

十二五规划将开启消费增长的新纪元

——零售行业专题报告

民生精品---专题研究报告/零售行业

2010年10月20日

报告摘要:

● 十二五规划重心由“国富”转为强调“民富”

近十年投资率不断上升，最终消费率持续走低，经济结构转型进入攻坚阶段。十二五规划提出加快经济发展方式的转变，从过去的“国富”转向强调“民富”，逐步形成消费大国的发展格局，消费率指标或重返十二五规划。

● 区域结构的调整和产业向中西部区域转移将催生消费的结构性机遇

十二五规划中产业结构、区域结构、城乡结构、收入分配结构的调整都与“民富”，提高收入、改善民生、扩大内需、促进消费息息相关。区域结构的调整特别加快劳动密集型产业向中西部地区的转移，将加快中西部区域的经济增长，促进中西部区域消费的快速增长。一系列区域振兴规划的密集出台将催生消费大发展的结构性机遇。

● 加速城镇化和收入分配结构调整将成为新一轮消费升级的引擎

加速城镇化尤其是中小城市城镇化建设的提速，培育发展城市群，将为区域零售业注入新的增长动力和活力；而收入分配结构的改革显然是十二五规划中直接涉及“民富”的重头戏。十二五规划把提高居民收入提到前所未有的战略高度，成为新一轮消费增长的引擎。

● 关注扩张和优势区域位于中西部的零售龙头

我们看好重点布局或优势区域在中西部地区和二三线城市的零售龙头，包括鄂武商、武汉中百、合肥百货、友阿股份、成商集团、新华百货、友好集团；全国扩张且优势区域在中西部的王府井；渠道向二三线城市下沉的家电连锁龙头苏宁电器。

● 人均GDP将超5000美元，看好业态升级的领跑者

十二五期间我国人均GDP将超5000美元，购物中心业态将迎来一轮大发展的黄金时期。我们重点看好大商股份、银座股份和鄂武商，作为业态领跑者，将在十二五期间受益于消费升级提速成为最大赢家。

重点公司盈利预测

重点公司	EPS			净利润增长率 %		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
银座股份	0.51	0.75	1.07	-16.4	75.9	48.2
鄂武商A	0.47	0.64	0.73	32.4	34.4	17.4
武汉中百	0.38	0.42	0.52	24.1	33.8	23.8
成商集团	0.63	0.42	0.69	19.7	65.1	37.5
合肥百货	0.42	0.51	0.65	66.9	24.2	26.3

资料来源：民生证券研究所

民生证券研究所

分析师：史萍

执业证书编号：S0100208080214

电话：(8610)8512 7651

Email: shiping@mszq.com

分析师：李振飞

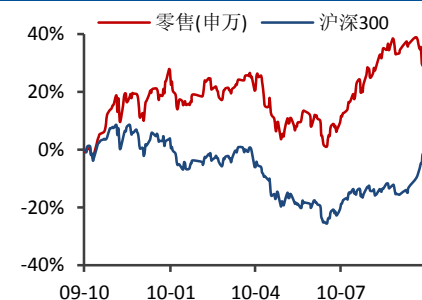
执业证书编号：S0100210060002

电话：(8610)8512 7650

Email: lizhenfei@mszq.com

 地址：北京市东城区建国门内大街28号
 民生金融中心A座16层 100005

一年行业与沪深300走势比较



相关研究

1. 《零售行业数据点评：消费增速明显回升，限额以上超预期》2010.09.13
2. 《零售行业中报前瞻：区域百货超市龙头有望再创佳绩》2010.07.30
3. 《零售行业年报一季报综述：年报符合预期，一季报继续快速增长》2010.05.04

目 录

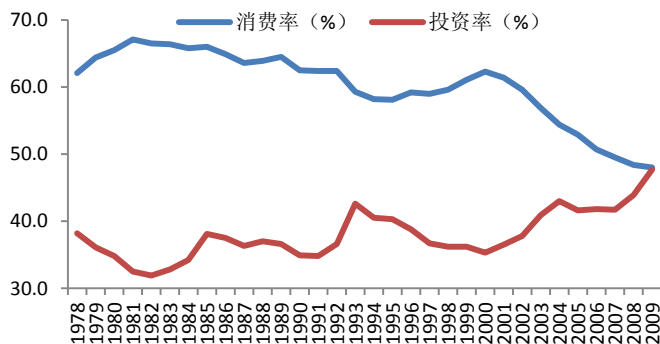
一、十二五规划重心由“国富”转为强调“民富”	3
(一) 近十年我国消费率逐年走低, 消费率指标或重返十二五	3
(二) 近十年消费增速明显落后于投资和 GDP	4
(三) 深层次的原因在于国民收入分配体制, 居民收入增长落后于财政和企业收入的增长	4
(四) 十二五规划将由“国富”转为强调“民富”, 重心转向内需	6
(五) 收入分配改革: 确保居民收入与 GDP 同增长	7
二、十二五规划开启消费增长的新篇章	8
(一) 扩内需政策持续, 经济转型将提高消费对 GDP 的贡献	8
(二) “国富”是消费增长的基础	11
(三) “民富”是消费增长的根本动力	12
(四) 城镇化提速, 新一轮消费增长的驱动	13
(五) 第三次生育高峰孕育十二五的消费繁荣期	14
(六) 十二五期间将面临有利的温和通胀环境	16
(七) 消费已经进入新一轮景气周期	16
三、十二五规划撬动消费增长的结构性机遇	17
(一) 产业结构转移、城镇化提速, 看好中西部龙头	17
(二) 人均 GDP 将超 5000 美元, 看好业态创新的领跑者	19
插图目录	23
表格目录	23

一、十二五规划重心由“国富”转为强调“民富”

(一) 近十年我国消费率逐年走低，消费率指标或重返十二五

消费、投资和净出口是驱动我国经济增长的“三驾马车”，它们的共同作用决定了经济增长的态势。我国经济在“十五”、“十一五”期间实现了高增长，但投资拉动下的经济增长结构性矛盾突出，三驾马车严重失衡。从拉动我国经济增长的驱动因素看，投资率不断上升，最终消费率呈现持续走低的趋势，尤其是近十年表现的尤为突出。十二五规划提出加快经济发展方式的转变，从过去的“国富”转向强调“民富”，逐步形成消费大国的发展格局，改变靠投资出口拉动的局面，消费率指标或重返十二五规划。

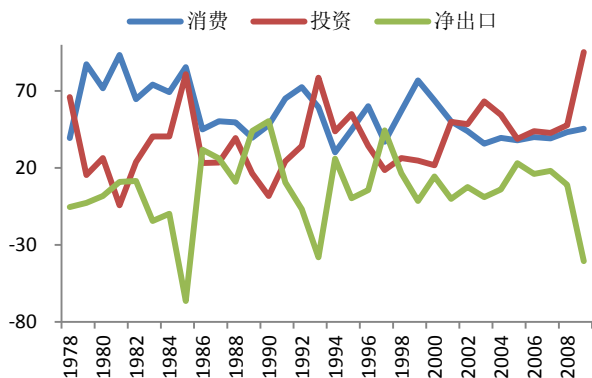
图 1：十五、十一五期间消费率逐年走低



资料来源：国家统计局

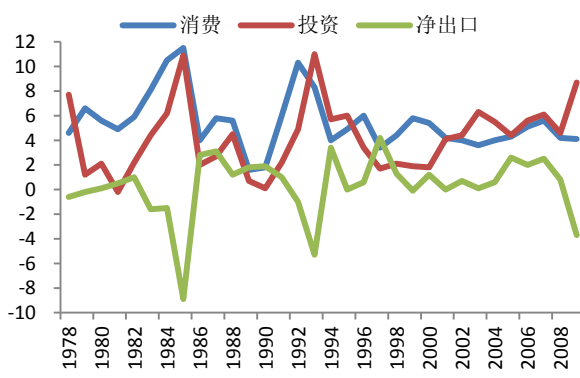
形成这种趋势的原因是消费增长速度长期以来低于投资增速，这符合工业化进程中中国家经济结构演变的一般规律：投资率不断提高、消费率相对下降，但在工业化进程结束之后，投资率和消费率则趋于稳定。我国正处于工业化进程的中期阶段，同时又要推进城市化进程，经济增长对投资有更多的依赖，正是因为投资的增长速度远远高于消费的增长速度，才导致了消费对经济增长贡献的相对下降。但这并不意味着消费在经济增长中的作用可以忽视，实际上，消费一直是拉动经济增长的中坚力量，最近十年消费对经济增长的贡献率平均为 43.9%。

图 2：三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 3：三大需求对 GDP 增长的拉动 (百分点)

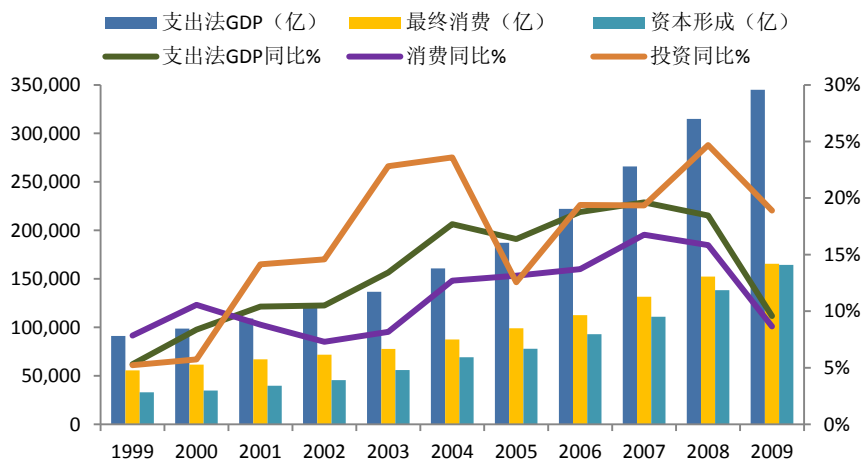


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（二）近十年消费增速明显落后于投资和 GDP

从支出法 GDP 构成（按当年价格计算）看，近十年投资增速持续提升，消费增速虽然也稳步提高，但由于长期落后于投资增速，因而落后于整个 GDP 增速。2000 年，支出法 GDP 中最终消费额只有 61,516 亿元，但到了 2009 年，相应的数字变成了 165,526.8 亿元，近十年复合增长率 11.6%，但仍远落后于投资近十年 18.8% 的复合增长率。

图 4：支出法 GDP 构成（按当年价格计算）



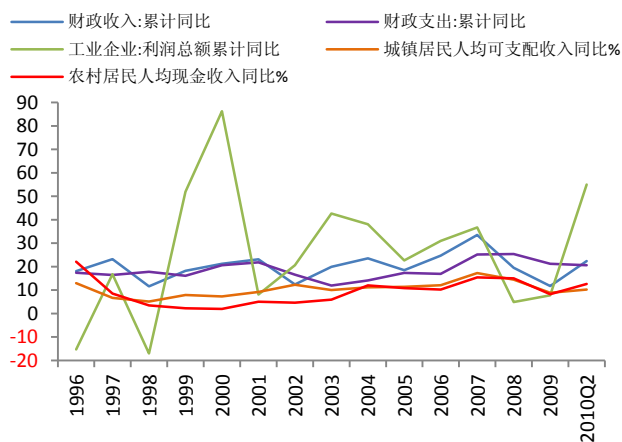
资料来源：国家统计局

（三）深层次的原因在于国民收入分配体制，居民收入增长落后于财政和企业收入的增长

国民收入分配内涵丰富，广义上指一国在一定时期内经济活动成果在各经济主体之间的分配，涉及企业、居民和政府在国内收入中占比问题；狭义上指国内收入在国民经济各部门、各生产单位和非生产单位以及居民中的分配过程，涉及居民内部高中低收入家庭收入分配问题，中央、地方财政收入分配调整也可以归入此类范畴。就中国而言，国内收入分配包括初次分配和再分配（又称“二次分配”）两个过程，而最终分配是两个过程之后的结果。

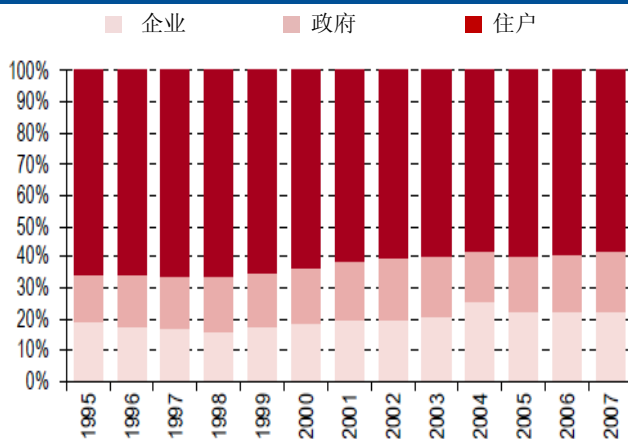
我国国内收入分配格局中居民收入占比过低，居民收入增长速度仅是工业企业利润的 1/6~1/7，是消费增长慢的深层次原因：从 96 年到 09 年，我国的政府财政收入增长了 10.3 倍，全国规模以上工业企业利润总额增长了 17.2 倍，社会消费品零售总额增长了 3.4 倍，城镇居民、农村居民的收入分别只增长了 2.5 倍和 1.7 倍。

图 5: 居民收入增速长期落后于财政收入和企业利润增速



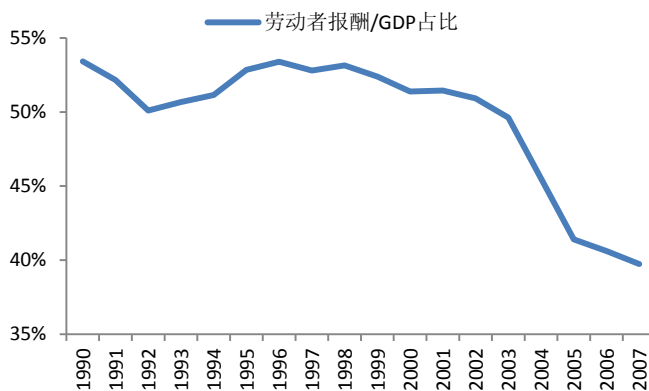
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 6: 国民收入初次分配中居民收入占比持续下降



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 7: 居民收入实际增速近十年落后于 GDP 增速



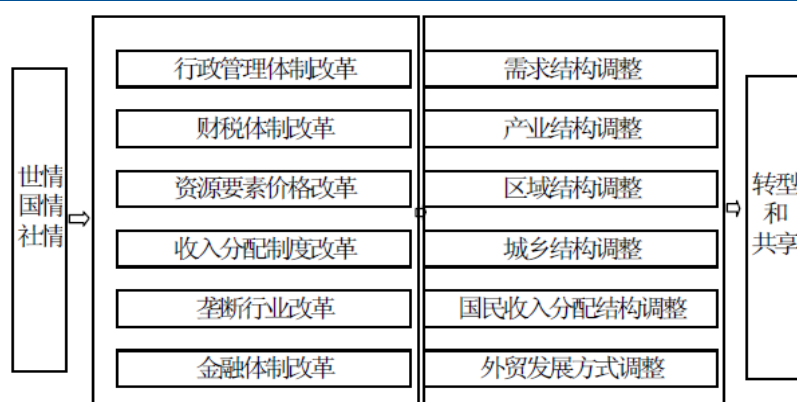
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

（四）十二五规划将由“国富”转为强调“民富”，重心转向内需

中国在继改革开放之后再次站在转型的十字路口。中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议 10 月 15-18 日在京召开。以研究制定中国第十二个五年规划建议为主要议程的此次会议，将为中国勾画出未来五年经济、社会和民生等方面的发展路径与蓝图。此次会议传递出一个强烈信号—转变经济发展方式和保障改善民生将在未来五年的改革中得到全面加强。

“十二五”规划与此前的规划有着本质差别，过去的规划追求“国富”，“十二五”规划则强调“民富”。“国富”到“民富”的转变成为公众关注五中全会的最大亮点。

图 8：十二五规划基本框架



资料来源：新华网，民生证券研究所

表 1：十二五规划围绕“民富”调结构

指导原则和发展目标	以经济结构调整和发展方式转变为核心；城镇化战略和国民收入分配等重大体制改革
产业结构	第一产业：走中国特色农业现代化道路：提高农业综合生产力；增加农业投入；保障粮食安全等
	第二产业：工业结构优化与竞争力提高：大力发展战略性新兴产业；能源发展战略；节能减排、淘汰落后产能；提高自主创新力等
	第三产业：加快现代服务业发展：大力发展现代服务业、生产服务业和生活服务业；提高服务业在经济和就业中比重；促进服务业发展的财税等制度改革
区域结构	进一步促进区域协调发展：东部地区自主创新、西部开发新十年、中部地区崛起、东北老工业基地振兴
	优化生产力布局：加快产业转移等
城乡结构	城镇化战略：以加强中小城市和小城镇为重点；培育发展城市群；把符合条件的农业人口逐步转变为市民等
	统筹城乡发展：缩小城乡差距、推进公共服务均等化等
收入分配结构	国民收入分配结构调整的方向主要是提高居民收入在国民收入中占比，同时缩小居民贫富差距。深化收入分配体制改革；完善社会保障体系；构建住房保障体系；实施扩大就业战略。

资料来源：新华网，民生证券研究所

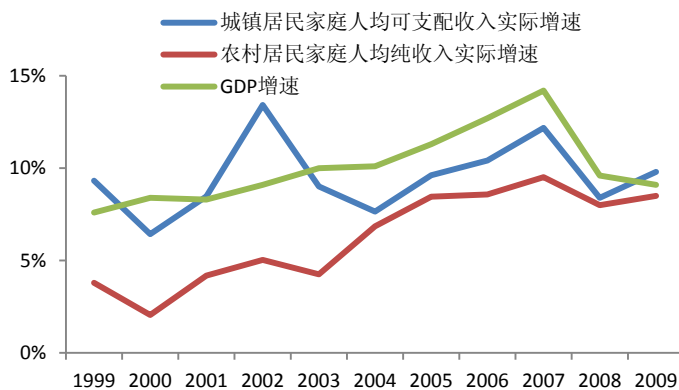
十二五规划中产业结构、区域结构、城乡结构、收入分配结构的调整都与“民富”，提高收入、改善民生、扩大内需、促进消费息息相关。第三产业特别是提高服务业在经济和就业中的比重，将改变批发零售业产值在 GDP 中比重持续下降的格局；区域结构的调整特别是产业布局的调整，加快劳动密集型产业向中西部地区的转移，将加快中西部区域的经济增长，提高当地居民收入和扩大就业，拉动中西部区域消费的快速增长；城镇化建设的提速尤其是中小城市城镇化建设的提速，培育发展城市群，将为区域零售业注入新的增长动力和活力；而收入分配结构的调整显然是十二五规划中直接涉及“民富”的重头戏。

（五）收入分配改革：确保居民收入与 GDP 同增长

十二五规划政策的着力点转到把提高居民收入、缩小贫富差距、富裕人民群众作为全新思路 and 战略，国民收入分配改革被提到前所未有的战略高度。调整方向主要是提高居民收入在国民收入中占比，同时缩小居民贫富差距。

国民收入分配包括初次分配和二次分配两个层面，初次分配中提高居民在三大部门中收入的占比，政府可能通过控制非税收入和预算外收入增长来降低政府在国民收入中占比，同时通过扩大就业和提高工资水平来提高居民收入占比；在居民部门内部，通过调节过高收入、提高较低收入和加快公共服务均等化来缩小贫富差距；在政府部门内部，要调整中央、地方财政收支关系，以事权定财权，充实地方财政实力。

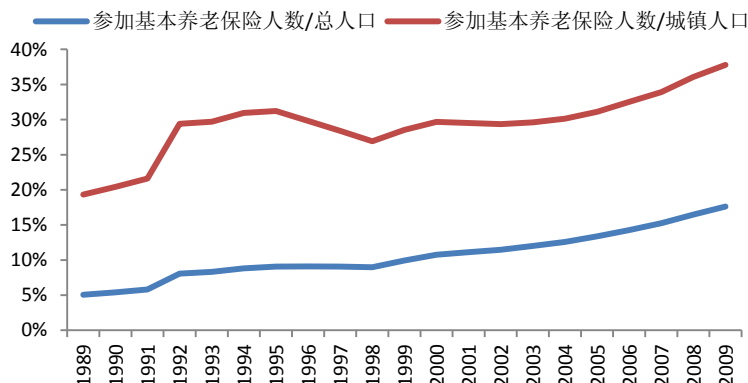
图 9：居民收入实际增速近十年落后于 GDP 增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

在二次分配中，可扩展社会保障范围，从改善民生的角度为居民消费解除后顾之忧。通过国民收入的再分配，加快建立和完善以社会保险、社会救助、社会福利为基础，以基本养老、基本医疗、最低生活保障制度为重点，以慈善事业、商业保险相补充的覆盖全体城乡居民的社会保障体系，是扩大居民消费需求的又一项重要措施。

图 10: 社会保障的进一步改善将解除居民消费后顾之忧



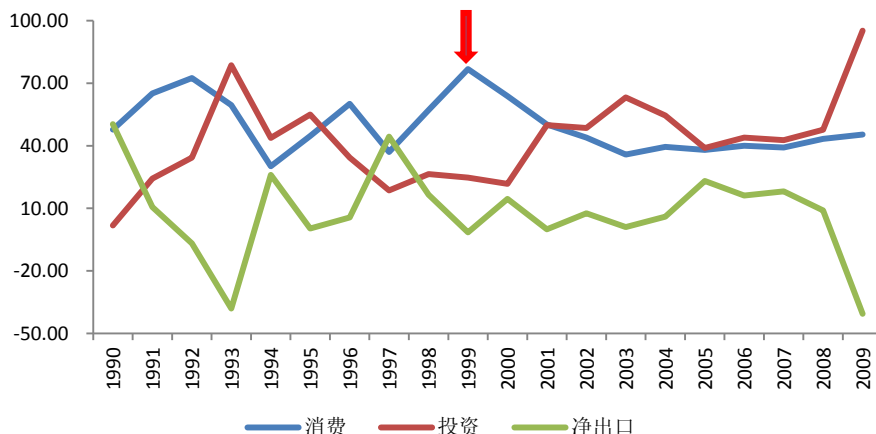
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

二、十二五规划开启消费增长的新篇章

(一) 扩内需政策持续, 经济转型将提高消费对 GDP 的贡献

早在 1998 年国务院就将“扩大内需”定为重要的经济发展战略, 当时是为应对亚洲金融危机, 在出口乏力的局面下扩大内需是要同时促进投资和消费, 即所谓“双促进”。从三大需求对 GDP 增长的贡献率来看, 1998 年为应对亚洲金融危机提出的扩大内需战略及促进消费的政策确实收到了良好的成效, 消费对 GDP 增长的贡献率由 1997 年的 37% 大幅提高到 1998 年的 57.1%, 1999 年最高达到了 74.7%, 而后逐年回落, 2001 年为 50.2%, 仍然占据 GDP 增长的半壁江山, 而后逐年下降稳定在 40% 左右 (2003 年非典影响下只有 35.8%)。

图 11: 98 年扩内需效果显著, 消费对 GDP 的贡献加大



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

而 07 年底中央经济会议再次提出将扩大内需作为 2008 年的政策重点, 是要立足于扩大消费, 同时防止投资反弹, 即所谓“单促进”。08 年金融危机以来陆续出台了一系列扩大内需、促进消费的政策, 这些政策也取得了一定的成效。消费对 GDP 增长的贡献率

有所提升，由 2007 年的 39.2% 提高到 2009 年的 45.4%。

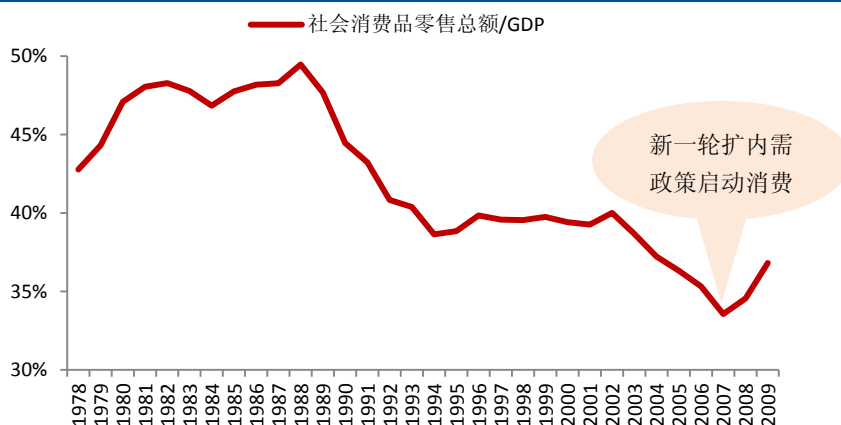
表 2：我国近年来出台了一系列扩内需促消费的政策

文件名称	发布日期	发布单位	主要内容与影响
《国务院关于加速发展服务业的若干意见》	2007 年 3 月	国务院	明确提出将发展服务业作为加快推进产业结构调整、转变经济增长方式、提高国民经济整体素质、实现全面协调可持续发展的的重要途径。
《关于“促消费”的若干意见》	2007 年 4 月	商务部	强调重点培育农村消费，大力促进城市消费，继续做好城市商业网点规划，整顿和规范市场秩序，并鼓励支持有条件的地区大型流通企业和中心商业街区展开消费和品牌推广活动。
《关于扩大消费问题的思考与工作建议》	2008 年 1 月	商务部	指出扩大消费比以往任何时候都更加迫切、更加突出。扩大消费需求是商务部门的重要职责和任务，要在正确判断我国消费状况、科学分析消费制约因素的基础上，找准切入点千方百计扩大消费。
关于修改《中华人民共和国个人所得税法实施条例》的决定	2008 年 2 月	国务院	3 月 1 日起，个人所得税起征点提高由 1600 元提高到 2000 元，有利于扩大消费，使工薪阶层纳税人人数比例从 50% 减少到 30%，相应增加可支配收入 300 亿元。
《关于加快发展服务业若干政策措施的实施意见》	2008 年 3 月	国务院办公厅	涉及服务业产业政策的规划与完善等 8 个方面，23 项政策措施，加大土地、税收、金融对服务业的优惠扶持力度。
《关于做好支持搞活流通扩大消费有关资金管理的通知》	2009 年 2 月	财政部、商务部	从 2009 年起，加大财政投入，支持商贸流通服务业发展，搞活流通扩大消费。中央财政增加农村物流服务体系发展专项资金和促进服务业发展专项资金；中央财政设立中小商贸企业发展专项资金，支持符合条件的中小商贸企业发展；加大对汽车报废更新的资金扶持，提高补贴标准，增加补贴范围，促进汽车更新换代。
《关于推动信用销售健康发展的意见》	2009 年 3 月	商务部、财政部、人民银行、银监会、保监会	推动信用销售全面健康发展；建立完善信用销售的风险防范分担机制；发展适应信用销售特点的融资模式；促进和规范信用销售相关服务业的发展
《关于促进汽车消费的意见》	2009 年 4 月	商务部、工业和信息化部、公安部、财政部、税务总局、工商总局、银监会、保监会	一、积极促进汽车销售（鼓励购置节能环保型小排量汽车。贯彻落实汽车消费税调整政策和 1.6 升及以下排量乘用车减半征收购置税的政策）；二、大力培育和规范二手车市场；三、加快老旧汽车报废更新，及时调整鼓励老旧汽车报废更新政策，加大报废更新资金补贴支持力度，提高补贴标准，增加补贴范围，加快淘汰老旧公交车和农村客运车辆；积极研究对提前报废老旧乘用车并购买符合条件的节能环保型小排量汽车车主的鼓励政策，加快汽车消费更新换代；四、努力开拓农村汽车市场，促进农村汽车消费和升级换代。五、加大信贷支持力度，支持发展汽车信贷消费；加大对流通企业的信贷支持。
《促进扩大内需鼓励汽车家电以旧换新实施方案的通知》	2009 年 6 月	国务院办公厅	发展改革委、财政部、商务部、工业和信息化部、环境保护部《促进扩大内需鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》已经国务院同意，
关于印发《家电以旧换新实施办法》的通知	2009 年 7 月	财政部、商务部、发展改革委、工业和信息化部、环境保护部、工商总局、质检总局	为进一步促进扩大消费需求，提高资源能源利用效率，减少环境污染，促进节能减排和循环经济发展，根据《国务院办公厅关于转发发展改革委等部门促进扩大内需鼓励汽车家电以旧换新实施方案的通知》（国办发〔2009〕44 号），财政部、商务部、发展改革委、工业和信息化部、环境保护部、工商总局、质检总局制定了《家电以旧换新实施办法》。
关于印发《汽车以旧换新实施办法》的通知	2009 年 7 月	财政部、商务部、中宣部、国家发展改革委、	为贯彻《国务院办公厅关于转发发展改革委等部门促进扩大内需鼓励汽车家电以旧换新实施方案的通知》（国办发〔2009〕44 号）精神，更好的实施汽车以旧换新补贴政策，特制定《汽车以旧换新实施办法》。

		工业和信息化部、公安部、环境保护部、交通运输部、工商总局、质检总局	
《关于加快流通领域电子商务发展的意见》	2009 年 12 月	商务部	明确加快流通领域电子商务发展的主要目标；推动传统流通企业开拓网上市场；促进商品批发环节应用推广网上交易；促进商品批发环节应用推广网上交易；推动实体市场交易与网上市场交易有机结合；完善流通领域电子商务发展扶持政策；完善流通领域电子商务发展扶持政策；完善流通领域电子商务发展扶持政策；有效防范网上交易市场风险；建立流通领域电子商务促进工作体系。
《关于继续实施汽车下乡政策的通知》	2010 年 2 月	财政部、国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、商务部、工商总局、质检总局	汽车下乡政策实施延长一年，至 2010 年 12 月 31 日止；二、摩托车下乡政策执行到 2013 年 1 月 31 日；三、汽车摩托车下乡具体政策及操作办法仍按《汽车摩托车下乡操作细则》（财建〔2009〕248 号）执行；四、各有关部门要高度重视汽车摩托车下乡工作，加强协调配合，按照现行有关文件要求，把汽车摩托车下乡政策宣传好、落实好。
《关于延长实施汽车以旧换新政策的通知》	2010 年 6 月	财政部、商务部、环境保护部	一、汽车以旧换新政策实施期限由 2010 年 5 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日；二、汽车以旧换新补贴申请的受理期限由 2010 年 6 月 30 日延长至 2011 年 1 月 31 日；三、汽车以旧换新具体政策、操作办法仍按《关于印发〈汽车以旧换新实施办法〉的通知》（财建〔2009〕333 号）、《财政部 商务部关于调整汽车以旧换新补贴标准有关事项的通知》（财建〔2009〕995 号）、《财政部 商务部关于允许汽车以旧换新补贴与车辆购置税减征政策同时享受的通知》（财建〔2010〕1 号）执行；四、各有关部门要高度重视，加强协调配合，按照有关文件要求进一步做好汽车以旧换新政策的宣传落实工作。

资料来源：商务部，民生证券研究所

图 12：社会消费品零售总额占 GDP 的比重（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

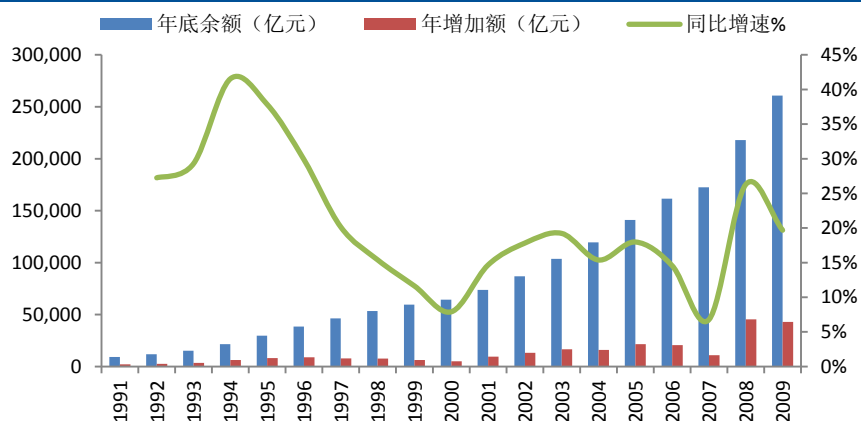
在 08 年全球金融危机爆发后，我国为应对危机密集出台了一系列扩大内需促进消费的政策，在 09-10 年得到了深入的开展和延续，社会消费品零售总额占 GDP 的比重扭转了 2002 年以来持续下滑的态势，促进消费取得了一定的成效。可以预期的是，在十二五

期间经济结构转型进入实质性攻坚阶段，在提高居民收入的同时，促消费的政策措施有望持续，消费将面临更加有利的政策环境。

（二）“国富”是消费增长的基础

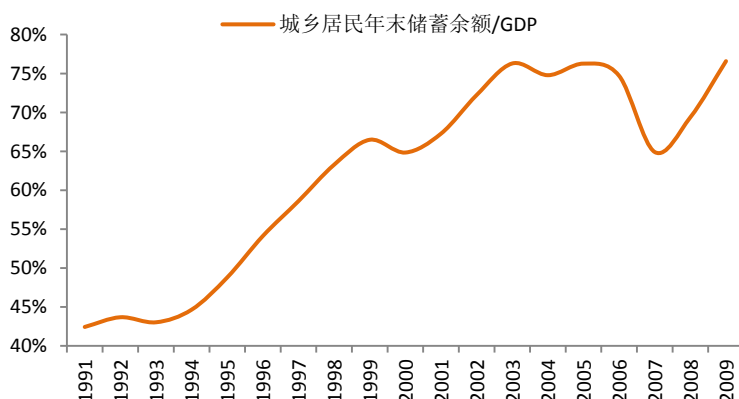
改革开放 30 多年来，我国经济一直保持着高速增长，年均复合增长率达到 15% 以上，经济实力的大幅提升和持续快速增长带来的是国民财富的大幅提高，这是消费持续增长的基础。2009 年末我国城乡居民人民币储蓄存款余额达到 260,772 亿元，近十年年均复合增长 15.9%；而年末城乡居民人民币储蓄存款余额占当年 GDP 的比重也由 1991 年的 42.4% 提高到 2009 年的 76.6%，这一方面说明“国富”带来的居民财富积累，另一方面也反映了我国储蓄率持续攀升的现实。

图 13：“国富”带来居民财富的积累



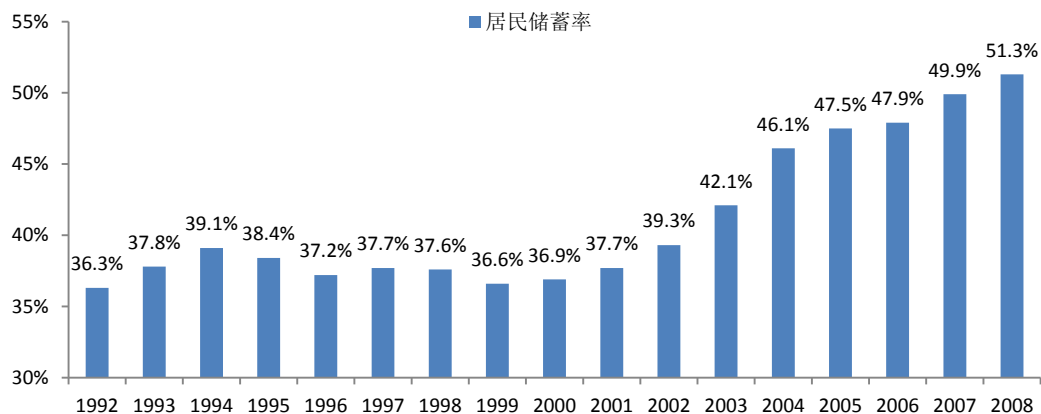
资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 14：城乡居民人民币储蓄存款余额占当年 GDP 的比重持续攀升



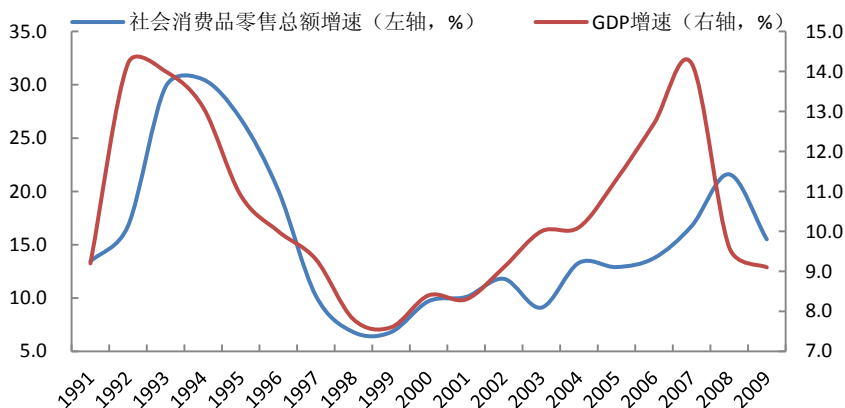
资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 15: 城乡居民储蓄率居高不下



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

图 16: “国富”是消费增长的基础



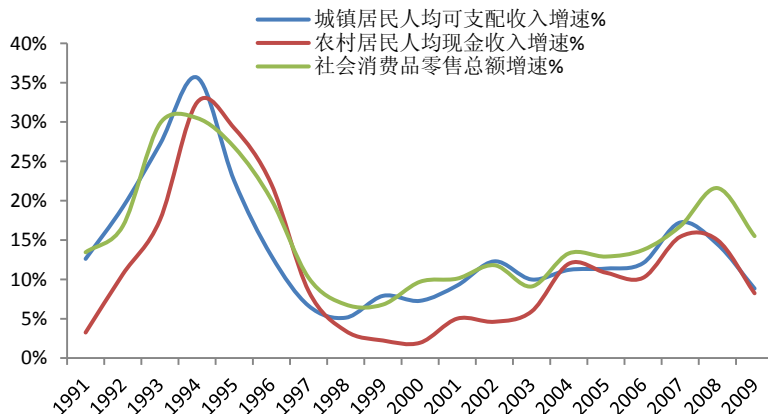
资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所

十二五规划的指导原则是通过调结构实现经济的健康快速发展, 特别是一系列区域振兴规划、战略性新兴产业规划的提出, 将成为我国宏观经济新的增长极, “国富”将在十二五期间持续为消费提高稳固的基础。

(三) “民富”是消费增长的根本动力

我国城乡居民人均收入多年来保持持续快速增长, 这显示居民的消费水平和购买力在不断提高, 消费的动力充足。社会消费品零售总额增速与居民收入增速有着极强的相关性, 十二五规划的重心是保“民富”, 通过国民收入分配改革来大力提高居民收入, 保持居民收入与 GDP 同步增长。

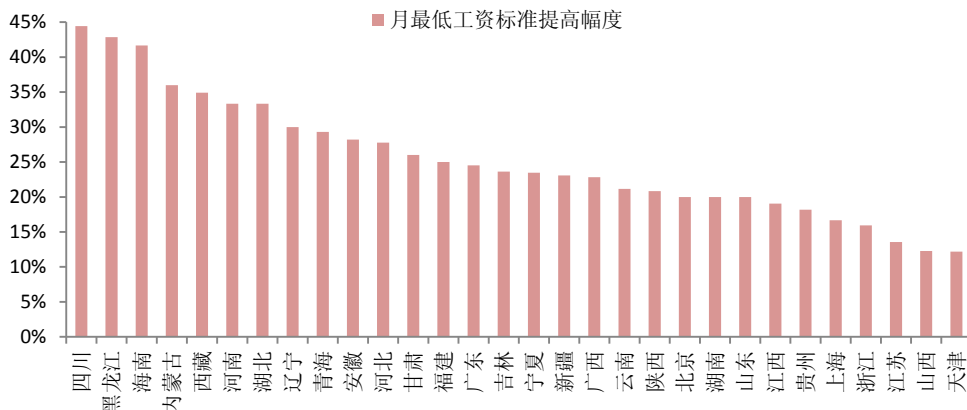
图 17：“民富”是消费增长的根本动力



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

十二五规划中将从国民收入的初级分配与再分配着手提高居民收入,这将成为消费新一轮增长的引擎。今年以来,各地纷纷通过大幅提高居民最低工资标准实现了低收入群体的收入增长,收入持续上升的通道已经打开。

图 18：各地纷纷提高最低工资标准，收入上升的通道已经打开

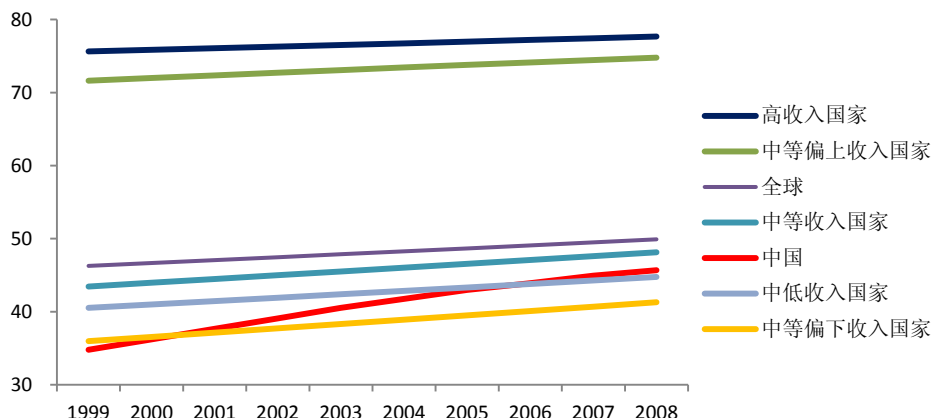


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（四）城镇化提速，新一轮消费增长的驱动

我国已经步入中等收入国家的行列,与全球平均城镇化水平相比,仍有较大的提升空间。2008 年我国城镇化率为 45.68%,全球平均为 49.92%,与高收入国家的城市化率相比则差距更大。在“十五”和“十一五”期间,我国城镇化率由 2000 年的 36.2%提高到 2009 年的 46.6%,平均每年约提升 1 个百分点,城镇化建设通过拉动投资和消费共同作用于经济增长,是我国将坚持的长期战略方向。十二五规划也将城镇化列入较高的战略地位,重点是以加强中小城市和小城镇为重点;培育发展城市群。

图 19：十二五规划城镇化将提速，空间仍巨大

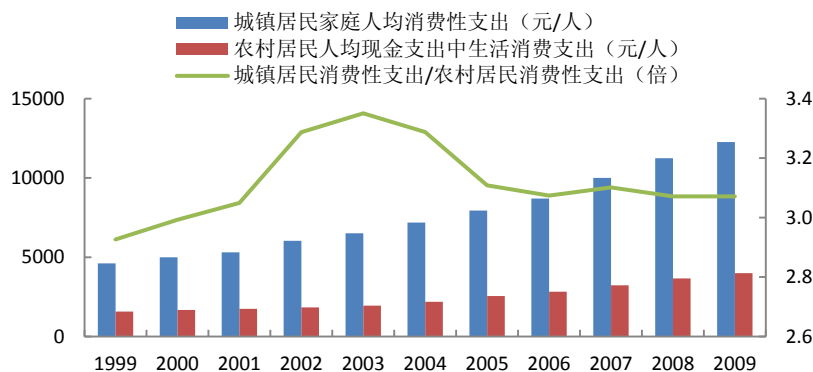


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

城镇化率的提高，可以极大地扩张消费市场的需求。近年来城镇居民年人均消费性支出时农村居民的 3 倍，即一个城市居民的消费相当于三个农村人口消费量的总和，按照 2009 年人口基数简单测算，城镇化率每提高一个百分点，将带动消费增加 1100 多亿元，消费将提高约 0.88 个百分点。

我国十二五规划明确提出要继续推进城市化进程，预计到 2015 年城市化率将达到 52% 左右，保守估计将给消费带来 6000 亿元以上的增量。

图 20：城镇居民人均消费性支出是农村居民的 3 倍



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（五）第三次生育高峰孕育十二五的消费繁荣期

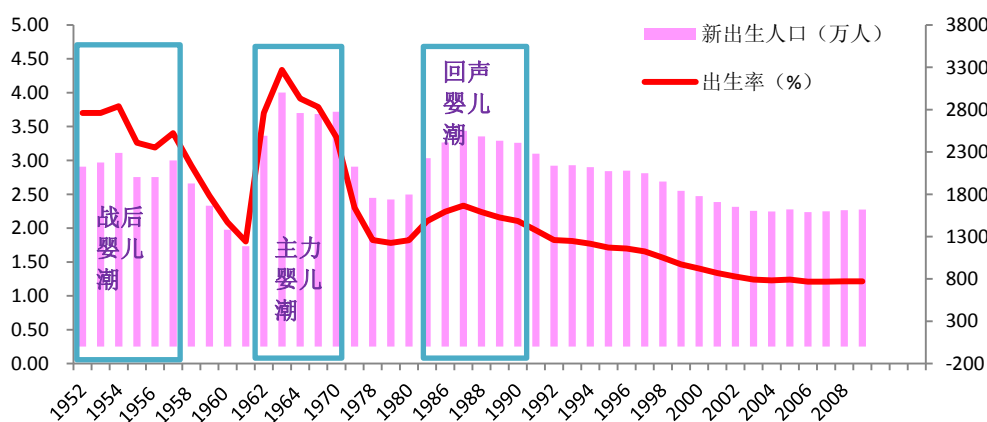
新中国成立至今，我国共经历了三次人口生育高峰和两次消费高峰。每一代婴儿潮长大成人，步入成家立业时期，总会带来消费的增长高潮。十二五恰逢第三次生育高峰人群大规模步入成家立业时期，将孕育新的消费繁荣期。

表 3: 建国以来三次生育高峰和两次消费高峰

三次生育高峰	时间段	平均生育率	主要原因	两次消费高峰
第一次 (战后婴儿潮)	1949-1957 年	约 35.6%	新中国政府鼓励生育	1984-1989 年
第二次 (主力婴儿潮)	1962-1973 年	约 32.3%	灾害后的补偿性生育和前次生育高峰人群进入育龄	1992-1997 年
第三次 (回声婴儿潮)	1982-1990 年	约 21.3%	前两次生育高峰人口进入育龄期推移形成	2008 年或已经启动

资料来源: 民生证券研究所

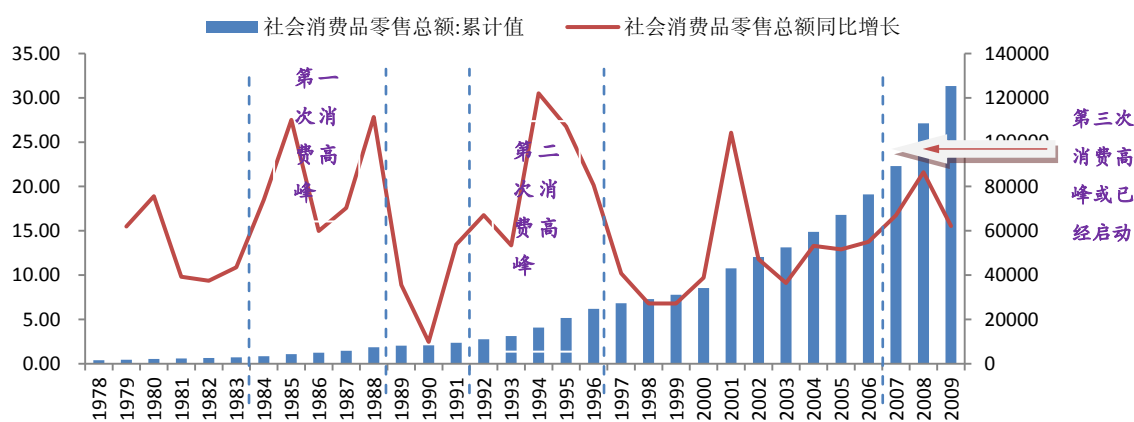
图 21: 第三次人口高峰人群即将大规模进入成家立业-期



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

建国后我国第一次消费高峰发生在 1984 年至 1989 年，第二次消费高峰在 1992 年至 1997 年，分别对应我国第一和第二个人口生育高峰人群成家立业的时期，这两次消费高峰满足了居民对于食品、服装等生活必需品的需求。

图 22: 我国消费经历了两轮消费高峰，第三次消费高峰或已启动



资料来源: Wind, 民生证券研究所

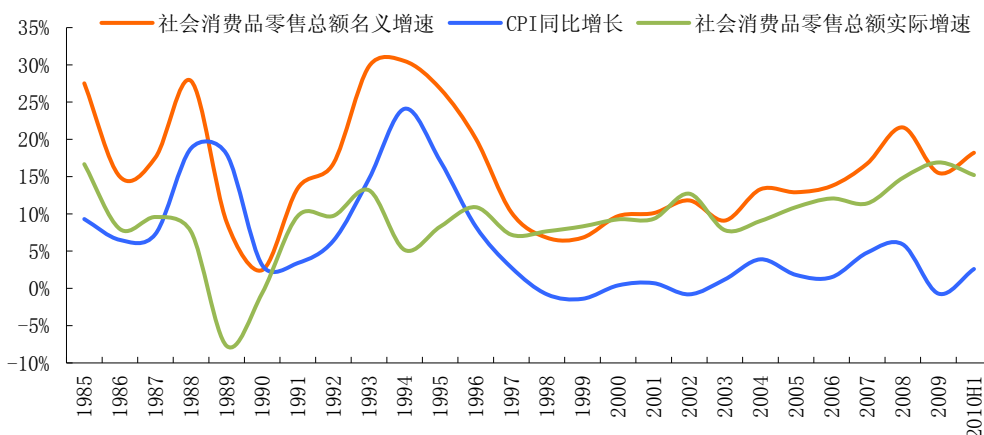
目前“主力婴儿潮”正处于 37 至 48 岁中年时期，收入水平和消费能力都处于强势阶段。“回声婴儿潮”正值 20 至 28 岁，即将进入成家立业的黄金时期，是新一轮消费高峰

的“主力军”。同时由于第三次生育高峰出生的人群大多是 80 后的独生子女，加之经济的发展和收入水平的提高，他们的消费观念更加时尚开放。第三次消费高峰将满足人们对品质、品牌、时尚、娱乐、智能、便捷的需求，住房、汽车等高档次耐用消费品和其他奢侈品都将成为人们进一步关注的重点。

（六）十二五期间将面临有利的温和通胀环境

从历史数据看，社会消费品零售总额增速与 CPI 增速具有较强的相关性，温和的通胀环境有利于居民消费支出的增长，促进消费的景气；但是严重的通货膨胀会对生产和消费领域均造成负面影响，抑制消费需求。我国前两次消费高峰都伴随着严重的通货膨胀，1988-1989 年 CPI 指数高达 18%，1994 年 CPI 指数更是高达 24%，社会消费品零售总额名义增速虽然很高，但是实际增速却出现负增长或增速下降。但目前政府的决策能力和决策水准已经比较早的历史时期有了很大的飞跃，应对通胀的调控能力也非昔日可比，可以较好地管理通胀预期，CPI 能够控制在可承受范围内，是消费者可以承受的温和通胀，预计十二五期间消费将面临温和通胀的有利环境。

图 23：社会消费品零售总额增速与 CPI 有较强的正相关性

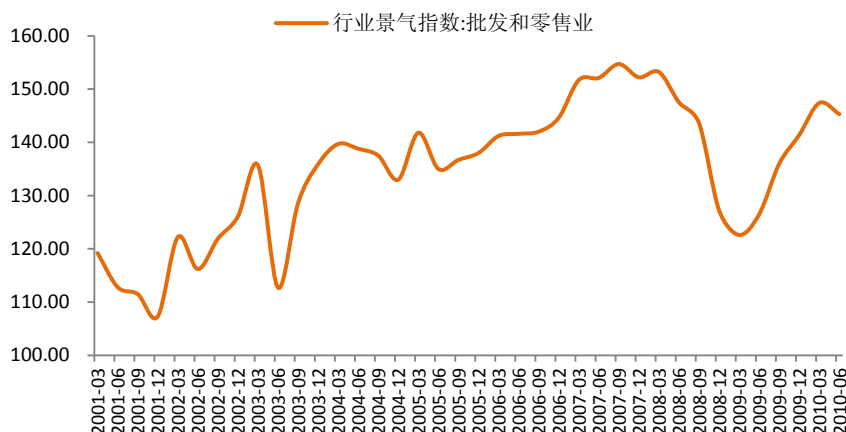


资料来源：国家统计局，民生证券研究所

（七）消费已经进入新一轮景气周期

自 09 年以来，在国家多项鼓励消费政策的刺激下，伴随着经济走向复苏，我国消费市场也步入了新一轮景气周期，以汽车、家电、金银珠宝、奢侈品引领的高端消费以及服装、食品、日用品等必需品消费全面走向繁荣和景气。从零售行业各业态来看，百货、超市、家电连锁全面走向复苏，行业龙头进入新一轮跑马圈地，新兴业态如购物中心、奥特莱斯进军城市细分市场，超市、家电连锁则开始渠道下沉，加速向二三线城市渗透，十二五规划下消费市场将迎来新一轮繁荣期。

图 24: 消费已进入新一轮景气周期



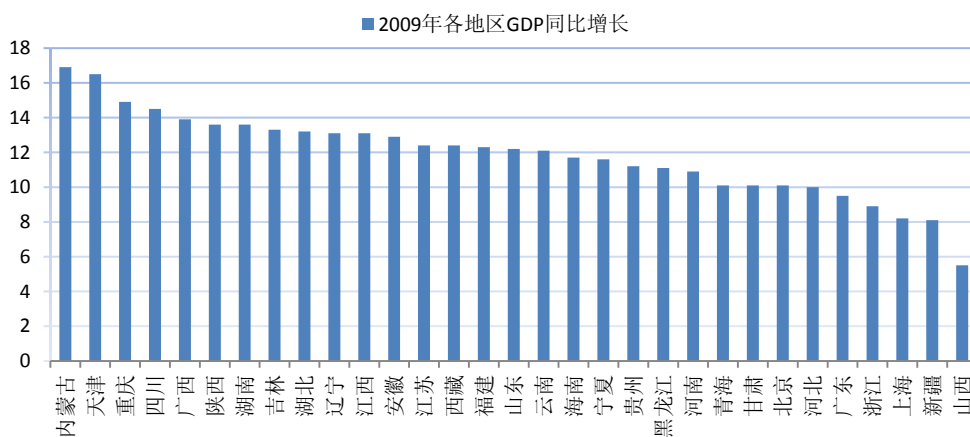
资料来源: 国家统计局

三、十二五规划撬动消费增长的结构性机遇

(一) 产业结构转移、城镇化提速, 看好中西部龙头

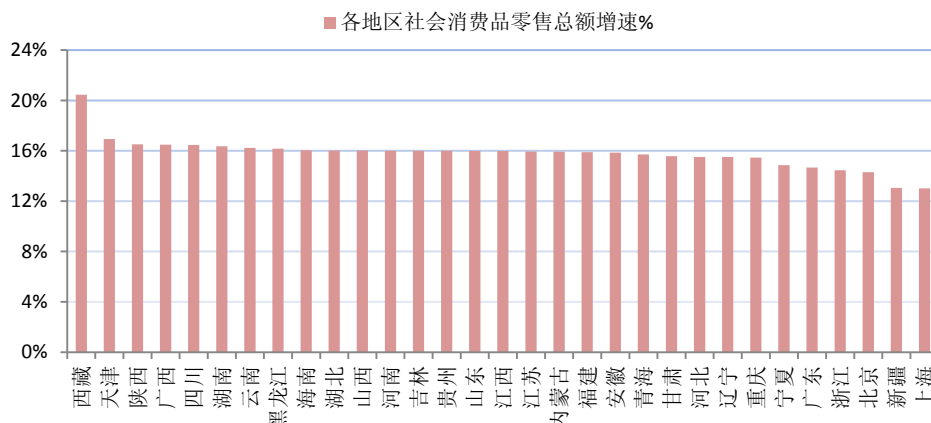
从分地区的经济增长速度、社会消费品零售总额增速看, “十一五” 期间呈现出中西部地区增长快于东部沿海地区, 二线城市发展快于一线城市的趋势, 这种趋势在“十二五” 期间将得以持续。十二五规划将重点推进劳动密集型产业向中西部地区转移, 区域内就业的扩大和城镇化的提速将推动地区经济和消费加快增长, 从图 17 看, 中西部地区居民收入增速也将加快提升, 为消费的大提速提供有力的支撑。

图 25: GDP 增速总体水平中西部>东部



资料来源: 国家统计局

图 26: 社会消费品零售总额增速也呈明显中西部>东部的趋势



资料来源: 国家统计局

为推进经济发展方式转变和结构调整, 加快产业区域布局的调整和培育新的经济增长极, 各地近年来密集出台了区域振兴规划, 并将在十二五期间陆续步入实施阶段。区域振兴规划将成为促进区域经济腾飞的引擎并将给区域内的零售商带来大发展的历史机遇。

表 4: 中国近期出台的主要区域振兴规划

推出时间	区域振兴规划	受益区域
2008 年 1 月	广西北部湾经济区发展规划	广西
2008 年 3 月	天津滨海新区综合配套改革试验总体方案	天津
2008 年 12 月	珠江三角洲地区改革发展规划纲要	广东
2009 年 1 月	关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见	重庆
2009 年 3 月	上海建设国际金融与航运中心	上海
2009 年 5 月	关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见	福建
2009 年 5 月	成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案	四川
2009 年 6 月	江苏沿海地区发展规划	江苏
2009 年 6 月	横琴岛总体发展规划	广东
2009 年 6 月	关中天水经济区发展规划	甘肃、陕西
2009 年 7 月	辽宁沿海经济带发展规划	辽宁
2009 年 8 月	中国图们江区域合作开发规划纲要	吉林
2009 年 9 月	促进中部地区崛起规划	中部地区
2009 年 12 月	黄河三角洲高效生态经济区发展规划	山东
2009 年 12 月	鄱阳湖生态经济区规划	江西
2009 年 12 月	甘肃省循环经济总体规划	甘肃
2009 年 12 月	关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见	海南
2010 年 1 月	皖江城市带承接产业转移示范区规划	安徽
2010 年 5 月	长江三角洲地区区域规划	上海、江苏 8 市
2010 年 6 月	重庆两江新区	重庆

资料来源: 民生证券研究所

综观 A 股零售上市公司, 近年来步入了新一轮跑马圈地加速扩张的阶段。从区域结构上, 我们看好重点布局或优势区域在中西部地区和二三线城市的零售龙头, 包括鄂武商、武汉中百、合肥百货、友阿股份、成商集团、新华百货、友好集团; 全国扩张且优势区域

在中西部的王府井；渠道向二三线城市下沉的家电连锁龙头苏宁电器。

表 5：A 股主要零售上市公司区域分布

中西部	湖北	鄂武商、武汉中百、武汉中商、汉商集团
	湖南	步步高、友阿股份、通程控股
	重庆	重庆百货
	四川	成商集团
	陕西	西安民生、开元控股
	安徽	合肥百货
	广西	南宁百货
	甘肃	新华百货
	新疆	友好集团
	东北	大商股份、欧亚集团、中兴商业、商业城
东部沿海	山东	银座股份
	浙江	杭州解百、小商品城、百大集团
	江苏	南京新百、南京中商、大厦股份
	福建	东百集团、新华都
一线城市	北京	西单商场、北京城乡
	上海	百联股份、新世界、友谊股份、豫园商城、上海九百、益民商业
	广州	广州友谊、广百股份
全国		王府井、天虹商场、华联综超、人人乐、苏宁电器、天音控股、爱施德

资料来源：民生证券研究所

（二）人均 GDP 将超 5000 美元，看好业态创新的领跑者

在过去的 20 年里，我国零售业走完了国外零售业 150 多年的商业历程，欧美发达国家历经 8 次零售革命形成的 20 余种业态几乎全部在我国出现，包括综合店、百货店、量贩店、折扣店、超市、购物中心、便利店、快餐店、家居用品中心、专卖店、仓储式零售店、计算机商店、超级电器店、直销中心、Mall、大型综合超市、电子商务、电视/电话购物、邮购等，业态创新发展的节奏越来越快，我国零售业多元化的格局已经形成并将长期并存，主要原因是不同的零售业态之间具有一定的互补性，可以多层次地满足消费者的需求；其次是我国经济发展区域差距、城乡差距的客观存在需要不同梯次的零售业态；从企业层面看，大型流通企业集团，除家电专业店外，也是多种业态并存。十二五期间，我国消费将再上新台阶，消费结构升级提速，将加快零售业态创新的步伐。

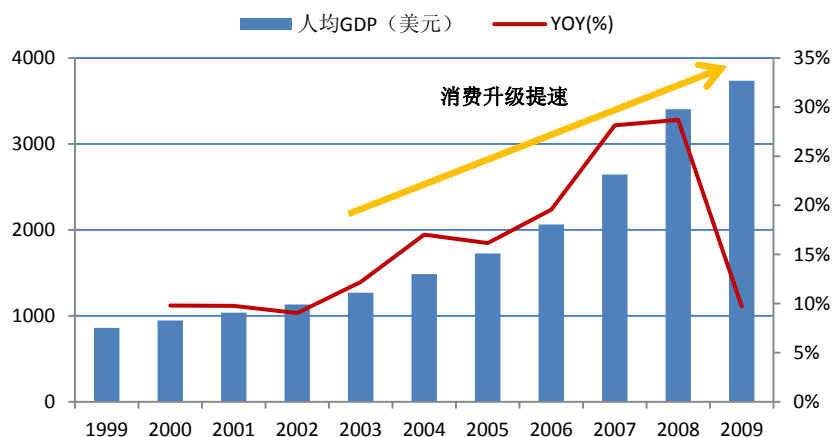
目前我国的主力零售业态集中在百货、超市、家电连锁三大业态，购物中心业态是零售业继百货店后更高级形式的零售模式，也是市场需求升级的产物。它实际上已经不是一种单纯的商业业态，而成为一种商业的组织模式。它将百货店、大卖场、专卖店、专业店、餐饮娱乐休闲等服务商进行了有机结合，满足一站式购物娱乐休闲的消费体验。人均 GDP 达到 5000 美元是发达国家导入购物中心业态的时点，通常 20-25 万人支撑一个购物中心。

十二五期间，我国人均 GDP 将超过 5000 美元，购物中心业态将迎来一轮大发展的黄金时期。我国人均 GDP2006 年超过 2000 美元，2008 年突破 3000 美元，预计 2010 年将突破 4000 美元，十二五期间突破 5000 美元。按照人均 GDP5000 美元这一购物中心业态

推广的临界点,十二五期间我国将有更多的二线甚至三线城市步入购物中心业态快速发展的时期,尤其是东部沿海地区,人均 GDP 早已超越 5000 美元,已经具备了购物中心业态大发展的条件。十一五期间,上海、北京、广州、深圳一线城市购物中心业态已经成功推广,十二五期间重点布局将在人均 GDP 已经超越 5000 美元的二三线城市。

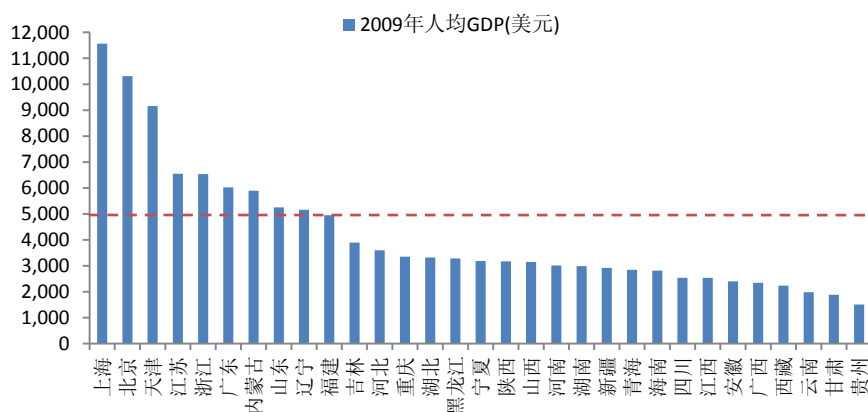
购物中心业态在我国发展的潜力和空间巨大,欧美发达国家购物中心占零售市场份额的 40%左右,我国只有发展较成熟的上海达到了这一水平,而其他大部分大中城市不足 5%,因此,购物中心业态在中国仍大有可为。

图 27: 我国人均 GDP 在十二五期间将超过 5000 美元



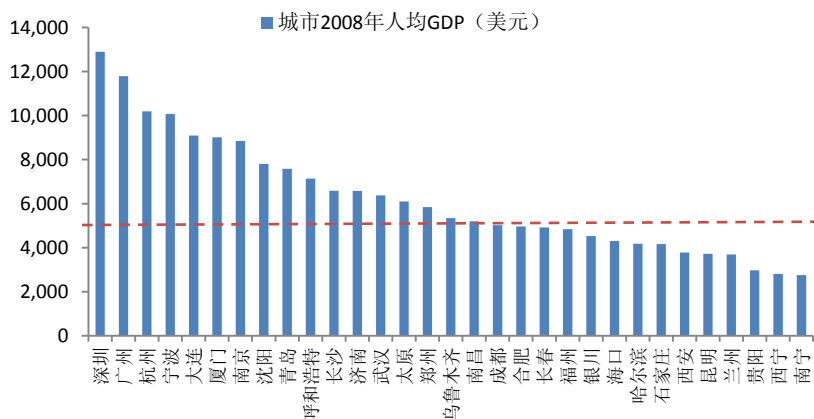
资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 28: 我国东部沿海地区人均 GDP 已经超过 5000 美元



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 29：我国大部分省会城市人均 GDP 已经超过或接近 5000 美元



资料来源：Wind，民生证券研究所

嗅觉灵敏的零售商已经开始布局购物中心业态。A 股零售上市公司中已经涉足或准备大力发展购物中心业态的公司包括百联股份、友谊股份、新世界、大商股份、银座股份、鄂武商、武汉中商、成商集团、东百集团，主要以社区型购物中心和城市购物中心为主。我们重点看好大商股份、银座股份和鄂武商，作为业态领跑者，将在十二五期间受益于消费升级提速成为最大的赢家。

附表：零售行业重点公司估值指标比较

排 名	代 码	简 称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
			TTM	2010E	2011E	TTM	2010E	2011E		
		行业均值（整体法）	0.32	0.53	0.66	38.79	30.92	23.93	4.57	0.93
		行业中值	0.28	0.49	0.56	41.72	34.39	27.32	4.45	1.63
1	000829	天音控股	0.44	0.64	0.88	33.03	22.66	16.32	6.84	0.78
2	600827	友谊股份	0.47	0.68	0.84	35.70	24.69	20.21	3.01	0.27
3	002024	苏宁电器	0.51	0.58	0.74	30.52	27.01	21.35	6.75	1.88
4	002187	广百股份	1.08	1.12	1.40	27.81	26.60	21.42	4.07	1.09
5	000419	通程控股	0.22	0.32	0.47	45.49	31.30	21.71	4.55	1.48
6	000759	武汉中百	0.36	0.41	0.52	35.07	30.36	23.93	3.59	0.84
7	600785	新华百货	1.04	1.16	1.43	33.04	29.69	24.06	7.74	2.21
8	600631	百联股份	0.47	0.48	0.55	29.32	28.55	24.78	2.65	1.47
9	002251	步步高	0.61	0.73	0.94	37.91	31.85	24.88	4.20	1.10
10	600865	百大集团	0.24	0.00	0.33	34.61	0.00	24.91	3.43	2.81
11	002264	新华都	0.47	0.54	0.79	42.17	36.57	24.93	5.81	1.01
12	000987	广州友谊	0.88	0.94	1.17	33.39	31.36	25.04	7.64	3.57
13	600693	东百集团	0.25	0.38	0.50	50.32	33.04	25.39	6.71	2.77
14	600858	银座股份	0.42	0.77	1.06	64.74	34.95	25.44	3.68	1.49
15	000715	中兴商业	0.33	0.30	0.62	47.75	52.87	25.53	4.39	1.67
16	600814	杭州解百	0.21	0.28	0.34	40.53	31.49	25.91	4.32	1.58
17	600697	欧亚集团	0.74	0.81	1.05	37.11	34.07	26.10	5.23	1.12
18	002336	人人乐	0.62	0.74	0.95	39.70	33.43	26.12	2.82	1.13
19	600327	大厦股份	0.42	0.43	0.53	34.37	33.08	26.77	7.47	1.34
20	002416	爱施德	0.00	1.34	1.71	38.85	34.15	26.80	6.38	2.58
21	600280	南京中商	0.30	0.51	1.04	95.18	55.43	27.05	6.37	0.96
22	000516	开元控股	0.19	0.25	0.22	31.50	24.58	27.31	4.29	1.88
23	600628	新世界	0.35	0.45	0.49	38.10	29.81	27.32	3.77	2.60
24	600655	豫园商城	0.39	0.49	0.58	40.16	31.98	27.45	5.42	2.75
25	000417	合肥百货	0.49	0.52	0.66	37.07	35.14	27.64	8.01	1.48
26	000501	鄂武商 A	0.54	0.61	0.76	38.52	34.39	27.68	6.70	1.34
27	002419	天虹商场	0.00	1.20	1.55	42.88	36.01	27.76	5.65	2.14
28	600122	宏图高科	0.40	0.37	0.51	36.67	39.46	28.73	2.14	0.77
29	002277	友阿股份	0.60	0.64	0.87	41.92	38.93	28.86	5.36	3.18
30	600859	王府井	1.07	1.23	1.58	42.67	36.95	28.91	6.31	1.62
31	600828	成商集团	0.35	0.42	0.69	58.39	48.30	29.27	13.72	4.29
32	000564	西安民生	0.18	0.21	0.28	45.91	38.56	29.34	3.23	2.03
33	600738	兰州民百	0.12	0.25	0.33	82.60	38.35	29.67	7.09	3.49
34	600778	友好集团	0.27	0.39	0.49	55.30	38.39	30.67	4.68	2.36
35	600861	北京城乡	0.28	0.26	0.30	38.71	41.41	35.79	1.68	2.07
36	000785	武汉中商	0.24	0.27	0.33	48.63	43.26	36.46	4.55	0.89
37	600694	大商股份	-0.37	0.79	1.35	-152.63	71.21	41.33	5.35	0.78
38	600361	华联综超	0.13	0.21	0.31	100.78	59.48	41.35	3.45	0.67
39	600729	重庆百货	0.89	0.94	1.22	57.19	54.38	41.85	10.29	1.42
40	600774	汉商集团	0.03	0.02	0.18	282.09	338.78	45.85	2.99	2.29
41	600723	西单商场	0.08	0.13	0.17	196.20	111.18	89.94	5.46	2.45

资料来源：WIND 资讯，按 10 月 20 日最新价格计算。

插图目录

图 1: 十五、十一五期间消费率逐年走低	3
图 2: 三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)	3
图 3: 三大需求对 GDP 增长的拉动 (百分点)	3
图 4: 支出法 GDP 构成 (按当年价格计算)	4
图 5: 居民收入增速长期落后于财政收入和企业利润增速	5
图 6: 国民收入初次分配中居民收入占比持续下降	5
图 7: 居民收入实际增速近十年落后于 GDP 增速	5
图 8: 十二五规划基本框架	6
图 9: 居民收入实际增速近十年落后于 GDP 增速	7
图 10: 社会保障的进一步改善将解除居民消费后顾之忧	8
图 11: 98 年扩内需效果显著, 消费对 GDP 的贡献加大	8
图 12: 社会消费品零售总额占 GDP 的比重 (%)	10
图 13: “国富”带来居民财富的积累	11
图 14: 城乡居民人民币储蓄存款余额占当年 GDP 的比重持续攀升	11
图 15: 城乡居民储蓄率居高不下	12
图 16: “国富”是消费增长的基础	12
图 17: “民富”是消费增长的根本动力	13
图 18: 各地纷纷提高最低工资标准, 收入上升的通道已经打开	13
图 19: 十二五规划城镇化将提速, 空间仍巨大	14
图 20: 城镇居民人均消费性支出是农村居民的 3 倍	14
图 21: 第三次人口高峰人群即将大规模进入成家立业期	15
图 22: 我国消费经历了两轮消费高峰, 第三次消费高峰或已启动	15
图 23: 社会消费品零售总额增速与 CPI 有较强的正相关性	16
图 24: 消费已进入新一轮景气周期	17
图 25: GDP 增速总体水平中西部>东部	17
图 26: 社会消费品零售总额增速也呈明显中西部>东部的趋势	18
图 27: 我国人均 GDP 在十二五期间将超过 5000 美元	20
图 28: 我国东部沿海地区人均 GDP 已经超过 5000 美元	20
图 29: 我国大部分省会城市人均 GDP 已经超过或接近 5000 美元	21

表格目录

表 1: 十二五规划围绕“民富”调结构	6
表 2: 我国近年来出台了一系列扩内需促消费的政策	9
表 3: 建国以来三次生育高峰和两次消费高峰	15
表 4: 中国近期出台的主要区域振兴规划	18
表 5: A 股主要零售上市公司区域分布	19
附表: 零售行业重点公司估值指标比较	22

分析师简介

史萍，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事零售行业研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127762	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com