

商业零售行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

行业发展值得关注，业绩增长稳定可期

——2011 年商业零售行业投资策略

投资要点:

➤ 商业零售行业表现强于大盘，体现攻防兼备特征

自今年 1 月份以来，商业零售板块整体表现出了攻守兼备的特征。截至到目前商业板块总市值加权平均涨幅上涨了 13.63%。沪深 300 指数下跌了 13.64%，上证综合成份指数下跌了 10.52%。同时在各个行业板块中商业板块的表现也相对靠前。

➤ 行业全年仍处景气通道中，明年业绩更趋稳定增长

我们认为今年全年行业将处在一轮景气向好的趋势中：（1）社会消费能力呈现稳健增长态势，数据总体向好态势未改，预计全年名义增长水平在 18.5% 左右；（2）全国千家商业企业销售指标与百家重点大型零售企业指标保持较好增长；（3）消费者与行业企业家信心指数以及居民收入状况近期总体保持稳定态势；（4）各家零售企业三季度业绩仍实现较好增长。预计在通货膨胀的预期下零售行业至明年上半年仍将处于景气时期，明年全年的业绩总体更趋稳定。

➤ 绝对估值处于合理范围，但行业溢价率相对较高

目前零售行业整体估值在 41 倍左右，相较过去 5 年行业平均 42 倍左右的市盈率仍具有吸引力，我们认为在预计行利润增长有望达到 30% 左右的前提下现阶段行业今年 30 倍左右的预测市盈率仍然属于有安全边际。但就相对溢价率水平来看，行业现已超出行业近 5 年的平均水平，接近中高水平并无相对优势。

➤ 政策面有望继续深化，将有助于行业持续向好

2010 年中央决定进一步完善各项鼓励消费的政策措施，总体力度进一步加大，对消费品市场较快增长继续形成有力的支撑，同时各地区商贸流通企业的做大做强也已步入实质阶段。随着本次《十二五规划建议》明确提出要坚持扩大内需战略，建立消费需求的长效发展机制，未来几年零售行业都有望受益于政策红利。

➤ 子行业总体发展态势向好，百货与连锁业态仍看好

我们认为，我国零售行业的发展是一个长期过程。在现阶段消费升级与消费普及的背景下关注行业自身的现状与未来发展趋势是必要的。总体来看这些主要子行业的自身特点包括百货最受益于经济周期上行与消费升级；超市较受益于通胀因素与品类结构管理；而专业店则是较具备增长潜力的零售业态。未来百货业向购物中心业态转化将成为百货业今后发展的重要方向，而超市与专业连锁业态将更向大范围跨区域扩张及内部效益提升两方面继续迈进。

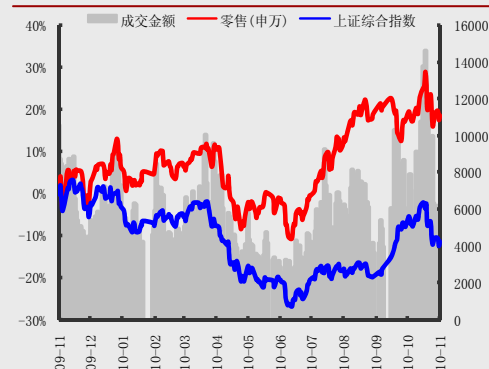
➤ 策略上以“业绩增长稳定+潜力挖掘+主题题材预期”的思路为主

我们认为对于零售业的投资主要应着眼于长远。这里我们把行业的投资主线分为三种，即企业的实在业绩、未来成长潜力以及主题题材故事的概念。同时，在结合考虑到目前行业业态自身发展特点以及我们对明年行业业绩整体的判断，维持之前我们对行业“强于大市”的投资评级。我们认为未来几年包括零售业在内的消费增长动力将主要来自于城镇化建设的推进、产业向中西部迁移、消费结构升级、人口红利累计、收入分配机制的改革等一系列因素。所推荐的公司包括王府井、中兴商业、友阿股份、鄂武商 A、友谊股份、合肥百货、通程控股、大商股份、小商品城。

行业评级 强于大市 （维持）

百货 （强于大市）
超市 （强于大市）
专业连锁 （强于大市）

行业表现 2010. 12. 16



评价周期 1 个月 6 个月 12 个月

绝对表现 (%)	15.51	25.88	16.74
相对表现 (%)	20.53	15.41	29.65

资料来源：爱建证券研究部

重点公司盈利预测及投资评级

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
王府井	推荐	0.98	1.21	1.50
中兴商业	推荐	0.33	0.29	0.60
友阿股份	推荐	0.91	0.70	0.94
鄂武商 A	推荐	0.47	0.62	0.76
友谊股份	推荐	0.40	0.63	0.77
合肥百货	推荐	0.42	0.51	0.64
通程控股	推荐	0.16	0.32	0.45
大商股份	推荐	-0.40	0.60	0.74
小商品城	推荐	1.35	1.50	2.16

资料来源：爱建证券研究部

侯佳林 左红英 S0820209120023
电话 021-32229888*3509
邮箱 houjialin@ajzq.com

相关报告

《行业确定增长，个股寻找成长》

2010. 06. 03

《行业景气依旧，稳定增长仍将保持》

2010. 08. 31

内容目录

一、值得关注的商业零售业.....	5
二、年初以来行业表现回顾.....	6
三、行业景气度向好依旧.....	7
■社会消费能力继续保持增长.....	7
■国内重点零售企业销售表现良好.....	12
■消费者信心与行业景气指数总体向好未变.....	12
■居民收入增长向好,未来改善空间较大.....	13
■四、行业经济效益向好趋势未改.....	14
■近期行业经济效益综述.....	14
■子行业业绩整体表现不尽相同.....	15
五、板块绝对估值合理,但相对溢价较高.....	20
六、政策面深化继续利好行业发展.....	23
七、关注重点子行业自身特点与发展.....	23
■百货:经济周期上行与消费升级提升内生增长空间.....	23
■超市:温和通胀利好行业,内功修炼成关键动因.....	24
■专业店:最具成长潜力的商业零售业态.....	25
八、行业主要风险.....	27
九、行业评级与投资策略.....	27
十、主要公司点评.....	30
附录:近年来行业主要政策面动向.....	35

图目录

图 1 年初以来各行业涨跌幅情况	5
图 2 零售分行业年初以来涨跌幅情况	5

图 3 行业与大盘涨跌幅总市值加权平均对比	6
图 4 行业与大盘涨跌幅算术平均对比	6
图 5 社会消费品零售总额的变化情况	7
图 6 CPI 与 RPI 近期涨跌幅变化	8
图 7 限额以上零售企业零售额情况	9
组图 8-11 主要商品类别零售额同比增长情况	9
图 12 主业态不同时期销售增长情况	10
图 13 全国千家核心商业企业情况	12
图 14 全国百家大型零售企业零售额变化情况	12
图 15 消费者信心指数变化情况	12
图 16 批零企业景气度变化情况	13
图 17 近期城镇居民收入与支出情况	14
图 18 近期农村居民收入与支出情况	14
图 19 城镇储户当期收入与未来收入调查情况	14
图 20 零售分行三季度业收入和净利润增长对比	16
图 21 各子业态市盈率估值情况比较	21
图 22 行业市盈率与沪深 300 对比	21
图 23 各子业态市盈率估值情况比较	21
图 24 行业市净率与沪深 300 对比	21
图 25 商业零售板块估值溢价率变动（相对于沪深 300）	22
图 26 各板块 2011 年预测市盈率情况	22
图 27 百货行业现阶段主要经营模式与发展	22
图 28 超市行业现阶段主要经营模式与发展	22
图 29 专业店现阶段主要经营模式与发展	30

表目录

表 1 涨幅前 5 位的上市公司	7
------------------------	---

表 2 跌幅前 5 位的上市公司.....	7
表 3 今年三季零售分行业经营效益指标(亿元)	16
表 4 主要百货类企业近年三季财务指标.....	17
表 5 主要专业连锁类企业近年三季财务指标.....	19
表 6 主要物业经营类企业近年三季财务指标.....	20
表 7 重点公司盈利预测情况.....	34
表 8 重点公司主要数值情况.....	34

一. 值得关注的商业零售业

中国经济近些年的快速发展主要依赖以投资和出口为主的增长模式，消费所占比例较低。从 99 年开始最终消费支出贡献率逐步下降，一直到 07 年最终消费支出对国内生产总值的贡献率为 40.60%，首次超过投资和出口，拉动 GDP 增长达 5.30 个百分点。为了减弱我国经济对外的依存度，增强中国经济抵御海外经济风险的能力，国家制订了一系列调结构、促就业、增加居民收入等政策调控措施，以推动我国经济持续平稳增长。我们认为，伴随着这些调控措施的实施，我国经济增长中的消费占比将不断提高，未来消费行业将面临较好的历史发展期。

此外，再从经济不断向好、通胀预期的角度看，扩大内需的行业也无疑是受益较多、最受扶持的行业之一；而假如一旦出现经济过热、通胀加剧导致货币政策被迫提前收紧，流动性出现明显回落，则消费行业相比投资驱动型行业而言，也将是受影响相对较小的行业。总之，投资消费类行业总体上将是比较稳健的投资方式。

具体细看各大消费行业，未来一段时间内我们看好消费中的零售业。支持这一观点的主要理由如下：

- ✓ 从行业业绩来看，商业零售业向来以行业较为稳定的增长著称，我们今年预计全行业的收入增速将在20%-25%左右，而随着政策推动效应的继续深化，未来3-5年全行业每年20%-25%的增速可期。
- ✓ 从中长期发展趋势来看，作为主要消费群体的青壮年人口以及15-64岁的劳动力人口比例持续上升；城市人口随着城市化进程的加快，其比重也在逐渐上升；居民收入方面，城镇居民的每人年均可支配收入近十年间增长了两倍，农村居民家庭人均年纯收入也增长了1.2倍。
- ✓ 从消费的增长空间来看，目前中国个人消费占GDP的比重仅为35%，远低于美国、欧盟的70%和58%，甚至比印度和巴西的55%和51%也有一定差距。因此，在调结构、促内需成为国家发展战略的前提下消费还有较大的增长空间。
- ✓ 从板块市值的角度看，整个消费板块占到A股的市值还不到15%，而零售板块的市值更是不到5%，与其他行业相比未来还有进一步提升的空间。
- ✓ 从行业政策面来看，国家有关部门就围绕促进“扩大农村、城市、信用、换代以及节庆、假日”为主题的6大消费领域的政策措施将继续延续与推进，同时在加快收入分配机制改革和再分配调节方面预计也将有新的后续进展。

二、年初以来行业表现回顾

自今年1月份以来，商业零售板块整体表现出了一定的防御能力。从涨跌幅的情况来看，截至到目前零售板块的总市值加权平均涨幅是上涨了13.63%，而同期的沪深300指数下跌了13.64%，上证综合成份指数下跌了10.52%。同时行业在各个板块中的表现也较为靠前。

具体单个月份的收盘价高低变化来看，1-10月份零售板块的整体表现均要优于沪深300的表现，体现出了较强的稳定性。其中，涨幅靠前的企业中以百货为主导的板块整体表现较为突出，总市值加权平均涨幅为16.49%。我们看到在涨幅靠前的5家公司中就有3家是百货类零售商，

在市销率方面，零售业销售规模的优势凸显了市销率指标的一贯优异，然而净利率总体仍稍显逊色，所以整体上零售业个股还是享有相对大盘的估值溢价，对应的市盈率及市净率要高于行业整体及大盘的水平。2年和5年的贝塔指标也均低于同期沪深300的表现，反应出零售业相对弱周期的风险特征，这也为资产配置被动投资等提供了弱化波动的较长期选择。

图 1 年初以来各行业涨跌幅情况

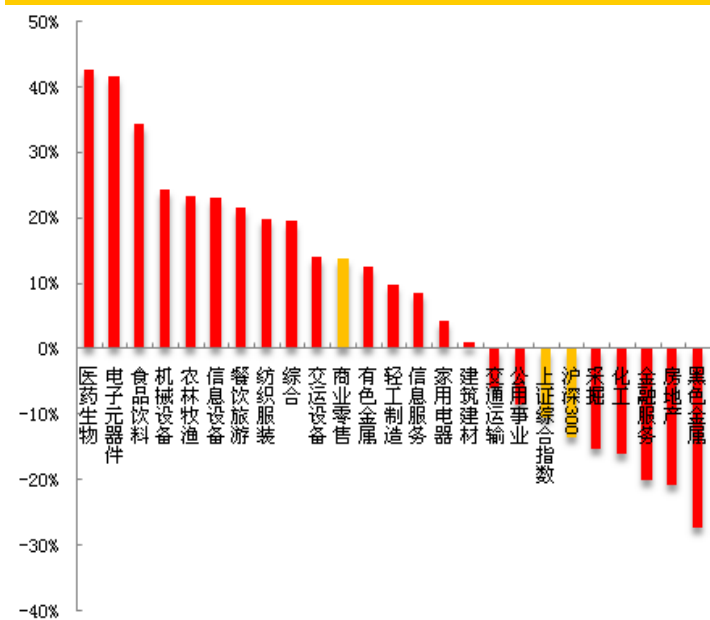
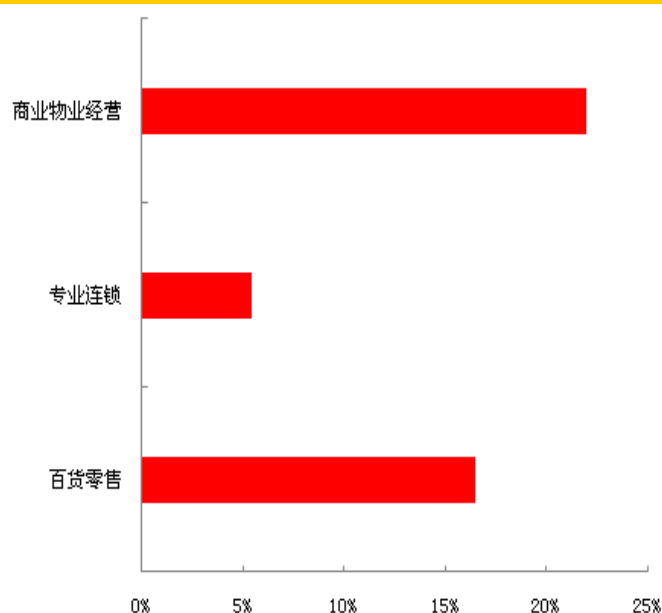


图 2 零售分行业年初以来涨跌幅情况



数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

图3 行业与大盘涨跌幅总市值加权平均对比

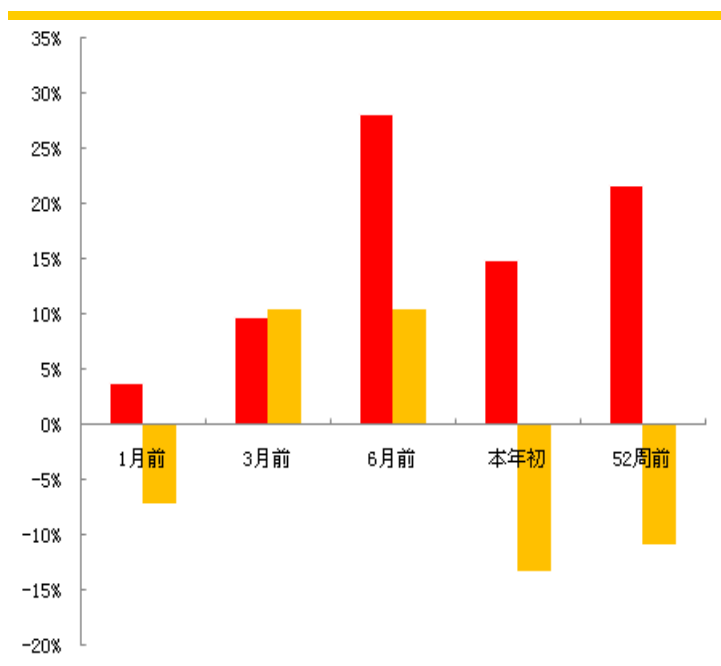
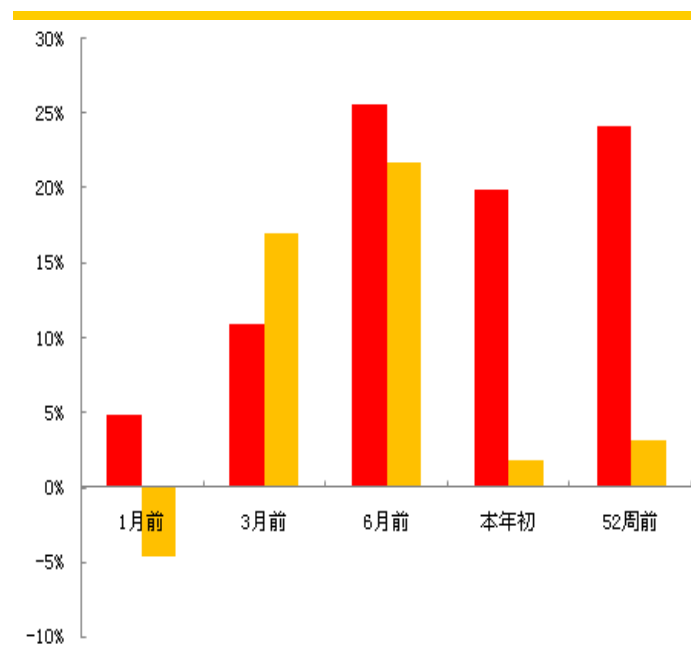


图4 行业与大盘涨跌幅算术平均对比



数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

表1 涨幅前5位的上市公司

证券代码	证券简称	1-10 月份区间涨跌幅情况
002344	海宁皮城	154.14%
600712	南宁百货	67%
600828	成商集团	63.84%
600778	友好集团	62.35%
600327	大厦股份	48.57%

数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

表2 跌幅前5位的上市公司

证券代码	证券简称	1-10 月份区间涨跌幅情况
000301	东方市场	-26.52%
600631	百联股份	-24.79%
002336	人人乐	-22.20%
600865	百大集团	-19.76%
600824	益民商业	-19.06%

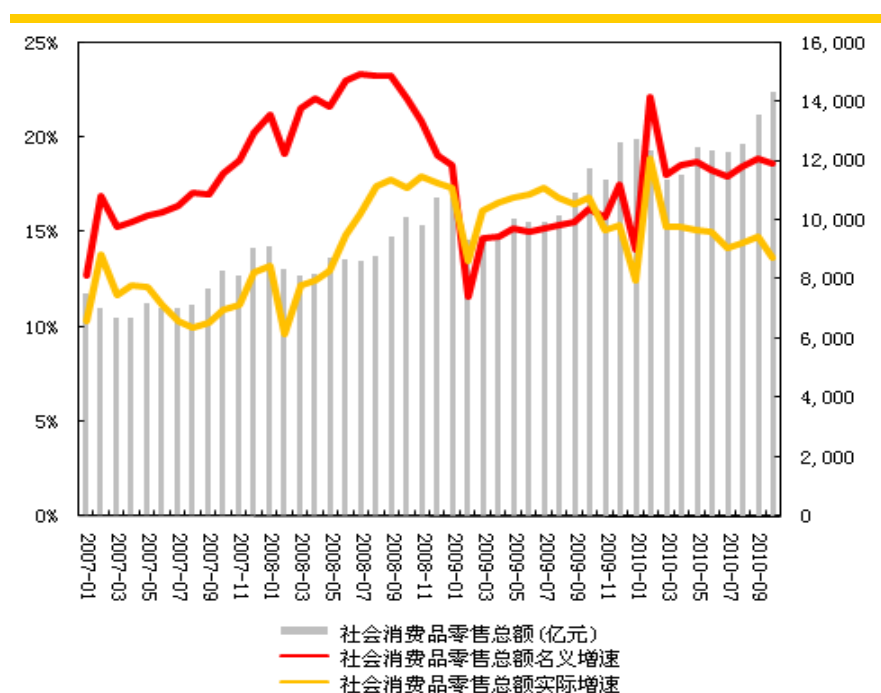
数据来源：WIND，爱建证券研发部整理

三、行业景气度向好依旧

■ 社会消费能力继续保持增长

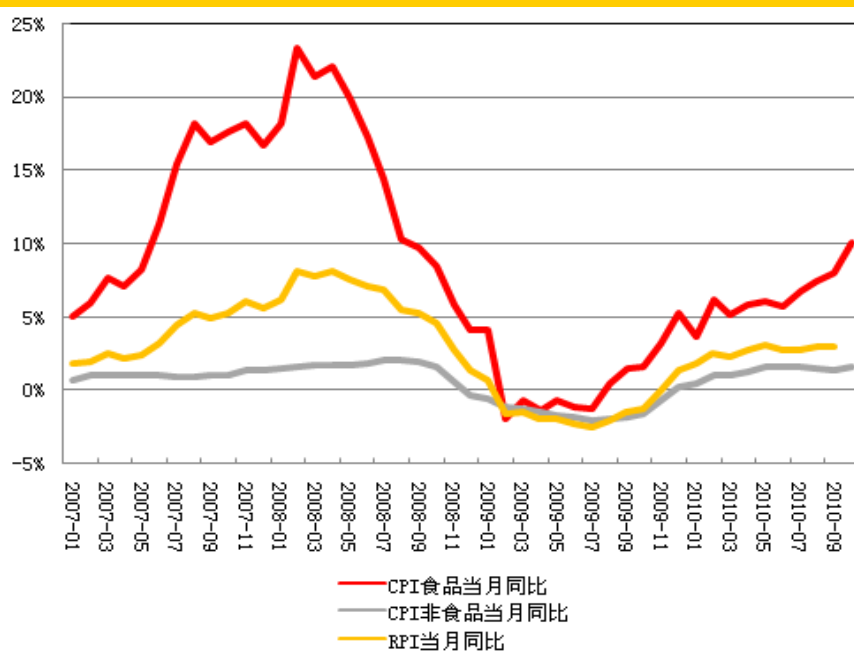
09年我国消费市场各项消费类数据呈现出不同程度的下滑态势，作为消费类中相对需求较为刚性的零售也未能幸免。然而值得注意的是社会消费品零售总额从去年2月份达到阶段性低点之后，便一直以来呈现增长态势。今年前三季度社会消费品零售总额实现11.10亿元，同比增长18.30%。其中，三季度单季度社会消费品零售总额3.84亿元，同比增长23.88%，环比二季度增加5.69%。若扣除价格因素，前三季度社会消费品零售总额实际增速为14.81%，较去年同期下降2.45个百分点。社会消费品零售总额同比增速在三季度初出现小幅回落，但8月和9月份数据则显示出回升态势，主要是因为政府实施了一系列刺激消费的政策。一方面，居民收入增加成为消费增长的基础，另一方面消费意愿的上升，也为消费提供了动力。而一般来说，四季度是传统的消费旺季，我们认为四季度社会消费需求将会稳步提升，同时三季度以来，CPI与RPI的持续上行的延续，对消费增长产生了一定的压力，因此，我们预计全年社会消费品零售总额增速将在18.5%左右，而明年上半年由于存在春节翘尾与物价上涨的双重因素，零售增速相较今年可能有所放缓，全年仍将保持增长态势。

图5 社会消费品零售总额的变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

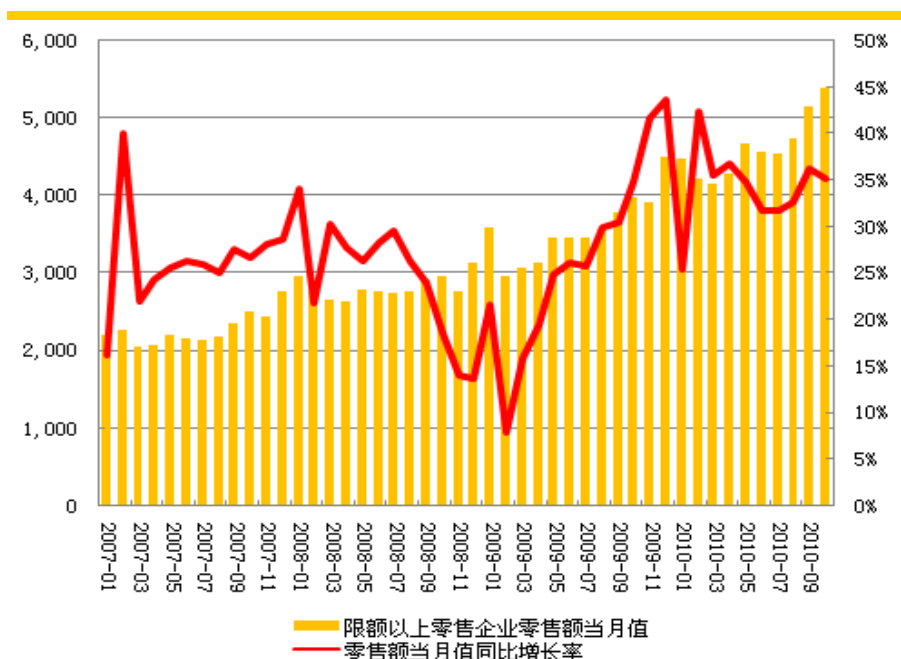
图6 CPI与RPI近期涨幅变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

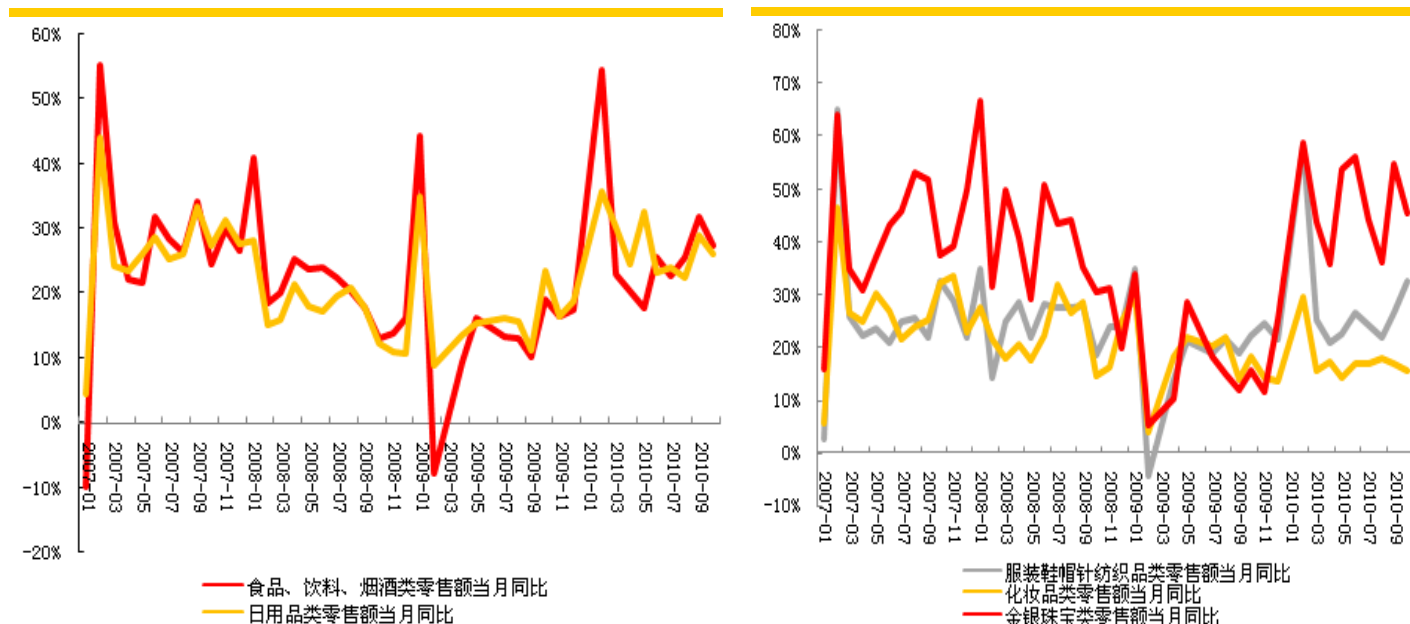
从限额以上批发零售业的情况看，1-10月累计共实现零售总额46,331亿元，同比增长34.27%，比1-7月份累计增速提升了0.32个百分点。其中，10月份限额以上批发零售业实现零售总额5,382亿元，同比增长35.20%，比9月的高增长有所下降，不过限额以上的增幅总体仍是保持了良好势头。在“吃、住、行”几个主要方面，与房地产行业相关的家具、家用电器、建材类消费增长势头出现放缓，近期同比增长在25%左右徘徊，而金银珠宝、纺织服装、酒类等则在最近几个月表现较好，尤其在一轮通胀预期下，金银珠宝与酒类的零售额增长势头较为突出。另一方面，汽车类与通讯器材类消费则表现不一。从去年开始销售情况就较好的汽车类消费也继续领先行业平均水平。不过，由于石油及其制品销售在前期油价上涨时的增速较快等因素，增长较去年11月份最高时的60%，明显呈现下滑态势，基本维持在35%左右。而在通讯用品方面，在去年1月份触底反弹后便一路保持着较好的销售，预计随着年底与明年1月份的到来，此种销售增速仍能保持。总体来看，我们认为现阶段限额以上零售企业的销售情况仍保持良好，消费升级的趋势得到了一定程度的延续，未来的几个月中一些品类如日用品、金银珠宝、通讯器材类仍有望继续保持较好增速。

图 7 限额以上零售企业零售额情况

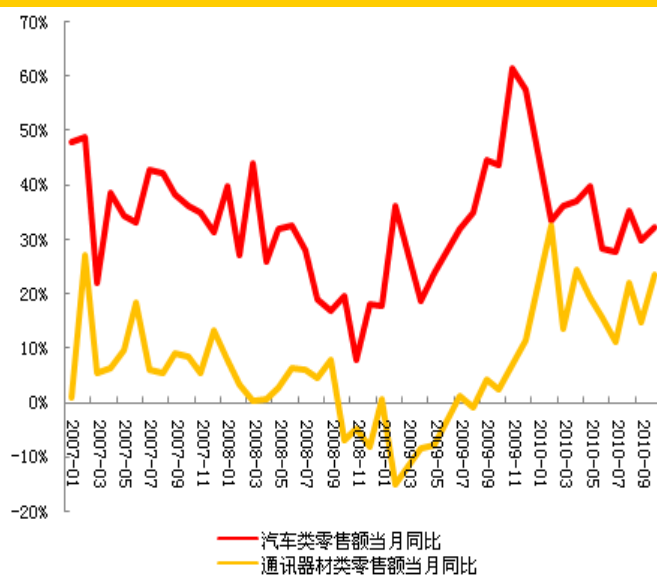
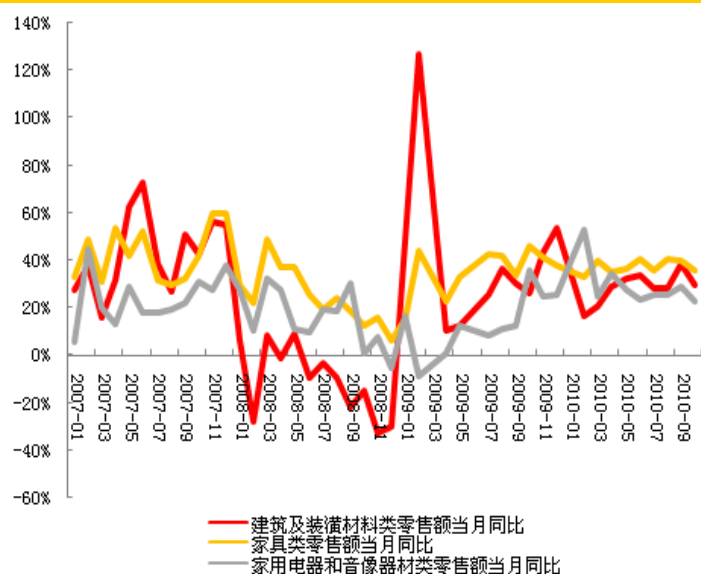


数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

组图 8-11 主要商品类别零售额同比增长情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

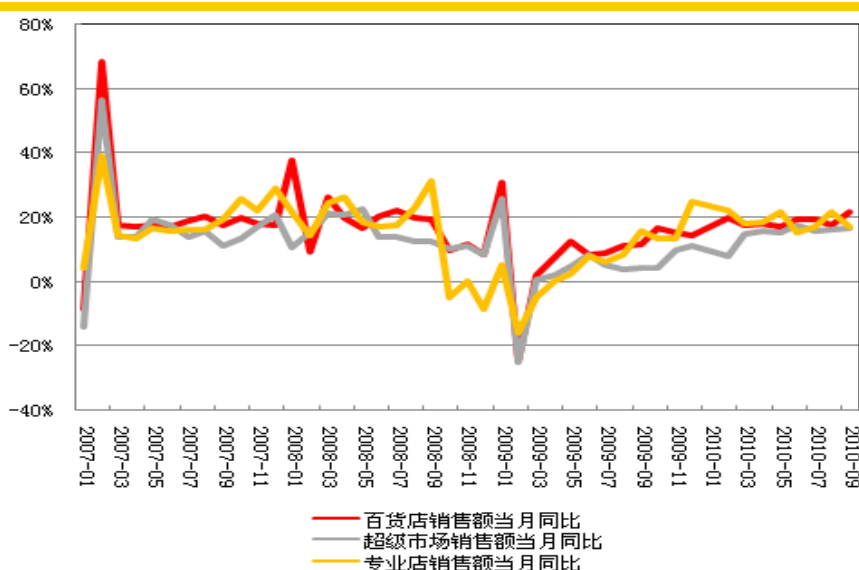


数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

由于经营商品品类的差别，在行业景气回升的前提下各业态表现也有所不同。从近期重点零售企业不同业态的销售额同比增长率来看，增速从大到小依次是：百货店、专业店、大型综合超市、仓储式商场。按增速幅度从大到小依次是专业店、百货店、超级市场、大型综合超市、专卖店。

此外，单就业内主要三大业态来看，虽然7月份超市增长有所上升而专业店的销售出现了下滑，但百货和专业店的销售整体情况仍要好于超市。如下一部分中我们也可以看出百货和专业店的销售情况总体更好。

图12 主业态不同时期销售增长情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

■ 国内零售企业整体销售表现良好

全国千家与百家零售企业的指标向来与市场的贴近度较高。根据商务部监测的重点商业企业的销售情况，截止到目前为止，千家核心商业企业零售指数继续上升，达到了 18.30，仍然是除今年 2 月该指数因为春节因素推动达到 17.60 外，08 年 10 月以来的最高值。而百家重点大型零售企业的销售情况也是整体表现良好，1-8 月百家大型零售企业零售额累计同比增速达到 21.90%，高于金融危机影响下的去年同期 9.20 个百分点，继续保持平稳较快增长。同时，这一累计增速与金融危机前的 08 年同期基本持平，继续保持了自今年上半年以来累计增速高于 08 年同期的态势，这表明市场已经完全恢复正常稳定的发展水平，走势持续稳定向好。我们认为单就百家的水平来看明年总体仍将保持稳定增长的局面，但上半年的增速将对全年产生一定的影响。

图 13 全国千家核心商业企业指数变化情况

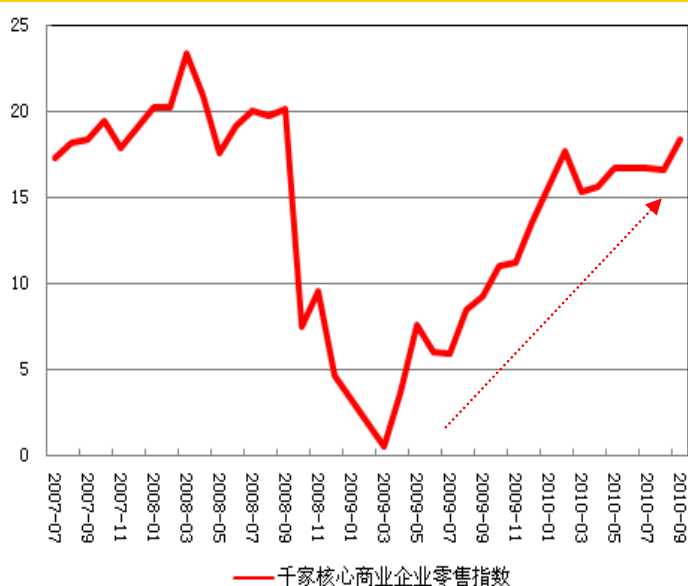
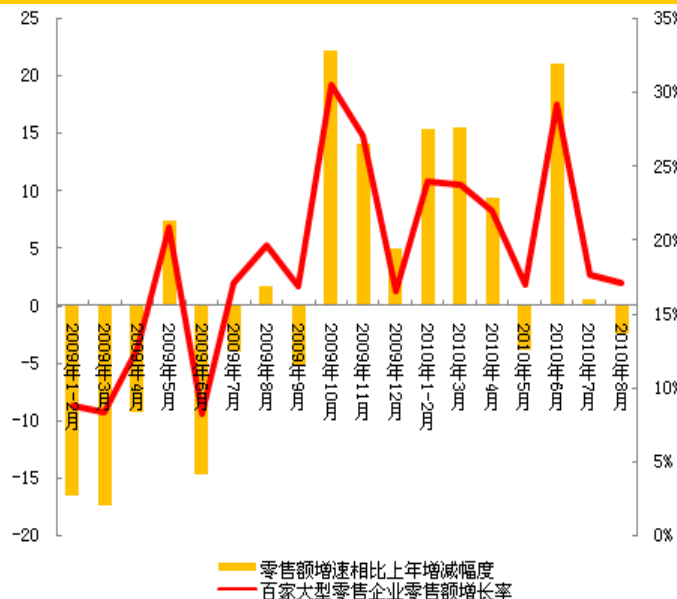


图 14 全国百家大型零售企业零售额变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

■ 消费者信心与行业景气指数总体向好未变

消费者信心指数与居民收入情况向来也是判断行业趋势的两项重要指标。从近期的消费者信心指数来看，消费者信心指数在今年3月份由2月份的104.20大幅提升至107.90，恢复到了危机前水平。同时，4-6月份这一指数也仍然保持

了较高的回升水平。其中，6月份的消费者信心指数达到了108.90的高点，这也是前期指标下滑来的新高，反映出人们消费信心的不断走强。不过，最近3个月指数有所下滑在107.50左右徘徊。而从消费者信心指数两大组成部分来看，消费者预期指数已经扭转了前期低于消费者满意指数的局面。我们看到，7-9月份消费者预期指数分别为108.60、107.90、104.80。相对应的消费者满意指数分别为106.40、106.20、103.80。这一数据现象也表明了消费者对消费前景的乐观态度。

此外，作为同样也是衡量商业零售行业景气度的先行指标，批零行业企业家信心指数自8年底起便呈现出一波上升趋势，即使在去年第一季度消费者信心指数出现较大幅度下滑的时期，企业家信心指数却依然呈回升态势。这表现出的是批零企业企业家们对行业未来继续向好的坚定信心。尽管目前这一季度指数与消费者信心出现了一些偏离，但总体向好趋势未改变，仍处于04年以来的正常波动范围中。我们认为，尽管受CPI上涨的影响，消费者对当期消费的满意度和消费前景的预期会降低，直接影响消费者信心指数，但是考虑到目前仍是通胀前期，消费环境并未出现任何恶化迹象，根据历史经验，今后一段时期内CPI上涨对零售行业的影响都是正面的，行业将维持景气现状。

图 15 消费者信心指数变化情况

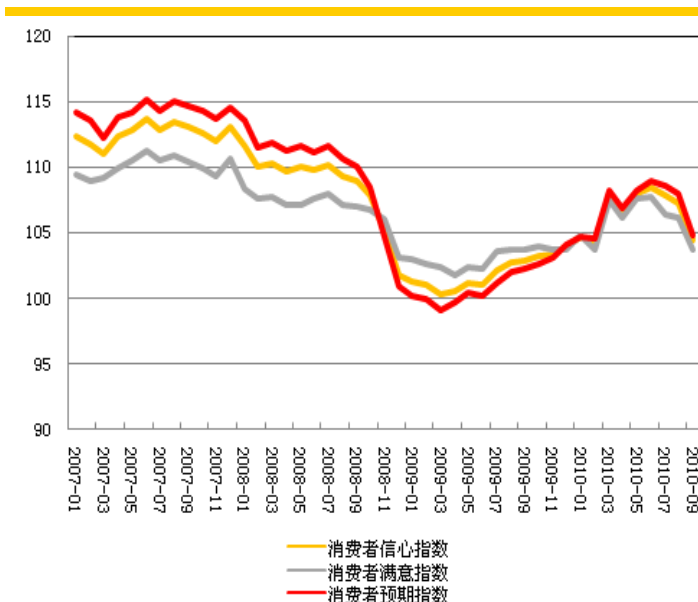
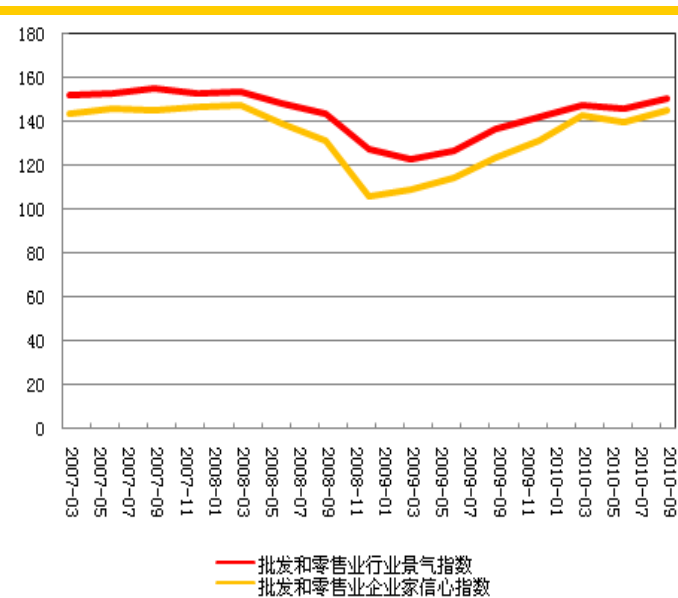


图 16 批零企业景气度变化情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

■ 居民收入增长向好，未来改善空间仍较大

除了人们对宏观经济保持增长的信心外，消费信心的回升同样离不开居民收入的增长。今年前三季度，我国城镇居民人均可支配收入14334元，同比增长10.50%，实际增长7.50%；农村居民人均现金收入4869元，同比增长13.10%，实际增长9.70%。扣除价格因素，城镇居民人均消费性支出实际增长6.30%，农村居民人均生活消费现金支出实际7.30%。虽然从近几年看，我国城镇人均可支配收入及农村居民人均现金收入保持了持续增长，且消费性支出也呈同步态势，但是在实际累计增长城镇仍是明显快于农村水平的前提下，我国居民收入与支出的增长势头并不明显。针对这一问题，在刚刚公布的十二五规划建议中，首次提出了居民收入增长要与经济增长同步，劳动报酬要与劳动生产率提高保持同步的意见。这意味着未来五年国家将把完善收入分配格局提升到更重要的战略高度，居民收入增长将进一步加快。

图17 近期城镇居民收入与支出情况

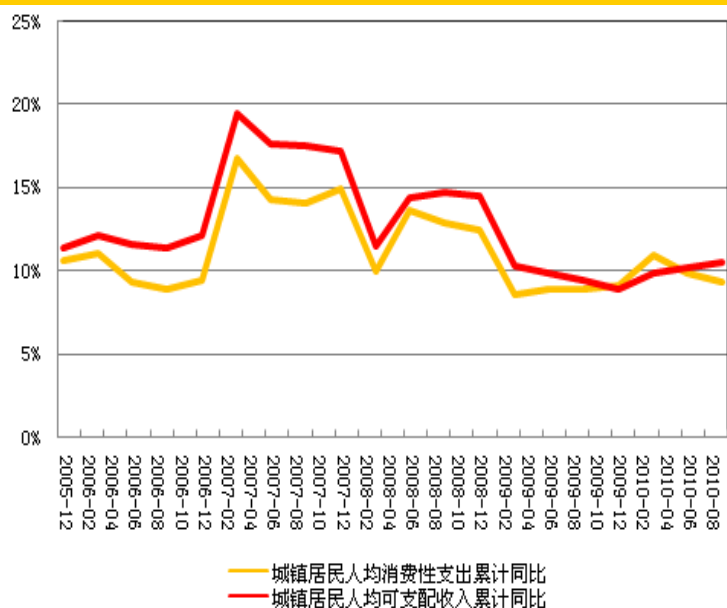
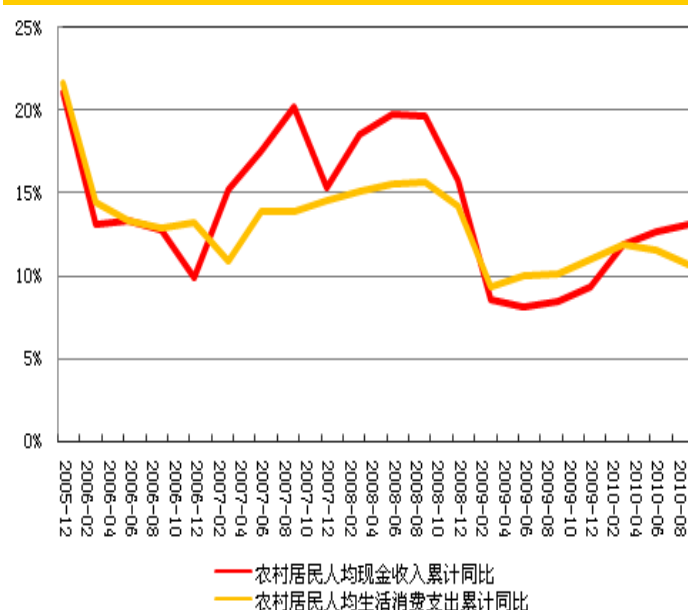


图18 近期农村居民收入与支出情况

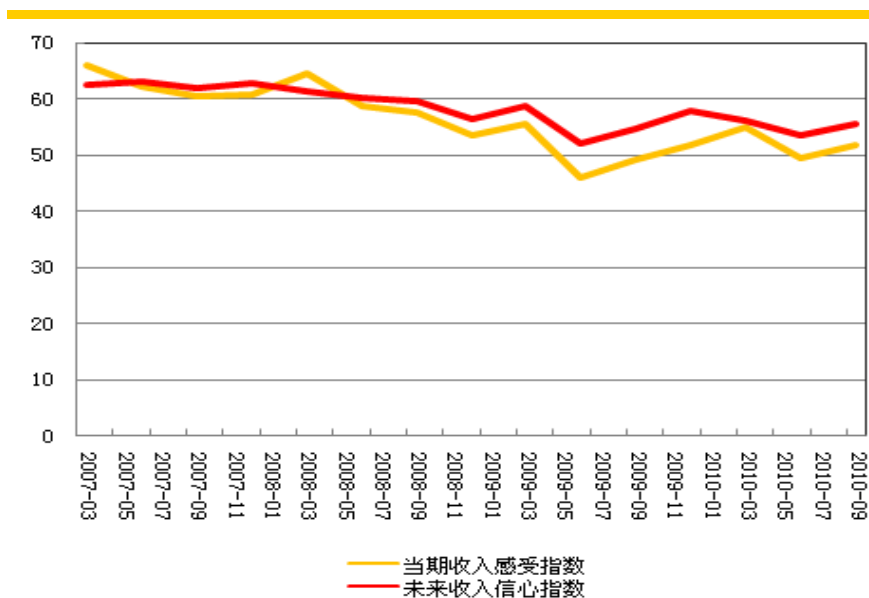


数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

在居民收入出现增长的情况下，决定短期内消费动力的重要因素除了现阶段的消费信心外，还有对未来的收入的预期和信心。根据全国城镇储户问卷调查显示，去年2季度，当期收入感受和未来收入信心指数分别为45.90和52.10，达到了历史低点。不过，从去年3季度已开始回升，目前这两个指数分别在51.60和55.70，我们认为总体趋势仍在一个波动的回升通道中，但仍需后一季

度的数据才能有效确认。在通胀预期仍然存在的前提下，明年全年这两个指数仍会有所反复。

图19 城镇储户当期收入与未来收入调查情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

四. 行业经济效益总体向好趋势未改

■ 近期行业经济效益综述

2010年以来，我们统计的3个子行业中71家相关零售类上市公司共实现营业收入2888.74亿元，净利润118.80亿元，分别同比增长24.09%和34.10%。

按申万分类统计的3个细分行业中，营业收入和净利润规模最大的是百货零售业，其次才是专业连锁与物业经营。应该说从整体看在这一行业中百货业态仍占据主导的业务模式，同时相关的上市企业数量也是最多的，目前在行业前十大总市值排名中占有半壁江山。

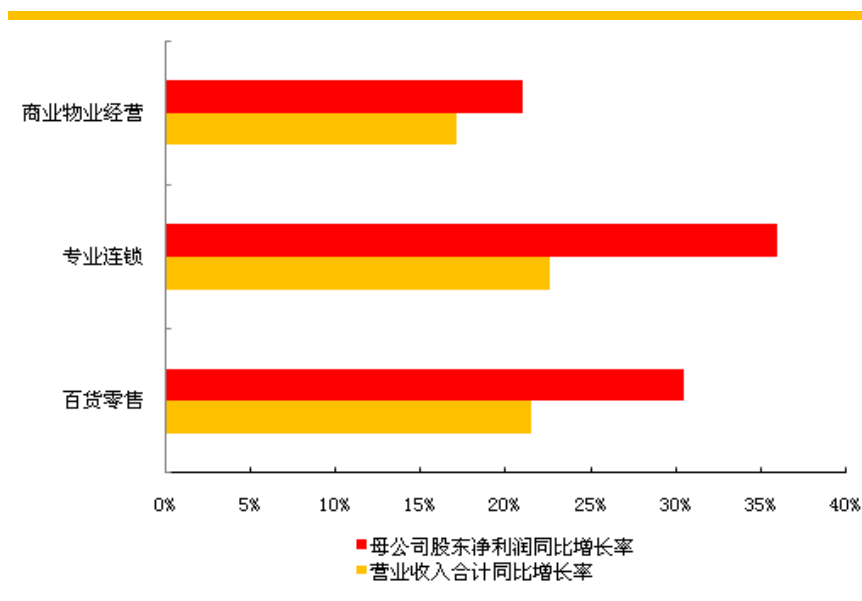
回顾3个细分行业的成长性，表现最好的则是专业连锁，收入同比增长24.81%，净利润同比增长38.93%，其次是百货零售与物业经营。我们认为近几年来零售连锁业态获得了较快的发展，更多的连锁企业开始注重渠道扩张与管理效益之间的平衡使得该业态的成长性得以体现。

表 3 今年 1-8 月份零售分行业经营效益指标(亿元)

行业分类	营业收入	营业成本	销售费用	管理费用	财务费用	利润总额	净利润	母公司股东的净利润
百货零售	1310.33	1052.97	89.95	84.81	11.46	67.22	50.78	46.38
专业连锁	1458.90	1210.46	146.79	28.43	-0.87	67.36	51.64	45.16
商业物业经营	119.51	73.70	6.54	9.50	2.28	22.75	16.39	15.11
零售	2888.74	2337.13	243.28	122.75	12.87	157.33	118.80	106.65

数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

图 20 零售分行业三季度收入和净利润增长对比



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

■ 细分子行业业绩整体表现不尽相同

从三季报的数据统计看，我们重点关注的 30 家百货类零售企业，今年三季度收入增速比 09 年同期提升了 12.41 个百分点至 21.64%，归属于母公司的净利润增长虽下降至 52.81%，但扣非后归属于母公司的净利润增速则提升了 2.76 个百分点。不过，值得注意的是行业中个股业绩增速并不平均，最高值与最低值之间的差距仍有 7-8 倍。我们认为，今年三季度公司净利润增速落后于收入增速，而扣非后的增速又有所提升的主要原因一是源于毛利率基本维持稳定在 20% 左右，三季度毛利率接近 21%，仅比 09 年上升了 0.63 个百分点；二是虽然期间费用没有大幅增加而是维持了 14.76% 的去年水平，但由于期间销售成本有

所提升致使净利率并未有上升。目前百货行业整体呈现的特征是期间费用率有所下降，毛利率与净利率基本保持稳定。

从统计指标看,收入增速排在前列的是大商股份、南京中商、大厦股份、武汉中商、新世界；扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润增速排在前列的是大商股份、友好集团、开元控股、通程控股、百联股份。毛利率情况较好的是华联股份、益民商业、上海九百、新世界、汉商集团；费用率控制最有效的是上海九百、华联股份、汉商集团、长百集团、昆百大 A；净利润率情况较好的是广州友谊、益民商业、百大集团、成商集团、友阿股份。

表 4 主要百货类企业近年三季的财务指标

	营业收入同比增长率			归属于母公司净利润同比增长率			扣非后母公司净利润增长率		
	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3
合肥百货	29.87%	14.90%	20.23%	34.39%	81.16%	44.87%	62.52%	39.73%	62.28%
通程控股	20.37%	24.10%	41.34%	0.00%	38.98%	79.75%	63.61%	-34.88%	301.43%
鄂武商A	29.59%	18.90%	34.27%	20.01%	48.74%	27.60%	112.06%	11.42%	64.10%
开元控股	13.40%	11.93%	7.92%	-19.15%	40.47%	99.71%	54.80%	46.27%	23.94%
西安民生	26.52%	10.31%	8.91%	-8.08%	122.15%	18.42%	-6.50%	119.07%	19.72%
中兴商业	5.29%	6.71%	-14.80%	-18.72%	24.65%	-71.51%	-23.21%	29.63%	-72.25%
武汉中商	16.27%	5.10%	10.61%	86.29%	42.25%	23.16%	100.57%	28.70%	40.38%
华联股份	-73.25%	2.04%	69.57%	42.65%	238.19%	-69.31%	5.77%	20.89%	-3.48%
广州友谊	18.82%	7.80%	20.21%	37.07%	8.94%	20.53%	38.63%	7.22%	21.01%
广百股份	22.01%	12.98%	26.18%	19.41%	1.28%	1.37%	——	-0.51%	8.77%
友阿股份	——	19.97%	31.04%	——	17.99%	47.26%	——	——	49.46%
南京中商	21.50%	-4.46%	13.11%	1.02%	-5.66%	3.05%	-64.25%	36.53%	55.48%
大厦股份	27.13%	27.06%	12.23%	39.20%	45.78%	24.24%	61.16%	44.66%	24.60%
新世界	35.56%	4.52%	10.42%	19.98%	7.41%	11.21%	20.82%	6.78%	9.39%
百联股份	12.67%	10.75%	21.74%	7.92%	29.89%	51.37%	28.73%	11.97%	35.18%
豫园商城	52.45%	4.78%	37.45%	-9.53%	45.05%	26.72%	-31.09%	80.53%	41.04%
南京新百	2.42%	-15.69%	11.05%	-1.93%	-17.37%	17.26%	11.55%	-15.43%	16.21%
东百集团	27.08%	10.74%	23.35%	86.72%	-14.05%	16.37%	87.05%	-12.80%	29.35%
欧亚集团	52.70%	14.24%	33.80%	42.30%	8.81%	8.26%	45.29%	7.44%	10.13%
重庆百货	18.67%	9.68%	18.99%	49.19%	-10.94%	25.20%	43.52%	-11.94%	19.03%
兰州民百	14.90%	16.08%	22.60%	436.54%	3.23%	27.61%	32.13%	-3.85%	76.94%
汉商集团	9.15%	2.56%	22.57%	16.32%	-11.65%	29.98%	35.96%	102.50%	-675.46%
新华百货	12.52%	13.74%	23.52%	29.15%	56.87%	20.01%	17.99%	59.10%	19.90%
杭州解百	18.21%	-5.39%	18.39%	38.41%	-24.89%	13.12%	30.30%	-21.58%	11.29%
成商集团	1.18%	19.94%	0.13%	22.10%	26.72%	13.42%	91.53%	-4.36%	45.64%
银座股份	42.62%	20.43%	40.50%	22.67%	-4.04%	-28.39%	58.81%	3.03%	-25.65%
王府井	19.83%	4.22%	26.75%	51.13%	6.52%	18.46%	65.76%	-9.02%	36.19%
大商股份	28.06%	6.33%	15.33%	-15.07%	-104.69%	1041.69%	-119.14%	23.80%	598.50%
西单商场	9.78%	4.34%	20.24%	-113.87%	1530.16%	-9.96%	-51.36%	167.54%	-4.35%
平均	18.40%	9.61%	21.64%	32.72%	76.96%	52.81%	28.63%	26.16%	28.92%
	销售毛利率			销售净利率			期间费用率		
	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3
合肥百货	16.73%	17.69%	17.49%	3.27%	4.37%	4.86%	11.38%	11.79%	10.83%
通程控股	22.48%	22.55%	22.83%	2.64%	2.15%	2.75%	17.30%	20.03%	17.81%
鄂武商A	20.02%	19.31%	19.73%	3.60%	3.94%	3.71%	14.19%	14.48%	13.66%
开元控股	16.24%	15.54%	18.82%	3.48%	3.73%	6.67%	10.44%	9.08%	11.81%
西安民生	19.48%	19.96%	21.99%	2.13%	4.28%	2.84%	15.78%	14.30%	17.50%

中兴商业	18.95%	18.25%	18.08%	2.69%	3.15%	1.05%	15.04%	13.60%	16.25%
武汉中商	18.57%	18.34%	19.37%	1.08%	1.86%	2.25%	16.10%	15.27%	15.54%
华联股份	24.68%	22.43%	38.04%	9.42%	31.21%	5.65%	25.50%	27.44%	32.45%
广州友谊	24.24%	23.52%	22.49%	9.23%	9.30%	9.33%	11.00%	9.71%	8.72%
广百股份	22.00%	20.59%	19.92%	4.82%	4.24%	3.25%	14.28%	13.93%	14.74%
友阿股份	——	20.39%	19.55%	——	6.55%	7.43%	——	10.58%	8.41%
南京中商	18.45%	18.90%	20.64%	0.66%	0.78%	0.56%	16.01%	16.17%	18.00%
大厦股份	13.42%	13.19%	13.78%	3.34%	4.11%	4.63%	8.46%	7.60%	7.27%
新世界	29.99%	27.53%	28.91%	6.72%	6.85%	6.92%	19.79%	17.10%	18.36%
百联股份	27.95%	26.50%	25.48%	4.63%	5.48%	6.66%	20.66%	19.64%	17.80%
豫园商城	13.88%	14.32%	14.40%	4.93%	6.52%	6.09%	9.40%	8.95%	8.05%
南京新百	25.27%	26.03%	23.67%	6.32%	6.20%	6.54%	18.08%	17.68%	14.39%
东百集团	24.53%	22.40%	22.52%	7.98%	6.21%	5.85%	13.91%	13.22%	12.56%
欧亚集团	16.50%	15.71%	14.37%	3.98%	3.81%	3.08%	10.63%	9.99%	9.66%
重庆百货	15.82%	15.35%	15.50%	2.66%	2.15%	2.26%	12.05%	12.23%	12.42%
兰州民百	24.62%	22.42%	21.89%	4.66%	4.15%	4.32%	21.18%	15.90%	14.09%
汉商集团	30.38%	30.65%	28.56%	-0.91%	-0.13%	-0.71%	29.52%	27.75%	27.00%
新华百货	17.58%	18.73%	19.64%	4.87%	6.65%	6.50%	11.12%	10.04%	10.68%
杭州解百	19.19%	19.40%	20.12%	5.65%	4.25%	4.19%	10.62%	12.64%	13.64%
成商集团	22.96%	20.93%	23.18%	6.29%	6.56%	7.55%	15.38%	14.34%	13.59%
银座股份	18.49%	18.48%	17.86%	3.73%	2.88%	1.78%	13.26%	14.04%	14.90%
王府井	19.64%	19.50%	18.51%	3.82%	3.89%	3.82%	13.70%	13.93%	12.59%
大商股份	18.80%	19.17%	19.58%	1.76%	0.04%	0.79%	17.36%	17.05%	16.55%
西单商场	22.28%	22.66%	21.94%	0.05%	1.86%	1.57%	20.83%	19.62%	18.71%
平均	20.83%	20.36%	20.99%	4.05%	5.07%	4.21%	15.46%	14.76%	14.76%

数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

受上半年物价开始上升以及国家政策面继续深化的影响，专业连锁行业的经营情况相较之前有所改善。5家主要超市公司三季度的收入同比增长为17.65%，增速好于去年同期水平。由于超市公司可比门店增速、综合毛利率与食品CPI有较为明显的正相关性，CPI同比基数，零售物价、特别是食品类物价出现上升，对超市企业的毛利率产生了正面的影响，部分超市的同店增长明显提高。09年超市公司的毛利率普遍降低，而到了今年三季度毛利有所回升至16.99%。不过由于费用率上升了0.23个百分点，因此净利率基本维持了与去年同期的水平，上升0.10个百分点至2.32%。超市行业整体呈现出毛利率与费用率微升、净利率基本平稳的情况，总体情况仍不如百货行业。

此外，3家家电及IT连锁公司今年三季度的表现随着部分商品的热销而变好。以手机分销为主的天音控股收入增速为31.34%、扣除非经常性损益后的净利润增速为159.30%。同时，3C数码销售为主的宏图高科收入也出现回升、在费用率下降的同时公司净利润也明显增长。苏宁今年三期的收入增速也要明显好于去年，同比增长达30.61%，再加上公司一如既往的费用控制能力，净利润增速要大于收入增速。

表5 主要专业连锁类企业近年三季财务指标

	营业收入同比增长率			归属于母公司净利润同比增长率			扣非后母公司净利润增长率		
	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3
武汉中百	23.96%	12.13%	19.84%	38.87%	19.50%	28.02%	37.51%	9.06%	25.76%
步步高	27.81%	9.37%	16.74%	40.51%	1.91%	0.93%	0.00%	0.55%	2.66%
新华都	43.27%	33.64%	40.00%	-13.20%	6.50%	17.06%	0.00%	-2.28%	23.39%
华联综超	18.76%	6.88%	10.51%	-12.22%	-41.89%	0.68%	-21.19%	-38.10%	10.31%
友谊股份	14.28%	1.28%	6.85%	-29.86%	5.15%	28.04%	38.20%	-13.32%	46.84%
天音控股	14.65%	-5.39%	31.34%	-29.27%	77.09%	16.35%	-24.96%	-20.60%	159.30%
苏宁电器	39.94%	6.32%	30.61%	65.03%	15.06%	43.58%	83.44%	13.27%	43.49%
宏图高科	79.50%	-4.54%	11.90%	165.82%	-31.35%	31.16%	76.81%	48.71%	32.39%
平均	32.77%	7.46%	20.97%	28.21%	6.50%	20.73%	23.73%	-0.34%	43.02%
	销售毛利率			销售净利率			销售期间费用率		
	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3
武汉中百	17.89%	17.83%	18.18%	1.81%	1.93%	2.06%	14.69%	14.75%	15.01%
步步高	19.27%	19.32%	20.40%	3.15%	2.94%	2.53%	14.77%	14.88%	16.26%
新华都	18.93%	18.86%	19.89%	3.16%	2.43%	1.81%	14.38%	15.50%	17.10%
华联综超	19.87%	19.91%	19.59%	1.61%	0.87%	0.80%	17.31%	17.96%	17.89%
友谊股份	20.55%	21.05%	21.45%	2.26%	2.33%	2.67%	18.03%	18.14%	18.05%
天音控股	9.39%	9.58%	11.25%	1.17%	1.87%	1.95%	7.19%	7.38%	6.96%
苏宁电器	16.32%	17.17%	17.28%	4.53%	4.91%	5.33%	9.88%	10.28%	9.97%
宏图高科	7.29%	8.10%	7.89%	2.20%	1.21%	1.44%	5.30%	6.48%	5.94%
平均	16.19%	16.48%	16.99%	2.49%	2.31%	2.32%	12.69%	13.17%	13.40%

数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

商业物业经营行业的收入和净利润的增长主要是由于海宁皮城新上市业绩大幅抬升的影响，如果扣除海宁皮城的影响，行业收入和利润平均增速分别在17.10%和10.60%，弱于整个商业零售行业的平均水平。由于专业市场的收入主要来源于租金收入，而长期租金合约规定的每年涨幅很小，所以专业市场收入、利润增长主要靠外延扩张，这决定企业在没有大规模新开市场的情况下，一般收入、利润增速不会很高，但会比较稳定。同时，专业市场营业成本只有管理、保险、维修和房产税。在费用方面，水电、人工、折旧摊销等也占了大头，所以专业市场毛、净利率水平非常高。我们可以看到四家上市公司毛利率都在45-60%之间，净利率在20-30%之间。在商业零售板块中属于收入与费用比较稳定，毛利与净利相对较高的子行业。

表 6 主要物业经营类企业近年三季财务指标

	营业收入同比增长率(%)			归属于母公司净利润同比增长率(%)			扣非后母公司净利润增长率(%)		
	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3
海宁皮城	——	-10.54%	92.69%	——	0.47%	194.49%	——	-20.08%	197.72%
小商品城	36.60%	12.16%	18.04%	91.55%	40.14%	10.48%	86.95%	38.11%	12.59%
京投银泰	-16.73%	38.04%	-50.23%	-36.95%	624.92%	59.44%	-348.47%	250.95%	27.38%
轻纺城	-64.41%	-16.37%	8.43%	-60.20%	-19.55%	12.97%	-94.72%	1270.33%	13.22%
平均	-11.13%	5.82%	17.23%	-1.40%	161.50%	69.34%	-89.06%	384.83%	62.73%
	销售净利率			销售毛利率			销售期间费用率		
	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2008Q3	2009Q3	2010Q3
海宁皮城	——	42.75%	45.62%	——	15.15%	23.06%	——	16.81%	8.80%
小商品城	50.05%	54.70%	51.26%	25.10%	30.63%	28.46%	11.18%	9.70%	8.36%
京投银泰	9.78%	24.82%	26.62%	2.80%	14.21%	44.23%	11.68%	12.91%	45.96%
轻纺城	33.00%	57.18%	58.35%	17.59%	18.17%	20.98%	15.12%	23.41%	23.89%
平均	23.21%	44.86%	45.46%	11.37%	19.54%	29.18%	9.49%	15.71%	21.75%

数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

从单季度统计数据看，第三季度行业主营业务收入同比增长22.20%，上市公司净利润同比增长23.07%，相比今年二季度主营业务收入24.06%的增速以及净利润同比增长32.87%的增幅有所下滑。同时，我们发现自进入2010年以来行业单季度环比收入与净利润的增幅都同样呈现下滑的态势。不过，仍然是维持的20%以上的增长也体现出行业仍在正常的增长期中。我们认为单季度同比增长这一趋势依然与整个零售行业自从去年三季度起步入复苏周期有关，而由于行业出现景气回升，就环比业绩而言今后每季业绩维持较高增速的难度在加大。预计行业业绩同比增长的势头有望延续，但随着同期低基数效应的下降，明年出现行业整体业绩较快增长的局面存在一定的制约。

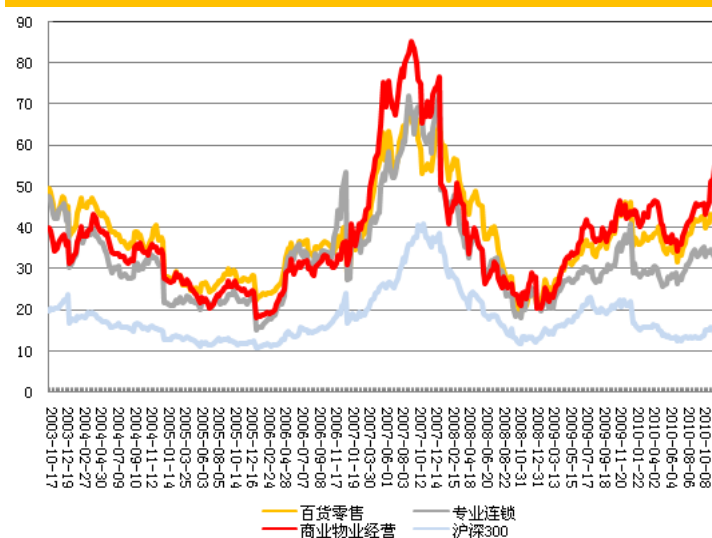
五. 板块绝对估值合理，但行业溢价率较高

今年伊始商业零售板块的估值一直处在40倍以上的区间，但自从4月15日房地产政策出台后，零售行业也跟随大盘，从4月26日开始一路向下之后随着对政策面的逐步消化估值又有所提升，然而到了10月份后随着有色、煤炭等板块的一波拉升，防御性品种纷纷出现下调，同样零售板块在整个10月中的调整也比较明显，估值也进一步出现下移的局面。截止到目前，我们按TTM/整体法/剔除负值规则，测得的商业零售板块的市盈率为41.47倍，与近5年以来的42倍的历史均值相当。不过，行业的市销率与市盈率指标现已超过了近5年来的平均水平显示出近期相关企业股价的良好表现。

在细分行业上，物业经营板块的整体市盈率仍相对较高，之后则是专业连锁与百货零售板块。我们认为，物业经营板块市盈率较高的主要原因一方面是

由于物业经营行业的收入稳定且毛利率较高并有土地储备，未来几年行业的增长具有相对确定性；另一方面也有业内公司并不多，而新股发行所带来的高溢价推高了板块估值的因素。同时，其他两个子行业的估值未来也有上升的趋势，这与现阶段市场仍看好今后商业零售业未来3-5年的发展前景不无关系。

图21 各子行业市盈率与沪深300对比



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

图22 行业市盈率与沪深300对比

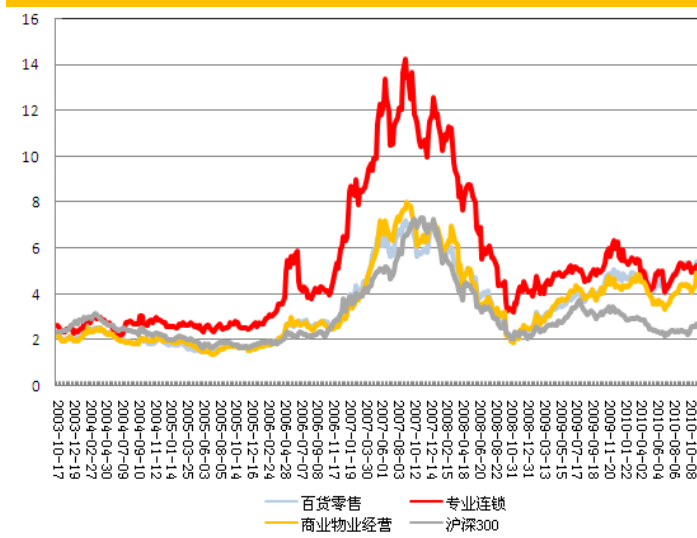
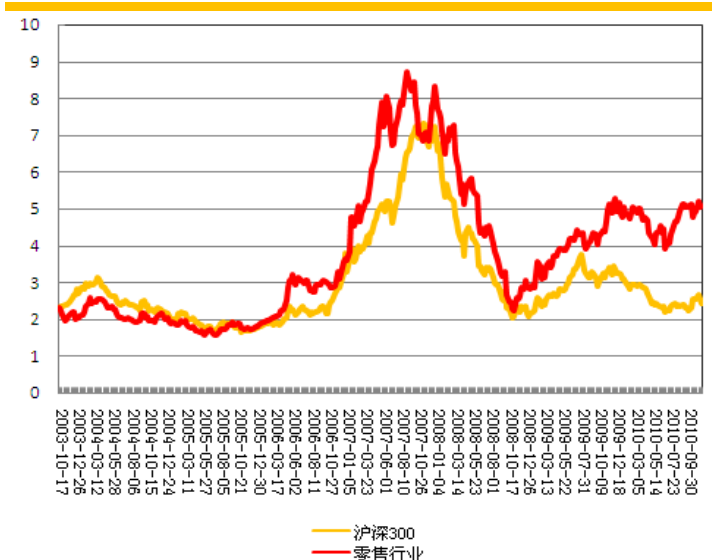
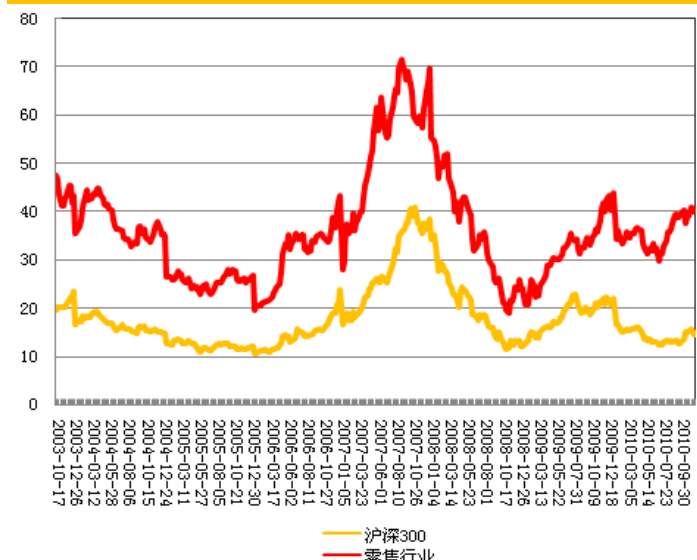


图23 各子行业市净率与沪深300对比



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

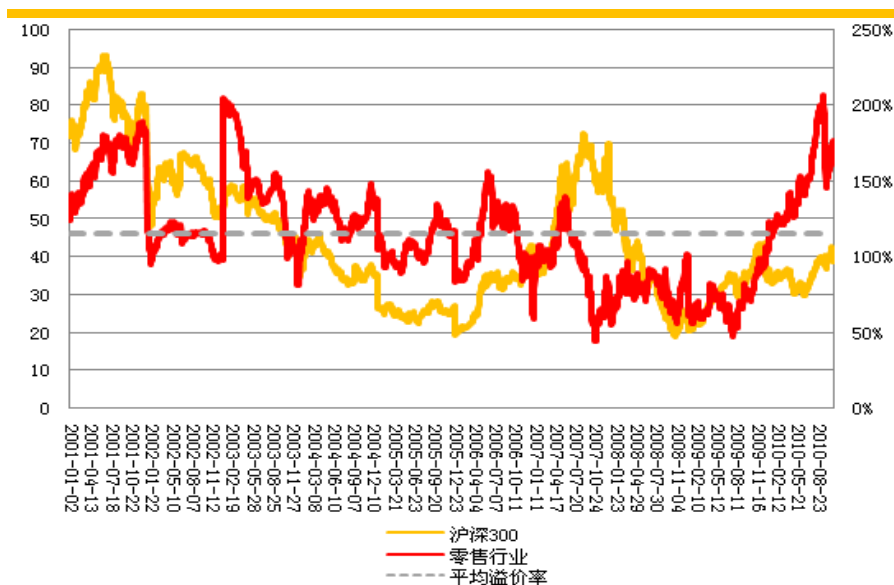
图24 行业市净率与沪深300对比



从估值溢价率的变动来看，目前商业零售板块相对于大盘已不具有估值优势。截至到目前，行业板块相对于沪深300指数的估值溢价已超100%，高于2005

年1月7日以来89%的历史均值。我们认为由于前期市场的深度调整与近一阶段的反复，再加上大消费概念逐渐成为热点之一后商业零售板块因其较好的防御性和弱周期的特征，致使其溢价率水平明显上升。

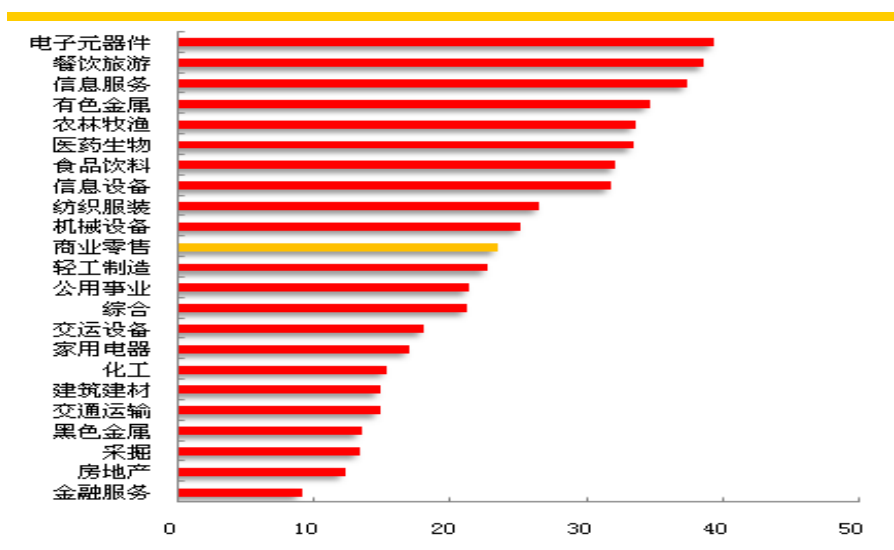
图 25 商业板块估值溢价率变动（相对于沪深 300）



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

再从 2011 年申万各板块行业的估值看，截至到目前，申万零售板块 2011 年预测市盈率为 31 倍，在全部行业中总体位居中列。这样一个估值水平对应预计全年行业整体利润增长 30% 左右的水平具有一定的安全边际。

图 26 各板块 2011 年预测市盈率情况



数据来源：WIND，爱建证券研究部整理

六. 政策面深化继续利好行业发展

近期中共中央通过了十二五期间的规划建议,其中明确了未来五年扩大内需将成为我国的首要任务,而扩大消费又将成为扩大内需的战略重点。因此在目前国家大力支持促内需的背景下,政策面的支持仍是行业继续向好的重要动因之一。我们总结了近年来与行业相关的消费刺激政策,可以发现这些政策主要是围绕如何扩大城市与农村及节假日消费、如何鼓励与支持商贸企业做大做强、如何实现人民有钱消费等几方面来展开的。同时,未来我们预计除了在宏观层面调整居民收入、税赋结构、加大三农支出力度等一系列措施外,政府在行业层面的支持政策还可能包括:

- ✓ 继续支持大型流通企业跨区域兼并重组。进一步加快国有大型流通企业集团以及一批地方企业做大做强。
- ✓ 帮助中小商贸企业解决融资难及消费金融问题。鼓励大型零售企业向消费者直接开展信用销售。同时,继续在四城市消费金融试点的基础上考虑其他城市的实施条件。
- ✓ 建设家政服务网络体系,进一步扩大城市消费。这里包括计划年底建成的287 家政服务网络中心,以及在全国范围内形成3亿多名为城乡居民服务的家政服务网络,拉动家政服务消费。
- ✓ 打破地区封锁,确保商品自由流通。通过规范零售企业经营行为,加快制定零售商供应商公平交易管理法规,以及引导零售企业规范促销行为。
- ✓ 继续大力促进假日、节日和会展消费,促进银行卡使用,适时调整信用卡、消费卡的费率。
- ✓ 开展内外贸对接工作,扩大国内消费。通过组织国内采购商参加国内展会、外贸商品展销会、中小商贸企业联合采购出口产品等方式,扩大出口商品在国内的销售。
- ✓ 继续加快推进农村流通网络建设。在前期农村消费建设的基础上启动新一轮农村市场开发,同时加快农产品批发市场和农贸市场的升级和改造,全面推进农超对接,完善农村商业信息服务网络。
- ✓ 进一步实施工商业水电同价。我们预测如果真正实施工商业水电同价的政策,则商业企业的水电费支出有望下调在20%左右,照此计算仅工商水电同价这一点便可提升商业企业净利率在0.28个百分点左右。
- ✓ 有望实施相关减税方案。继去年为促进出口、刺激投资出台了多项结构性减税政策之后,我们预计今后包括个税、部分商品消费税改革在内的一系列政策方案将加快制定与出台,有关各方也将更加不遗余力地启动消费,减税着力点也将出现转向。

七. 关注重点子行业自身特点与发展

■ 百货：经济周期上行与消费升级提升内生增长空间

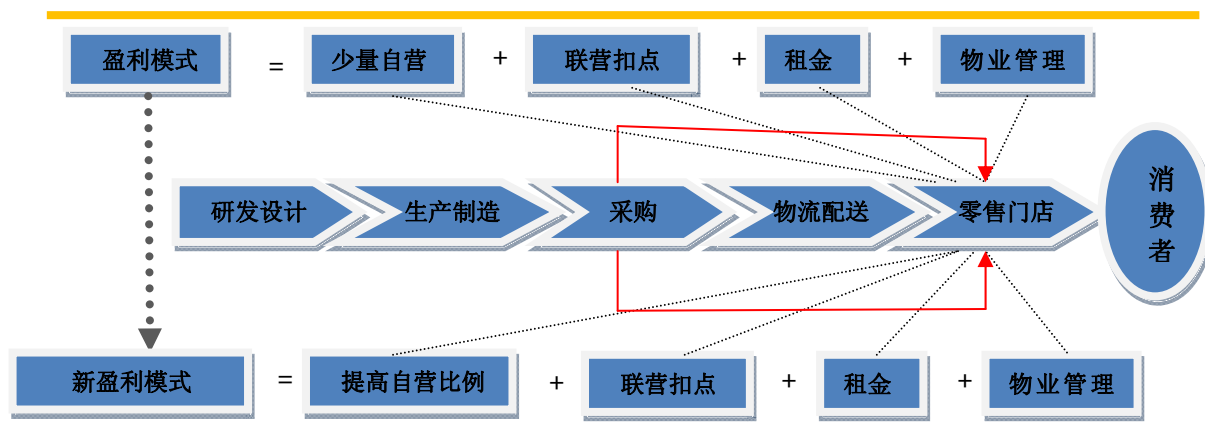
我们认为百货业利润增长的杠杆效应使得百货行业在经济上行中业绩增长快于其他子行业。经济回暖、人民可支配收入提高能有效地促进百货的内生性增长，而百货门店日常的运营费用变化不大，使得百货行业的利润增速快于收入增速，所以在经济周期上行过程中，百货业的业绩增长较快。

从扩张路径看，单体百货向连锁百货转变、区域连锁百货向跨区域连锁百货转变，市场渗透和跨区域、全国扩张两者并存，但区域内扩张仍占主导；同时，大多百货企业还会实行多业态组合扩张策略。目前百货业已进入微利时代，积极的外延扩张成为百货业生存的首选，连锁扩张不仅可以通过抢占新的市场打开自身的发展空间、享受二、三线城市经济快速发展带来的发展机遇，也可以将自身的品牌优势、服务优势、营销优势迅速在多个城市传播，获得促销、分销的规模优势，提升企业的品牌效应。此外，为了抵抗竞争压力、满足多元化的消费需求，百货企业纷纷采取了多业态组合的发展策略，据中国连锁经营协会统计，在 07 年零售百强中采取多业态发展的企业比例达 52%，首次超过单一业态的企业数量，而且在进入零售百强的百货类企业中，更有 74% 的企业采取了多业态的发展策略。

从价值整合的角度看，提高自营比例将成为百货业提升盈利能力和内生性增长水平的突破口。当前我国百货行业联营模式占比平均约为 85-90% 以上，这种模式使得百货企业不具备延伸至上游的主动权，这主要是因为百货商主要依赖代理商或品牌商的供货渠道，在供应链上话语权较弱；而自营模式就有较强的渠道控制能力，不仅能向上游延伸，还有利于形成差异化定位。随着黄骅信誉楼、菜市口百货、香港连卡佛等自营百货商的成功，自营比例、试水总经销和总代理等转变模式的理念逐渐受到业界的重视，并且获得了商务部等政府部门和行业协会的大力支持，提高自营比例、逐步提升行业盈利能力成为百货业未来发展的必然趋势。

从业态跃迁的角度看，向购物中心业态转化或进驻购物中心成为其主力百货门店将成为百货业今后发展的重要方向。折扣百货包括奥特莱斯也是百货业态的有力替代者。从发达国家零售业发展的规律可以发现，百货购物中心化是必然的趋势。在美国购物中心所形成的销售额接近 60%，在日本购物中心销售占比超过 20%，而超市仅占 9%，百货也只占到 7%。而我国 09 年购物中心销售占比仅 1%，未来发展空间巨大。

图27 百货业现阶段主要经营模式与发展



资料来源：爱建证券研究部整理

■ 超市：温和通胀利好行业，内功修炼成关键动因

持续上升的通胀压力刺激超市行业业绩上行。从 09 年下半年开始 CPI 指数持续走高，在今年 10 月已经达到 4.40%，通胀压力进一步加大，有关专家预测明年的通胀水平可能调至 4% 左右。由于超市行业销售的多是需求弹性比较小的生活必需品和日用品，故与 CPI 指数具有较强的相关性，通胀水平的稳步持续上升有助于超市企业同店增长的提高。

从扩张路径看，目前经营业绩较好的超市企业主要采取的是市场渗透扩张策略，采取跨区域或全国扩张而取得较好业绩的企业很少。纵观世界级超市连锁巨头，无不是成功突破了自身成长极限走向全国、全球扩张之路，最终才奠定全球霸主地位的。因此，对于那些不满足于偏安一隅、志在成就中国的沃尔玛的区域超市龙头，我们不应只以短期的财务波动来衡量其成败，更需以长远的战略眼光看待这种尝试自我突破背后对于中国超市行业发展的巨大价值，因此，对那些准备大范围跨区域扩张的超市我们将拭目以待。

从价值整合角度看，扩大农超对接范围、加大自有品牌开发力度和强化品类管理是超市企业近期进行供应链价值整合的主要举措，对于提升超市企业盈利水平具有长远而重大的影响。具体分类解释如下：

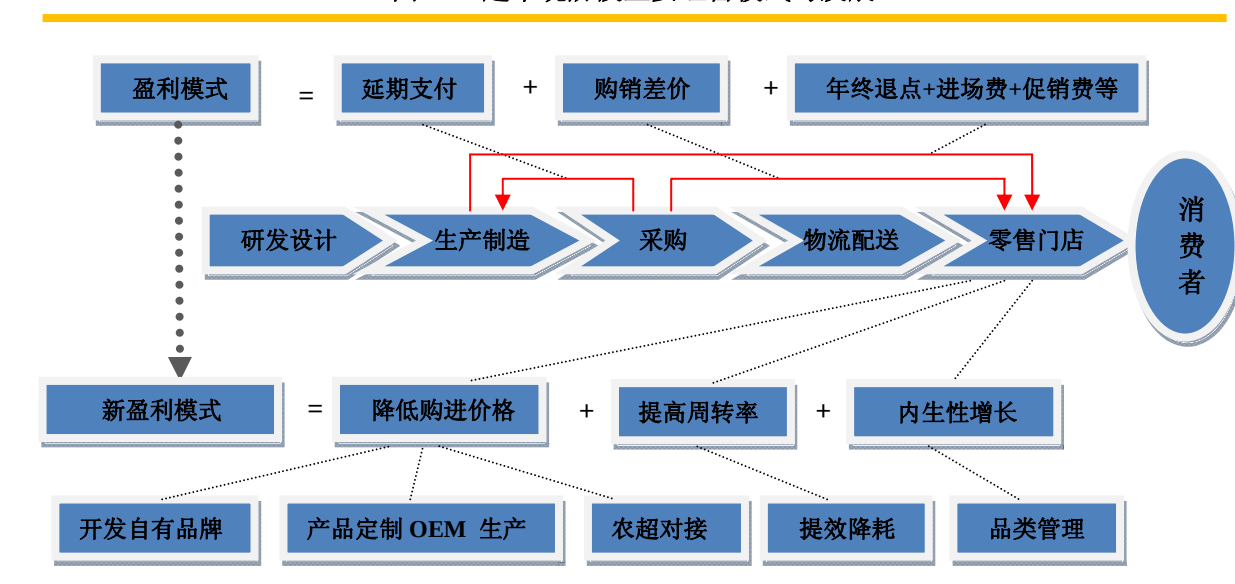
✓ 农超对接：生鲜是超市中附加值最高的产品，很多企业已经将生鲜经营提升到“生鲜战略”的高度，农超对接将促使生鲜成为超市新的利润增长点。据连锁经营协会调查，近 79% 的连锁零售企业不同程度地开展了农超对接，平均每家企业与 6 个省市的 79 家农业合作社有长期合作关系，年均采购金额 4552 万元。

✓ 自有品牌开发：06 年中国百强连锁经营企业自有品牌仅占整个连锁经营企业销售额的 0.50%，在 07 年这个数据为 0.51%，现今这个比例也在 0.53% 左右，与国外成熟市场比还有非常大的差距，未来发展空间巨大。

✓ 品类管理：通过品类管理，零售商和供应商将找到一个共赢的方向。零售商通过 POS 系统掌握消费者购物情况并及时反馈给供应商，供应商在分析消费者对商品及品类的需求后，再共同制定商品组合、存货管理、新铲平开发及促销等活，通过品类管理可以使供应商和零售商都能实现利益的最大化。从国外实施的效果来看，品类管理确实明显促进了单店盈利能力的提升。

从业态跃迁角度看，专业性大卖场将会从超市业态中分流客户。凭借着在特定商品类别上产品线广度和深度上的巨大优势，专业性大卖场可以对超市业态造成一定的客户分流，尤其在那些目的性消费特征较明显的商品类别上，如家电专业大卖场在家电销售领域就具有明显优势。

图 28 超市现阶段主要经营模式与发展



资料来源：爱建证券研究部整理

■ 专业店：最具成长潜力的商业零售业态

专业店以经营某一大类商品为主，具有产品线窄而深的特点，其中我们以

家电连锁为例，目前家电连锁是在中国发展最好的专业店类型，且是经营最为成功的一类。苏宁、国美等品类经营快速扩张的历程，就是品类专卖围剿品牌专卖、专业综合品牌围剿专业单一品类、品类连锁围剿品类单体经营的过程，从而迅速抢夺传统家电、单体家电卖场的市场份额，实现市场占有率和销售规模持续快速提升。

从扩张路径角度看，市场渗透和跨区域、跨国扩张并存成为该业态的主要特点。目前区域性家电连锁企业在苏宁、国美等巨大竞争压力下，加上家电下乡等政策带来的契机，纷纷加快了渠道下沉步伐，通过采取渗透战略、深耕本土市场来捍卫区域龙头地位；而苏宁、国美和五星等则主要采取全国扩张战略来进一步提升市场占有率，苏宁更是通过收购日本 Laox 股权和香港镭射率先迈出中国家电连锁企业跨国、区域扩张的步伐。

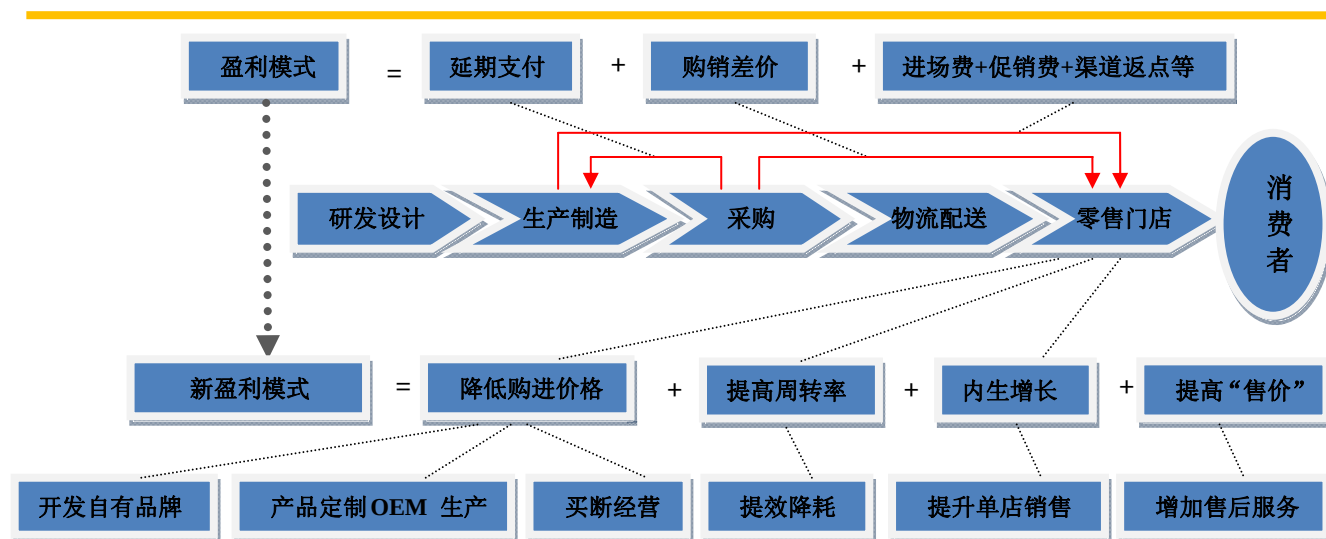
从价值整合的角度看，中国家电连锁零售企业的利润来源主要由三大部分构成，即延期支付供应商货款所带来的收入、购销货品价差收入和由供应商支付的进场费、促销费和渠道返点等费用。盈利的提高几乎都是以侵害供应商利益为基础的，但随着对整个供应链价值整合力度的加大，家电连锁企业通过开发自有品牌、产品定制和 OEM 生产、买断经营、加强自有物流配送能力、提升单店销售水平和增加售后延保服务等一系列举措，从降低购进货品价格、提升商品周转率和提高“售价”等多个方面入手，提升整个供应链的价值和自身盈利水平。

从业态跃迁的角度看，凭借比苏宁、国美实体卖场商品售价平均便宜 5%-10% 的价格优势，网购家电消费迅速崛起，09 年销售规模突破 400 亿元，占整个家电市场容量的 3.40% 以上，今年销售规模将有望突破 1000 亿元。面对新业态的巨大冲击，苏宁、国美等实体家电连锁企业也纷纷创设自己的网购渠道，积极开发网购家电市场，力求通过线上线下相结合的策略夺取更多的市场份额。

我们认为中国的专业店发展正处于快速成长期，家电、家用建材、通讯器材、数码电子和家用品等商品领域都有大量的专业连锁店经营，随着这些专业店的陆续上市，其中将可能出现像现今苏宁一样的企业。

此外，A 股市场近年来有大批专卖店类企业上市，目前就整个专卖店业态在中国的发展状况来看还处于导入期，财务表现上有高增长、高毛利、高费用率水平的特征，高成长性使得相关上市公司获得较高的估值水平。但由于所涉及行业跨度较大、行业特征差异明显，故不再对该业态做细分讨论。

图 29 专业店现阶段主要经营模式与发展



资料来源：爱建证券研究部整理

八. 行业主要风险

- 行业景气度对经济的依存度较高，如经济情况不如预期行业将有所下滑
- 部分零售企业的治理机制仍不够完善，业绩费用化致使利润不如预期
- 消费者信心连续下滑及市场开始向下带动行业整体估值出现下移局面

九. 行业评级与投资策略

中国零售行业目前正处在业态升级、价值链延伸和行业整合加剧的时期中，而中国经济转型战略的明确、各项刺激消费政策的出台和国民收入分配体制改革都为居民消费能力的持续释放奠定了政策基础，从而加快了零售业的升级发展步伐，行业长期向好趋势已基本确立。我们认为对于零售业的投资应着眼于长远，维持行业“强于大市”的投资评级。

具体从行业角度看，商业零售行业向来以稳取胜，防御性较好，未来零售渠道的多元化以及渠道下沉会给零售企业带来更为激烈的竞争环境，但是在宏观经济调结构的背景下，消费将更多的发挥拉动经济发展的作用，中国消费市场的快速发展期仍在继续，作为消费渠道的零售企业面临的机遇将不少。未来包括零售业在内的消费增长动力将主要来自于城镇化建设的推进、产业向中、西部迁移、人口红利、收入分配机制改革等一系列因素。随着本次《十二五规划建议》明确提出要坚持扩大内需的战略，我们认为在目前经济转型的大背景

下，国内消费率的不断提升将变为可能，从而将进一步推动城市的消费转型。通过城市的消费转型也将为今后零售业的发展创造出新的契机。未来一线城市的零售业有望构建出品牌专买与高端百货、购物中心与城市综合体加网络购物的多元化渠道模式，而二线城市将构筑起以省会城市为核心的强大城市群来满足多层次的消费需求，同时随着城镇化的不断深入也将带来之后三、四线城市的消费市场的扩容。

此外，我们认为商业股的合理估值水平在2011年可以到30倍左右。在重点跟踪的商业零售公司以2010年为基期的未来2年的复合增长为27%左右，剔除非经常性损益后的主业复合增长在30%以上。2010-2012年动态PE分别为33、24、19倍，仍在合理范围内。同时在目前经济增长方式转型的初期，未来几年消费都是市场持续关注的重点，行业现有30%左右的利润增速也可以支撑30倍左右的行业估值。综上所述，就明年全年而言我们继续看好零售商的成长与发展。

从行业投资策略上讲，首先我们要认识到整个商业零售板块在股票市场中的权重较低，一般不会对大盘产生引领作用。投资商业零售股，主要是看中未来中国消费市场稳定增长给企业业绩带来的相对确定性以及在大盘资金风格转换时相对较为抗跌的避险作用。这里我们把商业行业的投资主线分为三种：第一种是看企业的业绩，即企业现在的业绩很好，年度业绩增长的确定性强；第二种是看企业的潜力，即公司目前由于各种原因业绩暂不能释放、但具有未来业绩正常释放的可能，也就是实现潜力公司向业绩公司的转化；第三种是看企业的故事，即公司具有一定的主题、题材值得炒作，虽然有些题材短期内对上市公司不构成实质的影响，但一旦故事变成现实，将立即从故事公司向潜力公司甚至业绩公司升级。因此，结合主要业态并综合起来这三条主线可以形象地概括为业绩增长稳定+潜力挖掘+主题、题材预期。具体联系到实质内容如下：

✓ 关注中、西部及东北地区较发达零售企业情况

由于我国区域经济发展水平、城镇化程度、居民消费习惯等存在差异，导致各地零售业的发展水平不一。从近年来的消费数据来看，虽然我国东部地区城镇居民家庭人均可支配收入增速较快，但中、西部以及东北地区的社会消费品零售总额增速却要高于东部地区的水平。我们认为那些位于中、西部等相对欠发达地区的企业市场竞争环境相比沿海或者一线城市更为宽松，且市场空间更为广阔。因此经营相对稳健，业绩增长确定性相对较强。我们预计明年这些地区的上市公司年报将继续体现出上述差异。我们相对看好鄂武商 A、成商集团、

友好集团、合肥百货、大商股份等上市公司的表现。

✓ 关注扩张与调整实施后逐渐进入收获期的公司

目前来看我国的商业零售企业的整体规模仍是偏小，企业多在区域范围内扩张，跨区域扩张的上市公司相对并不多。在考察一家商业零售企业的成长潜力时，我们不仅要考察其内生增长的动力，更要关注公司外延式扩张的情况。在这方面我们看到在 08-09 年初行业景气度不高的情况下，多家上市公司并未停止扩张步伐，而是积极抢占市场，加快进入了消费潜力巨大的二、三线城市及一些副商圈，如广百股份、王府井、银座股份、天虹商场、苏宁电器等零售商在前期都加速布局国内市场。虽然新开门店将增加公司的成本费用支出，加大资金流的压力，但是春耕秋收，当行业景气繁荣时企业业绩有望实现超预期增长，因此我们相对看好王府井、苏宁电器等公司未来的发展空间。

✓ 关注城市核心商圈升级业态与资源占优企业

我们认为如同上面提到的城市消费转型将为今后零售业的发展创造出新的契机，而未来一线城市的零售业将有望构建出品牌专卖与高端百货、购物中心与城市综合体加网络购物的多元化渠道模式。从这个角度来看，一些具备城市核心商圈优势的企业，无论是从客流量的角度来看，还是从商业物业的价值来看都具有一定的稀缺性。同时，这些商圈的升级改造与品类调整也将为企业带来新的利润增长空间。另一方面，资源的占优还体现在业态的独特性上，未来随着人民币升值预期与通货膨胀的不时出现具备较好自有物业及盈利模式的物业经营企业从中长期看具备较好的增利空间。因而从稀缺性与业态特点的角度看，也应继续看好盈利模式较好的资源占优企业，比如小商品城、通程控股、友阿股份、中兴商业等企业。

✓ 关注未来有主题性、题材性的公司变化状况

我们认为主题性与题材性事件始终是与之相关行业的热点，同样零售行业也不例外。未来零售行业的主题与题材将继续围绕在消费升级、业态创新与企业重组、资产注入的大背景下。在法国巴黎百富勤的《中国消费前景》中曾提出，我国人均消费从 2003-2020 年将增长 10.80%，新的消费高峰来临的同时消费结构将不断改变。从近年公布的限额以上零售销售额增长分类来看，代表消费升级的化妆品、金银珠宝、汽车等产品销售额保持较为高速的发展且增长最为明显，我国已经进入新一轮的消费与业态升级。

此外，由于目前许多地方政府、集团公司相继采取例如推动商贸企业整合

重组、推出股权激励计划、调动管理层积极性等多种方式力图把零售企业做大做强。一旦整合、重组成功实施后，商业企业可以迅速获得规模效益，同时企业的谈判能力也将增加，市场地位及自身实力也将极大提升。这些 A 股市场有资产整合、重组预期或正在实施阶段的公司就包括鄂武商 A、武汉中百、武汉中商、银座股份、新华百货、百大集团、南京新百、长百集团、西单商场等。

十. 行业主要公司点评

✓ 新华百货 (600785)

公司在银川市消费类企业中处于绝对霸主地位，其09年总销售规模占到银川市社会消费品零售总额的21.22%，在区域性百货中处于领先水平。公司百货业务处于成熟期，内生增长强劲，主要百货门店的营业收入仍能保持10-15%的增长；超市业务目前处于扩张期，公司计划在宁夏地级市加大布局，并已开始筹建3个配送中心，预计其超市业务能达到30%左右的营收增长；家电业务短期内受到苏宁电器的冲击，但不会影响其全面发展的方向。从长期看，新华百货与物美商业的整合依然是大趋势，只是整合方式尚未确定，我们认为物美商业吸收合并新华百货回归A股的可能性存在，对公司将构成实质性利好。

✓ 武汉中百 (000759)

公司是湖北地区的超市龙头企业，现共有仓储超市130家，便民超市492家，主要分布在湖北和重庆两个地区。09年这两个地区的仓储门店同店增长分别为6%和5%，销售收入同比增长17%至101亿元，实现净利润2.13亿元，同比增长24%，基本符合我们的预期。此外，今年年初伊始湖北地区仓储超市同店增长也达到了11%，远高于去年同期的负2%的水平，表明公司业绩有继续向好的动力，预计公司也基本能达到原本计划的未来2-3年内新开60-70家的目标，再加上前期公司配股申请获得中国证券监督管理委员会发行审核委员的通过，公司的中长期发展前景值得期待。

✓ 银座股份 (600858)

公司属于处于成长期中的区域性商业龙头。以目前公司的投资项目看，公司正从传统百货向大规模购物中心发展，我们认为这种发展利于公司拓展新的市场及提高自身价值。但由于快速扩张将为公司带来资金压力，且内部改造较难在扩张中体现，这使费用率短期很难改观，而前期增发募集将从一方面缓解公司的资

金压力并成为提升业绩增长的动力。此外，根据大股东的计划，整个集团以09年销售收入为基数，到2015年集团销售收入目标超过1000亿元；到2020年集团销售超过2000亿元。简单测算2015年前集团收入的复合增长率将达25%左右；到2020年集团收入的复合增长率将达15%左右，而零售作为集团旗下的主力业务，有望保持较好增长势头。

✓ 王府井 (600859)

公司是目前A股市场网络布局较为完善的百货零售公司之一，且从门店布局和开业时间来看，未来利润增长点也较为有序。此前公司利润主要来自于北京王府井大楼、双安、长安商场、成都王府井等门店；公司早期在东部广州、武汉等地布店由于受到位置和体量限制，未来的利润提升空间相对有限，而我们预计未来2-3年内，长沙、西宁、包头、重庆等次新区域门店将成为公司利润的核心增长点，随后太原、兰州、昆明等新生代店有望依靠其大体量、购物中心模式接过利润增长的接力棒。值得一提的是，公司众多潜在利润点都在我国西北及西南重镇，有望分享未来国家中、西部经济发展的成果。

✓ 广百股份 (002187)

广百股份是省内最大的国有商业集团广州百货企业集团有限公司旗下的核心企业，公司目前有10家连锁门店，主要分布于广州、湛江和从化，并根据不同区域的经济水平进行适当的定位，但多数门店定位于大众百货。公司09年公告了6家新增门店，惠州店已顺利开业，揭阳店和深圳宝龙店也将于年底开业，此后公司将已每年新增1-2家的速度扩张。由于成本控制较好，公司新店的培育期相对较短，对公司利润的负面影响较小，快速有效的扩张使得公司更具成长性，内生增长与外延扩张并重。同时考虑到新大新的资产注入也将为公司今后业绩增长保驾护航。

✓ 鄂武商A (000501)

公司在零售行业中属于正处在成长期中的区域性商业龙头。目前公司共拥有百货门店7家，量贩式超市67家。09年公司百货系统全面提档升级，扩大了化妆品类和女装的经营销售规模，实现销售收入同比增长21.8%，且由旗下国际广场、武汉广场和世贸广场组成的武商摩尔城也实现了较好的融合，形成了协同效应。同时公司亚贸广场的外立面改造，以及建二商场、襄樊购物中心的升级改造也初见成效。此外，09年全年新开网点达16家并有4家门店完成改造，新增经营面积14.7万平方米。2010年公司除了继续投入摩尔城项目外，还拟新开10-15家量

贩店，并在购物中心业态上强势进入十堰、宜昌、恩施等省内地区。

✓ 中兴商业(000715)

公司在零售行业中属于资产质量较好的企业，旗下拥有 3 家大型百货店和 6 家超市。其中作为利润主要来源的中兴商业大厦位于沈阳市最繁华的太原街，为全国单体百货店前三名。同时我们认为公司资产结构简单，负债率低以及现金流充沛，在门店扩建后的体量能有效实现品牌优化组合及抵御其他百货的竞争。此外，值得关注的是公司有效解决了仅靠单体百货店缓慢增长的瓶颈，外延式扩张将带动公司业绩进入新一轮快速增长阶段，成为目前百货类上市公司中未来业绩改善空间较大的公司之一，预计未来三年公司净利复合增长率有望超 30%。目前公司新建的三期项目进展顺利，预计项目成熟后可为公司贡献净利润 7000 万左右，届时 2011 年公司业绩将会出现较快的增长。

✓ 通程控股(000419)

公司是立足于湖南省的区域连锁商，其主要经营的业态有家电连锁、百货业务、超市业务、酒店业务和典当业务等。其中家电连锁业务是公司的主力业务，也是公司竞争力较强的业务；公司在湖南省拥有 37 家门店，营业面积共计 11.7 万平方米；形成了以长沙为中心，向周围二三线城市辐射的布局。百货业务方面，公司有 6 家百货门店，以东塘、河西以及长沙次级商圈为主，与友阿股份相比，百货业布局相对较弱。不过，随着长株潭一体化的进程及湖南区域经济的发展，公司在次级商圈的布局将带来巨大的增长空间。同时受益于家电下乡、以旧换新等家电政策以及消费增长，公司营收也有望继续保持较好增长。

✓ 小商品城(600415)

公司是一家长期保持者稳健发展态势的企业，现拥有营业面积400余万平方米，商位6.20万个，日客流量21万余次，经营商品达170万种，几乎囊括了工艺品、小五金、日用百货等所有日用工业品，商品辐射215个国家和地区。未来公司的看点在于明后年市场面积增幅有望分别达到41%和26%，且从长期看公司租金存在持续稳步提升的情况，虽短期内原有市场租金提升幅度有限，但增加的面积租金市场化定价幅度超预期的可能性较大。此外，公司仍预留了与目前小商品市场占地面积相当的土地储备，未来市场面积扩张空间仍然巨大。同时，大股东恒大大体外还有89万平米，1万多个商位主要经营副食品和家具市场，由于公司账面现金较为充裕，预计该部分市场存在以现金收购方式进入市场的可能。

表 7 重点公司盈利预测情况

简称	股价	基本每股收益(元)			市盈率			市销率	
		09A	10E	11E	09	10E	11E	09	10E
豫园商城	14.64	0.60	0.93	1.10	47	27	23	2.75	2.37
苏宁电器	14.40	0.64	0.77	0.95	37	20	16	1.78	1.31
武汉中百	14.50	0.38	0.47	0.56	36	28	23	0.81	0.76
鄂武商A	20.60	0.47	0.62	0.76	33	27	21	1.16	0.95
合肥百货	21.60	0.42	0.51	0.64	37	31	25	1.32	1.21
新华百货	32.46	1.11	1.31	1.55	31	28	24	1.76	1.87
欧亚集团	28.30	0.70	0.82	1.01	35	29	23	1.15	1.03
广州友谊	28.79	0.79	0.93	1.14	34	25	20	3.52	2.84
中兴商业	15.49	0.33	0.29	0.60	43	35	21	1.31	1.45
海宁皮城	62.90	0.46	0.58	1.01	-	60	34	-	17.94
通程控股	10.86	0.16	0.32	0.45	45	67	24	1.43	1.58
成商集团	21.58	0.63	0.75	1.20	42	31	18	0.59	0.73
重庆百货	50.17	0.77	1.02	1.12	53	44	36	1.24	1.15
广百股份	29.46	0.98	1.21	1.53	35	22	18	1.57	0.98
银座股份	29.10	0.51	0.71	0.90	43	33	25	1.41	1.50
大商股份	55.10	-0.40	0.60	0.74	-	45	29	0.63	0.61
小商品城	37.37	1.35	1.50	2.16	39	22	16	11.55	6.85
王府井	46.37	0.98	1.21	1.50	40	29	24	1.41	1.25
友阿股份	27.20	0.91	0.70	0.94	-	31	23	-	2.28
友谊股份	20.30	0.40	0.63	0.77	46	26	22	0.30	0.27
友好集团	15.86	0.19	0.40	0.52	45	40	33	2.47	1.87

数据来源：爱建证券研究部整理，（以上数据时间为 2010 年 12 月 14 日）

表 8 重点公司主要数值情况

证券代码	证券简称	2010 PE	2011 PE	历史 PEG	PS	PCF	ROIC	EV1
600415	小商品城	44.19	28.18	1.21	16.31	-32.03	7.99	528.02
600827	友谊股份	10.73	9.68	0.39	0.31	2.42	7.79	91.74
600697	欧亚集团	35.46	27.00	0.88	0.93	14.96	5.21	54.99
000501	鄂武商 A	33.69	27.19	0.53	1.04	7.94	7.23	118.43
000829	通程控股	67.08	23.58	0.15	1.59	8.35	2.92	55.06
000759	武汉中百	35.52	27.89	0.58	0.84	8.49	6.41	104.51
000417	合肥百货	39.32	32.66	0.44	1.50	16.36	11.15	109.57
000715	中兴商业	58.74	24.40	-2.99	1.95	29.84	1.74	43.82
600859	王府井	39.94	30.82	0.77	1.46	20.20	9.10	200.90
002024	苏宁电器	24.84	19.55	0.29	1.39	39.97	9.17	1166.38
600729	重庆百货	43.19	34.35	0.83	1.24	31.48	10.88	105.01
002277	友阿股份	41.83	31.03	0.41	2.87	34.81	11.05	95.96
600785	新华百货	28.62	23.28	0.51	1.77	20.94	14.76	69.72
000987	广州友谊	30.87	24.46	0.56	3.14	44.65	16.70	103.34
002187	广百股份	26.88	21.62	0.55	0.93	8.80	9.46	50.76
600655	豫园商城	30.25	24.78	0.45	1.76	16.72	6.84	246.34
002344	海宁皮城	79.19	40.54	0.27	18.28	18.88	11.75	176.19
600828	成商集团	52.03	31.18	1.25	4.89	35.53	8.54	84.25
600858	银座股份	40.29	27.31	1.66	0.99	-23.66	2.53	115.34
600778	友好集团	42.56	33.30	0.25	1.87	12.06	4.32	53.37

数据来源：爱建证券研究部整理，（以上数据时间为 2010 年 12 月 14 日, EV1 单位为亿元）

附录：近年来行业主要政策面动向

时间	行业主要政策	相关内容
2008. 11. 09	国务院会议明确进一步扩内需、促经济增长的十项措施	提高城乡居民收入：提高明年粮食最低收购价格，提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准，增加农民收入；提高低收入群体等社保对象待遇水平，增加城市和农村低保补助，继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。
2008. 11. 23	发改委将起草刺激国内消费方案	旨在扩大居民收入、全面刺激国内消费。内容可能涉及调高个税起征点、大范围提高社会工资、建立对低收入阶层补贴的长效保障机制、实现城镇职工基本医疗保险、大幅度降低服务性消费成本、提高住房货币补贴的标准等数个领域。
2008. 11. 27	商务部出台七条关于做好扩大消费工作的指导意见	明确商务部要重点促进七方面的消费：（1）科学规划布局，优化流通网络，促进便利消费（2）引领市场需求，开发特色商品，促进热点消费（3）发展旧货流通，回收再生资源，促进循环消费（4）扩大赊购赊销，改善支付环境，促进信用消费（5）减少流通环节，降低流通成本，促进实惠消费（6）保障商品质量，净化市场环境，促进安全消费（7）抓住旺销时段，强化市场营销，促进节假日和会展消费。
2008. 12. 08	国务院办公厅有关当前金融促进经济发展的若干意见	落实和出台有关信贷政策措施，支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房。加大对城市低收入居民廉租房、经济适用房建设和棚户区改造的信贷支持。支持汽车消费信贷业务发展，拓宽汽车金融公司融资渠道。积极扩大农村消费信贷市场。
2008. 12. 30	国务院办公厅发布《关于搞活流通扩大消费的意见》	（1）健全农村流通网络，拉动农村消费。（2）增强社区服务功能，扩大城市消费。（3）提高市场调控能力，维护市场稳定。（4）促进流通企业发展，降低消费成本。（5）发展新型消费模式，促进消费升级。（6）切实改善市场环境，促进安全消费。（7）加大财政资金投入，支持流通业发展。
2009. 02. 09	商务部将采取六大措施搞活流通, 扩大消费	（1）健全农村流通网络，拉动农村消费。（2）增强社区服务功能，扩大城市消费。（3）提高市场调控能力，维护市场稳定。（4）促进流通企业发展，降低消费成本。争取在企业自身努力下，政府创造一些条件，培养一些跨地区、能够承担社会责任的流通企业，使流通企业自身的发展、市场的控制能力和市场的覆盖能力得到增强。（5）发展新型消费模式，主要是扩大银行刷卡消费。（6）切实改善市场环境，提高消费者信心。商务部将重点严厉打击销售假冒伪劣产品、商业欺诈等违法违规行为，打破市场垄断，同时要促进零售商、供应商公平交易。
2009. 03. 02	商务部办公厅发布关于做好培育和发展消费热点工作的通知	（1）将培育和发展热点的工作重心放在消费需求潜力大、市场销售增长快、影响带动作用强的领域。（2）是创新营销模式满足城乡居民多样化消费需求，推动消费热点形成，引导消费结构升级。（3）是努力营造有利于消费热点培育和发展的社会氛围。（4）是建立健全培育和发展消费热点的部门协作机制，加强与有关部门沟通协调，建立和完善部门协作机制，形成合力。
2009. 03. 16	商务部明确采取多种措施，促进国内消费持续增长	（1）大力发展城市社区商业，各地积极推进城市商业，特别是二、三线城市商业设施建设，推进小城镇商业中心建设，加强社区标准化菜市场的改造和建设，完善旧货和再生资源回收体系，鼓励循环消费。（2）加快推进农村流通网络建设，启动新一轮农村市场开发，同时要加快农产品批发市场和农贸市场的升级和改造，全面推进家电下乡，搞好农超对接，完善农村商业信息服务网络。（3）促进内外贸融合，丰富国内市场。针对国内消费者对产品差异化和个性化的要求，部分省市引导出口企业及产品转为内销，促进国内消费增长。（4）沿海城市积极发展现代商业，加强金融服务，扩大信用消费，促进城市耐用消费品升级换代。（5）优化商业环境，各省市积极推动商业企业搞好重点节庆活动，部分省市积极落实对商业企业和工业用电同价政策，加快冷链运输和仓储建设，推动食品安全消费，搞好商业诚信建设。
2009. 05. 04	商务部办公厅发布下发关于在全国开展“扩大消费, 创新生活”系列活动的通知	（1）是提升假日消费，利用节假日大力开展购物节、旅游节、文化节、嘉年华等活动；（2）是扩大会展消费，引导支持重点展会，促进品牌和老字号产品走向全国；（3）是提高家政服务消费，整合现有家政服务资源，为社区居民提供各类便捷安全的服务；（4）是加大信息产品促销力度，推动数码、高清、动漫、游戏等电子产品销售；（5）是扩大家电家具用品消费，开展家具、家电、家纺及家饰产品促销；（6）是提升汽车农机消费，完善汽车销售、保养、维护、加油等服务网络；（7）是促进民特产品消费，加强传统服装，工艺品、食品等特色商品宣传推广；（8）是推动文化休闲旅游消费，结合当地文化、休闲、旅游资源开展各种促销费活动；（9）是开拓不同群体消费，根

		据妇女、儿童、老年群体不同需求特点,增加个性化、差异化商品供应。
2009. 07. 02	发改委发布《关于做好商业与工业用电、用水同价工作有关问题的通知》	按照《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》有关要求,08年以来,各地积极推进商业与工业用电同价工作。目前大部分省区、市商业用电已与工业用电执行相同的目录电价标准;没有实现同价的省、区、市也适当缩小了商业用电与工业用电的价差。现就进一步推进工商同价,通知尚未实现商业与工业用电同价的省、区、市,应认真做好商业与工业用电同价的实施方案,结合销售电价调整,尽快实现工商企业用电同价。同时,各地在调整供水价格时,也要按照《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》的要求,遵循“补偿成本、合理收益、节约用水、公平负担”的原则,简化水价分类,实行商业用水与工业用水同价。
2009. 08. 13	中国银监会出台《消费金融公司试点管理办法》	管理办法明确了对于成为消费金融公司的主要要求,同时指出将在北京、上海、天津和成都四城市展开试点。
2009. 11. 29	商务部继续主推五大措施扩大明年消费	商务部表示将继续实施以“扩大农村、城市、换代、信用以及节庆消费”为主的刺激政策来扩大明年消费。
2010. 02. 26	北银消费金融有限公司成立得到银监会批复	国内首家消费金融公司北银消费金融有限公司得到银监会的开业批复,正式成立。3月1日起,市民要购买家用电器、家具,或者装修、旅游即可到北银消费金融公司申请消费贷款。
2010. 03. 08	财政部表示今年将更加注重扩大内需	近日财政部表示今年中国将继续实施积极的财政政策,更加注重扩大内需,尤其是要把刺激居民消费需求放在更加突出的位置,具体措施包括:(1)增加财政补助规模,提高城乡居民特别是中低收入者消费能力;(2)落实结构性减税政策,引导扩大企业投资和居民消费;(3)完善引导消费的财税政策,扩大消费需求。
2010. 03. 14	商务部表示计划重点在五大消费中下工夫	商务部有关发言人表示今年计划重点在“五大消费”——即扩大热点费、农村消费、服务消费、循环消费、信用消费中下工夫,积极扩大整体消费。
2010. 05. 13	国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见出台	在意见中涉及商业的有:(1)鼓励和引导民间资本进入商贸流通领域的内容;(2)鼓励和引导民间资本重组联合和参与国有企业改革的内容。
2010. 06. 22	国家有关部门表示收入分配方案有望年内出台,同时实施国民收入倍增计划已基本具备条件	人力资源和社会保障部劳动工资研究所所长、中国劳动学会薪酬专业委员会会长苏海南在接受人民日报采访时表示收入分配改革方案年内有望出台,同时国民收入倍增计划,目前基本具备了条件,所以应该在“十二五”规划或者政府的工作计划里面,酌情考虑或者采取类似的做法。
2010. 10. 18	中共中央第十七届五中全会通过了《关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》	本次《十二五规划建议》明确提出要坚持扩大内需战略,建立消费需求的长效发展机制,着力保障和改善民生并努力实现居民收入增长与经济发展同步,同时加强税收对收入分配的调节作用,努力扭转城乡收入的差距。可以说扩大内需将成为未来五年的首要任务。

资料来源:爱建证券研究部整理

投资评级说明

报告发布日后的6~12个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 20%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘升幅 5%~20%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级:

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

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。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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。