

“十二五”规划推动消费全面发展

推荐 维持评级

分析师

董俊峰

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8780

执业证书编号: S0130210070013

马莉

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8489

执业证书编号: S0130210060022

陈雷

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8162

执业证书编号: S0130208071629

卞晓宁

✉: bianxiaoning@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8482

执业证书编号: S01301090541368

核心观点:

- **“十二五”规划将激发消费潜力释放:**《十二五规划建议》提出要坚持扩大内需战略,建立扩大消费需求的长效机制,着力保障和改善民生,合理调整收入分配关系。随着“十二五”规划的逐步实施,制约消费增长的因素将发生根本性的改变,国内居民最终消费的潜力将会获得极大的释放,我国消费行业将进入黄金发展时期。消费将逐步成为我国经济增长的重要引擎,也将成为我国证券市场发展的重要驱动因素。如果2010-2012年GDP年均增长8%,居民消费率提高至39%(09年36%),则10-12年居民消费支出规模将年均增长12%以上。如果2010-2012年GDP保持年均增长8%,居民消费率达到42%,预计2010-2012年居民消费年均增长15%以上。
- **关注消费行业整体性和结构性机会:**消费行业在2009年经历了伴随经济复苏的“恢复性增长”后,也将进入“全面性增长”和“结构性增长”阶段,投资者不仅要充分认识消费行业的发展前景,更要挖掘那些受益于国家消费政策、行业规模增长和消费结构变化的子行业和上市公司,从而更好地分享“大消费”背景下公司高成长带来的超额收益。农村居民的消费普及、城镇居民的消费升级和区域经济的不平衡将是消费成长的重要推动力。
- **维持对消费行业“推荐”评级:**虽然消费行业相对市场整体估值溢价较高,但重点上市公司PE处于历史合理水平,下行空间有限。因此在消费成为热点和行业预期明确双重作用下,消费行业依然是值得投资者选择的品种。业绩高速增长和估值坐标转换将有效化解估值压力,国家消费拉动战略带来的长期投资机会将带来估值角度的改变。我们维持对消费行业“推荐”的投资评级。
- **主要风险因素:**如果经济形势的不确定性增加,将对消费者信心产生负面影响,可能导致行业发展低于我们的预期,从而影响我们对重点公司的盈利预测。

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS (元)			PE (X)			09-11EPS	ROE	合理估值区间
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	CAGR	2010E	
七匹狼	002029	0.72	0.97	1.22	46.47	34.58	27.49	19.22%	19.48%	35-37
伊利股份	600887	0.81	1.20	1.88	47.30	32.0	20.40	32.40%	20.80%	52-55
青岛啤酒	600600	0.53	0.93	1.15	38.80	31.20	25.90	29.46%	17.50%	44-46
友谊股份	600827	0.65	0.78	0.91	42.31	27.81	24.08	11.87%	7.50%	20-23
王府井	600859	1.25	1.48	1.70	46.54	37.25	29.10	10.79%	15.74%	48-52

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要：“十二五”规划推动消费全面发展

驱动因素、关键假设及主要预测：

中国消费要经历四个发展阶段，即消费抑制阶段、消费普及阶段、高额群众消费阶段和追求生活质量阶段。受民生保障不足、劳动报酬占比过低和城镇化水平偏低等因素的制约，国内消费仍然处于消费抑制阶段，我国居民消费水平增长率在大多数时间里仍落后于 GDP。

《十二五规划建议》提出要坚持扩大内需战略，建立扩大消费需求的长效机制，着力保障和改善民生，合理调整收入分配关系，将使这些制约因素发生根本性的改变，国内居民最终消费的潜力将会获得极大的释放。

如果 2010-2012 年 GDP 年均增长 8%，居民消费率提高至 39%（09 年 36%），则 10-12 年居民消费支出规模将年均增长 12% 以上。如果 2010-2012 年 GDP 保持年均增长 8%，居民消费率达到 42%，预计 2010-2012 年居民消费年均增长 15% 以上。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为，虽然我国消费发展空间广阔，但国内消费增长是个缓慢渐进的过程，因此投资消费行业空间有限。

我们认为，随着“十二五”规划的逐步实施，制约消费增长的因素将发生根本性的改变。我国消费行业正进入黄金发展时期。消费将逐步成为我国经济增长的重要引擎，也将成为我国证券市场发展的重要驱动因素。居民收入的提升、城镇化进程的加快、社会保障的完善等多个积极因素的叠加，将使消费成为资本市场持续的热点。投资者不仅要充分认识消费行业的发展前景，更要挖掘那些受益于国家消费政策、行业规模增长和消费结构变化的子行业和上市公司，从而更好地分享“大消费”背景下公司高成长带来的超额收益。

行业估值与投资建议：

虽然消费行业相对市场整体估值溢价较高，但重点上市公司 PE 处于历史合理水平，下行空间有限。因此在消费成为热点和行业预期明确双重作用下，消费行业依然是值得投资者选择的品种。

业绩高速增长和估值坐标转换将有效化解估值压力，国家消费拉动战略带来的长期投资机会将带来估值角度的改变，从而带来更大的提升空间。我们维持对消费行业“推荐”的投资评级。

行业表现的催化剂：

- 1、宏观经济增速超过预期；
- 2、国家推出更多刺激消费政策。

主要风险因素：

如果经济形势的不确定性增加，将对消费者信心产生负面影响，可能导致行业发展低于我们的预期，从而影响我们对重点公司的盈利预测。

目 录

一、中国消费进入黄金发展阶段.....	4
（一）中国消费四个阶段理论.....	4
（二）多重因素制约消费增长.....	5
（三）“十二五”规划将激发消费潜力释放.....	6
二、经济转型为中国消费提速.....	7
（一）美国三次经济转型带来消费率提升.....	7
（二）中国消费潜力将获得释放.....	9
（三）结构性因素将是消费成长的重要动力.....	10
三、零售、食品饮料和纺织服装行业值得长期关注.....	11
（一）零售行业：景气度不断上升.....	11
（二）食品饮料行业：政策导向推动个人消费品领跑.....	15
（三）纺织服装行业：品牌服饰持续看好.....	18
七匹狼（002029.SZ）：步入内涵式增长时代.....	22
伊利股份（600887）：超越预期 迎接历史机遇.....	23
青岛啤酒（600600.SS）：利润导向转变下的超预期.....	24
友谊股份（600827）：赢利能力将大幅提升.....	25
王府井（600859）：稳健扩张，经营向好.....	26
插图目录.....	27
表格目录.....	28

10月18日中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，提出今后五年经济社会发展的主要目标：经济平稳较快发展，经济结构战略性调整取得重大进展，城乡居民收入普遍较快增加，社会建设明显加强，改革开放不断深化，使我国转变经济发展方式取得实质性进展，综合国力、国际竞争力、抵御风险能力显著提高，人民物质文化生活明显改善，全面建成小康社会的基础更加牢固。

《十二五规划建议》提出要坚持扩大内需战略、保持经济平稳较快发展，加强和改善宏观调控，建立扩大消费需求的长效机制，调整优化投资结构，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面。同时提出着力保障和改善民生，必须逐步完善符合国情、比较完整、覆盖城乡、可持续的基本公共服务体系，提高政府保障能力，推进基本公共服务均等化。要加强社会建设、建立健全基本公共服务体系，促进就业和构建和谐劳动关系，合理调整收入分配关系，努力提高居民收入在国民收入分配中的比重、劳动报酬在初次分配中的比重，健全覆盖城乡居民的社会保障体系。

“十二五”规划提出的扩大消费需求、保障改善民生和收入分配改革将对消费行业带来长期的和实质性的利好。一方面，通过扩大消费总量并实现分配公平，促进消费升级和消费普及的全面发展。另一方面，通过完善社保体系，改善居民预期，从而推动居民消费需求的有效释放。

我们认为，目前中国正迎来消费的黄金发展阶段。消费将逐步成为我国经济增长的重要引擎，也将成为我国证券市场发展的重要驱动因素。居民收入的提升、城镇化进程的加快、社会保障的完善等多个积极因素的叠加，将使消费成为资本市场持续的热点。

消费行业在2009年经历了伴随经济复苏的“恢复性增长”后，也将进入“全面性增长”和“结构性增长”阶段，投资者不仅要充分认识消费行业的发展前景，更要挖掘那些受益于国家消费政策、行业规模增长和消费结构变化的子行业和上市公司，从而更好地分享“大消费”背景下公司高成长带来的超额收益。

一、中国消费进入黄金发展阶段

（一）中国消费四个阶段理论

根据美国经济学家罗斯托《经济成长的阶段》和《政治与增长阶段》提出的经济起飞理论，结合中国经济现实发展路径，我们提出中国消费要经历四个发展阶段理论：

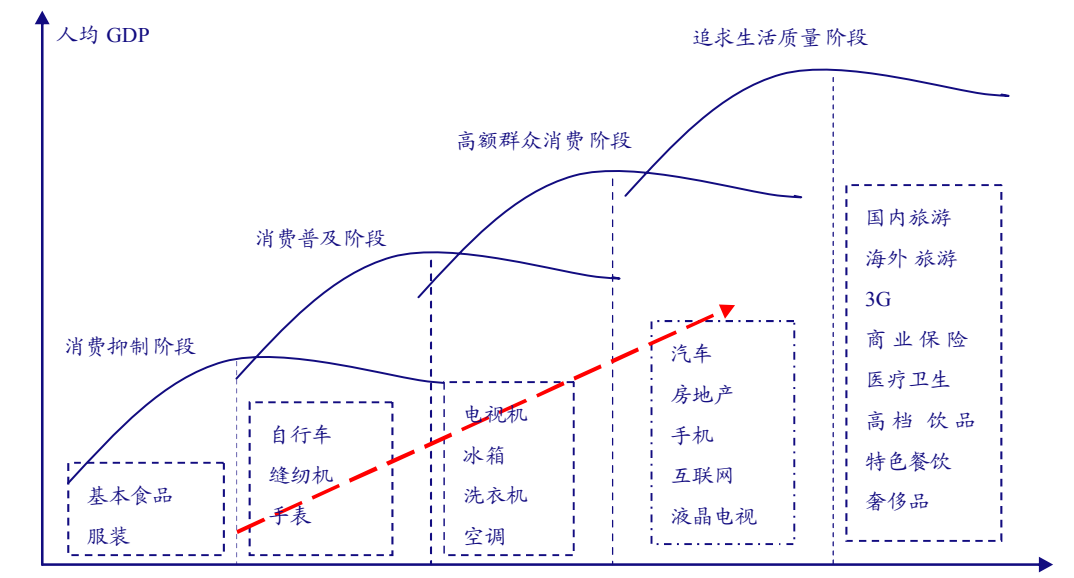
（1）消费抑制阶段，这个阶段主要特点是经济高增长、居民高储蓄和低消费共存，主要消费品为生活必需品等；

（2）消费普及阶段，主要体现在巨大的消费潜力开始释放，主要消费品从生活必需品升级到部分耐用消费品和部分可选消费品，诸如零售、服装、食品饮料和医药等；

（3）“高额群众消费”阶段，主要体现在巨大的消费潜力开始充分释放，主要消费品进一步升级到全部耐用消费品和部分中高端可选消费品，诸如家电和汽车等；

(4) “追求生活质量”阶段，主要体现在巨大的消费潜力完全释放，主要消费品进一步升级到可充分提高个人物质和精神生活质量的全部高端可选消费品，诸如旅游等。

图 1：中国消费的四个发展阶段

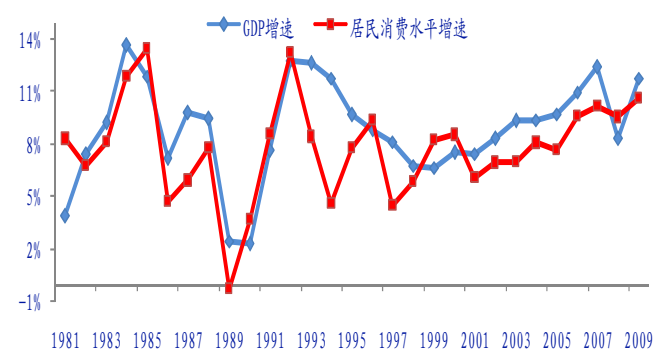


资料来源：中国银河证券研究部

(二) 多重因素制约消费增长

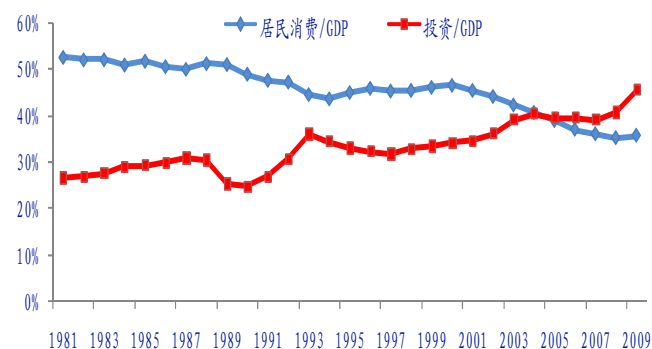
30 年来我们居民消费水平取得显著增长，但仍然处于消费抑制阶段，居民消费水平增长率在大多数时间里仍落后于 GDP，这就导致居民消费率呈现趋势性下降，与此相对应的是投资率趋势性上升。

图 2：居民消费增速绝大多数时间都低于 GDP 增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 3：中国的居民消费率连续 10 年下降



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

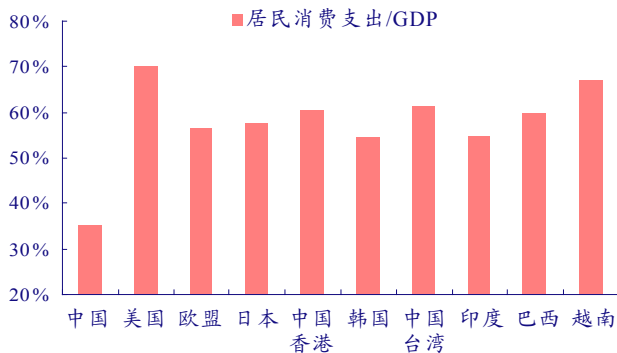
除低消费传统文化因素外，多重因素制约着我国消费增长：

(1) 民生保障不足是我国消费不振的主因之一。居民预期存在较大的不确定性，因此预防性储蓄倾向加重，消费需求下降。自上世纪 90 年代起，国内先后进行了教育、住房、就业等多个方面的改革，原有运行机制被彻底打破，但新的相关保障机制并没有完成，城乡二元体

制也没有真正打破，社会保障相对不足。

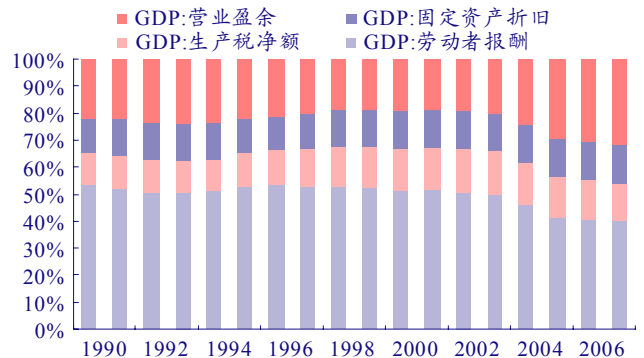
(2) 居民收入增速落后于 GDP 增速，导致劳动报酬占 GDP 比重持续降低。这既是客观历史条件所致，也是主观政策使然。客观上由于剩余劳动力的大量存在，劳动力在要素分配中议价地位大大降低。而在主观政策上，为了实现工业化中国选择了“多储蓄、少消费”的发展政策。

图 4：中国的居民消费率远低于其他国家



资料来源：各国统计局及央行，中国银河证券研究部整理

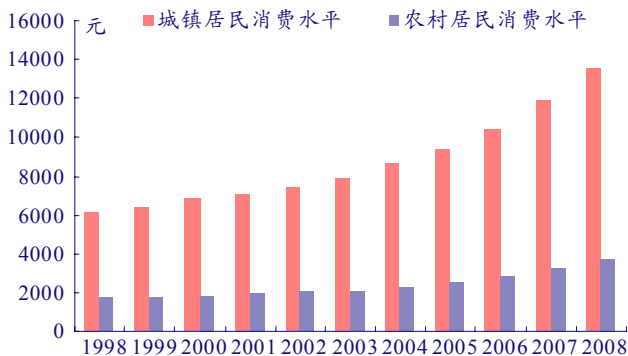
图 5：劳动报酬在 GDP 中的比重呈递减态势



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

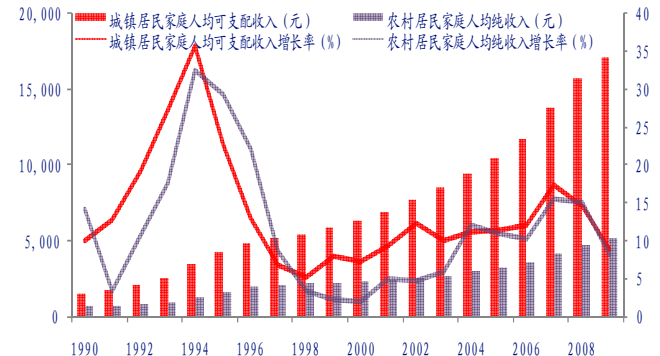
(3) 城市化水平偏低也是造成消费不足的重要因素。城镇居民可支配收入及消费水平远高于农村居民。中国的城市化率直至 2003 年刚刚超过 40%，大量农村人口的存在严重制约消费增长。

图 6：城、乡居民消费水平对比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 7：中国的居民消费率远低于其他国家



资料来源：各国统计局及央行，中国银河证券研究部整理

（三）“十二五”规划将激发消费潜力释放

(1) 规划提出着力保障和改善民生，必须逐步完善符合国情、比较完整、覆盖城乡、可持续的基本公共服务体系，提高政府保障能力，推进基本公共服务均等化。这将改善居民预期，刺激消费潜力释放。

(2) 合理调整收入分配关系，努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，将大大改善居民，特别是中低收入居民的收入水平。随着中国工业化进程的推进，劳动力正在由剩余向短

缺转变，面临所谓“刘易斯拐点”问题。劳动力的议价能力显著提升，从而在资本、土地和劳动力的要素分配中，劳动报酬比重有望获得持续提高。

(3) 中国城市化水平将大幅提升。在中央大力推进城镇发展政策的刺激下，未来城市化率将迅速提高。

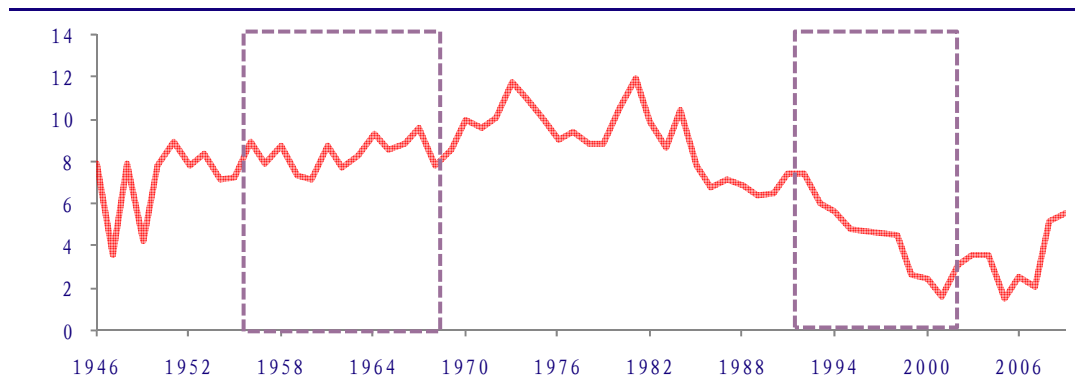
因此随着“十二五”规划的逐步实施，上述制约消费增长的因素将发生根本性的改变。分地区来说，沿海发达地区及中心城市将开始迈入“高额群众消费”乃至触及“追求生活质量”阶段，而中西部地区则开始进入“消费普及”阶段。在消费升级和消费普及两种因素的共同作用下，这些地区的消费结构正处于一个快速变动的阶段，而消费规模将处于一个快速增长的时期，因此我们消费正进入黄金发展时期。

二、经济转型为中国消费提速

(一) 美国三次经济转型带来消费率提升

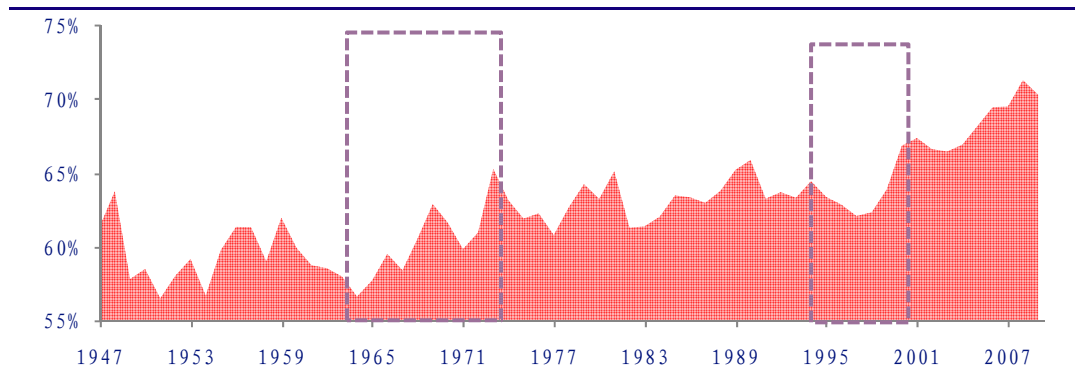
美国在二十世纪的三次转型之中，消费率均出现了明显提升，同时个人储蓄存款占个人支配收入比例均出现下降，这表明经济转型对消费的直接刺激作用。

图 8、美国个人储蓄存款占个人可支配收入比例 (%) (1946-2009)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图 9、美国居民消费总额/GDP (1946-2009)



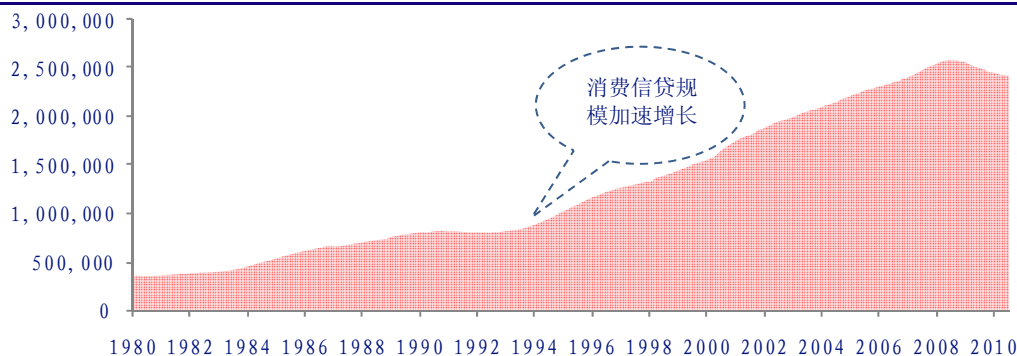
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

第一次转型从 1923 年持续至 1929 年，此期间工业产值增长近一倍，国民总收入从 1919 年的 650 亿美元增至 1929 年的 1,030 亿美元。消费提升主要原因如下：（1）技术革命刺激了劳动生产率的提高。新机器的使用和技术管理方面的进步，使美国从 1923 年到 1929 年期间，制造业中每个工人的每个工时的产量提高了 32%，降低了汽车生产成本，推动汽车消费，汽车产量从 1919 到 1929 年增长了 255%。此外，电气机器和用具制造的飞速发展，促使消费者开始大量购买电熨斗、洗衣机、吸尘器及电冰箱等家电产品。（2）经济发展使城市人口增长。在 1920 年至 1929 年的 10 年中，有近 2000 万人从农村流入城市。1900 年，人口在 100 万以上的城市只有纽约、芝加哥和费城。20 年代末期同等人口规模的大城市增至 10 个，同时大城市周围卫星城获得迅速发展，催生了大量消费需求。

第二次转型从 20 世纪 50 至 60 年代，战后技术革命推动美国经济增长出现了“黄金时期”，国民生产总值从 1951 年的 2,937 亿美元到 1971 年的 11,268 亿美元。消费提升主要原因如下：（1）大规模基础设施兴建及军工科技领域的投入，推动机械化、现代化生产在各领域展开，创造了大量的就业机会，给民众带来了消费的动力。（2）大量人口从寒冷荒凉的东北部向温暖的南部和西部迁移，并带去了大量的积蓄和消费力，同时联邦政府对这两个地区的财政开支增加，大幅提升最低工资标准，周平均工资由原来的不足 1 美元，提升至 12 美元。人均收入稳步增长，推动了消费市场的扩张。（3）消费信贷蓬勃发展。汽车消费的普及带动了消费信贷的快速发展，消费信贷总额在 1947 年为 1353 亿美元，1970 年为 15,547 亿美元，占国民生产总值的 13%。

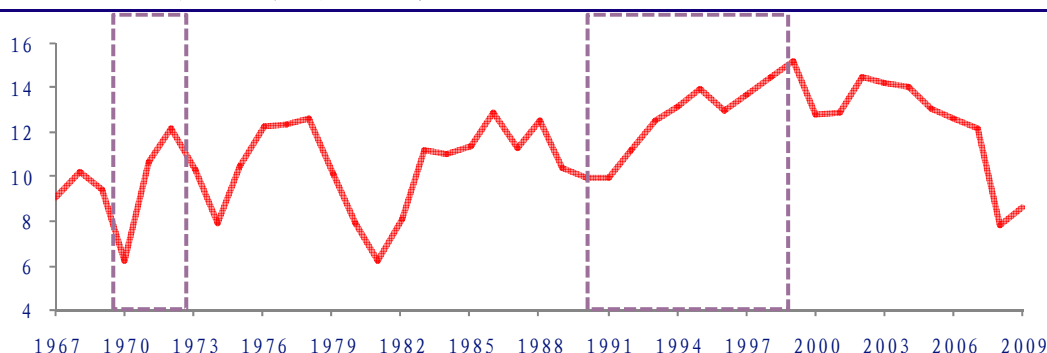
第三次转型从 1990 至 2000 年代，信息技术革命以及全球一体化进程的加速带动美国步入“新经济”时代，经济呈现高增长、低通胀、低失业率的特点。国民生产总值从 1990 年的 58,005 亿美元跃升到 2000 年的 99,515 亿美元。消费提升主要原因如下：（1）生命科学技术、新能源及新材料等高科技产业的发展，优化资源配置，创造出更多的就业机会，提升了国民整体收入水平，为消费率的提升打下了良好基础。（2）社会保障体系进一步完善，401k 计划迅速发展取代了传统的社会保障体系，减少了民众储蓄需求，增强了当期消费意愿。（3）大举进行金融创新，形成多层次、多元化的消费信贷体系。有用于购买奢侈品、耐用消费品的贷款，用于度假、家庭住宅修缮的贷款，用于其他服务的贷款，二次房屋抵押，学生贷款，个人信用额度，个人资金周转贷款，个人债务重组贷款等等，充分满足了社会各阶层对消费信贷的多样化需求。整体消费信贷规模由 1990 年的 96,572 亿美元扩张至 2000 年的 194,656 亿美元，为消费提速提供了有力支持。

图 10：1980-2010 美国消费信贷市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究部

图 11: 1967-2009 年美国汽车销售总量 (单位: 百万)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

(二) 中国消费潜力将获得释放

1、未来 3-5 年, 居民消费支出有望年均增长 12%以上

随着抑制中国消费的因素逐渐消除, 我们相信居民消费率将会获得长期、持续的增长, 在这样的大背景下, 国内居民最终消费的潜力将会获得极大的释放。

我们测算, 如果 2010-2012 年 GDP 年均增长 8%, 居民消费率提高至 39% (09 年 36%), 则 10-12 年居民消费支出规模将年均增长 12%以上。如果 2010-2012 年 GDP 保持年均增长 8%, 居民消费率达到 42%, 预计 2010-2012 年居民消费年均增长 15%以上。

上述假设条件应该是偏保守的, 因为即使居民消费率达到乐观水平 45%, 与其它国家相比仍然是偏低的。在更为乐观的前提下, 居民消费增长速度和空间将更加可观。

表 1: 未来 3-5 年居民消费增长率的敏感性分析

居民消费年均增速		GDP						
2012/2009		6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
居民消费率	33%	4.1%	4.6%	5.1%	5.6%	6.1%	6.6%	7.0%
	35%	6.2%	6.7%	7.2%	7.7%	8.2%	8.7%	9.2%
	37%	8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%
	39%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%	12.7%	13.2%
	41%	11.9%	12.4%	13.0%	13.5%	14.0%	14.6%	15.1%
	43%	13.7%	14.2%	14.8%	15.3%	15.9%	16.4%	16.9%
	45%	15.5%	16.0%	16.5%	17.1%	17.6%	18.2%	18.7%
	47%	17.1%	17.7%	18.2%	18.8%	19.3%	19.9%	20.4%
居民消费年均增速		GDP						
2013/2008		6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
居民消费率	36%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%	8.9%	9.4%	9.9%
	38%	8.1%	8.6%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%
	40%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.3%
	42%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%	13.4%

44%	11.3%	11.8%	12.3%	12.9%	13.4%	13.9%	14.4%
46%	12.3%	12.8%	13.3%	13.9%	14.4%	14.9%	15.4%
48%	13.2%	13.8%	14.3%	14.8%	15.4%	15.9%	16.4%
50%	14.2%	14.7%	15.2%	15.8%	16.3%	16.8%	17.4%

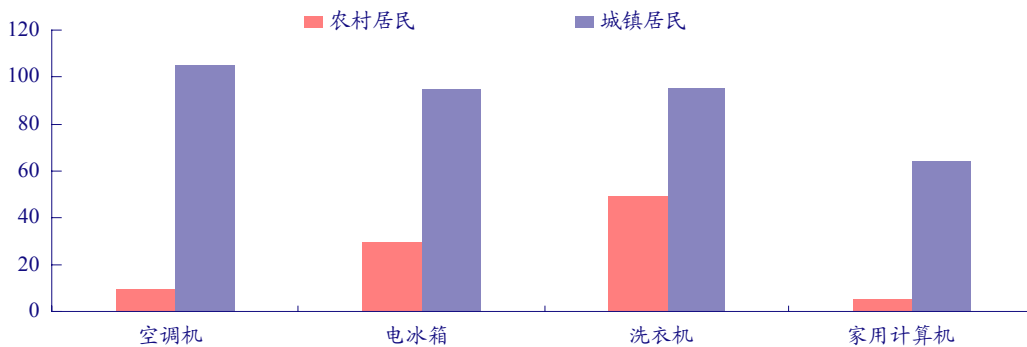
资料来源：中国银河证券研究部

（三）结构性因素将是消费成长的重要动力

1、提升生活质量的消费品向农村居民的普及。

由于收入增长偏慢和农村社会保障的缺失，农村长期停留在温饱消费的低层次上。在其消费构成中，食品类仍占据近 40% 的高比重，在衣着、家电、交通和通讯类支出比重仍然较低。一些现代生活所需的消费品（包括洗衣机、空调、电冰箱等）在农村普及率仍然偏低。在农村居民收入提高、城镇化和中央支农政策的推动下，农村居民的生活水平将显著提高，从而增加对服装、家电、交通和通讯类等产品的消费。

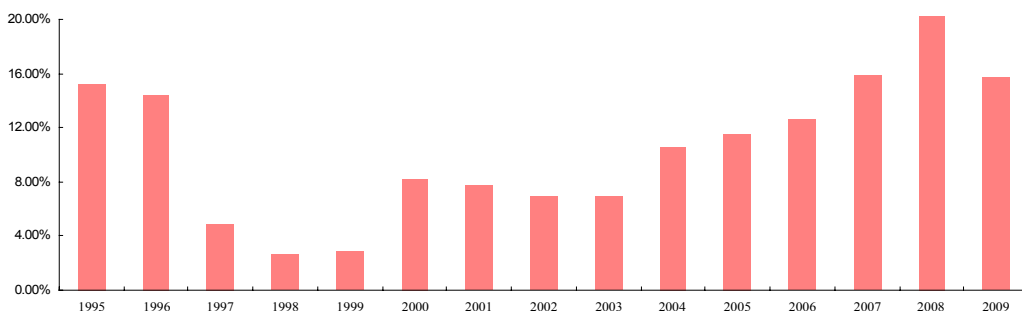
图 12：平均每百户家庭耐用消费品拥有量



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

2009 年我国农村社会消费品零售总额增速为 15.7%，虽然相对于 2008 年增速有所下滑，但首次超过城市社会消费品零售总额增速（15.2%），对社会消费品零售总额的贡献度由 2008 年的 30.9% 上升为 32.8%。

图 13：农村社会消费品零售总额增速（%）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

2、城镇居民的消费升级。

我国城镇居民的消费结构中，在食品、衣着、家庭设备、用品及服务类支出等领域的比重已经与中等发达国家相当，但是在交通与通讯、金融服务、文教娱乐等领域的比重仍然偏低。随着收入的提升，城镇居民的消费将向住房、汽车、娱乐旅游、品牌消费品等领域升级。

表 2：2009 城乡居民人均消费支出构成对比

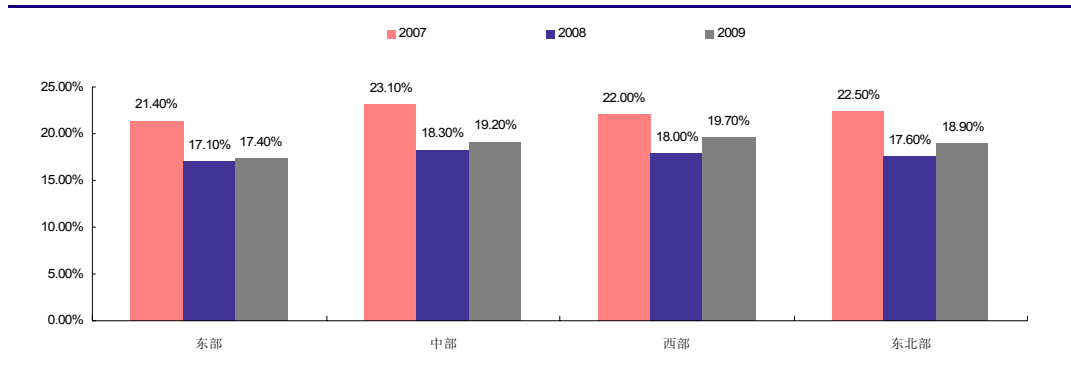
指标名称	居民消费支出	食品类	衣着类	居住类	家庭设备、用品及服务类	医疗保健类	交通和通信类	文教娱乐用品及服务类	其它商品和服务
城镇居民	12264.6	4478.5	1284.2	1228.9	786.9	856.4	1682.6	1472.8	474.3
占比	100.00%	36.52%	10.47%	10.02%	6.42%	6.98%	13.72%	12.01%	3.87%
农村居民	8517.44	2987.59	602.7	1752.49	503.74	692.69	964.76	793.7	219.77
占比	100.00%	35.08%	7.08%	20.58%	5.91%	8.13%	11.33%	9.32%	2.58%

资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

3、区域经济的不平衡。

2009 年我国中部、西部和东北部地区社会消费品零售总额增速分别为 19.20%、19.70%和 18.90%，大大高于东部地区 17.40%的水平。中部、西部和东北部地区的城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入增速也均高于东部地区。这种区域不平衡带来的消费阶梯效应将成为我国消费长期增长的重要驱动力。

图 14：2007-2009 我国各地区社会消费品零售总额增速（%）



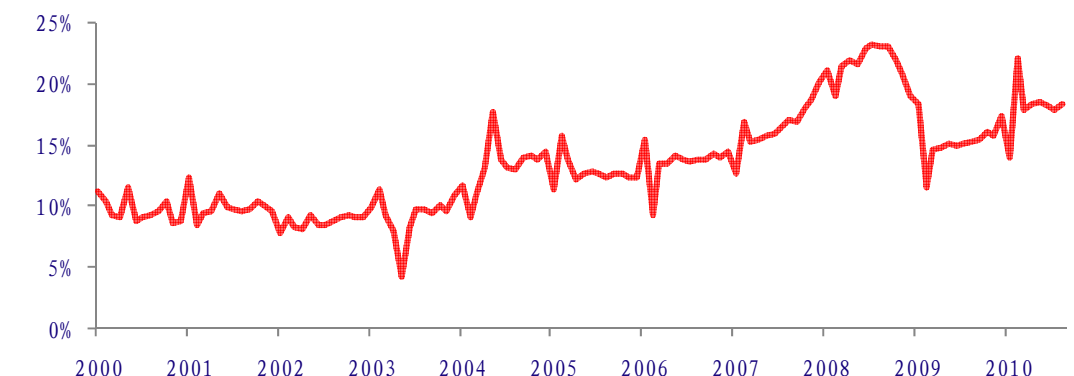
资料来源：中国银河证券研究部

三、零售、食品饮料和纺织服装行业值得长期关注

（一）零售行业：景气度不断上升

在逐步消除金融危机的影响后，国内节日消费市场持续火热说明消费者信心已得到有效恢复，社会消费品零售总额增速向上表明零售行业景气上升的趋势。

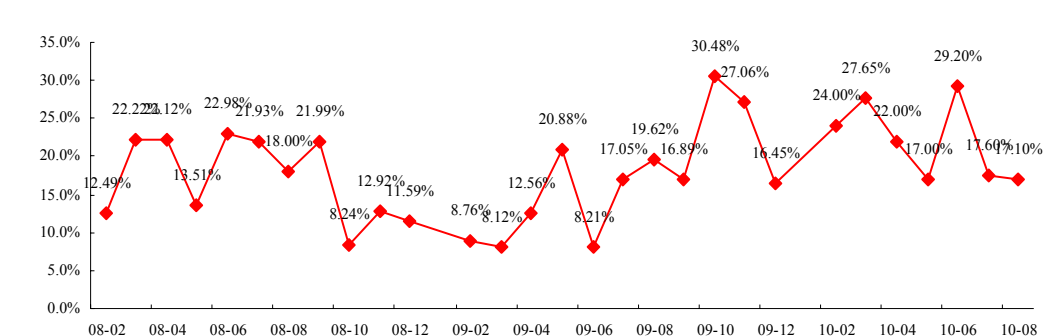
图 15: 社会消费品零售总额增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

全国百家重点大型零售企业 2010 年 1-8 月销售累计增速为 21.90%，同比提高 9.20%，与 2008 年同期基本持平，这表明零售市场全面恢复到金融危机前的正常水平，已进入稳定增长的阶段。2010 年 8 月消费者信心指数达到 107.8，环比略有回落，但依然处于阶段高位，表明消费者信心处于恢复上升阶段。

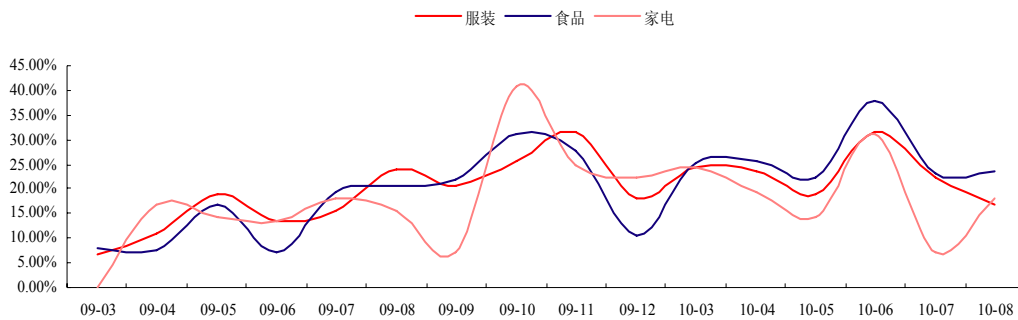
图 16: 全国重点大型零售企业销售增速 (%)



资料来源: 中华商业信息网, 中国银河证券研究部

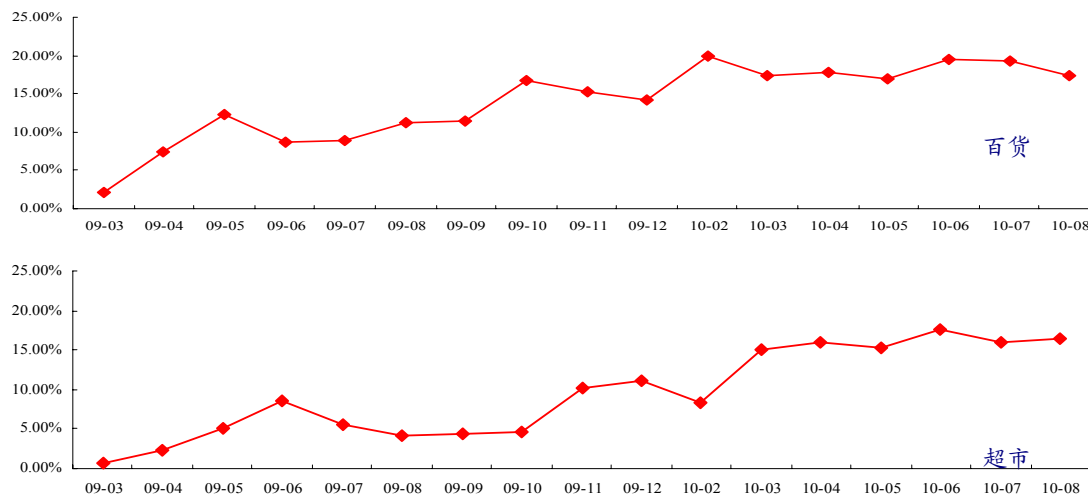
从分商品看，服装、食品和家电是零售市场增长的主要推动因素。全国百家重点大型零售企业 2010 年 8 月服装、食品和家电销售增速分别为 16.8%、23.4%和 18.2%。家电销售增速同比和环比分别提高 2.4%和 11.1%。在国家以旧换新和家电下乡政策的刺激下，2010 年家电零售额累计增速连续维持在 20%以上，1-8 月达到 21.6%，同比提高 11.9%。在全球黄金火爆行情的影响下，金银珠宝销售增速达到 26.9%，同比提高 9.0%。

图 17: 全国重点大型零售企业服装、食品和家电销售增速 (%)



资料来源: 中华商业信息网, 中国银河证券研究部

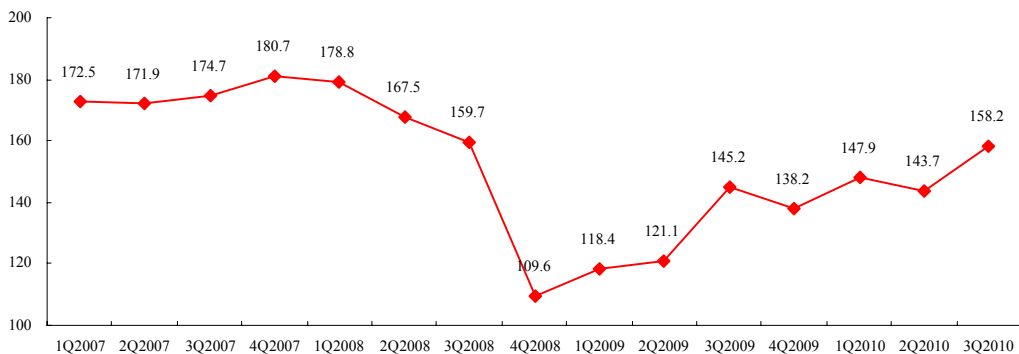
图 18: 国内重点零售企业销售增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

区域行业景气不断回暖。以北京市为例, 批发零售企业景气指数 2009 年开始稳步回升, 持续向上趋势明显, 目前已基本恢复到金融危机前的正常水平。

图 19: 北京市批发零售企业景气指数



资料来源: 北京市统计局, 中国银河证券研究部

2010 年国内节日零售市场持续火热也说明消费者信心已得到很大恢复:

(1) 2010 年春节黄金周重点大型零售企业实现零售额 43.3 亿元, 同比增长 24.5%, 增速同比上升 17.9%, 而 2007-2008 年重点大型零售企业春节黄金周销售增速分别为 23.5% 和 24.4%。正月初一零售额增速达到 37.89%, 超过 1/3 企业销售增速在 50% 以上, 近 10% 企业零售额同比翻番。虽然客流量相比 2009 年没有明显变化, 但客单价同比大幅增长。

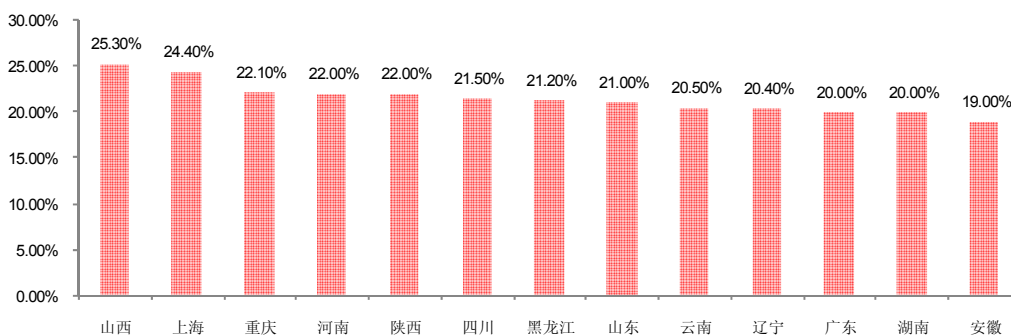
(2) 春节黄金周全国共实现消费品零售额 3400 亿元, 同比增长 17.2%, 而 2007-2009 年春节黄金周销售增速分别为 15.0%、16.0% 和 13.8%。其中云南、重庆、黑龙江重点监测零售企业销售额同比分别增长 34.5%、25.1% 和 23.6%, 辽宁、安徽、陕西、四川、河南、江苏等地均增长 20% 以上。

(3) 五一节和端午节各地销售持续增长。例如北京市 125 家重点流通样本企业“五一”期间共实现营业收入 23.9 亿元, 同比增长 18.3%, 增速同比提高 4.7%。与春节黄金周相比, 增速提高 3.3%。而端午节重点流通样本企业共实现营业收入 15.3 亿元, 同比增长 25.4%, 其中百货和超市增速分别为 26.8% 和 11.6%。

(4) 根据北京商业信息咨询中心对北京市 81 家重点流通样本企业 1808 个店铺监测数据显示, 2010 年中秋节三天累计实现销售额 9.1 亿元, 同比增长 26.6%。

(5) 根据商务部监测数据显示, 2010 年“十一”黄金周全国零售和餐饮行业实现消费品零售额约 5925 亿元, 按可比口径计算同比增长 18.7%, 增速同比提高 0.7%。

图 20: 部分省市“十一”黄金周社会消费品零售额增速 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部

我们认为 2010 年行业全年销售增速将达到 20-22%, 净利润增速将达到 25-28%, 并存在超预期的可能性。从长期看, 行业销售增速有望保持在 20% 左右, 行业的长期价值正得到充分显现。国家“十二五”规划将为行业注入新的元素并为投资者带来新的机遇。投资者在关注行业“整体性”投资机会的同时, 也应关注行业变化带来的结构性机会, 包括 (1) 消费者需求向差异化、个性化方向发展所带来的新型商业业态和商业模式; (2) 收入分配改革所带来的中低收入阶层消费潜力的释放; (3) 区域不平衡带来的消费阶梯效应, 特别是中西部地区蕴含的成长空间。

(二) 食品饮料行业：政策导向推动个人消费品领跑

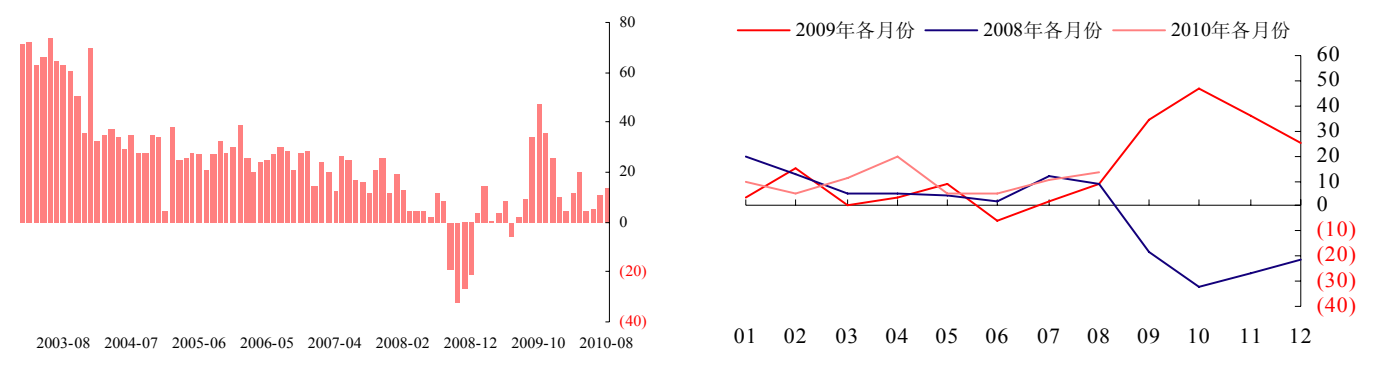
按最终消费群分类，我们将食品饮料行业分为个人消费品和政商务消费品行业，其中高端白酒和葡萄酒等为政商务消费品，其它为个人消费品。我们认为未来几年食品饮料行业仍将保持连年增长的良好发展趋势，原因是驱动因素没有发生本质改变。不过，十二五有关消费的政策导向将对食品饮料消费市场产生重大影响，各子行业将面临不同的挑战和机遇，个人消费品将领跑食品饮料行业。

1、液体乳及乳制品：喇叭口现象明显

三聚氰胺事件却迫使行业发展趋势出现短期下挫，乳品行业将迈过暂时的 2008/2009 发展波动期，2009/2010 年重返上升通道。

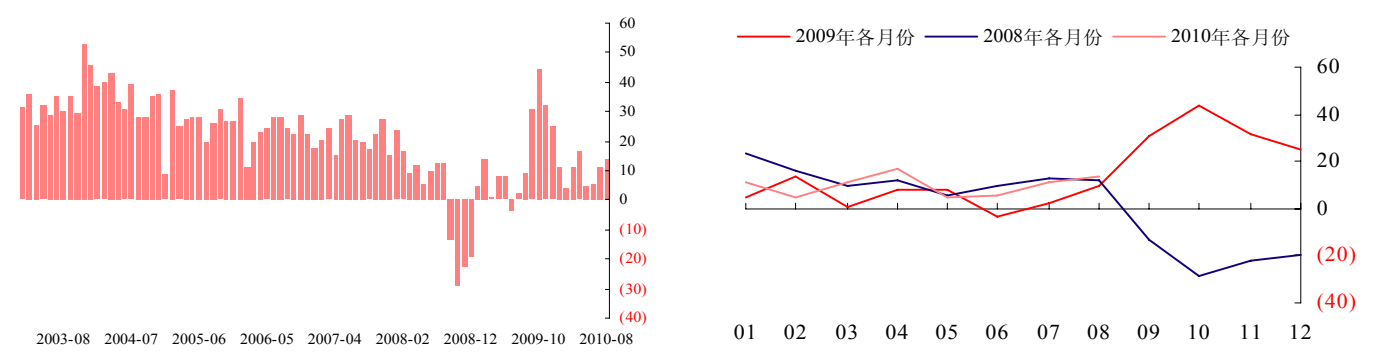
我们认为不论是从投资角度还是从实业角度，2009/2010 年都是迎接历史机遇的开篇之年。我们一年半来连续五篇伊利股份深度报告，一直在重申“2009/2010 年度是乳业和伊利股份历史性拐点”的观点，行业盈利模式则发生凤凰涅槃式的变化，未来行业整体盈利能力大幅提高，毛利率和原奶价格开始具有相关性即是其中一个重要的表现。具体分析逻辑请参看 2009-2010 年《伊利股份（600887）深度研究报告：超越预期迎接历史机遇（三次更新）》等 5 篇公司深度报告和 2010 年 4 月 28 日《伊利股份（600887.ss）：乳业大变革拐点下的市场份额上升》、及 2010 年各月度食品饮料行业投资组合等报告。

图 21：液体乳当月产量增速恢复良好（%）



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

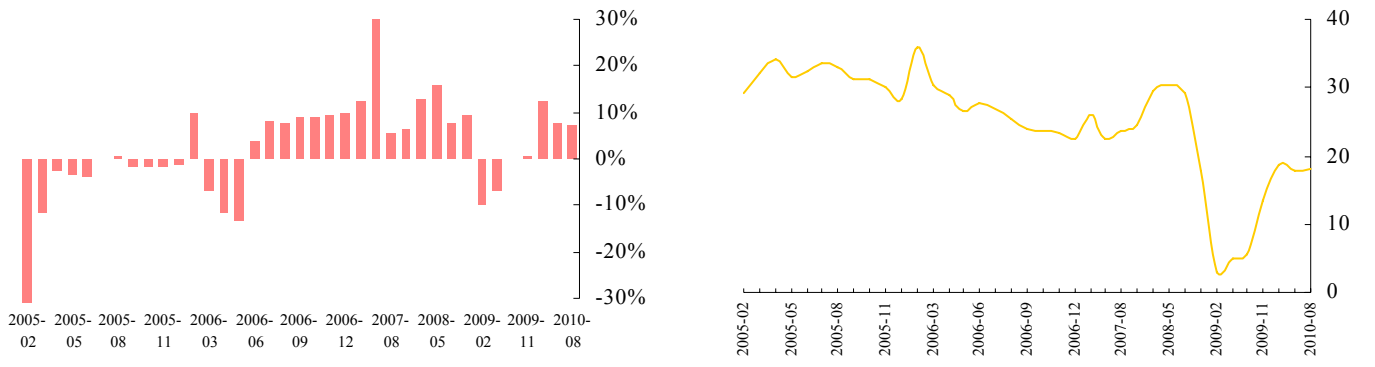
图 22：乳制品当月产量增速恢复良好（%）



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

今年以来原材料价格大幅上涨，进口奶粉和原奶收购价格齐飞，因此行业压力增大，但随之即来的龙头公司策略变化，将有助于缓解乳品行业成本压力。

图 23：液体乳及乳制品 2010 年吨产品价格和销售收入增长率分别有望达到 9%和 20%左右



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

图 24：液体乳及乳制品毛利率同比下降、吨利润有望稳步回升（百分点，元/吨）



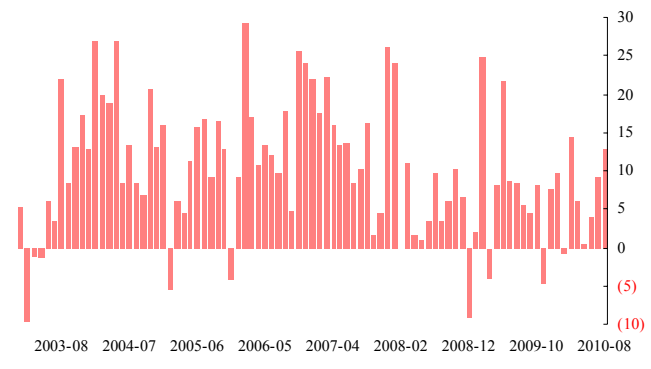
资料来源：中国银河证券研究部，WIND

展望 2010，我们认为行业已经恢复且发展趋势向好，吨产品价格和产量增长率分别为 9%和 10%、销售收入增长率 20%、毛利率稳定在 25%左右水平，吨产品利润和行业利润率将创 2005 年以来次新高。

2、啤酒：盈利能力表现较好

进入 2010 年后，啤酒行业表现较好，增速保持了稳定，产量方面表现较好，特别是下半年以来提速。我们认为除了基数因素，还存在着内生消费增长良好现象。

图 25: 啤酒当月产量增速快速回升 (%)



资料来源: 中国银河证券研究部, WIND

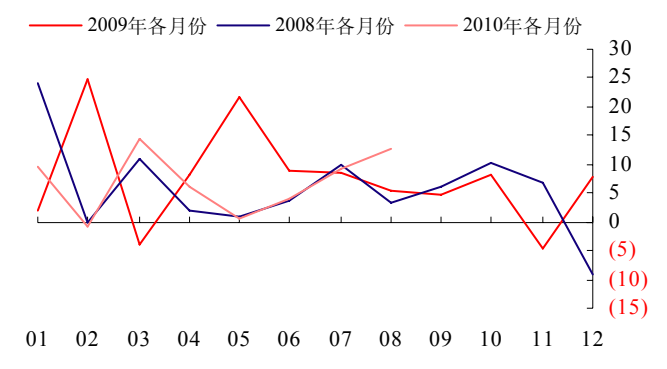
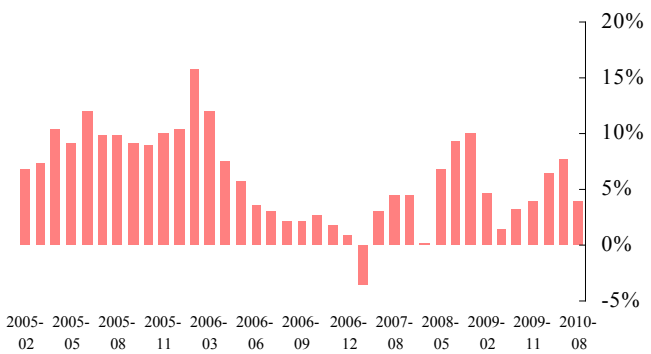
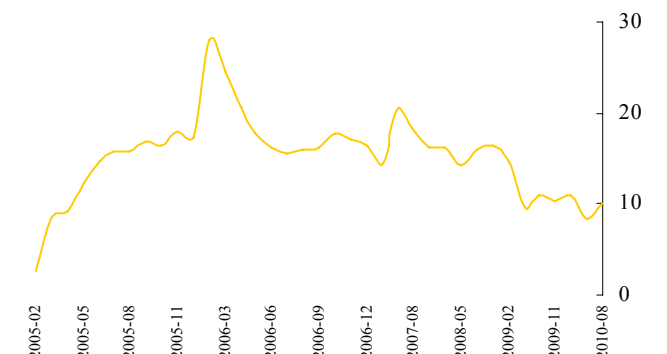


图 26: 2010 年啤酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 3%和 10%左右

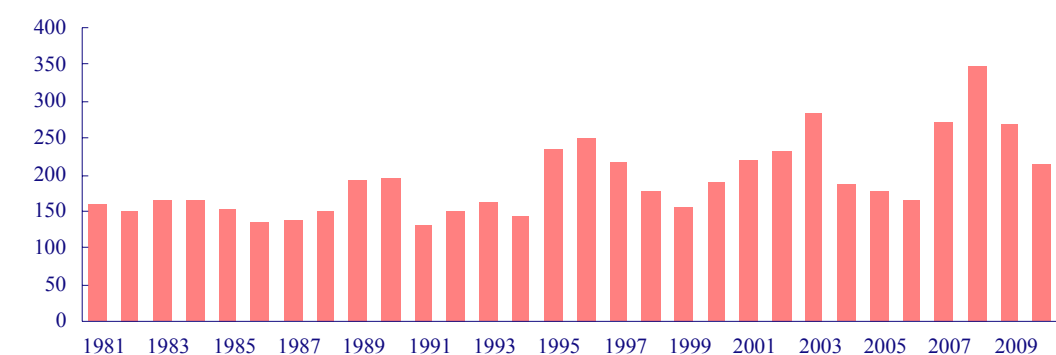


资料来源: 中国银河证券研究部, WIND



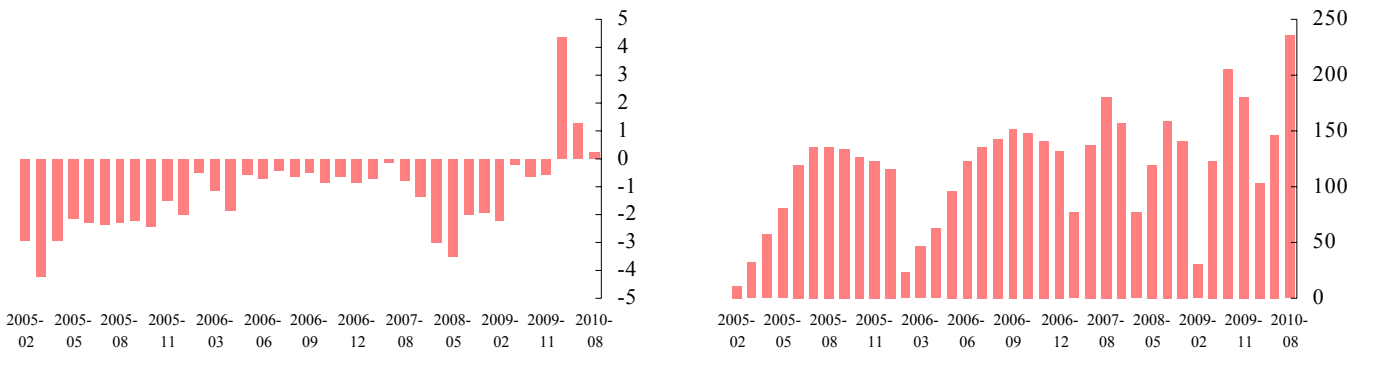
随着商品牛市开始调整引发的农产品市场调整, 啤酒大麦价格持续回落, 近期已经下降到 2006 年的水平, 预计此后即使商品市场持续反弹, 啤酒大麦价格持续反弹到 260 美元/吨以上, 也能够直接释放行业成本压力, 如图所示。

图 27: 啤酒价格从高点回落 (中间值: 美元/吨)



资料来源: 中国银河证券研究部, Bloomberg

图 28：2010 年啤酒毛利率同比提高、吨利润大幅提升（百分点，元/吨）



资料来源：中国银河证券研究部，WIND

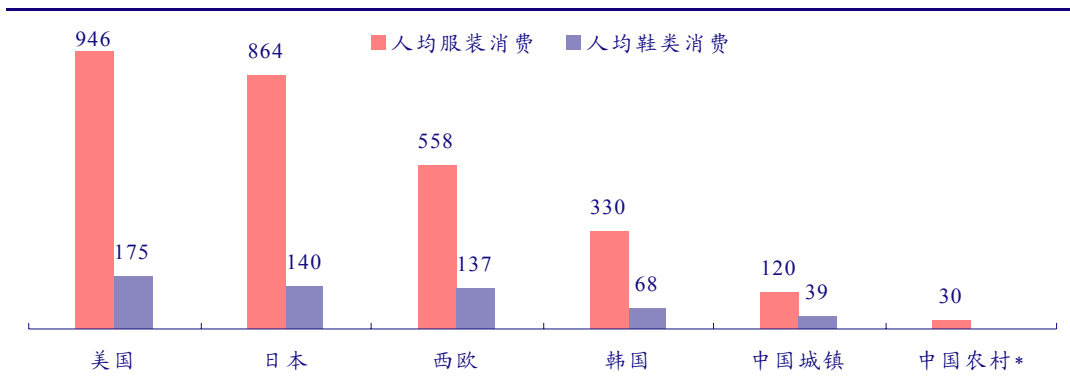
展望 2010 年，啤酒行业各项经济指标将较近年来有所提高。随着原材料平均成本略下降，以及结构调整的概率较大，因此综合判断吨酒价格、产量和销售收入增长率分别有望达到 3%、7% 和 10% 左右、毛利率、吨酒利润和行业利润率将同比持平。

（三）纺织服装行业：品牌服饰持续看好

1、国内外人均服饰消费差距巨大，为长期高增长提供空间

我们将主要发达经济体 2008 年人均服装、鞋类消费与中国进行对比：美国人均服装消费是中国城镇地区 7.88 倍，是中国农村 31.53 倍；美国人均鞋类消费是中国城镇地区 4.49 倍；韩国服装人均消费是中国城镇地区 2.75 倍，是中国农村地区 11 倍。如此大的差距，使未来较长一段时期中国服装消费增速具有巨大空间。

图 29：中外人均服装、鞋类消费额比较（美元）



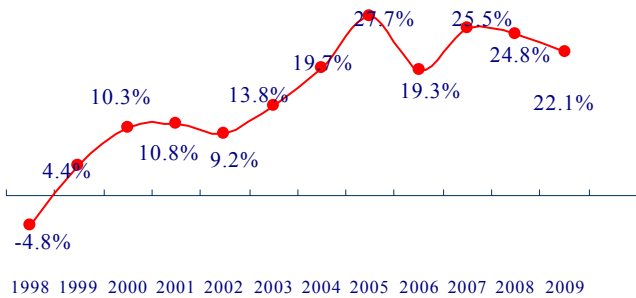
资料来源：Euromonitor 国家统计局，中国银河证券研究部（中国农村数据指衣着类人均消费，包括服装和鞋类）

结合不同国家居民人均服装消费额差异，伴随着中国经济发展，我们可以得出以下结论：未来 5-10 年，中国服装消费有望实现 15%-20% 增速（连续 10 年 15% 增速：2019 年中国城镇居民人均服装消费 485 美元，相当于日本 2008 年人均消费 57%）。

2、目前我国服装消费增长较快，未来增长潜力将继续获得释放

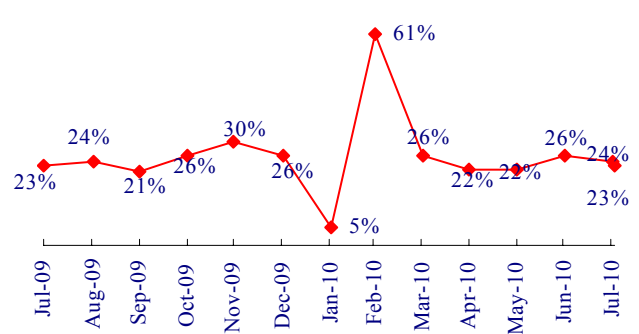
(1) 近年来衣着零售增速持续处于高位

图 30：1998 年以来限额以上服装鞋帽等零售额增速



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

图 31：2009M7 以来限额以上服装鞋帽等零售额逐月增速

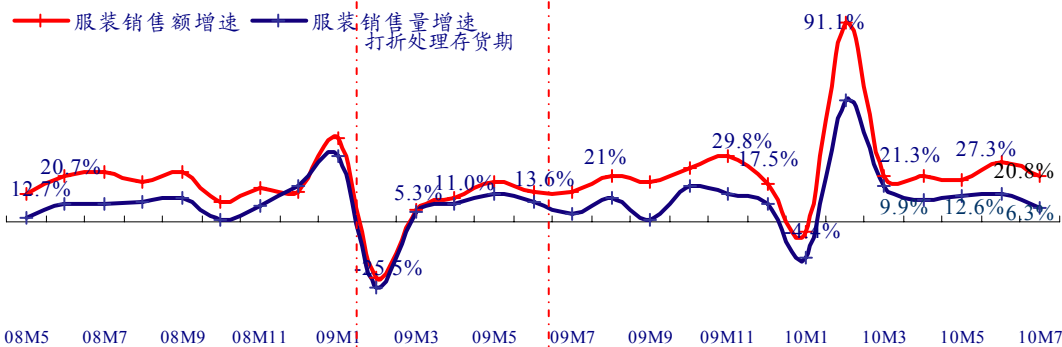


资料来源：WIND，中国银河证券研究部

自 2004 年起，我国限额以上服装鞋帽、针纺织品零售增速基本维持在 20% 以上，即使金融危机期间，2008、2009 年仍达到 24.8%、22.1%。进入 2010 年，虽然 4 月份存在气候偏冷负面影响，3、4、5 月份增速分别为 25.9%、22.03%、21.86%，6、7、8 月份增速进一步提升至 25.64%、24.23%、22.91%。

全国重点大型百货商场服装销售增速：剔除 1、2 月份季节性因素导致波动较大外，3 月份零售额增速 20.52%、4 月份增速 21.3%、5 月份增速 19.29%、6 月份 27.31%、7 月份增速 20.8%。

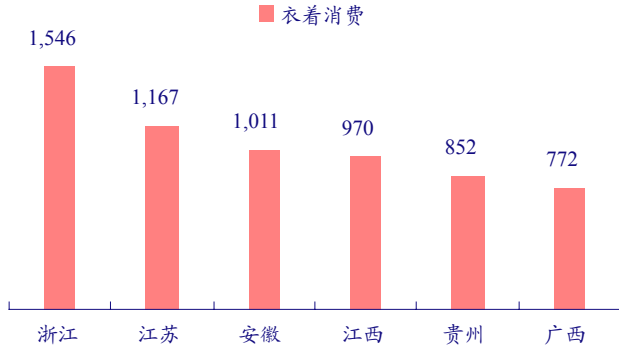
图 12：全国重点大型百货商场服装销售额及销售量增速



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

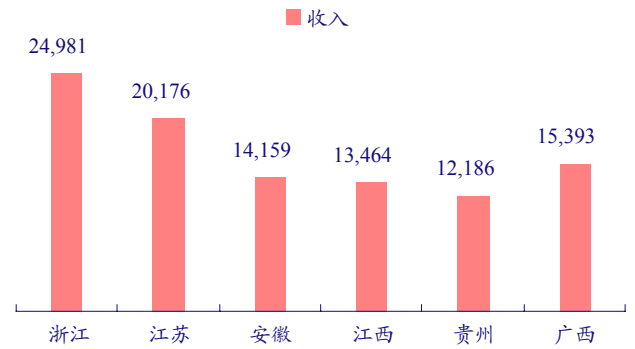
(2) 增长潜力来自于收入、区域性差距及改善性需求

图 33: 东部、中部、西部人均收入和国内服装消费 (2008, 元)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 34: 东部、中部、西部人均收入和国内服装消费 (2008, 元)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

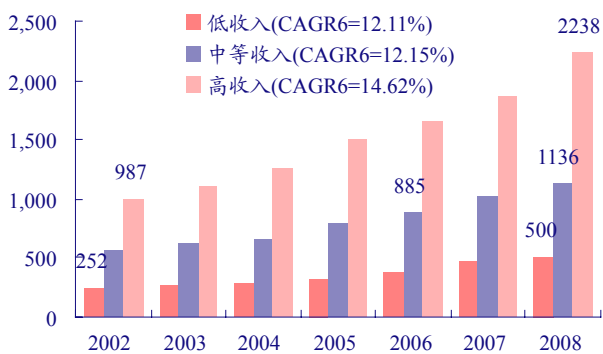
我们对收入提高情况下中国居民服装消费进行研究, 可以得出结论: 随着中国经济发展, 以及城镇化进程推进, 收入、区域性差异及改善性需求是我国服装消费长期增长潜力来源。

(1) 中部、西部地区服装消费提升空间较大: 2008 年浙江城镇地区人均服装消费 1546 元, 分别是贵州、广西地区 1.8、2 倍; 而 2008 年贵州服装消费额相当于江苏省 2006 年水平。

(2) 中、低收入阶层服装消费提升空间较大: 2008 年低收入阶层人均服装消费层次相当于中等收入阶层 2002 年水平, 中等收入阶层人均服装消费层次相当于高收入阶层 2002 年水平。

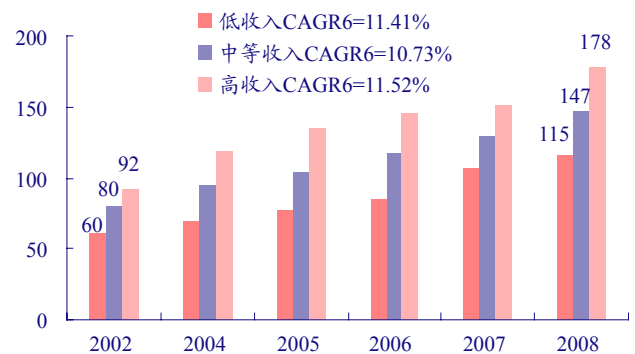
(3) 高收入阶层和东部地区服装消费层次不断提升, 进入注重品牌发展阶段。其中, 高收入阶层消费服装单价从 2002 年 92 元/件提高至 178 元/件, 年复合增长率 11.52%。

图 35: 城镇高等、中等、低收入阶层衣着消费额 (元)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 36: 城镇高等、中等、低收入阶层衣着消费价格(元)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

3、服饰细分各子行业收入及利润增速判断

表 3: 近两年各行业增速预测

	渠道扩张	单店内生	收入增速	销售净利润率	净利润变动
休闲装	10%-15%	5%-10%	20%-30%	微增	30%-40%
家纺	20%-30%		20%-40%	微增	30%-40%

正装（品牌运营型）	5%-10%	5%-10%	10%-20%	微增	20%-30%
女鞋	15%-30%	5%	20%-35%	维持	20%-35%
户外	30%-40%	5%-10%	35%-40%	维持甚至下降	15%-30%

资料来源：中国银河证券研究部

（1）服饰各子行业发展阶段及业绩增长驱动力的判断

- 大众休闲：渠道仍有较大扩张空间，企业进入注重内涵式增长时代；
- 家纺行业：上市效应带动业绩超预期增长，渠道仍处快速扩张期；
- 正装(包括高端品牌运营型女装)：渠道扩张缓慢，更依赖于内生增长；
- 女鞋行业：兼并收购与内生增长两种模式并存；
- 户外行业：新兴行业潜力巨大，公司规模尚小。

（2）各子行业收入、利润增速判断

从渠道扩张速度，近两年：户外>家纺>女鞋>休闲服>正装；考虑到单店内生增速，近两年收入增速：户外、家纺>女鞋、休闲服>正装；考虑到企业发展阶段，毛利率提升、费用率变化等引起销售净利润率变动，未来两年净利润增速：休闲服、家纺>女鞋、正装>户外。

（3）对各子行业投资偏好顺序

净利润增速顺序也体现了我们对各子行业偏好的顺序，即休闲、家纺>女鞋、正装>户外，尤其是增速较快行业中弹性偏大的企业

七匹狼 (002029.sz): 步入内涵式增长时代

关键指标预测	投资评级 谨慎推荐						
	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	488.2	876.5	1,652.7	1,987.2	2,332.2	2,797.8	3,361.8
收入增长率%	56.07%	79.52%	88.56%	20.24%	17.36%	19.96%	20.16%
EBITDA(百万元)	84.9	154.4	276.8	416.1	457.9	562.2	687.4
净利润(百万元)	50.0	88.7	153.0	203.9	274.1	344.2	423.4
摊薄 EPS(元)	0.18	0.31	0.54	0.72	0.97	1.22	1.50
PE	189.6	107.0	62.0	46.5	34.6	27.6	22.4
EV/EBITDA(X)	43.3	36.6	32.3	21.7	18.5	14.7	11.5
PB	9.84	5.90	7.63	6.63	5.69	4.86	4.12
ROIC	13.2%	9.6%	13.4%	16.7%	18.5%	19.5%	20.3%
总资产周转率	0.99	0.86	1.03	1.03	1.02	1.05	1.10

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部 (以 9 月 30 日收盘价计算)

驱动因素、关键假设及主要预测

驱动七匹狼业绩增长因素来自于渠道外延式增长(终端零售状况及终端店铺租金决定的加盟商开店动力)、单店内生增速(终端零售情况决定的加盟商信心)、毛利率水平(规模效应及渠道整合等效应发挥)及费用率控制。假定 2010/2011/2012 各年分别新增渠道 100/500/300 家, 单店内生增速分别为 2%/5%/5%; 综合毛利率每年约提高 0.4 个百分点。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认可七匹狼投资价值。我们认为公司已经摆脱单纯依靠外延式扩张实现业绩增长的模式, 在毛利率提升、费用控制等方面存在较大的改善空间。

与此同时, 我们看好休闲男装行业巨大发展空间, 七匹狼作为国内商务男装中龙头企业, 具有较好的品牌认知度, 可分享行业稳定增长带来的好处。

公司估值与投资建议:

上半年报和预期相符。结合 2010 年秋冬订货会会情况, 我们基本维持原有盈利预测, 预计 2010/2011/2012 年主营业务收入分别为 23.3/27.98/33.62 亿, 归属于母公司净利润分别为 2.74/3.44/4.23 亿, EPS 分别为 0.97/1.22/1.50 元。

如果渠道下沉、三线城市开拓顺利, 2011 年业绩存在超预期可能。以 2011 年 30PE 估值, 公司合理市场价值 36.6 元; 由于公司业绩仍处于较快增长期, 建议投资者采取长期持有策略。

股价表现的催化剂:

气候寒冷, 带动冬装大卖。

主要风险因素:

终端店铺租金大幅上涨可能影响公司开店进度, 进而影响市场对公司成长性信心。

伊利股份 (600887): 超越预期 迎接历史机遇

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	21658.6	24323.5	30136.9	34958.8	40552.2
EBITDA(百万元)	-1242.1	1241.1	1856.2	2529.4	3266.3
净利润(百万元)	-1687.4	647.7	958.3	1499.8	2096.2
摊薄 EPS(元)	-2.11	0.81	1.20	1.88	2.62
PE(X)	-18.1	47.3	32.0	20.4	14.6
EV/EBITDA(X)	-25.1	23.9	15.0	10.4	7.4
PB(X)	9.5	8.3	6.5	4.9	3.6
ROIC	-25.4%	9.3%	15.9%	21.6%	24.5%
总资产周转率	2.0	2.0	2.2	2.3	2.33

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

1) 我们延续 2005 年 7 月 23 日行业深度报告《乳品行业: 至少 3 倍增长空间——从全球看中国》观点, 判断未来液体乳市场消费量至少增长 1 倍, 行业销售收入 CAGR08-15 为 6.2%;

2) 三大业务销售年全面恢复, 市场份额的提高将促使销售收入 CAGR08-11 和 CAGR08-15 分别达到 17% 和 14%。按收入计算, 2015 年公司市场份额将从 2009 年的 14% 提高到 23%, 我们保守判断 2023 年达到 30%, 对应的销售收入分别为 539 亿元和 998 亿元;

3) 毛利率不一定出现下降通道拐点, 其实净利率更重要。对比 2009 年, 当年公司毛利率超过 31%, 主要源于 (1) 产品结构调整见效, 高毛利高端液体乳和奶粉业务占比提高; (2) 原奶价格同比降幅较大, 均价维持在 2.5 元左右; (3) 三聚氰胺事件和竞争对手战略导向变化后, 行业价格促销战出现放缓迹象等因素; 2010 年随着 (1) 奶粉提价 10%、(2) 液体乳个位数提价, 和前述 (1) 和 (3), 毛利率可稳定在一定水平上。

我们与市场不同的观点:

我们认为不论是从投资角度还是从实业角度, 2009-2010 年都是迎接历史机遇的开篇之年。我们一年半来一直重申“2009/2010 年度是乳业和伊利股份历史性拐点”的观点, 伊利股份从此成为行业领先和主导权生产商。公司将成为一年内主板大市值超额收益最大投资品种。

公司估值与投资建议:

考虑到公司销售恢复的高确定性和业绩充分展现概率, 我们继续给予公司推荐的投资评级; 我们认为公司具备良好的相对投资价值和长期绝对投资价值。

股票价格表现的催化剂:

季度业绩超预期; 事件题材出现。

主要风险因素:

销售增速受消费环境变化和行业竞争变化影响的程度有可能超过我们的预期。

青岛啤酒 (600600.SS): 利润导向转变下的超预期

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	16023.4	18026.1	19810.7	22703.1	26335.5
EBITDA(百万元)	1772.6	2259.4	2865.1	3309.1	4061.8
净利润(百万元)	699.6	1253.3	1605.3	1935.3	2550.2
摊薄 EPS(元)	0.53	0.93	1.15	1.39	1.83
PE(X)	67.3	38.8	31.2	25.9	19.7
EV/EBITDA(X)	26.3	19.9	15.1	12.6	9.5
PB(X)	7.3	5.7	4.5	3.9	3.4
ROIC	9.9%	12.8%	11.7%	12.7%	14.5%
总资产周转率	1.33	1.32	1.23	1.24	1.28

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

通过品牌整合进行促使吨酒价格稳步提升、深耕基地市场、销售量随着规模扩张快速提高等驱动因素, 促使公司利润导向型情况下的业绩稳步提高;

主要假设条件: 2010 年公司“1+3”品牌销量占比超过 96%, 主品牌销量占比为 50%, 同时基本上完成区域销售“1+1”品牌的整合, 即“青岛啤酒+一个第二品牌”的品牌区域销售格局; 2010 年产品结构升级因素促使吨酒名义价格提高 3.7%。

我们与市场不同的观点:

(1) 品牌战略; (2) 公司发展战略; (3) 组织结构; (4) 经营管理等中长期影响因素是公司长期投资价值的基础, 也是我们认为公司是快速消费品行业中最具长期投资价值的上市公司的关键依据。我们认为, 内部管理能力的提升更能够支持公司的长期投资价值, 去年财务数据显示, 北京地区九年来首次盈利, 就是一个标志性事件。

公司估值与投资建议:

近期 A 股价格低于 H 股价格, 一反近年来常态, 考虑到公司的长期确定性成长概率, 同时鉴于看好 2010 年业绩再超预期表现前景, 因此我们给予“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

季报业绩超市场预期; 收购事件发生。

主要风险:

高端产品和一线城市销售量变动有可能影响对公司的盈利预测; 啤酒等原材料价格飞涨提高成本压力。

友谊股份（600827）：赢利能力将大幅提升

关键指标预测	投资评级 推荐				
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	25564	29187	32537	35474	38195
EBITDA(百万元)	1099	773	1050	1369	1606
净利润(百万元)	140	188	308	368	430
摊薄 EPS(元)	0.33	0.40	0.65	0.78	0.91
PE(X)	51.8	42.4	25.9	21.7	18.5
EV/EBITDA(X)	2.6	4.0	2.5	2.9	3.2
PB(X)	3.2	2.9	2.6	2.3	2.1
ROIC	5.6%	6.9%	10.0%	11.8%	12.1%

资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测：

- （1）2010-2012 年联华超市营业收入增速为 10-15%，毛利率年均提升 0.3-0.5%；
- （2）2010 年好美家实现扭亏；
- （3）2010-2012 年友谊百货营业收入增速为 5-10%；
- （4）2010-2012 年南方商城和百联西郊保持稳定增长；

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为公司多业态经营，联华超市股权比例较低，而好美家长期处于亏损状态，因此经营业绩难以提升。

我们认为随着公司对亏损门店的关闭，2010 年好美家有望实现扭亏。联华超市收购华联超市 100% 股权将巩固联华超市在长三角地区超市行业的市场地位，并在同店增速上升和内部采购整合的推动下继续保持高速增长。上海国资重组将为公司带来新的发展机遇，而公司拥有的上海核心商圈物业重估增值将非常可观。

公司估值与投资建议：

综合 DCF 以及市盈率估值，我们认为公司股票的合理估值在 20-23 元之间，给予“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂：

- （1）上海世博会零售收入超过市场预期；
- （2）上海商业国资重组方案推出。

主要风险因素：

- （1）好美家经营状况未能实现好转；
- （2）长三角地区超市竞争加剧；

王府井 (600859): 稳健扩张, 经营向好

关键指标预测

投资评级 推荐

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10174	11099	12777	14321	15760
EBITDA(百万元)	827	804	1016	1183	1337
净利润(百万元)	344	384	491	582	669
摊薄 EPS(元)	0.88	0.98	1.25	1.48	1.70
PE(X)	52.0	46.5	36.4	30.8	26.7
EV/EBITDA(X)	21.4	21.0	15.5	12.7	10.6
PB(X)	8.4	6.1	5.2	4.4	3.7
ROIC	52.0	46.5	36.4	30.8	26.7

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

驱动因素与主要假设条件

- (1) 2010 年预计新开门店 4-6 家。2011-2012 年将保持每年 3-5 家的开店速度;
- (2) 2010-2012 年百货零售业务收入增速保持在 12-15%, 毛利率保持在 17-18%;
- (3) 2010-2012 年期间费用率保持在 12-13%;

我们与市场不同的观点

市场普遍认为 2009 年业绩增速放缓表明作为全国性的百货连锁企业, 公司已度过高成长期, 未来发展空间有限。

我们认为: 区域门店增长的不平衡和期间费用的上升影响了公司业绩。但 2009 年上半年收入和利润增长加速表明公司业绩持续增长的潜力。我们预计公司门店扩张的速度将不会减缓, 并将向购物中心等业态拓展。公司经营稳健, 抗风险能力强, 是零售行业优质的投资选择。可转债的发行有利于公司持续释放业绩。

公司估值与投资建议

综合 DCF 以及市盈率估值, 我们认为公司股票的合理估值为 48-52 元之间, 给予“推荐”评级。

股票价格表现的催化剂

- (1) 公司开店速度加快;
- (2) 公司新开门店培育期缩短。

风险因素

- (1) 开店速度低于预期;
- (2) 开店投入造成期间费用上升过快;

插图目录

图 1: 中国消费的四个发展阶段	5
图 2: 居民消费增速绝大多数时间都低于 GDP 增速	5
图 3: 中国的居民消费率连续 10 年下降	5
图 4: 中国的居民消费率远低于其他国家	6
图 5: 劳动报酬在 GDP 中的比重呈递减态势	6
图 6: 城、乡居民消费水平对比	6
图 7: 中国的居民消费率远低于其他国家	6
图 8: 美国个人储蓄存款占个人可支配收入比例 (%) (1946-2009)	7
图 9: 美国居民消费总额/GDP (1946-2009)	7
图 10: 1980-2010 美国消费信贷市场规模 (单位: 百万美元)	8
图 11: 1967-2009 年美国汽车销售总量 (单位: 百万)	9
图 12: 平均每百户家庭耐用消费品拥有量	10
图 13: 农村社会消费品零售总额增速 (%)	10
图 14: 2007-2009 我国各地区社会消费品零售总额增速 (%)	11
图 15: 社会消费品零售总额增速 (%)	12
图 16: 全国重点大型零售企业销售增速 (%)	12
图 17: 全国重点大型零售企业服装、食品和家电销售增速 (%)	13
图 18: 国内重点零售企业销售增速 (%)	13
图 19: 北京市批发零售企业景气指数	13
图 20: 部分省市“十一”黄金周社会消费品零售额增速 (%)	14
图 21: 液体乳当月产量增速恢复良好 (%)	15
图 22: 乳制品当月产量增速恢复良好 (%)	15
图 23: 液体乳及乳制品 2010 年吨产品价格和销售收入增长率分别有望达到 9%和 20%左右	16
图 24: 液体乳及乳制品毛利率同比下降、吨利润有望稳步回升 (百分点, 元/吨)	16
图 25: 啤酒当月产量增速快速回升 (%)	17
图 26: 2010 年啤酒吨酒价格和销售收入增长率分别有望达到 3%和 10%左右	17
图 27: 啤麦价格从高点回落 (中间值: 美元/吨)	17
图 28: 2010 年啤酒毛利率同比提高、吨利润大幅提升 (百分点, 元/吨)	18
图 29: 中外人均服装、鞋类消费额比较 (美元)	18
图 30: 1998 年以来限额以上服装鞋帽等零售额增速	19
图 31: 2009M7 以来限额以上服装鞋帽等零售额逐月增速	19
图 32: 全国重点大型百货商场服装销售额及销售量增速	19
图 33: 东部、中部、西部人均收入和国内服装消费 (2008, 元)	20
图 34: 东部、中部、西部人均收入和国内服装消费 (2008, 元)	20
图 35: 城镇高等、中等、低收入阶层衣着消费额 (元)	20
图 36: 城镇高等、中等、低收入阶层衣着消费价格(元)	20

表格目录

表 1: 未来 3-5 年居民消费增长率的敏感性分析	9
表 2: 2009 城乡居民人均消费支出构成对比	11
表 3: 近两年各行业增速预测	20



评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908