

评级：推荐

零售行业

行业研究报告

第一创业研究所
吕丽华 S1030207080530电 话：0755-82485024
邮 件：lvlihua@fcsc.cn

看中西部，布深耕者

——零售行业 2011 年上半年投资策略

摘要：

- **宏观面——提振中长期消费水平** 2011 年是“十二五”规划实施的开局之年，我国更强调的是经济增长质量和惠及民生，启动“富民战略”和“内需战略”，通过一系列举措，逐步形成中等收入占多数的“橄榄型”分配格局，培育居民有更强的购买力、释放居民更多的消费潜力，促使消费结构升级加快。可以预期的是，在“十二五”期间，制约消费增长的因素将发生根本性改变，居民收入的提升、城镇化进程的加快、社会保障体系的完善等多个积极因素的叠加，消费提速是必然的结果。作为与消费紧密相关的零售业，消费提速亦预示着零售行业景气高行继续。
- **行业面——稳定并存在上调空间** 今年消费增速始终保持高位运行态势，但实际增速因物价上涨而显回落趋势；2011 年上半年，受宏观面的政策支持以及通胀效应的支撑，并考虑到今年消费增速基本呈“前高后低”和物价调控等因素，预计消费增速仍将保持相对稳定并存在一定上调空间。我们认为，盈利增长仍将是 2011 年零售板块回报率继续高于 A 股的主要推动因素，预计 2011 年零售行业的业绩增速将在 30%以上，毛利率和净利率稳中有升。
- **估值面——增长潜力支持当前估值** 目前零售板块估值合理，相对于 A 股整体估值溢价 2.07 倍，高于历史平均水平。预测 2011 年零售行业整体业绩增速 30%对应的 2011 估值为 25 倍，相对 A 股溢价倍数将大幅收缩。从各子行业看，虽然百货和专业连锁的估值溢价高于 A 股，但整体估值已处于历史平均水平之下。
- **投资策略——给予行业“推荐”评级** 零售板块长期带来跑赢市场的回报，也是今年至今表现最出色的行业之一。我们认为，零售行业无疑是长期受益于经济结构转型和消费升级，经济结构转型使“财富再分配”和“提高工资”等目标的落实，“消费升级”题材将使零售板块继续获得超额收益。零售板块既有受益于转型的驱动，可以看作是中长期的成长股；同时其盈利增长的稳定性，又带有阶段性的防御特征。虽然目前行业在相对估值高位运行，但未来的盈利增长能消化估值高企带来的交易性风险。投资选择上，我们更看好中西部区域、深耕耕作的优势零售商，建议关注：合肥百货（000417）、友阿股份（002277）、新华百货（600785）、武汉中百（000759）；同时我们也关注具有资产注入或整合预期带来盈利改善前景的公司，推荐品种：渤海物流（000889）。
- **风险提示** 经济下滑、市场竞争加剧等带来盈利下降的风险。



目 录

1、宏观面：提振中长期消费水平.....	3
1.1、居民收入：消费增长最根本动力.....	3
1.2、城镇化提速：培育消费需求.....	5
1.3、中西部地区经济崛起：孕育区域消费动能.....	7
1.4、消费者信心指数：通胀影响下降，但整体显乐观.....	12
2、行业面：稳定增长并存上调空间.....	12
2.1、社消品零售额：名义增速维持高位，实际增速放缓.....	12
2.2、大型零售商：增速保持平稳增长.....	13
2.3、上市公司：整体盈利良好.....	14
3、估值面：增长潜力支持当前估值.....	16
3.1、整体估值：相对 A 股估值溢价将大幅收缩.....	16
3.2、子行业估值：百货和连锁均低于历史平均水平.....	16
4、投资策略.....	17
5、风险提示.....	19



1、宏观面：提振中长期消费水平

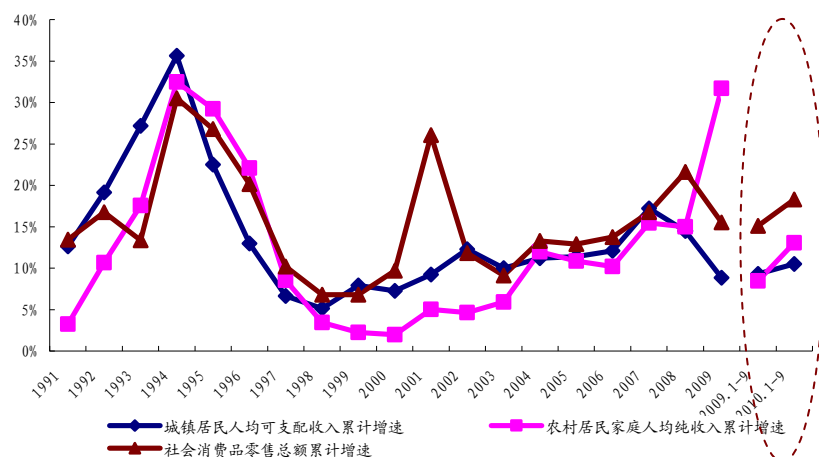
2011 年是我国“十二五”规划实施的开启之年，也是解决经济增长结构调整的重要跳板。在“十二五”规划建议中，中央政府首次提出“将扩大内需和促进消费提高到战略的高度，构建扩大内需的长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面”，这意味着扩大内需战略，并强调消费需求战略地位是前所未有的。为了实现这一目标，中央亦提出了 4 条措施：（1）积极稳妥推进城镇化、增加就业创业机会。（2）完善收入分配制度，着力提高城乡中低收入居民收入，增强居民消费能力。（3）完善社保和公共服务体系，形成良好居民消费预期。（4）拓宽农民增收渠道，促进农民转移就业，增加工资性收入。“十二五”规划建议中，也重点提及西藏、新疆民族地区、东北地区老工业基地、中部地区等区域发展规划。

我们认为，“十二五”规划投射出未来五年，我国更强调的是经济增长质量和惠及民生，启动“富民战略”和“内需战略”，通过“加快调整收入分配格局，理顺收入分配关系”、“尽快扭转城乡、地区和不同行业之间的收入差距过大趋势，逐步形成中等收入占多数的“橄榄型”分配格局等方面，培育居民有更强的购买力、释放居民更多的消费潜力，促使消费结构升级加快。虽然消费增长不是一蹴而就之事，但在“十二五”期间，制约消费增长的因素将发生根本性改变，居民收入的提升、城镇化进程的加快、社会保障体系的完善等多个积极因素的叠加，消费提速是必然的结果。作为与消费紧密相关的零售业，消费提速亦预示着零售行业景气高行继续。

1.1、居民收入：消费增长最根本动力

城乡居民收入是消费增长的最根本动力，两者具有一定的相关性。

Figure 1 社会消费品零售总额累计增速和城乡居民收入累计增速具有一定相关性

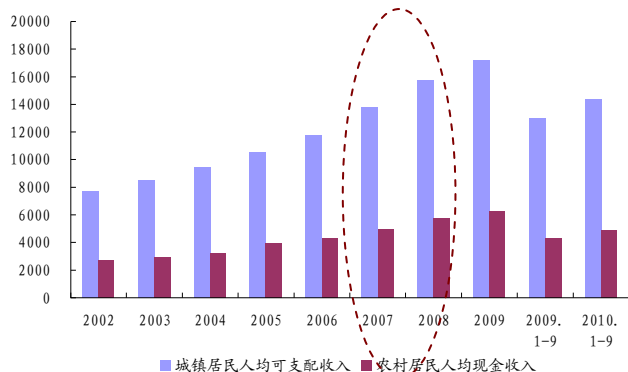


资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所



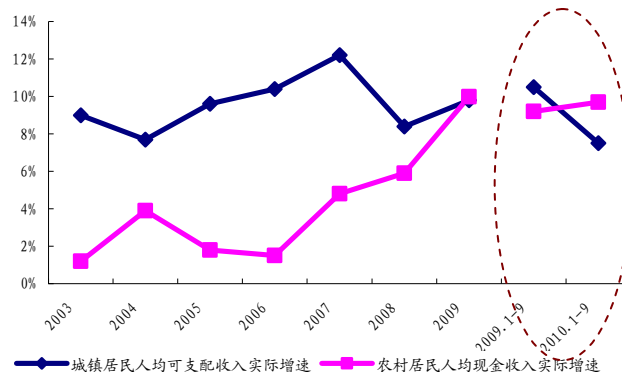
根据 Wind 统计数据显示, 2010 年前三季度城镇居民人均可支配收入 14334 元, 同比增长 10.5%, 较 09 年同期增速提高了 1.2 个百分点; 农村居民人均现金收入 4869 元, 同比增长 13.06%, 较 09 年同期增速提高了 1.2 个百分点。从实际增速看, 2010 年前三季度城镇居民人均可支配收入实际增速为 7.5%, 由于 CPI 走高的影响, 较去年同期下降了 3 个百分点; 农村人均收入实际增速为 9.7%, 较去年同期增加了 0.5 个百分点。

Figure 2 城乡居民收入水平对比



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 3 城乡居民收入实际增速对比



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

根据人力资源和社会保障部 2003 年通过的《最低工资规定》, 最低工资标准每两年至少调整一次。今年以来, 自江苏省在全国率先上调最低工资标准后, 浙江、广东、福建、上海等省市纷纷进行上调最低工资标准, 上调幅度都在 10% 以上, 一些省份超过了 20%。

从各地上调最低工资标准的情况看, 东部城市进行了结构化上调, 在绝对数额的上调之外, 着重调整低收入收入人群的收入水平, 均衡统一省(市)内部不同发展水平的地区之间的差距。西部地区上调最低工资幅度最大, 例如宁夏在上调最低工资标准前一直居全国最低位, 2009 年平均工资仅为上海的 1/3, 上调 24.9% 之后跃居全国工资收入排名中游位置。

Figure 4 2010 年全国各省市最低工资标准

实施日期	地区	月最低工资标准(元/月)	平均涨幅	小时最低工资标准(元/时)
2010 年 2 月	江苏	670 - 960	13.1%	5.4 - 7.2
2010 年 3 月	福建	600 - 900	24.5%	6.5 - 9.6
2010 年 4 月	上海	1120	16.7%	9
2010 年 4 月	浙江	800 - 1100	15.3%	6.5 - 9
2010 年 4 月	天津	920	12.2%	7.8
2010 年 4 月	山西	640 - 850	15.5%	7 - 9.3
2010 年 5 月	广东	660 - 1030	21.1%	6.4 - 9.9
2010 年 5 月	山东	600 - 920	21.2%	6.5 - 9.6
2010 年 5 月	湖北	600 - 900	28.9%	6.5 - 9
2010 年 5 月	吉林	680 - 820	22.9%	5.2 - 6.3
2010 年 5 月	宁夏	605 - 710	24.9%	6.8 - 7.2
2010 年 6 月	新疆	500 - 960	24.6%	6 - 8.8
2010 年 7 月	北京	960	20.0%	11



2010年7月	西藏	850 - 950	30.0%	7.5 - 8.5
2010年7月	河北	690 - 900	24.1%	6.9 - 9
2010年7月	内蒙古	680 - 900	34.4%	6.1 - 8.1
2010年7月	辽宁	650 - 900	29.0%	6 - 8.5
2010年7月	黑龙江	600 - 880	42.9%	5.5 - 7.5
2010年7月	湖南	600 - 850	27.8%	6 - 8.5
2010年7月	海南	680 - 830	37.0%	5.9 - 7.2
2010年7月	云南	630 - 830	22.0%	6 - 8
2010年7月	河南	600 - 800	20.0%	6.8 - 9
2010年7月	陕西	580 - 760	22.7%	5.8 - 7.6
2010年7月	安徽	500 - 720	27.5%	5.2 - 7.5
2010年7月	江西	500 - 720	23.6%	4.7 - 6.8
2010年8月	四川	650 - 850	44.4%	6.8 - 8.9
2010年9月	青海	750 - 770	23.8%	8.1 - 8.3
2010年9月	广西	565 - 820	22.4%	4.5 - 6
2010年10月	贵州	650 - 830	22.5%	6 - 8
2010年10月	甘肃	630 - 760	23.8%	6.6 - 7.5
2011年1月	重庆	710 - 870	32.8%	7.1 - 8.7

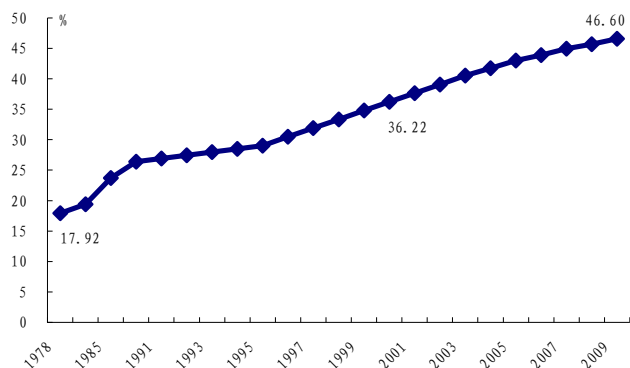
资料来源：各省政府网站、第一创业证券研究所

总的来看，过去 10 年，我国城乡居民收入呈现逐年提高趋势，预计“十二五”期间，收入分配改革提速、社会保障体系完善等均使这种趋势得到加强。

1.2、城镇化提速：培育消费需求

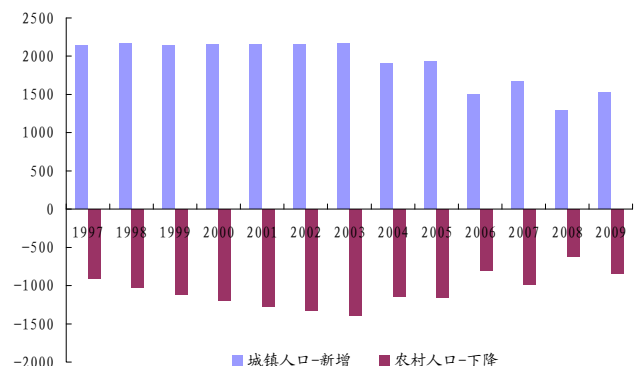
截至 2009 年，我国城镇人口已经达到 6.2 亿，城镇化率达到 46.6%，与 2000 年相比，我国城镇人口增加 1.63 亿，城镇化率提高 10.4%，年均提高约 1.2 个百分点。1996 年~2005 年，每年新增的城镇人口数量超过 2000 万；2006 年~2009 年，每年新增的城镇人口数量大约为 1500 万。

Figure 5 我国城镇化进程



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

Figure 6 我国城镇年新增人口



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

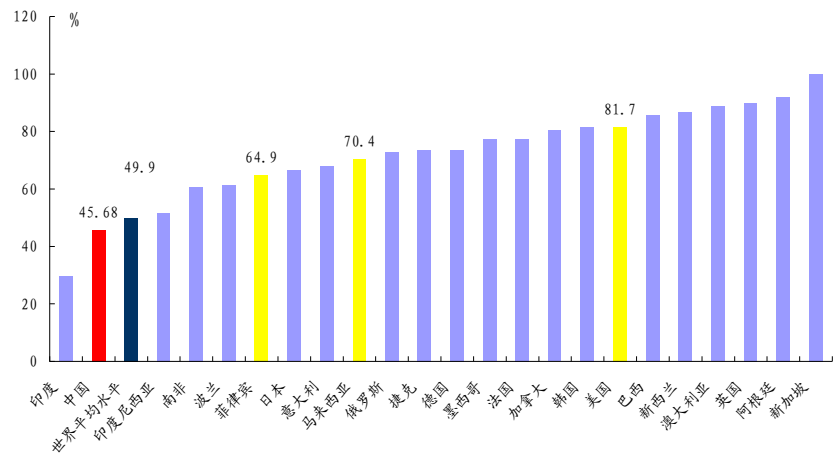
根据社科院《2010 年城市蓝皮书》预测，“十二五”期间，我国将进入城镇化与城市发展双重转型的新阶段，预计城镇化率年均提高 0.8~1.0 个百分点，到 2015 年达到 52%左右，到 2030 年达到 65%左右。也就是说，



未来 5 年，我国城镇人口平均每年增加 1500 万左右。

但总的来看，我国城镇化水平不仅低于发达国家，而且也低于世界平均水平。据统计，发达国家的城市化率一般已接近或高于 80%，人均收入与我国相近的马来西亚、菲律宾等周边国家，城市化率也在 60% 以上。如若参照发达国家的城市化经验，城市化率在 30%~70% 期间是加速城市化的时候，那么未来我国的城镇化率应该是 70% 左右，即目前农村居民人数将由 7.2 亿人减少到 4 亿人左右。

Figure 7 主要国家 2008 年城镇化率



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

城镇化进程提高蕴含巨大的内需空间，对消费品零售具有完全正向刺激：

一是，各类城镇新增人口有效扩大了城市消费群体，增加居民消费。自 1978 年以来，我国城镇居民人均可支配收入水平一直明显高于农村人均现金收入水平。根据国家统计局数据显示，2008 年我国农村居民人均消费支出为 3661 元，城关镇居民人均消费支出为 8869 元，地级市居民人均消费支出为 10599 元，36 个大中城市居民人均消费支出为 14326 元。这表明从乡村到城市，居民消费明显增加。

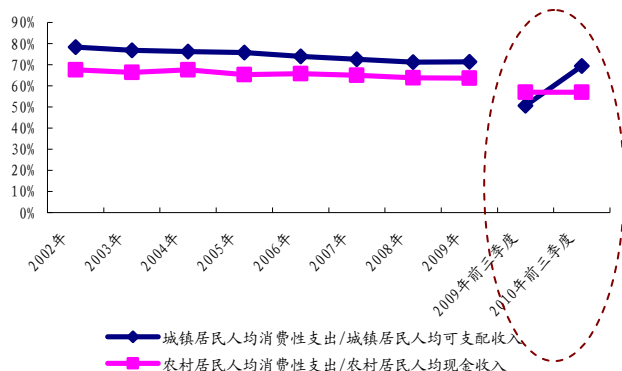
二是，城镇化可以提高农村居民消费水平，提升消费结构。我国城镇居民的平均商品消费倾向高于农村居民，2009 年和 2010 年前三季度，我国城镇居民平均商品消费倾向为 71.41%、69.36%，农村居民平均商品消费倾向为 63.69%、56.93%；2009 年，我国城镇居民人均消费性支出与农村居民人均消费性支出比为 3.07: 1，2010 年该比值上升到 3.67: 1。这主要是因为农村家庭自己生产了部分的消费品，如粮食、蔬菜、蛋肉类食品、衣物和家具，以及农村的家庭收入较低，没有社会保障体系，导致农村居民消费意识差。

三是，促进消费渠道下沉。目前我国有 22 个省、5 个自治区、4 个直辖市、334 个市（自治州、盟）、1735 个县（市、自治旗）、48000 多个乡



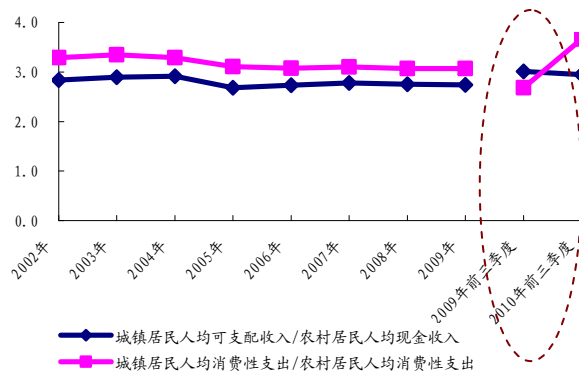
(镇)、全国范围行政村总数为 691510 个。城镇化的快速推进，使零售渠道延伸至三、四线城市，刺激当地消费意识。

Figure 8 我国城乡居民商品消费倾向对比



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

Figure 9 我国城乡居民消费支出比



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

Figure 10 我国城乡 2009 年消费支出结构对比

	消费性支出 (元/人/年)		消费结构 (%)	
	城镇	农村	城镇	农村
消费性支出	12,264.55	3,993.45	100%	100%
食品	4,478.54	1,636.04	36.52%	40.97%
衣着	1,284.20	232.50	10.47%	5.82%
居住	1,228.91	805.01	10.02%	20.16%
家庭设备用品及服务	786.94	204.81	6.42%	5.13%
医疗保健	856.41	402.91	6.98%	10.09%
交通和通信	1,682.57	340.56	13.72%	8.53%
教育文化娱乐服务	1,472.76	287.54	12.01%	7.20%
杂项商品和服务	474.21	84.10	3.87%	2.11%

资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

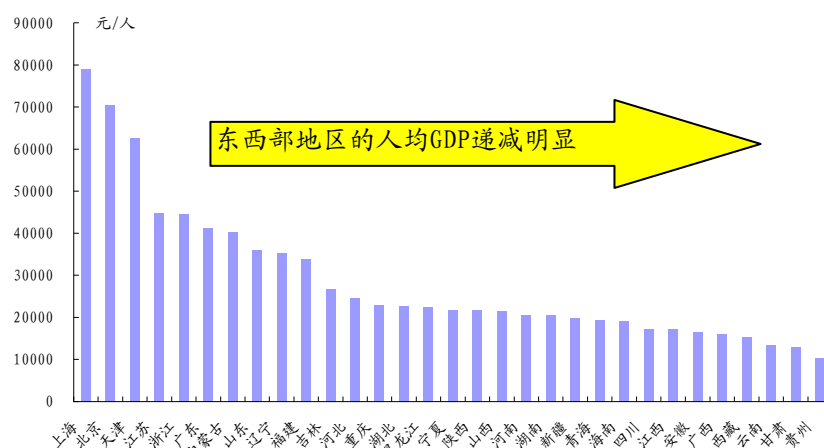
伴随着城镇化和非农化，将有助于增加农民收入和提高农民消费水平，进而为零售业输送新的消费群体，提供了新的增长空间。

1.3、中西部地区经济崛起：孕育区域消费动能

我国区域经济发展存在明显的不平衡。从各省的人均 GDP 看，以上海、北京和天津为首的东部沿海地区的人均 GDP 水平显著高于云南、贵州、甘肃等中西部地区，2009 年东部地区与中西部地区人均国内生产总值之比为 2.2 : 1。



Figure 11 东部地区和中西部地区的 2009 年人均 GDP 对比



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

为了促进经济均等化，“十一五”以来，国务院高度重视“中部崛起”，继续贯彻“西部大开发”战略，先后批复了数十个区域规划。特别是 2009 年以来，多个区域经济发展规划更是密集出台，作为经济刺激方案的细化。

Figure 1 2006 年至今的区域发展规划

时间	区域经济发展规划
2006. 04. 14	国务院：《关于促进中西部地区崛起的若干意见》
2006. 12. 08	国务院：《西部大开发“十一五”总体规划》
2007. 06. 07	发改委：《关于批准重庆市和成都市设立全国统筹城乡综合配套改革试验区的通知》
2007. 12. 14	发改委批准武汉城市圈和长株潭城市群为全国资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区
2008. 09. 07	国务院：《关于进一步促进宁夏经济社会发展的若干意见》
2009. 01. 08	国务院：《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》
2009. 01. 22	国务院：《皖江城市带承接产业转移示范区规划》
2009. 03. 15	发改委：《青海柴达木循环经济试验区总体规划》
2009. 05. 14	国务院：《支持福建加快建设海峡西岸经济区的若干意见》
2009. 06. 10	国务院：《江苏沿海地区发展规划》
2009. 06. 24	国务院：《横琴总体发展规划》
2009. 06. 25	发改委：《关中-天水经济区发展规划》
2009. 07. 01	国务院：《辽宁沿海经济带发展规划》
2009. 08. 30	国务院：《中国图们江区域合作开发规划纲要》
2009. 09. 23	国务院：《促进中部地区崛起规划》
2009. 12. 02	国务院：《黄河三角洲高效生态经济区发展规划》
2009. 12. 07	国务院：《关于进一步促进广西经济社会发展的若干意见》
2009. 12. 12	国务院：《鄱阳湖生态经济区规划》
2009. 12. 24	国务院：《甘肃省循环经济总体规划》
2009. 12. 31	国务院：《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》
2010. 01. 12	发改委：《皖江城市带承接产业转移示范区规划》
2010. 04. 06	发改委：《沈阳经济区国家新型工业化综合配套改革试验区》
2010. 05. 02	国务院：《关于进一步支持甘肃经济社会发展的若干意见》
2010. 05. 09	发改委：《关于促进中部地区城市群发展的指导意见》
2010. 05. 24	国务院：《长江三角洲地区区域规划》
2010. 08. 31	国务院：《关于中西部地区承接产业转移的指导意见》



2010.11.12 发改委:《重庆两江新区总体规划方案》

2010.12.13 发改委:《山西省国家资源型经济转型综合配套改革试验区》

资料来源:第一创业证券研究所

在国家政策的大力扶持下,中西部地区经济的增长步伐明显加快,从各地区 GDP 的加权平均增长率来看,西部地区的增长率最高,达 21.2%;中部地区位居其次,达 20.4%;东北地区增长率为 18.7%,东部地区增长率最低,为 18.5%。人均 GDP 增速提升亦显著增速社会消费品零售总额,特别是中部地区安徽、江西、湖南、湖北等地区。

Figure 13 人均 GDP 增速前 10 名

排名	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
1	内蒙古	内蒙古	福建	内蒙古	内蒙古
2	天津	福建	内蒙古	吉林	山东
3	重庆	天津	吉林	江苏	江苏
4	四川	陕西	重庆	山东	天津
5	广西	吉林	山西	天津	河南
6	湖南	重庆	陕西	河南	河北
7	陕西	湖南	海南	广东	江西
8	吉林	青海	天津	浙江	广西
9	湖北	辽宁	上海	辽宁	四川
10	辽宁	湖北	广西	广西	陕西

资料来源:国家统计局、第一创业证券研究所

Figure 14 各阶段期间的人均 GDP 增速前 10 名

排名	2005 年 -2009 年	2000 年 -2004 年	1995 年 -1999 年	1990 年 -1994 年
1	内蒙古	内蒙古	西藏	海南
2	福建	天津	福建	广东
3	天津	广东	上海	福建
4	陕西	浙江	浙江	浙江
5	吉林	山西	江苏	江苏
6	江苏	江苏	天津	山东
7	重庆	山东	河北	广西
8	广西	西藏	广东	河北
9	辽宁	北京	山东	新疆
10	山东	上海	安徽	重庆

资料来源:国家统计局、第一创业证券研究所

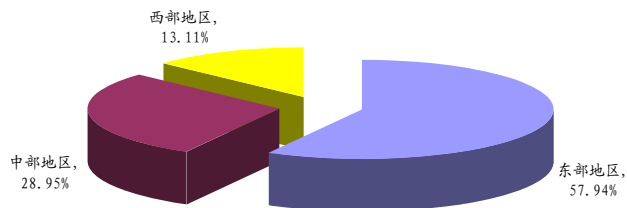
Figure 15 中国社会消费品零售总额同比增速排名前 10 名

排名	2010 年 1-10 月		2009 年		2008 年		2007 年	
1	海南	19.40%	天津	21.50%	陕西	25.30%	西藏	24.90%
2	天津	19.30%	西藏	21.30%	天津	24.50%	内蒙古	19.40%
3	安徽	19.20%	四川	20.00%	吉林	24.30%	吉林	19.30%
4	江西	19.20%	陕西	19.70%	重庆	24.30%	贵州	19.10%
5	浙江	19.10%	江西	19.30%	内蒙古	24.10%	山西	18.60%
6	贵州	0.19%	湖南	19.30%	海南	23.90%	广西	18.60%
7	黑龙江	19.00%	广西	19.30%	江西	23.70%	山东	18.50%
8	福建	19.00%	云南	19.30%	贵州	23.50%	河南	18.50%
9	湖南	18.90%	山西	19.20%	安徽	23.40%	安徽	18.40%
10	广西	18.90%	内蒙古	19.20%	江苏	23.30%	湖南	18.40%

资料来源:Wind 资讯、第一创业证券研究所

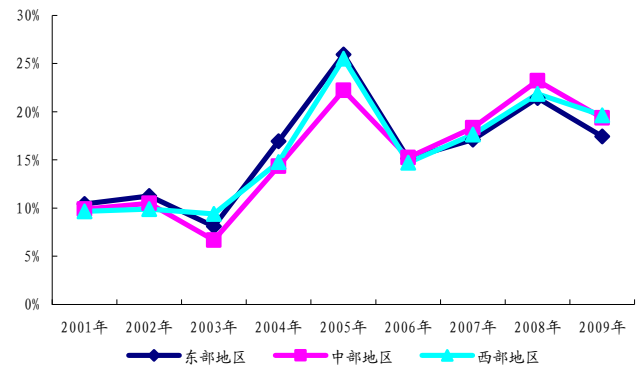


Figure 26 东、中、西地区社会消费品零售总额占比



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

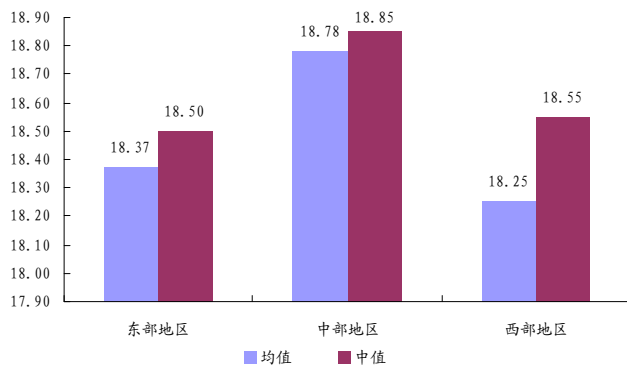
Figure 37 东、中、西地区社会消费品零售总额增速



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

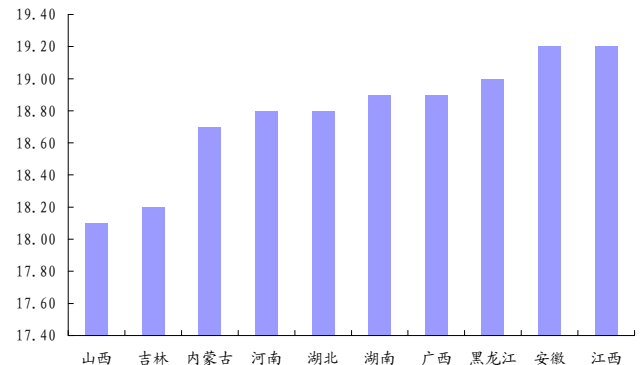
注: 东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 11 个省(市); 中部地区包括山西、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南、广西等 10 个省(区); 西部地区包括重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 10 个省(区)。

Figure 18 2010 年 1-10 月社会消费品零售总额增速比较



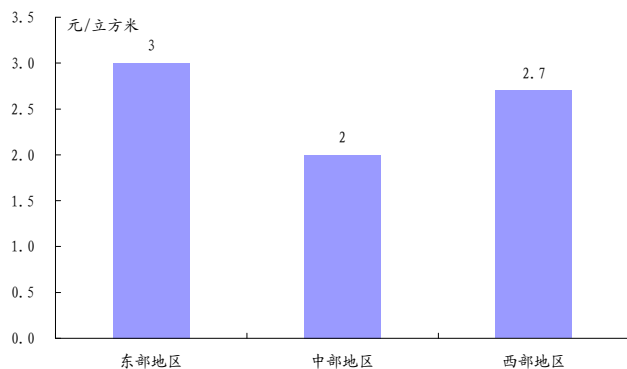
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 19 中部地区 2010 年 1-10 月社会消费品零售总额增速



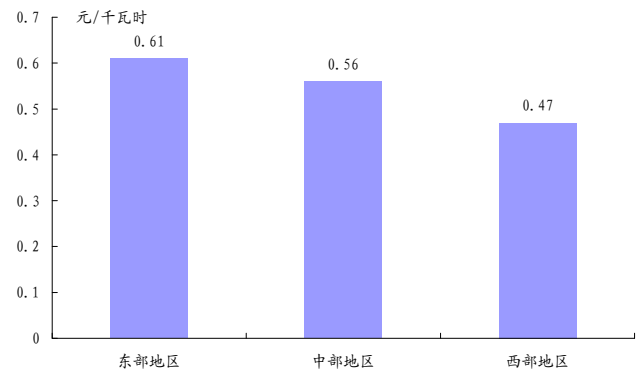
资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 204 东、中、西地区主要城市居民综合用水平均价格



资料来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

Figure 21 东、中、西地区主要城市居民用电平均价格



资料来源: 国家统计局、第一创业证券研究所

中西部地区资源丰富、生产要素成本低, 承接产业转移优势显著。目前, 富士康、惠普、海尔、格力、美的、英特尔等国内外巨企已将生产基地内迁



往重庆、成都、武汉、合肥等中西部城市。《关于中西部地区承接产业转移的指导意见》出台后，中西部地区更是将在亚州四小龙、四小虎、中国东南沿海地区之后，成为新的产业转移基地。

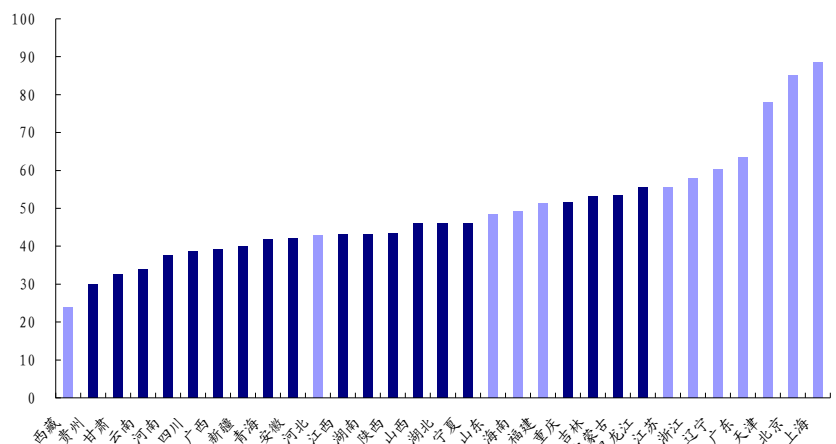
Figure 22 部分大企业在中西部的生产基地或研发中心等

企业	城市	时间	产业转移情况	投资额/产能
富士康	重庆	2009.09	富士康科技集团重庆基地奠基	10 亿美元
	成都	2007.01	富士康成都产业基地项目签约	10 亿美元
	晋城	2010.08	富士康晋城科技园 A 区项目签约	38 亿元人民币
	武汉	2010.08	武汉科技工业园扩大产能	年产 6800 万台（件）电脑
	郑州	2010.09	富士康郑州科技园项目破土动工	不低于 9 亿美元
惠普	重庆	2009.08	惠普笔记本电脑出口制造基地签约	约 20 亿美元
	重庆	2009.12	惠普生产出口采购公司及结算有限公司	0.6 亿美元
海尔	重庆	2007.01	海尔重庆生产基地	28 亿元人民币
格力	合肥	2008.12	格力电器合肥产业基地一期工程竣工投产	15 亿人民币
	重庆	2009.12	格力重庆工业园	6 亿人民币
美的	贵溪	2010.06	美的江西光源新基地	5 亿元人民币
	邯郸	2010.03	美的邯郸工业园奠基	50 亿人民币
	合肥	2007.11	美的冰洗产业工业园竣工投产	11.7 亿人民币
	重庆	2006.08	重庆美的工业园投产	10 亿人民币
	武汉	2004.03	美的集团武汉工业园	10 亿人民币
TCL	成都	2009.07	西部地区液晶模组整机生产基地投产	液晶模组整机一体化 200 万台产能
	西安	2010.04	TCL 集团工业研究院西安研发中心	设立 500 人研发平台

资料来源：第一创业证券研究所

中西部正在加速形成的新产业转移基地将带动上下游产业链的集群发展，为区域经济发展提供动力，加速中西部的工业化和城镇化进程。

Figure 23 2009 年中国各省及直辖市城镇化率



资料来源：国家统计局、第一创业证券研究所

《促进中部地区区域崛起规划》中提到“到 2015 年中部地区的城镇化率要提高到 48%”的规划目标，中部地区目前城镇化率为 40.3%，到 2015 年提高近 8 个百分点。目前我国城镇率较低的省份主要分布在中西部，占总人口比重为 69.05%。随着中西部城镇化进程的提速，消费需求端的人口基

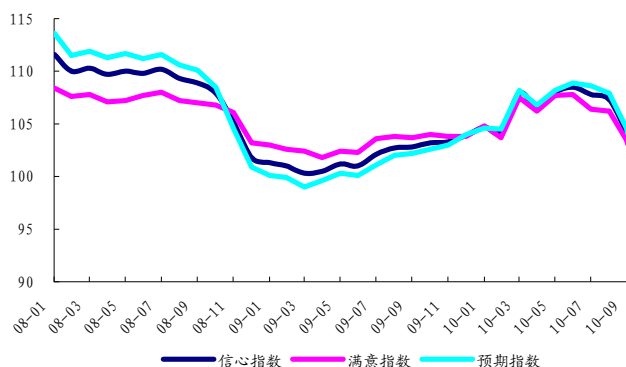


数将增长；而且，中西部地区相对生活成本低，购房压力小，社会保障日趋完善，居民收入和消费需求的弹性较高。

从中长期来看，中西部地区的经济崛起为区域消费能力继而为区域零售业提供了持久增长的动力。

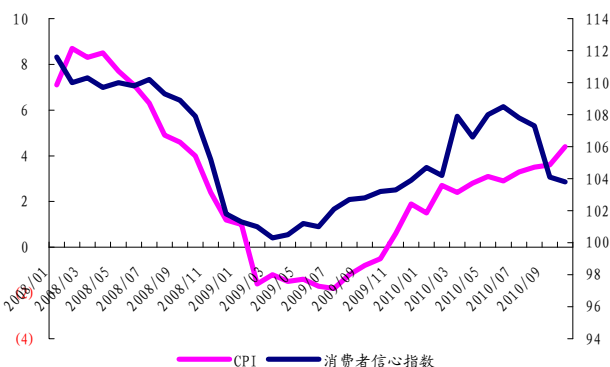
1.4、消费者信心指数：通胀影响下降，但整体显乐观

Figure 54 消费者信心指数



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

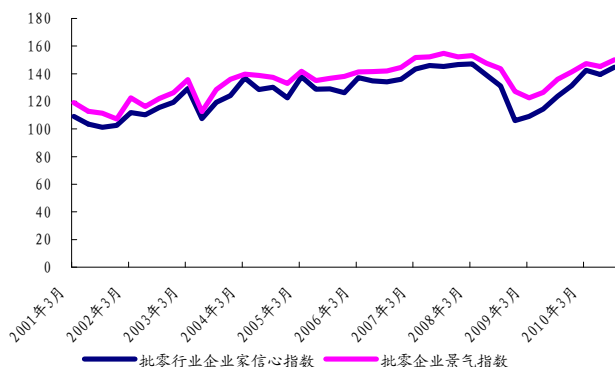
Figure 25 CPI 与消费者信心指数对比



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

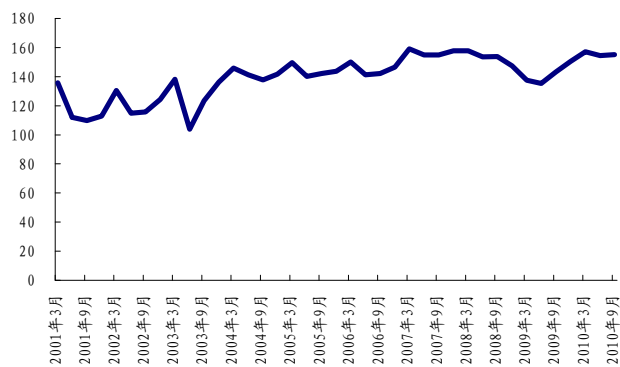
2010 年 10 月消费者信心指数 104.1, 较 9 月继续回落了 0.1 个百分点, 较全年 6 月份的高点 (108.5) 回落了 4.1 个百分点。虽然随着物价的连续上涨, 消费者信心指数亦逐月下降, 不过整体信心水平仍位于 100 点之上, 处于乐观区间。预计 2011 年上半年消费者信心指数维持在 100 点之上的概率极大。

Figure 66 批零行业企业家及企业信心指数



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 77 零售行业景气指数



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

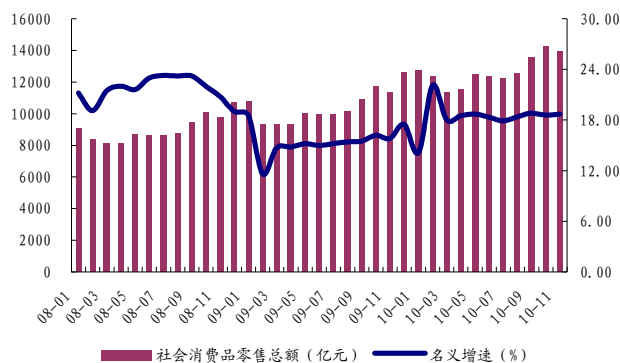
2、行业面：稳定增长并存上调空间

2.1、社消品零售额：名义增速维持高位，实际增速放缓

今年 4 月份以来，社会消费品零售总额月度增速一直保持 18% 以上的水平，11 月份达到 18.7%。

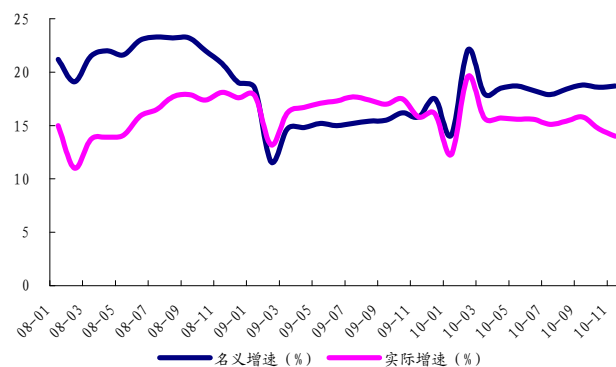


Figure 28 社会消费品零售总额单月值及当月名义增速



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

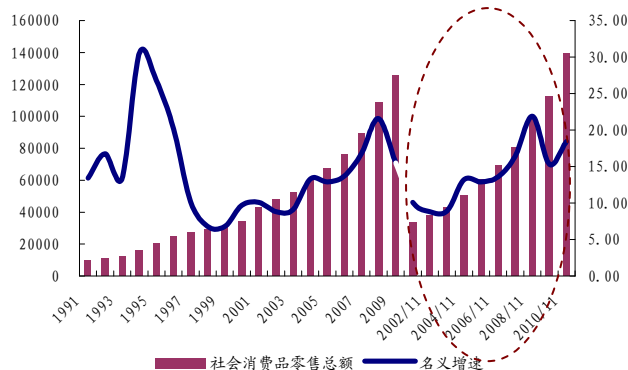
Figure 89 社会消费品零售总额单月名义增速和实际增速



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

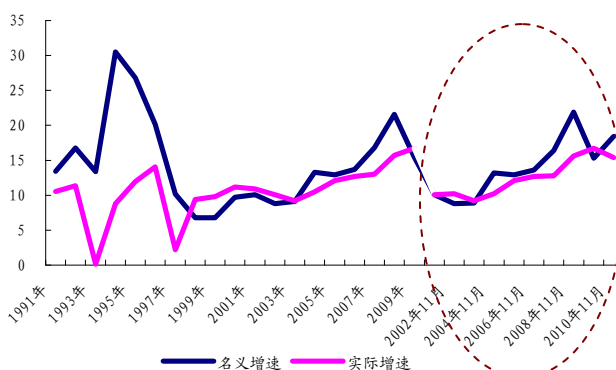
今年前 11 个月,社会消费品零售总额达 13.92 万亿元,同比增速 18.4%,除低于 2008 年同期增速 (21.9%) 外,创近 10 年新高,较 2009 年同期增速高 3.1 个百分点。扣除价格因素后,实际增速为 15.4%,低于 2009 年同期实际增速 1.3 个百分点,主要因素是 11 月 CPI 高企至 5.1%,并且去年同期基数甚高。

Figure 30 社会消费品零售总额累计值及增速



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 9 社会消费品零售总额累计增速和实际增速



资料来源: Wind 资讯、第一创业证券研究所

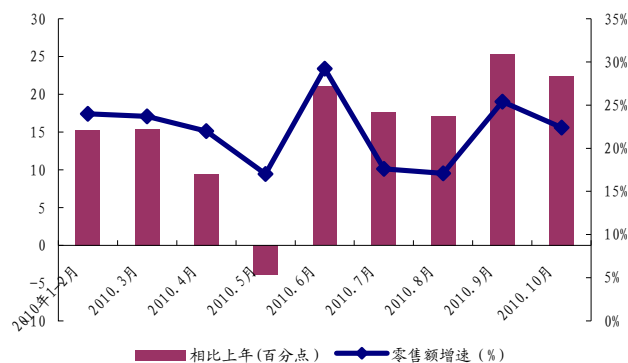
总体来看,今年消费增速始终保持高位运行态势,但实际增速因物价上涨影响而显回落趋势,预计四季度通胀进一步上行,全年消费增速将维持 18.5% 左右,实际增速约 14.5~15% 之间。2011 年上半年,受宏观面的政策支持以及通胀效应的支撑,并考虑到今年消费增速基本呈“前高后低”和物价调控的因素,预计消费名义增速在 17%~18% 之间,实际增速回暖至 16%~16.5% 之间,社会消费品零售总额将继续保持相对稳定的增长。

2.2、大型零售商: 增速保持平稳增长

2010 年 1-10 月,百家大型零售企业零售额同比增速为 22.3%,高于上年同期 7.4 个百分点,继续保持良好较快的增长势头。

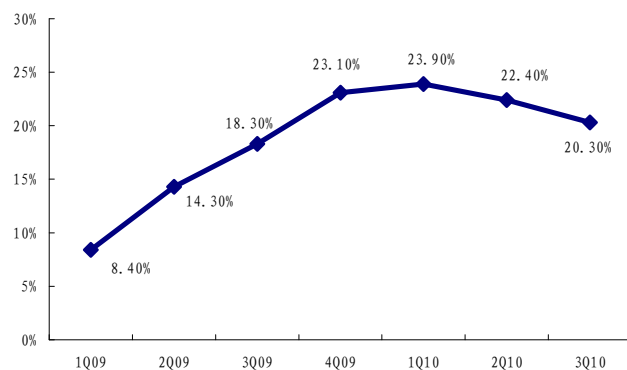


Figure 32 百家重点大型零售企业零售额增速及同比幅度变化



资料来源：中华商业信息网、第一创业证券研究所

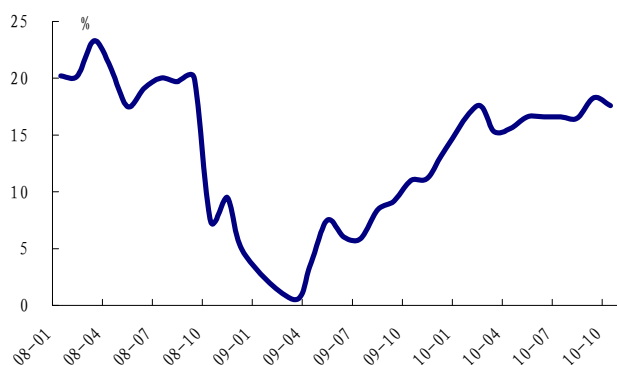
Figure 33 百家零售企业各季度零售额增速



资料来源：中华商业信息网、第一创业证券研究所

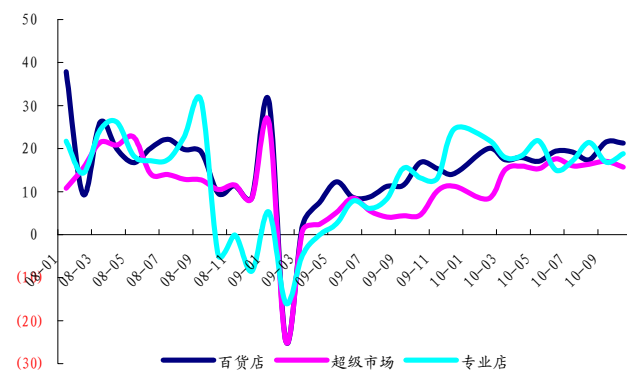
从商务部公布的千家核心商业企业零售指数看，10月指数虽较9月回落0.7个点，但仍呈上走趋势；百货、超市和专业店的销售额继续保持15%上的增长，其中百货的销售额增速为21.3%、超市的销售额增速为15.7%、专业店的销售额增速为18.8%。

Figure 10 千家核心商业企业零售指数



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 35 千家核心商业销售额分业态增速



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

2.3、上市公司：整体盈利良好

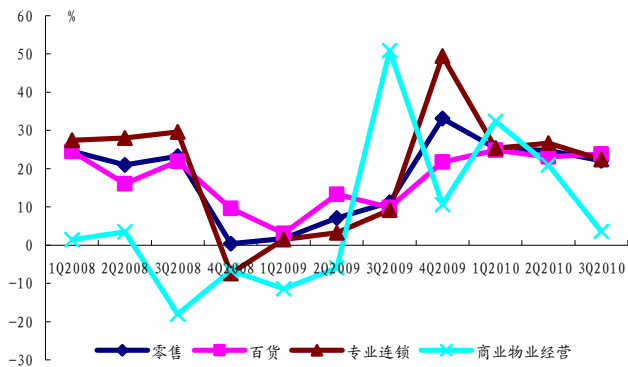
Wind 资讯统计显示，2010 年前三季度零售行业上市公司的整体表现良好：

营业收入同比增长 21.82%，归属于母公司股东的净利润同比增长 31.25%。其中，百货业的营业收入和净利润分别同比增长 21.48%、30.46%；专业连锁的营业收入和净利润分别同比增长 22.54%、35.95%；商业物业经营的营业收入和净利润分别同比增长 17.12%、21.01%。

单季度看，百货业的营业收入增长最为稳定，商业物业经营的营业收入增长弹性较大；受 2009 年百货业绩增速“前低后高”基数的影响，第三季度百货的业绩增速趋下。

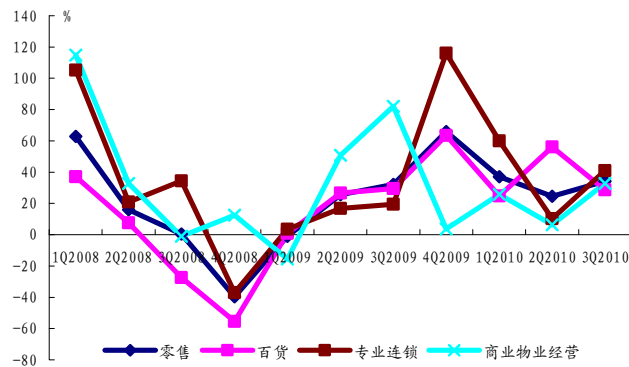


Figure 36 零售行业及各子行业营业收入增长率（单季度）



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 11 零售行业及各子行业净利润增长率（单季度）

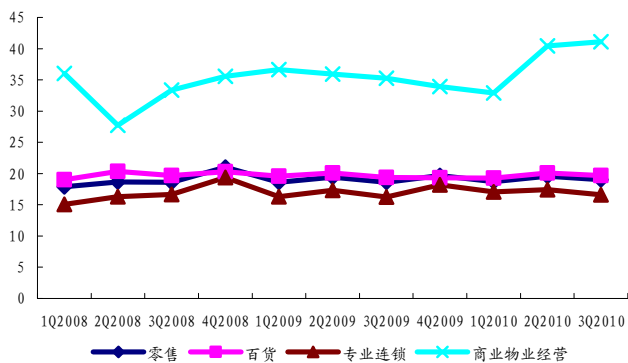


资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

毛利率（整体法）19.1%，同比提升了 0.23 个百分点。其中，百货业的毛利率 19.64%，同比增加了 0.2 个百分点；专业连锁的毛利率 17.03%，同比增加了 0.23 个百分点；商业物业的毛利率 38.33%，同比增加了 2.46 个百分点。单季度看，百货和专业连锁的毛利率和净利率基本保持稳定，商业物业经营的毛利率和净利率变动幅度虽较大，但仍处于历史均值之上。

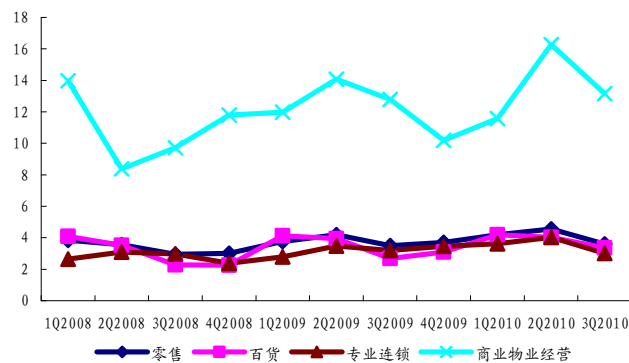
净利率（整体法）4.11%，同比提升了 0.3 个百分点；其中，百货业的净利率 3.87%，同比增加了 0.26 个百分点；专业连锁的净利率 3.54%，同比增加了 0.36 个百分点；商业物业的净利率 13.71%，同比增加了 1.08 个百分点。

Figure 38 零售行业及各子行业毛利率（单季度）



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 39 零售行业及各子行业净利率（单季度）



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

四季度是零售行业的消费高峰期，但受 2009 年第四季度高基数的影响，预计第四季度盈利增势略有下降，全年整体收入增速超过 20%，净利润增速在 30% 以上，毛利率和净利率稳定中微有提升；2011 年，在经济向消费转型、各项经济政策不断刺激之下，预计上半年整体盈利增速也能维持 30% 以上。



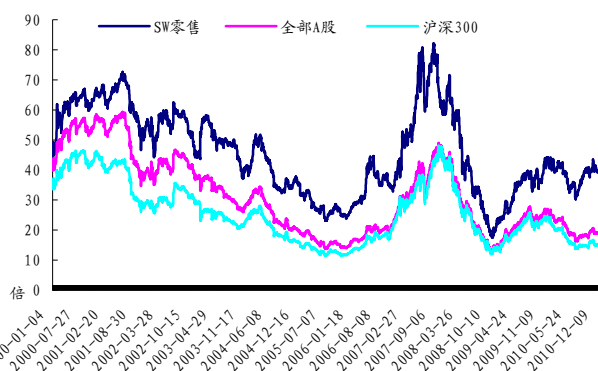
3、估值面：增长潜力支持当前估值

3.1、整体估值：相对 A 股估值溢价将大幅收缩

截至 2010 年 12 月 13 日，零售板块 PE（TTM，整体法，剔除负值）为 40.55 倍，相对 A 股和沪深 300 的溢价倍数分别为 2.07、2.61，均高于历史平均水平。（零售板块相对 A 股和沪深 300 的历史估值溢价倍数平均分别为 1.54、1.85，最高历史溢价倍数分别为 2.33、2.89）。

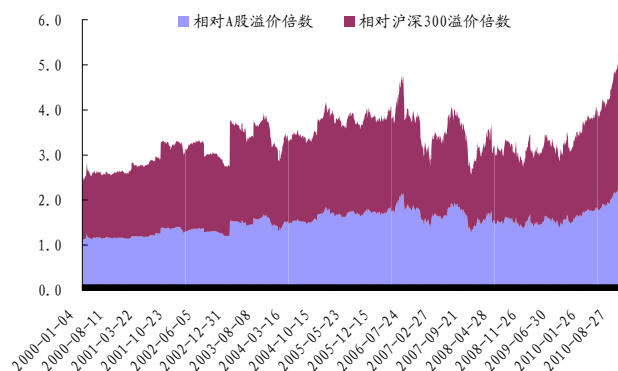
我们预计 2011 年零售行业整体净利润增速在 30% 以上，若以 30% 计算，则对应的 2011 年零售板块整体估值为 24 倍，相对 A 股和沪深 300 的溢价倍数分别为 1.63、1.94，估值溢价大幅收窄，未来的盈利增长，使零售板块的整体估值回落到具有吸引力的区间。

Figure 40 零售行业与 A 股、沪深 300 估值比较



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

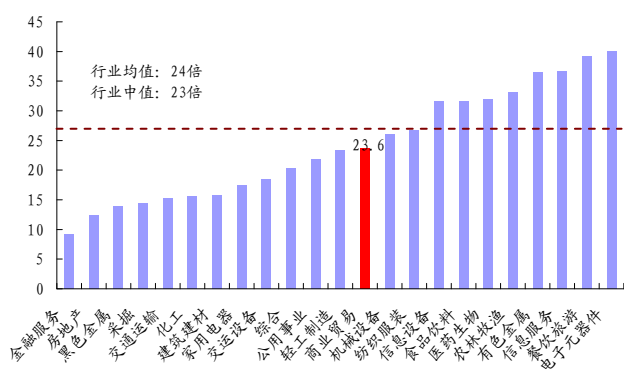
Figure 41 零售行业相对 A 股、沪深 300 溢价倍数



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

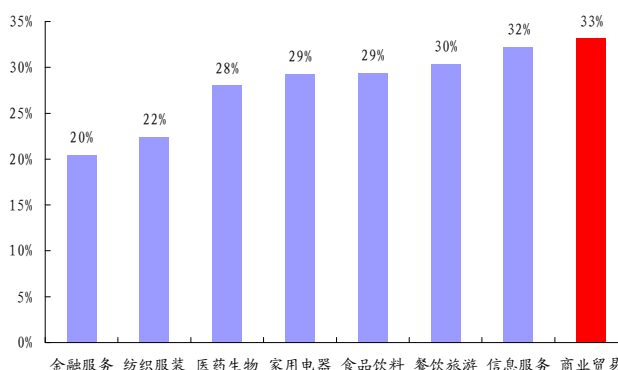
再据 Wind 资讯显示的 2011 年各行业估值看，零售板块整体估值处于平均水平位，在消费类行业中，属于估值中等偏低而未来三年净利润复合增长率相对最高的板块。

Figure 12 各行业 2011 年整体预测市盈率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 13 未来三年消费类相关行业的净利润复合增长率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

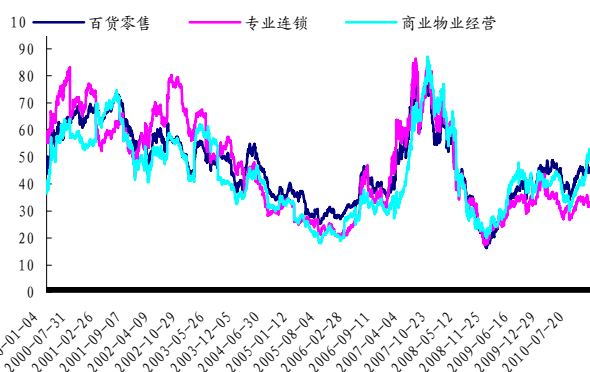
3.2、子行业估值：百货和连锁均低于历史平均水平

从各子行业的估值看，截至 2010 年 12 月 13 日，百货行业 PE（TTM，



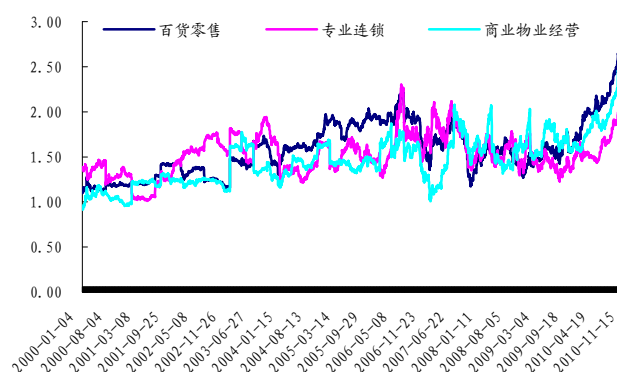
整体法，剔除负值）为 45 倍，低于历史平均水平 5.59%，相对 A 股的估值溢价 2.3 倍；专业连锁 PE 为 33 倍，低于历史平均水平 31.58%，相对 A 股的估值溢价 1.66 倍；商业物业经营 PE 为 51 倍，高于历史平均水平 13.42%，相对 A 股的估值溢价 2.6 倍。三大子行业对 A 股的估值溢价均处于历史高位，其中百货和专业连锁相对历史均值高出 45.32%、76.81%，专业连锁则高出 9.5%。

Figure 14 子行业估值



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

Figure 15 子行业与 A 股的估值溢价率



资料来源：Wind 资讯、第一创业证券研究所

4、投资策略

基于目前的通胀形势延续到明年上半年的预期，我们依然看好零售行业带来的投资良机。零售行业具有良好的基本面支撑和政策的大力支持，在通胀背景下具备较好的防御性，特别是温和通胀对上市公司业绩的提升是积极向上的。虽然目前估值企高，但未来的盈利增长能消化估值高企带来的交易性风险，2011 年上半年零售行业的市场表现将继续超越大盘。因此，给予行业“推荐”评级。

我们重点寻求中西部区域、估值相对较低、外延扩张明显的公司。我们认为，经济转型、区域经济政策逐步落实、城镇化推进加速、产业集群发展和升级等，均扩大中西部区域消费端人口、孕育消费动能、提高消费结构，而且相对东部地区的消费环境，中西部区域的市场竞争相对缓和，具有垄断优势的区域零售商无疑获得区域经济崛起促发业绩释放的动力。

结合各区域发展特点，以及各区域零售商的竞争优势和成长潜力，建议重点关注：合肥百货（000417）、友阿股份（002277）、新华百货（600785）、武汉中百（000759）。同时，我们亦关注资产重组预期带来盈利改善前景的公司，建议关注渤海物流（000889）。

合肥百货（000417）：安徽省零售龙头，目前拥有 15 家百货门店、113 家合家禄超市、22 家百大电器以及 1 家农产品批发市场，总营业面积超过 70 万平方米，经营网络遍布合肥、蚌埠、铜陵、六安、淮南、黄山、亳州



和巢湖等 8 个主要地市；公司自 2009 年以来业绩持续超预期，净利润增长率平均达 60.33%，处于同行业可比公司前列；公司 05~06 年开设的三家门店和 08 年开设的四家门店将陆续步入业绩释放的快速期，10 年 9 月新开巢湖百大购物中心、周谷堆大兴农产品批发市场预计于 12 年初投入使用，收购合家福超市和乐普生商厦等少数股权后，预计 11 年、12 年可新增利润 5300 万元和 6000 万元。

友阿股份 (002277): 湖南省百货龙头，现省内拥有友谊商店、友谊商场、阿波罗商业广场等 7 家门店，经营面积约 19 万平方米；完成中山集团资产包中核心资产收购后，将改扩建春天百货至营面增加两倍之多，阿波罗广场和友谊商场新增营面共 2 万余，同时品牌调整持续，均为公司未来内生增长提供了空间；11 年初和 12 年中期长沙和天津的奥特莱斯将相继开业，新业态将成为公司另一重要盈利增长点。

新华百货 (002277): 公司是宁夏省零售龙头，门店主要分布在银川市，目前拥有 7 家百货店、70 多家超市、60 多家电器连锁店，“百货+超市+电器”规模优势突出；今年新开西夏店、现代城店和 12 年老大楼店扩建，将增营面 7 万平方米；中卫店开始贡献盈利，10 年新开店成为未来盈利贡献梯队；预计 12 年物美将完成 A 股上市，两者整合带来的互补能力和协同效应将非常明显。

武汉中百 (000759): 湖北地区超市龙头，截止 2010 年三季度末，拥有经营网点 667 家，其中仓储超市 147 家、便民超市 516 家、百货店 4 家以及物流中心 4 个，网点深入至二、三线城市；未来 2~3 年，公司将保持每年 15~20 家仓储超市、50~60 家便民超市的外延扩张速度，11 年初吴家山购物中心开业，有望成为公司新的增长点；咸宁、浠水、襄樊、恩施、江夏的物流配送中心正在建设中，完成后将完备公司物流配送体系和加大基地直采力度，直采比例由目前 3%提高至 10%，对公司盈利能力提升显著。

渤海物流 (000889): 公司在秦皇岛地区具有明显的垄断优势，虽然业绩改善刚刚开始，但空间有限；未来最大看点在于茂业百货金都店的注入预期对公司盈利能力的大幅抬升。

Figure 46 推荐品种的盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价 (101214)	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000417.SZ	合肥百货	19.54	0.42	0.55	0.80	46.68	35.53	24.43
600785.SH	新华百货	32.06	1.11	1.12	1.36	28.88	28.63	23.57
002277.SZ	友阿股份	25.26	0.43	0.63	0.83	58.74	40.10	30.43
000759.SZ	武汉中百	13.59	0.38	0.40	0.52	35.76	33.98	26.13
000889.SZ	渤海物流	10.5	-0.18	0.10	0.22	107.14	47.73	

资料来源：第一创业证券研究所



5、风险提示

经济下滑、市场竞争加剧等带来盈利下降的风险。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120