



28 Dec 2010 | 31 pages

沐转型春风，选优质个股

——2011 年度零售行业投资策略

程艳华

执业证书编号：S1230210030002

86-21-64718888 1212

chengyanhua@stocke.com.cn

本报告导读：

- 消费有望成为经济增长的最重要引擎
- 多元零售时代可有效提升企业盈利能力
- 符合经济转型和消费升级需求的个股当为首选

投资要点：

■ 十二五规划定调，消费有望成为经济增长的最重要引擎

十二五规划坚持把保障和改善民生作为加快转变经济发展方式的根本出发点，强调区域协调发展，将从根本上解决居民可支配收入增速慢、结构不平衡和医疗和医疗保险制度不完善两大提升消费能力的最大动力。另外，城市化进程加快和部分产业的产业链正向中西部的转移有望激发一些新市场产生。

■ 温和通胀为零售快速增长创造良好条件

社会消费品零售总额增速与 CPI 的走势表现出高度正相关关系，且 CPI 温和上升期对零售增速的提升较为明显。2011 年，国家将继续采用收紧货币政策和采取价格管制，CPI 有望维持在 4.0%，通胀可控制在合理范围之内。

■ 零售增速总量稳定、结构不平衡有望演绎新的消费需求

零售持续稳步增长，但是城镇消费、二三线城市零售和消费升级类品种的零售增速相对较快，增长结构的持续不平衡有望演绎出新的消费需求。2011 年我国社会消费品零售总额的名义增速将有望提升至 19.5%，实际增速为 15%。

■ 多元零售时代可有效提升企业盈利能力

消费者需求细分、城乡消费需求差异化、不同区域消费需求的多元化态势愈加明显，以及 90 后新的生活方式、新的购买习惯、新的消费习惯等催生零售多元化。单一业态向多业态延伸、开展互联网业务、发展“农超对接”和全冷链供应、经营自有品牌和并购等多元化不仅可以满足消费这需求，而且可有效降低成本，从而提升企业的盈利能力，增强其竞争力。

■ 公司业绩明显提升，11 年增速有望加快

10 年前 3 季度，行业营业总收入和净利润分别同比增长 23.88% 和 31.69%，远超过上年同期。预计，零售企业盈利将继续增强，利润增速的恢复快于收入，2010 年和 2011 年行业将分别实现营业收入同比增长 22% 和 25%，净利润同比增长 30% 和 31%。

■ 给予“买入”评级

进入 11 月以来，零售行业指数持续下探，跑输沪深 300 指数近 15 个百分点，使高估值风险有了较大程度的释放。目前，行业估值处于历史的合理区间，且业绩进入快速增长通道，因此给予“买入”评级。

■ 符合经济转型和消费升级需求的个股当为首选

我们仍然最先看好业绩弹性较大的百货、专业市场和家电子行业，其次是超市子行业。目前，零售业面临了较大的机遇和挑战，只有战略定位符合十二五规划政策导向满足消费需求和消费升级持续推进的公司才有可能超越行业的平均增长水平。建议关注：东百集团、银座股份、小商品城、海印股份、友谊股份、成商集团和中兴商业等。

细分行业评级

百货	买入
专业连锁	买入
商业物业经营	买入

公司推荐

东百集团	买入
银座股份	买入
小商品城	买入
海印股份	买入
友谊股份	买入
成商集团	买入
中兴商业	买入
广州友谊	买入
豫园商城	买入
老凤祥	买入
苏宁电器	买入
潮宏基	中性
王府井	中性





正文目录

1、经济转型有望为零售业带来新的发展契机.....	5
1.1 刺激消费政策初见效果，但制约消费快速增长的根本性因素尚未解决.....	5
1.2 十二五规划定调，消费有望成为经济增长的最重要引擎.....	6
1.2.1 基础工资提高有望改善居民的收入和支出水平.....	6
1.2.2 福利制度改革效果逐步显现.....	8
1.2.3 城市化进程加快可有效增加消费动力.....	9
1.2.4 区域振兴规划密集出台，将对区域零售中长期明显推动.....	11
1.3 温和通胀为零售快速增长创造良好条件.....	12
2、零售增速总量稳定，结构不平衡有望演绎新的消费需求.....	13
2.1 零售稳步增长.....	13
2.2 限额以上零售增长强劲.....	14
2.3 城市零售增速有望继续超过农村.....	15
2.4 二三线城市零售增速明显高于一线城市.....	16
2.5 消费升级类品种增速加快.....	18
3、多元零售时代可有效提升企业盈利能力.....	19
3.1 由单一业态向多业态延伸.....	19
3.1.1 购物中心成为行业新的热点.....	19
3.1.3 复合业态经营成为一种趋势.....	20
3.2 互联网推动零售业发展.....	21
3.3 延伸供应链，发展“农超对接”和全冷链供应.....	22
3.4 自有品牌有望进入“黄金期”.....	23
3.5 整合加快.....	23
3.5.1 地区和集团整合频繁发生.....	23
3.5.2 上海国资整合步伐加快.....	24
4、公司业绩明显提升，11 年增速有望加快.....	25
4.1 单季度公司业绩增速稳步回升.....	25
4.2 行业 11 年净利润增速有望达到 30%左右.....	26
5、行业估值水平相对合理，给予“买入”评级.....	26
5.1 估值仍有提升空间.....	26
5.1.1 百货和专业连锁市盈率处于平均水平附近.....	26
5.1.2 专业连锁子行业的市销率远低于历史平均水平.....	27
5.1.3 行业整体市净率处于中等偏上的水平.....	27
5.2 给予“买入”评级.....	28
6、行业投资策略及重点公司投资评级.....	28
6.1 符合经济转型和消费升级需求的个股当为首选.....	28
6.2 重点公司及投资评级.....	29



图表目录

图 1: 消费支出对 GDP 增长的贡献率.....	5
图 2: 社会消费品零售总额占 GDP 的比重.....	5
图 3: 消费率下降趋势未改变.....	5
图 4: 劳动者报酬占 GDP 的比重持续下降.....	5
图 5: 城乡收入差距继续拉大.....	6
图 6: 2009 年各地区人均 GDP.....	6
图 7: 城镇居民人均可支配收入增长率 (累计)	7
图 8: 农村居民人均可支配收入增长率 (累计)	7
图 9: 城镇居民消费支出增速 (累计)	7
图 10: 农村居民现金支出增速 (累计)	7
图 11: 10 年各地区最低工资及增长率.....	8
图 12: 我国参加基本养老和医疗保险人数占比情况.....	9
图 13: 我国城市化率.....	10
图 14: 2009 年各地区城市化率.....	10
图 15: 城镇和农村居民消费倾向.....	10
图 16: CPI 的增长情况 (%).....	12
图 17: CPI 和 RPI 的增长情况对比 (%).....	12
图 18: RPI—食品、饮料、烟酒和日用品的增长情况 (%).....	12
图 19: RPI—服装、化妆品和金银珠宝的增长情况 (%).....	12
图 20: RPI—家电及音像器材的增长情况 (%).....	13
图 21: RPI—家具和建筑材料类的增长情况 (%).....	13
图 22: 温和通胀有利于零售增速提高.....	13
图 23: CPI 预测值.....	13
图 24: 社会消费品零售总额名义和实际增速.....	14
图 25: 社会消费品零售总额及增速预测.....	14
图 26: 限额以上社会消费品零售总额增速.....	14
图 27: 限额以上社会消费品零售总额增速.....	15
图 28: 限额以下社会消费品零售总额增速.....	15
图 29: 社会消费品零售总额分地域增长情况.....	15
图 30: 粮油食品和饮料烟酒类商品零售增速.....	18
图 31: 饮料、烟酒和日用品类商品零售增速.....	18
图 32: 服装、化妆品和金银珠宝类商品零售增速.....	18
图 33: 家用电器和通讯器材类商品零售增速.....	18
图 34: 石油和汽车类商品零售增速.....	19
图 35: 家具和建筑及装潢材料类商品零售增速.....	19
图 36: 近几年网络购物规模及预测.....	21
图 37: 网络购物占社会消费品零售总额的比重.....	21
图 38: 农产品经过现代零售渠道销售比重对比.....	22
图 39: 零售行业单季度收入增长情况.....	25
图 40: 零售行业单季度净利润增长情况.....	25
图 41: 近几年行业收入累计增速及预测.....	26
图 42: 近几年行业净利润累计增速及预测.....	26
图 43: 零售及其子行业市盈率.....	27
图 44: 相对于沪深 300 的市盈率倍数.....	27



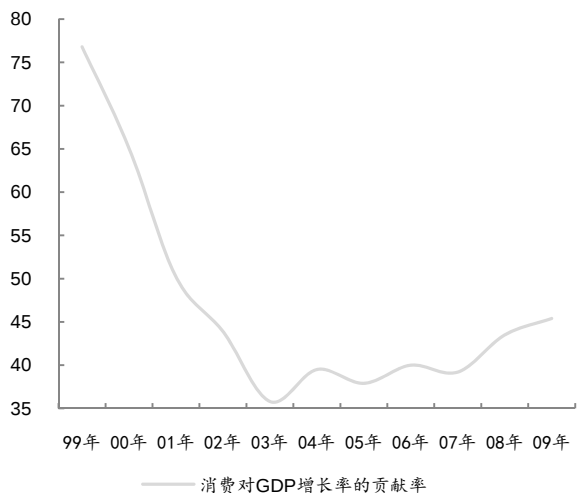
图 45: 零售及其子行业市销率	27
图 46: 零售及其子行业市净率	28
图 47: 相对于沪深 300 的市净率倍数	28
表 1: 2005-2010 年部分地区最低工资标准调整幅度	8
表 2: 2010 年审批和待批的区域发展规划	11
表 3: 各地区社会消费品零售总额累计增速	16
表 4: 各地区社会消费品零售总额单季度增速 (%)	17
表 5: 地区和集团整合频繁发生	24
表 6: 上海国资控股的商业类上市公司	24
表 7: 重点公司盈利预测及投资评级	29



1、经济转型有望为零售业带来新的发展契机

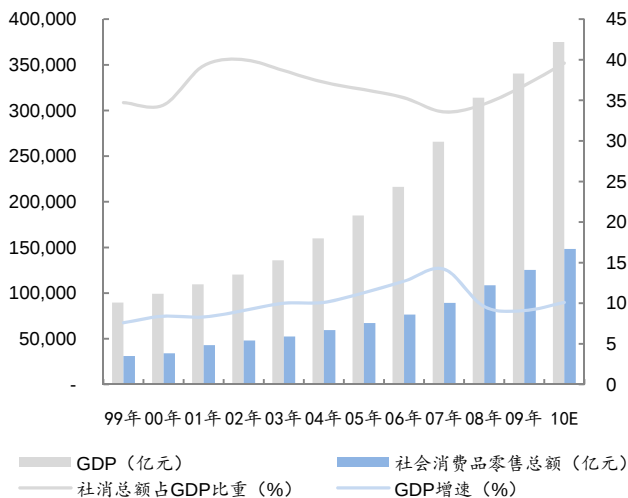
1.1 刺激消费政策初见效果，但制约消费快速增长的根本性因素尚未解决

图 1：消费支出对 GDP 增长的贡献率



资料来源：WIND，浙商证券研究所

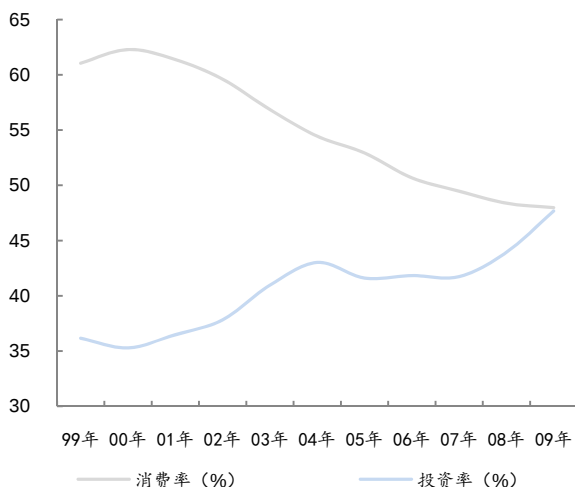
图 2：社会消费品零售总额占 GDP 的比重



资料来源：WIND，浙商证券研究所

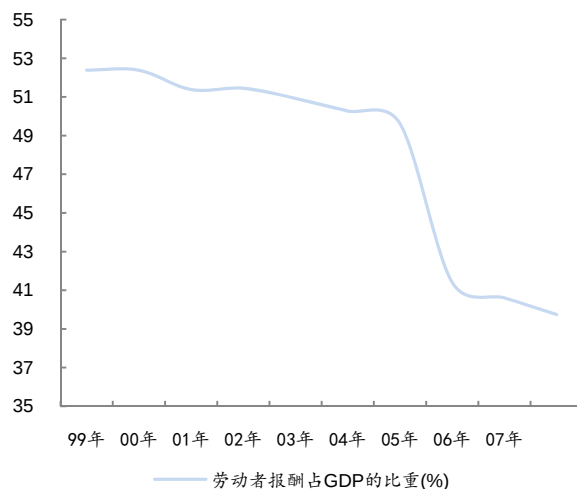
过去 10 多年来，我国经济呈现持续稳定增长的趋势。在 2003-2007 年经济上升周期，拉动我国经济增长的驱动因素主要依赖以工业投资和出口，最终消费率呈现持续走低趋势。2008 年下半年以来，为应对此次金融危机带来的冲击，减弱我国经济对外依存度，我国政府启动“四万亿”财政投资、宽松的货币政策以及扩大内需的相关政策，使得投资和消费保持稳步增长，这在一定程度上弥补了出口减少的不利影响，经济呈现企稳回升的势头。在此期间，家电下乡政策、汽车购置税补贴和汽车下乡政策极大地刺激了汽车消费需求，另外，国务院和商务部还出台了一系列搞活流通、扩大消费政策，各地政府的发放消费券政策，均不同程度的促进了零售行业稳步发展。我国最终消费对经济增长的贡献率 7 年来首次超过 45%，社会消费品零售总额占 GDP 的比重连续下降 6 年后，在 09 年首次出现反转，可以看出，政策刺激效果已逐步显现。

图 3：消费率下降趋势未改变



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 4：劳动者报酬占 GDP 的比重持续下降

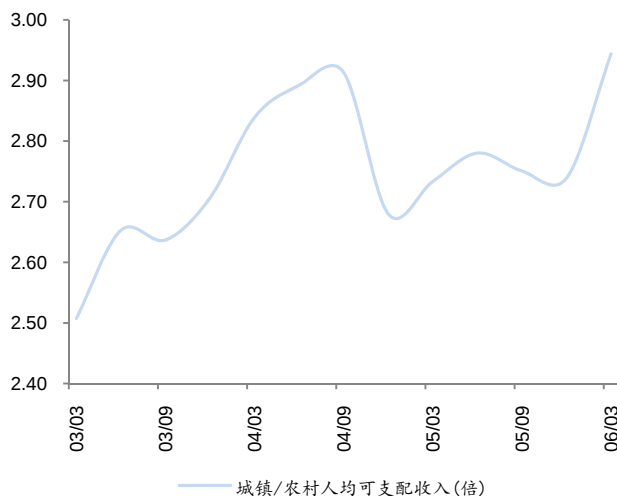


资料来源：WIND，浙商证券研究所



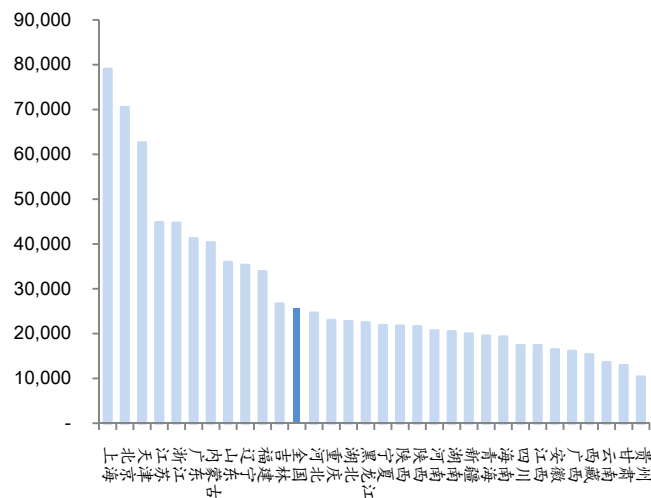
同时，我们也发现，投资仍为经济增长的最大动力，资本形成贡献率的跃升对冲净出口对经济增长的负贡献，劳动者报酬占 GDP 的比重下降、消费率下降、城乡收入差距较大和各地区经济发展不平衡等导致宏观经济增长结构失衡的深层次矛盾未得到根本解决，这些因素也是制约消费快速增长的最根本原因。

图 5：城乡收入差距继续拉大



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 6：2009 年各地区人均 GDP



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

1.2 十二五规划定调，消费有望成为经济增长的最重要引擎

“十二五”规划指出（1）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。（2）要完善收入分配制度，合理调整国民收入分配格局，着力提高城乡中低收入居民收入，增强居民消费能力。（3）努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。逐步提高最低工资标准，保障职工工资正常增长和支付。有效调节过高收入，努力扭转城乡、区域、行业和社会成员之间收入差距扩大趋势。（4）实现新型农村社会养老保险制度全覆盖，完善实施城镇职工和居民养老保险制度，实现基础养老金全国统筹。完善农村社会保障体系，逐步提高保障标准。（5）以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展。（6）要加强市场流通体系建设，发展新型消费业态，拓展新兴服务消费，完善鼓励消费的政策，积极促进消费结构升级。

我们认为，十二五规划提出“要加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面”，首次将“消费”放在“投资”之前意味着消费要在经济增长中发挥更大的作用，拉动经济增长的地位再次被确认。十二五规划坚持把保障和改善民生作为加快转变经济发展方式的根本出发点和落脚点，强调区域协调发展。我们预计，随着社会保障体系健全、收入分配向低收入人群倾斜和城市化进程的加快等多种支撑消费行业的长期利好存在，抑制消费的因素逐渐消除，国内居民的消费潜力将会获得的释放，消费将迎来黄金发展期。

1.2.1 基础工资提高有望改善居民的收入和支出水平

自 2008 年以来，我国城镇居民可支配收入和农村居民可支配收入实际增速均持续下滑。从单季度来看，城镇居民可支配收入在 09 年的 4 季度达到最低点；农村居民可支配收入的增速经过 2009 年 2 季度的最低点后，3 季度和 4 季度持续反弹。至 2010 年 3 季度，城



镇城镇居民可支配收入和农村居民可支配收入增长率分别达到了 10.49%和 13.06%，均较 09 年的增长率有了一定幅度的提升，其中农村居民可支配收入增长率较 09 年提高了 3.77 个百分点。

图 7：城镇居民人均可支配收入增长率（累计）

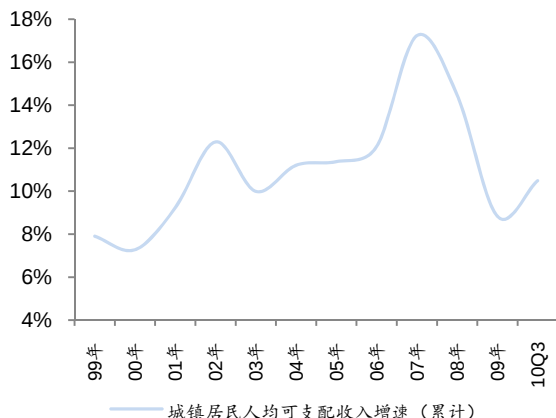
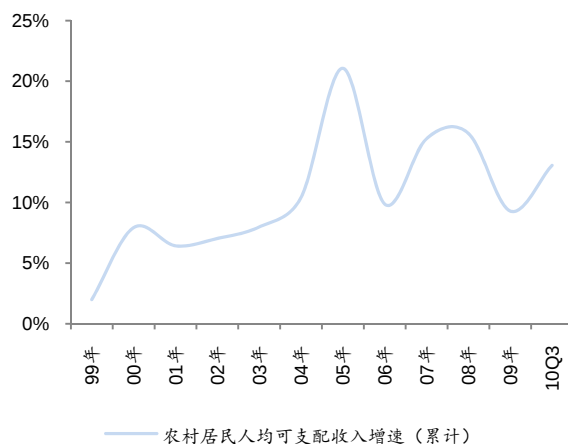


图 8：农村居民人均可支配收入增长率（累计）



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

资料来源：CEIC，浙商证券研究所

与我国居民收入的增长情况相对应，我国居民支出的增速在 08-09 年也出现了不同幅度的下滑，进入 09 年以来回暖迹象明显。从单季度增速来看，城镇居民消费支出增速的最低点为 2009 年 1 季度，接下来几个季度震荡上升，至 2010 年 1 季度达到 11.01%，较最低点提升了 7.59 个百分点；农村居民现金支出增速的最低点为 09 年 2 季度，在增加农民收入和扩大农村消费等多项政策的影响下，接下来的两个季度快速提升，4 季度达到 10.46%，较最低点提升了 7.18 个百分点。至 2010 年 3 季度，城镇城镇居民消费支出和农村居民现金支出的累计增长率分别达到了 9.32%和 9.37%，均较 09 年的增长率有了一定幅度的提升，其中农村居民现金支出增长率较 09 年提高了 1.06 个百分点。

图 9：城镇居民消费支出增速（累计）

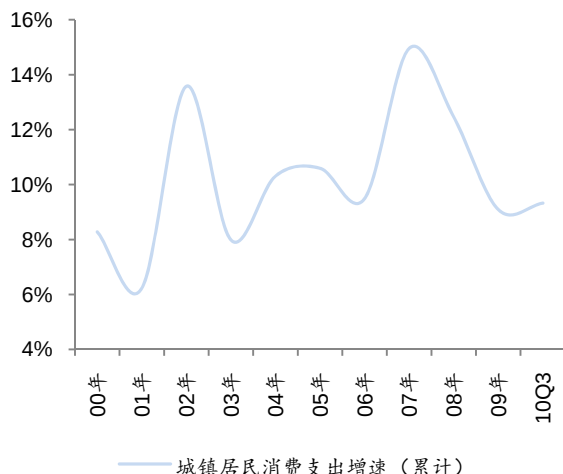
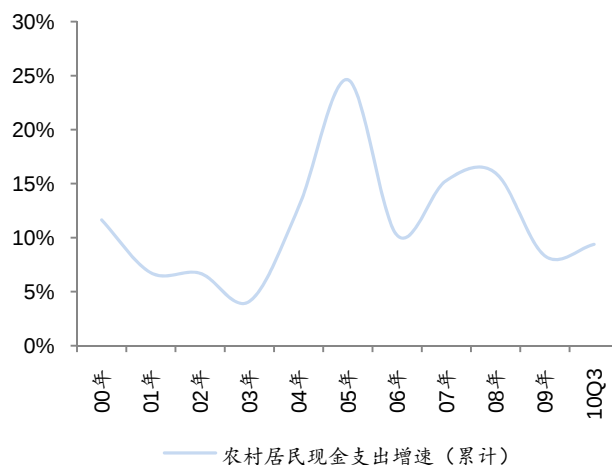


图 10：农村居民现金支出增速（累计）



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

资料来源：CEIC，浙商证券研究所

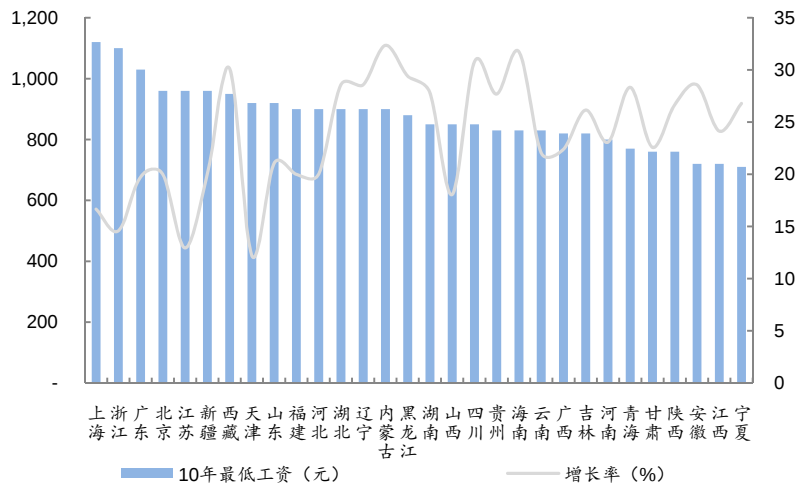
居民收入提高是支出提高的最重要前提条件，通过对比发现，虽然农村居民可支配收入的增幅较城镇居民可支配收入高 2 个多百分点，但总额仅是城镇居民可支配收入的 1/2 不到，农村居民可支配收入较少很大程度上制约了其消费的总量。

各地区最低工资标准的提高对保障和改善民生、提高低收入劳动者特别是农民工收入，能起到直接有效的促进作用。根据劳动和社会保障部 2004 年实施的《最低工资规定》，全国各地的最低工资标准至少每两年要调整一次。近几年，我国各地区均对最低工资标准作出



了较大幅度的调整，全国大部分地区 2010 年较 2009 年的上调幅度达到了 20% 以上；全国整体上 2010 年较 2005 年的上调幅度在 60% 以上，其中吉林、黑龙江、甘肃、内蒙古、青海和贵州六地区的调整幅度分别达到了 127.78%、125.64%、123.53%、114.29%、108.11% 和 107.5%。可以看出，调整幅度较大的几个地区均位于最低工资标准相对较低二三线城市。考虑到低收入人群的消费倾向相对高收入人群高，增加单位收入用于消费的数量多，因此拉动内需还需依靠增加居民收入，而增加低收入人群工资更为重要。

图 11：10 年各地区最低工资及增长率



资料来源：WIND，浙商证券研究所

表 1：2005-2010 年部分地区最低工资标准调整幅度

最低工资标准	2009 年 (元)	2010 年 (元)	10 年较 09 年增幅 (%)	10 年较 05 年增幅 (%)
吉林	650	820	26.15	127.78
黑龙江	680	880	29.41	125.64
甘肃	620	760	22.58	123.53
内蒙古	680	900	32.35	114.29
青海	600	770	28.33	108.11
贵州	650	830	27.69	107.50
江西	580	720	24.14	100.00
辽宁	700	900	28.57	100.00
新疆	800	960	20.00	100.00

资料来源：WIND，浙商证券研究所

十二五规划指出，要努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重，着力提高城乡中低收入居民收入，逐步提高最低工资标准，上述政策的实施可提高居民收入，且低收入人群收入增幅会更大，从而带动了民生改善。考虑到居民可支配收入与消费支出增速有较强的正相关关系，随着可支配收入的持续增长，消费支出也有望增加，从而促进消费市场快速增长。

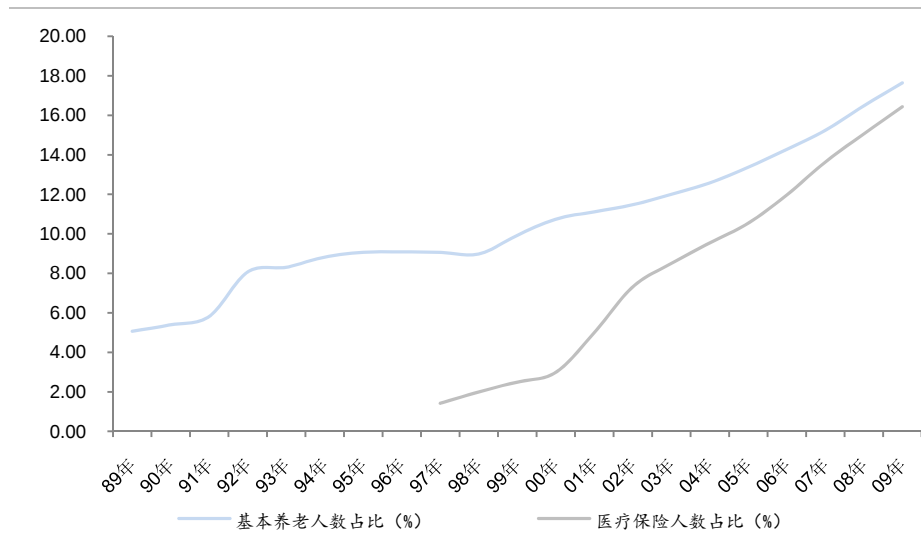
1.2.2 福利制度改革效果逐步显现

自 1986 年以来，我国社保体制改革已取得了突飞猛进的发展，建立了有别于原有社会保障的新模式。目前，我国社会保障制度框架基本形成，在城镇已经基本建立了养老、医疗、



失业、工伤和生育保险等五项社会保险制度，全面实施了最低生活保障制度；在农村正在全面推进最低生活保障制度，农民养老和医疗保障体系建设加速，不断加快新型合作医疗改革试点的步伐。

图 12：我国参加基本养老和医疗保险人数占比情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

随着中国社会保险覆盖范围不断扩大，筹资渠道逐步拓宽，享受社会保障待遇的人数迅速增加。2009年，全国参加基本养老保险人数为 2.35 亿人，占总人口的比重由 1989 年的 5.07% 上升到 2008 年的 17.64 %；参加基本医疗保险的人数为 2.19 亿人，总人口的比重由 1997 年的 1.43% 上升到 2009 年的 16.44 %。

医疗和社会保险制度不完善是影响我国消费能力提升的最主要原因之一，数据研究表明，社会保障和公共卫生支出水平增速与消费增速之间也存在较高的正相关性，但有相对的滞后性，我国政府近年来在社会保障方面采取的一系列积极举措，将在未来几年的消费增长中得到体现。

十二五规划指出，要实现新型农村社会养老保险制度全覆盖，完善实施城镇职工和居民养老保险制度，实现基础养老金全国统筹。完善农村社会保障体系，逐步提高保障标准。提出全覆盖农村社保，提高农村社保体系的保障标准，将消除影响农村消费的根本原因，能从根本上提升居民的消费能力。

1.2.3 城市化进程加快可有效增加消费动力

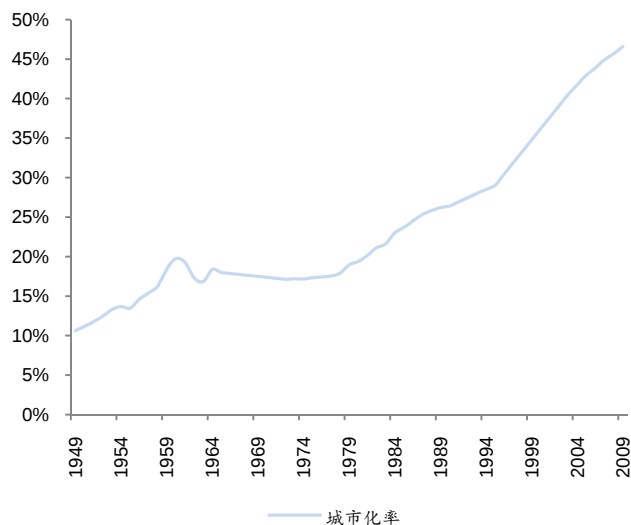
1949 年我国城市化率仅为百分之十点多，经过多年的持续稳步增长，1996 年城镇化率突破 30%，进入高速城市化阶段。2009 年，我国总人口达到 13.34 亿，城镇化率达到 46.59%，从 1996 年至 2009 年平均每年城市化率上升 1.2 个百分点。虽然我国的城市化率已经取得了快速发展，但 2008 年美国和日本的城市化率分别达到了 81.4% 和 66.32%，可以看出我国与国外发达国家相比差距还比较大，这在一个方面也说明我国城镇化尚有较大的增长空间。

根据城市化进程的一般规律，当城市化率在 30%-70% 时，城市化将处于加快发展的阶段，我国的二三线城市基本上都处于这一阶段。从国内城市化率的对比情况来看，我国内地 31 个省市自治区中有一半地区城市化率低于平均水平，我国城市化发展存在较大的地区不平衡。另外，考虑到：第一，北京、上海、广州和深圳等一线城市的零售市场已经基本处于饱和状态，竞争非常激烈，零售商已开始向郊区拓展市场；第二，较为发达的二线城市已



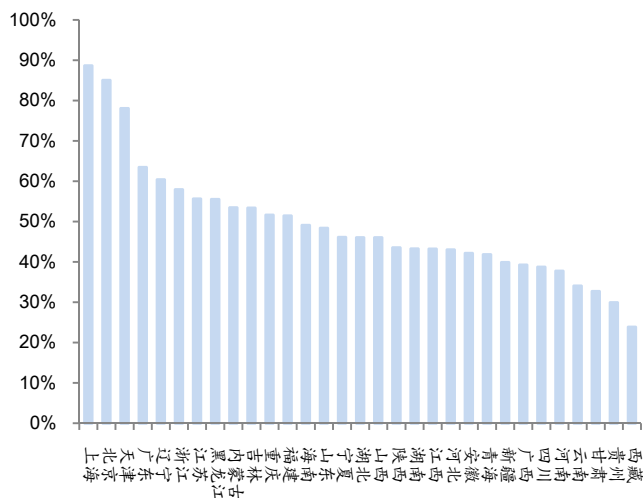
经基本形成了完善的零售业态体系；第三，三、四线城市以及农村市场的零售业态大部分不完善，网点相对稀缺，竞争也相对缓和。另外，相对较低的租金水平、劳动力成本以及国家推进城镇化的政策有望使三、四线城市的城市人口规模增加，而城市居民消费有较大增长潜力，上述因素均有望使开店吸引力加大。

图 13：我国城市化率



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 14：2009 年各地区城市化率





展上。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，提高城市规划水平，加强市政基础设施建设，完善城市管理，全方位提高城镇化发展水平。十二五规划指出，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展。可以看出，国家推动城镇化政策力度有加大的趋势，在国家政策的推进下，国内中小城市和农村市场的市场潜力将得到有效释放。总体看来，我国城市化发展的地区不均衡将零售企业的扩张创造了有利条件，中小城市将成为商业零售行业未来几年新的增长点，并有望成为行业长期增长的重要驱动力。

1.2.4 区域振兴规划密集出台，将对区域零售中长期明显推动

继产业振兴规划后，为调整经济结构和加快城市化进程，国家又陆续出台了十几项区域振兴规划，包括海峡西岸经济区、广西北部湾经济区、珠江三角洲地区、辽宁沿海经济区、黄河三角洲高效生态经济区、江西鄱阳湖生态经济区、图们江区域、宁夏经济区金和横琴岛等。继一系列区域规划成形之后，2010年又有一批区域规划获批或提上日程，其中大部分规划在2011年都面临付诸。产业振兴规划基本上将国民经济中各个行业全面覆盖，区域振兴规划可有效发挥各地区的区位优势，中国经济需要多级带动，这将为国家经济发展培养多个增长带。历史数据显示，国家在一定时间段针对某个区域的振兴，将有效拉动该区域的高速增长，并拉动相关企业和企业的增长。区域经济发展将对区域零售产生中长期的推动作用，并有望成为其新的利润增长点。

表 2：2010 年审批和待批的区域发展规划

区域	规划正式文本	获批时间
海南岛国际旅游岛	《国务院发布推进海南国际旅游岛建设发展若干意见》	2010 年 1 月 4 日
皖江城市带	《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	2010 年 1 月 22 日
柴达木地区	《柴达木循环经济试验区总体规划》	2010 年 3 月 15 日
沈阳经济区	《沈阳经济区国家新型工业化综合配套改革试验区》	2010 年 4 月 6 日
重庆两江新区	《重庆“两江新区”总体规划方案》	2010 年 5 月 7 日
长江三角洲地区	《长江三角洲地区区域规划》	2010 年 5 月 12 日
新疆地区	《新疆区域经济发展规划》	待批
西藏地区	《西藏区域经济发展规划》	待批
成渝地区	《成渝经济区区域规划》	待批
京津冀都市圈	《京津冀都市圈区域规划》	待批
大小兴安岭林区	《大小兴安岭林区生态保护与经济转型规划》	待批

资料来源：WIND，浙商证券研究所

从各振兴规划的细则可以看出，部分产业的产业链正向中西部的转移，安徽、四川、重庆、湖南和湖北部分中西部城市正在探索中西部地区承接产业转移新模式，能有效承接产业链转移的地区有望重演过去沿海省份高速发展的历程。在地区发展的同时，有效带动城市化进程加速，从而带动消费快速增长，激发一些新兴市场的产生。

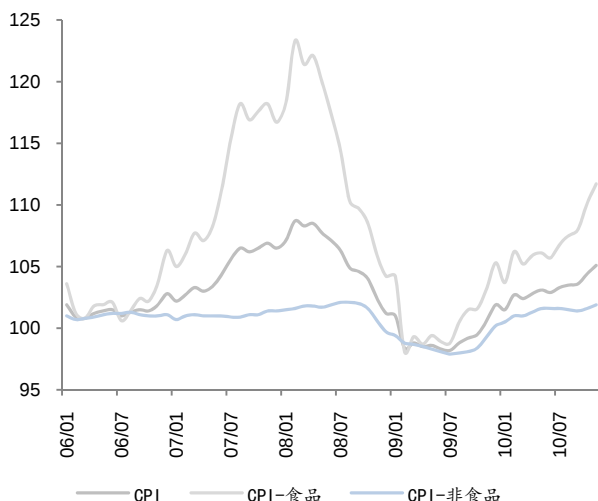
我们认为，随着居民收入增加、城市化进程推进、“家电下乡”和以旧换新政策刺激以及为减轻农民负担的措施，巨大的消费市场将被启动。预计，在调整结构的大方针指导下，经济增长方式将获得转变，政策对于扩大消费的支持将延续、力度也将加大，消费对于经济的拉动作用将被进一步挖潜。



1.3 温和通胀为零售快速增长创造良好条件

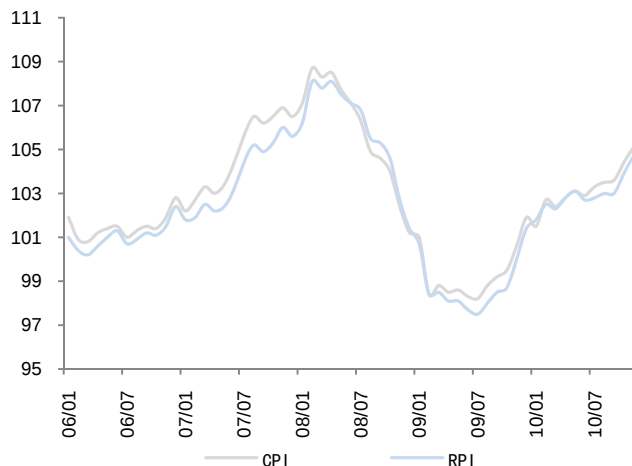
自 09 年 7 月 CPI 见底以来，价格指数持续攀升，11 月份 CPI 实现由负转正，至 2010 年 11 月份 CPI 和 RPI 均达到了阶段性高点。从消费价格指数的结构上来看，进入 09 年 4 季度以来，粮食、油脂、肉禽蛋和水产品的价格指数均较前期有了较大幅度的增长，从而推动了物价指数快速增长。从各类商品 RPI 的变化情况来看，烟酒、日用品、化妆品和服装鞋帽四类商品的价格相对较为平稳，其他几类商品的几个指数波动较大；服装鞋帽类商品的价格指数自 08 年以来均为负值，金银珠宝类商品的消费价格指数维持在相对高位。需要指出的是，10 年以来，食品、家用电器及音像器材、家具和建筑材料的零售价格指数持续快速上涨，已成为拉动价格指数持续上升的非常重要的组成部分。

图 16: CPI 的增长情况 (%)



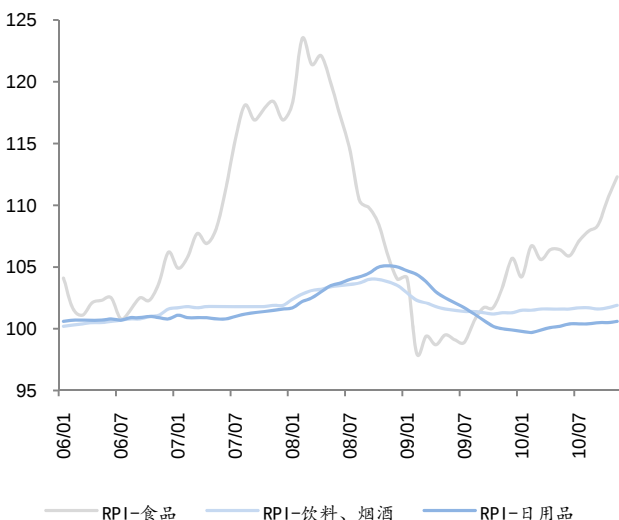
资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 17: CPI 和 RPI 的增长情况对比 (%)



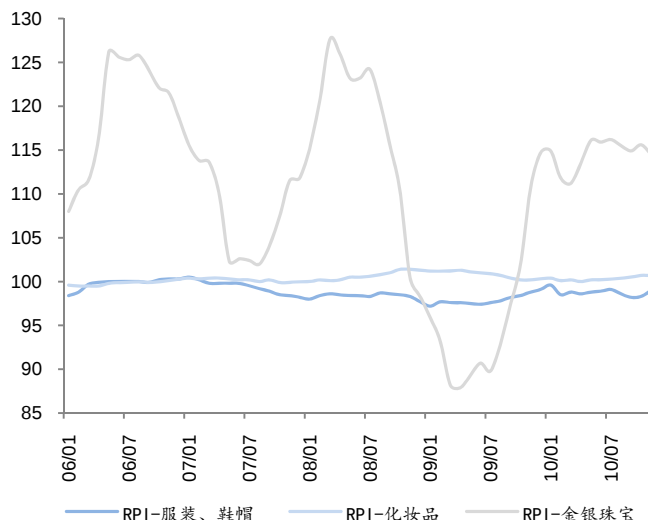
资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 18: RPI—食品、饮料、烟酒和日用品的增长情况 (%)



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 19: RPI—服装、化妆品和金银珠宝的增长情况 (%)



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

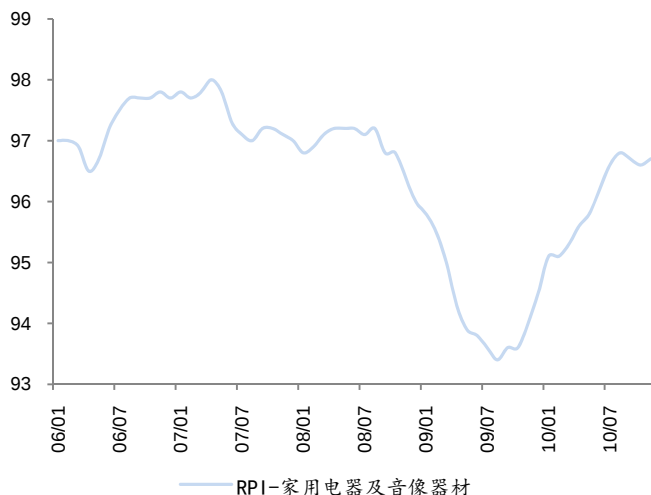
从 2001 年至 2010 年零售增速和 CPI 走势对比可以看出，社会消费品零售总额增速与 CPI 的走势表现出高度正相关关系，且 CPI 上升的初期和中期对零售增速的提升较为明显。目前，虽然 CPI 已经达到了 5%，但仍属温和通胀阶段。

预计，明年国家将继续采用收紧货币政策和采取价格管制，CPI 指数继续快速上升的可能性较小，通胀可控制在合理范围之内。根据宏观研究员的预测，2010 年和 2011 年，CPI



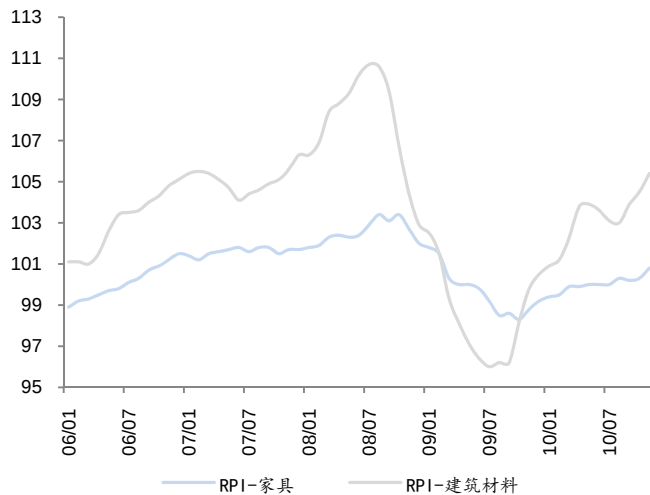
有望达到 3.3%和 4.0%。我们预计 2010 年和 2011 年，RPI 将达到 3.0%和 4.0%，我国将维持在温和通胀的阶段。经验表明，对于零售企业而言，温和的通货膨胀背景下，有利于稳定消费者预期，对于保持消费持续稳定增长将起到积极作用，更容易推动收入和利润的双双上涨。

图 20: RPI—家电及音像器材的增长情况 (%)



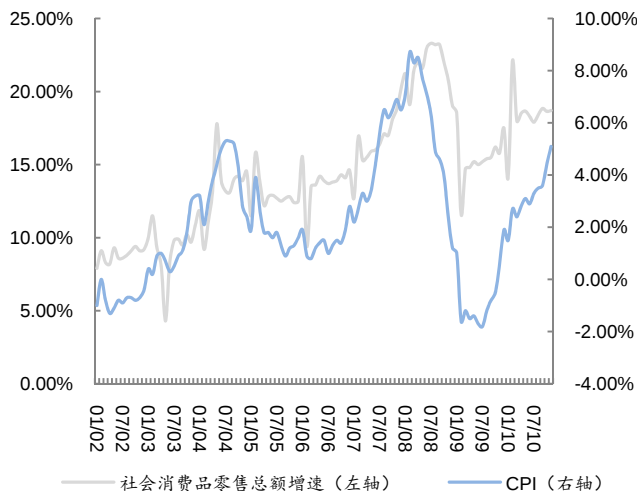
资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 21: RPI—家具和建筑材料类的增长情况 (%)



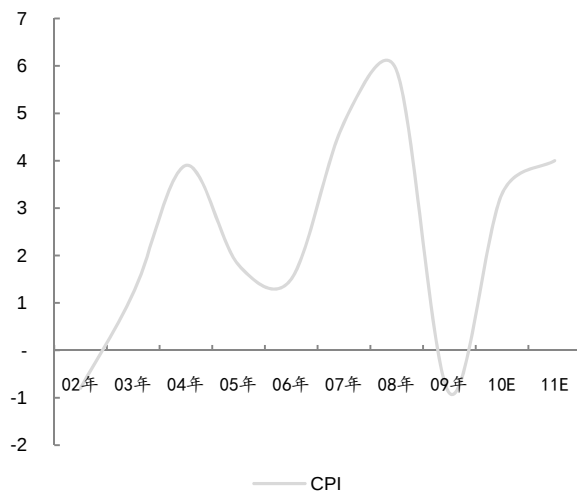
资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 22: 温和通胀有利于零售增速提高



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 23: CPI 预测值



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

2、零售增速总量稳定，结构不平衡有望演绎新的消费需求

2.1 零售稳步增长

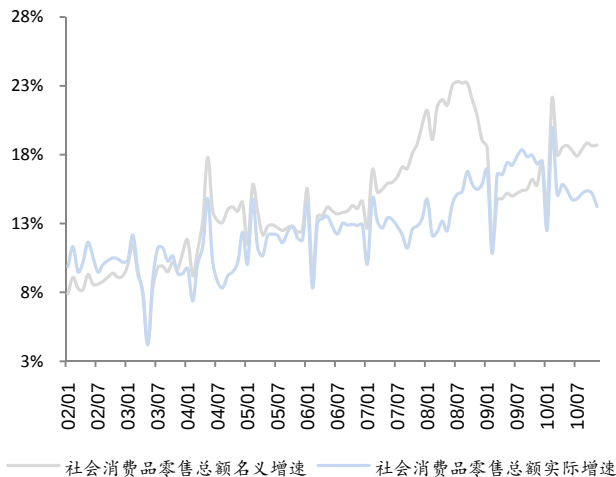
自 2009 年 2 月份社会消费品零售总额增速见底以来，受经济回暖影响，自 2009 年 3 月开始，社会消费品零售总额的增长速度持续反弹。由于 09 年大部分月份的 RPI 均处于下滑状态，实际增速略高于名义增速。

2010 年 1-11 月份，社会消费品零售总额为 139,224 亿元，同比增长 18.4%，较 1-10 月



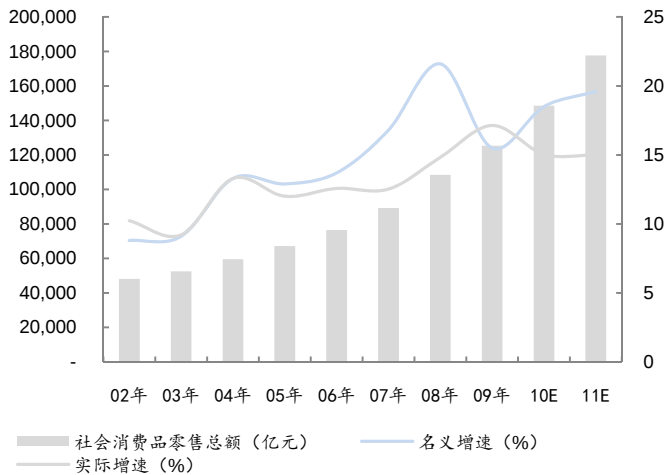
份加快 0.1 个百分点,较上年同期加快 3.1 个百分点。从名义增速和实际增速的对比来看,由于进入 2010 年以来,由于 RPI 处于持续上升状态,导致单月实际增速与名义增速之间的差距一度达到了 4 个百分点。总体上来看,扣除春节与情人节重叠在 2 月份以外,社会消费品零售总额的实际增速在 15% 左右。虽然实际增速较 09 年略有下滑,但总体看来零售增速仍然处于相对高位,上升趋势未改变。

图 24: 社会消费品零售总额名义和实际增速



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

图 25: 社会消费品零售总额及增速预测

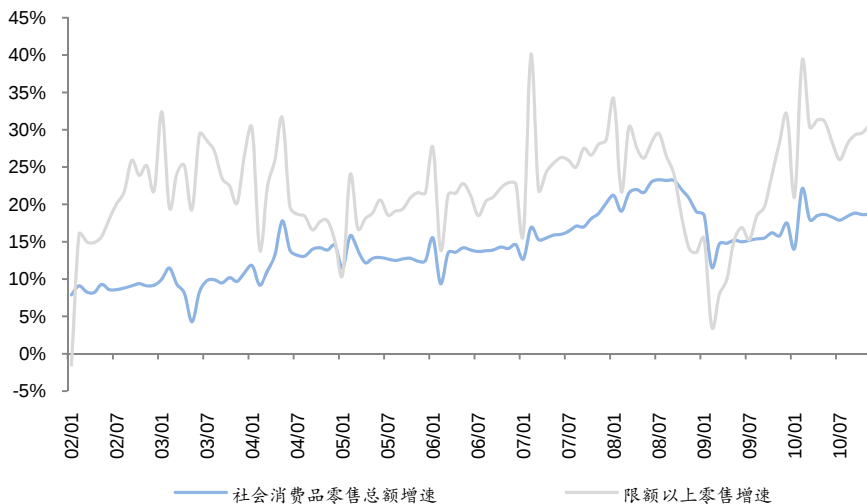


资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

2010 年,我国社会消费品零售总额的名义增速将达到 18.5%,当期的 RPI 有望达到 3.0%,实际增速为 15%,虽然实际增速将较 2009 年有一定幅度的下滑,但是与以往年度相比仍处于相对高位。预计,2011 年随着十二五规划逐步拉开序幕,消费为拉动经济增长最积极因素,也是调结构和政策刺激的重点,因此 2011 年消费将稳步增长,对经济增长的贡献率也有望提升。2011 年,我国社会消费品零售总额的名义增速将有望提升 1 个百分点至 19.5% 以上,当期的 RPI 有望达到 4.0%,实际增速为 15%。预计,未来五年国内消费市场总体形势较为乐观,社会消费品零售总额的复合增长率将维持在 15% 以上。随着我国社会消费品零售总额的稳步增长,消费将有望逐步步入上升通道。

2.2 限额以上零售增长强劲

图 26: 限额以上社会消费品零售总额增速

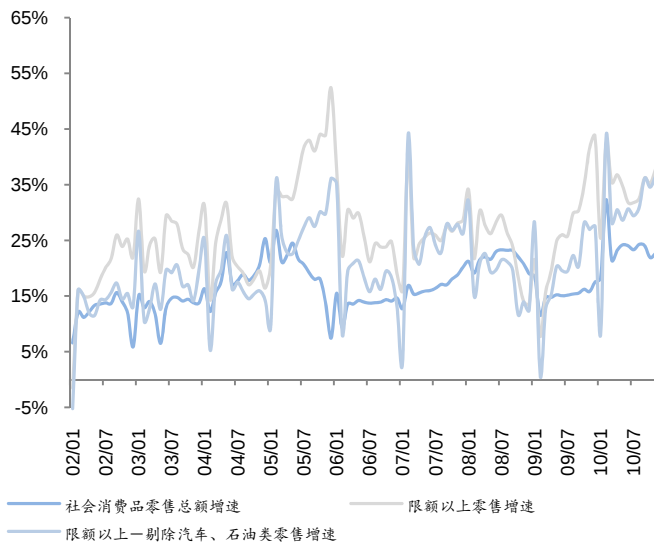


资料来源: CEIC, 浙商证券研究所



自 09 年下半年以来，限额以上社会消费品零售总额增速低于限额以下社会消费品零售总额增速的状况已经基本转变，近一年半时间内限额以上超过限额以下社会消费品零售总额增速 12 个百分点左右，并且曾一度超过 26 个百分点。值得注意的是，除了 10 年 1 月份外，扣除石油和汽车类商品的限额以上社会消费品零售总额增速也呈现出了快速上升的态势，这在一定程度上反应出居民日常消费强劲。

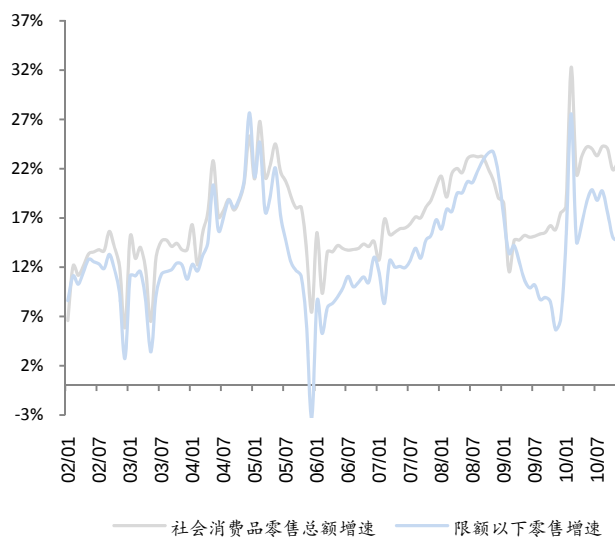
图 27：限额以上社会消费品零售总额增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

注：本处零售增速为直接同比得来

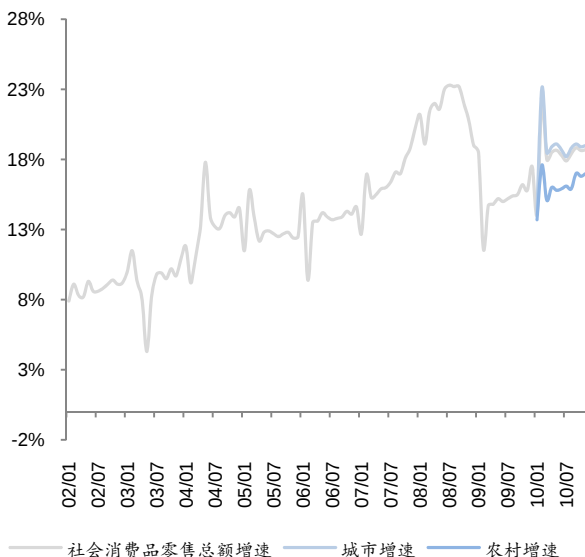
图 28：限额以下社会消费品零售总额增速



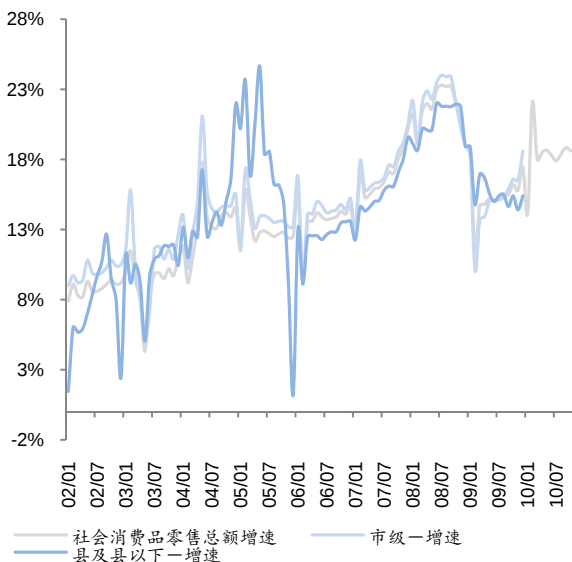
资料来源：CEIC，浙商证券研究所

2.3 城市零售增速有望继续超过农村

图 29：社会消费品零售总额分地域增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所



资料来源：WIND，浙商证券研究所

进入 09 年中期以来，受宏观经济回暖、大量民工返城务工以及城市消费弹性较大影响，市级社会消费品零售总额增长较为强劲，其增速已连续一年多超过县及县以下城市。2010 年 1-11 月，城市消费品零售额累计为 120,429 亿元，同比增长 18.7%；农村消费品零售额累计为 18,795 亿元，增长 16.0%。进入 2010 年以来，城市社会消费品零售总额增速超



过农村 2 个多百分点，最高差距甚至超过了 5 个百分点。总体来看，城市消费仍然为零售增长的主力军，农村与城市消费的差距进一步拉大。另外，考虑到城镇化率的不断提高，城镇居民的收入和消费水平明显高于农村居民，城市零售增速有望继续超过农村。

2.4 二三线城市零售增速明显高于一线城市

表 3：各地区社会消费品零售总额累计增速

地区名称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 10 月
海南	14.8	17.4	23.9	19.2	19.4
天津	14.0	18.2	24.5	21.5	19.3
安徽	15.0	18.4	23.4	19.0	19.2
江西	15.5	17.9	23.7	19.3	19.2
浙江	15.0	16.7	19.8	15.9	19.1
贵州	13.7	19.1	23.5	19.1	19.1
黑龙江	13.5	16.7	21.8	19.2	19.0
福建	15.3	17.9	20.1	16.5	19.0
湖南	15.3	18.4	22.7	19.3	18.9
广西	14.6	18.6	23.2	19.3	18.9
河南	15.5	18.5	23.2	19.1	18.8
湖北	15.1	18.1	23.3	19.0	18.8
重庆	15.4	18.4	24.3	18.6	18.8
宁夏	14.1	17.3	22.2	19.0	18.8
内蒙古	16.0	19.4	24.1	19.2	18.7
山东	16.3	18.5	23.0	19.1	18.6
云南	14.9	17.3	23.2	19.3	18.6
陕西	15.1	18.3	25.3	19.7	18.6
江苏	16.2	18.3	23.3	18.9	18.5
四川	14.8	17.4	19.6	20.0	18.5
西藏	22.7	24.9	15.2	21.3	18.5
河北	15.1	17.3	22.4	18.1	18.4
辽宁	14.5	17.3	22.0	18.2	18.4
吉林	14.7	19.3	24.3	19.0	18.2
山西	15.2	18.6	23.1	19.2	18.1
甘肃	13.4	16.1	18.8	18.9	17.9
上海	13.0	14.5	17.9	14.0	17.8
广东	15.7	16.2	20.3	16.3	17.1
新疆	14.1	16.5	21.0	14.8	17.1
青海	12.2	15.7	21.4	18.8	16.6
北京	12.8	16.0	20.8	15.7	16.5

资料来源：CEIC，浙商研究所

从累计增速方面来看，2010 年 1-10 月份，海南、天津、安徽、江西、浙江和贵州等省市的社会消费品零售总额的增速排名在前六位，且增速均在 19% 以上。北京、广东和上海等地的零售增速在倒数五名之内，且均低于 18%。总体上来看，由于大多中西部城市的基数较低，近几年的累计增速排名总体比较靠前。



从单月增速方面来看，2010年10月份，甘肃、重庆、天津、湖南和黑龙江等省市的社会消费品零售总额的增速在前五位，广东和浙江两地区的社会消费品零售总额的增速在最后一位，大部分地区零售增速已超过了19%。可以看出，单月增速比较靠前的仍然以中西部城市为主。

表 4：各地区社会消费品零售总额单季度增速（%）

地区名称	10年6月	10年7月	10年8月	10年9月	10年10月
甘肃	18.7	18.6	19.0	18.7	19.9
重庆	19.3	16.0	19.0	19.8	19.8
天津	19.4	19.8	19.8	19.5	19.5
湖南	18.6	19.1	19.5	20.3	19.5
黑龙江	19.3	18.2	19.0	19.0	19.4
山西	17.8	17.6	17.8	18.4	19.3
辽宁	18.8	18.7	18.6	19.5	19.3
安徽	19.4	18.7	19.5	19.9	19.3
河南	18.6	18.3	19.5	19.5	19.3
河北	18.7	18.4	18.6	19.2	19.2
上海	19.5	18.1	17.1	18.2	19.2
云南	18.7	17.6	18.1	19.1	19.2
西藏	17.8	16.8	19.7	18.3	19.2
海南	19.5	19.7	19.6	20.6	19.1
山东	18.8	17.0	18.5	19.6	19.0
江苏	18.3	17.2	19.0	19.5	18.9
福建	18.1	18.2	19.1	21.2	18.9
江西	19.1	19.8	19.2	19.5	18.9
内蒙古	18.4	18.9	19.0	18.8	18.8
贵州	19.2	19.0	18.9	20.2	18.8
北京	16.8	16.5	17.2	16.7	18.6
湖北	18.9	18.8	19.8	19.9	18.6
四川	18.6	18.3	17.9	18.6	18.5
吉林	19.0	16.0	17.8	19.2	18.2
陕西	19.2	18.2	19.1	19.4	18.1
宁夏	19.0	18.1	18.7	20.0	18.1
广西	18.1	18.8	19.8	19.6	18.0
新疆	13.1	20.5	18.0	19.1	17.9
广东	16.6	16.6	17.1	17.4	17.4
浙江	18.1	19.9	20.0	19.9	17.3
青海	17.4	19.8	15.6	15.7	16.4

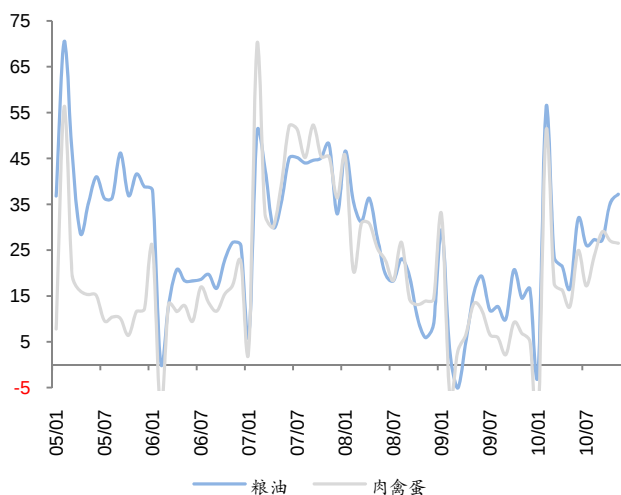
资料来源：CEIC，浙商研究所

在过去的几年中，欠发达地区的社会消费品零售总额的增速快于沿海地区，二线城市的增速快于一线城市，主要由于东西部城市之间、二三线城市与一线城市之间经济发展不平衡，原来基数较低导致。我们认为，欠发达城市的消费倾向相对较高，收入的增加将使得中西部城市的消费增加更为明显，随着十二五规划的逐步实施，中西部和东部地区的消费水平差异将逐步缩小，消费升级也将逐步由东部向西部城市、一线城市到二线城市逐步演进。



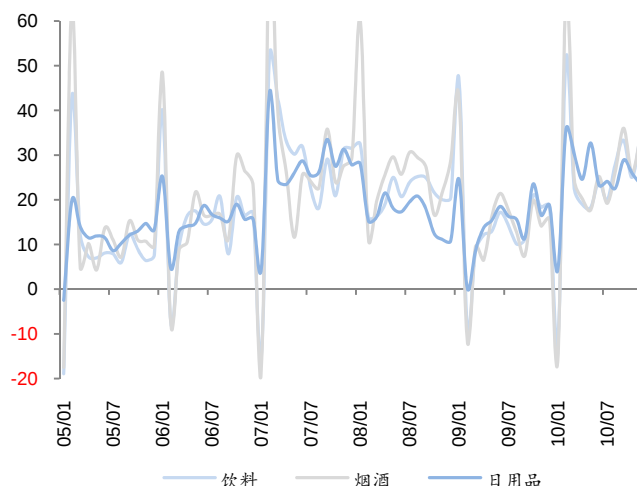
2.5 消费升级类品种增速加快

图 30：粮油食品和饮料烟酒类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 31：饮料、烟酒和日用品类商品零售增速

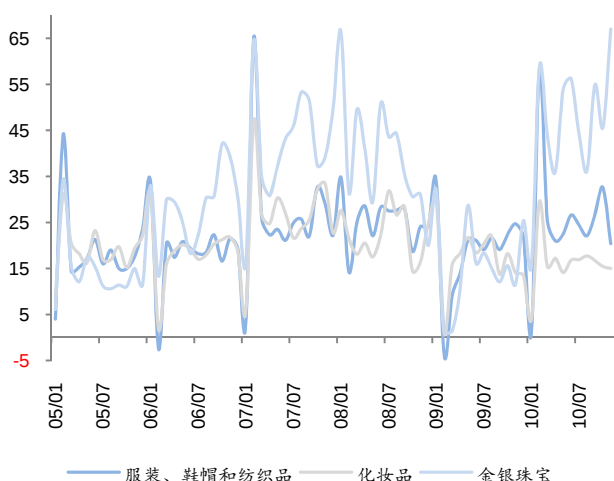


资料来源：CEIC，浙商证券研究所

整体上，限额以上各类商品零售总额增速分化较为严重，2010 年前 10 个月，化妆品和通讯器材的零售增速分别为 16%和 19.2%；粮油食品、饮料烟酒、服装鞋帽、针纺织品、日用品和文化用品的零售增速在 20%-25%之间；家用电器和音像器材的零售增速达到了 26.9%；金银珠宝、家具、汽车和建筑及装潢材料的零售增速分别达到了 45.8%、37.5%、34.5%和 31.6%。

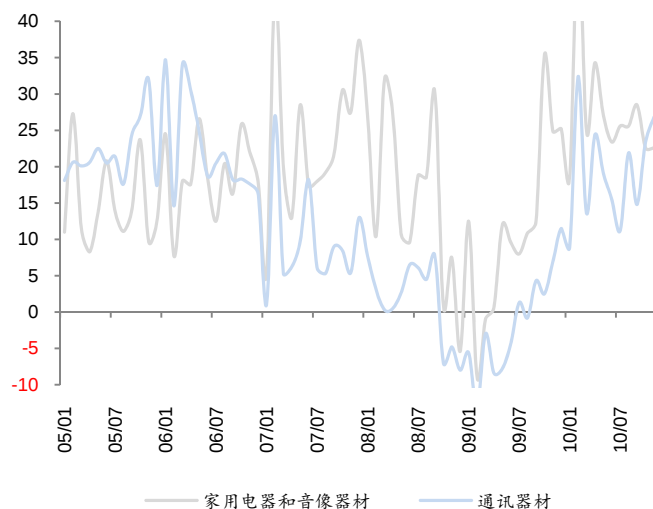
分析 04 年以来的限额以上社会消费品零售总额的数据发现，金银珠宝、家具、汽车和建筑及装潢材料这些代表消费升级的品种一直保持了较快的增长速度。上述品种销售情况良好主要是由于：第一，可居民支配收入的提高，消费持续升级。第二，解放后第三个生育高峰期（1985-1990 年）正值进入组建家庭阶段，每年 1,000 万对的新婚人数带来了旺盛的珠宝和家居等婚庆用品的市场需求。第三，解放后第二个生育高峰期（1962-1970 年）的人群目前年龄在 40-50 岁之间，具有较强的消费能力。

图 32：服装、化妆品和金银珠宝类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

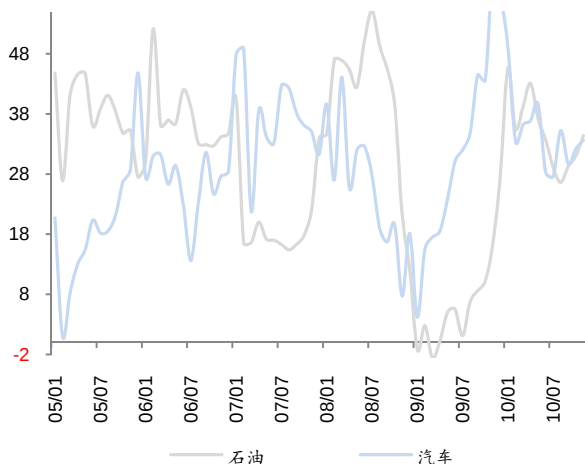
图 33：家用电器和通讯器材类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

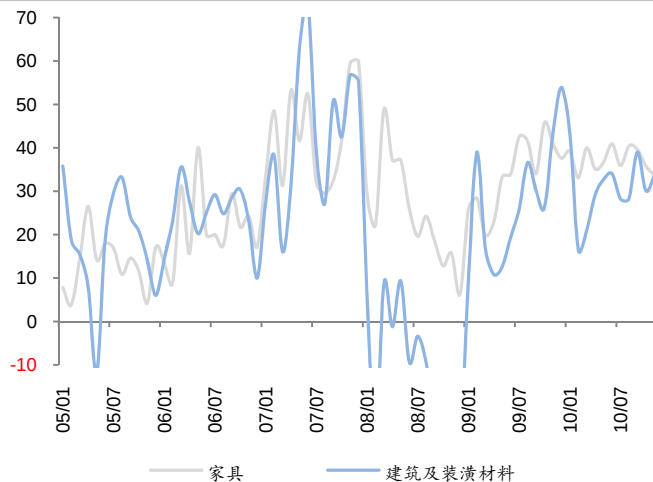


图 34：石油和汽车类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 35：家具和建筑及装潢材料类商品零售增速



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

3、多元零售时代可有效提升企业盈利能力

随着我国经济社会的快速发展，消费者需求细分、城乡消费需求差异化、不同区域消费需求的多元化态势愈加明显，以及 90 后新的生活方式、新的购买习惯、新的消费习惯，已成为零售企业多元化发展的重要动因。随着十二五规划开局，国家转变经济发展成为主攻方向，消费成为重中之重，这为零售多元化发展提供了的重要机遇。

数据统计，在我国连锁企业百强中，只有 16 家企业是单业态经营的，多元零售已经成为当今零售业发展的重要趋势。零售多元化概括起来包括两个方面的延伸：一是，纵向的，以商品为核心的向上游的延伸；一是，横向的，以服务为基准的零售终端的延伸。主要表现在以下几个方面：第一，在传统超市和百货业态的基础上，开始涉足大型商业综合体和社区商业；第二，以生鲜为突破口，向供应链上游延伸，向原产地采购和建设大型配送中心等；第三，加快电子商务与实体店销售相结合；第四，针对消费特点，进行自有品牌多元化发展；第五，零售企业之间进行并购。

3.1 由单一业态向多业态延伸

3.1.1 购物中心成为行业新的热点

随着人民物质生活水平的提高，消费理念升级，2-3 万平方米的百货店已不能留住顾客，顾客提供餐饮、住宿、休闲、娱乐和观光旅游等消费成为一种必然的需求。目前，Shopping Mall 和城市综合体成为新的商业热点。

多数上市公司为了寻求在激烈竞争中处于不败之地，保证业绩高速增长，纷纷将购物中心列为下一步开店的计划。如银座股份先后在济南、青岛和德州建设购物中心项目。广州友谊计划在依托长隆友谊购物公园和珠江新城广州国际金融中心两个项目开设奥特莱斯和百货门店。东百集团计划和兰州市政府合作建设购物中心。2010 年 1 月，步步高在湖南湘潭开设的首家湖南最大的“步步高购物广场”。2010 年 12 月，武汉中百吴家山购物中心开幕，经营面积达 3 万余平方米，一期工程集百货、超市、电器于一体。未来两年内，武汉中百还将以吴家山购物中心为主力店，开发一个占地近 200 亩、总建筑面积 36 万平方米的超级摩尔城。未来，中百百货将以购物中心为主要发展方向，在市内开设 5 家购物中



心，在鄂州、荆州、襄阳、随州、来凤等二、三级城市，建造多个购物中心。上述购物中心的经营面积大多在 10-30 万平方米，可满足消费者的多种需求，可有效增强顾客与门店的“粘性”。

在大卖场业态趋于饱和、同业态扩张空间有限的情况下，外资零售进军购物中心是市场的必然趋势。近年来，国际连锁超市的巨头纷纷改变在中国市场的发展战略，以往本土零售巨头通过大卖场、超市、便利店、生活超市等多种业态瓜分庞大的区域消费人群，也将被外资零售商采纳。2009 年 6 月，沃尔玛“惠选”便利店悄然现身深圳社区，并计划 5 年内开出 1,000 家店。2010 年 1 月，全球第三大零售商 TESCO 集团下的 7.6 万平方米的“乐都汇购物广场”在青岛开业，成为 TESCO 集团在中国经营的第一个购地自建的综合性购物中心，目前已有多家门店开出来。

3.1.2 拥有自有物业将成首选

美国商业地产价格通常高于住宅，零售物业投资平均回报始终高于住宅投资回报。而从我国目前情况来看，许多区域的房地产市场上仍然是商住倒挂现象严重，住宅价格上涨的速度要远远超过商业用房的速度，我们认为，长期来看商住价格倒挂现象是不可持续的。

考虑到，一方面由于在激烈的市场竞争下，可供选择的租赁物业日益稀少；另一方面，由于资源的稀缺性，核心商圈的商业地产价格依然具有很大的升值空间。因此，拥有自有物业不仅可以增强公司的抗风险能力，而且可以分享物业升值的收益，因此日益成为资金充足型百货类企业的首选。购物中心的发展将促使零售商更加重视“商业+地产”的经营模式。尽管上述模式短期内会因为资本投入较大、财务费用高企而在一定程度上影响公司业绩，但由于自有物业年折旧额一般较租赁物业的租金低，且升值潜力较大，因此进入盈亏平衡点后一般能为公司带来丰厚的利润。

根据中国连锁经营协会与德勤事务近期公布的一份调查显示，进军商业地产模式的零售企业已超过半数，运作商业地产的内资零售企业有北京华联、湖南步步高、山东家家悦等，外资企业包括宜家、TESCO 等。国内零售类上市公司自有物业持有比例超过 50% 的主要有银座股份、中兴商业、鄂武商、百联股份和欧亚集团等。可以看出，已经有一大部分公司采用了“商业+地产”的经营模式。

3.1.3 复合业态经营成为一种趋势

目前单一业态经营的公司具有较多风险，越来越多的企业实行多业态组合。多业态组合主要表现在一些区域优势企业，利用其在区域中的优势地位，在经营领域的基础上向相关领域延伸。

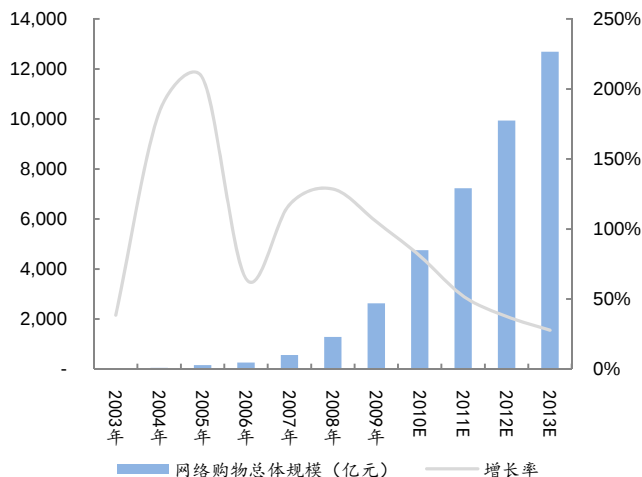
近几年已有多家上市公司进行了业态创新，其中，2007 年 10 月，北京华联 BHG Market Place(精品超市)在广州开出第一家门店，BHG 又在原有品牌的基础上开拓了 BHG Food Market Place(食品超市)以及 BHG Lifestyle Market(生活超市)。天虹商场原来主要经营百货业务，在国内首创了“百货+超市+X”的业态组合模式，将超市打造成为可与百货共享顾客群体的精致超市，并根据顾客需求和竞争对手情况灵活配置“X”部分（如电器、家居、银行、餐饮等）满足顾客一站式服务，使其整体毛利率高于同类百货类、超市类和电器类龙头公司 3% 左右，净利率水平高 0.5-2%。人人乐成立之初主要经营超市业务，根据市场需求将经营模式改变为“大百货+大超市”，在一线城市经营纯超市，二线城市经营“超市+百货”组合业态。2010 年 9 月，王府井百货全新子品牌“hQ 尚客”百货在北京开业，主要针对 18 岁-35 岁的年轻消费群体引进了 300 余个知名时尚品牌，打造精品时尚综合百货。



另外，华润万家就欲将自己旗下新的精品超市品牌 Blt 落户深圳，在未来 3-5 年，Blt 这一品牌将会在北京、上海、深圳、广州等地开设近 20 家门店，都将逐个进入。

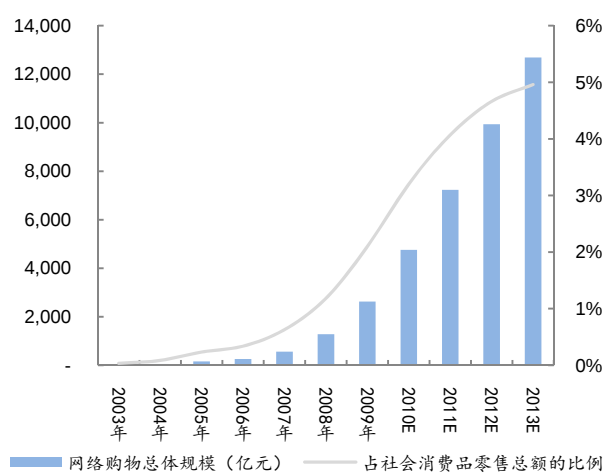
3.2 互联网推动零售业发展

图 36：近几年网络购物规模及预测



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

图 37：网络购物占社会消费品零售总额的比重



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

网络购物不仅可以充分满足消费者的日常购物需求，还可以提供更加便捷、优惠、甚至更加个性化的购物服务，再加上供应链的成本、店铺的租金和员工等经营成本使网店的价格应该有 10%-30% 的可定价空间，且极大的满足了 70-90 后新兴的中产阶级阶层信用消费需求。进入 21 世纪以来，随着互联网技术的快速发展，我国网络零售业每年保持 100% 以上的速度发展。2009 年中国网络购物交易额规模继续高速增长，达到 2,630 亿元，较 08 年增长 105.2%，其中淘宝网交易规模达到 2,083 亿元，连续 5 年实现 100% 以上的增长。2010 年第 3 季度中国网络购物市场交易规模为 1,210 亿元，同比增长 76.9%。预计，未来几年网络购物市场仍将维持相对较快、并且日趋稳定的增速，2013 年交易规模有望突破 1 万亿元，网络购物交易额规模占社会消费品零售总额的比重将达 5%，我国 B2C 市场交易规模占整体网络购物市场的比重将进一步提升，网络购物对于传统零售市场的贡献将会日趋加大。预计到 2030 年，城市人口将由现在的 6 亿增长到 10 亿，中产阶级将达到 7 亿，中国消费品零售市场将突破 100 万亿，其中电子商务市场将达到 20 万亿的规模，这里蕴含着巨大的商机。

分析美国在线零售销售情况，2009 年在线零售排名前 20 强中，有 10 家是拥有实体零售店铺的传统零售商；6 家厂商自建渠道；单纯的网络零售商仅卓越网和新蛋网。美国《互联网零售》的研究表明，在前 500 强的在线零售商中有 150 家左右是传统零售商，销售额占到总量的 39%。

我国网络零售的兴起催生了凡客、卓越、淘宝、当当和京东商城等一批优秀的零售商，可以看出上述公司均为无店铺零售商，几乎没有传统零售商。分析原因，我们发现，传统企业是否选择进入电子商务的关键，不是企业是否能做好电子商务，而是考虑电子商务是否对业绩有贡献作用。目前，网络消费的市场容量已足够吸引传统零售商，面对网络消费的兴起，传统零售商也纷纷开设网上购物平台，以“鼠标+水泥”的多渠道模式抵御来自线上的冲击，截至 2010 年，中国连锁业百强企业开设网上商店的就达到了 31 家，而 2008 年仅为 7 家，可以看出进军网络零售市场已经成为中国连锁业的共识。苏宁早在 1999 年就开始了电子商务的调研和平台建设，并做了线上销售的尝试，苏宁易购于 2009 年 8 月 18 日上线试运行，2010 年 2 月 1 日正式上线。苏宁给易购制定的计划是年销售收入 10 亿



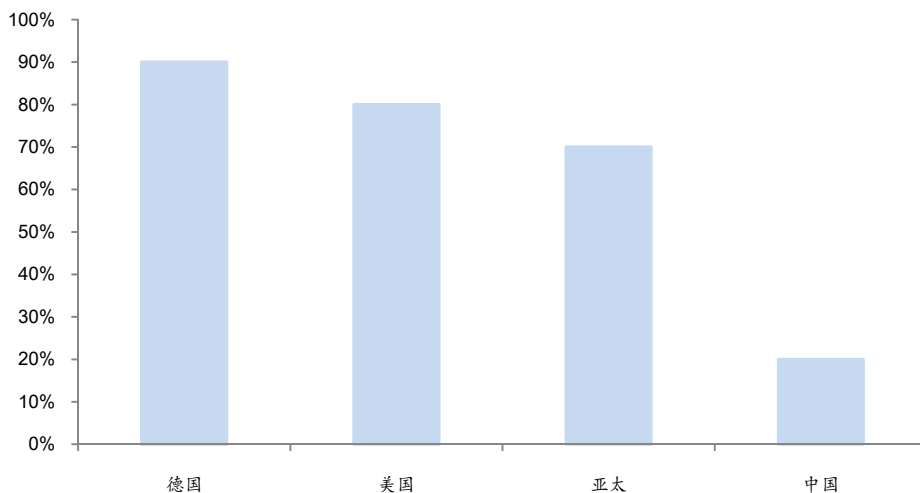
-15 亿，目前超额已完成任务。另外，零售巨头沃尔玛也宣称将进军中国的网购市场，而作为上游的供应企业如宝洁、优衣库等也纷纷推出电子商务业务。

我们认为，电子商务应将是未来零售企业业绩增长的亮点，零售业正逐步由线下拓展至线上，线上与线下的相互渗透与结合逐渐加大。随着网上购物平台逐步发展壮大，网络购物用户规模的持续增长，网上销售额规模会持续快速的增长，网上零售将成为传统零售市场日趋重要的组成部分。

3.3 延伸供应链，发展“农超对接”和全冷链供应

在中国连锁超市的发展中最难经营的是生鲜食品，且该品类为体现经营能力高低的核心品类。农超对接对超市和农户可形成共赢，超市指导农民按照消费需求进行生产，不仅可以提高了农产品质量、增加农产品附加值，促进农民收入增加，超市在此过程中也节约了成本。

图 38：农产品经过现代零售渠道销售比重对比



资料来源：浙商证券研究所

从我国生鲜产品发展历程上来看，主要经历了以出租或联营为主的经营方式、以自营为主、分散采购的经营方式和以自营为主、采取直接采购的经营方式三个阶段。2006 年，在永辉和家家悦等公司自主经营生鲜食品成功经验的感召下，我国的超市全面转向生鲜食品的自主经营。2007 年，沃尔玛集团开展了农商对接项目，直接从田间地头采购农产品，目前已经拥有了总面积达 60 余万亩的合作农业基地。2008 年，国家商务部、农业部等部门开始实施“农超对接”的国家工程，将超市企业的采购方式的自主经营行为转变为国家的生鲜农产品流通的改革支持政策。2009 年，北京物美不断深入推进“农超对接”，北京的部分门店实现了果蔬销售额同比增长 40% 以上，销售毛利同比增加 100% 以上。通过推进农超对接，我国农产品经超市销售的比重由“十一五”初期的 15% 提高到 20%，大中型超市生鲜农产品直供直销比重达 30%，连锁超市通过“农超对接”流通成本平均降低 15% 左右。

“农超对接”是欧洲普遍采用的一种农产品生产销售模式，目前亚太地区农产品经过现代零售渠道销售的比重达 70% 以上，美国达 80%，德国达 90%，而我国仅 20%。与发达国家相比，目前我国农超对接仍处于试点阶段，农产品通过农超对接销售的比重还比较低。可以看出，我国农超对接还有较长时间的一段路要走，这也为超市业提供了丰厚的利润想象空间。

由于连锁经营网点多、分散广的特点，延伸供应链在另一方面表现为加强物流建设。超市



大幅度地提高生鲜食品自营的比重，因此，开展全冷链经营从低温冷库到冷藏车到店内冷藏设备，形成一条封闭的供应链就尤其重要。截至 2009 年底，我国连锁百强企业中有 90 多家建立了自己独立的配送中心，而在物流配送中心基础上，苏果超市、家家悦、永辉等一些企业正尝试自建加工中心，进行生鲜、熟食、主食等加工制作，以拓展利润空间，由此引来了全国性销售终端企业的食品冷链建设的高潮。而在产业链延伸的过程中，也使企业的利润不断趋于多元化。

3.4 自有品牌有望进入“黄金期”

目前，国内超市自有品牌经营仍处于尝试和萌芽阶段，大量涌现的自有品牌主要集中在垃圾袋、纸巾及日用杂货等保质期要求不高的快速消费品。上述品类具有专业技术要求低、供应商资源多和消费者购买频率高等特点，尤其是消费者对于上述产品的“低价格”有所偏好。世纪联华为“LH”牌经营商品已达到 4,000 多种，10 年以来销售额同比增长 65%，占据联华超市总体销售份额的 4%。苏果超市 10 年前 3 季度自有品牌销售额达 15 亿元，超过自有品牌去年 1 年的销售额。

在自有品牌上，国内外资零售卖场的开发力度一直领先于国内本土零售商。TESCO 中国自有品牌商品从食品延伸至床上用品、厨房用品等全品类，基本上已达到英国本土市场 50% 的销售量；麦德龙中国推出全新的自有品牌战略，计划到 2012 年将自有品牌销售份额从现有的 10% 提升至 20%；沃尔玛提出到明年自有品牌占有率将从此前的 2.5% 提高到 20%。南京家乐福超市自有品牌占商品总数的 5%。

虽然近几年自有品牌经营增长较快，但国零售企业自有品牌占销售额的比重仅有 1% 至 2%，经营自有品牌产品的多数是外资超市。相较之下，国内零售企业自有品牌的发展与国外超市还有很大的差距，数据显示，自有品牌在世界零售企业中占有很高的比例，如欧洲的零售企业自有品牌平均占到销售额的 30%，更高的可以达到 60% 至 70%。据悉，美国西尔斯公司销售的商品 90% 以上都是自有品牌，法国的家乐福、英国的马莎公司、特易购和日本的大荣公司的自有品牌商品已成为其重要利润来源之一。

除了开发自有品牌之外，零售企业可以尝试代理品牌定制商品，家电连锁企业如苏宁、国美较早开展了相关实践。此外也可以有一些新的尝试，如大润发新近成为美国时尚服饰品牌“巧乐奇”在中国惟一的产品生产和销售代理，也就是产品由“巧乐奇”公司设计，大润发生产销售。

另外，百货类公司也可通过自有品牌增强自主经营品牌力度，改变招商联营的物业管理方式。自主经营的方式包括品牌经销制、品牌代理制、贴牌制和开发自有品牌制。在该领域，百联股份应是行业的领军者，该公司提出五年内要实现的转型目标，使 30% 销售的品牌要实行自主经营。

我们认为，伴随着 CPI 的上涨，消费者对价格敏感度逐步提升，自有品牌正成为越来越多消费者的购物首选，有望进入“黄金期”。由于自有品牌均有较高的毛利率，因此该业务销售占比的提高将会为零售类公司带来新的利润增长点。

3.5 整合加快

3.5.1 地区和集团整合频繁发生

对于商业公司而言，外部竞争日益激烈、业态单一、企业规模偏小和扩张乏力等多种因素均会使得很多公司陷入发展的瓶颈，于是整合资源和实施战略重组等日渐提上日程。武汉



商联集团对鄂武商、武汉中百和武汉中商 3 家公司进行统一管理，华联股份与华联综超之间进行了资产转让事件，以及重庆百货认购新世纪百货 100% 的股权。预计，随着国家推动商业行业整合思路的推进，以及地方政府的推动，各个地方商业集团的组建蓄势待发。如武汉商联重组和北京市商业集团的组建均会逐步展开。

表 5：地区和集团整合频繁发生

时间	所在集团或地区	事件
2004 年 4 月	百联集团	百联集团通过股权行政划拨方式收购第一百货、华联商厦、华联超市、友谊股份和物贸中心等 5 家上市公司的相关股权，成为上述 5 家公司的实际控制人。
2007 年 5 月	武商联	武汉商联集团公司正式挂牌成立，分别持有武汉中百、鄂武商和武汉中商的 10.10%、17.23% 和 45.52% 的股权，同时为 3 家上市公司的第一大股东。
2008 年 6 月	海航集团	海南航空旗下西安民生和宝商集团资产重组，西安民生发行不超过 3400 万股的股份，用于收购宝商集团资产置换后商业控股取得的宝鸡商业 100% 股。
2008 年 12 月	华联集团	华联股份向华联集团非公开发行股份购买其持有的五家商业地产，零售业务由华联综超经营。
2009 年 3 月	金鹰商贸	南京新百以 7.35 元/股的价格向金鹰商贸（3308.HK）增发不超过 4,4576 万股，用于收购上海得世纪和珠江壹号等 7 家公司 100% 的股权，主业变更为商业地产开发和运营。
2009 年 3 月	广百集团	广百集团以其持有的新大新公司 99% 股权认购广百股份发行股份，交易价格为 21.07 元/股，发行总股数为 873.57 万股
2009 年 6 月	山东商业集团	银座股份以 14.99 元/股的价格向山东银座商城等 10 家公司发行不超过 8000 万股获得淄博银座 100% 的股权和建设济南振兴街 Shopping Mall。
2009 年 6 月	百联集团	友谊股份控股子公司联华超市拟收购百联集团及百联置业持有的华联超市 100% 股权，收购完成后后者将成为联华超市的全资子公司。
2009 年 6 月	上海黄浦区国资委下属企业	老凤祥公告拟将以 14.08 元/股的价格向上海市黄浦区国资委发行 58,374,564 股，发行股份用于购买黄浦区国资委持有的上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权及其持有上海工美 100% 的股权。
2009 年 10 月	重庆商社	重庆百货拟将以 22.03 元/股的价格向商社集团和新天域湖景发行 17,930 万股，用以认购新世纪百货 100% 的股权。
2010 年 10 月	百联集团	友谊股份拟吸收合并百联股份，同时以定向增发方式向百联集团收购八佰伴 36% 股权和投资公司 100% 股权。交易完成后，公司将存续且更名为“上海百联集团股份有限公司”，百联股份则将终止上市并注销法人资格。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.5.2 上海国资整合步伐加快

表 6：上海国资控股的商业类上市公司

证券简称	证券代码	主营业务	实际控制人	对应国企（或国资委）
------	------	------	-------	------------



百联股份	600631.SH	百货		
友谊股份	600827.SH	超市		
联华超市	0980.HK	超市	上海市国资委	百联集团有限公司
上海物贸	600822.SH	金属贸易		
第一医药	600833.SH	医药零售		
新世界	600628.SH	百货	上海市黄浦区国资委	上海市黄浦区国资委
老凤祥	600612.SH	黄金零售	上海市黄浦区国资委	上海市黄浦区国资委
上海九百	600838.SH	百货	上海市国资委	上海九百(集团)有限公司
益民商业	600824.SH	内衣和眼镜销售	上海市卢湾区国资委	上海市卢湾区国资委

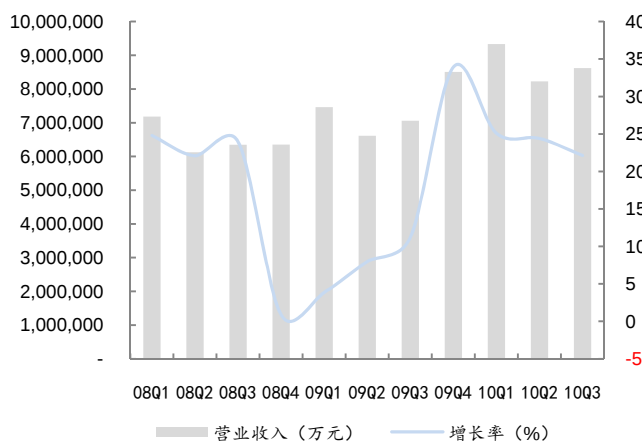
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

上海国资委旗下共有 9 家商业类上市公司，其中百联集团就有 5 家。近期，上海国资整合的步伐在逐步加快。2009 年 6 月，友谊股份控股子公司联华超市收购百联集团及百联置业持有的华联超市 100% 股权；2009 年 6 月，老凤祥向上海市黄浦区国资委发行发行股份用于购买黄浦区国资委持有的上海老凤祥有限公司 27.57% 的股权及其持有上海工美 100% 的股权。假如黄浦区国资委对老凤祥的资产注入获得成功，将为百货类资产注入新世界提供经验支持。2010 年 10 月，友谊股份拟吸收合并百联股份，同时以定向增发方式向百联集团收购八佰伴 36% 股权和投资公司 100% 股权。交易完成后，公司将存续且更名为“上海百联集团股份有限公司”，百联股份则将终止上市并注销法人资格。此次重组将彻底清除两家上市公司之间的同业竞争，重组后的新公司定位为“集百货、购物中心、超市、奥特莱斯”等多种业态齐聚的统一平台，打造出一艘零售业的航母。新公司做到四类业态并重，且以奥特莱斯、购物中心、大型超市和网上销售业态为重点发展领域。整合后的奥特莱斯和购物中心的发展规模将会提速，未来 5 年内，公司计划以长三角地区为重点，在现有奥特莱斯 2 家门店的基础上，迅速拓展到 7 家左右；同时公司拟再发展 10 家新的购物中心。新公司计划在立足上海的同时，将加快泛长三角地区拓展，积极开发全国重点城市，努力将重组后的新公司打造成综合竞争实力最强的零售业态上市企业。可以看出，百联集团零售业务的整合为上海国企整合里程碑式的事件。

4、公司业绩明显提升，11 年增速有望加快

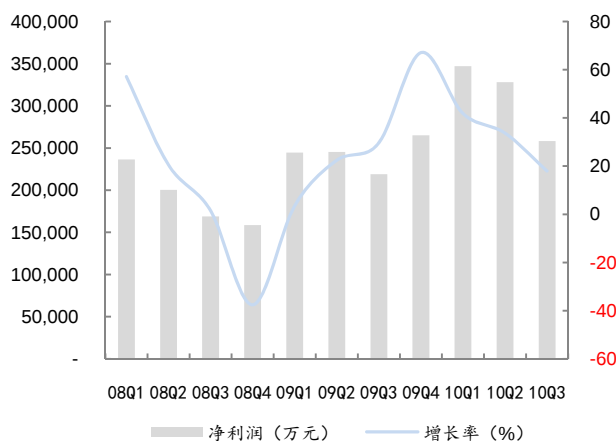
4.1 单季度公司业绩增速稳步回升

图 39：零售行业单季度收入增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 40：零售行业单季度净利润增长情况



资料来源：WIND，浙商证券研究所

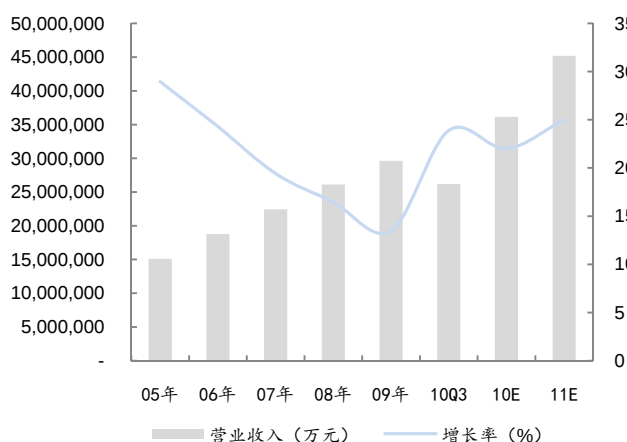


金融危机对零售行业的影响主要体现在 08 年 4 季度和 09 年 1 季度，反应在收入上是从 08 年 4 季度开始，反应在利润上是从 08 年 3 季度开始，至 08 年 4 季度均达到了历史最低点。08 年 3 季度和 08 年 4 季度，零售企业的收入增速分别为 23.98% 和 0.92%，净利润增速分别为 1.57 % 和 -36.82%，均较历史平均水平大幅下降。

进入 09 年以来，零售行业营业收入和净利润的增速均持续稳定增长，在 09 年 4 季度达到顶峰(08 年 4 季度零售业绩增长进入了历史性低谷)。受 09 年 3 季度业绩基数较高影响，10 年 3 季度营业收入和净利润的增速分别达到了 22.14% 和 17.97%，相比较历史年份属于历史高位。总体上来看，10 年 3 个季度营业收入和净利润均持续稳定增长，也符合我们 10 年年度策略的基本判断。

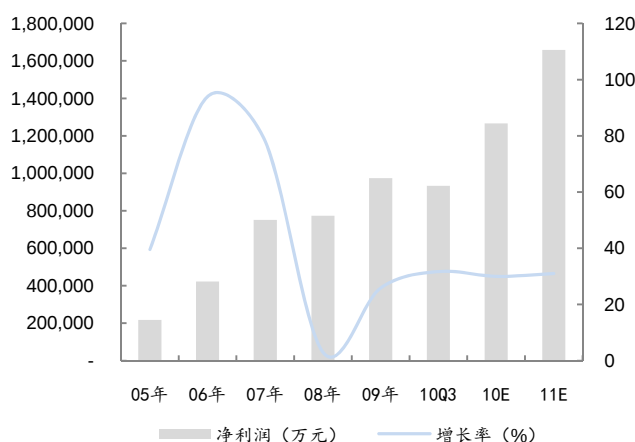
4.2 行业 11 年净利润增速有望达到 30% 左右

图 41：近几年行业收入累计增速及预测



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 42：近几年行业净利润累计增速及预测



资料来源：WIND，浙商证券研究所

10 年前 3 季度，行业营业总收入和净利润分别同比增长 23.88 % 和 31.69 %，远超过上年前 3 季度。在经济逐步转型、温和通胀预期存在和刺激消费政策继续加强的背景下，行业销售将继续回暖，盈利模式也逐步由牺牲部分毛利确保业绩，改变为靠毛利率提高提升业绩。预计，零售企业盈利将继续增强，利润增速的恢复快于收入，2010 年和 2011 年行业将分别实现营业收入 3,615 亿元和 4,519 亿元，同比增长 22% 和 25%；分别实现净利润 126.6 亿元和 165.9 亿元，同比增长 30% 和 31%。

5、行业估值水平相对合理，给予“买入”评级

5.1 估值仍有提升空间

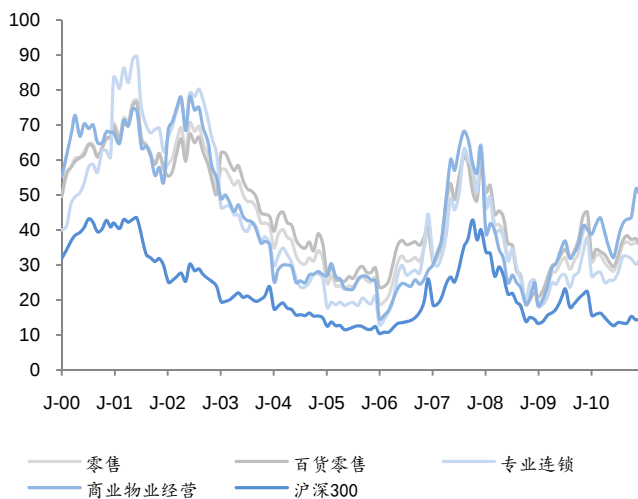
5.1.1 百货和专业连锁市盈率处于平均水平附近

商零售行业及其子行业较沪深 300 的 PE 均有估值溢价，平均水平在 2 倍左右，溢价的高低依次为百货、商业物业经营和专业连锁。目前，百货、专业连锁和商业物业经营相对于沪深 300 的 PE 倍数分别为 2.46 倍、2.16 倍 3.45 倍，百货和专业连锁市盈率在平均水平附近。

零售行业及其子行业的市盈率在整个 A 股中处于中等偏上的水平，市盈率水平从高到低分别为商业物业经营、百货和专业连锁，分别达到了 50.22 倍、35.82 倍和 31.46 倍，其中商业物业经营的市盈率相对较高。

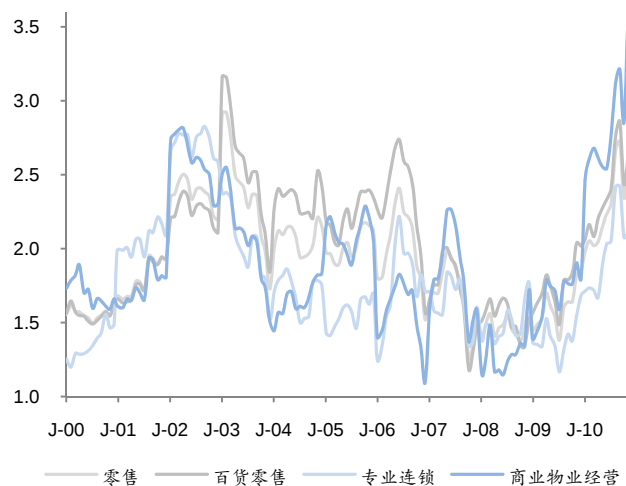


图 43: 零售及其子行业市盈率



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

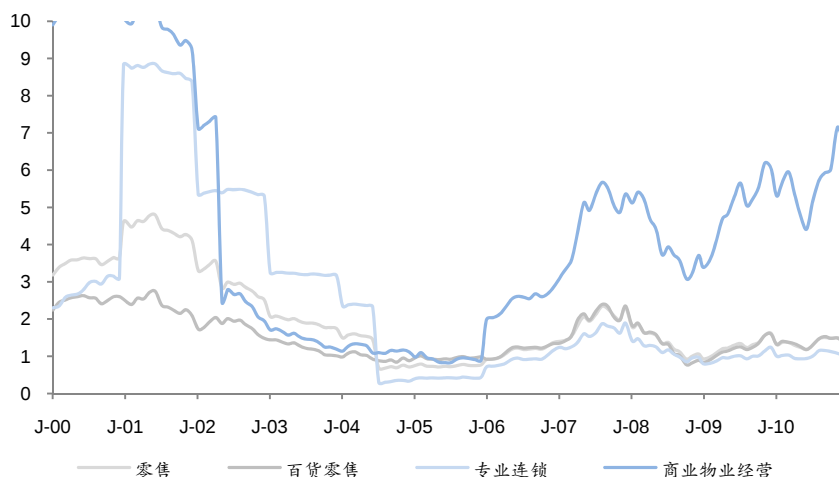
图 44: 相对于沪深 300 的市盈率倍数



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

5.1.2 专业连锁子行业的市销率远低于历史平均水平

图 45: 零售及其子行业市销率



资料来源: CEIC, 浙商证券研究所

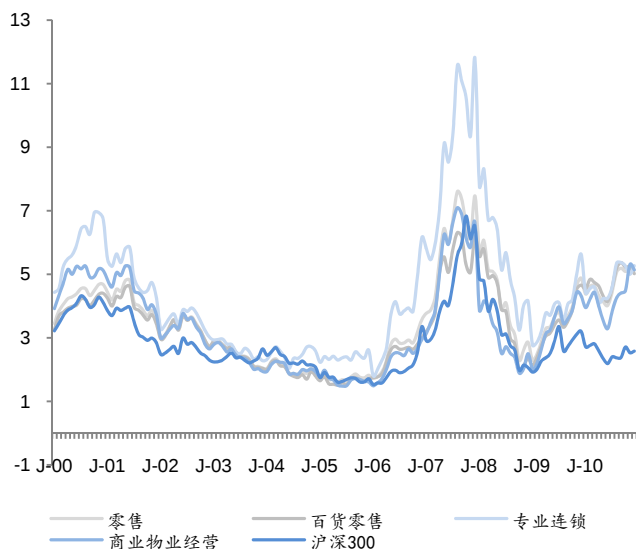
近几年零售行业、百货子行业、专业连锁子行业和商业物业经营子行业的平均值分别为1.99倍、1.54倍、2.50倍和4.55倍，目前的水平分别为1.44倍、1.42倍、1.04倍和6.91倍，专业连锁子行业的市销率远低于历史平均水平。

5.1.3 行业整体市净率处于中等偏上的水平

专业连锁较沪深300的PB有溢价，平均在2.5倍左右，零售行业及其他子行业的PB平均为沪深300的1.2倍左右。目前，百货、专业连锁和商业物业经营相对于沪深300的PB倍数分别为1.95倍、2.04倍和1.99倍，各子行业的PB均超出历史平均水平。

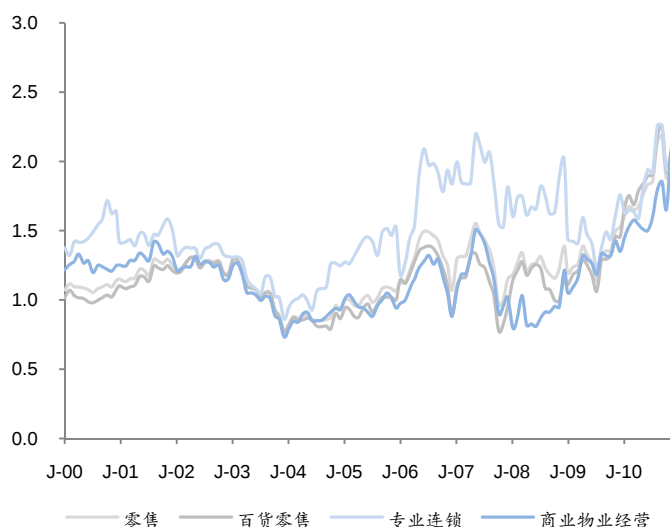


图 46：零售及其子行业市净率



资料来源：WIND，浙商证券研究所

图 47：相对于沪深 300 的市净率倍数



资料来源：WIND，浙商证券研究所

对零售行业而言，PE 估值和 PS 估值较 PB 估值更能反应企业的真实价值。通过近几年行业及其与沪深 300 的比较我们发现，零售行业估值虽然不具备明显优势，但仍处于历史的合理区间，而百货和专业连锁子行业仍有一定提升空间。

5.2 给予“买入”评级

09 年 4 季度至 10 年 3 季度，零售行业整体涨幅累计超越沪深 300 指数 50% 多，使行业的估值水平一度处于历史的相对高位。进入 11 月以来，零售行业指数持续下探，跑输沪深 300 指数近 15 个百分点，使高估值风险有了较大程度的释放。我们认为，考虑到：一方面随着十二五的到来，国家将逐步调节居民收入、完善居民养老保险制度以及协调城镇发展，上述因素均将对零售业业绩提升有促进作用，再加上大量零售公司顺应消费升级合理布局，均将引导零售类公司业绩将进入快速增长通道。另一方面，零售行业作为弱周期行业，从历史表现看相对大盘存在一定的估值溢价，目前零售行业及其子行业与沪深 300 的估值倍数仍处于合理区间。因此，我们认为行业在 2011 年仍有望继续超越大盘，给予“买入”评级。

6、行业投资策略及重点公司投资评级

6.1 符合经济转型和消费升级需求的个股当为首选

在宏观经济回暖、温和通胀和行业景气指标回升的假设前提下，考虑到不同的子行业在通胀周期的不同阶段，收入和利润高增长幅度略有不同，我们仍然最先看好业绩弹性较大的百货、专业市场和家电子行业，其次是超市子行业。

在目前的经济环境下，零售业面临了较大的机遇和挑战，只有战略定位符合十二五规划政策导向满足消费需求和消费升级持续推进的公司才有可能超越行业的平均增长水平。基于上述论据，我们认为在个股方面，我们通过以下几条主线来选股：第一，选择成长型的区域龙头（尤其在逆市扩张），在欠发达地区达布局，未来发展尝试多业态经营，新开门店使其营业面积大幅增长的个股，如银座股份、东百集团、王府井、广州友谊、中兴商业、



成商集团和海印股份。第二，选择主题投资品种，投资受益于重组及由重组带来协同效应的公司，如友谊股份、银座股份和小商品城；第三，选择重点经营消费升级品种的公司，如老凤祥和潮宏基；第四，选择未来发展重点转为三四线城市的家电流通企业，如苏宁电器。

6.2 重点公司及投资评级

表 7：重点公司盈利预测及投资评级

公司简称	收盘价 (10/12/27)	EPS			PE			评级
		10E	11E	12E	10E	11E	12E	
东百集团	11.77	0.30	0.59	0.99	39.23	19.95	11.89	买入
银座股份	25.54	0.64	0.85	1.20	39.91	30.05	21.28	买入
小商品城	33.33	0.70	1.14	1.57	47.61	29.24	21.23	买入
海印股份	16.80	0.50	0.82	1.12	33.60	20.49	15.00	买入
友谊股份	17.64	0.67	0.77	0.86	26.33	22.91	20.51	买入
成商集团	17.85	0.40	0.71	0.95	44.63	25.14	18.79	买入
中兴商业	14.68	0.25	0.60	0.85	58.72	24.47	17.27	买入
广州友谊	26.20	0.92	1.10	1.50	28.48	23.82	17.47	买入
豫园商城	13.22	0.46	0.60	0.74	28.74	22.03	17.86	买入
老凤祥	28.94	0.83	1.00	1.25	34.87	28.94	23.15	买入
苏宁电器	13.08	0.60	0.82	1.00	21.80	15.95	13.08	买入
潮宏基	35.98	0.65	0.90	1.22	55.35	39.98	29.49	中性
王府井	46.87	1.20	1.50	2.10	39.06	31.25	22.32	中性

资料来源：浙商证券研究所



浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 64716569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

郭磊

+86 21 6471 8888-2017

guolei@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn



浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z39833000。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>