

湘财证券研究所

商业零售行业研究小组

王俊杰

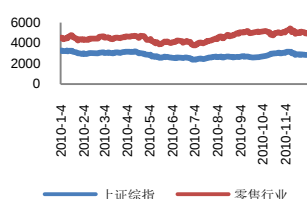
Tel: 021-68634510-8710

冯舜

Tel: 021-68634510-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

零售板块 2010 年走势



重点公司盈利预测

股票代码	公司简称	当前股价	EPS			PE			评级
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
000501	鄂武商 A	18.23	0.6	0.8	1.1	30.4	22.8	16.6	买入
601933	永辉超市	31.22	0.37	0.72	1.1	84.4	43.4	29.5	增持
600612	老凤祥	28.72	0.8	1.1	1.5	35.9	26.1	19.1	买入
002345	潮宏基	34.02	0.7	1	1.3	48.6	34.0	26.2	买入
002024	苏宁电器	12.89	0.62	0.87	1.03	20.8	14.8	12.5	买入

□ 多方因素决定消费零售行业长期景气

我们看好零售行业的发展前景，主要原因是：首先，政策对消费行业中长期景气构成强力支持，中央十二五规划提出把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向，构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变；其次，从中国的人口结构方面看，中国开始进入第三次消费高峰期，此外，中国居民家庭格局由多子女到独生子女的转变刺激消费增长；再次，对 2011 年物价上涨的预期刺激零售行业整体收入增长。

□ 零售行业 2011 年增速较快，当前估值较为合理

根据社会消费品零售总额和零售行业整体收入增速的历史数据对比得出，零售行业整体增速和剔除物价影响的社消总额增速基本保持一致，误差为 $\pm 1.5\%$ ，考虑到 2011 年物价上涨的因素，我们预计 2011 年零售行业整体收入增长区间为 18.5%-21.5%之间，净利润增长区间为 31.56%-34.89%。对应当前市值的行业动态 PE 为 27.14-27.83，估值尚处于合理水平。

□ 行业配置顺序：百货-超市-专业连锁

我们基于零售行业 2011 年受益于政策刺激和通货膨胀的逻辑，建议 2011 年零售行业的配置顺序依次为百货、超市和专业连锁。

□ 百货行业：继续挖掘中西部高成长且估值合理的优质公司

我们认为中西部地区面临商业业态升级的良好契机，区域龙头公司具有先发优势，可以畅享业态升级和市场整合的收益，但是考虑到当前估值因素，我们建议挖掘高成长且当前估值较为合理的优质公司。推荐公司：鄂武商 A。

□ 超市行业：建议配置具有高效跨区扩展能力的连锁超市

我们认为，2011 年超市行业将受益于物价上涨，而具备跨区扩展能力的内资超市将获得内生收入增长和外生扩张的双重收益。推荐公司：永辉超市。

□ 专业连锁：政策刺激和行业集中度提升为专业连锁提供商机，同时关注金银珠宝类零售公司

我们认为，2011 年专业连锁上市公司继续受益政府“家电下乡”和“以旧换新”政策的刺激，同时，行业集中度的提升为专业连锁公司带来外生扩张机遇。同时我们认为国际金价 2011 年仍将走高，为金银珠宝类零售商带来发展良机。重点推荐公司：苏宁电器、宏图高科、老凤祥、潮宏基。

600122	宏图高科	13.65	0.4	0.5	0.7	34.1	27.3	19.5	买入
--------	------	-------	-----	-----	-----	------	------	------	----

数据来源：湘财证券研究所(以 2010 年 12 月 29 日收盘价计算)

目录

一、多方因素共同决定零售行业景气	6
1.1 政策对零售行业中长期景气构成强力支持	6
1.2 中国开始进入第三次消费需求旺盛期	6
1.3 收入增长为消费欲望转化为消费需求提供可能和动力	7
1.4 消费人群特征发生重大转变对消费需求造成强劲拉动	8
1.5 城镇化水平的快速发展为消费的增长和升级提供机遇	9
1.6 社会消费品零售总额继续保持强劲增长势头	10
1.7 物价上涨刺激消费行业收入增长	12
二、行业整体盈利预测和估值	14
2.1 零售行业 2011 年净利润增长 31.56%-34.89%	14
2.2 行业 2011 年动态PE为 27.14-27.83	15
三、行业配置顺序：百货-超市-专业连锁	16
3.1 消费升级过程，百货公司弹性较大	16
3.2 超市将受益于物价上升	16
四、百货行业：关注中西部地区优质公司和黄金珠宝零售商	17
4.1 中西部地区经济发展水平步入百货业态阔	17
4.2 中西部地区消费增速显著加快	18
4.3 中西部地区优质百货龙头潜力巨大	19
五、超市行业：关注具备跨区外生扩张能力上市公司	19
六、专业连锁：政策刺激和行业集中度提升促进盈利增长	20
6.1 家电下乡如火如荼，以旧换新锦上添花	20
6.2 家电市场需求潜力依然巨大	21
6.3 家电连锁企业三四级市场扩张潜力巨大	21
6.4 IT连锁行业处于快速发展期，行业集中度提升空间巨大	22
6.5 黄金珠宝零售商受益金价上涨	22
七、行业投资策略：推荐成长性良好，估值合理的公司	23
鄂武商	23
永辉超市	23
苏宁电器	24
宏图高科	25
老凤祥、潮宏基	25

图目录

图 1 改革开放以来中国经济增长主要依靠投资和出口拉动	6
图 2 改革开放以来中国经济增长主要依靠投资和出口拉动	7
图 3 中国经济快速增长为消费增长提供动力	8
图 4 居民可支配收入快速增长促进消费欲望转化为需求	8
图 5 平均每个劳动力负担人数下降, 提高人均可支配收入	9
图 6 中国当前人均GDP水平相对于美国 1965 年水平 (上)	10
图 7 中国当前人均GDP水平相对于美国 1965 年水平 (下)	10
图 8 中国城镇化水平仅相当于美国 1910s中期年水平 (上)	10
图 9 中国城镇化水平仅相当于美国 1910s中期年水平 (下)	10
图 10 社会消费品零售总额继续保持强劲增长	11
图 11 各消费子业态销售额增速仍然较快	11
图 12 食品类商品销售额月度同比增速	12
图 13 服装鞋帽类商品销售额月度同比增速	12
图 14 金银珠宝化妆品类商品销售额月度同比增速	12
图 15 家电汽车等耐用品销售额月度同比增速	12
图 16 政府实施宽松货币政策应对金融危机	13
图 17 宏观经济政策效果显著	13
图 18 宽松的货币政策的长期效应是物价的上涨	14
图 19 剔除物价影响的社会消费品零售总额较快增长	14
图 20 零售行业收入增速与社消总额增速基本一致	15
图 21 零售行业三项费用率随着收入规模扩大而降低	15
图 22 食品价格是物价上涨的主要拉动因素	17
图 23 中西部地区经济发展水平步入百货业态阈 (上)	18
图 24 中西部地区经济发展水平步入百货业态阈 (下)	18
图 25 中西部地区收入增速加快 (上)	18
图 26 中西部地区收入增速加快 (下)	18
图 27 中西部地区消费增速加快	19
图 28 传统家电在农村发展空间巨大	21
图 29 传统家电在城镇基本达到饱和, 但存在更新需求	21
图 30 国内家电连锁企业市场集中度有较大提升空间	22

表目录

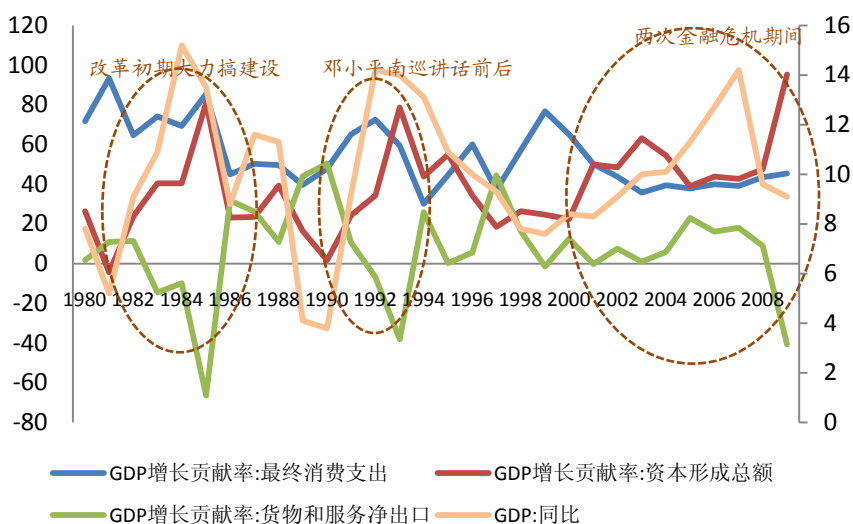
表 1 零售行业整体盈利增长 31.56%-34.89%	15
表 2 零售行业净利润预测和估值	16
表 3 各业态发展与经济发展水平对应表	17
表 4 家电下乡和以旧换新政策促进家电产品消费	20

一、多方因素共同决定零售行业景气

1.1 政策对零售行业中长期景气构成强力支持

扩内需、促消费成中央“十二五”规划主调。金融危机之前的中国经济发展模式与其他国家经济起飞阶段的发展模式相似，即主要依靠投资和出口拉动经济增长，但是，在这种经济发展模式下，伴随着经济的发展会带动非贸易部门如房租和工资等的上升，继而导致生产成本的上升，会削弱贸易部门的国际竞争优势，因而主要依靠投资和出口拉动经济增长的发展模式不具有可持续性。当前，中国经济正处于迫切需要调整结构的风口浪尖。改革开放以来，中国经济长时期快速增长为经济结构调整提供物质基础，发生于2008年的金融危机为中国进行经济结构调整提供机遇。因此，我国的政策制定者在应对完金融危机的冲击之后，马上开始着手进行经济结构的调整，在2010年3月份召开的两会中，温家宝的政府工作报告大篇幅、多频率地提到经济结构调整，2010年10月18日，中央通过的十二五规划也提出“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向。构建扩大内需长效机制，促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变”。虽然目前还没有看到中央构建扩大内需长效机制的相关举措，但是单从中央的转变经济增长方式的基调和决心，我们可以判断未来几年消费行业将步入景气周期。

图 1 改革开放以来中国经济增长主要依靠投资和出口拉动



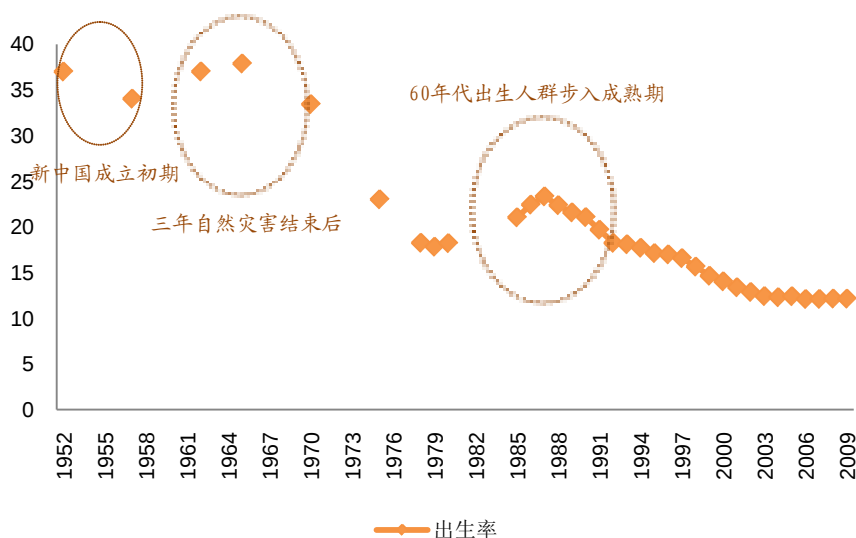
资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

1.2 中国开始进入第三次消费需求旺盛期

目前我国即将进入第三次消费人群高峰期。新中国成立以来，我国共出现过三次人

口高速增长期，分别发生在 1949-1956、1963-1966 和 1983-1988 年，伴随着人口高峰出生的人群步入成熟期，与此相对应的是，我国也经历了两次消费高峰期，分别是 1983-1989 和 1992-1997 年，未来几年，第三次生育高峰出生的人群开始步入成熟期，中国也将迎来第三次消费欲望膨胀期，根据联合国人口署的预测，中国消费人口（15-60 岁）数量将在 2015 年达到峰值，此后将维持至少 10 年的峰值状态。

图 2 改革开放以来中国经济增长主要依靠投资和出口拉动

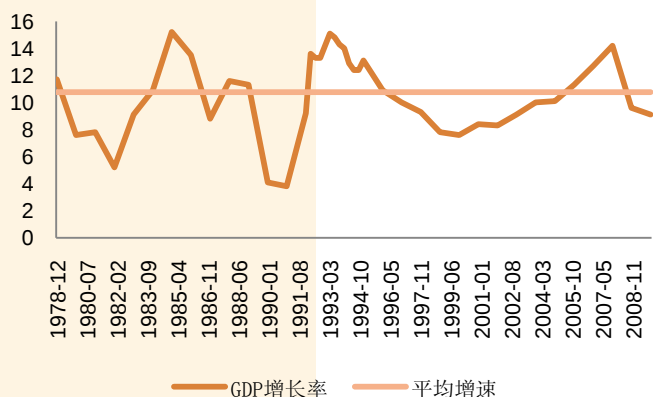


资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

1.3 收入增长为消费欲望转化为消费需求提供可能和动力

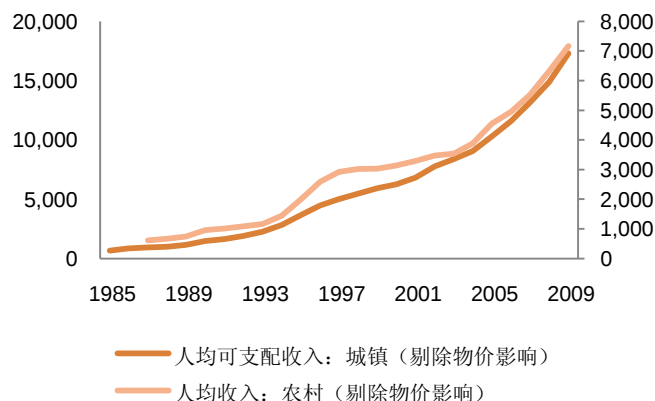
改革开放以来，我国经济持续快速发展，GDP 平均增速达到 10.77%，在经济高速发展的过程中，居民可支配收入水平也快速增长，1985 年以来，我国城镇居民人均可支配收入（剔除物价影响）复合增长率达到 14.46%，农村居民收入水平（剔除物价影响）复合增长率也达到 11.73%，国民收入水平也在不断提升为将旺盛消费欲望转化为消费需求提供强劲动力。

图 3 中国经济快速增长为消费增长提供动力



资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

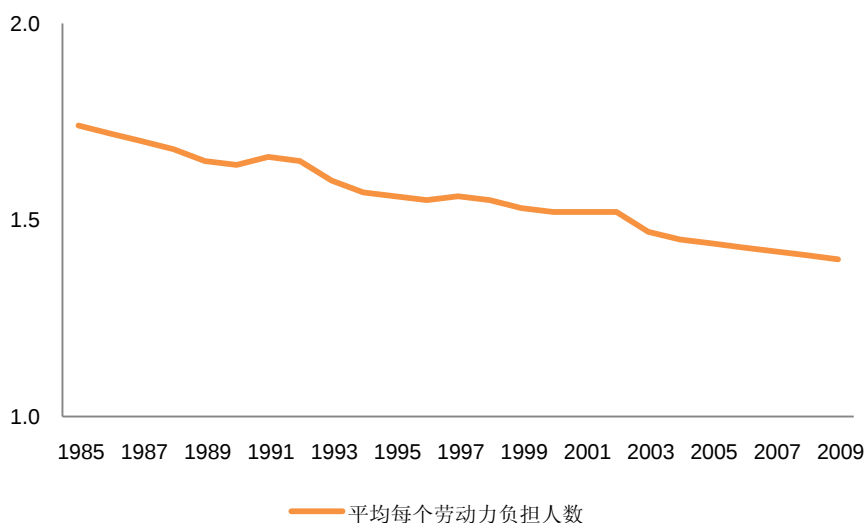
图 4 居民可支配收入快速增长促进消费欲望转化为需求



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

1.4 消费人群特征发生重大转变对消费需求造成强劲拉动

与前两次消费高潮相比,第三次消费高潮的消费群体的特征较为明显,首先,与前两次消费高潮的人群相比,第三次消费高潮的消费人群的消费理念更为激进,边际消费倾向更大,他们很少愿意去为将来储蓄,大部分人都是“月光族”。其次,前两次消费高潮的消费群体在其所在的家庭中往往有至少一个以上的兄弟姐妹,在他们步入成熟期的时候,他们的收入除了用来消费之外,还得自己承担生活所必须的其他开支,例如,购房和子女教育。但是第三次消费高峰出生的人群绝大部分是独生子女,我们搜集的数据显示,1985年左右步入成熟期年龄的城镇人群在家庭里至少有2个兄弟姐妹,城镇居民家庭平均人口数为4,农村家庭中至少有3个兄弟姐妹,家庭平均人口数为5,到2009年城镇家庭平均子女数降低到小于1人,从他们所在的家庭整体来看,至少有一个人(父母亲和本本人)甚至更多的人的收入在支持一个人的支出。因此,在同等条件下,第三次消费高潮的消费群体的可支配收入量更大。

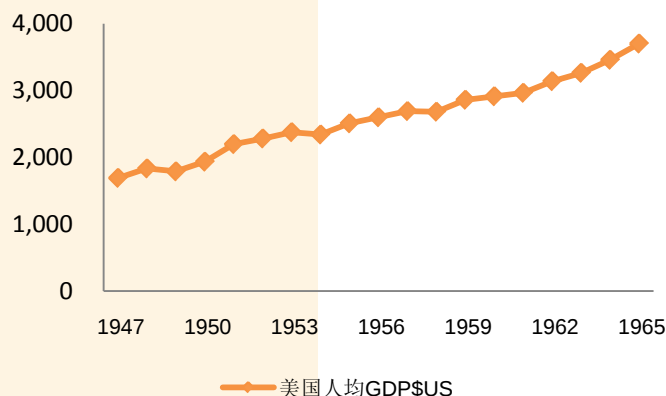
图 5 平均每个劳动力负担人数下降，提高人均可支配收入


资料来源：ceic，湘财证券研究所

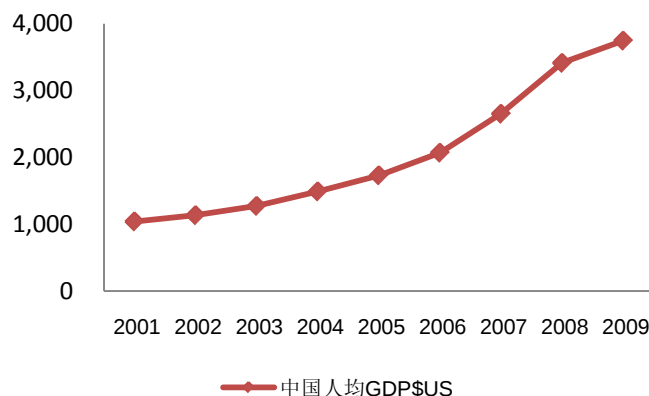
1.5 城镇化水平的快速发展为消费的增长和升级提供机遇

数据显示，随着我国经济的快速增长，我国城镇化过程近年来快速发展，2009 年我国城市化水平达到 46.6%。国际比较看来，中国在城市化发展过程中最好的比较对象是美国，因为世界各国在疆土面积、人口数量等方面与中国相似程度较高的国家只有美国，西欧和日韩等国家由于国土面积小，城市化发展除了受到经济发展水平的影响，还是其解决人均占地面积少等社会问题的一条途径。但是比较中国和美国经济发展过程和城市化过程，我们可以看出，中国当前的城市化水平与其经济发展水平严重不匹配。以人均 GDP 作为衡量标准，中国当前的经济发展水平相当于美国 1965 年的水平，而中国当前的城市化水平仅相当于美国 1910~1920 年的水平，造成这一结果的一个重要原因是我国的户籍制度限制了人口的自由流动，阻碍了城镇化进程的发展。随着近年来经济的快速发展和城乡交流的日益广泛，户籍制度已引起愈来愈广泛的争议与指责。2005 年底，中国开始着手改革户籍制度。截止至 2009 年 3 月，已有河北、辽宁等 13 个省、市、自治区相继取消了农业户口和非农业户口性质划分。2009 年 12 月，中央经济工作会议中提出，“要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务，放宽中小城市和城镇户籍限制。”这一政策的出台将有利于加速我国城镇化的进程，未来我国城镇化率将迎来高速增长时期。城镇化水平的提高将促进我国消费的增长和升级。

图 6 中国当前人均 GDP 水平相对于美国 1965 年水平(上) 图 7 中国当前人均 GDP 水平相对于美国 1965 年水平(下)

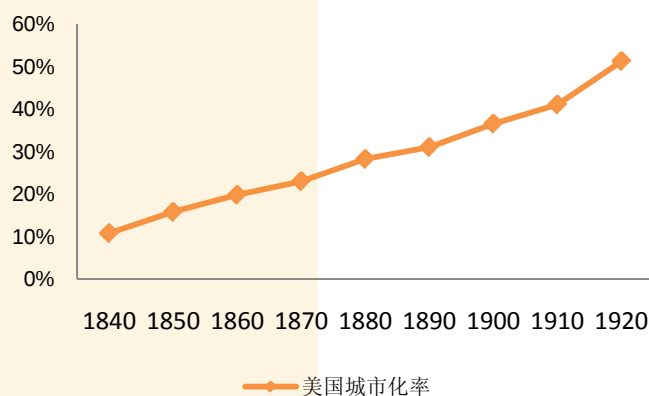


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

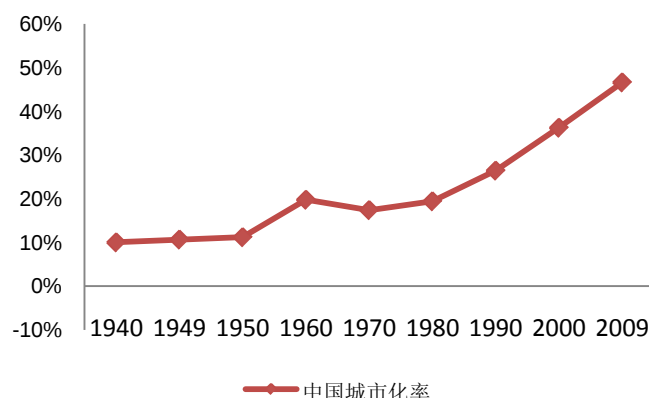


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 8 中国城镇化水平仅相当于美国 1910s 中期年水平(上) 图 9 中国城镇化水平仅相当于美国 1910s 中期年水平(下)



资料来源: 互联网, 湘财证券研究所

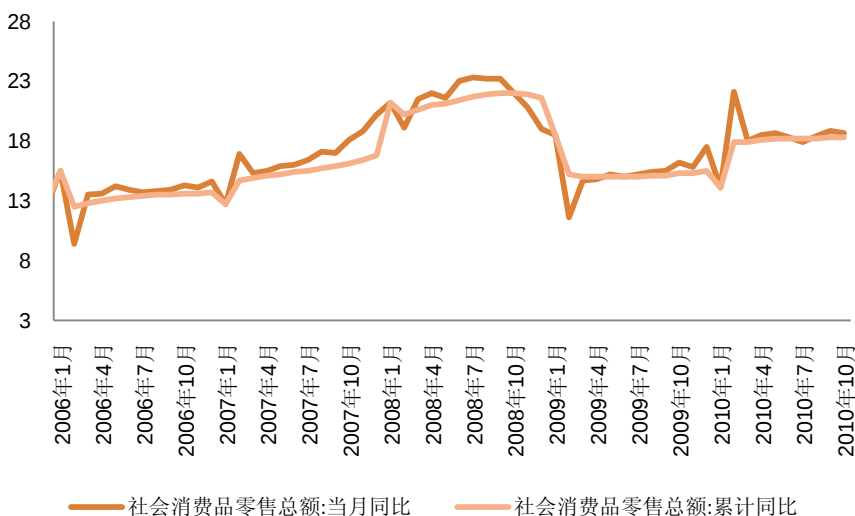


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

1.6 社会消费品零售总额继续保持强劲增长势头

2010 年 10 月社会消费品零售总额 14,284.8 亿元, 同比增长 18.64%, 1-10 月份社会消费品零售累计实现销售 125,313.3 亿元, 同比增长 18.3%, 社会消费品零售额继续保持强劲增长, 我们预计社会消费品零售总额 2011 年仍将保持快速增长。

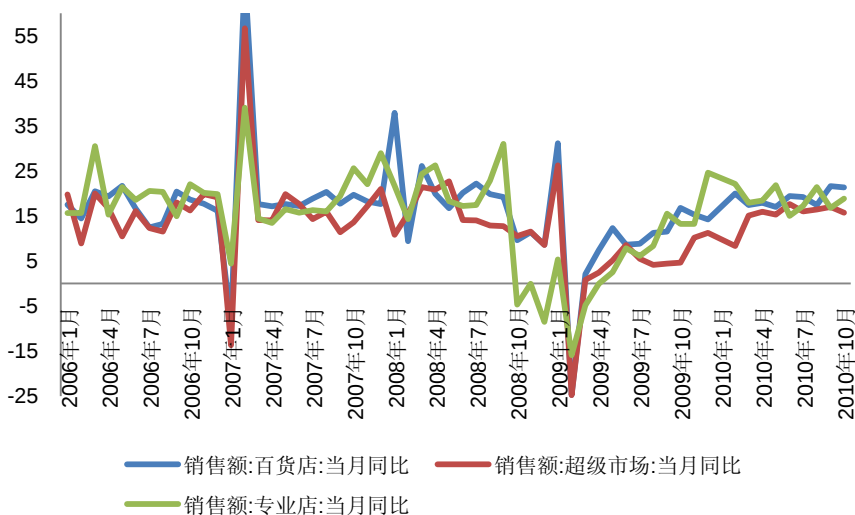
图 10 社会消费品零售总额继续保持强劲增长



资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

分业态看，百货销售额同比增速较快，超市增速略有下降，专业店增速上升明显。2010 年 10 月，百货店销售额同比增长 21.3%；超市销售额同比增长 15.7%；专业连锁店销售额同比 18.8%，较 9 月份的同比增速上升两个百分点。

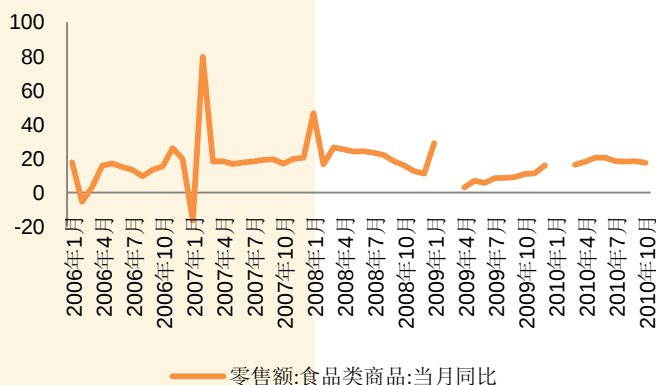
图 11 各消费子业态销售额增速仍然较快



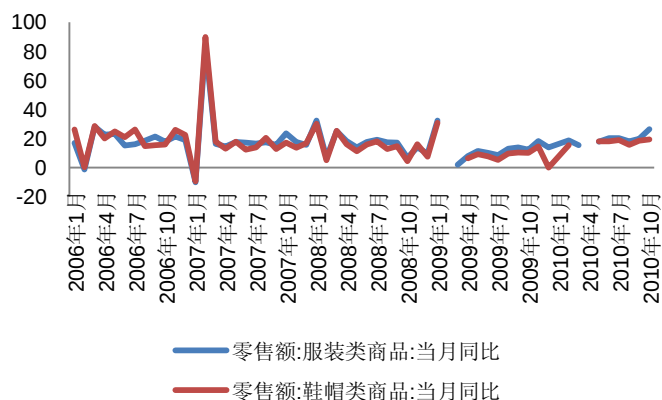
资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

分商品类别看，2010 年 10 月，食品类商品零售额增速为 17.5%，较 9 月份回落 0.9 个百分点，服装和鞋帽类商品销售额同比增长都较去年同期大幅增长，其主要原因是国庆中秋两节叠加世博效应促进销售额增长，化妆品和金银首饰类商品销售额同

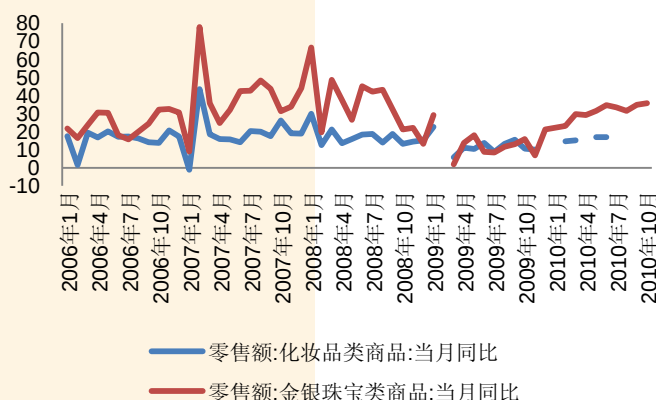
比大幅增长，其主要的原因在于黄金价格的上升导致销售收入的增长，家用电器和汽车类商品等耐用消费品的销售增速处于上升势头。

图 12 食品类商品销售额月度同比增速


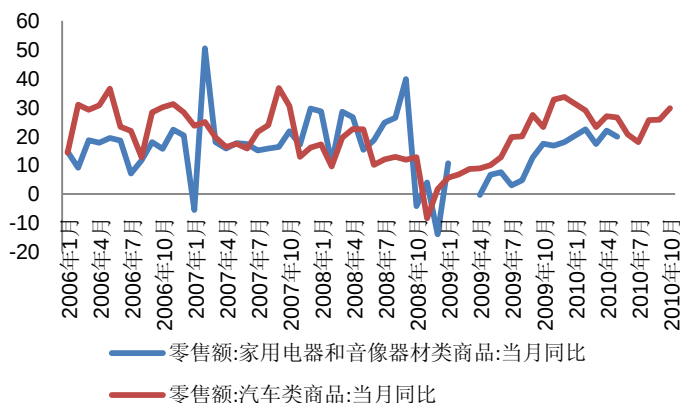
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 13 服装鞋帽类商品销售额月度同比增速


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 14 金银珠宝化妆品类商品销售额月度同比增速


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

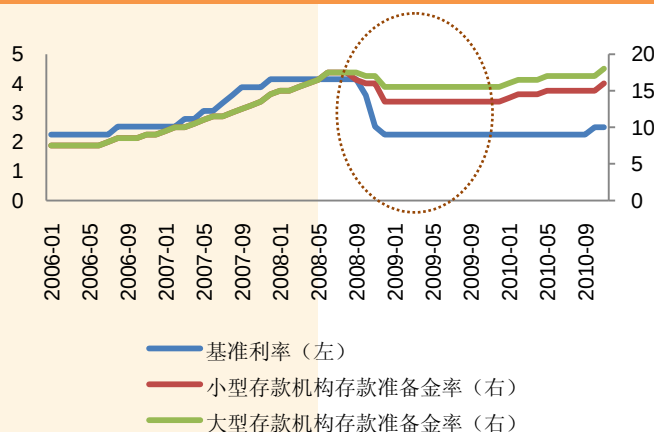
图 15 家电汽车等耐用品销售额月度同比增速


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

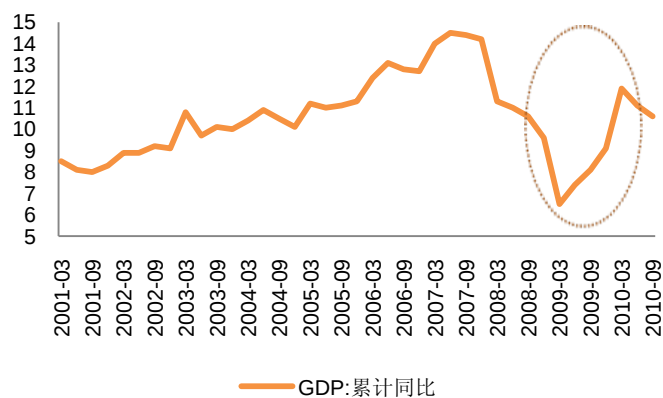
1.7 物价上涨刺激消费行业收入增长

为了应对金融危机，中国政府在 2008 年实施了极度宽松的财政政策和货币政策，例如，政府实施了高达 4 万亿元的投资计划，数次降低存款准备金率并下调基准利率，在宽松的宏观经济政策的刺激下，其效果也相当明显，2009 年中国 GDP 增长率达到 9.1%，2010 年前三季度，中国 GDP 累计增长 10.6%，中国成为全球最先从金融危机中复苏的经济体，但是，经济政策对经济发展的短期效应可以很明显，长期来看，宏观经济政策尤其是货币政策对实体经济的影响只能通过物价水平的上升来体现，2010 年 1-10 月份，中国消费者物价水平累计同比增长 3%，最近几个

月食品价格的上涨即是宽松货币政策的物价效应的显现。我们预计物价上涨趋势在 2011 年将会持续，2011 年全年通货膨胀率将达到 4% 左右的水平。

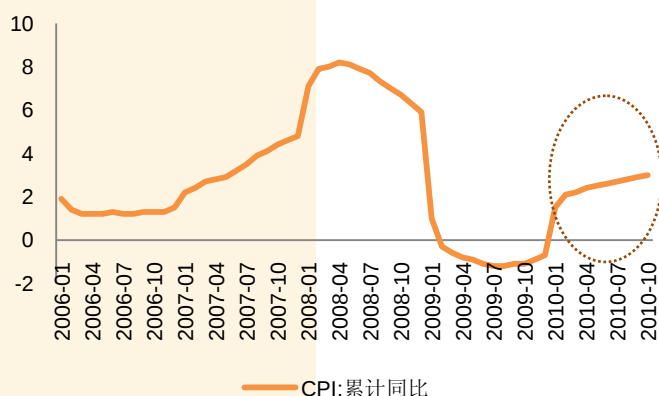
图 16 政府实施宽松货币政策应对金融危机


资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

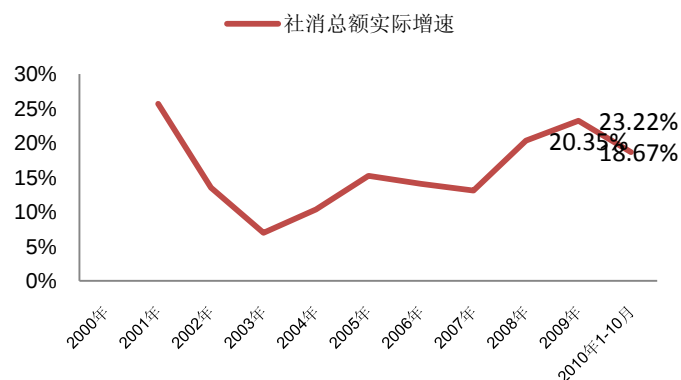
图 17 宏观经济政策效果显著


资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

物价的上涨会促进零售行业公司收入增加，在毛利率保持不变的情况下，收入增加可以增厚公司业绩。根据我们对 2011 年全年通货膨胀水平的预测，物价因素将会促进 2011 年社会消费品零售额增长 4% 左右。2008 年经过物价水平调整的社会消费品零售总额增速为 20.35%，而 2009 年在国家“促消费，扩内需”政策的刺激下，剔除物价因素影响的社会消费品零售总额实现 23.22% 的实际增速，2010 年 1-10 月份经过物价水平调整的社会消费品零售总额同比增长 18.67%，我们预计在国家经济结构调整的政策支持下，2011 年全年社会消费品零售总额将实现 16% 左右的实际增速，加上物价上涨的因素，我们预计社会消费品零售总额 2011 年全年的增速将达到 20%。

图 18 宽松的货币政策的长期效应是物价的上涨


资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

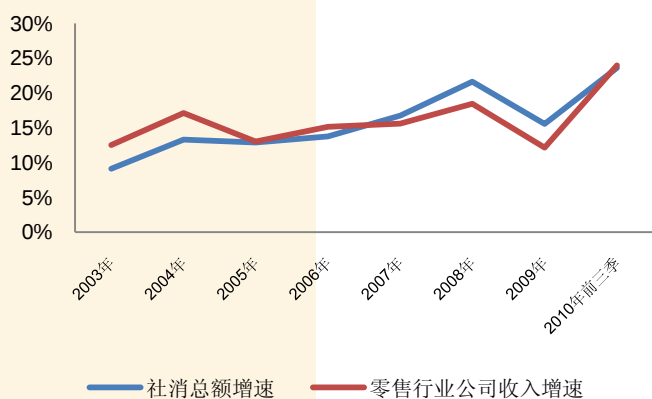
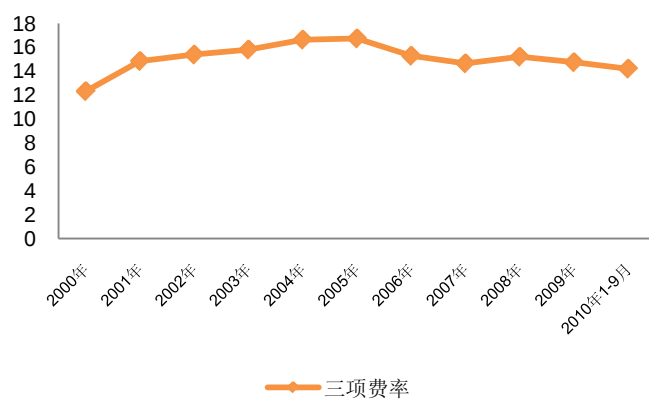
图 19 剔除物价影响的社会消费品零售总额较快增长


资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

二、行业整体盈利预测和估值

2.1 零售行业 2011 年净利润增长 31.56%-34.89%

一般情况下，零售行业上市公司整体收入与社会消费品零售总额保持同步增长，二者增长速度基本保持一致，误差范围为 $\pm 1.5\%$ ，根据我们之前的预测，2011 年社会消费品零售总额较 2010 年增长 20%，由此，我们可以预测，2010 年零售行业上市公司整体收入将增长 18.5%-21.5%，假设，2011 年零售行业上市公司的综合毛利率保持与 2010 年一致；由于随着销售规模的扩大，公司经营的规模效应会在三项费用率上得以体现，因此我们假设 2011 年零售行业上市公司整体三项费用率比 2010 年略有下降为 14.2%，据此我们可以预测 2011 年，零售行业上市公司整体主营业务净利润将同比增长 31.56%-34.89%，将会超过整个市场的盈利增速 10 个百分点以上。

图 20 零售行业收入增速与社消总额增速基本一致

图 21 零售行业三项费用率随着收入规模扩大而降低


资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

表 1 零售行业整体盈利增长 31.56%-34.89%

	基准	增长 18.50%	增长 21.50%
营业收入	100	118.5	121.5
毛利率	19.64%	19.64%	19.64%
毛利	19.64	23.27	23.86
三项费用率	14.74%	14.20%	14.20%
主营业务净利润	4.90	6.45	6.61
主营业务净利润增长率		31.56%	34.89%

资料来源: 湘财证券研究所

2.2 行业 2011 年动态 PE 为 27.14-27.83

根据上述我们对零售行业 2011 年整体盈利增长率的预测, 结合当前零售行业上市公司市值, 我们预测零售行业以 2011 年盈利为基准的动态市盈率为 27.14-27.83, 鉴于零售行业未来几年的高成长性, 我们认为其当前动态市盈率仍具有估值优势。给予“强于大市”评级。

表 2 零售行业净利润预测和估值

	20091Q 净利润		20092Q 净利润		20093Q 净利润		20094Q 净利润		2009Y 净利润	当前总市值	
百货零售	1,168		965		688		917		3,738	266,132	
专业连锁	753		1,282		765		1,789		4,589	191,705	
零售行业	1,921		2,247		1,452		2,706		8,327	457,837	
	20101Q 净利润	同比 增长	20102Q 净利润	同比 增长	20103Q 净利润	同比 增长	20104Q 净利润	同比 增长	2010Y 净利润	2011Y 净利润 (1)	2011Y 净利润 (2)
百货零售	1,785	53%	1,312	36%	1,010	47%	1,193	30%	5,299	6,836.0	7,018.9
专业连锁	1,533	104%	1,619	26%	1,280	67%	2,773	55%	7,205	9,614.7	9,847.8
零售行业	3,319	73%	2,930	30%	2,290	58%	3,965	47%	12,504	16,450.74	16,866.65
2011 动态 PE										27.83	27.14

资料来源：湘财证券研究所

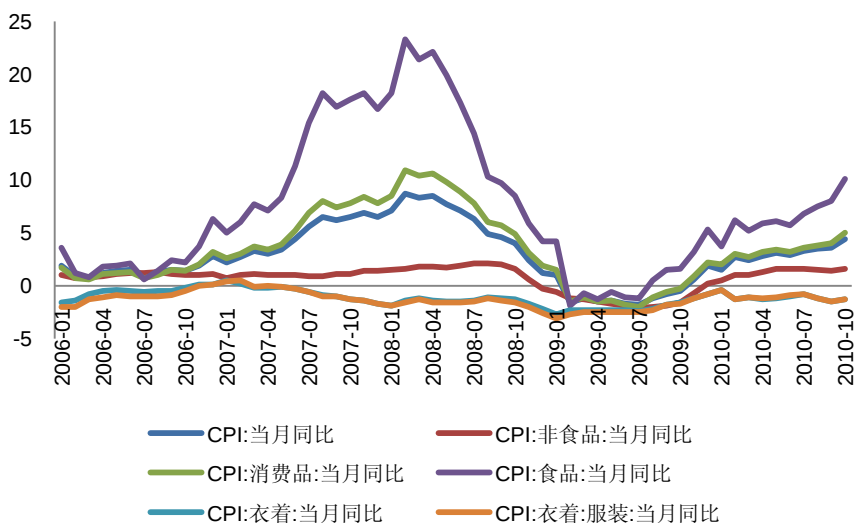
三、行业配置顺序：百货-超市-专业连锁

3.1 消费升级过程，百货公司弹性较大

根据消费行业各子业态的经营特性，百货公司的收入弹性较大，而中国当前正处于经济结构转型过程中，未来随着消费升级，百货业态消费的需求人群数量将会迅速增加，可以保证百货公司收入和利润的快速增长。

3.2 超市将受益于物价上升

在消费行业各子业态中，由于食品经营在超市收入中占有 30%-40%左右的比例，而每次通胀的主要拉动因素是食品价格，因此，超市行业将最先受益于物价上涨。

图 22 食品价格是物价上涨的主要拉动因素


资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

四、百货行业: 关注中西部地区优质公司和黄金珠宝零售商

4.1 中西部地区经济发展水平步入百货业态阈

根据国际零售业的发展经验, 每一种零售业态的出现都与经济发展水平紧密相关, 例如, 当人均 GDP 水平低于 2 万元时, 传统业态占主要地位, 与百货行业相适应的人均 GDP 水平大约为 2-3 万元, 随着居民人均 GDP 的不断提升, 超市开始出现, (3-4.5 万元), 当人均 GDP 已经超过 5 万元的时候, 便利店和购物中心便出现了。2009 年, 我国人均 GDP 水平位于 2 万-3 万元之间的省份大部分位于中西部地区, 例如: 吉林、河北、重庆、湖北、黑龙江、宁夏、陕西、山西、河南、湖南等, 这表明中西部省份经济发展水平与百货业态所需经济发展程度相同, 因此未来, 中西部地区百货业将会取得突飞猛进的增长。

表 3 各业态发展与经济发展水平对应表

人均 GDP 元/年	蓬勃发展的业态	消费特性
2 万以上	传统业态	商品品种单一, 商品品质处于中低端水平
2-3 万	百货公司	喜爱多种商品, 高品质商品
3-4.5 万	超市、量贩店	注重方便、快速、清洁、卫生; 追求大量购买、低价商品
4.5-7 万	便利商店	追求便利、时效、明亮卖场
7-8 万	购物中心	多元化、便利、讲究品位气氛
8 万以上	精品专卖店、DIY、专业店	休闲时间多、个性化消费

资料来源：湘财证券研究所

图 23 中西部地区经济发展水平步入百货业态阈（上）

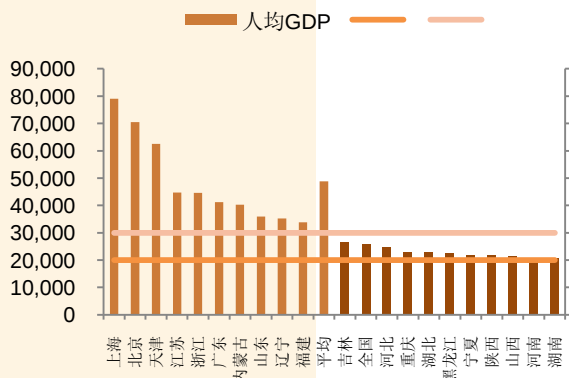
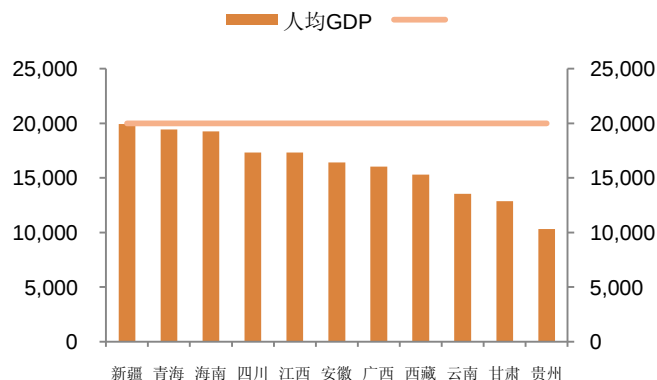


图 24 中西部地区经济发展水平步入百货业态阈（下）



资料来源：ceic，湘财证券研究所

资料来源：ceic，湘财证券研究所

4.2 中西部地区消费增速显著加快

从 1998 年国家开始实施西部大开发战略以来，国家对中西部地区的政策刺激接连不断，中西部地区省份迎来良好发展机遇，中西部地区收入水平增速加快，2009 年全国人均 GDP 增速为 7.88%，人均 GDP 增速超过全国平均水平的省份大部分集中在中西部地区，而东部发达地区的人均 GDP 增速则相对缓慢。社会消费品零售总额分地区数据显示，中西部地区的社会消费品零售额增速近年来显著快于东部地区，我们认为，随着国家逐步将区域协调发展作为未来发展的战略规划，中西部地区的收入和消费仍将保持快速增长。

图 25 中西部地区收入增速加快（上）

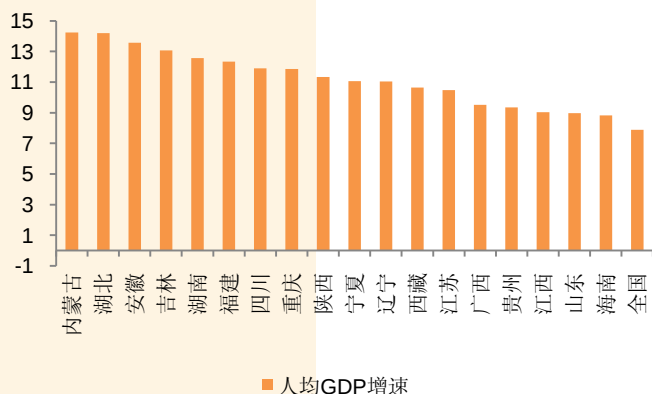
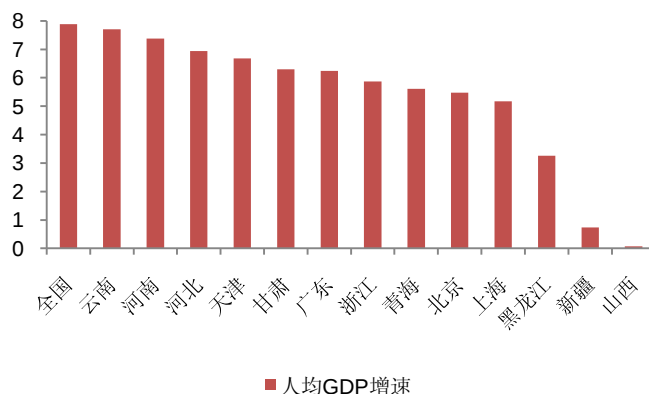


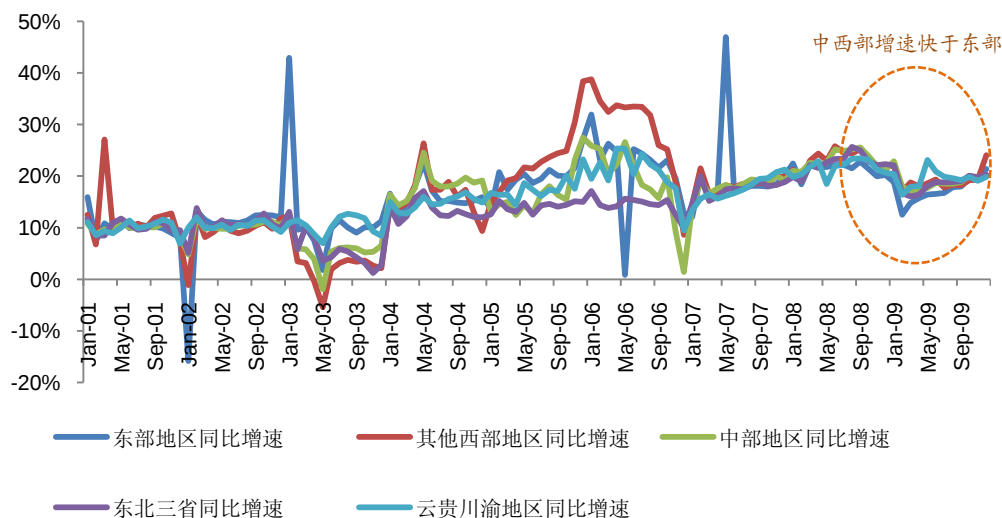
图 26 中西部地区收入增速加快（下）



资料来源：ceic，湘财证券研究所

资料来源：ceic，湘财证券研究所

图 27 中西部地区消费增速加快



4.3 中西部地区优质百货龙头潜力巨大

我们认为，在中西部地区消费升级和城市化进程中，该地区区域百货龙头有望受益最多，因为：首先，中西部地区目前消费业态大部分仍属于传统业态，但是其经济发展水平已经达到百货业态的发展阈，因此未来其商业业态面临着从传统业态向现代百货业态升级的机遇；其次，百货商业业态在中西部地区尚处于生命周期中的成长期，市场发展迅速，但是行业集中度较低，因此，区域龙头企业占据先发优势，在未来可以利用已有经验整合区域内市场，提升市场占有率。

五、超市行业：关注具备跨区外生扩张能力上市公司

超市行业的主要增长动力来自于其外生扩张能力，中国零售业自 2004 年全面对外开放后，外资超市在华扩张步伐迅速，随着外资超市新开门店的审批权下放到省级，省级财政为了获得税收收入，对外资在其该区域内的审批将加快，导致未来外资在华扩张速度加速。以沃尔玛家乐福等为代表的外资超市的迅猛扩张，而内资超市能够成功实现跨区扩张的却寥寥无几。

当前，制约内资超市实现跨区发展的一个主要因素是其管理能力不能同步到位，主要体现在采购环节、物流配送体系和信息系统等方面，未来，决定内资超市在争夺市场中能够胜出的关键因素是跨区管理能力和供应链管理能力的提升。我们看好具有跨区外生扩张能力的超市。

六、专业连锁：政策刺激和行业集中度提升促进盈利增长

6.1 家电下乡如火如荼，以旧换新锦上添花

2007 年 12 月起，中央在山东、河南、四川、青岛三省一市进行了家电下乡试点，对彩电、冰箱（含冰柜）、手机三大类产品给予产品销售价格 13% 的财政资金直补。在总结试点经验的基础上，财政部、商务部继而研究决定，将家电销售及售后服务网络相对完善、地方积极性较高的内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西共计 14 个省、自治区、直辖市及计划单列市纳入推广地区范围，从 2009 年 2 月 1 日起，家电下乡在原来 14 个省市的基础上，开始向全国推广，产品也从过去的四个增到八个，除了之前推出的“彩电、冰箱、手机、洗衣机”之外，本次家电下乡又新增了摩托车、电脑、热水器和空调。它们和彩电等产品同样享受国家 13% 的补贴。

2009 年 8 月 15 日，中央开始在北京、天津、上海、江苏、浙江、宁波、山东、青岛、广东、深圳试点家电以旧换新，2010 年 6 月 3 日，商务部、财政部、环保部联合发布《家电以旧换新推广工作方案》。《方案》决定，自 2010 年 6 月 1 日起，将家电以旧换新实施范围逐步扩大到全国。家电以旧换新的品种主要包括电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑五类。试点省市在 2010 年 5 月 31 日试点期满后继续实施。

我们认为家电下乡和以旧换新为家电连锁企业带来巨大商机，将会增厚家电连锁公司的业绩。

表 4 家电下乡和以旧换新政策促进家电产品消费

	实施期间	试点阶段	推广阶段	全面开展阶段	家电产品类型	补贴办法
家电下乡	2007.12-2011.11	从 2007 年 12 月到 2008.12，在山东、河南、四川、青岛三省一市进行了家电下乡试点	从 2008 年 12 月到 2009 年 1 月底，在总结试点经验的基础上，将内蒙古、辽宁、大连、黑龙江、安徽、湖北、湖南、广西、重庆、陕西纳入	从 2009 年 2 月 1 日到 2011 年 11 月底，在全国范围内推广	试点期间，彩电、冰箱、手机、洗衣机，	给予产品销售价格 13% 的财政资金直补
					全面开展后，新增摩托车、电脑、热水器和空调	

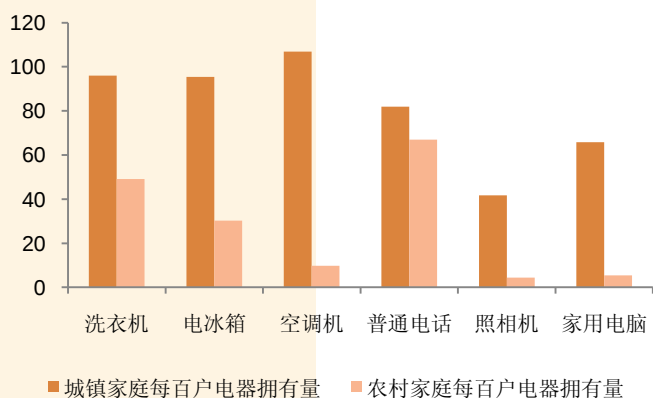
			推广地区范围			
以旧换新	2009.8-2011.12	从 2009 年 8 月 15 日到 2010 年 5 月 31 日,在北京、天津、上海、江苏、浙江、宁波、山东、青岛、广东、深圳试点	-	从 2010 年 6 月 1 日至 2011 年 12 月底,在河北、山西、辽宁、大连、吉林、黑龙江、安徽、福建、厦门、江西、河南、湖北、湖南、重庆、四川、贵州、陕西、甘肃、青海全面开展	电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑五类	家电补贴: 按新家电销售价格的 10%, 设最高补贴限额 运费补贴: 根据回收家电类型、规格、运输距离分类分档实行补贴

资料来源: 湘财证券研究所

6.2 家电市场需求潜力依然巨大

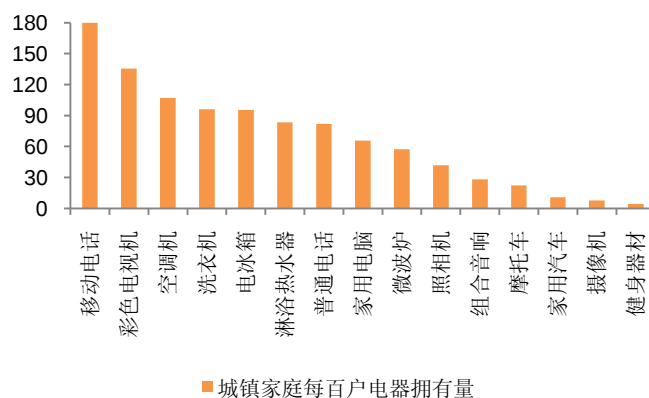
考察当前中国家庭家电保有量数据, 传统家电在农村的普及程度依然较低, 有较大的拓展空间, 传统家电在城镇基本达到饱和, 但是其更新需求旺盛。

图 28 传统家电在农村发展空间巨大



资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

图 29 传统家电在城镇基本达到饱和, 但存在更新需求



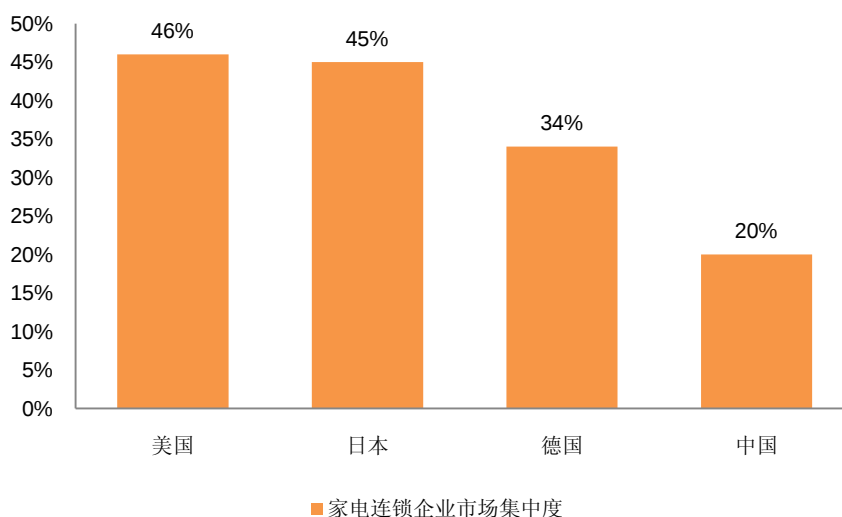
资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

6.3 家电连锁企业三四级市场扩张潜力巨大

根据家电连锁企业的国际发展经验, 当前我国家电销售市场专业连锁占份额较低, 2008 年国内家电连锁前三强仅占有家电销售市场 20% 的份额, 仅与美国 2001 年的水平相当, 美日德三国 2008 年的集中度分别达到了 46%、45% 和 34%, 未来, 国内家电连锁企业仍有较大的市场拓展空间。国内家电连锁企业市场集中度低与我国

的经济结构和人口分布结构有关，与发达国家相比，我国城镇化水平明显很低，而家电连锁企业在扩张过程中优先布局的市场是经济较为发展的地级以上城市，因而在县级及以下市场留下较大空白。但是，随着我国经济的发展和经济结构的调整，未来，三、四级市场的家电需求旺盛，家电连锁企业在三、四级市场的积极布局将会提升其整体市场占有率。当前，国内家电连锁企业已经意识到三、四级市场的发展潜力，正积极开始布局在这些市场的拓展，例如，苏宁电器已经开始在江、浙、粤镇级市场以及内陆地区具备管理、物流平台的县级市场开始了“县镇店”的试点，而且已收到良好效果，我们预计随着其试点的成功进行，苏宁更大范围的三、四级市场扩张将会拉开序幕。

图 30 国内家电连锁企业市场集中度有较大提升空间



资料来源：互联网，湘财证券研究所

6.4IT 连锁行业处于快速发展期，行业集中度提升空间巨大

根据零售行业业态发展趋势的国际经验，连锁经营取代个体门店是未来发展的趋势，目前国内 IT 零售市场中，电脑城模式依然唱主角，占有 80%左右的市场份额，IT 连锁只占有 5%-10%左右的市场份额。与电脑城相比，IT 专业连锁更注重自身品牌的建设，因而在对顾客销售过程中，其在价格和售后服务等方面的关注程度要明显高很多。此外，连锁企业不仅拥有广阔的上游厂家直供资源，还可为消费者提供及时、快捷、周到、专业的连锁服务。因此，IT 连锁行业未来市场整合空间巨大，将会在行业整合期间获得丰厚收益。

6.5 黄金珠宝零售商受益金价上涨

在面对金融危机时，全球采取的应对措施基本上都是宽松的宏观经济政策，在宽松的宏观政策刺激的短期效应释放完全之后，全球的物价开始上涨，作为国际货币发行国的美国为了减缓金融危机的冲击，发行了大量美元，其直接后果就是导致美元的国际贬值和黄金等硬通货价格上涨，在人民币对美元汇率相对稳定的前提下，国际金价的上涨会导致国内黄金价格的上涨，这将会直接提升黄金珠宝零售商的营业收入，在毛利保持不变的情况下，会提升这些公司的业绩。

七、行业投资策略：推荐成长性良好，估值合理的公司

我们认为中西部优质百货上市公司 2011 年仍有较大的增长空间，我们依然看好对于当前估值合理的公司。推荐上市公司有：鄂武商。

超市行业 2011 年将会受益于物价上涨，具备跨区扩张能力的超市将获得内外生增长的双重收益，重点推荐公司：永辉超市。

我们看好家电连锁在三、四级市场的扩张前景，IT 连锁行业看好业态升级过程中提供的行业整合机会。此外，我们看好受益于国际金价上涨的金银珠宝零售公司。重点推荐公司：苏宁电器、宏图高科、老凤祥、潮宏基。

鄂武商

我们看好鄂武商的理由主要是：

公司向湖北省增长潜力大的区域拓展的战略思路清晰。公司看好湖北省作为中部地区重要省份在国家区域结构调整过程中的发展机遇，提前在省内二三线城市扩张，其战略发展思路清晰，未来增长可期。我们看好公司未来的扩张能力。

我们预计，公司 2010-2012 年 EPS 为 0.6 元、0.8 元和 1.1 元，当前股价对应的 2011 年动态市盈率为 22.5，估值相对合理，给予“推荐”评级。

永辉超市

我们推荐永辉超市的主要理由是：

1、公司商业模式新颖，想象空间巨大。公司是经营生鲜、日用品和服装的连锁超市，其特色为：以经营生鲜为主，借助生鲜产品对消费者的聚集效应，拉动毛利较高的日用品和服装的销售。其商业模式集合了农贸市场和现代超市两方面的优点，生鲜类产品既可以满足消费者对新鲜度的要求，同时，公司凭借强大而专业的采购团队，可以确保其生鲜类产品的价格低于农贸市场。可以满足消费者对生鲜产品高

新鲜度要求和对超市一站式购物便利的双重需求。

2、供应链管理能力的日趋完善为其跨区发展提供坚实基础。目前中国零售市场中，具有跨区扩展能力的内资超市屈指可数，制约它们跨区发展的主要因素在于其物流配送体系和信息系统建设不能同步配套发展。公司对供应链管理非常重视，而且已经成功在重庆、北京和安徽实现跨区扩展，我们认为公司日趋完善的供应链管理能为其跨区快速发展提供保障。

3、管理层行业经验丰富，战略发展思路清晰。公司是创建于福建的民营企业，管理层激励机制到位，此外，公司的管理团队绝大部分都具有 10 年左右的超市管理经验，而且年富力强，对超市行业的市场研究和发展规律把握较深刻，战略发展思路非常清晰，优秀的管理能力为公司的快速发展提供良好的人力资源基础。

预计公司 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 0.41 元、0.72 元和 1.06 元，考虑到公司业务模式新颖，我们给予公司 2011 年 50 倍市盈率，合理股价为 36 元，给予“增持”投资评级。

苏宁电器

我们认为苏宁电器符合我们 2011 年零售行业推荐逻辑，主要原因是：

1、政策效应明年依然旺盛。家电下乡方兴未艾，以旧换新又添新彩，2010 年 6 月 1 日开始，家电以旧换新开始面向全国范围推广，持续时间为 1 年半，在政策的刺激下，以苏宁电器为代表的家电零售商必将受益，此外，苏宁电器的最大竞争对手国美电器由于控制权的争夺原因已使其经营管理受到重创，这将使苏宁电器在争夺政策赋予的蛋糕的时可以乘机抢夺国美的部分市场份额。

2、看好苏宁电器在三、四级市场的扩张能力。随着经济发展和消费升级，家电连锁行业未来几年集中度必将提高，而苏宁电器已经开始着手这方面的战略规划，公司于 2009 年开始考虑进入三、四级市场，首先在江、浙、粤镇级市场，以及内陆地区已具备管理、物流平台的县级市场进行了“县镇店”的试点，试点取得良好效果，2010 年 1-9 月，公司新开连锁店 285 家，其中常规店 183 家、县镇店 95 家、精品店 7 家，共置换/关闭连锁店 20 家，净增加连锁店 265 家。县镇店占公司新增门店的 35.85%，在新开的 95 家县镇店中，1-3 月份由于受到春节因素的影响，连锁发展工作主要集中在店址的储备方面，4-6 月份新开店 49 家，6-9 月份新增县镇店 46 家，公司在三、四级市场的扩张速度加快。

预计公司未来三年仍可保持 30% 以上的增长，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.62 元、0.87 元和 1.03 元，对应当前股价的 2011 年动态市盈率为 16，估值较低，给予“推荐”评级。

宏图高科

我们推荐宏图高科的主要逻辑在于：

1、公司将直接受益于 IT 零售业态升级。目前中国 IT 零售市场中，电脑城占据 80% 以上的份额，宏图占其余 20% 的 12%。随着 IT 零售消费业态的升级，我们相信宏图凭借其独特的 WDM 连锁经营模式，未来对 IT 零售市场的市场整合能力巨大。

2、公司主营逐渐单一，发展战略越来越清晰。公司于 2005-2009 年逐渐对与 IT 连锁经营不相关的资产进行清理和剥离，到 2009 年，公司基本解决了历史遗留问题，主业越来越单一明确，表明公司管理层对未来 IT 连锁经营前景较为乐观，同时也对公司做强做大 IT 连锁经营的信心可见一斑。

我们看好公司未来的成长前景，预计公司 2010-2012 年 IT 连锁业务 EPS 分别为 0.4 元，0.5 元和 0.7 元，当前公司市价为 14.73 元，扣除地产 NAV1.6 元，华泰证券股权价值 4.2 元，公司 IT 连锁业务的 2011 年动态市盈率为 18，给予“推荐”的投资评级。

老凤祥、潮宏基

对于老凤祥和潮宏基，我们的推荐逻辑一致，主要推荐原因是建立在黄金价格上涨的预期。

预计，老凤祥 2010-2012 年 EPS 分别为 0.8、1.1 和 1.5 元，对应当前市价的 2011 年动态市盈率为 26，估值相对合理，给予“推荐”评级。

我们预计潮宏基 2010-2011 年 EPS 为 0.7 元、1 元和 1.3 元，复合增长率 40% 以上，当前股价对应的 2011 年动态市盈率为 34，鉴于公司未来的高成长性，我们给予“推荐”的投资评级。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。