

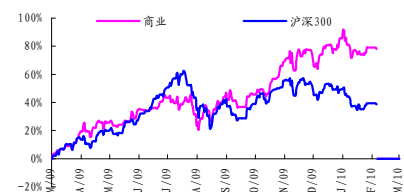


世纪证券
CENTURY SECURITIES

零售业
Retailing

2010 年 3 月 19 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
零售行业	1.1%	9.3%	81.1%
沪深 300	0.5%	-3.7%	40.1%

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
银座股份	31.2%	77.0%	买入
合肥百货	51.5%	149.8%	增持
新华百货	31.2%	115.2%	买入
百联股份	27.4%	84.5%	增持
武汉中百	19.0%	45.4%	买入
天音控股	112.5%	206.1%	增持
苏宁电器	16.9%	57.7%	买入

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvlh@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。

多因素驱景气继续回升

—零售行业 2010 年二季度投资策略

评级: 强于大市

- 行业回顾: 春暖花开。**宏观层面数据显示, 受春节消费繁荣兴旺的影响, 2010 年 1~2 月社会消费品零售总额保持平稳快速增长; CPI 1~2 月同比增长 2.7%, 春节因素、食品类和居住类价格上涨是推动其涨幅继续扩大的主因; 消费者信心、满意、预期指数弹性增强。微观层面数据反映, 春节黄金周全国百家重点零售企业零售额同比增速提高 17.85 个百分点至 24.45%, 93% 的零售企业零售额同比呈现正增长, 一半以上企业的零售额增长达到 20% 以上; 已披露 09 年报或业绩快报的上市公司盈利多数已在去年四季度走出低谷, 回升之态明显, 不过同一业态上市公司之间的业绩分化也比较明显。
- 行业展望: 生机盎然。**2010 年春节黄金周靓丽的消费数据基本反映了经济危机已经过去, 中央政府 2010 年拉动经济增长的主手段依然是“扩内需、调结构”。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。而这些无疑是零售业盈利持续筑高的根本力, 是零售业景气持续回升的源泉。
- 行业估值: 处于历史中高水平。**零售板块自去年四季度以来, 因业绩大幅度提升预期, 使其估值上升较快, 目前处于中高水平。相对 A 股和沪深 300 的溢价基本与 2005~2007 年行业景气高位时持平。虑及今年“扩内需”是拉动经济转型的主手段, 二季度行业景气上行态势可持续。在此背景下, 零售板块理应享有较高的相对溢价, 上市公司业绩普遍超预期增长亦为估值空间提升提供稳定支撑。
- 投资策略: 区域龙头+主题投资。**二季度上市公司业绩反弹趋势仍将延续, 维持“强于大市”行业评级。重点关注两方面带来的投资机会。一是, 区域龙头。建议优选区域消费增速较快、外延增长迅速、网点下沉二三级市场、经营稳健的上市公司。二是, 主题投资。资产注入及并购重组、3G 概念、上海世博会概念。重点推荐: 银座股份、合肥百货、新华百货、百联股份、武汉中百、天音控股、苏宁电器。
- 风险提示: 经济下滑、消费政策刺激边际效应递减。**

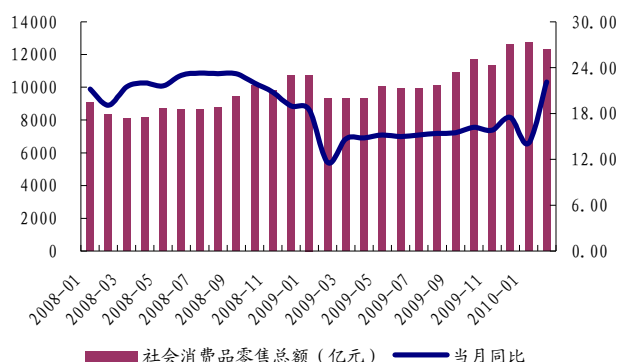
行业回顾：春暖花开

宏观层面：

社会消费品零售总额保持平稳较快增长

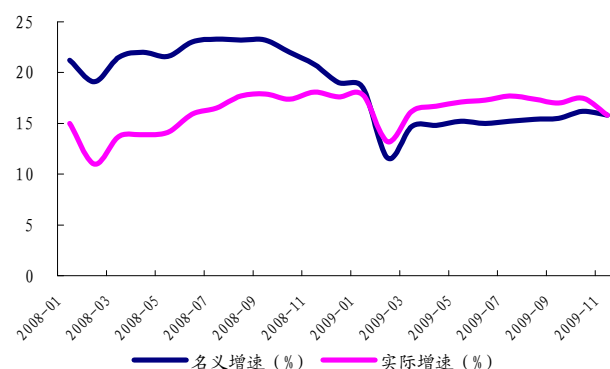
2010 年 1~2 月，全国累计实现社会消费品零售总额 25052 亿元，同比增长 17.9%，比上年同期加快 2.7 个百分点，比 2009 年加快 2.4 个百分点（2009 年全年实现社会消费品零售总额 125343 亿元，同比增长 15.5%）。单月看，受 2009 年 1 月是春节月份和 2010 年 2 月是春节月份的影响，2 月份增速 22.10% 快于 1 月份 14.1%，扣除价格因素后，1、2 月份实际增速分别为 12.3%、19.6%。

Figure 1 社会消费品零售总额及同比增速



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

从经营单位所在地看，城镇仍是消费主力军，且与乡村消费的差距进一步拉大。2009 年 1~2 月，城镇累计消费品零售额 20748 亿元，同比增长 18.4%；乡村消费品零售额累计 4304 亿元，同比增长 15.5%。2 月份，城镇社会消费品零售总额 10231 亿元，同比增长 23.1%；乡村社会消费品零售总额 2103 亿元，同比增长 17.6%。

Figure 3 城镇和乡村月度社会消费品零售总额

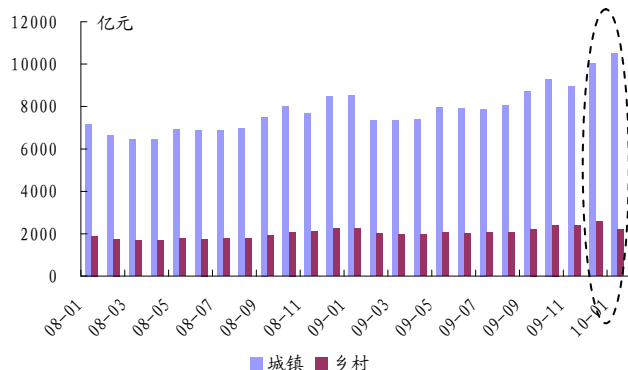
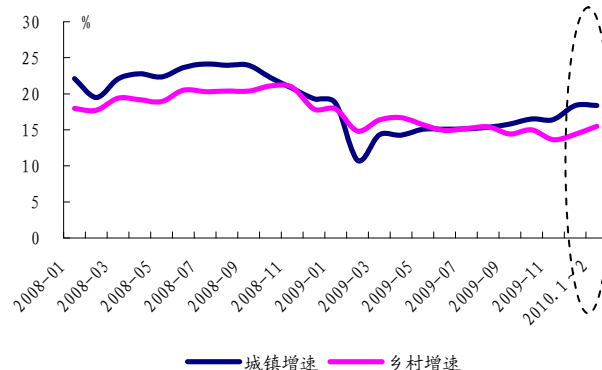


Figure 4 城镇和乡村消费品零售总额当月增速



注：2008～2009 年城镇消费额为市和县合并数

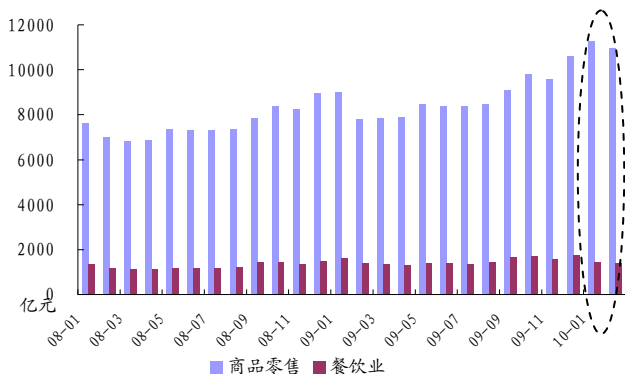
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

注：2008～2009 年城镇消费增速为市和县合并数

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

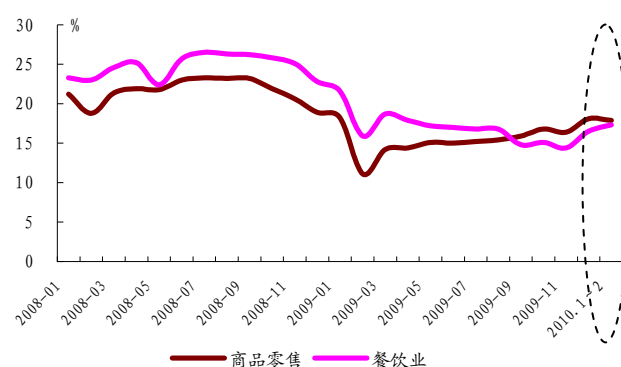
从消费形态看，商品零售是拉动社会消费零售总额增长的主导力量。2009 年 1～2 月，餐饮收入累计 2806 亿元，同比增长 17.3%；商品零售累计 22246 亿元，同比增长 17.9%。

Figure 5 分消费形态月度社会消费品零售总额



注：2008～2009 年消费形态为批发和零售业、住宿和餐饮业
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

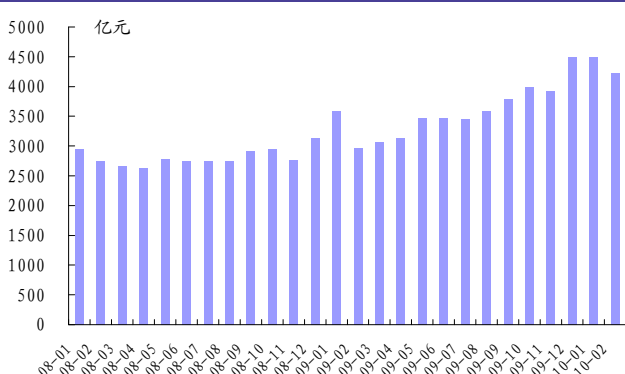
Figure 6 分消费形态社会消费品零售总额当月增速



注：2008～2009 年消费形态为批发和零售业、住宿和餐饮业
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

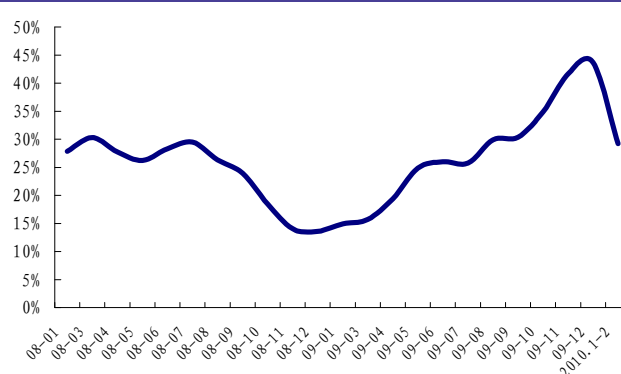
从限额以上企业看，商品零售继续向好，但春节因素导致同比增速趋弱。2010 年 1～2 月，限额以上企业（单位）商品零售额 8711 亿元，同比增长 29.2%，增速相比去年略有下滑，主要原因是 2 月份春节因素导致占零售额比重较大的汽车、石油及制品的增速出现了大幅下滑；春节因素加之房地产市场成交疲软，家具、建筑及装潢材料的增速亦受到一定的影响。

Figure 7 限额以上企业商品零售额



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 限额以上企业商品零售额同比增速

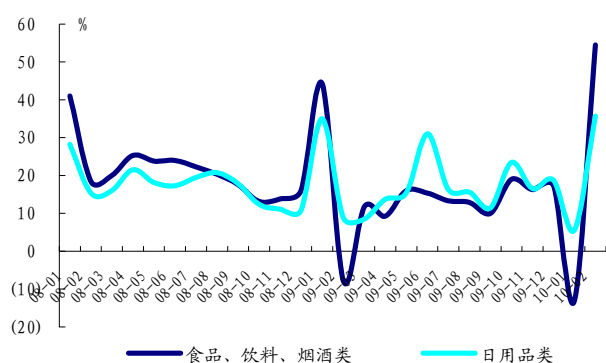


资料来源：国家统计局网站、世纪证券研究所

从限额以上企业的商品零售类别看，与居民生活质量和消费结构升级密切相关的商品仍延续去年旺销之势。2009 年 1～2 月，金银珠宝、

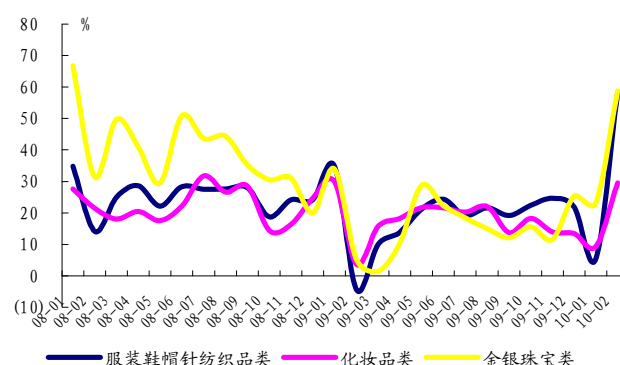
家用电器和音像器材、家具、石油及制品、汽车、建筑及装潢材料增速均在 30% 以上。汽车仍是销售最大亮点，继续在燃油税改革、小排量车辆购置税减半、“汽车下乡”等一系列政策的拉动下，充分释放城乡居民购车的需求，前两个月的销售增速达 41.7%，与其相关的石油及制品增速也达 40.8%；通讯器材因 3G 手机的热销，增速也由去年同期-1.3% 提高至今年的 20%；去年四季度房地产市场成交量持续增长，也带动了建筑及装潢材料、家具的快速增长，增速分别为 30.5%、36.3%；受“家电下乡”、“家电以旧换新”等利好政策的继续推动，家电消费继续回暖，销售增速达 31.7%。2 月份单月，因春节因素导致粮油食和饮料烟酒、服装鞋帽、金银珠宝、家用电器和音像器材同比增速分别为 54.5%、58.4%、58.8%、52.8%。

Figure 9 与超市相关的限额以上企业商品类别当月增速



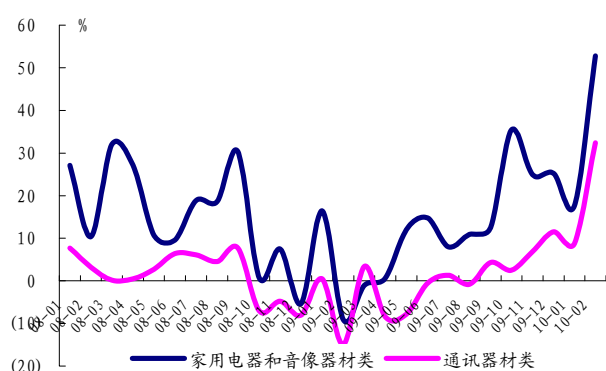
注：2008 年和 2010 年春节在 2 月份，2009 年春节在 1 月份
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 与百货相关的限额以上企业商品类别当月增速



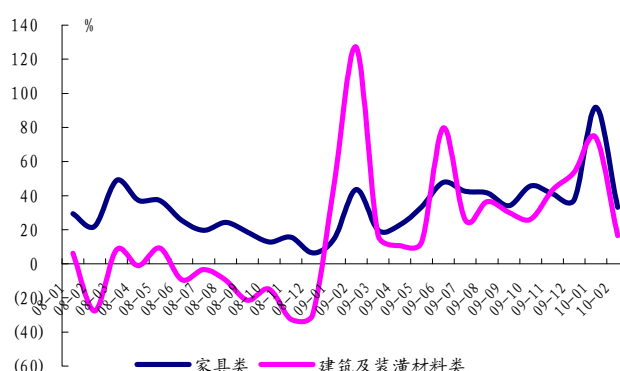
注：2008 年和 2010 年春节在 2 月份，2009 年春节在 1 月份
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 与家电连锁相关的限额以上企业商品类别当月增速



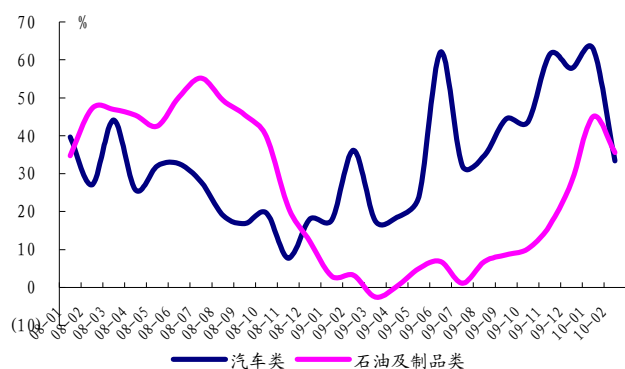
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 与房地产相关的限额以上企业商品类别当月增速



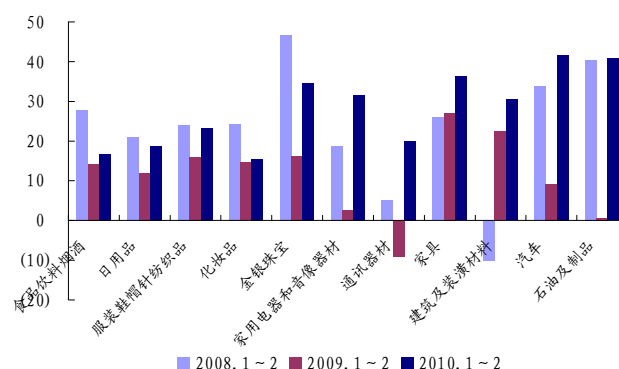
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 与汽车相关的限额以上企业商品类别当月增速



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 14 1~2 月限额以上企业分商品类别累计增速

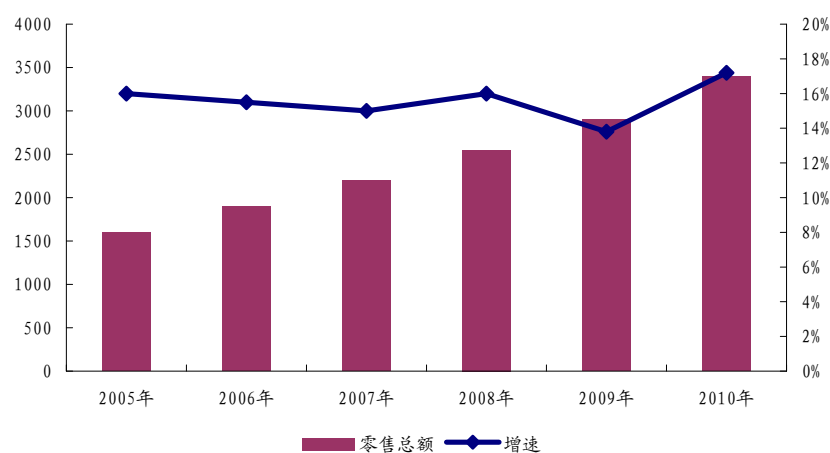


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

总的来看,今年前两个月,社会消费品零售总额保持平稳较快增长,主要原因在于:

- 一、春节消费市场更加繁荣兴旺。2010 年春节假期(大年三十至正月初六)消费增速创自 2005 年以来的新高,达 17.2%,较去年春节黄金周提高了 3.4 个百分点。
- 二、CPI 回升。2010 年 1~2 月, CPI 同比上涨 2.1%,增加了超市经营企业的销售额。
- 三、刺激消费政策的延续及深化活跃消费市场。自去年国家出台了一系列家电和汽车下乡、以旧换新,汽车购置税减免等政策,对拉动内需成效显著,尤其是强有力推动了耐用消费品的增长。
- 四、低基数效应。去年 1、2 月份消费市场受金融危机的影响比较大,居民消费需求低,同期增速为 15.2%。

Figure 15 春节黄金周社会消费品零售总额及增速



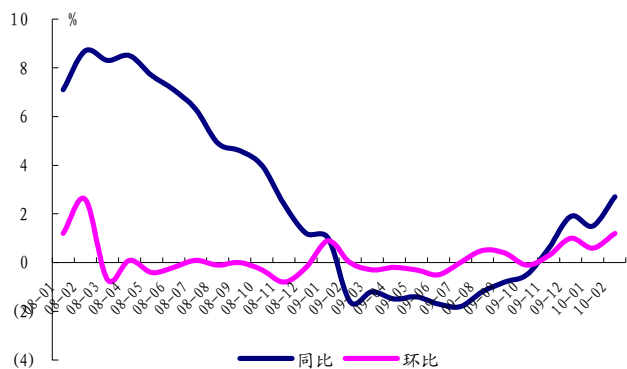
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

CPI 继续回升

2010 年 1~2 月, 居民消费价格同比上涨 2.1% (上年同期为下降 0.3%)。2 月份单月, 居民消费价格同比上涨 2.7% (上年同月为下降 1.6%), 涨幅比上月扩大 1.2 个百分点。其中, 城市同比上涨 2.6%, 农村上涨 2.9%; 食品价格上涨 6.2%, 非食品价格上涨 1.0%; 消费品价格上涨 3.0%, 服务项目价格上涨 1.7%。分类别看, 2 月份, 八大类商品价格有六种上涨二种下降, 其中食品价格同比上涨最大, 为 6.2%; 居住价格同比上涨居二, 为 3.0%。

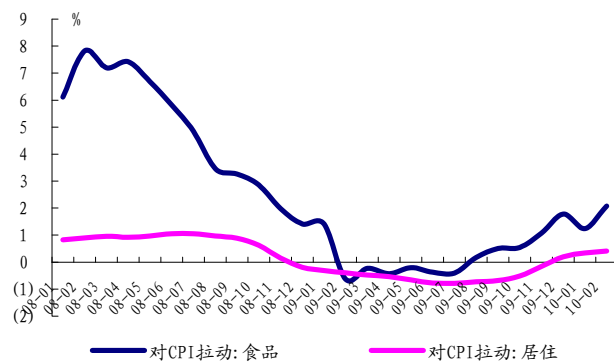
环比看, 2 月份, 居民消费价格环比上涨 1.2%。其中, 城市上涨 1.2%, 农村上涨 1.1%; 食品价格上涨 3.3%, 非食品价格上涨 0.1%; 消费品价格上涨 1.2%, 服务项目价格上涨 1.0%。

Figure 16 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 17 食品价格、居住类价格对 CPI 的拉动



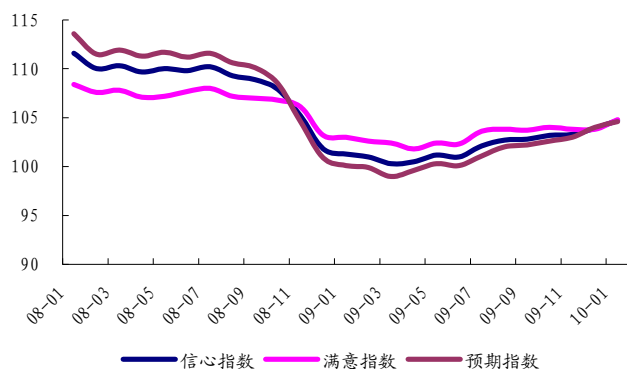
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

CPI 涨幅继续扩大的原因主要是: 一方面, 春节因素推动, 且去年同期基数偏低的影响。2009 年春节在 1 月份, 且仍深受金融危机影响, 而 2010 年春节在 2 月份, 经济复全面复苏, 消费旺盛。**另一方面, 食品价格和居住类价格的持续上涨, 是拉动 CPI 上涨的主力。**今年 2 月份春节期间, 全国大部分地区遭遇了严寒和雨雪天气, 造成了市场上蔬菜价格季节性的波动, 而供暖供气量增多也使得居住类价格上涨, 2 月份两者分别拉动 CPI 2.08%、0.41%, 比 1 月份分别扩大了 0.84、0.07 个百分点

消费者信心、满意、预期指数持续回升

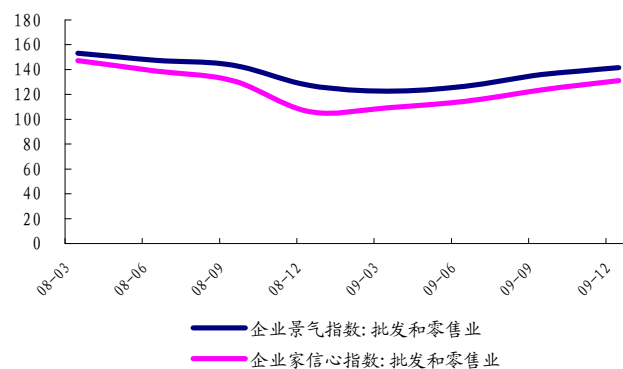
2010 年 1 月 (2 月份数据还没披露), 反映经济走势和消费趋向的重要先行指标消费者信心指数达到 104.7, 环比提升了 0.8 个点, 说明消费者信心较足。同时, 消费者满意指数和预期指数也分别回升到 104.8、104.6, 表明消费者的消费意愿仍在持续增强。

Figure 18 消费者信心指数



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 19 批零企业景气度



资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

另外,批零企业景气指数、批零企业家信心指数在 2009 年四季度分别环比回升了 5.4 个点、7.5 个点至 141.4、131.3,基本快接近经济危机前的水平,侧面也反映了行业景气的回升和企业家对未来消费增长强烈的预期。

微观层面:

2010 年春节全国百家重点大型零售企业: 销售呈现高增长

随着 2009 年我国国民经济企稳回升,居民消费热情也持续增长,2010 年春节期间,全国重点大型零售企业销售同比增长明显,消费需求旺盛。

根据中华全国商业信息中心统计,虎年春节期间(腊月三十至正月初六),全国百家重点大型零售企业实现零售额 43.3 亿元,同比增长 24.45%,增速比上年高 17.85 个百分点,其中 93% 的零售企业零售额同比呈现正增长,一半以上企业的零售额增长达到 20% 以上。

销售同比增长明显的主要原因有:一是,经济的企稳回升很大程度上带动了消费信心,使得消费者敢于多消费;二是,刺激消费政策和商业企业精彩纷呈的促销活动,使得消费者乐于多消费;三是,情人节和春节合一,带动了正月初一这一天的销售同比增速明显高于其他几天。根据统计,全国百家重点大型零售企业正月初一的零售额同比增速达到了 37.89%,其中有超过 1/3 的企业销售增速在 50% 以上,有近 10% 的企业零售额同比翻了一番以上,尤其是黄金珠宝、化妆品、服装等情人节主打商品的消费需求明显。

2010 年 1 月全国百家重点大型零售企业: 零售额环比增长平稳

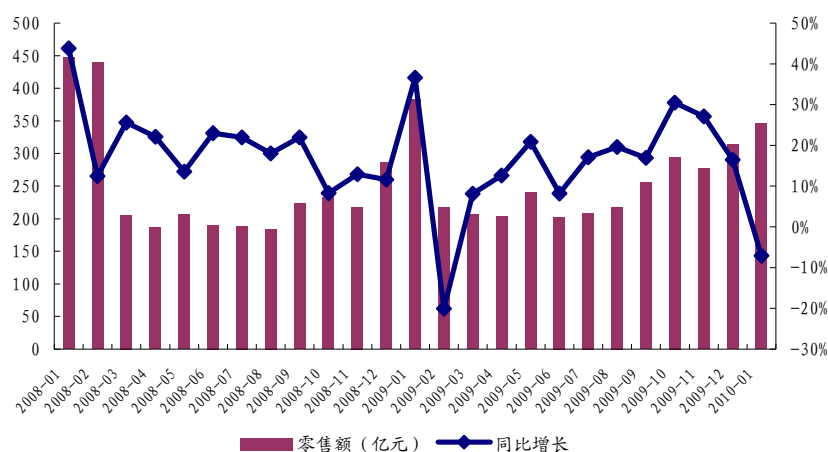
根据中国商业联合会、中华全国商业信息中心统计,2010 年 1 月百

家大型零售企业零售额同比下降 7.11%，环比增长平稳。（2009 年全国百家重点大型零售企业实现零售额 3026.08 亿元，同比增长 16.20%。）

由于 2009 年的春节在 1 月，而 2010 年的春节在 2 月，使得 2010 年 1 月零售市场销售同比基数较大，导致增速呈现负增长。据统计，1 月份百家大型零售企业实现零售额 345.57 亿元，同比增速为-7.11%，比上年同期低了 43.74 个百分点。

但从环比情况看，受元旦带动，1 月份百家大型零售企业销售增长稳定，零售额比 2009 年 12 月增长了 10.03%。增速比 2007 年 1 月份 3.76% 的增速加快了 6.27 个百分点，比 2008 年 1 月份 13.12% 的增速降低了 3.09 个百分点。

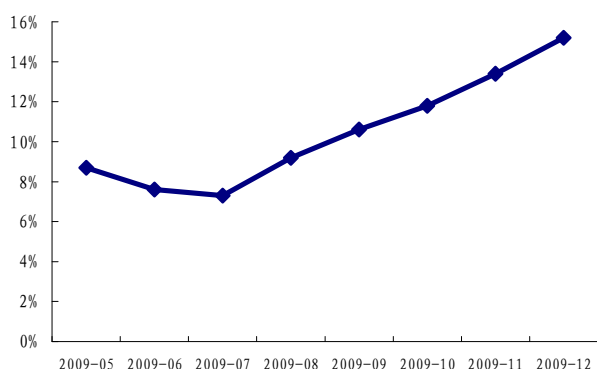
Figure 20 全国百家重点大型零售企业零售额及增速



资料来源：中华全国商业信息中心、世纪证券研究所

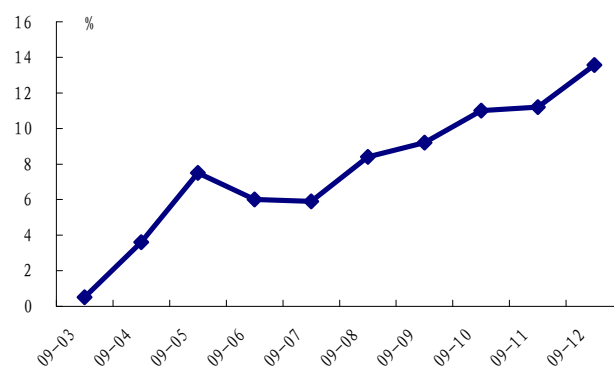
全国千家重点零售企业：零售额增速继续加快

Figure 21 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

Figure 22 全国千家重点零售企业零售指数



资料来源：商务部、世纪证券研究所

根据商务部监测，2009 年 12 月，千家重点零售企业零售额同比增长 15.2%，比 11 月加快 1.8 个百分点，比 2008 年同期加快 10.3 个百分

点。2009 年消费市场总体保持加速回升态势主要表现在四个方面，一是居民消费结构升级步伐加快，二是全年农村消费增速首次快于城市，三是绿色循环消费悄然兴起，四是商品价格走势呈先降后升趋势。

上市公司：业绩回升明显

截止 3 月 18 日，已公布 2009 年报和业绩快报的有 15 家百货、5 家超市、3 家专业店（家电、农机）连锁、3 家商业物业经营。总体来看，这些公司盈利多数在去年四季度已走出低谷，回升之态明显。不过，同一业态上市公司之间的业绩分化也比较明显。

百货业态：合肥百货、鄂武商 A、新华百货等区域零售龙头，在经济持续回暖的推动下，净利润延续高增长之态，分别同比增长 66.93%、32.35%、77.45%，合肥百货和新华百货的净利率更是提升了 1.16、2.28 个百分点。其他百货公司，例如中兴商业 09 年同店增速逐季提高和费用控制显效，净利润大幅增长 46.35%，而 08 年则下降 18.51%；大厦股份得益于 09 年汽车市场的爆发拉动公司汽车销售大幅增长，净利润预增 60%以上；豫园商城对下属公司招金矿业的股权比例提高，使其净利润预增 50%以上。长百集团、西单商场、津劝业、深国商、商业城则在 09 年扭亏为盈，长百集团因贷款利率降低实现扭亏为盈 516.7 万元（08 年亏损 3952.71 万元）、西单商场是因为关闭青海创新店减少费用和销售毛利增加、津劝业为已取得部分转让华运商贸 14%股权收益、深国商为出售物业所得、商业城是收到盛京银行 08 年股利所致。而净利润同比下降或略有亏损的有大商股份、重庆百货、杭州解百，大商股份因门店培育期致费用高企而出现首亏，重庆百货因 08 年技改国产设备投资抵免所得税力度大致净利润下降 3.68%，杭州解百因为新元华店重张和新世纪酒店改造影响净利润下滑 20.63%。

超市业态：区域超市龙头武汉中百、家润多在 CPI 转正回升、规模效益不断上升的态势下，净利润分别同比增长 24.17%、24.45%，净利率分别提升 0.13、0.02 个百分点。而步步高、新华都、人人乐的业绩表现略低于预期，分别同比增长 2.24%、6.54%、0.25%，步步高是因为湘潭步步高购物广场 09 年下半年暂停营业扩建升级和部分子公司所得税不在减免优惠、新华都是由于促销力度大导致毛利率下降和费用上升、人人乐是因为福建和湖南两个新区的门店仍尚处培育期。

专业连锁业态：家电连锁龙头苏宁电器在家电消费政策的刺激和同店增速强劲回升 6.98%之下，净利润维持较高增速 33.17%。全国最大手机连锁专营商之一天音控股在经济复苏和 3G 市场迅猛发展环境中，净利润同比增速达 100%~120%。全国最大的农机连锁经营商吉峰农机，因

为直营店网络扩大和规模化效益日显，净利润同比增长 83.88%。

商业物业经营：小商品城 09 年业绩预增 50%以上，主要是三期市场一阶段 08 年 10 月份投入使用，09 年全年体现收入；中国最大皮革城海宁皮城 09 年净利润同比增长 14.96%，净利率提升了 2.29 个百分点，主要是少数股东权益的减少。

Figure 23 已披露 2009 年报的上市公司

证券代码	证券简称	营业收入 (万元)	同比增长 (%)	归属母公司股东 的净利润(万元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	同比增减 百分点	净利率 (%)	同比增减 百分点
百货									
000417.SZ	合肥百货	588541.14	16.82	20081.21	66.93	16.51	0.65	4.91	1.16
000501.SZ	鄂武商 A	793759.52	19.73	23875.20	32.35	20.16	-0.97	4.00	-0.14
000715.SZ	中兴商业	264170.78	8.69	9176.40	46.35	18.08	-0.92	3.47	0.89
002187.SZ	广百股份	463109.76	8.84	16552.18	2.05	20.74	-1.36	3.59	-0.99
600729.SH	重庆百货	731233.10	13.89	15672.76	-3.63	15.86	0.04	2.18	-0.40
600785.SH	新华百货	323556.18	14.55	19172.49	77.45	18.72	1.43	6.55	2.28
600828.SH	成商集团	172223.57	20.82	12783.58	24.91	20.94	-1.82	7.28	0.16
600856.SH	长百集团	30652.62	1.25	516.70	113.07	28.39	-1.05	1.69	14.74
600824.SH	益民商业	145022.03	22.49	11097.63	10.31	35.95	-4.04	7.65	-0.84
600861.SH	北京城乡	163688.07	-1.01	8667.62	-2.45	21.09	-0.51	5.52	0.21
超市									
002264.SZ	新华都	310923.82	36.41	6868.59	6.54	18.84	-0.16	2.11	-0.74
专业连锁									
002024.SZ	苏宁电器	5830014.90	16.84	288995.60	33.17	17.35	0.19	5.13	0.60
600122.SH	宏图高科	1075248.20	-3.57	19832.61	15.23	9.16	0.97	1.93	-0.42
商业物业经营									
000889.SZ	渤海物流	117771.48	9.40	-5956.64	-1753.98	17.73	-3.39	-5.07	-5.42

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 24 已披露 2009 年业绩快报的上市公司

证券代码	名称	营业收入(万元)	同比增长(%)	归属母公司股东 的净利润(万元)	同比增长(%)	净利率	同比
百货							
600814.SH	杭州解百	171,274.29	-0.04	6,671.30	-14.41%	3.90%	下降 0.65 个百分点
超市							
000759.SZ	武汉中百	1,009,861.26	16.76	21,343.17	24.17%	2.11%	增长 0.13 个百分点
002251.SZ	步步高	572,383.08	10.05	16,647.60	2.24%	2.91%	下降 0.23 个百分点
002336.SZ	人人乐	876,771.77	14.08	23,184.29	0.25%	2.64%	下降 0.66 个百分点
002277.SZ	家润多	274,656.94	23.76	14,944.55	24.45%	5.44%	增长 0.02 个百分点
专业连锁							
300022.SZ	吉峰农机	162,860.66	105.22	5,079.96	83.88%	3.12%	下降 0.56 个百分点
商业物业经营							
002344.SZ	海宁皮城	55,965.92	-13.35	9,728.53	14.96%	17.38%	增长 2.29 个百分点

证券代码	名称	预警类型	预警摘要	预告净利润最大变动幅度(%)
百货				
600327.SH	大厦股份	预增	增长 60%以上	60.00
600655.SH	豫园商城	预增	增长 50%左右	50.00
600694.SH	大商股份	首亏	亏损	
600821.SH	津劝业	扭亏	扭亏为盈	
600856.SH	长百集团	扭亏	盈利	
600306.SH	商业城	扭亏	扭亏为盈	
000056.SZ	深国商	扭亏	净利润约 750-900 万元	135.31
600723.SH	西单商场	扭亏	盈利	
000679.SZ	大连友谊	略增	有一定程度的增长	
专业连锁				
000829.SZ	天音控股	预增	净利润约 28,000 万元-30,520 万元, 增长 100%-120%	120.00
商业物业经营				
600415.SH	小商品城	预增	增长 50%以上	50.00

资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

行业展望: 生机盎然

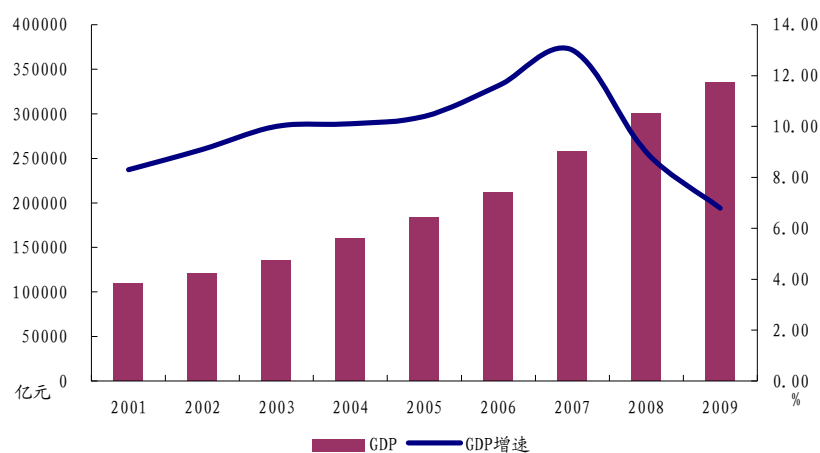
宏观层面:

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。

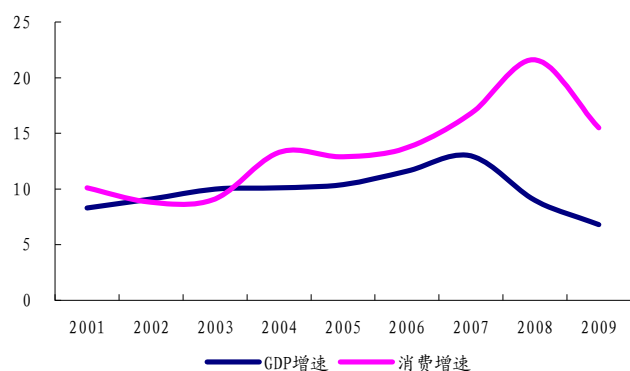
2009 年,面对全球金融危机的严重冲击,我国率先走出经济衰退的阴影,全年 GDP 为 33.53 万亿元,同比增长 6.79%;而消费对 GDP 的拉动达 37.38%,贡献度比往年明显回升。

Figure 25 2001 年~2009 年 GDP 及增速



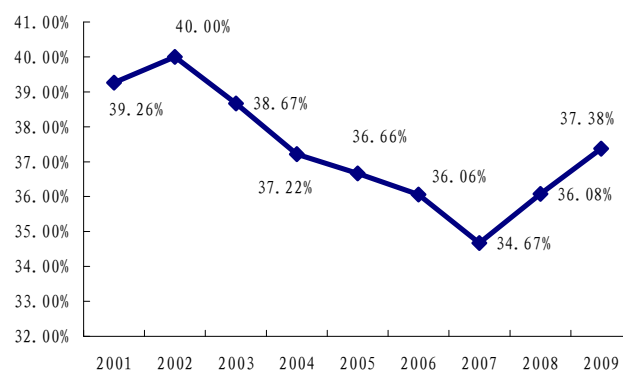
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 26 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 27 社会消费品零售总额/GDP



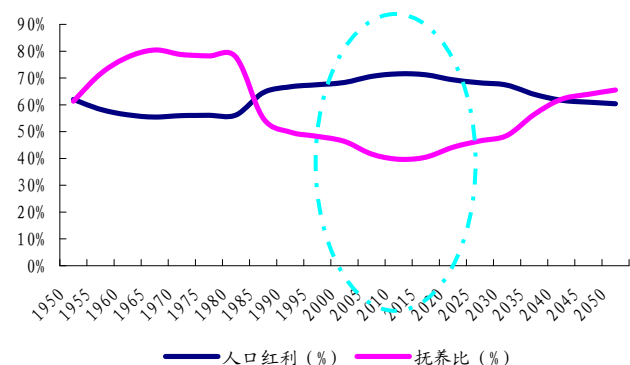
资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

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。

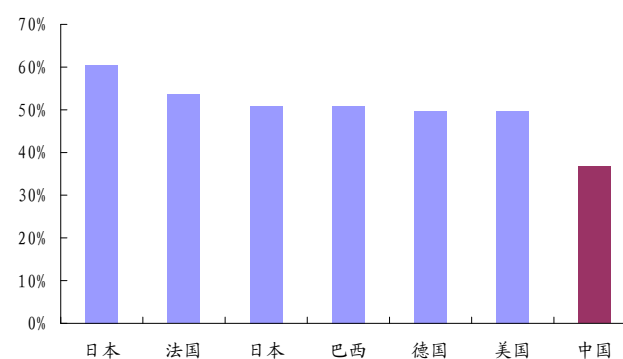
根据联合国预测数据，到 2030 年，中国 15-64 岁壮年人口将占总人口的 67%，0-14 岁少年人口占 17%，老年人口将占 16%；人口结构年轻程度有所下降，但在国际上依然处于前列。又据中国社会科学院《全面建设小康社会人口与发展研究》课题研究结论，中国人口红利达过了 2009 年最高获利点后，2010~2017 年仍是人口红利的获利期。国家统计局统计分析亦显示，目前中国人口年龄结构正处于黄金时期，每 5 个劳动年龄人口只需负担不到 2 个少儿和老年人口的抚养。再与 OECD 国家和金砖四国相比，现在中国抚养比最低，2008 年为 36.72%，且呈下降趋势。这种人口结构不仅意味着劳动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

Figure 28 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 29 中国抚养比较低



资料来源: 联合国、世纪证券研究所

未来数年，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。

另外, 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。

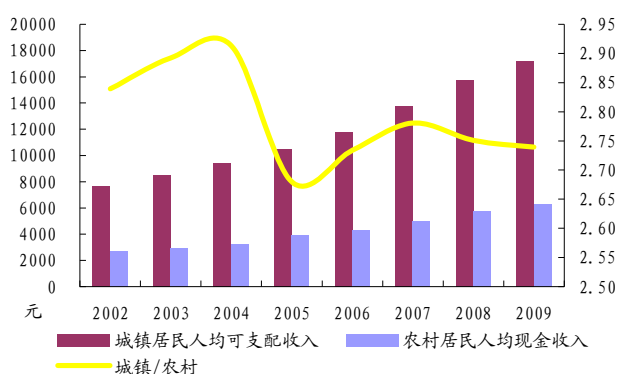
城市化进程不断加快

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 46.6%。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, 城镇居民人均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 年两者人均收入比为 2.74: 1, 人均消费支出比为 3.5: 1。

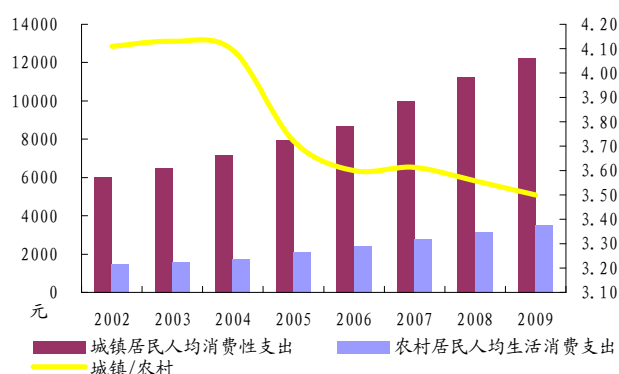
我们认为, 城市化率的加快将拉动消费持续增长, 而且城市拥有丰富的消费渠道, 城镇居民消费能力和消费意愿均强于农村居民, 城市人口的增加意味着总体消费能力的增加。

Figure 30 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 31 城镇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

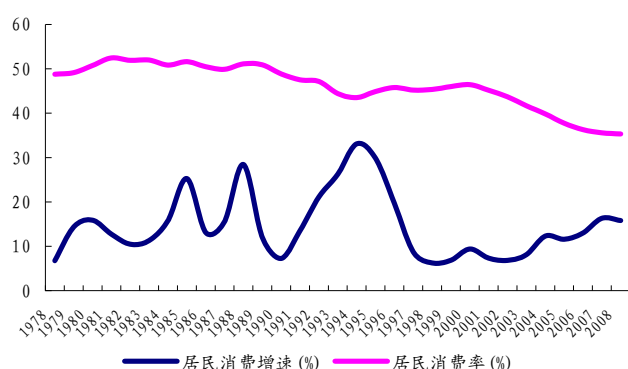
从政策上看, 2009 年 12 月 14 日召开的中央经济工作会议, 明确提

出“要以扩大内需物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。刚刚结束的两会，温家宝总理在 2010 年政府工作报告中指出，“继续实施结构性减税政策，促进扩大内需和经济结构调整。”以及“积极培育信息、旅游、文化、健身、培训、养老、家庭服务等消费热点，促进消费结构优化升级。”和“增强中低收入者消费能力等”。另外，去年以来，国务院连续批复 12 个国家战略的区域发展规划，近期还将陆续推出长江三角洲区域发展规划、京津冀都市圈发展规划和成渝经济区发展规划。这均意味着 2010 年中央促进消费政策不仅没有减弱，而且有增强的趋势，一系列新的促消费政策举措也会取得更加积极的效果，消费者的信心也在继续上升。

从居民收入增长看，2009 年城镇居民家庭人均总收入 18858 元。其中，城镇居民人均可支配收入 17175 元，比上年增长 8.8%；扣除价格因素，实际增长 9.8%。农村居民人均纯收入 5153 元，比上年增长 8.2%；扣除价格因素，实际增长 8.5%。居民收入的增长，是最终消费增长的支点。

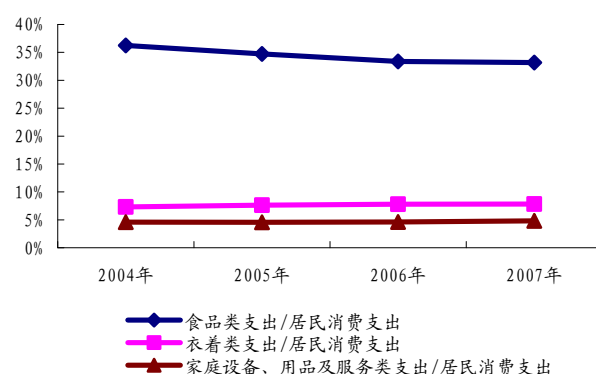
从消费率看，2008 年我国居民消费扣除价格变动影响后比 1978 年扩大了 11 倍，年均增长 8.8%，增速较快，但相对同期 GDP9.8%的增速，仍相对滞后。2008 年我国居民消费率为 35.3%，而美国为 70.1%、印度为 54.7%，我国居民消费率不仅低于发达国家，也低于发展中国家，较大差距将促使我国居民消费空间的扩大。

Figure 32 我国居民消费增速及居民消费率



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

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

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。去年底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。今年政府工作报告再度指出“加快完善覆盖城乡居民的社会保障体系”、“推动我国社会保障制度建设迈出历史性步伐”。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。

微观层面：

我们认为，二季度，零售行业在宏观层面诸多利好的背景下，行业景气仍将呈现持续上升趋势。2010 年春节部分上市公司良好的消费数据，加之去年低基数效应的拉动，上市公司业绩有望实现较快增长。

百货延续反弹增势

2010 年是新一轮经济上升周期的起点，作为经营中高端消费品的百货，已经在 2009 年经济复苏中率先反弹，增速逐季提高。部分地区的百货业的春节黄金周消费数据亦表明百货业繁荣之景再现，我们预计，二季度百货业仍延续反弹增势，五一节、端午节的拉动，将使同店销售增长继续改善。

首先，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、东百集团、鄂武商等区域百货龙头。

其次，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

CPI 温和式增长有助于实现超市业态的利润增长，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 低位运行使超市盈利能力逊色，CPI 逐渐回升也推动了超市盈利状况的好转。我们预计，**2010 年二季度 CPI 持续上涨，将使超市盈利增长动力进一步增强。**

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。

家电连锁受惠于消费政策和消费升级

2009 年，中央先后出台了“家电下乡”和“以旧换新”等刺激消费的政策，使家电消费市场呈现出一派繁荣的火暴景象。国家统计局数据显示，截止到 2009 年 12 月 31 日，通过家电下乡信息系统登记的生产企业累计发货 9245.05 万台，发货金额 1627.53 亿元；销售企业通过信息系统登记销售家电下乡产品 3767.98 万台，销售金额 692.57 亿元。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。

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或扩大到通讯领域。**例如广东省于 12 月 19 日率先启动试行三个月的“手机以旧换新活动”，若该类活动在全国推行，对手机消费的拉动巨大。另外，3G 市场的发展也将推动手机及相关产品销售的增长，春节期间一些城市的 3G 手机出现旺销甚至卖断货。因此，我们看好苏宁电器、天音控股。

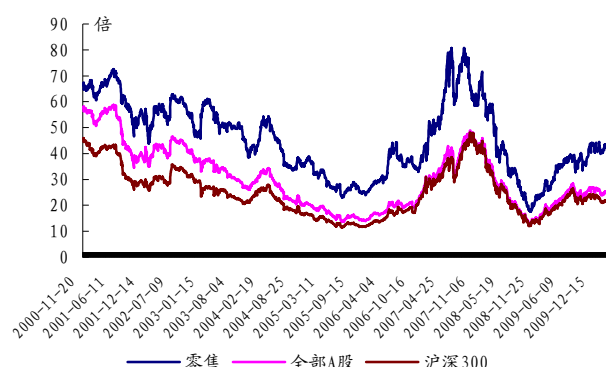
行业估值：处于历史中高水平

零售板块自去年四季度以来，因业绩大幅度提升预期，使其估值上升较快，目前处于**中高水平**。截至 2010 年 3 月 18 日，零售板块平均 PE (TTM) 为 45.29 倍，相对 A 股溢价 1.70 倍，高于 2001 年来的历史平均估值溢价 1.56 倍，基本与 2005~2007 年行业景气高位时的相对溢价 1.71 倍持平；相对沪深 300 溢价 1.97 倍，也高于历史平均估值水平，达到 2005~2007 年行业景气高涨阶段水平。

虽然目前零售板块面临一定的估值压力，但考虑到今年“扩内需”是拉动经济转型的主手段，二季度行业景气上行态势可持续。在此背景下，

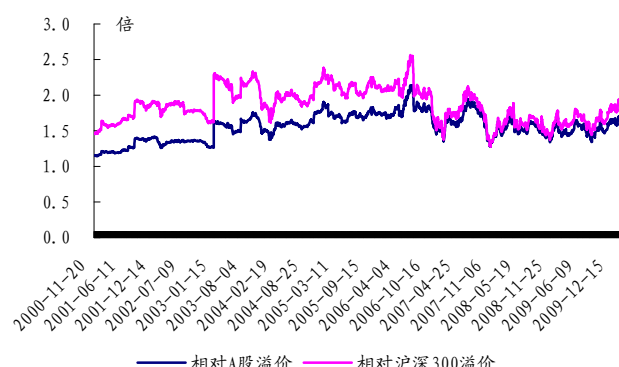
零售板块理应享有较高的相对溢价，上市公司业绩普遍超预期增长亦为估值空间提升提供稳定支撑。

Figure 34 零售板块与 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 35 零售板块相对 A 股、沪深 300 估值溢价



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

投资策略：区域龙头+主题投资

2010 年，春节黄金周靓丽的消费数据基本反映了经济危机已经过去，中央政府 2010 年拉动经济增长的主手段依然是“扩内需、调结构”。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，社会保障体系加快完善有助于释放消费能力。而这些无疑是零售业盈利持续筑高的驱动力，是零售业景气持续回升的源泉。我们认为，二季度行业景气仍将持续上升。因此，维持“强于大市”行业评级。

投资选择方面，我们重点关注两方面带来的投资机会。

一是，**区域龙头**。我们建议优选区域消费增速较快、外延增长迅速、网点下沉二三级市场、经营稳健的上市公司。

二是，**主题投资**。资产注入及并购重组、3G 概念、上海世博会概念。我们认为，资产注入及并购重组有利于上市公司迅速增强盈利能力和提高资产质量；3G 市场迅速发展强劲拉动 3G 手机更新换代的消费腾飞；上海世博会 7000 万以上人次的参观人群将形成较大的阶段性购买力。

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

Figure 36 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	0318 股价	EPS			P/E		
				2009A/E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E

600858	银座股份	买入	27.28	0.54	0.78	1.05	50.52	34.97	25.98
000417	合肥百货	增持	14.70	0.42	0.51	0.66	35.00	28.82	22.27
600785	新华百货	买入	29.71	1.11	1.31	1.54	26.77	22.68	19.29
600631	百联股份	增持	17.80	0.39	0.47	0.52	45.64	37.87	34.23
000759	武汉中百	买入	10.49	0.31	0.39	0.52	33.84	26.90	20.17
000829	天音控股	增持	13.62	0.20	0.56	0.85	68.10	24.32	16.02
002024	苏宁电器	买入	18.27	0.62	0.83	1.03	29.47	22.01	17.74

资料来源：世纪证券研究所

银座股份（600858）

- 公司是山东省区域零售龙头，截止 2009 年三季度末，公司拥有 38 家门店，营业面积超过 60 万 m²，网点已经遍布省内 17 个地级市中的 10 个。
- 公司具有极强烈的集团持续注入零售资产的预期。2004 年以来，公司先后 8 次收购集团资产，如泰安、东营、滨州等均是公司核心盈利门店。2010 年公司通过非公开发行获得淄博银座商城 100% 股权，增加公司在淄博地区 6 家门店，合计营业面积 11.57 万 m²，有望在 2010 年、2011 年贡献每股收益约 0.2 元、0.23 元，大幅增强公司竞争实力。

合肥百货（000417）

- 公司是安徽省区域百货龙头，目前拥有 15 家百货门店，2008 年~2009 年新开的 5 家百货门店在未来两年将逐步进入成长期。（1）2008 年新开的 4 家百货门店，乐普生已经扭亏为盈，预计 2010 年净利润增速在 45% 左右；余下 3 家门店在报告期内亏损 1500 万元左右，预计 2010 年淮南店和六安店将实现盈利，高新店仍小幅亏损。（2）2009 年 11 月新开的蚌埠百大购物中心，预计 2010 年实现盈利 300 万元。（3）2009 年经改造的鼓楼商厦预计 2010 年净利润增速不低于 20%。
- 2010 年公司定向增发项目完成后，公司对合家福超市和乐普生商厦的持股比例提高；新增蚌埠、巢湖 2 家百货门店，新增经营面积约 5 万平米，新进入巢湖市；周谷堆批发市场容量得到扩大，区域内市场核心地位更为巩固。
- “皖江城市带承接产业转移示范区规划”将为安徽经济新一轮发展注入强劲动力合肥经济圈建设，滨湖大城市建设，城市空间的不断放大，城市化进程的明显加快，居民收入水平的稳步提高，这些都为公司创造了优越的区域发展环境，后续发展空间更可期待。

新华百货（600785）

- 公司在宁夏具有绝对的垄断优势，拥有银川 6 大百货店中的 4 家，

且旗下新百货大楼、购物中心和东方红百货占据银川市最核心商圈的中心位置。

- 百货业务，公司现有 6 家百货门店，各门店实行错位经营，内生增长动力强劲；未来两年内新门店宁阳店和中卫红店会陆续步入盈利成长期，2010 年将新开建发现代城精品百货店。超市业务，公司现有 6 家大卖场和 20 家便利店，2010 年计划新开超市门店 25 家，并加快建设吴忠和大武口物流配送基地。家电连锁业务，公司现有 30 爱东桥电器连锁门店，在当地具有一定的规模优势，扩张也在加快。
- 公司最实质的利好来自与物美商业的整合能成为事实，市场预期公司仍是物美回归 A 股的最佳选择平台。

武汉中百（000759）

- 湖北地区连锁超市龙头，截止 2009 年三季度末，公司连锁网点达到 626 家，总经营面积 70 万平方米。其中仓储超市 130 家、便民超市 492 家、百货店 4 家。公司计划未来 2-3 年内新开 10-15 家仓储超市、60 家便民超市，目前公司只进入湖北省内一半的县级市，网点可覆盖空间仍然较大。
- 2009 年公司在湖北地区的仓储超市同店增速为 6%，2010 年 1~2 月提升至 11%，大大高于去年同期-2%的水平。随着 CPI 继续回升，同店增速持续提升可期。
- 2010 年配股项目将新建 19 家仓储超市和 80 家便民超市、咸阳和涪水两个建筑面积各达 1.6 万 m² 的物流配送中心。项目完成后，不仅大大提高公司现有销售规模和物流水平，更有利于公司长远发展。

天音控股（000829）

- 公司是我国最大手机分销商之一，与同行业相比，在品类选择、价格管控、物流配送和专业化营销上具有明显优势。
- 公司目前的市场占有率约 20%，合作厂商有诺基亚、三星、索爱、摩托罗拉、LG，未来将增加更多的知名品牌。同时，公司也是中国两大运营商中国电信和中国联通的合作伙伴之一。
- 3G 市场的大发展、三网融合的推动，均将使手机产业面临巨大的变革和发展空间，公司业绩也有望实现爆发式增长。

苏宁电器（002024）

- 公司是家电连锁龙头，截至 2009 年 12 月 31 日，公司在全国 200 个地级以上城市拥有连锁店 941 家（含自有物业店面 17 家），连锁

面积达 399.26 万平方米，平均单店面积 4243 平方米。

- 公司内生性恢复增长强劲，2009 年同店增速 6.98%，而前三季度同店增速仅-1.24%，OEM、ODM、定制、包销等采购手段促毛利率逐季回升，管理优化进一步降低了费用率。2010 年，公司将继续创新合作模式，全面推进品牌区域代理、渠道代理，推进全国独家代理产品销售、首家销售等模式，提高自主采购能力，进而推动门店经营质量进一步提高。
- 2010 年公司连锁网点发展将进一步扩张和下沉，在一、二级市场继续以开设“传统店”（旗舰店、中心店、社区店）为主，计划新进入 31 个地级城市，开设速度仍保持 200 家左右；以自营为主的“县镇店”模式推进三、四级市场的网点建设 200-300 家，面积 800-1500 m²，初步规划区域为江、浙、粤镇一级市场以及内陆省份的县一级市场；在经济发达地区北京、上海、广州、深圳等地开设 SUNING ELITE “精品店” 20 家，针对中高端消费者；推进核心区域“自建店”布局，加强与全国性商业地产公司的战略合作，通过定制开发等方式，结合商圈规划，投资收益论证加快自建店的建设。

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.