



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态

2009 年 12 月 30 日

零售

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

鼓励政策充沛，节日旺销可期

投资要点：

近日鼓励消费新政将陆续出台的报道日益增多，包括上调家电下乡最高限价、信用消费利息补贴、个税起点上调等。这均说明国家对于拉动内需的重视，将有利于调动居民消费热情、提升购买力，利好整个消费和零售板块。另一投资契机是，元旦、春节即将到来，经济和消费市场复苏、去年的低基数效应会推动这两个节假日的销售增速创出优异成绩，零售商毛利率也有望明显提升，因此持有零售股过节是安全的。2010 年，我们看好 3G 手机热销、品牌消费升级、通货膨胀受益、世博会四大投资主题，相关公司有望带来超额收益。

近日政策面导向：

- 中国财政部近日表示，将大幅度提高家电下乡产品的最高限价，其中彩电和手机的最高限价将提高 1 倍，冰箱等 7 类产品最高限价提高幅度为 25%-75%，限价提高部分的下乡产品统一按原限价 13% 的补贴标准实行定额补贴。<2009 年 12 月 25 日 路透> <相关行业和公司（天音控股）评论参考附录 2-3>
- 消费者进行分期付款或赊购消费时，有望获得一定比例的利息补贴，这一鼓励信用消费的政策预计将于明年一季度出台。目前，商务部市场秩序司正在就相关的政策措施进行讨论。<2009 年 12 月 28 日 北京商报>
- 商务部市场运行调节司司长王炳南在“拉动内需扩大消费”专题发布会上透露，明年在扩大消费方面要重点抓好六项工作，包括扩大农村消费；增加城市消费；推动换代消费；开展信用消费；规范和促进网上消费；抓好节庆消费。<2009 年 12 月 28 日 北京商报>
- 有财经新闻称国家税务部门明年将出一揽子减税计划，个税起征点或被调高。具体包括继续上调个税起征点、实施对 9 级个税级距和级次的调整来增加工薪阶层收入。同时，还将对中小企业、服务性企业、高技术企业实施新的减税政策。<2009 年 12 月 25 日 国际金融报 北京晚报>

2010 年元旦、春节消费增速有望创出新高

- 今后几个月，消费零售数据会持续向好，驱动因素是经济和个人支出的明显回升及 2008 年 12 月—2009 年 4 月的低基数效应。事实上，11 月百强销售同比增长已达 28%，仅次于包含十一黄金周和端午节的 10 月份，已超过 9-10 月的平均增速。
- 2009 年元旦、春节百强零售企业销售同比分别增长仅为 8% 和 6.6%、1-2 月合计同比增长 8.7%，消费市场回暖和低基数效应将有望使同比增速创出新高，同时今年的打折促销力度将明显小于去年，零售商毛利率也将显著提升。<参考附录 4>

投资建议：

我们重点推荐的公司有：手机分销龙头天音控股（23x，具备盈利上调空间）；区域领军百货公司银泰百货（26x），大商股份（44x），广州友谊（28x），合肥百货（31x）；品牌服装公司动向（17x），李宁（20x），利郎（16x），七匹狼（30x）；超市类公司联华超市（24x），京客隆（12x），武汉中百（36x）；世博受益公司百联股份（36x，上海第一大百货零售商），豫园商城（34x），新世界（36x）。

部分公司估值已接近 40 倍，可适当注重估值风险；也可选取估值低于行业平均 35 倍估值的公司进行投资（参见表 1-4）。但另一方面，只要行业向好趋势存在，盈利的可持续增长仍能够成为股价的拉动力量。

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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。

附录1. 近期主要研究报告

12/25/2009	天音控股 (000829.CH): 运营商积极促销推动 3G 销量, 利好公司业绩
12/22/2009	零售行业动态: 11 月百强零售增长 28%, 创年内第二高
12/16/2009	华联综超 (600361.CH): 收购小幅增厚盈利, 业绩反转仍待观察
12/11/2009	天音控股 (000829.CH): 进入爆发式业绩增长长期
12/10/2009	广州友谊 (000987.CH): 估值洼地、基本面向好迎来重估契机
12/08/2009	大商股份 (600694.CH): 与集团合作, 盘锦再添新网点
12/04/2009	零售行业: 通胀预期—零售板块新的投资契机

附录2. 我们对家电下乡系列新政和天音控股的评论

家电下乡产品最高限价将大幅提高, 其中: 彩电、手机的最高限价提高 1 倍。彩电从 3500 元提到 7000 元、冰箱从 2500 元提高到 4000 元、手机从 1000 元提到 2000 元、洗衣机从 2000 元提到 3500 元。这符合我国农村市场同样存在的消费升级趋势, 有利于更多高品质、高毛利产品在农村市场的销售。

报道中指出财政部明年将出三举措加大家电下乡实施力度, 目前明朗的才有第一点措施, 因此更多政策还有望报出!

天音控股明年有望迎来城市市场 3G 的爆发和农村市场 2G 的旺销。天音是我国第一大手机分销商, 可覆盖大多数的手机销售网点、拥有强大的配送力量。天音手机销量占全国市场的 20%, 只要它包销的手机款型中标家电下乡, 天音便可获益于销售量的上升。现在公司分销的 2G 手机的零售均价是 800 多元左右 (出货价 700 元), 有高端也有低端, 下乡最高限价提升可使更多手机入围。

天音目前中标全国 25 个省份的家电下乡活动, 广泛参与了手机下乡的销售工作。以下网址来自家电下乡信息管理系统, 供参考。http://jdx.zhs.mofcom.gov.cn/website/archives.shtml?method=meshwork&entpId=1150

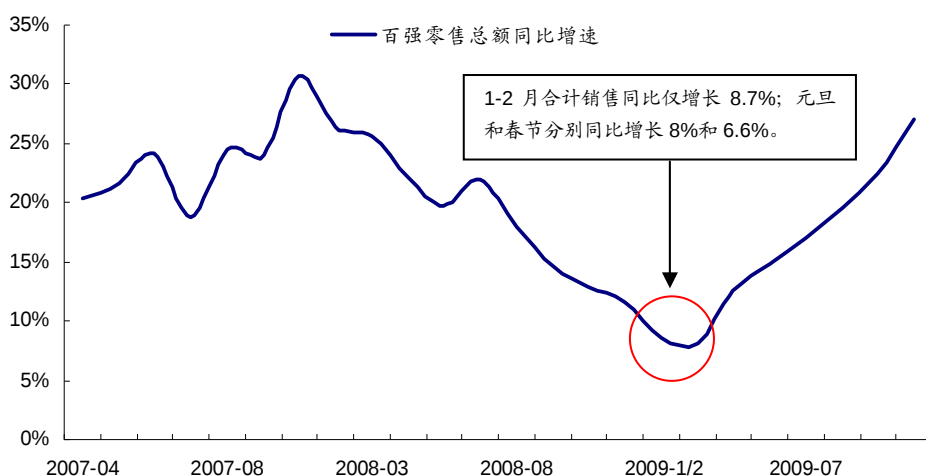
附录3. 11-12 月 3G 手机销售增速显著加快

中国联通相关负责人透露, 10 月份国内 3G 手机整体销量达到 87 万台, 环比增长 58%, 其中 10 月份 WCDMA 当月销量 44.8 万台, 占比 52%。<2009 年 12 月 21 日 新浪科技>

调查机构赛诺发布的最新数据显示, 11 月份 3G 手机销量达到 117.6 万台, 销量首次超过 100 万户, 比 10 月份的 86.6 万台增长 31 万台, 环比增长 35.9%。随着千元 3G 手机的陆续推出、3G 资费套餐的降低、3G 终端的丰富化以及 3G 业务的多元化, 消费者对 3G 的认知和接受程度日益增加, 我国 3G 发展正在进入快车道。<2009 年 12 月 29 日 中国证券报>

来自国美、大中和苏宁三大家电连锁的统计显示, 19 日周末同时推出的手机以旧换新补贴活动, 使得手机销量翻倍, 直逼今年国庆黄金周的销售量。<2009 年 12 月 23 日 北京商报>

附录4. 百强零售总额同比增速变化趋势, 2010 年元旦、春节消费增速有望创出新高



资料来源: 中华全国商业信息中心, 中金公司研究部 注: 图中为了平滑节假日影响, 1-2 月, 5-6 月, 9-10 月均为合并计算增长率

附录 5. 部分地区圣诞节销售情况概览

据沈阳市服务业委员会统计，沈阳市中兴、商业城、兴隆大家庭、铁百等百货商场平安夜的商品销售额与去年同期相比，平均增长 28.9%，其中新玛特铁西店销售额较去年增长了三倍。以上提到的 5 家大型商业企业，“平安夜”当天的总销售额突破了 1 亿元，而去年同期是 7000 多万。 <2009 年 12 月 26 日 辽沈晚报>

圣诞节引爆了武汉年终消费潮：武汉广场每小时进账 500 多万元，将去年的一小时 300 多万元远远甩在后面；中商百货全天的客流量都要比去年猛，销售与去年同一天相比增长 30% 左右；新世界百货、群光广场、世贸广场、汉阳商场、银泰百货、中心百货大楼等商场均称，当天的销售要远远超过去年同期。<2009 年 12 月 26 日 楚天都市报>

图表 1：类比估值—零售 A 股

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	市净率	股价/经营现金流 2009E	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E				
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	44.86	13,176	0	-	302	-	500	65.6%	0.00	1.03	1.70	-	43.6	26.4	4.2	8.5
	600859.CH	王府井	36.13	14,198	367	6.7%	465	26.7%	591	27.0%	0.93	1.18	1.50	38.7	30.5	24.0	6.1	17.1
高档定位	000987.CH	广州友谊	28.62	10,273	293	14.1%	367	25.1%	452	23.1%	0.82	1.02	1.26	35.0	28.0	22.7	7.9	24.6
区域型	600631.CH	百联股份	17.85	19,653	386	8.1%	496	28.7%	615	24.0%	0.35	0.45	0.56	51.0	39.6	31.9	3.4	12.9
	600631.CH	百联股份(考虑出售资产收益)	17.85	19,653	386	8.1%	549	42.4%	699	27.2%	0.35	0.50	0.63	51.0	35.8	28.1	3.4	12.9
	600628.CH	上海新世界	14.87	7,908	175	7.4%	217	24.0%	260	20.0%	0.33	0.41	0.49	45.2	36.4	30.4	4.6	13.8
	000417.CH	合肥百货	14.10	6,764	180	49.7%	221	22.8%	290	31.2%	0.38	0.46	0.60	37.6	30.6	23.3	7.0	9.9
	000417.CH	合肥百货(考虑增发)	14.10	6,764	180	49.7%	263	46.1%	334	27.0%	0.32	0.46	0.59	44.6	30.6	24.1	7.0	9.9
	600858.CH	银座股份	26.22	6,164	200	46.5%	256	28.0%	325	27.0%	0.63	0.81	1.38	41.3	32.3	19.0	4.3	25.2
	600697.CH	欧亚集团	24.33	3,871	118	10.9%	148	25.4%	186	26.0%	0.74	0.93	1.17	32.8	26.2	20.8	4.5	19.5
	600693.CH	东百集团	11.84	4,064	110	11.1%	136	23.6%	172	26.5%	0.32	0.40	0.50	36.9	29.9	23.6	4.4	18.4
	600785.CH	新华百货	28.55	4,935	178	64.7%	205	15.2%	252	22.9%	1.03	1.19	1.46	27.7	25.0	19.6	6.0	9.5
	600729.CH	重庆百货	40.12	8,184	440	-	518	17.7%	622	20.0%	1.15	1.36	1.63	34.8	29.6	24.7	8.5	18.1
	002187.CH	广百股份	31.28	5,005	153	7.7%	192	25.5%	238	24.0%	0.96	1.20	1.49	32.7	26.1	21.0	4.8	-
	000501.CH	鄂武商	14.56	7,386	218	20.8%	262	20.2%	328	25.2%	0.43	0.52	0.65	33.9	28.2	22.5	4.9	9.6
600828.CH	成商集团	22.89	4,650	124	21.6%	157	26.6%	198	26.1%	0.61	0.77	0.97	37.5	29.6	23.5	8.7	24.5	
002277.CH	家润多	33.85	6,567	147	22.7%	182	23.5%	223	22.5%	0.76	0.94	1.15	44.6	36.1	29.4	4.3	26.1	
金饰	600612.CH	老凤祥	25.40	8,557	190	170.9%	285	50.0%	345	21.1%	0.56	0.85	1.02	45.0	30.0	24.8	4.2	21.0
	600655.CH	豫园商城	26.88	21,464	500	52.2%	630	26.0%	773	22.7%	0.63	0.79	0.97	42.9	34.1	27.8	5.1	19.8
商业地产开发	000882.CH	华联股份	9.05	4,469	103	104.8%	117	14.1%	166	41.3%	0.21	0.24	0.34	43.5	38.1	27.0	2.9	26.8
	600415.CH	小商品城	44.70	30,414	850	39.7%	1121	31.9%	1433	27.8%	1.25	1.65	2.11	35.8	27.1	21.2	3.4	7.7
超市类公司																		
大型综合超市	600361.CH	华联综超	9.72	4,712	90	-23.4%	148	64.7%	188	27.3%	0.18	0.30	0.39	52.6	31.9	25.1	2.6	19.1
	000759.CH	武汉中百	12.99	7,281	200	16.3%	247	23.5%	312	26.3%	0.29	0.36	0.46	44.4	36.0	28.5	4.2	15.6
大、中、小型超市	002251.CH	步步高	27.97	7,562	188	15.5%	225	19.7%	286	27.1%	0.70	0.83	1.06	40.2	33.6	26.4	5.1	22.9
	002264.CH	新华都	35.30	3,773	80	22.7%	101	26.3%	132	30.7%	0.75	0.94	1.24	47.2	37.4	28.6	6.2	18.4
家电及电子消费品																		
手机分销	002024.CH	苏宁电器	20.74	93,050	2786	28.4%	3419	22.7%	4255	24.4%	0.60	0.73	0.91	34.7	28.3	22.7	7.9	26.6
	000829.CH	天音控股	13.63	12,906	178	28.5%	442	147.6%	682	54.5%	0.19	0.47	0.72	72.4	29.2	18.9	95.6%	7.7
	000829.CH	天音控股(考虑出售资产收益)	13.63	12,906	282	103.5%	562	98.9%	682	21.5%	0.30	0.59	0.72	45.7	23.0	18.9	55.4%	7.7

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：类比估值—零售港股

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	市净率 2009E	股价/经营现金流 2009E	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E				
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.58	38,112	950	12.1%	1148	20.7%	1440	25.5%	0.38	0.48	0.63	35.3	28.6	21.7	23.1%	8.5	24.4	1.2
	825 .HK	新世界	6.80	11,466	498	7.7%	573	15.0%	690	20.4%	0.30	0.34	0.41	23.0	20.0	16.6	17.7%	2.6	12.7	1.1
	1212.HK	利福国际	13.80	23,096	856	-10.6%	996	16.4%	1166	17.1%	0.51	0.60	0.70	26.9	23.1	19.8	16.7%	4.1	14.4	1.4
区域型	1833.HK	银泰百货	7.21	12,621	314	15.4%	423	34.7%	540	27.7%	0.20	0.28	0.38	35.4	25.7	19.2	31.1%	3.0	16.4	0.8
	3308.HK	金鹰商贸	14.86	28,805	622	29.6%	800	28.6%	1040	30.0%	0.36	0.48	0.65	40.8	31.0	22.7	29.3%	10.1	22.6	1.3
超市类公司																				
大、中、小型超市	814.HK	京客隆	6.30	2,597	158	0.5%	185	17.2%	218	18.0%	0.43	0.52	0.64	14.5	12.1	9.8	17.6%	1.6	12.4	0.7
	980.HK	联华超市	23.05	14,337	429	10.5%	507	18.0%	596	17.7%	0.78	0.95	1.17	29.4	24.3	19.7	17.8%	3.7	7.2	1.4
	8277.HK	物美集团	12.30	15,010	438	21.2%	551	25.8%	695	26.1%	0.4	0.5	0.6	30.2	23.4	21.6	26.0%	5.2	19.4	0.9
家电及电子消费品																				
	493.HK	国美电器	2.80	42,155	1,400	-24.0%	1,597	14.0%	1,844	15.5%	0.09	0.10	0.13	31.5	27.0	22.3	14.8%	4.1	13.3	1.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：类比估值－纺织服装 A 股

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
服装纺织																		
鞋类	002291.CH	星期六	24.13	5,188	124	20.2%	162	31.0%	227	39.7%	0.58	0.75	1.05	41.9	32.0	22.9	35.3%	0.91
男装	002029.CH	七匹狼	23.11	6,538	190	23.9%	218	15.0%	266	22.1%	0.67	0.77	0.94	34.4	30.0	24.6	18.4%	1.63
	600177.CH	雅戈尔	14.16	31,529	2,148	35.7%	2,399	11.7%	2,433	1.4%	0.96	1.08	1.09	14.7	13.1	13.0	6.4%	2.05
	600177.CH	雅戈尔(经营性)	14.16	31,529	1,300	3.1%	1,551	19.3%	1,624	4.7%	0.58	0.70	0.73	24.3	20.3	19.4	11.8%	1.73
	002154.CH	报喜鸟	22.45	6,503	182	48.1%	234	28.3%	280	19.9%	0.63	0.81	0.97	35.7	27.8	23.2	24.0%	1.16
休闲装	002269.CH	美邦服饰	23.40	23,517	608	3.5%	826	35.8%	1,047	26.8%	0.61	0.82	1.04	38.7	28.5	22.5	31.2%	0.91
家纺	002293.CH	罗莱家纺	41.49	5,824	135	23.0%	165	22.2%	205	24.0%	0.96	1.18	1.46	43.0	35.2	28.4	23.1%	1.53
纺织	000726.CH	鲁泰A	11.93	11,870	537	4.8%	622	15.8%	715	14.9%	0.54	0.63	0.72	22.1	19.1	16.6	15.3%	1.24
	002083.CH	孚日股份	8.96	8,409	150	21.6%	280	86.8%	376	34.4%	0.16	0.30	0.40	56.2	30.1	22.4	58.5%	0.51
	600439.CH	瑞贝卡	11.51	7,096	168	-23.9%	264	57.3%	341	29.2%	0.27	0.43	0.55	42.3	26.9	20.8	42.5%	0.63

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：类比估值－纺织服装港股

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			09年底-11年底	PEG		
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E		2011E	净利润CAGR
服装纺织																		
运动	2331.HK	李宁	27.50	28,786	934	29.6%	1,216	30.1%	1,482	21.9%	1.01	1.35	1.69	27.1	20.4	16.3	25.9%	0.79
	3818.HK	中国动向	5.99	33,942	1446	18.4%	1706	17.9%	2020	18.4%	0.29	0.35	0.42	20.7	17.1	14.1	18.2%	0.94
	2020.HK	安踏	11.40	28,405	1,139	27.3%	1,359	19.3%	1,618	19.1%	0.52	0.63	0.77	22.0	18.0	14.8	19.2%	0.94
	1368.HK	特步	4.37	9,499	614	20.8%	746	21.5%	910	22.0%	0.32	0.40	0.50	13.6	11.0	8.8	21.8%	0.50
	1968.HK	匹克	4.18	8,769	606	61.2%	760	25.5%	1,020	34.2%	0.33	0.42	0.58	12.7	9.9	7.2	29.7%	0.33
鞋类	1880.HK	百丽	9.05	76,330	2,372	18.0%	2,879	21.4%	3,450	19.8%	0.32	0.40	0.49	28.3	22.8	18.6	20.6%	1.11
	210.HK	达芙妮	6.27	10,270	559	13.5%	702	25.5%	896	27.7%	0.34	0.43	0.55	18.4	14.6	11.5	26.6%	0.55
	1836.HK	九兴控股	14.12	11,217	829	-14.4%	934	12.7%	1,054	12.9%	1.04	1.18	1.33	13.5	12.0	10.6	12.8%	0.94
男装	1234.HK	利郎	5.21	6,486	281	82.4%	357	26.8%	446	25.0%	0.26	0.33	0.43	20.3	15.6	12.2	25.9%	0.60
女装	589.HK	宝姿	24.35	13,703	481	14.1%	572	18.9%	681	19.1%	0.97	1.18	1.44	25.1	20.6	16.9	19.0%	1.09
休闲装	330.HK	思捷环球	51.70	64,497	4,932	3.9%	5,888	19.4%	6,719	14.1%	3.95	4.72	5.39	13.1	11.0	9.6	16.7%	0.65
纺织	2698.HK	魏桥纺织	5.16	5,960	829	39.1%	776	-6.4%	864	11.3%	0.82	0.78	0.89	6.3	6.6	5.8	2.1%	3.18
	2313.HK	申洲国际	9.69	12,064	1,210	73.1%	1,470	21.4%	1,843	25.4%	1.10	1.37	1.76	8.8	7.1	5.5	23.4%	0.30
	321.HK	德永佳	7.11	9,438	986	14.6%	1,138	15.4%	1,303	14.5%	0.74	0.86	0.98	9.6	8.3	7.2	15.0%	0.55
	551.HK	裕元集团	22.30	36,771	3,439	-5.3%	3,473	1.0%	3,867	11.4%	2.09	2.11	2.35	10.7	10.6	9.5	6.0%	1.75

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。