10 年我国社会消费品零售总额的名义增速分别为 15.4% 和 18.5%，实际增速分别为 17% 和 16%。未来五年，零售的复合增长率将维持在 15% 以上，消费将有望逐步步入上升通道。

■ 上市公司单季度业绩明显提升，10 年业绩增速有望加快

从 4 月份开始，伴随着经济的复苏，零售业逐步走出低谷，并呈现了业绩现加速恢复态势。2009 年 3 季度，零售行业的收入和净利润增速分别达到了 11.19% 和 29.65%，净利润的增速基本上已经超越了 08 年 2 季度的水平。预计，2009 年和 2010 年行业收入将分别增长 11% 和 20%，净利润将分别增长 17% 和 31%。

■ 维持“买入”评级

虽然 09 年 4 季度，零售行业整体涨幅超越大盘 20% 左右。但是考虑到考虑到零售行业业绩稳定增长预期和目前相对估值较低，因此，我们认为行业在 2010 年将有望继续超越大盘，维持对行业的“买入”评级。

■ 最看好家电和百货子行业

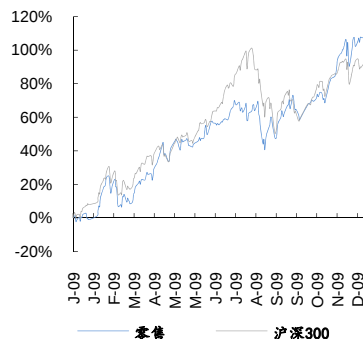
我们仍然最看好业绩弹性较大的百货和家电子行业，其次是超市子行业。在个股方面，我们通过以下几条主线来选择：第一，选择业绩持续稳定增长的区域零售龙头，如银座股份、重庆百货、合肥百货和东百集团。第二，选择虽然在一线城市，但业绩增长稳定，且新开门店使营业面积大幅增长的个股，如王府井、广州友谊和海印股份。第三，选择受益于房地产和消费政策的家电流通企业，如苏宁电器。第四，选择主题投资品种，投资受益于上海世博会以及上海国企整合的公司，如百联股份、豫园商城、老凤祥和友谊股份；投资业绩较好，且具备具有资产注入预期的上市公司，如新华百货和小商品城。

细分行业评级

百货	买入
专业连锁	买入
商业物业经营	买入

公司推荐

东百集团	买入
广州友谊	买入
王府井	买入
银座股份	买入
豫园商城	买入
老凤祥	买入
小商品城	买入
海印股份	买入
苏宁电器	买入
百联股份	中性
广百股份	中性
合肥百货	中性
重庆百货	中性
新华百货	中性
武汉中百	中性
友谊股份	中性





正文目录

1、宏观环境趋好，行业景气指标回升	5
1.1 宏观经济持续恢复	5
1.2 诸多政策已初见成效	5
1.2.1 家电和手机以旧换新有望成为近期家电销售的亮点	5
1.2.2 汽车市场喜大于忧，10 年继续看好车市	6
1.2.3 福利制度改革效果逐步显现	7
1.3 调结构、扩内需有望推动零售业快速增长	8
1.3.1 我国经济增长结构不协调的矛盾日益突出	8
1.3.2 调结构有望成为 10 年经济发展的主题	8
1.4 温和通胀预期为零售增长创造良好条件	9
1.5 消费者信心稳步提升	11
1.6 居民收入和支出水平有望在经济复苏背景下反弹	11
2、零售增速有望步入快速上升通道	12
2.1 零售稳步增长	12
2.2 限额以下与限额以上零售增速的差距继续拉大	13
2.3 市级社会消费品零售总额增长强劲	14
2.4 中东部城市社会消费品零售总额的增速明显加快	14
2.5 家电和通讯器材类增速加快，汽车类数据亮丽	16
3、上市公司单季度业绩明显提升，10 年业绩增速有望加快	17
3.1 零售行业公司业绩逐季回升	17
3.2 百货和家电类公司业绩有望继续提升	18
3.2.1 百货类商品零售增速加快保障 4 季度业绩	18
3.2.2 明年上半年超市企业业绩较难大幅增长	19
3.2.3 家电企业业绩快速增长值得期待	19
3.2.4 物业经营子行业租金收入较为稳定	20
3.3 行业 10 年净利润增速有望达到 31%	20
4、行业估值水平与投资评级	21
4.1 估值整体处于合理区间	21
4.1.1 市盈率处于平均水平附近	21
4.1.2 商业物业经营外，其他子行业的市销率略低于历史平均水平	22
4.1.3 行业整体市净率处于中等偏上的水平	22
4.2 维持“买入”评级	23
5、多因素催化零售行业股价有较好表现	23
5.1 市场集中度较低催生我国新一轮并购高潮	23
5.2 地区和集团整合频繁发生，上海国资整合步伐加快	24
5.2.1 地区和集团整合频繁发生	24
5.2.1 地区和集团整合频繁发生	25
5.2.3 世博会将有望推动上海零售市场	25
5.2.4 各级政府酝酿多项措施刺激消费	26
6、行业投资策略及重点公司投资评级	26
6.1 投资策略	26
6.2 重点公司及投资评级	26



图表目录

图 1: GDP 和社会消费品零售总额累计增长情况	5
图 2: GDP 和社会消费品零售总额单季度增长情况	5
图 3: 我国参加基本养老和医疗保险人数占比情况	7
图 4: 经济增长动力结构不协调	8
图 5: 居民消费支出占比持续下滑	8
图 6: CPI 的增长情况 (%)	9
图 7: CPI 和 RPI 的增长情况对比 (%)	9
图 8: RPI—食品、饮料、烟酒和日用品的增长情况 (%)	10
图 9: RPI—服装、化妆品和金银珠宝的增长情况 (%)	10
图 10: RPI—家电及音像器材的增长情况 (%)	10
图 11: RPI—家具和建筑材料类的增长情况 (%)	10
图 12: 2010 年 CPI 预测	10
图 13: 消费者信心指数持续上升	11
图 14: 城镇储户未来收入信心指数快速反弹	11
图 15: 城镇居民人均可支配收入增长率 (单季度)	11
图 16: 农村居民人均可支配收入增长率 (单季度)	11
图 17: 城镇居民消费支出增速 (单季度)	12
图 18: 农村居民现金支出增速 (单季度)	12
图 19: 社会消费品零售总额累计增长情况	12
图 20: 社会消费品零售总额单季度增长情况	12
图 21: 限额以上社会消费品零售总额增速	13
图 22: 限额以下社会消费品零售总额增速	13
图 23: 社会消费品零售总额分地域增长情况	14
图 24: 粮油和肉禽蛋类商品零售增速	16
图 25: 饮料、烟酒和日用品类商品零售增速	16
图 26: 服装、化妆品和金银珠宝类商品零售增速	17
图 27: 家用电器和通讯器材类商品零售增速	17
图 28: 石油和汽车类商品零售增速	17
图 29: 家具和建筑及装潢材料类商品零售增速	17
图 30: 零售行业单季度收入增长情况	18
图 31: 零售行业单季度净利润增长情况	18
图 32: 百货子行业单季度收入增长情况	18
图 33: 百货子行业单季度净利润增长情况	18
图 34: 超市子行业单季度收入增长情况	19
图 35: 超市子行业单季度净利润增长情况	19
图 36: 家电子行业单季度收入增长情况	19
图 37: 家电子行业单季度净利润增长情况	19
图 38: 物业经营子行业单季度收入增长情况	20
图 39: 物业经营子行业单季度净利润增长情况	20
图 40: 近几年行业收入累计增速及预测	20
图 41: 近几年行业净利润累计增速及预测	20
图 42: 零售及其子行业市盈率	21
图 43: 相对于沪深 300 的市盈率倍数	21



图 44: A 股的市盈率对比	21
图 45: 零售及其子行业市销率	22
图 46: 零售及其子行业市净率	22
图 47: 相对于沪深 300 的市净率倍数	22
图 48: A 股的市净率情况对比	23
表 1: 各地区社会消费品零售总额累计增速	14
表 2: 各地区社会消费品零售总额单季度增速	15
表 3: 近几年举牌收购上市公司概览	23
表 4: 地区和集团整合频繁发生	24
表 5: 上海国资控股的商业类上市公司	25
表 6: 重点公司盈利预测及投资评级	26

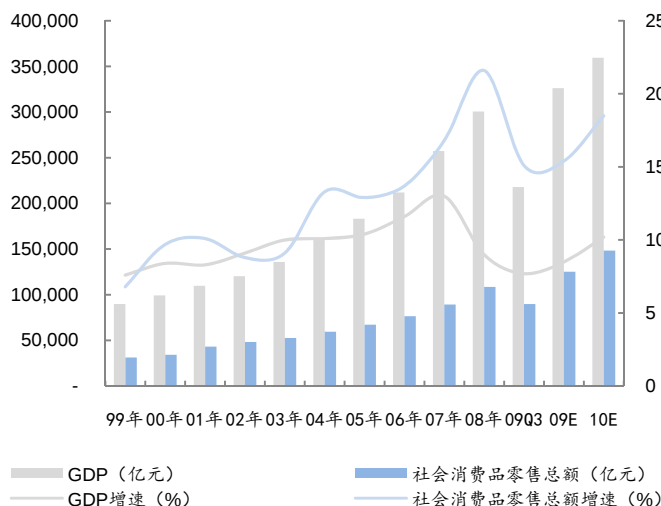


1、宏观环境趋好，行业景气指标回升

1.1 宏观经济持续恢复

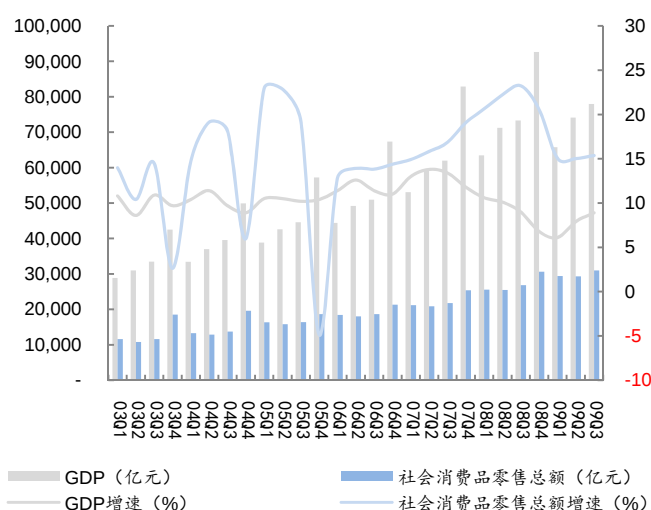
经验表明，商业行业和宏观经济运行趋势有着较为紧密的正相关关系。从近年的情况来看，我国 GDP 增长迅速，社会消费品零售总额增长态势与 GDP 保持一致。自 2004 年以来，社会消费品零售总额增速同比较 GDP 快 2-3 个百分点，且 2007 年以来有加大趋势。

图 1: GDP 和社会消费品零售总额累计增长情况



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

图 2: GDP 和社会消费品零售总额单季度增长情况



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

2008 年，在国际、国内诸多不确定性因素的影响下，我国经济增速有放缓的趋势。从单季度 GDP 运行走势看，08 年前两个季度 GDP 的增长率分别为 10.6% 和 10.1%，3 季度和 4 季度分别下滑为 9.0% 和 6.8%，2009 年 1 季度进一步下滑到 6.1%。从近几个季度来看，自 2009 年 1 季度 GDP 增速见底以来，2009 年的 2 季度和 3 季度分别为 7.9% 和 8.9%，前 3 季度的累计增速达到了 7.7%。总体看来，在国家 4 万亿投资等一揽子经济刺激政策推动下，宏观经济企稳回暖态势已基本确立。

预计，2009 年和 2010 年将分别达到 8.5% 和 10.5%，增速将持续加快。考虑到消费一般滞后于经济 6 个月左右，因此，随着中央确定的扩大内需、促进经济平稳较快发展一揽子政策的实施，宏观经济的逐步回暖，我国社会消费品零售总额也将步入快速回升通道。

1.2 诸多政策已初见成效

1.2.1 家电和手机以旧换新有望成为近期家电销售的亮点

家电下乡产品 09 年前 10 个月实现销售额 500 多亿元

为扩大农村消费，抓住农村家电普及的有利时机，2007 年 12 月份，商务部和财政部发布《家电下乡试点工作实施方案》的通知，拉开了家电下乡的帷幕。自家电下乡政策实施以来，推动家电销售效果明显，09 年前 10 个月全国各中标家电企业发货量累计达 6,587.5 万台，销售家电下乡产品 2,787.78 万台，销售金额共计 508.41 亿元（销售手机 113 万部，实现销售额 69,084 万元），占 1-10 月限额以上家电销售额的 22.4%。预计，2009 年家电下乡产品的财政补贴资金在 200 亿左右，可拉动 1,500 多亿元的农村消费，远超过 09 年



的 700 亿。

家电以旧换新产品销售额占比近三分之一，手机以旧换新跃跃欲试

在实施家电下乡的同时，2006 年 5 月份出台了以旧换新的政策。家电以旧换新补贴政策执行时间为 2009 年 6 月 1 日至 2010 年 5 月 31 日，执行范围为北京、天津和上海等 9 省市，试点品种为电视机、冰箱（冰柜）、洗衣机、空调、电脑等 5 类。

2009 年中央财政计划安排 20 亿元用于家电以旧换新，截至 2009 年 12 月 13 日，9 个试点省市共回收 5 个品种的废旧家电 333.7 万台，销售新家电 292.3 万台，实现销售额 114.4 亿元，占 5 类家电品种销售额的近 1/3，占家电总销售额的 1/5 左右。

虽然手机下乡尚未被纳入国家以旧换新政策家电范围，近日多家电器销售商相继推出了手机以旧换新的促销策略。2009 年 12 月 19 日，上海交家店协会组织发起的手机以旧换新昨天正式启动，预热了年终消费市场。当日，北京的大中、国美和苏宁三大卖场自发实施手机以旧换新，两天手机换新销量已突破 3 万部。

预计，随着家电、手机以旧换新政策的逐步深化，有望成为近期家电销售的亮点，对其销售额的拉动也会逐步增加。

1.2.2 汽车市场喜大于忧，10 年继续看好车市

购置税下调使 1.6 升及以下排量乘用车的销售量快速增长

根据 2009 年 1 月 14 日国务院通过的汽车和钢铁产业调整振兴规划，1.6 升及以下排量乘用车的购置税从 10% 减到 5%。自购置税延续政策出台后，1.6L 及以下排量轿车市场呈现出供不应求与价格坚挺两大特点。在国家购置税政策刺激下，09 年 1-11 月 1.6 升及以下排量乘用车共实现销售 642 万辆，同比增长 67.37%。而 1.6 升以上排量乘用车则销售 278 万辆，仅同比增长 21%。由于 1.6 升以上排量乘用车远低于 1.6 升及以下排量乘用车的销售量增速，导致 1.6 升及以下排量乘用车的销售量占比由上年的 62.24% 提高到了 69.75%。1-11 个月，国内汽车销量比去年增加了 310 万辆，其中 1.6 升及以下排量的轿车多卖了 180 万辆，是拉动我国今年汽车销量增长的重要因素。

汽车下乡拉动微客销售量快速增加

2009 年初，国家出台了“汽车下乡”政策，2009 年对农民购买轻型载货车和微型客车给予车价 10% 的经济补贴，最高补贴 5,000 元。数据显示，2008 年全国共销售微车 130 万辆，仅同比增长 2%。而 2009 年 1-11 月份微型客车销售 177.94 万辆，同比增长 80.48%；微卡销售 47.49 万辆，同比增长 41.97%；轻卡销售 139.93 万辆，同比增长 27.24%。汽车下乡政策的实施，对微车销售的拉动作用起到了举足轻重的作用。

汽车以旧换新效果平淡

汽车与家电以旧换新政策同时推出，实施时间相同。2009 年中央财政计划安排 50 亿元用于汽车以旧换新，但是由于单辆车补贴额度较低，而且补贴手续繁琐，报废车直接在二手车市场出售，导致大量面临报废的汽车流转到了二三线城市，因而自汽车以旧换新政策实施以来，汽车以旧换新效果一般，汽车的报废量并未出现爆发式的增长。

政策的刺激下，2009 年汽车产销两旺



2009 年我国车市呈现爆发性增长, 1-11 月, 汽车产销 1226.58 万辆和 1223.05 万辆, 同比增长 41.59%和 42.39%; 乘用车产销 920.43 万辆和 922.81 万辆, 同比增长 47.47%和 49.70%; 商用车产销 306.15 万辆和 300.24 万辆, 同比增长 26.44%和 23.80%。1.6L 及以下乘用车 1-11 月累计销量对整个汽车市场的增长的贡献度达 85%。预计, 年内我国汽车销量将有望超过超 1,300 万辆, 达到历史最高水平, 其中政策拉动销量增长为 260 万辆。

10 年以旧换新政策额度提高, 有望刺激潜在需求

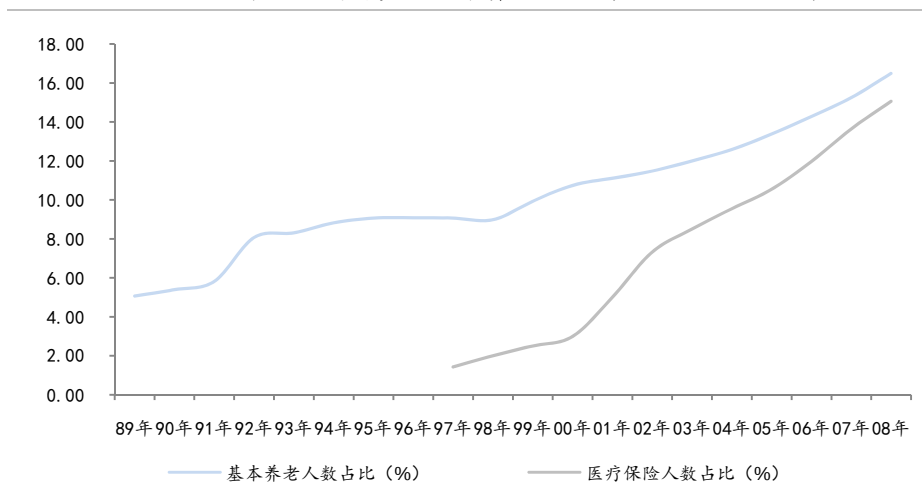
2009 年 12 月, 中央对 10 年汽车刺激政策进行了调整, 其中将减征 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税的政策延长至 10 年年底, 减按 7.5%征收; 汽车以旧换新单车补贴金额标准提高到 5,000 元至 1.8 万元; 汽车下乡延长实施至 10 年年底, 已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日。

对于汽车下乡政策的延续, 表明政府农村政策的一贯性, 对市场充满了信心。购置税政策优惠部分缩水后, 为了继续维持好的销量, 经销商有望进一步推出购车优惠, 以弥补消费者在购置税政策上的损失, 因此该政策仍将继续发挥作用。以旧换新补贴标准提高后, 消费者可多获得 2-3 倍的补贴, 可有效减少到二手车市场售车行为, 有望成为明年车市增长的推动力。分车型来看, 轻卡、微卡在享受补贴车型中的“补贴金额/车价”比例最高, 从中收益最大。

此次补贴额由 5,000 元大幅提高到 1.8 万元, 将刺激以旧换新需求的释放, 低端轻卡、微卡和微客生产企业将由此受益。总体来看, 考虑到汽车下乡政策还会延期一年, 再加上“以旧换新”补贴标准的提高, 汽车市场的繁荣还是值得期待的。预计, 汽车销量整体仍将保持平稳增长, 总销量将达到 1,550 万辆, 同比增长 15%左右。

1.2.3 福利制度改革效果逐步显现

图 3: 我国参加基本养老保险和医疗保险人数占比情况



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

自 1986 年我国社保体制改革以来, 已取得了突飞猛进的发展, 建立了有别于原有社会保障的新模式。目前, 我国社会保障制度框架基本形成, 在城镇已经基本建立了养老、医疗、失业、工伤和生育保险等五项社会保险制度, 全面实施了最低生活保障制度; 在农村正在全面推进最低生活保障制度, 农民养老和医疗保障体系建设加速, 不断加快新型合作医疗改革试点的步伐。



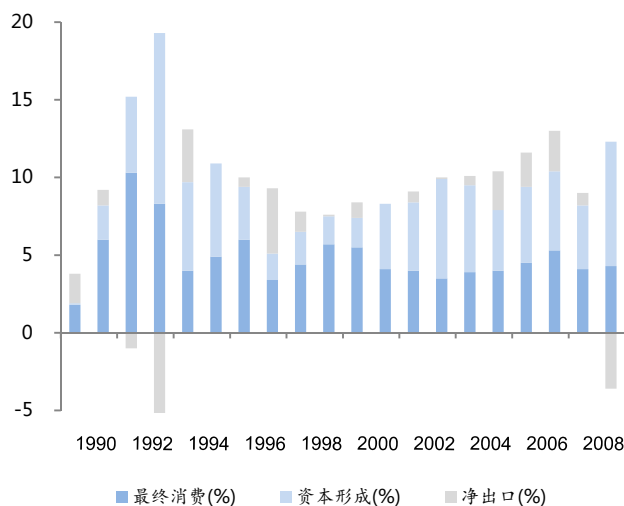
随着中国社会保险覆盖范围不断扩大,筹资渠道逐步拓宽,享受社会保障待遇的人数迅速增加。2008年,全国参加基本养老保险人数为2.19亿人,占总人口的比重由1989年的5.07%上升到2008年的16.48%;参加基本医疗保险的人数为2.0亿人,总人口的比重由1997年的1.43%上升到2008年的15.06%。

1.3 调结构、扩内需有望推动零售业快速增长

1.3.1 我国经济增长结构不协调的矛盾日益突出

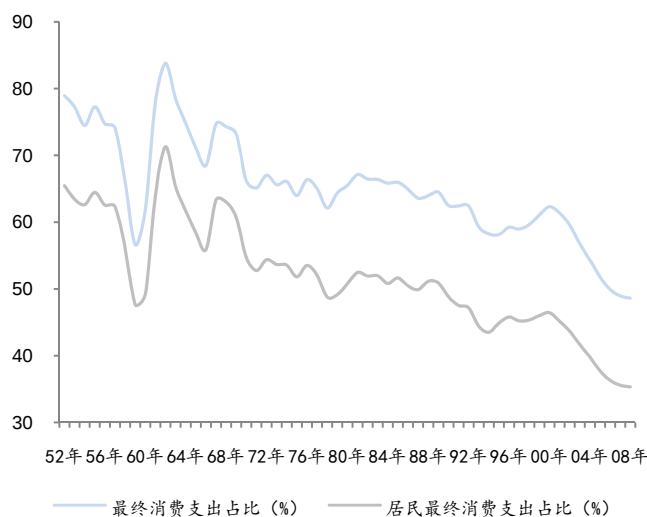
2001年以来,中国工业化、城市化加速进行。回顾2003-2007年经济上升周期,一方面由于居民收入水平相对较低,另一方面由于较低的参保比例和参保水平也抑制了消费,导致中国经济的快速发展主要依赖以工业投资和出口为主的增长模式,消费所占比例较低。从2001年开始最终消费支出贡献率逐步下降,且近几年呈现加速下滑的态势。2008年,我国居民最终消费支出的占比仅为35.32%,远低于国际50%-70%的一般水平。

图 4: 经济增长动力结构不协调



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

图 5: 居民消费支出占比持续下滑



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

2009年,为应对此次金融危机带来的冲击,减弱我国经济对外依存度,我国政府启动“四万亿”财政投资、宽松的货币政策以及扩大内需的相关政策,使得投资和消费保持稳步增长,这在一定程度上弥补了出口减少的不利影响,经济呈现企稳回升的势头。2009年前3季度增速为7.7%,来自投资、消费和出口的贡献度分别为8.0%、4.3%和-3.6%。分拆其拉动的各项因素,投资仍为最大动力,资本形成贡献率的跃升对冲净出口对经济增长的负贡献;实施了多项刺激消费的政策后,最终消费贡献率与2008年基本持平。可以看出,虽然实现“保增长”目标已经没有悬念,但宏观经济增长结构失衡的深层次矛盾未得到根本改变。预计,09年政府投资构成了经济增长的主题,但是若2010年继续实施扩大投资的政策,其边际贡献和可持续性将会减弱。

1.3.2 调结构有望成为10年经济发展的主题

2009年经济的复苏来源于投资的快速启动,大多数投放在基础设施条件和民生改善方面,但是在目标完成的背后却是经济增长结构的不协调。在保增长的基本责任完成后,调结构将成为10年重点。调结构首先是调整经济的增长动力结构,由依赖投资、依靠外需转向提振消费。



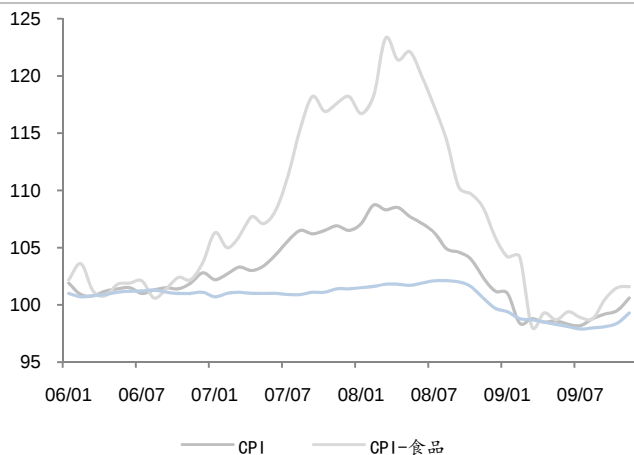
从 2010 年中央经济工作会议的定调上来看，重点为加大经济结构调整力度，明确提出要以扩大内需特别是增加居民消费需求：一是，要加大国民收入分配调整力度，增强居民特别是低收入群众消费能力；二是，积极稳妥推进城镇化，促进大中小城市和小城镇协调发展，要把重点放在加强中小城市和小城镇发展上；三是，进一步做好家电、汽车摩托车下乡工作，继续实施家电和汽车以旧换新政策，增加农机购置补贴，增加普通商品住房供给，支持居民自住和改善性购房需求，加大农村危房改造支持力度。2010 年的经济政策更加注重推动经济发展方式转变和经济结构调整、更注重改善民生，较上年的保增长、扩内需、调结构对消费行业具有更强的针对性。

我们认为，基础设施建设为居民消费能力的提升，奠定了硬件上的准备，随着居民收入增加、城市化进程推进、“家电下乡”和以旧换新政策刺激以及为减轻农民负担的措施，巨大的消费市场将被启动。考虑到家电和汽车刺激政策已有一段时间的经验，10 年政策将得到进一步的延续和深化，对家电和汽车消费的刺激力度有望加大。预计，在调整结构的大方针指导下，经济增长方式将获得转变，政策对于扩大消费的支持将延续、力度也将加大，消费对于经济的拉动作用将被进一步挖潜。

另外，满足消费需求的法律法规将逐步完善。09 年 8 月，银监会通过了，《消费金融公司试点管理办法》，为消费金融公司试点工作设定了监管框架。专业消费金融公司具有单笔授信额度小、审批速度快（通常 1 小时内）、无需抵押担保和服务方式灵活等独特优势。设立专业的消费金融公司，为商业银行无法惠及的个人客户提供新的可供选择的金融服务，有利于满足不同群体消费者不同层次的需求，有利于促进国内消费需求增长。

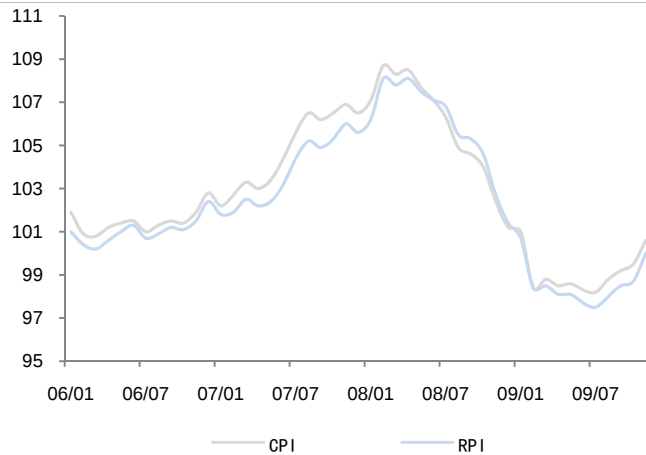
1.4 温和通胀预期为零售增长创造良好条件

图 6: CPI 的增长情况 (%)



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 7: CPI 和 RPI 的增长情况对比 (%)

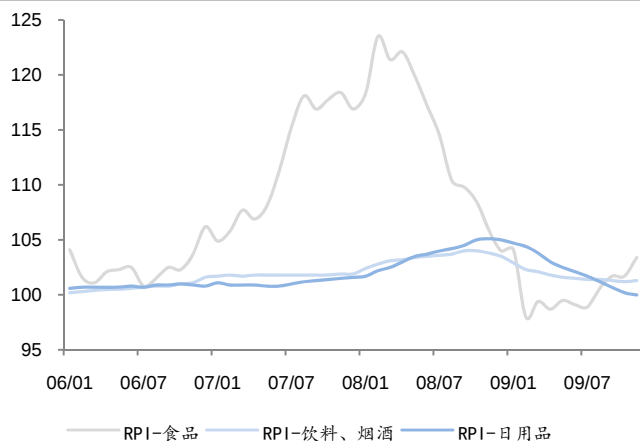


资料来源：CEIC，浙商证券研究所

自 2008 年上半年以来，价格指数从高位持续下行，2009 年 7 月见底。近几个月价格指数持续反弹，从各类商品 RPI 的变化情况来看，烟酒、日用品、化妆品和服装鞋帽四类商品的价格相对较为平稳，其他几类商品的几个指数波动较大；服装鞋帽类商品的价格指数自 08 年以来均为负值，化妆品类商品的消费价格指数较为坚挺。需要指出的是，近几个月，家用电器及音像器材、家具和建筑材料的价格指数已逐步摆脱下降通道，建筑材料价格指数反弹较为强劲。另外，受黄金价格上涨影响，黄金价格指数已由 7 月份的 89.8 上升至 11 月份的 110.7。2009 年 11 月，CPI 和 RPI 分别为 100.6 和 100，其中 CPI 首次出现转正，结束了连续 9 个月的通货紧缩。从消费价格指数的结构上来看，进入四季度以来，粮食、油脂、肉禽蛋和水产品的价格指数均较前期有了较大幅度的增长，从而推动了物价指数快速增长。

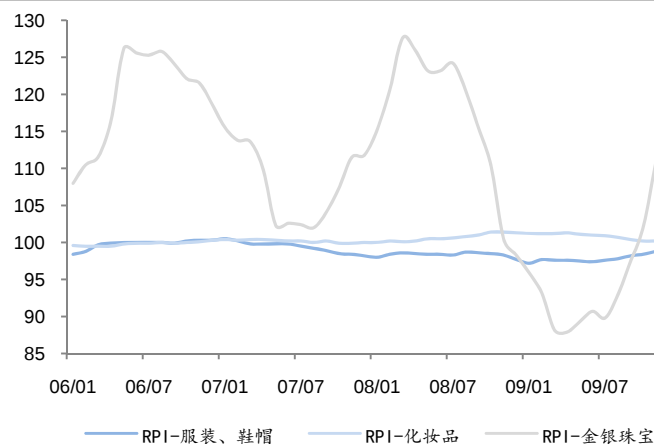


图 8: RPI—食品、饮料、烟酒和日用品的增长情况(%)



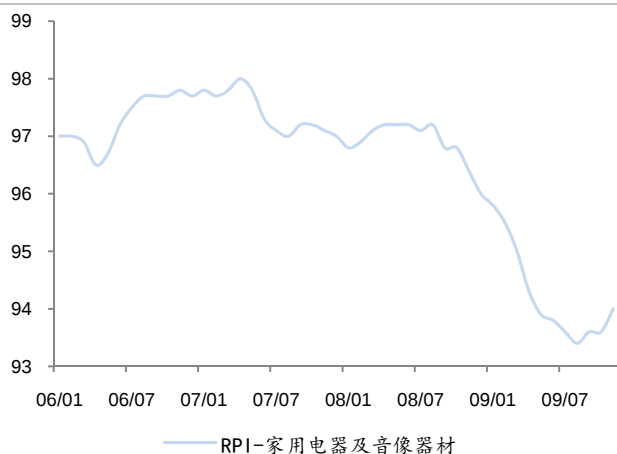
资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 9: RPI—服装、化妆品和金银珠宝的增长情况(%)



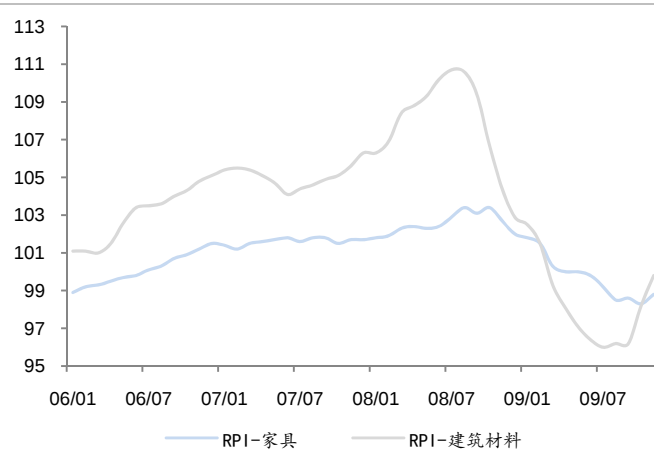
资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 10: RPI—家电及音像器材的增长情况(%)



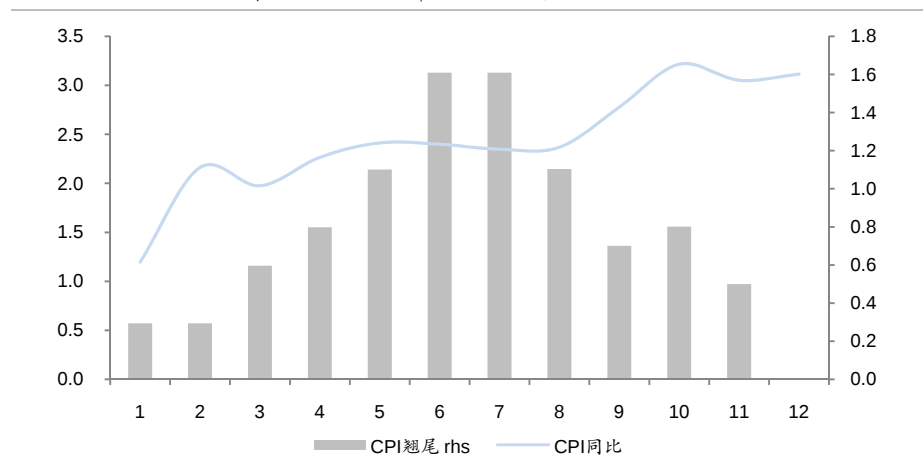
资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 11: RPI—家具和建筑材料类的增长情况(%)



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 12: 2010 年 CPI 预测



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

预计, 基于翘尾因素以及经济持续回升推动物价环比上涨, 我们预计 2010 年物价水平将较 2009 年有较大幅度的提高, CPI 和 RPI 分别达到 2.5%和 2.0%, 预示着我国将逐步步



入温和通胀的阶段。经验表明，对于零售企业而言，温和的通货膨胀背景下，更容易推动收入和利润的双双上涨。

1.5 消费者信心稳步提升

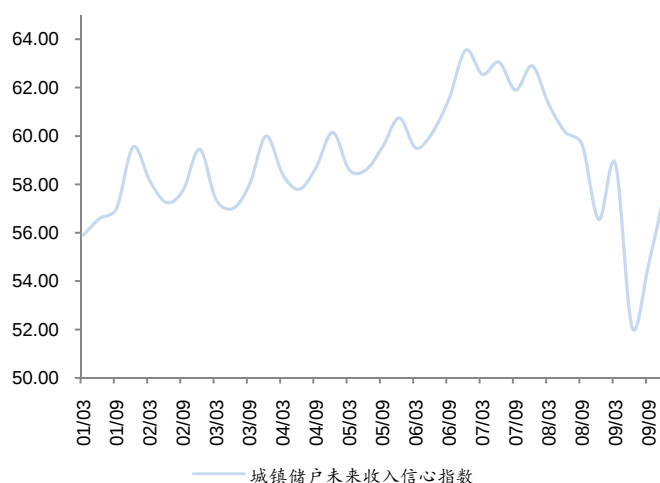
自 2008 年以来，受金融危机的打击较大，消费者信心持续下滑，3 项指数均已跌破 90。受宏观经济回暖影响，自 2009 年 3 月反应消费者信心的 3 项指标见底以来，近几个月持续反弹，2009 年 10 月，消费者信心指数、消费者满意指数和消费者预期指数分别达到了 88.50、87.50 和 89.10，分别较最低点提高了 2.80、1.90 和 5.40。需要指出的是，消费者预期指数的反弹幅度较其他两项指数分别高出了 2.60 和 3.50。另外，近 3 个季度，城镇储户未来收入信心指数由 2009 年 3 月的 52.1 上升为 2009 年 12 月的 57.80，上升了 5.7 个点，快速反弹趋势确定。消费者信心指数增长情况为衡量零售行业的景气度的重要指标，预计，随着宏观经济的逐步向好，消费者的信心也将逐步增强，未来一年消费者信心指数和城镇储户未来收入信心指数均有望反弹至 08 年的平均水平。

图 13：消费者信心指数持续上升



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

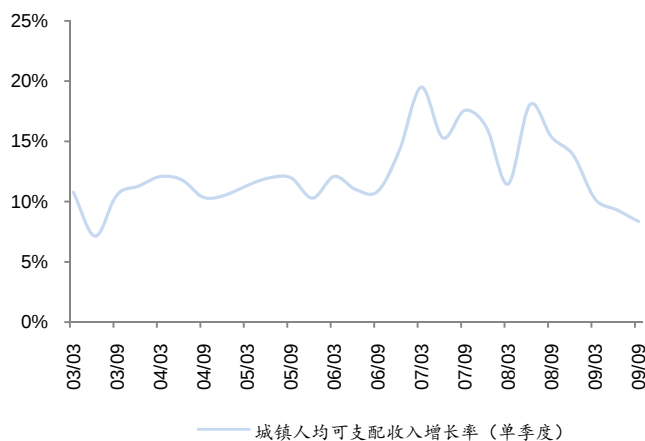
图 14：城镇储户未来收入信心指数快速反弹



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

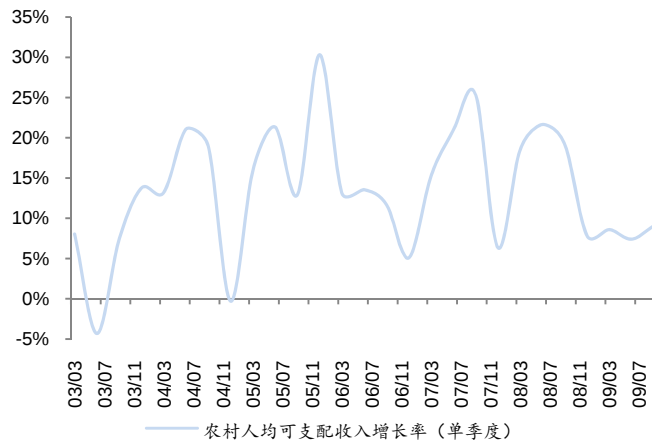
1.6 居民收入和支出水平有望在经济复苏背景下反弹

图 15：城镇居民人均可支配收入增长率（单季度）



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 16：农村居民人均可支配收入增长率（单季度）



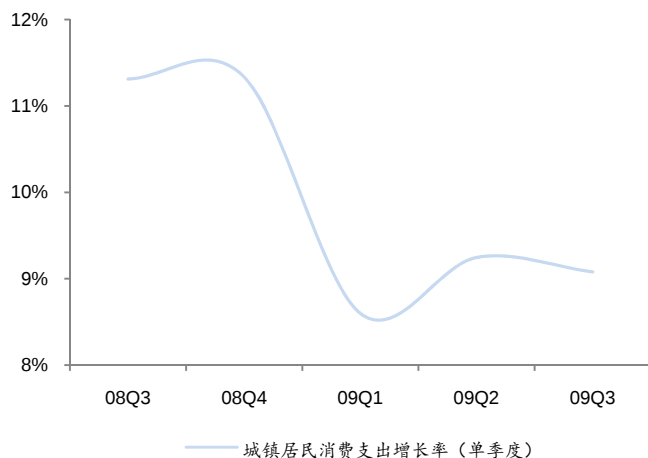
资料来源：CEIC，浙商证券研究所

从居民可支配收入方面来看，自 2008 年以来，我国城镇居民可支配收入和农村居民可支



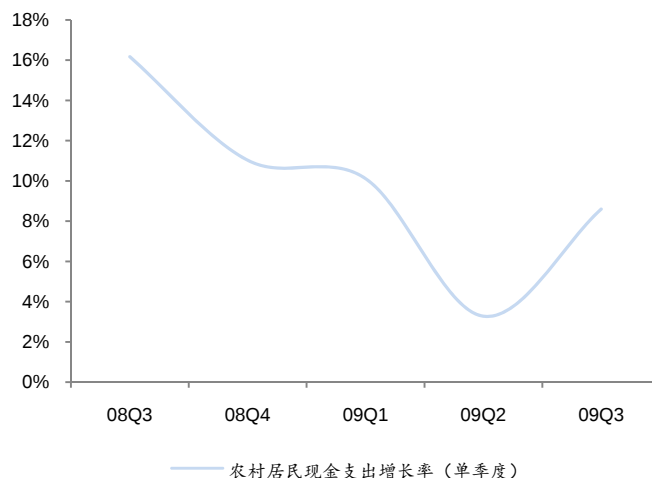
配收入实际增速均持续下滑。2009 年 3 季度城镇居民可支配收入和农村居民可支配收入的增速均为 2006 年以来的最低点。而从单季度来看,农村居民可支配收入的增速经过 2009 年 2 季度的最低点后,3 季度达到 9.07%,较 2 季度提高了 1.67 个百分点。考虑到消费一般滞后于经济,因此,随着宏观经济的逐步回暖,居民可支配收入有望继续反弹。

图 17: 城镇居民消费支出增速(单季度)



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 18: 农村居民现金支出增速(单季度)



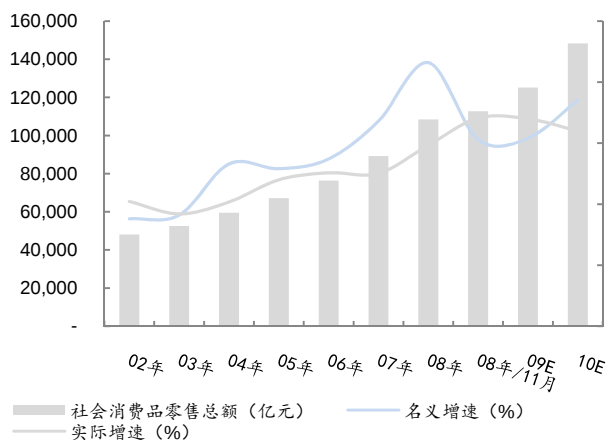
资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

与我国居民收入的增长情况相对应,近两年我国居民支出的增速也出现了不同幅度的下滑,近几个季度回暖迹象明显,从单季度增速来看,城镇居民消费支出增速的最低点为 2009 年 1 季度,农村居民现金支出增速的最低点为 2 季度,在增加农民收入和扩大农村消费等多项政策的影响下,3 季度达到 8.60%,较 2 季度提高了 5.32 个百分点。考虑到居民可支配收入与消费支出增速有较强的正相关关系,随着可支配收入的持续增长,消费支出也有望增加。

2、零售增速有望步入快速上升通道

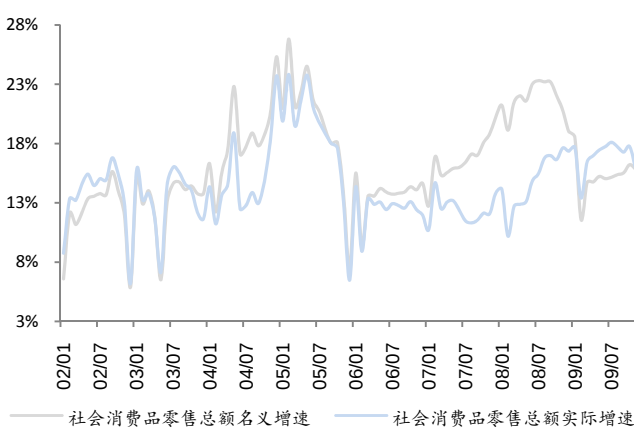
2.1 零售稳步增长

图 19: 社会消费品零售总额累计增长情况



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 20: 社会消费品零售总额单季度增长情况



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

受经济下滑影响,2008 年下半年特别是进入 4 季度后,社会消费品零售总额增速呈现快速回落的态势,2009 年 2 月份见底。受经济回暖影响,自 2009 年 3 月开始,社会消费品



零售总额的增长速度持续反弹。2009年1-11月份,社会消费品零售总额为112,733亿元,名义增长率为15.3%,与1-10月份持平。由于09年RPI下降幅度达到了1.5%,为近几年的最低点,因此从扣除价格因素后的实际增速达17.0%。

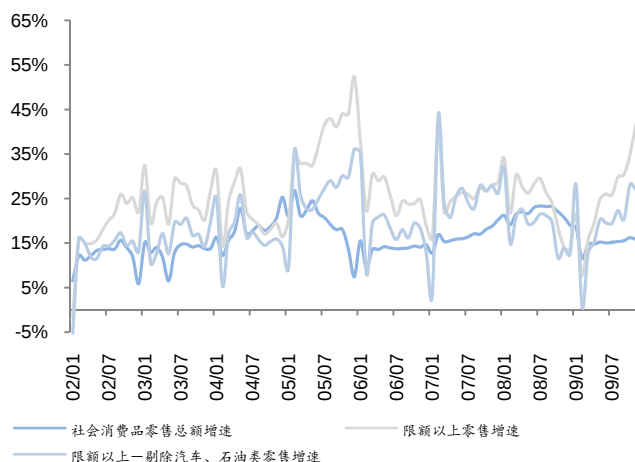
11月份的名义增速和实际增速均较上月有了一定幅度的下滑,究其原因主要是因为:第一,08年“十一”黄金周假期为9月29日-10月5日,有两天的收入在9月份确认。09年“十一”黄金周与中秋节重叠,假期为10月1日至8日,天数较往年多1天,收入全部在10月份确认,黄金周后置和假期增加导致10月份社会消费品零售总额的名义增速和实际增速分别较上月上升了0.70和0.47个百分点。而由于黄金周和中秋节重叠,刺激了消费,导致产生一定的挤出效应,在一定程度上影响了11月份的增长。总体上来看,行业继续向上的趋势未改。另外,需要指出的是,从下图上来看2009年3月份反弹幅度较大主要原因为:受2008年春节期间雪灾影响,再加上2008年和2009年春节所在月份不同,导致2009年的1月和2月份从单月份看波动较大。若将1月和2月份合并对比则两个的平均名义增速为15.2%,实际增速为15.7%,其反弹幅度并无上图中那么明显。

预计,2009年我国社会消费品零售总额的名义增速为15.4%,当期的RPI为-1.4%,实际增速为17%。2010年国内外宏观经济将由复苏转向加速增长,消费为拉动经济增长最积极因素,也是调结构和政策刺激的重点,因此,2010年消费将稳步增长,对经济增长的贡献率也有望提升。2010年我国社会消费品零售总额的名义将达到18.5%,当期的RPI分别2.0%,实际增速分别16%,虽然实际增速将较2009年有一定幅度的下滑,但是与以往年度相比仍处于相对高位。未来五年内的零售的复合增长率将维持在15%以上,国内消费市场总体形势较为乐观。随着我国社会消费品零售总额的稳步增长,消费将有望逐步步入上升通道。

2.2 限额以下与限额以上零售增速的差距继续拉大

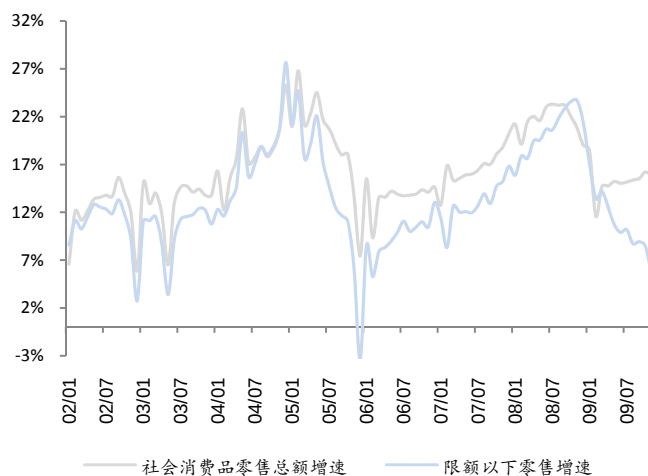
前几个月限额以上社会消费品零售总额增速低于限额以下社会消费品零售总额增速的状况已经基本转变,近三个月限额以下社会消费品零售总额的增速有回落趋势,而限额以上社会消费品零售总额的增速有加快趋势,限额以下与限额以上社会消费品零售总额增速的差距正在逐步拉大。值得注意的是,扣除石油和汽车类商品的限额以上社会消费品零售总额增速也呈现出了快速上升的态势,这在一定程度上反应出居民日常消费强劲。

图 21: 限额以上社会消费品零售总额增速



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 22: 限额以下社会消费品零售总额增速

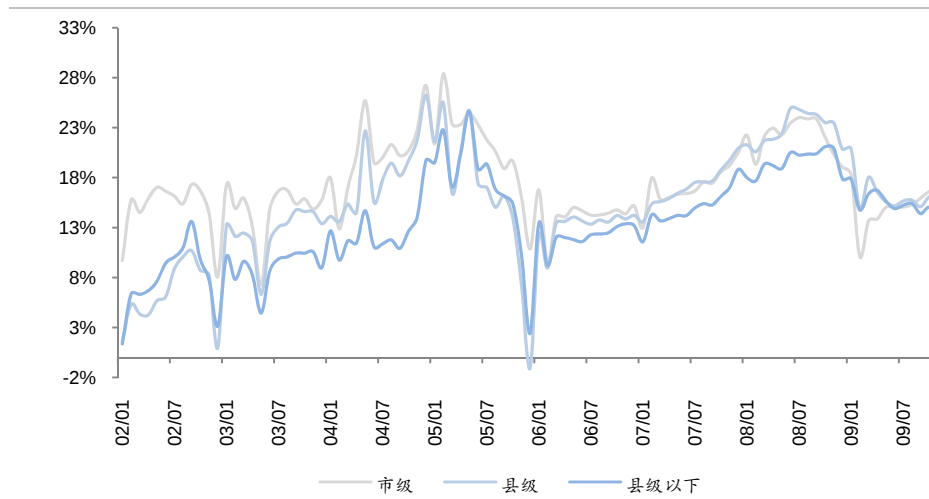


资料来源: CEIC, 浙商证券研究所



2.3 市级社会消费品零售总额增长强劲

图 23：社会消费品零售总额分地域增长情况



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

自 08 年底民工失业较严重，大量民工返乡在一定程度上减缓了县及县级以下城市社会零售总额的增速。农民工大量返乡是个双刃剑，导致城市消费量减少，再加上城市消费弹性较大，因而自 08 年底至 09 年初市级城市社会消费品零售增速大幅下滑，且远低于县及县级以下城市社会消费品零售总额的增速。

近几个月，受宏观经济回暖、大量民工返城务工以及城市消费弹性较大影响，市级社会消费品零售总额增长较为强劲，其增速已连续三个月超过县及县以下城市。从 2009 年 11 月份的数据来看，城市消费品零售额为 7,606 亿元，增长 16.5%；县及县以下消费品零售额为 3,733 亿元，增长 14.4%。城市已超过县及县以下消费品零售额增速 2.1 个百分点。

总体看来，自 09 年以来，市级社会消费品零售总额增长强劲，增速持续上升，反弹幅度达到了 6.5 个百分点，而县级社会消费品零售总额增速相对比较平稳，较最低点增速加快 1 个百分点。考虑到城市消费弹性较大，预计随着宏观经济的逐步回升，其零售额增速超过县及县以下城市的可能性依然较大。

2.4 中东部城市社会消费品零售总额的增速明显加快

表 1：各地区社会消费品零售总额累计增速

地区名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	09 年 11 月
天津	13.91%	14.01%	18.20%	24.73%	21.41%
西藏	15.68%	22.70%	24.86%	15.27%	21.40%
四川	14.00%	14.77%	17.36%	19.55%	20.08%
黑龙江	13.02%	13.50%	16.69%	21.77%	19.57%
内蒙古	15.80%	18.69%	19.36%	24.12%	19.47%
陕西	13.73%	15.09%	18.32%	25.28%	19.41%
宁夏	13.58%	14.12%	17.26%	22.25%	19.41%
云南	13.01%	14.93%	17.30%	23.23%	19.38%
湖北	13.17%	15.09%	18.07%	23.27%	19.31%
山西	14.94%	15.15%	18.63%	23.11%	19.29%
湖南	14.40%	15.25%	18.43%	22.74%	19.14%



广西	14.30%	14.59%	18.56%	23.21%	19.05%
河南	14.30%	15.54%	18.48%	23.16%	19.02%
甘肃	12.88%	13.38%	16.14%	18.82%	19.02%
贵州	13.38%	13.65%	19.14%	23.50%	19.01%
吉林	13.51%	14.72%	19.30%	24.26%	18.95%
江西	15.05%	15.52%	17.86%	23.75%	18.95%
山东	15.80%	16.26%	18.48%	23.02%	18.86%
安徽	13.33%	14.98%	18.44%	23.37%	18.83%
海南	13.41%	14.80%	17.42%	23.87%	18.81%
青海	13.68%	12.21%	15.65%	21.36%	18.73%
重庆	13.80%	15.45%	18.36%	24.25%	18.46%
江苏	16.51%	16.20%	18.34%	23.26%	18.40%
辽宁	13.48%	14.53%	17.34%	22.02%	18.09%
河北	14.61%	15.05%	17.33%	22.43%	17.99%
广东	15.04%	15.67%	16.23%	20.51%	16.34%
福建	13.76%	15.28%	17.88%	20.08%	16.29%
浙江	14.21%	14.98%	16.69%	19.76%	15.37%
北京	10.52%	12.83%	16.03%	20.76%	15.22%
新疆	13.20%	14.08%	16.51%	21.00%	14.61%
上海	11.90%	13.03%	14.50%	17.92%	13.98%

资料来源：CEIC，浙商研究所

从累计增速方面来看，2009年1-9月，天津、西藏、四川、黑龙江和内蒙古五省市的社会消费品零售总额的增速排名在前五位，其中天津、西藏和四川三地区的增速在20%以上。北京、新疆和上海三地的零售增速在倒数三名之内，且均低于16%。总体上来看，大多中西部城市社会消费品零售总额的基数较低，09年以来的累计增速排名比较靠前。

从单月增速方面来看，2009年9月，山西、天津、江苏、黑龙江和山东等五省市的社会消费品零售总额的增速在前五位，山西、天津、江苏和黑龙江等九地单月增速在20%以上。新疆、西藏和上海等地区的社会消费品零售总额的增速在最后三位。值得注意的是，近三个月以来，中东部城市社会消费品零售总额的增速排名比较靠前，其中天津已经连续多月排在前五名；山西已经连续3个月排在前五名，其中11月份排名为第一；近两个月山东和江苏两地也加入了前五名的行列。

总体来看，09年前两个季度，消费市场仍呈现中西部好于东部地区的特点，进入三季度以来，受打击较重的东部沿海发达地区消费也开始逐步恢复，部分中部地区单月增速已持续几个月进入前五名。

表 2：各地区社会消费品零售总额单季度增速

地区名称	09年5月	09年6月	09年7月	09年8月	09年9月	09年10月	09年11月
山西	15.23%	19.12%	18.81%	18.24%	19.89%	21.92%	22.00%
天津	19.92%	20.38%	20.55%	22.58%	23.08%	23.17%	22.00%
江苏	18.50%	17.67%	17.95%	18.55%	19.52%	21.25%	21.54%
黑龙江	19.05%	19.21%	19.15%	19.23%	18.46%	22.87%	21.15%
山东	18.21%	18.34%	18.80%	18.81%	19.00%	21.80%	21.04%
陕西	20.00%	19.92%	19.51%	19.52%	19.82%	21.11%	20.52%
江西	16.86%	18.77%	18.49%	18.98%	18.68%	20.26%	20.46%



福建	16.50%	16.57%	16.52%	17.02%	15.70%	19.73%	20.21%
浙江	13.92%	15.29%	14.23%	15.60%	15.96%	18.97%	20.01%
广西	18.97%	19.99%	19.16%	19.84%	18.60%	19.79%	19.93%
河南	18.25%	19.03%	18.78%	18.92%	19.24%	21.04%	19.80%
吉林	19.02%	19.91%	19.90%	19.93%	18.31%	19.80%	19.73%
甘肃	16.87%	18.77%	18.50%	19.71%	20.75%	20.09%	19.62%
湖南	18.81%	19.00%	18.88%	18.64%	19.14%	19.53%	19.53%
安徽	17.55%	19.06%	18.72%	18.97%	18.40%	19.53%	19.32%
四川	28.07%	23.16%	20.81%	19.80%	19.00%	19.63%	19.19%
重庆	18.15%	18.32%	18.27%	18.50%	19.01%	19.18%	19.14%
海南	17.66%	17.90%	18.08%	18.79%	18.72%	18.18%	19.13%
云南	18.91%	19.02%	19.15%	19.87%	20.27%	21.05%	19.02%
湖北	18.63%	18.93%	18.88%	18.55%	19.00%	20.02%	18.94%
内蒙古	17.83%	18.20%	17.63%	17.80%	18.86%	19.82%	18.92%
辽宁	17.18%	18.08%	18.01%	18.03%	19.73%	18.68%	18.88%
青海	18.72%	18.40%	19.81%	19.23%	19.20%	19.67%	18.80%
河北	16.84%	17.23%	17.30%	17.62%	17.97%	18.99%	18.56%
贵州	19.00%	18.92%	19.90%	20.12%	18.93%	19.79%	18.52%
宁夏	19.41%	19.83%	21.10%	18.83%	19.62%	19.49%	18.32%
广东	15.96%	17.44%	17.14%	17.81%	18.87%	17.52%	17.06%
北京	14.69%	13.13%	15.02%	20.40%	20.57%	14.94%	16.86%
新疆	18.40%	18.37%	7.25%	10.81%	10.89%	12.76%	16.41%
西藏	15.89%	37.78%	29.41%	28.70%	10.14%	10.77%	14.41%
上海	12.40%	14.13%	14.24%	14.61%	14.32%	14.11%	13.84%

资料来源：CEIC，浙商研究所

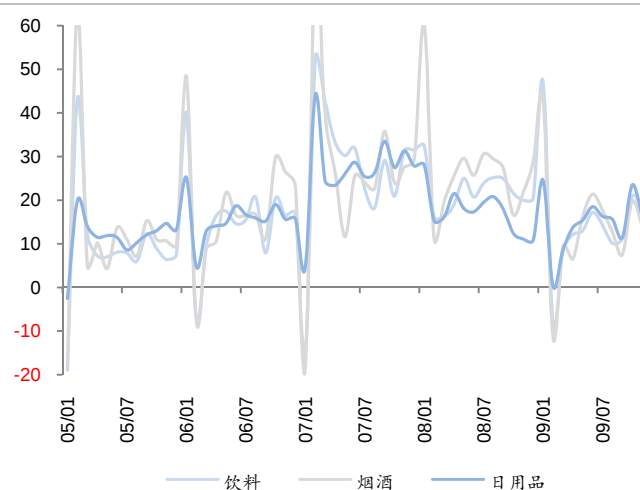
2.5 家电和通讯器材类增速加快，汽车类数据亮丽

图 24：粮油和肉禽蛋类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 25：饮料、烟酒和日用品类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

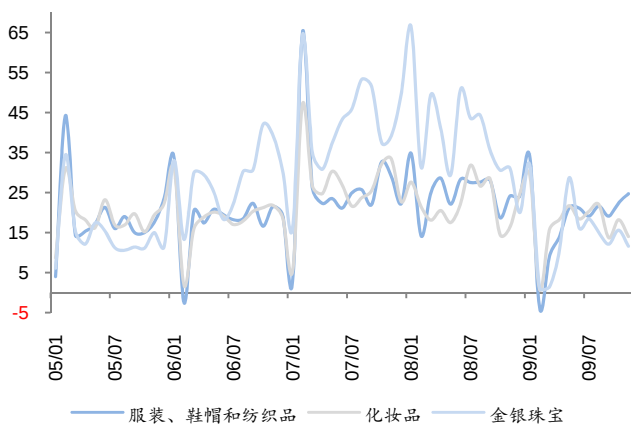
从限额以上各类商品零售总额增速的对比情况来看：超市类商品受价格和节庆因素影响较大，在 5 月、6 月和 10 月增速均有明显的反弹。由于 09 年以来价格指数持续负增长，超市类商品零售增速维持相对地位。百货类商品与超市类商品具有相似的特征，受经济危机



和民工返乡影响 08 年下半年下滑较为严重，近几个月服装鞋帽类商品的零售增速反弹较为强劲。近几个月家电类商品零售总额增速持续反弹，受益于国庆假期后置和家电刺激政策，10 月份增速由上月的 12.4% 迅速提高为 35.4%，提升了 23 个百分点；11 月份增速也高达 24.9%。受益于汽车刺激政策，汽车市场增长持续快速增长，11 月份汽车类商品零售增速高达 61.50%，仍处于近年来高位。受房地产销售向好影响，家具和建筑及装潢材料类商品零售增速 09 年以来反弹快速，最高增速达 45%。受 3 季度以来销售面积下滑影响，家具和建筑及装潢材料类商品零售增速为维持在 35% 左右，仍然处于相对高位。

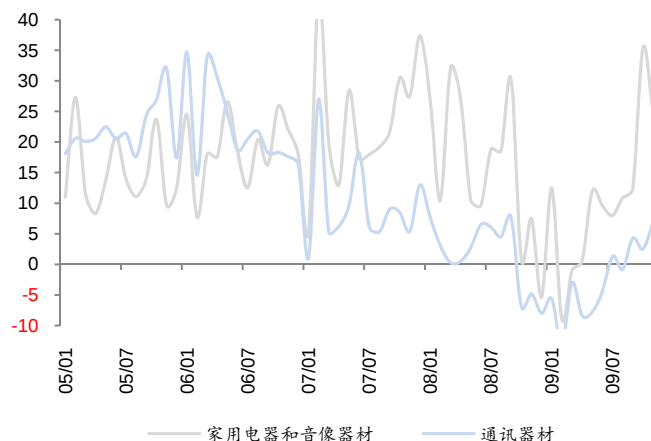
总体上来看，目前大部分品类零售增速已基本恢复至金融危机前的水平，家电类、汽车类和建材类商品表现最为突出，已基本上处于历史相对高位。

图 26：服装、化妆品和金银珠宝类商品零售增速



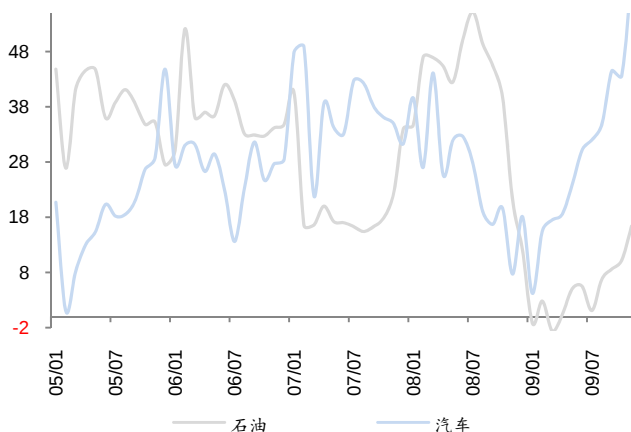
资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 27：家用电器和通讯器材类商品零售增速



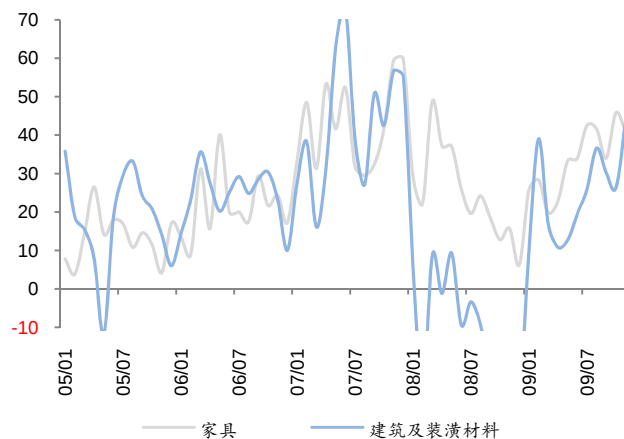
资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 28：石油和汽车类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 29：家具和建筑及装潢材料类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

3、上市公司单季度业绩明显提升，10 年业绩增速有望加快

我们研究的商业零售类板块上市公司共 57 家，其中百货 44 家、超市 5 家、家电 4 家和和市场经营 4 家。

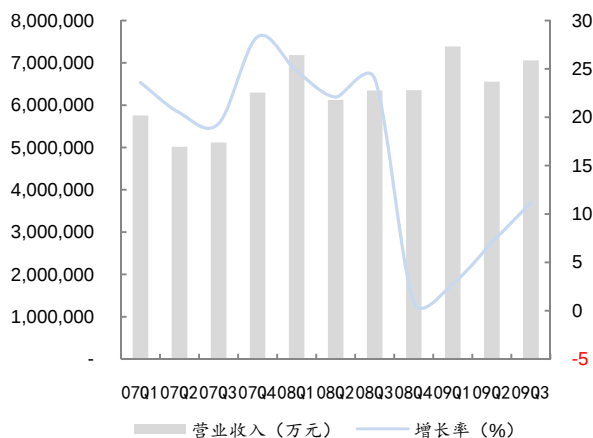
3.1 零售行业公司业绩逐季回升



金融危机对零售行业的影响主要体现在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度，反应在收入上是从 08 年 4 季度开始，反应在利润上是从 08 年 3 季度开始，至 08 年 4 季度均达到了历史最低点。08 年 3 季度和 08 年 4 季度，零售企业的收入增速分别为 23.98% 和 0.92%，净利润增速分别为 1.57 % 和 -36.82%，均较历史平均水平大幅下降。

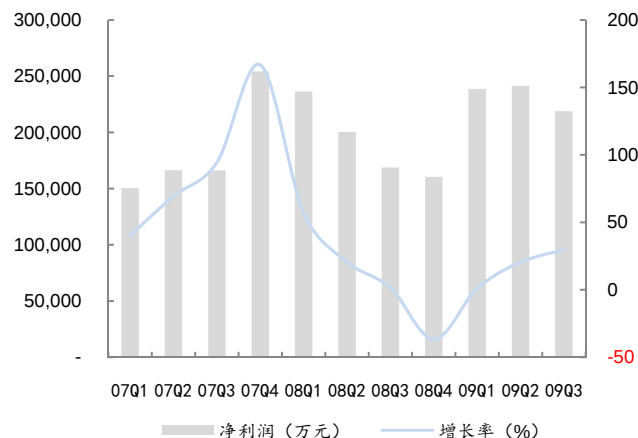
进入 09 年以来，1 季度业绩增速不尽如人意，但从 4 月份开始，伴随着经济的复苏，零售业逐步走出低谷，呈现了业绩现加速恢复态势。2009 年 3 季度，零售行业的收入增速为 11.19%，较上半年提升 6.44 个百分点；归属母公司股东的净利润同比增长 29.65%，较上半年提升 19.78 个百分点。净利润的增速基本上已经超越了 08 年 2 季度的水平。

图 30：零售行业单季度收入增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 31：零售行业单季度净利润增长情况



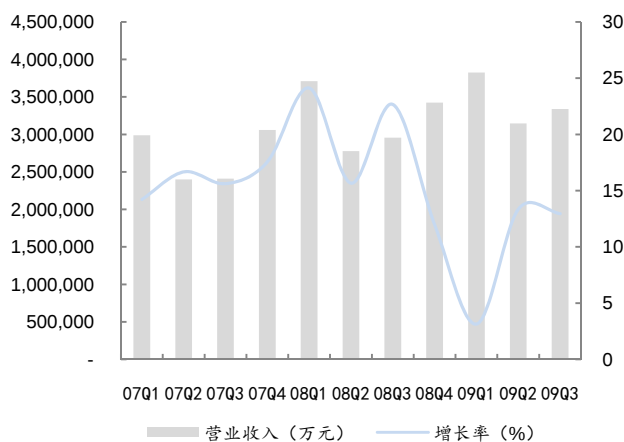
资料来源：WIND，浙商证券研究所

3.2 百货和家电类公司业绩有望继续提升

进入 09 年 2 季度以来，随着国家宏观经济的复苏，特别是楼市的回暖，使零售类上市公司的业绩有了不同程度的回升。

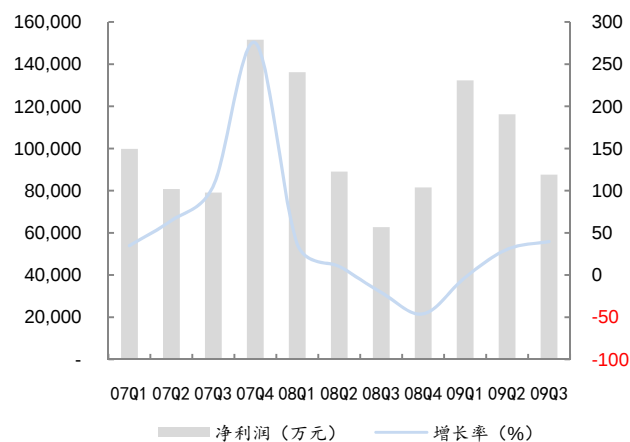
3.2.1 百货类商品零售增速加快保障 4 季度业绩

图 32：百货子行业单季度收入增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 33：百货子行业单季度净利润增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

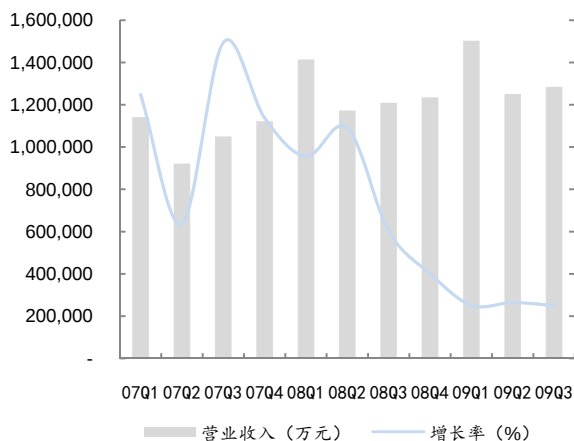
百货类公司经营服装占比为 65%-70%，属于可选消费。从上市公司的经营情况来看，为应对金融危机，多数商场为保业绩增长采用了力度较大的打折策略，收入的影响主要体现



在 08 年 4 季度至 09 年 1 季度，在 09 年 1 季度见底；净利润的影响主要体现在 08 年 3 季度至 09 年 1 季度，在 08 年 4 季度见底。09 年 2 季度和 3 季度，百货类公司的收入增速达到了 10% 几，净利润增速达到了 30% 多，反弹较为强劲。从限额以上服装类商品社会消费品零售总额的增长情况来看，09 年 3 季度之前，增速维持在 20% 左右。进入 4 季度，限额以上服装类商品社会消费品零售总额的增速较前 3 个季度快速上升，再加上 4 季度为百货类商品的销售旺季，因此保障了全年业绩增速。

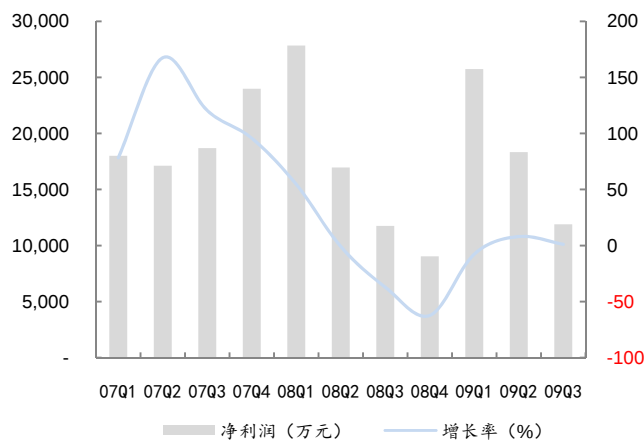
3.2.2 明年上半年超市企业业绩较难大幅增长

图 34：超市子行业单季度收入增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 35：超市子行业单季度净利润增长情况

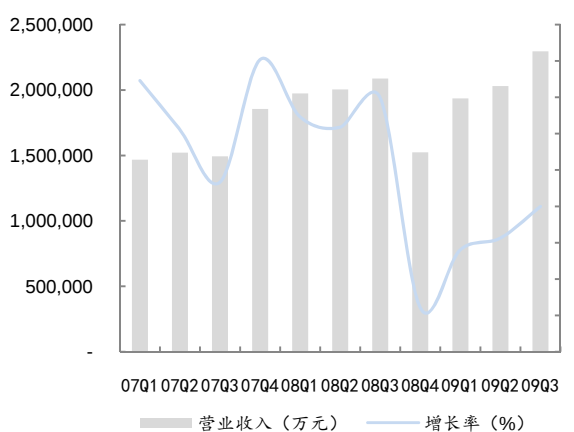


资料来源：WIND，浙商证券研究所

超市行业经营的食物和日用品占比达 80% 以上。上述商品需求弹性较小，销售受 CPI 影响更大。受 CPI 下滑影响，超市类企业收入和净利润分别在 09 年 1 季度和 08 年 4 季度见底，而由于企业费用上升过快，导致净利润增速下降幅度在所有子行业中最大。2009 年 2 季度和 3 季度的收入增速维持在 1 季度的水平，净利润增速已转正。由于食品价格的全面上涨也会带来销售额的显著提升，考虑到 10 年中期 CPI 才会有较大幅度的上涨，因此 10 年上半年业绩较难大幅增长。

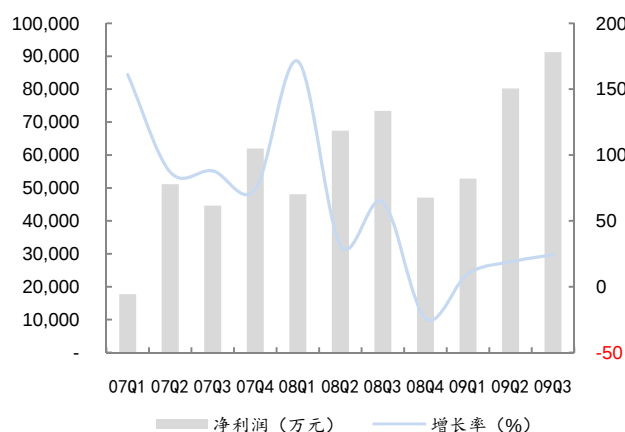
3.2.3 家电企业业绩快速增长值得期待

图 36：家电子行业单季度收入增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 37：家电子行业单季度净利润增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

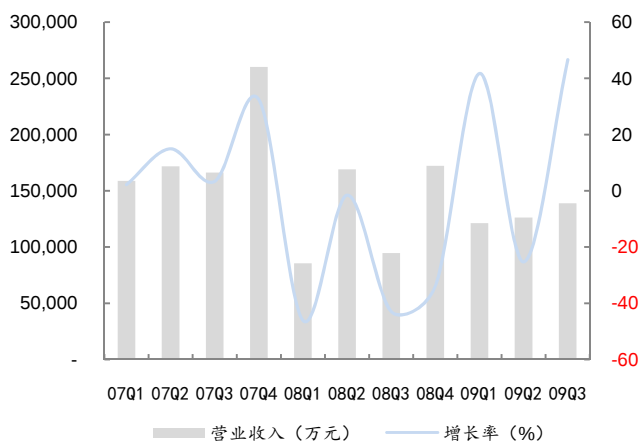
家电类企业经营家电和手机产品，弹性较大。08 年房地产市场萎缩影响，家电类上市公司



收入和净利润增速在 08 年的 4 季度见底，下滑幅度均超过了 15%。进入 09 年，受宏观经济和房地产市场回暖及家电下乡和以旧换新政策刺激，收入和净利润的增速连续 3 个季度上升。进入 09 年 4 季度，限额以上家电类商品社会消费品零售总额的增速已达到了历史高位，再加上家电企业正通过精细化管理提升的毛利率，其收入和净利润的增速均有望继续提升。

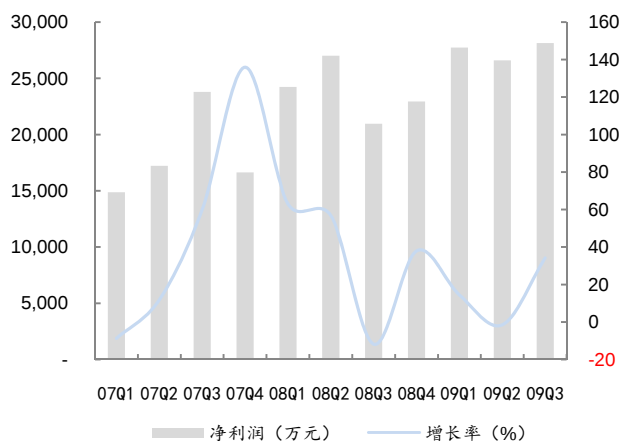
3.2.4 物业经营子行业租金收入较为稳定

图 38：物业经营子行业单季度收入增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 39：物业经营子行业单季度净利润增长情况

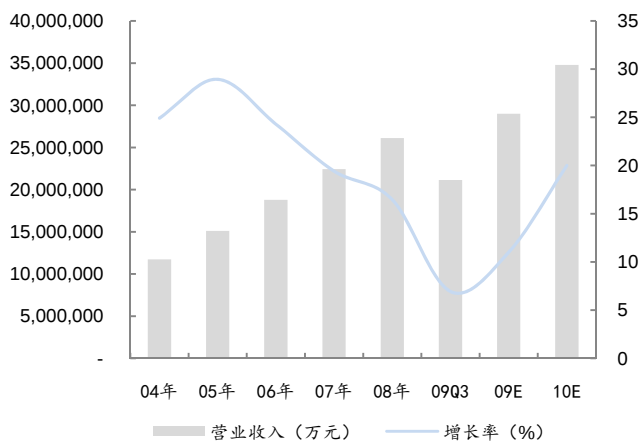


资料来源：WIND，浙商证券研究所

商业物业经营的租金签订的时间较长，租金水平也相对稳定。下图中收入和净利润的增速波动较大，主要是由于其中该公司的较大一部分收入来源于房地产业务，房地产收入的确认时间对当期业绩影响较大。

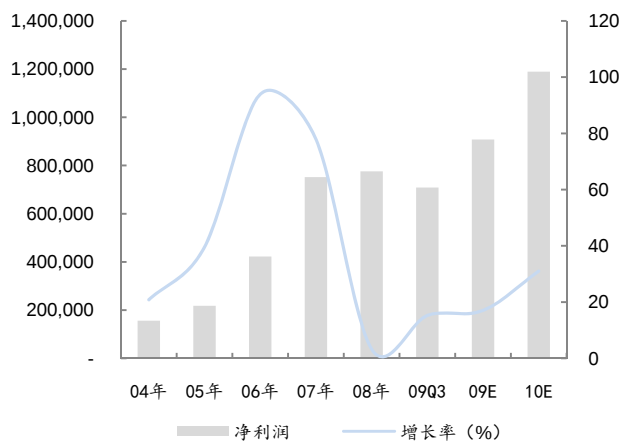
3.3 行业 10 年净利润增速有望达到 31%

图 40：近几年行业收入累计增速及预测



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 41：近几年行业净利润累计增速及预测



资料来源：WIND，浙商证券研究所

09 年前 3 季度,行业营业总收入和净利润分别同比增长 6.92 %和 15.21%, 较上年前 3 季度略低。在经济复苏加快和温和通胀预期的背景下，行业销售将继续回暖，盈利模式也逐步由牺牲部分毛利确保业绩，改变为靠毛利率提高提升业绩。预计，零售企业盈利将继续增强，利润增速的恢复快于收入。预计，2009 年和 2010 年行业将分别实现营业收入 2,899 亿元和 3,479 万元，同比增长 11%和 20%；分别实现净利润 90.77 亿元和 118.91 亿元，



同比增长 17%和 31%。

4、行业估值水平与投资评级

4.1 估值整体处于合理区间

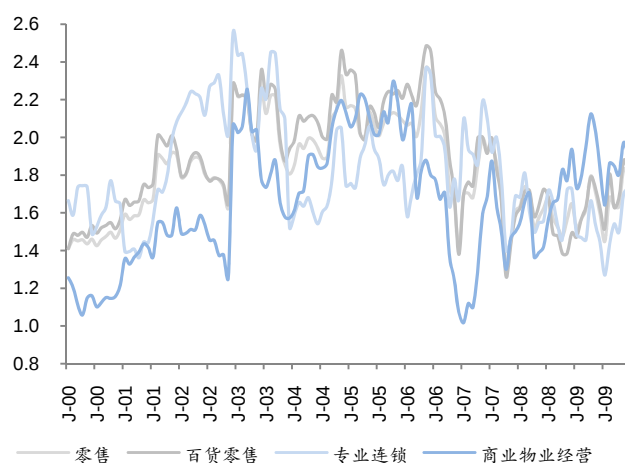
4.1.1 市盈率处于平均水平附近

图 42：零售及其子行业市盈率



资料来源：WIND，浙商证券研究所

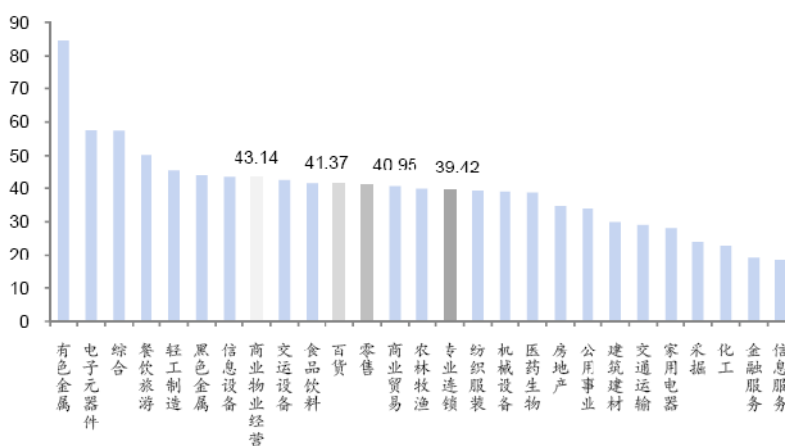
图 43：相对于沪深 300 的市盈率倍数



资料来源：WIND，浙商证券研究所

商零售行业及其子行业较沪深 300 的 PE 均有估值溢价，平均水平在 2 倍左右，溢价的高低依次为百货、商业物业经营和专业连锁。目前，百货、专业连锁和商业物业经营相对于沪深 300 的 PE 倍数分别为 1.82 倍、1.73 倍 1.89 倍，均处于平均水平附近。

图 44：A 股的市盈率对比



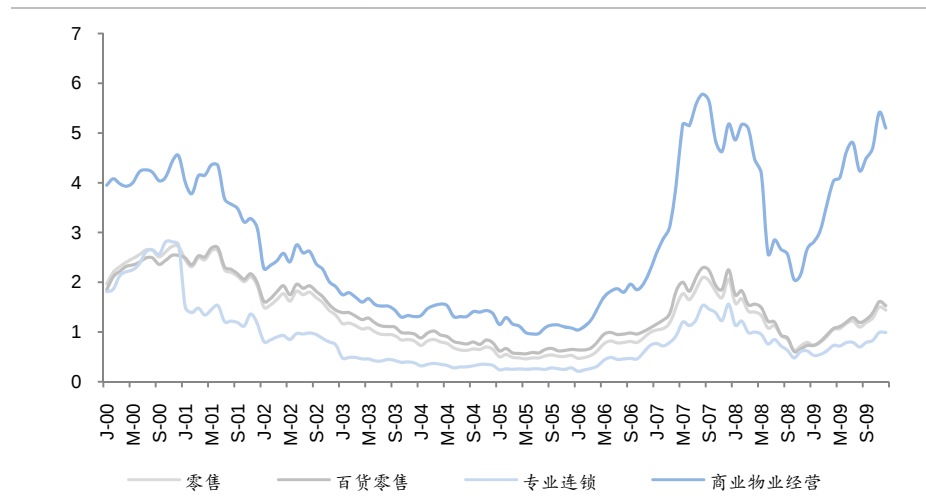
资料来源：CEIC，浙商证券研究所

零售行业及其子行业的市盈率在整个 A 股中处于中等偏上的水平，市盈率水平从高到低分别为商业物业经营、百货和专业连锁，分别达到了 43.14 倍、41.37 倍和 39.42 倍，其中商业物业经营的市盈率相对较高。



4.1.2 商业物业经营外，其他子行业的市销率略低于历史平均水平

图 45：零售及其子行业市销率

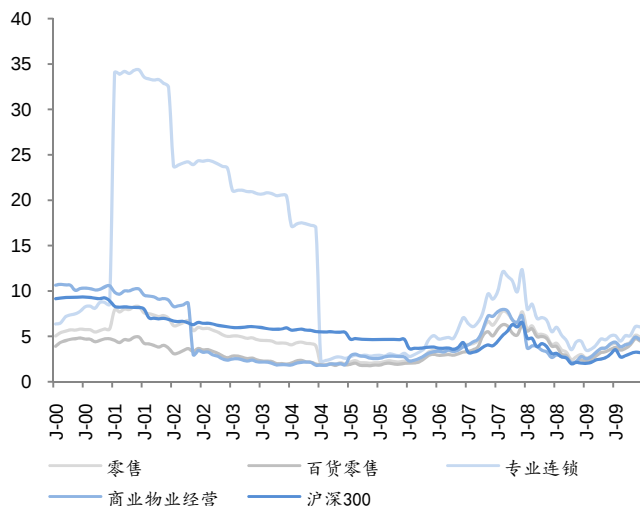


资料来源：CEIC，浙商证券研究所

近几年零售行业、百货子行业、专业连锁子行业和商业物业经营子行业的平均值分别为 1.32 倍、1.42 倍、0.88 倍和 2.88 倍，目前的水平分别为 1.44 倍、1.53 倍、0.99 倍和 5.1 倍，除了商业物业经营子行业的市销率高于平均水平外，其他略低于平均水平。

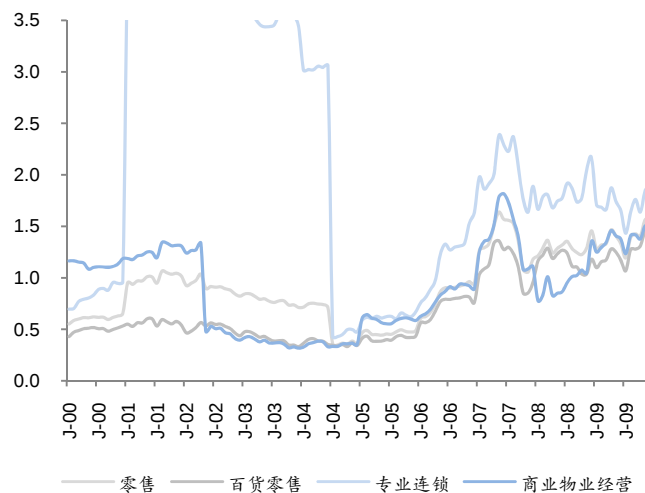
4.1.3 行业整体市净率处于中等偏上的水平

图 46：零售及其子行业市净率



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 47：相对于沪深 300 的市净率倍数



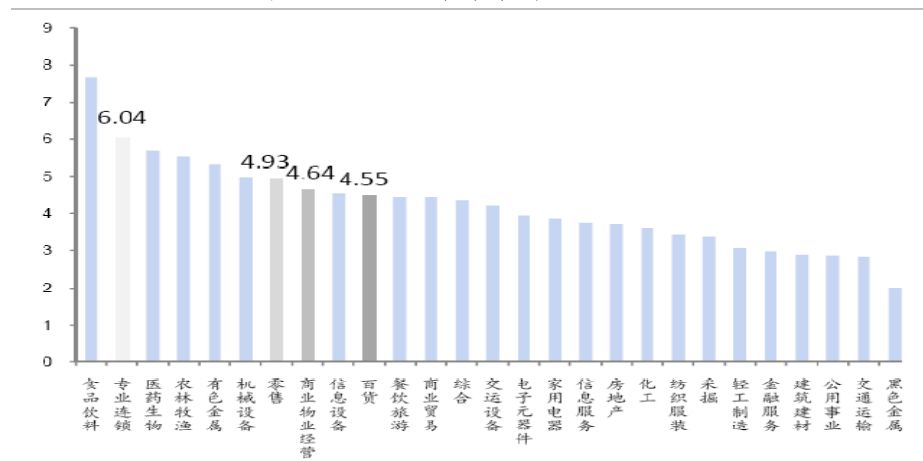
资料来源：WIND，浙商证券研究所

零售行业及其子行业的 PB 平均为沪深 300 的 0.9 左右，其中专业连锁较沪深 300 的 PB 有溢价，平均在 2.2 倍左右。目前，百货、专业连锁和商业物业经营相对于沪深 300 的 PB 倍数分别为 1.40 倍、1.88 倍和 1.45 倍，除专业连锁的 PB 较历史平均水平低以外，其他均超出历史水平。

零售行业及其子行业的市净率在整个 A 股中处于偏高的水平，市净率水平从高到低分别为商业物业经营、专业连锁和百货，分别达到了 6.04 倍、4.64 倍和 4.5 倍，其中商业物业经营的市净率为仅次于食品饮料。



图 48: A 股的市净率情况对比



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

对零售行业而言, PE 估值和 PS 估值较 PB 估值更能反应企业的真实价值。通过近几年行业及其与沪深 300 的比较我们发现, 零售行业估值处于历史的合理区间。

4.2 维持“买入”评级

虽然 09 年 4 季度, 零售行业整体涨幅超越大盘 20% 左右。但是考虑到: 一方面随着宏观经济的复苏, 温和通胀预期以及消费者信心指数的回升, 零售类公司业绩将进入快速增长通道, 其中需求弹性较大的家电、家具、服装、化妆品以及金银珠宝等受益较大, 而需求弹性较小食品、饮料等必需品的受益程度次之。另一方面, 零售行业作为弱周期行业, 从历史表现看相对大盘存在一定的估值溢价, 目前零售行业及其子行业与沪深 300 的估值倍数仍处于合理区间。因此, 我们认为行业在 2010 年将有望继续超越大盘, 维持对行业的“买入”评级。

5、多因素催化零售行业股价有较好表现

5.1 市场集中度较低催生我国新一轮并购高潮

零售行业属于典型规模经济和范围经济显著的行业, 高市场集中度反应较高的规模经济和盈利水平。2008 年, 我国连锁业百强前 4 位和前 8 位占社会消费品零售总额的比例分别为 3.37% 和 4.84%, 而当期美国的这两项指标分别为 15.01% 和 20.79%; 日本前 2 名零售商的市场份额已达到了 10%, 超过中国前 20 名零售商的市场占有率。零售业走向高度集中为必然的规律也是唯一的出路, 市场集中度较低催生新一轮并购高潮。

表 3: 近几年举牌收购上市公司概览

主要增持时间	目前并购方持股比例 (股)	占总股本的比例 (%)	时间
05 年 8 月—06 年 6 月	135,645,819	66.77	深圳茂业商厦以 3.8 亿元收购成都人民商场集团股份有限公司 65.75% 的股权。
05 年 10 月—06 年 9 月	73,065,633	14.40	中国银泰投资有限公司通过其控股的浙江银泰百货有限公司收购鄂武商。
05 年 12 月—06 年底	37,624,032	10.00	中国银泰投资有限公司通过其控股的浙江银泰百货有限公司



06 年 7 月	—	—	司、杭州奥特莱斯发展有限公司收购杭州百大集团。 国美电器以股权加现金方式全盘收购竞争对手中国永乐，交易金额为 52.68 亿港元。
08 年 10 月—09 年 11 月	101,260,836	29.90	茂业系通过旗下中兆投资管理有限公司增持渤海物流。
08 年 10 月—09 年 9 月	19,000,064	10.66	茂业系通过旗下中兆投资管理有限公司增持商业城。
08 年 11 月—08 年底	13,577,548	6.15	茂业系分别通过其旗下深圳茂业商厦有限公司和大华投资（中国）有限公司增持深国商。
08 年 11 月—08 年底	13,950,300	5.00	浙江银泰百货增持中兴商业。

资料来源：WIND，浙商证券研究所

数据显示，历史上的二级市场并购重组事件主要发生在估值的底部区域，即 2004-2006 年和 2008 年，不乏有成功的案例，如茂业系并购成商集团、国美电器收购永乐电器和茂业系并购渤海物流。并购成功后，并购企业一般将其经营理念和管理方式同时注入被并购企业，其业绩也随之大幅上升。就目前情况来看，虽然经过 09 年以来的持续反弹，估值水平较年初有了较大幅度的提升，但整体上仍处于近几年估值较为合理的区域，仍为并购的较好时机。

5.2 地区和集团整合频繁发生，上海国资整合步伐加快

5.2.1 地区和集团整合频繁发生

对于商业公司而言，外部竞争日益激烈、业态单一、企业规模偏小和扩张乏力等多种因素均会使得很多公司陷入发展的瓶颈，于是整合资源和实施战略重组等日渐提上日程。武汉商联集团对鄂武商、武汉中百和武汉中商 3 家公司进行统一管理，华联股份与华联综超之间进行了资产转让事件，以及重庆百货认购新世纪百货 100% 的股权。预计，随着国家推动商业行业整合思路的推进，以及地方政府的推动，各个地方商业集团的组建蓄势待发。如武汉商联重组和北京市商业集团的组建均会逐步展开。

表 4：地区和集团整合频繁发生

时间	所在集团或地区	事件
2004 年 4 月	百联集团	百联集团通过股权行政划拨方式收购第一百货、华联商厦、华联超市、友谊股份和物贸中心等 5 家上市公司的相关股权，成为上述 5 家公司的实际控制人。
2007 年 5 月	武商联	武汉商联集团公司正式挂牌成立，分别持有武汉中百、鄂武商和武汉中商的 10.10%、17.23% 和 45.52% 的股权，同时为 3 家上市公司的第一大股东。
2008 年 6 月	海航集团	海南航空旗下西安民生和宝商集团资产重组，西安民生发行不超过 3400 万股的股份，用于收购宝商集团资产置换后商业控股取得的宝鸡商业 100% 股。
2008 年 12 月	华联集团	华联股份向华联集团非公开发行股份购买其持有的五家商业地产，零售业务由华联综超经营。
2009 年 3 月	金鹰商贸	南京新百以 7.35 元/股的价格向金鹰商贸（3308.HK）增发不超过 4,4576 万股，用于收购上海得世纪和珠江壹号等 7 家公司 100% 的股权，主业变更为商业地产开发和运营。
2009 年 3 月	广百集团	广百集团以其持有的新大新公司 99% 股权认购广百股份发行股份，交易价格为 21.07 元/股，发行总股数为 873.57 万股



2009年6月	山东商业集团	银座股份以 14.99 元/股的价格向山东银座商城等 10 家公司发行不超过 8000 万股获得淄博银座 100% 的股权和建设济南振兴街 Shopping Mall。
2009年6月	百联集团	友谊股份控股子公司联华超市拟收购百联集团及百联置业持有的华联超市 100% 股权，收购完成后后者将成为联华超市的全资子公司。
2009年6月	上海黄浦区国资委下属企业	老凤祥公告拟将以 14.08 元/股的价格向上海市黄浦区国资委发行 58,374,564 股，发行股份用于购买黄浦区国资委持有的上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权及其持有上海工美 100% 的股权。
2009年10月	重庆商社	重庆百货拟将以 22.03 元/股的价格向商社集团和新天域湖景发行 17,930 万股，用以认购新世纪百货 100% 的股权。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.2.1 地区和集团整合频繁发生

表 5：上海国资控股的商业类上市公司

证券简称	证券代码	主营业务	实际控制人	对应国企（或国资委）
百联股份	600631.SH	百货	上海市国资委	百联集团有限公司
友谊股份	600827.SH	超市		
联华超市	0980.HK	超市		
上海物贸	600822.SH	金属贸易		
第一医药	600833.SH	医药零售	上海市黄浦区国资委	上海市黄浦区国资委
新世界	600628.SH	百货		
老凤祥	600612.SH	黄金零售	上海市黄浦区国资委	上海市黄浦区国资委
上海九百	600838.SH	百货	上海市国资委	上海九百(集团)有限公司
益民商业	600824.SH	内衣和眼镜销售	上海市卢湾区国资委	上海市卢湾区国资委

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

上海国资委旗下共有 9 家商业类上市公司，其中百联集团就有 5 家。近期，上海国资整合的步伐在逐步加快。2009 年 6 月，友谊股份控股子公司联华超市收购百联集团及百联置业持有的华联超市 100% 股权；2009 年 6 月，老凤祥向上海市黄浦区国资委发行股份用于购买黄浦区国资委持有的上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权及其持有上海工美 100% 的股权。假如黄浦区国资委对老凤祥的资产注入获得成功，将为百货类资产注入新世界提供经验支持。

5.2.3 世博会将有望推动上海零售市场

根据官方最新预测，上海世博会的观众有望达到 7,000 万人，将超过历史上参观人数最多的大阪世博会（6,400 多万人）。从以往世博会召开的经验看出，世博会对观众的吸引力和距离存在正相关关系，一般而言世博会对本地居民的吸引力最大，同省份、地区的吸引力其次，吸引力最弱的是国外游客。

零售行业作为旅游产业的延伸，将直接受益上海旅游的发展。世博会将从两个方面推动



上海的零售市场，第一，世博会特许经营创造的新消费品；第二，游客增长带来的零售额增加。从目前上海的商业布局来看，共有南京东路、淮海中路、南京西路、徐家汇商城、四川北路、豫园旅游商城、新上海商业城、新客站不夜城等八大主要商圈。预计，世博会期间将拉动消费超过 1,000 多亿元，考虑到世博会场址的地理位置和轨道交通对客流方向的影响，预计受益较为明显的商圈的是南京东路和豫园商城，另外南京西路、淮海中路、徐家汇、新客站也能分流到部分世博会的参观游客。考虑到上海本地零售如百联股份、新世界、豫园商城、上海九百和益民商业等大多处于核心商圈，上述公司均将受益于世博会。

5.2.4 各级政府酝酿多项措施刺激消费

2009 年 4 月 13 日，武汉市政府常务会原则通过《关于进一步搞活流通扩大消费的意见》提出，在武汉市商业服务业用电、用水政策未变之前，由财政对 20 家重点商业服务企业的费用超出部分予以一定补助。随着中央政府对节能减排的日益关注，中央可能会出台商业电价和工业电价并轨的措施，即把商业电价从目前的每度 1 元降低到每度 0.70 元。目前，商业类公司水电费占到营业总收入的比重在 2-3% 左右，水电费的节约将带来零售上市公司的费用节约，从而有效增厚业绩。

另外，目前国内零售企业信用卡消费占比超过 80%，信用卡费率平均约占刷卡消费的 0.5%-1%，信用卡费率下调将有利于增厚零售商的利润率水平，其中受益程度较高的为信用卡普及率较高的一线城市，其次为二、三线城市。

6、行业投资策略及重点公司投资评级

6.1 投资策略

在宏观经济回暖、温和通胀和行业景气指标回升的假设前提下，考虑到不同的子行业在通胀周期的不同阶段，收入和利润高增长幅度略有不同，我们仍然最先看好业绩弹性较大的百货和家电子行业，其次是超市子行业。

在个股方面，我们通过以下几条主线来选股：第一，选择业绩持续稳定增长的区域零售龙头，如银座股份、重庆百货、合肥百货和东百集团。第二，选择虽然在一线城市，但业绩增长稳定，且新开门店使营业面积大幅增长的个股，如王府井、广州友谊和海印股份。第三，选择受益于房地产和消费政策的家电流通企业，如苏宁电器。第四，选择主题投资品种，投资受益于上海世博会以及上海国企整合的公司，如百联股份、豫园商城、老凤祥和友谊股份；投资业绩较好，且具备具有资产注入预期的上市公司，如新华百货和小商品城。第五，关注通胀加剧可能带来的超市行业的超预期，可适当关注武汉中百和步步高。

6.2 重点公司及投资评级

表 6：重点公司盈利预测及投资评级

公司简称	收盘价 (09/12/18)	EPS			PE			评级
		08A	09E	10E	08A	09E	10E	
东百集团	10.88	0.29	0.29	0.41	37.79	37.52	26.54	买入
广州友谊	25.45	0.72	0.83	1.00	35.53	30.66	25.45	买入



王府井	34.70	0.88	0.96	1.25	39.64	36.15	27.76	买入
银座股份	25.02	0.58	0.71	0.95	43.09	35.24	26.34	买入
豫园商城	25.23	0.41	0.64	0.91	61.32	39.42	27.73	买入
老凤祥	27.02	0.25	0.63	0.90	106.70	42.89	30.02	买入
小商品城	43.24	0.89	1.40	1.75	48.35	30.89	24.71	买入
海印股份	11.79	0.29	0.35	0.57	40.51	33.69	20.68	买入
苏宁电器	18.86	0.48	0.60	0.82	38.99	31.43	23.00	中性
百联股份	16.37	0.32	0.41	0.47	50.55	39.93	34.83	中性
广百股份	29.50	0.89	1.03	1.20	33.23	28.64	24.58	中性
合肥百货	13.18	0.25	0.41	0.50	52.56	32.15	26.36	中性
重庆百货	36.73	0.80	0.89	1.45	46.07	41.27	25.33	中性
新华百货	27.50	0.63	0.95	1.06	44.00	28.95	25.94	中性
武汉中百	12.02	0.31	0.37	0.45	39.19	32.49	26.71	中性
友谊股份	16.95	0.30	0.44	0.57	57.24	38.52	29.74	中性

资料来源：浙商证券研究所



东百集团 (600693)

跨区域扩张取得进展，股权激励方案推出

浙商证券研究所

86-21-64718888 1212

chengyanhua@stocke.com.cn

- 本报告导读：
- 公司在福州市场占有绝对优势
 - 4季度业绩将大幅提升
 - 股权激励方案推出

投资要点：

■ 公司在福州市场占有绝对优势

东百集团拥有4家门店，在福州百货市场公司门店最多，市场占有率在60%。东百各门店占据较好商圈，地理位置与定位均形成互补格局，形成错位竞争，与竞争对手相比优势明显。

■ 投资收益确认、步行街改造完工和零售回暖有望助推4季度业绩大幅提升

公司4季度业绩将大幅提升，主要是由于：第一，受步行街改造工程影响，元洪购物广场店的业绩增长缓慢。步行街改造工程将于2009年下半年完工，通车后将促使元洪店在消费旺季有效释放业绩。第二，福建社会消费品零售总额的增速已由4月份的14.70%稳步提升为11月份的20.21%，回暖迹象明显。

■ 区域扩张跨出福州取得进展

09年9月公司公告，将承租和托管莆田三信·金鼎广场商业项目。该项目将为公司增加600-800万元的净利润，这个每股收益0.02元；该项目成熟后可实现1,000-2,000万元的净利润，折合每股收益0.04元和0.06元。

■ 股权激励方案推出

2009年12月，公司推出第三次股权激励方案，以10.88元的价格拟向激励计划80人激励对象（占员工总数的10.26%）授予1,090万份股票期权（占总股本的3.176%）。在保证公司未来未来三年20%复合增长率的情况下，可在未来四年分三次行权。公司股权激励方案的提出可有效调动管理层的积极性，保证业绩的持续增长。

■ 给予“买入”评级

预计，2009和2010年实现营业收入15.18亿元和18.22亿元，每股收益为0.29元和0.41元。给予“买入”评级，合理估值区间：13.67元-14.35元。

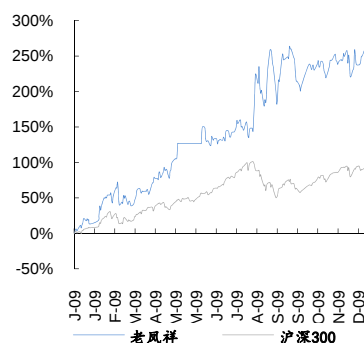
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1118.6	1368.2	1518.7	1822.5	2095.8
收入增长率%	26.38%	22.31%	11.00%	20.00%	15.00%
EBITDA(百万元)	167.6	213.5	206.5	252.7	291.2
净利润(百万元)	59.4	98.8	98.0	140.7	170.7
摊薄 EPS(元)	0.45	0.37	0.29	0.41	0.50
PE	19.6	23.6	31.0	21.6	17.8
EV/EBITDA(X)	8.5	11.9	15.2	11.7	9.5
PB	2.54	4.24	4.79	4.03	3.38
ROIC	9.9%	13.5%	9.8%	11.7%	12.6%
总资产周转率	1.02	1.18	1.19	1.27	1.29

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	¥13.67
上次预测：	11.55
当前价格：	¥10.88

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.09
2Q/2009	0.05
3Q/2009	0.05
4Q/2009	0.10

公司简介：

公司主要从事百货零售业务，拥有4家门店，经营面积达20余万平方米。公司绝大部分的收入来源于主力东百商店。





豫园商城(600655)

集多重投资价值为一身

浙商证券研究所
86-21-64718888 1212
chengyanhua@stocke.com.cn

本报告导读:

- 黄金饰品业务保持快速增长
- 股权投资为公司带来了丰厚的回报
- 世博会期间公司餐饮和黄金饰品业务均将受益

投资要点:

■ 黄金饰品业务保持快速增长

近几年,公司注重以“加盟”经营方式实现品牌扩张,以提高市场份额。2009年中期,公司特许加盟店为415家,较上年同期的324家增长了91家。公司连锁经营的快速发展使公司黄金饰品的销售收入占比呈现逐年提升的趋势(由2000年的35%左右增长为75%左右),对公司毛利的贡献也维持在45%左右。

■ 股权投资为公司带来了丰厚的回报

2006年以来,招金矿业和德邦证券每年为公司带来1-2个亿的净利润,占公司净利润的30%-50%。09年前3季度,公司实现投资收益21,292.47万元,较上年同期增加11,086.58万元,同比上升108.63%。

■ 世博会期间公司餐饮和黄金饰品业务均将受益

公司在世博会期间将加大宣传的力度。豫园是上海市政府规定的世博会期间两大定点综合旅游景点之一,势必会吸引大量游客观赏。世博会期间人们的饮食将以特色餐饮和快餐为主,豫园商城的餐饮主要以上海老字号为卖点,随着客流量的大幅增加将直接受益,也将带动豫园内黄金饰品业务受益,对公司的销售和利润有较大的推动作用。

■ 维持“买入”评级

预计,2009和2010年公司将分别实现净利润5.12亿元和6.97亿元,对应的EPS分别为0.64元和0.91元。合理估值区间:29.0-31.8,维持“买入”评级。

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5636.2	7855.6	8326.9	11241.3	12927.5
收入增长率%	24.26%	39.38%	6.00%	35.00%	15.00%
EBITDA(百万元)	458.2	524.1	551.9	900.7	899.6
净利润(百万元)	760.2	328.6	511.5	729.7	754.2
摊薄 EPS(元)	1.26	0.45	0.64	0.91	0.94
PE	16.0	44.4	31.4	22.0	21.3
EV/EBITDA(X)	29.0	29.9	30.0	17.7	16.9
PB	3.84	4.61	4.46	3.80	3.30
ROIC	5.2%	6.0%	5.2%	8.5%	8.1%
总资产周转率	0.95	1.08	1.11	1.38	1.43

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

¥29.0

上次预测:

¥22.4

当前价格:

¥25.23

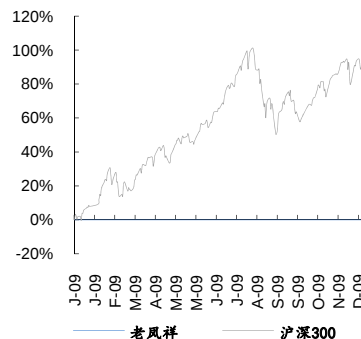
单季度业绩

元/股

1Q/2009	0.22
2Q/2009	0.16
3Q/2009	0.12
4Q/2009	0.14

公司简介:

公司是依托上海豫园发展而来的综合类企业,业务分布于黄金饰品、进出口、医药、饮食、食品、和股权投资等众多领域,其中,黄金饰品业务为公司第一大主营业务,收入占比在70%左右。





老凤祥(600612)

受益于行业景气持续提升，世博助推公司业绩快速增长

浙商证券研究所

86-21-64718888 1212

chengyanhua@stocke.com.cn

➤ 多因素促使珠宝首饰行业景气度持续提升

本报告导读：➤ 相对中高端珠宝首饰类企业，公司具有较强的竞争优势

➤ 世博会期间公司珠宝首饰业务将受益丰厚

投资要点：

■ 近几年我国珠宝首饰销售总额连创新高

近年来，我国珠宝首饰销售量以年均 10% 左右的速度增长。2008 年我国珠宝首饰消费总额达到了 1,800 亿元，成为金融危机中消费少有的亮点之一。

■ 多因素促使黄金珠宝行业景气度持续提升

总人口增加、婚庆市场稳步扩大、黄金价格持续高位运行、女性饰品人均占有率有较大的提升空间等多因素使行业景气度提升。预计，2010 年中国珠宝行业年销售额将超过 2,000 亿元，2020 年年销售总额有望达到 3,000 亿元。

■ 相对中高端珠宝首饰类企业，公司具有较强的竞争优势

公司为国内唯一一家具备从产品设计、生产、销售一体的完整产业链条的企业，在产品设计、品牌建设、企业规模、网点数量和经营管理上具有较大的优势。

■ 世博会期间公司珠宝首饰业务将受益丰厚

世博会参观者 7,000 万人次以上，假设有 1/10 的人购买公司的珠宝首饰，以每人购买 2 克、每克为 300 元来计算，可产生收入 42 亿元。按净利率为 2% 来计算，可新增净利润约 8,400 万元，获利较为丰厚。

■ 给予“买入”评级

2009 和 2010 年，公司实现营业收入 99.09 和 114.34 亿元，对应每股收益为 0.63 元和 0.90 元。给予“买入”评级，合理估值区间：29.7 元-31.5 元。

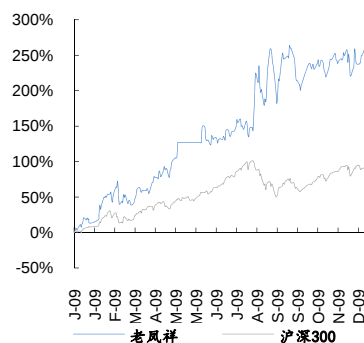
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6424.7	9213.8	9909.8	11434.6	12943.6
收入增长率%	50.17%	43.41%	7.55%	15.39%	13.20%
EBITDA(百万元)	286.7	283.4	406.0	469.7	531.4
净利润(百万元)	103.2	70.1	173.2	249.9	288.0
摊薄 EPS(元)	0.37	0.25	0.63	0.90	1.04
PE	67.5	99.3	40.2	27.9	24.2
EV/EBITDA(X)	26.7	26.8	20.0	17.2	15.0
PB	6.76	9.23	7.87	6.50	5.41
ROIC	9.3%	9.4%	10.8%	11.7%	12.4%
总资产周转率	2.81	3.22	2.99	2.93	2.97

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	¥ 29.7
上次预测：	27.67
当前价格：	¥ 27.02

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.13
2Q/2009	0.15
3Q/2009	0.18
4Q/2009	0.17

公司简介：

公司主要从事珠宝首饰和木制铅笔的生产与销售，其中珠宝首饰业务收入占比在 90% 以上。公司为国内唯一一家具备从产品设计、生产、销售一体的完整产业链条的企业，产品主要定位中高端路线，以中为主，带动高端。





海印股份(000861)

两大主业快速扩张催生业绩爆发式增长

浙商证券研究所
86-21-64718888 1212
chengyanhua@stocke.com.cn

本报告导读:

- 原有12处商业物业的租金收入持续快速增长
- 公司在商业物业经营方面具有核心竞争力
- 多因素推动公司业绩爆发式增长

投资要点:

■ 公司原有 12 处商业物业的租金收入持续快速增长

公司原有 12 处成熟物业的经营总面积达到了 15.74 万平方米 (不包括托管经营的江南粮油城和总统数码港), 拥有商铺 2,800 多家, 物业的出租率整体上保持在 95% 以上。近几年, 公司商业物业的净利润复合增长率达到了 30%。

■ 公司在商业物业经营方面具有核心竞争力

虽然海印开发经营的项目并不集中于某一特定主题, 但项目开发成功概率高, 基本上开发一个成功一个, 无失败案例。公司经营中采取商业促地产的经营理念, 选取的物业均处于核心商圈, 通过准确定位后发现需求、引导需求, 并及时进行商户淘汰更新, 上述核心竞争能力确保了其开店成功、业绩稳步增长。

■ 茂名高岭土为国内唯一一家超细粉体涂料的厂商

目前, 茂名高岭科技有限公司拥有 3 条粉状涂料高岭土产品生产线, 总生产能力到达 10 万吨/年, 可以同时生产 4 种不同质量要求的高岭土产品。2008 年, 茂名高岭科技有限公司全年实现高岭土生产量 20.19 万吨, 实现营业收入 17,004.36 万元, 净利润 2,963.36 万元。

■ 多因素推动公司业绩爆发式增长

海印又一城和中华广场的投入运营, 北海高岭土项目达产, 以及总统数码港近期注入等几个诱发因素将促使公司 10-11 年的业绩实现爆发式增长。

■ 给予“买入”评级

09-11 年, 公司将分别净利润 17,273.60 万元、27,844.76 万元和 42,397.38 万元; 对应的每股收益分别为 0.35 元、0.57 元和 0.86 元。给予“买入”评级, 合理估值区间: 15.96 元-18.24 元。

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	412.6	845.0	923.2	1288.4	1685.3
收入增长率%	18.75%	104.81%	9.25%	39.57%	30.80%
EBITDA(百万元)	80.0	281.6	288.7	497.3	746.8
净利润(百万元)	29.2	143.3	172.7	278.4	424.0
摊薄 EPS(元)	0.26	0.35	0.35	0.57	0.86
PE	48.9	36.8	36.6	22.7	14.9
EV/EBITDA(X)	19.9	19.8	22.9	13.9	9.5
PB	5.25	7.57	7.43	5.74	4.26
ROIC	9.7%	16.9%	10.6%	13.4%	15.8%
总资产周转率	0.82	0.92	0.59	0.57	0.56

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

¥ 17.10

上次预测:

17.10

当前价格:

¥ 11.79

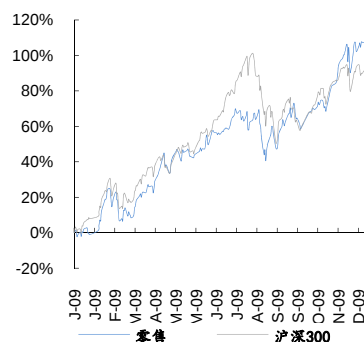
单季度业绩

元/股

1Q/2009	0.06
2Q/2009	0.07
3Q/2009	0.09
4Q/2009	0.13

公司简介:

2008 年之前, 公司为一家主要从事高岭土、炭黑系列产品生产和销售的化工企业。08 年底, 大股东海印集团其商业物业经营业务的主要部分潮楼、流行前线 and 少年坊等 11 项资产(专业市场和主题商场)注入公司。目前, 公司商业租赁业务收入占其营业收入的比重为 50% 左右, 由于其毛利率维持在 70% 左右, 毛利的占比高达 75%。





浙商证券研究管理团队

浙商证券管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn