

湘财证券研究所

商业零售研究小组

冯舜 分析师

执业编号：S0500210070008

联系人：

王俊杰

Tel: 021-68634518-8710

□ 行业估值偏高决定市场表现疲软

由于市场对零售行业整体估值偏高风险的担忧，近三个月零售板块市场表现疲软。2010年10月份，百货零售下跌3.6%，专业连锁下跌3.56%，同期沪深300上涨15.14%，11月份百货零售上涨0.1%，专业连锁下跌6.71%，同期沪深300下跌7.19%，12月份，百货零售和专业连锁分别下跌4.47%和6.15%，同期沪深300下跌0.28%。

□ 消费驱动经济增长乏力，社会财富愈来愈集中

我们认为，刘易斯拐点暂时还看不到，劳动者报酬近年来的上涨仅仅反映其最低生活成本的上升，而“用工荒”则是由中国劳动密集型制造业升级和地区转移不到位造成的；我国目前尚未形成促进消费增长的长效机制，依靠消费拉动经济增长的趋势尚未形成，未来中国经济增长的主要驱动力依然是投资和出口；投资拉动的经济增长不利于二元结构的消除和社会大众收入的普遍提高；财产价格的上涨促使社会财富愈来愈集中。

□ 物价上升促进社消总额增速加快，但消费者信心降低

2010年11月，由于受物价上涨的影响，社会消费品零售总额增速较10月份略有加快，但是消费者信心指数连续三个月出现下降，表明普通消费者对于未来的消费预期不乐观。

□ 中西部消费升级很可能低于预期，看好中高端百货和奢侈品概念股票

根据我们对中国经济发展各个驱动因素的分析，我们认为中西部地区普通居民收入增加幅度有限，但是房价和物价的上涨将其收入上涨几乎挤压殆尽，此外，政策促进的社会保障措施由于医疗体系以及其他公共服务体系的不健全带来的正面效果基本可以忽略，2010年中西部地区低端百货公司业绩增长很可能低于预期；我们认为中高端百货合奢侈品未来将实现快速增长，实际上，中国近年来奢侈品消费疯狂增长，2009年，在全球奢侈品市场受到金融危机冲击的情况下，中国奢侈品市场销售额则毫不受影响，实现销售额50亿美元左右，远高于2008年30亿美元的销售额，增幅居全球第一。根据我们的判断，在“富者愈富”和财富集中的趋势仍将继续的情况下，未来几年我国的奢侈品消费仍将会实现快速增长。奢侈品和高端商品消费的增长将会刺激中高端百货公司销售收入的增长。

□ 投资策略

根据我们对于未来消费行业整体的宏观判断，我们推荐中高档百货公司和奢侈品概念股票，建议投资者关注国内具有这类概念的潮宏基、飞亚达A、王府井、广州友谊以及具有明显区域垄断优势的欧亚集团和重庆百货。

目录

一、零售行业股票近期走势.....	5
1.1 商业零售行业近三个月市场表现疲软.....	5
1.2 零售行业整体估值偏高，整体机会尚未来到.....	5
二、对行业未来发展的宏观判断.....	6
2.1 谈刘易斯拐点到来为时尚早.....	6
2.2 促进消费增长的长效机制尚未建立.....	11
2.3 投资拉动经济的发展方式不利于最广大居民收入增长.....	14
2.4 财产价格飙升促使“富者越富”.....	15
三、社消总额变动和领先指标分析.....	16
3.1 社会消费品零售总额走势分析.....	16
3.2 消费者信心指数回落.....	18
3.3 零售指数出现回落.....	19
四、中西部消费升级很可能低于预期，看好中高端百货.....	19
4.1 中西部低端百货公司增长很可能低于预期，但股票透支未来业绩.....	19
4.2 “富者愈富”加速社会财富集中.....	20
4.3 看好中高端百货和奢侈品消费概念股票.....	20
五、投资策略.....	20
六、补充资料.....	20
6.1 刘易斯拐点理论.....	20
6.2 熊彼特创新理论.....	21

图目录

图 1 百货零售子行业近期市场表现差于大市.....	5
图 2 专业连锁子行业近期市场表现差于大市.....	5
图 3 零售板块点位处于高位（上）	6
图 4 零售板块点位处于高位（下）	6
图 5 零售板块相对PE处于历史较高水平	6
图 6 零售板块相对PB处于历史较高水平	6
图 7 东部传统劳动密集型企业聚集地相继出现“用工荒”.....	7
图 8 东部沿海地区纷纷提高工资水平吸引劳动力	8
图 9 工资增长勉强与房价增长同步	9
图 10 近年来劳动力输出大省的房价均出现大幅上涨.....	9
图 11 正常情况下，制造业产业升级和区域转移路径.....	10
图 12“用工荒”的原因在制造业产业结构升级和区域转移不到位.....	11
图 13“用工荒”的主要原因在中国产业结构升级和转移不到位	12
图 14 1995 年以来商品房售价年复合增长 7.5%.....	13
图 15 1998 年以来，商品房销售价格快速增长.....	13
图 16 医疗资源的稀缺促使合作医疗改革收效甚微	14
图 17 改革开放以来中国经济增长主要依靠投资拉动.....	15
图 18 地方政府和银行推动房价上涨，富人在房价上涨过程中受益最多.....	16
图 19 社会消费品零售总额 11 月份增速上升	17
图 20 食品饮料烟酒类商品 11 月份销售额增速加快	17
图 21 金银珠宝类商品 11 月销售额强劲增长	17
图 22 通讯器材类商品受益 3G 销售 11 月加快增长.....	17
图 23 家具和建筑材料类商品 11 月销售增速正常	17
图 24 百货、超市销售额增速回落，专业店增速大幅上升	18
图 25 消费者指数连续数月出现下降	19
图 26 改革开放以来中国经济增长主要依靠投资和出口拉动.....	19

表目录

表 1 零售行业整体估值偏高

5

一、零售行业股票近期走势

1.1 商业零售行业近三个月市场表现疲软

2010 年 10 月份, 百货零售下跌 3.6%, 专业连锁下跌 3.56%, 同期沪深 300 上涨 15.14%, 11 月份百货零售上涨 0.1%, 专业连锁下跌 6.71%, 同期沪深 300 下跌 7.19%, 12 月份, 百货零售和专业连锁分别下跌 4.47% 和 6.15%, 同期沪深 300 下跌 0.28%, 近三个月零售板块市场表现疲软。

图 1 百货零售子行业近期市场表现差于大市

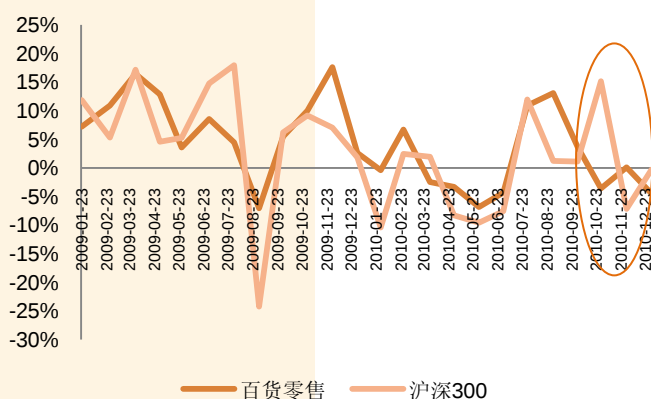
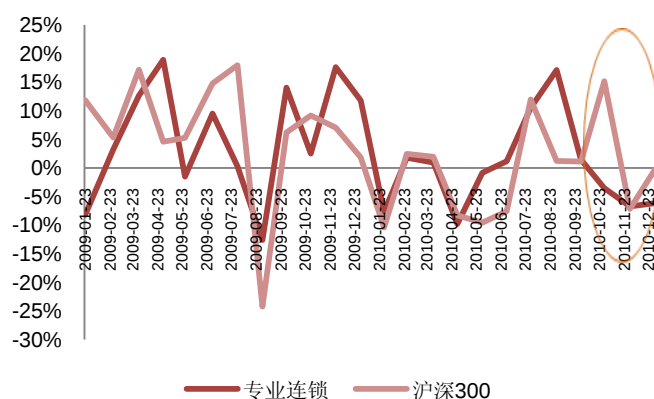


图 2 专业连锁子行业近期市场表现差于大市



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

1.2 零售行业整体估值偏高, 整体机会尚未来到

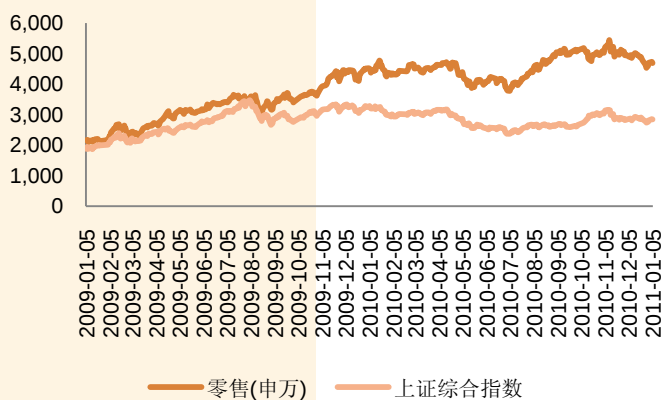
我们认为, 近 3 个月来, 零售板块市场表现疲软的原因是整个板块的估值较高, 目前百货零售子行业对应 2011 年业绩的动态 PE 达到 29.5, 专业连锁子行业对应 2011 年业绩的动态 PE 为 20.8, 均处于高位, 以 TTM 计算的零售行业相对于大盘的 PE 达到 2 以上, 处于历史较高水平, 相对于大盘的 PB 为 1.78, 也处于高位。总的说来, 目前零售行业整体估值偏高。我们认为零售行业当前市场表现疲软的主要原因是市场担心其估值风险, 对于目前市场上关于网店销售替代实体店的原因造成市场表现差这一观点, 我们认为这点毫无根据, 未来一段时间, 市场对于零售板块的估值风险的担忧依然存在, 零售板块依然不存在整体性投资机会。

表 1 零售行业整体估值偏高

	总市值 (百万元)	预测净利润 (百万元)	动态 PE
百货零售	265,194.6	9,003.6	29.5
专业连锁	208,892.5	10,026.6	20.8
合计	474,087.1	19,030.1	24.9

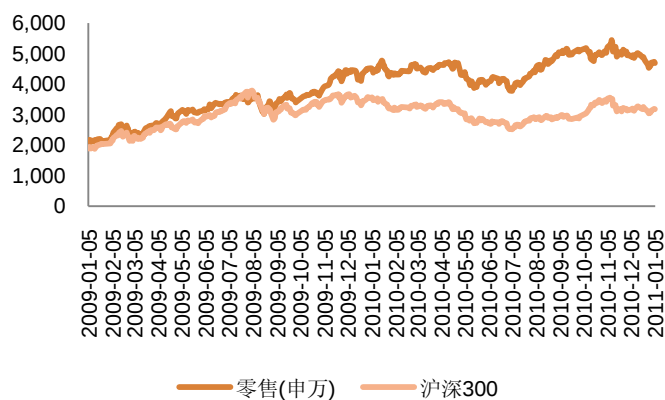
资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

图 3 零售板块点位处于高位（上）



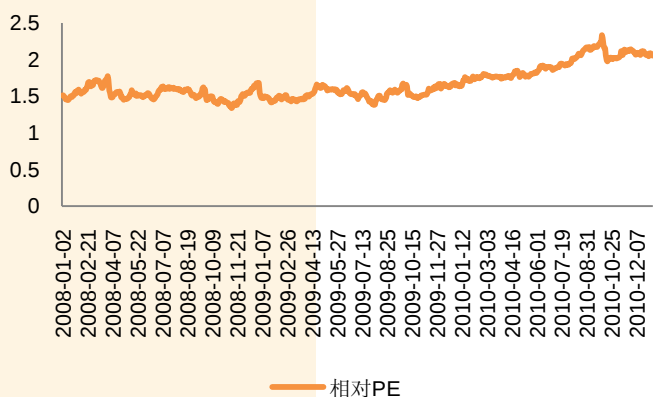
资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

图 4 零售板块点位处于高位（下）



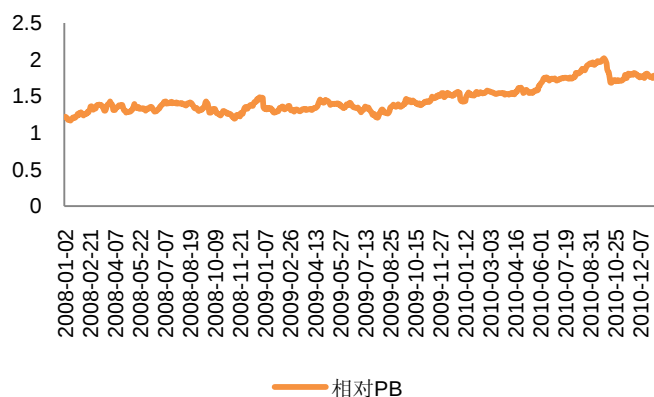
资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

图 5 零售板块相对 PE 处于历史较高水平



资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

图 6 零售板块相对 PB 处于历史较高水平



资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

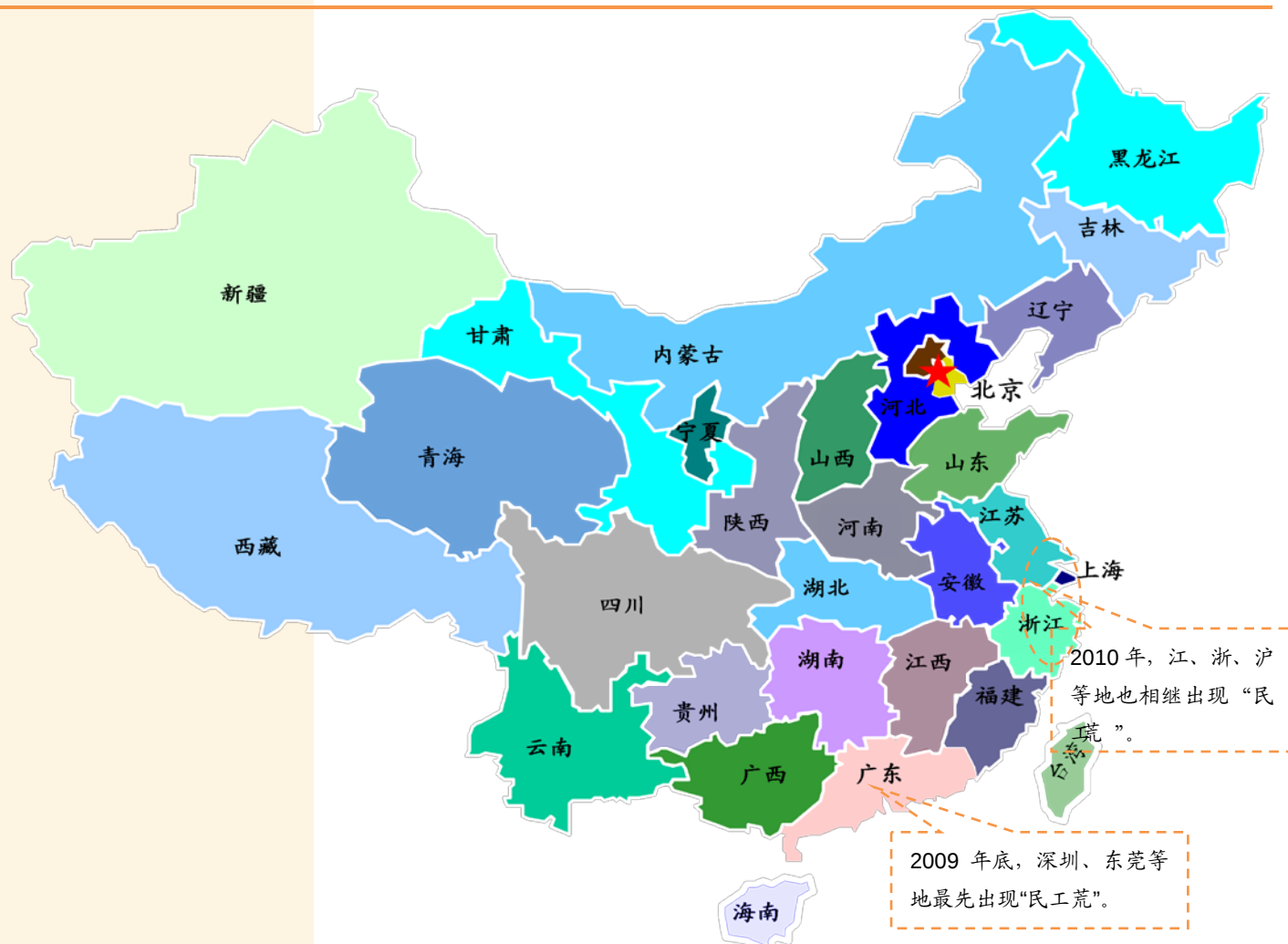
二、对行业未来发展的宏观判断

2.1 谈刘易斯拐点到来为时尚早

自 2009 年下半年珠三角地区制造业企业出现“用工荒”之后，2010 年以来，东部沿海省份的制造业企业频频出现用工缺口，为了解决招工难的问题，上述地区企业纷纷通过提高用工薪酬、降低招工标准、改善工作环境等措施来吸引农民工就业，例如，珠三角地区最先开始上调最低工资标准，广州市从每月 860 元调至 1030 元，东莞由每月 770 元调至 920 元，深圳由特区内每月 1000 元、特区外每月 900 元统一调至 1100 元/月。紧接着，全国范围内的加薪潮开始出现，2010 年以来，中国已有十几个省市先后调高最低工资，平均涨幅在 10% 以上。而根据国家统计局

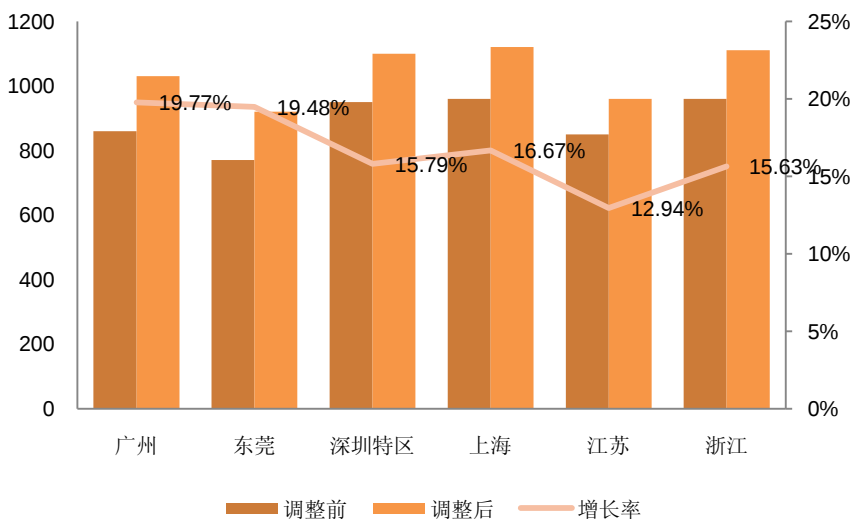
局的数据显示，从 2006 年开始，我国各省市平均最低工资标准每年以 10% 左右的增长速度增长。为此，市场投资者开始预测刘易斯拐点的到来。

图 7 东部传统劳动密集型企业聚集地相继出现“用工荒”



资料来源：湘财证券研究所

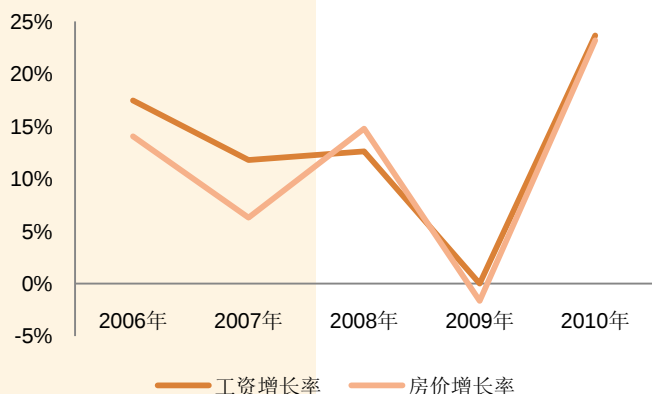
图 8 东部沿海地区纷纷提高工资水平吸引劳动力



资料来源：ceic，湘财证券研究所

我们的观点是，现在谈刘易斯拐点到来为时尚早。我们得出这一结论的主要理由有两点，第一，近年来劳动力薪酬的上升仅仅反映了劳动力最低维持成本的上升，第二，刘易斯拐点到来之时便是中国经济二元结构的完全消除，但是目前我们尚未看到这种迹象。首先，我们可以考察近年来劳动力薪酬的上升和物价尤其是房价的关系，根据已有统计数据，我们可以看出，近年来最低工资的上涨仅仅勉强与房价的上涨同步，而在中国，安居对于普通老百姓来说是至关重要的。因此，劳动力工资上涨的主要原因是维持最低生活所需的成本上升，也即我们对于刘易斯关于维持成本的概念应该从其实际意义上去理解而非名义上，此外，在中国，由于户籍限制、社会保障和子女教育流动限制，劳动力在全国范围的流动是有较大成本的，因此，劳动力工资上涨还需要补偿劳动者在这些方面的成本。其次，我国目前的二元经济结构的现象仍然非常明显，刘易斯拐点到来尚早，近两年来出现的“用工荒”的主要原因与刘易斯拐点无关，而是由于中国产业升级和地区转移不畅导致的，有关这一问题我们会在后边详述。

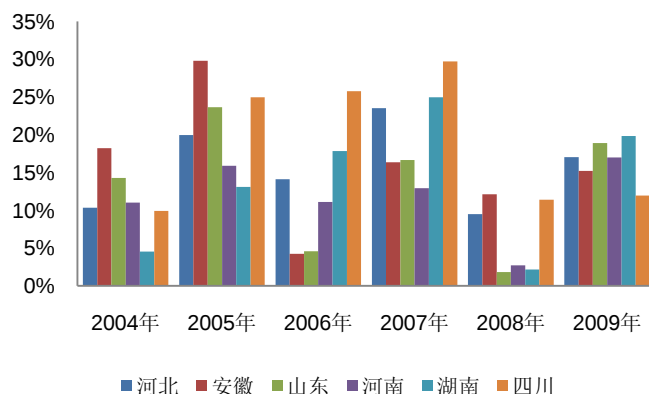
图 9 工资增长勉强与房价增长同步



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

注: 由于工资的变动往往滞后于物价的变动, 因此我们对房价的变动滞后一期和工资的变动进行对比

图 10 近年来劳动力输出大省的房价均出现大幅上涨

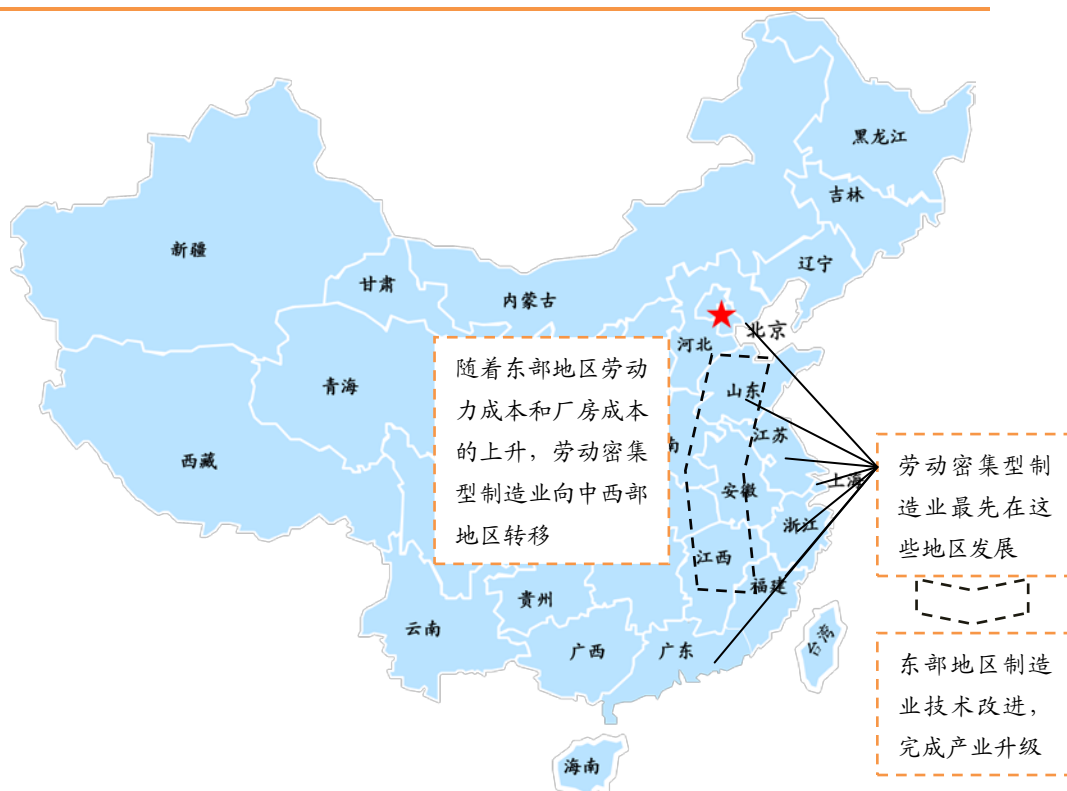


资料来源: ceic, 湘财证券研究所

至于东部地区普遍出现的“用工荒”问题, 我们的看法是, 用工荒背后的根本性原因在于我国制造业产业升级和区域性转移的不顺畅。正常情况下, 在一个国家的经济发展过程中, 最先发展的是以劳动密集型为主的出口导向型部门, 这最初会在离港口码头较近的沿海地区大力发展, 沿海地区劳动密集型企业的发展会吸收大批农村剩余劳动力, 随着这种经济格局的发展, 沿海地区非贸易品的价格会出现上涨, 例如, 劳动密集型制造业的发展会带动沿海地区房价和劳动力工资的上升, 使得沿海地区出口导向型制造业企业的产品在国际市场上不再具有吸引力, 此时, 从整个国家的产业结构来看, 劳动密集型制造业企业转移到劳动力和生产资料成本相对便宜的内陆地区发展更为有利, 而沿海地区制造业企业在劳动力和生产资料成本上升的过程中通过不断提高生产效率和技术水平来保持竞争力, 同时也可以将低自身对劳动力的需求量。这种情况下, 从整个经济体来看, 一方面, 发达地区的制造业完成产业升级, 另一方面, 产业结构从发达地区转移到欠发达地区, 在该地区, 劳动密集型企业的发展可以继续吸收剩余劳动力。但是, 在中国, 这种产业结构升级和地区转移由于受到制约和阻碍而被延缓, 这些制约产业结构升级和转移的因素主要来自两个方面: 一方面, 政府强制压低人民币汇率促使东部地区的劳动密集型制造业的出口竞争力能够持续, 另一方面, 东部地区地方政府出于增加自身财政收入的目的不愿意其区域内的劳动密集型企业转移。因为新的效率更高的技术替代旧的落后的技术必然引起经济的波动和起伏, 即熊彼特所谓的“创新性毁灭”, 这种“创造性毁灭”对于整个经济体的发展是有好处的, 但是各沿海地方政府不愿意承受这种经济波动对其财政收入乃至政绩造成的损害, 所以他们会采取诸如降低税收和其他优惠条件等措施来吸引劳动密集型制造业企业继续留在该地区, 这对制造业的产业升级和区域间转移时极为不利的, 因为, 政策

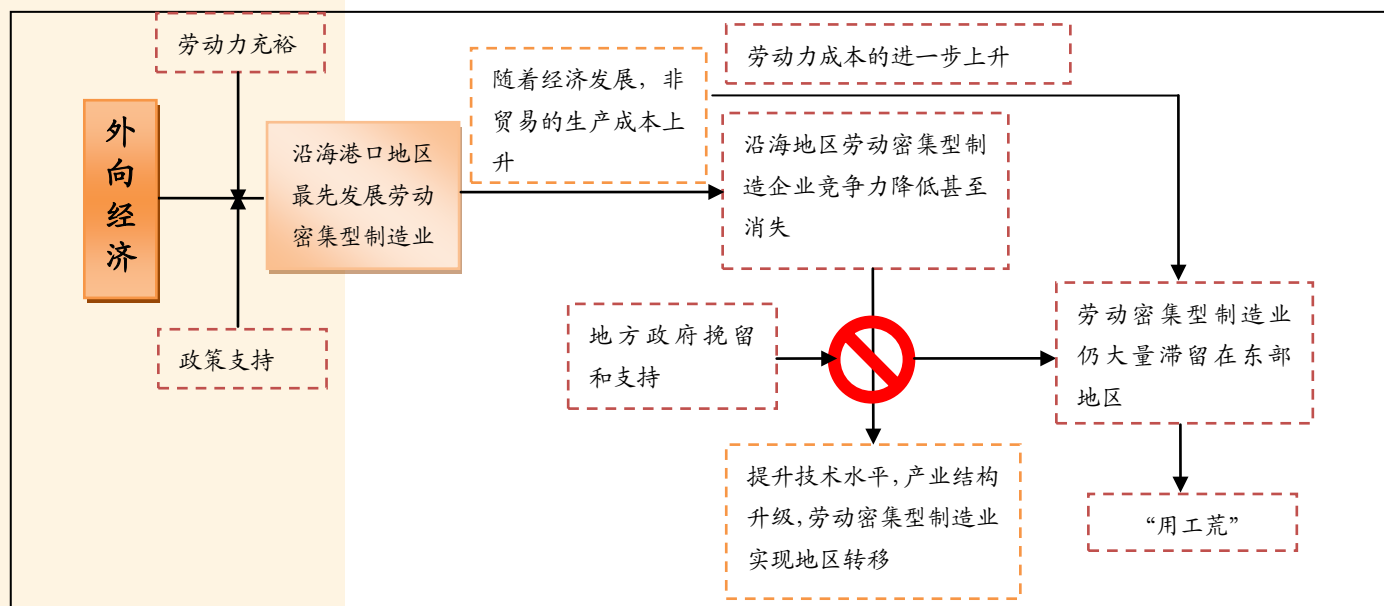
主导的优惠政策使得东部地区的制造业企业对于提高其技术水平和生产效率缺乏动力，他们会一直维持在劳动密集的状态。“用工荒”反映了劳动力市场供不应求，但是，中国劳动力整体供给并没有出现明显下降，劳动力市场供不应求的唯一原因是厂商提供的报酬不够有吸引力，而如果厂商提供的劳动力报酬达到足够能够填补用工缺口的程度时，东部地区的劳动密集型制造业企业的产品就会毫无竞争力。因此，目前“用工荒”的根本原因在于东部地区劳动密集型企业产业升级和区域转移的不到位。

图 11 正常情况下，制造业产业升级和区域转移路径



资料来源：湘财证券研究所

图 12 “用工荒”的原因在制造业产业结构升级和区域转移不到位



资料来源：湘财证券研究所

2.2 促进消费增长的长效机制尚未建立

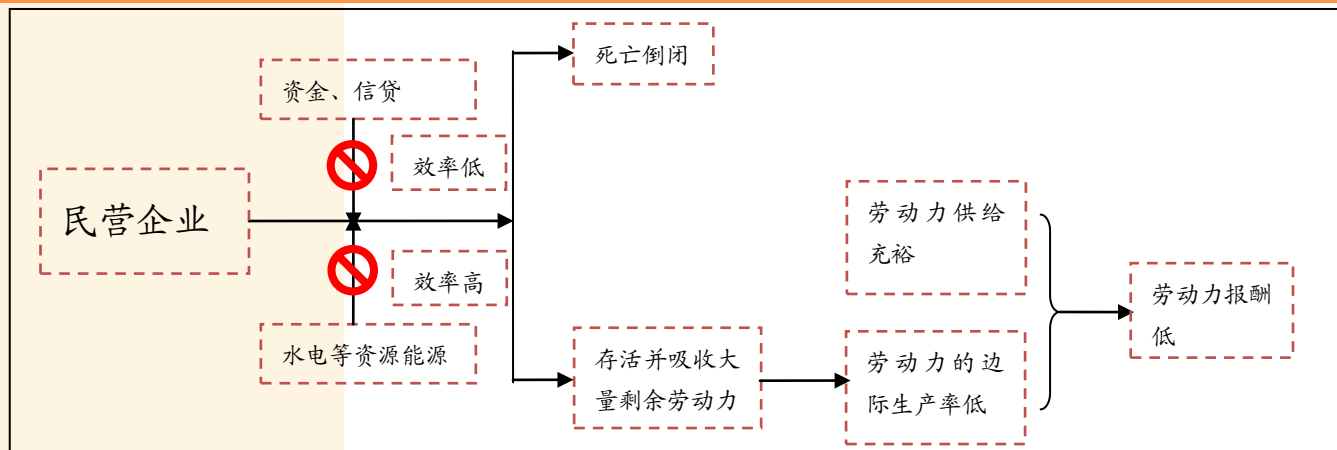
十二五规划全文明确指出，十二五期间“坚持把经济结构战略性调整作为加快转变经济发展方式的主攻方向，……促进经济增长向依靠消费、投资、出口协调拉动转变”，此规划一出，市场对其反响非常热烈，普遍认为，中国即将迎来消费经济时代。但是，我们的看法是，就目前来看，寄希望于消费拉动经济我们还有很多路要走，要想提高消费在经济增长中的贡献度，需要建立一整套长效机制，而目前看来，未来几年这种比较深层次的长效机制的建立还不是很清晰。

我们认为，希望消费拉动经济增长，必须从开源节流两个方面同时着手。开源方面，比较可行的长效机制是积极发展民营企业，消除二元经济结构；节流方面，主要的措施是提高社会保障度，消除老百姓后顾之忧。目前，我国促进消费增长的“开源”和“节流”两个方面都存在障碍，这必将构成阻碍消费增长带动经济发展的绊脚石。下面我们对这些问题进行逐一分析：

民营企业夹缝中求生存的状态制约经济二元结构消除。在中国消除经济二元发展结构的一个行之有效的措施就是大力发展民营企业，依靠民营经济吸收和转移剩余劳动力，进而提高居民整体收入水平，因为相对于国有企业和集体企业，民营企业的管理效率和经营效率高，同时由于行政化和官僚体制的存在，民营企业对剩余劳动力的吸收能力也是最强的。不幸的是，中国的民营企业发展命运多舛，在其发展过程中会受到各方的围追堵截，可谓在夹缝中求生存。例如，在它们开拓市场急需资金支持的情况下却得不到信贷，商业银行却竭尽所能将信贷提供给不需要资

金的国有企业，尽管创业板的开设名义上是为民营企业开辟了一条融资渠道，但是由于我国的首发融资采取的是行政化程度极高的核准制，在融资核准制的安排下，来自资本市场的资金能否流到最需要的地方还有待商榷，实际上，在创业板上市的公司大部分已经度过资金紧缺期，其资金使用效率已经降低到正常水平，大部分企业“圈钱”的成分比较多；此外，在稀缺资源和能源的获得方面，民营企业往往以比国有企业更高的成本和价格获得这些生产必须品。在这种情况下，因此，能够生存下来的民营企业的经营效率和管理效率一定是非常高的，其资本产出率也非常高，而这也是中国农民工工资长期处于较低水平的一个原因：实际上，中国农民工工资长期处于较低水平的原因有两个，一个是农民工供给比较充裕，另外一个就是他们就业的民营企业是“瓦砾堆里长的小草”，生命力极其顽强，资本生产率极高，在这些企业里，劳动的边际产出本来就低，因此，农民工报酬较低也是理所当然。

图 13 “用工荒”的主要原因在中国产业结构升级和转移不到位



资料来源：湘财证券研究所

政府在经济发展中角色的增强不利于二元结构的消除。未来几年，中国经济发展中政府作为主导的状况仍将存在，政府主导的经济发展无论是投资还是宏观调控对民营企业的发展都会造成巨大伤害。实际上每一次政府主导的投资和宏观调控都实现了一次财富的大转移，即将社会资源从“民”转移到“国”，2000年以来，“国进民退”的趋势越来越明显。2008年，中国企业500强中，国有企业占比达到2/3，国有企业在经济发展中主导作用的提升对于消除中国经济发展二元结构极为不利。因为，相对于民营企业，国有企业对吸收农村剩余劳动力和提高居民整体收入水平的效果非常弱。

住房和社会保障制度改革的不完善未能提高居民消费水平。

住房方面：中国自1998年住房改革以来，商品房销售价开始上涨，尤其是2004年以来，房价加速上涨，2004年-2009年，除了受金融危机影响的2008年商品房售价出现下降之外，其余年份的商品房售价平均每年

都以 15% 的速度上涨，2009 年底商品房销售价格相对于 1998 年上涨了近 2.5 倍，从 1995 年开始到 2009 年底，我国商品房销售价格年复合增长率为 7.5%。2010 年尽管政府出台了非常严厉的房地产调控政策，但是 2010 年全国商品房销售价格仅仅能够实现没有大幅上涨，房价仍然呈现上涨势头。火箭式上涨的房价使得居民不得不为了未来能够“居有定所”大量储蓄，这势必降低他们的消费量。尽管目前政策加大保障性住房和经济适用房的投资力度，但是在一个行政化和官僚化程度较高的社会，保障性住房和经济适用房真正能落实到需要住房的人手里的比例却很少。

图 14 1995 年以来商品房房价年复合增长 7.5%

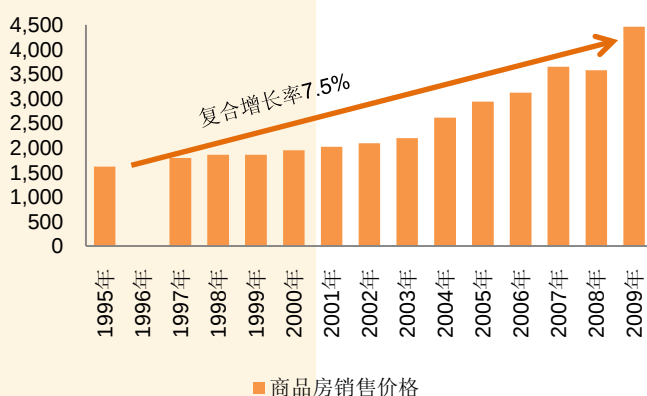
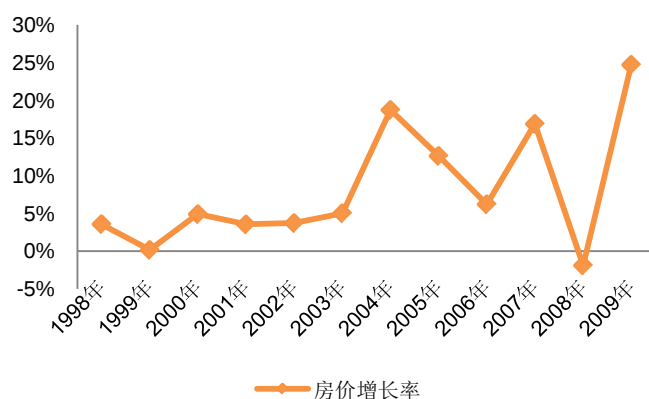


图 15 1998 年以来，商品房销售价格快速增长

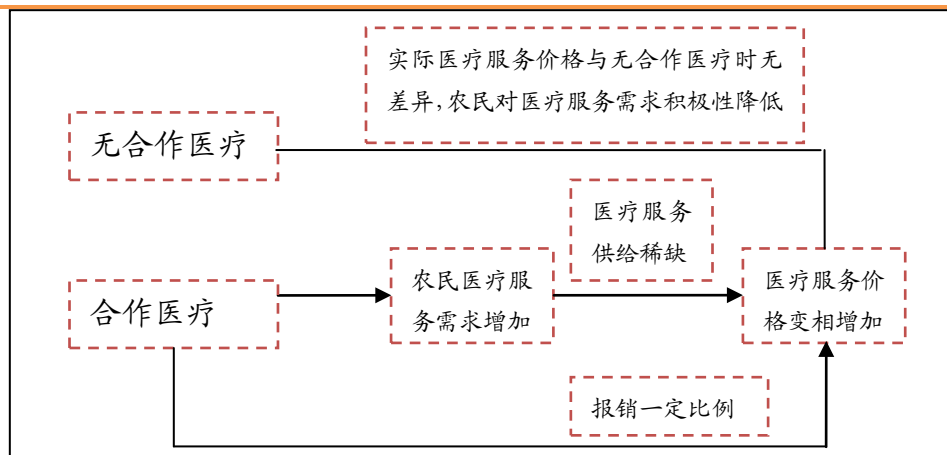


资料来源：ceic，湘财证券研究所

资料来源：ceic，湘财证券研究所

社会保障方面：目前，社会保障对有户籍的城镇居民基本达到可以全面覆盖的程度，但是对于占社会人口多数的农民，他们享受的社会保障程度是非常低的，农村合作医疗虽然可以为农民提供一定的医疗保障，但是由于医疗资源的稀缺和医疗系统的不完善，光有医疗保障的简单覆盖仍然达不到对居民实现有效保障的目的，医疗资源的稀缺足够使纳入社保范围之后与未纳入社保范围之前的效果是一样的。

图 16 医疗资源的稀缺促使合作医疗改革收效甚微

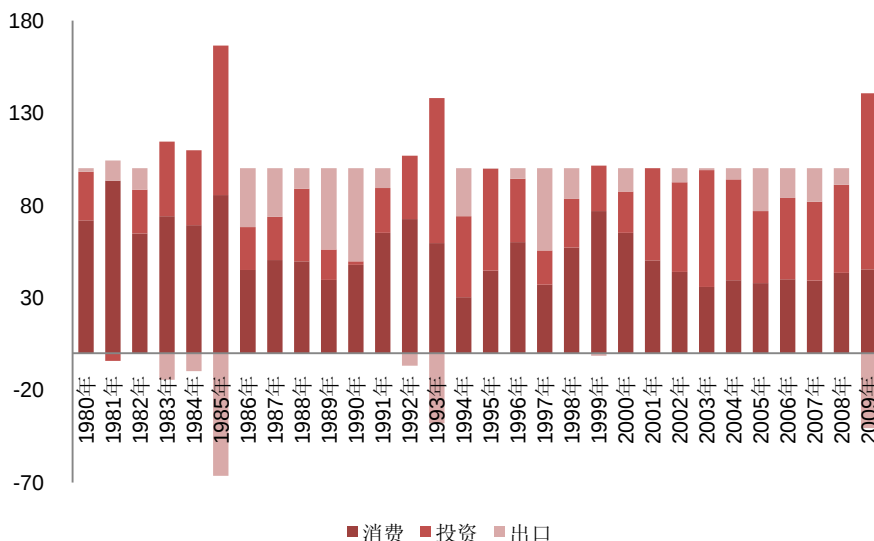


资料来源：湘财证券研究所

2.3 投资拉动经济的发展方式不利于最广大居民收入增长

改革开放以来的 30 年以来，我国大部分时间的经济增长是依靠投资拉动的，投资拉动经济增长带来的后果是剩余劳动力的转移能力差，其次，经济增长的成果被占人口数量较少的利益群体获得，普通劳动者尤其是农业剩余劳动力在经济增长过程中受益很少。主要原因是，我国政府主导的投资基本上是由国有企业来完成的，而农业剩余劳动力极少能够进入到国有企业中就业，国有企业中的员工绝大部分依靠接班或者相互介绍推荐招聘而来。因此，尽管我国改革开放 30 年经济水平取得了较大发展，但是普通居民的收入提高却很慢。而根据我们上面的分析，未来几年中国经济发展主要依靠消费拉动的长效机制尚未形成，政府为了促使经济保持一个稳定而快速的增长速度，必然还需要投资来拉动经济增长，投资拉动的经济增长对提高最广大人民的收入水平的效果甚微。

图 17 改革开放以来中国经济增长主要依靠投资拉动

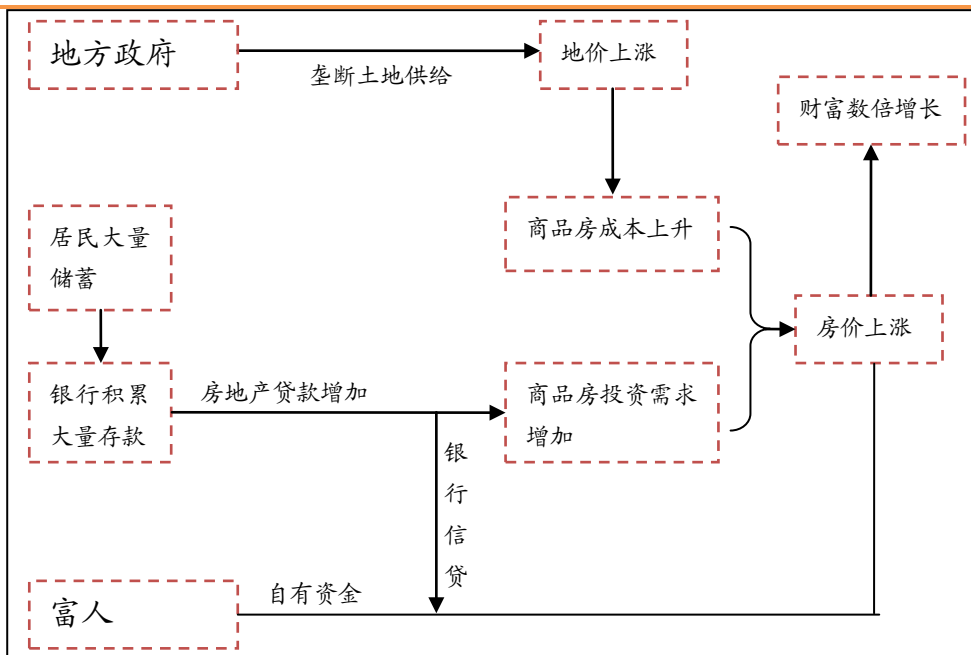


资料来源：wind 资讯，湘财证券研究所

2.4 财产价格飙升促使“富者越富”

我们认为，从 2004 年开始的商品房售价大幅增长的罪魁祸首是商业银行和地方政府，而真正受益的群体是那些拥有特权的利益群体。主要分析如下，在我国，土地国有，土地的唯一供给方是政府，而地方政府为了提高自身的财政收入会竭力抬高地价，此外，银行信贷资金的疯狂发放为房地产价格的高涨推波助澜，中国居民长期以来一直高储蓄，导致银行的存款大幅度增加，但是银行又不希望将这些资金贷给中小民营企业，为了提高利息收入，银行急需要寻找一条比较安全可靠的创收渠道，房地产贷款正好符合要求，因此，各商业银行对房地产贷款的青睐度都非常高，只要政策允许，它们对房地产的贷款程度几近疯狂。房价大幅上涨的最大受益者莫过于之前就拥有较多财富的既得利益者，他们的收入水平较高，在房价上涨的过程中，他们可以利用已有的积蓄和银行放贷带来的杠杆效应实现其财产规模成数倍放大。

图 18 地方政府和银行推动房价上涨，富人在房价上涨过程中受益最多



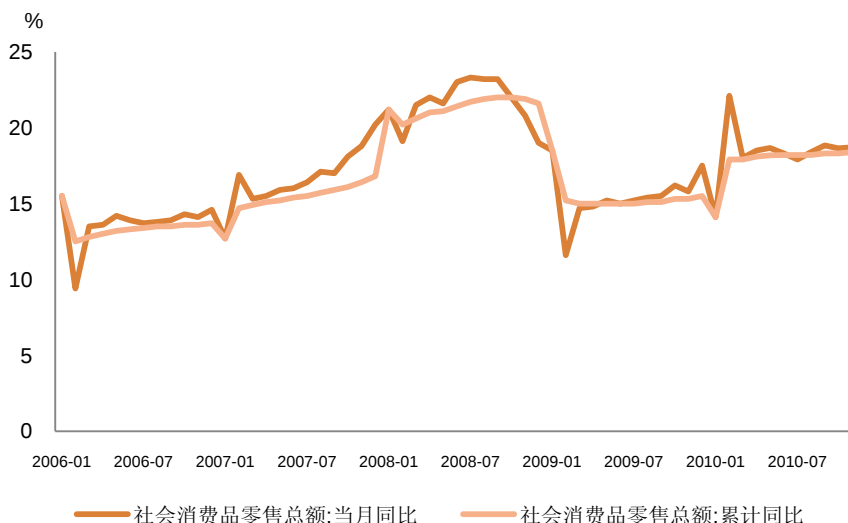
资料来源：湘财证券研究所

三、社消总额变动和领先指标分析

3.1 社会消费品零售总额走势分析

2010 年 11 月社会消费品零售总额同比增长 18.7%，相比 10 月份增速上涨 0.06 个百分点，累计同比增长 18.4%，比 10 月份累计增速上涨 0.1 个百分点。11 月份社会消费品零售总额增速上升的主要原因是物价的上升和国际金价的上升，我们认为随着政府宏观调控对物价的控制力度的加强，未来几个月社会消费品零售总额增速将会逐渐放缓。

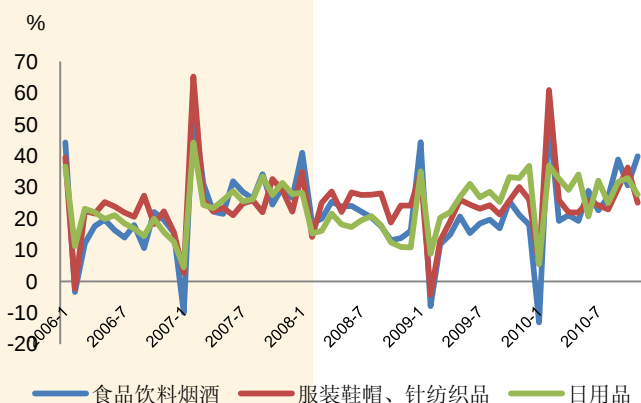
图 19 社会消费品零售总额 11 月份增速上升



资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

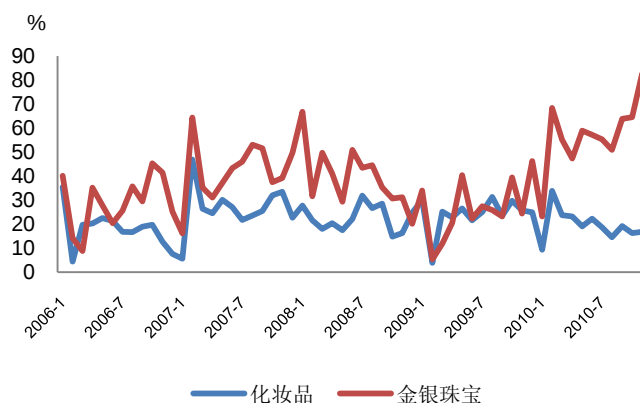
分产品来看, 11 月份, 限额以上零售企业食品饮料烟酒类销售额同比增长 39.8%, 相比 10 月份增速大幅上涨 9.4 个百分点; 而服装鞋帽和日用品同比增速则出现较大幅度的回落; 化妆品和金银珠宝类销售额同比增速都较 10 月份增速出现上升, 尤其是金银珠宝类商品由于受到国际金价上涨的影响, 11 月份销售额同比增长 82.46%, 较 10 月份增速大幅增长 18%; 由于 3G 手机的热销, 通讯器材类产品销售额同比增速较 10 月份增速上涨 3 个百分点; 建筑装潢材料销售额同比增速也较 10 月份上涨 7 个百分点, 但是较 9 月份增速却出现下滑; 而家具类、家电音响类商品销售额同比增速均出现不同程度的回落。

图 20 食品饮料烟酒类商品 11 月份销售额增速加快



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

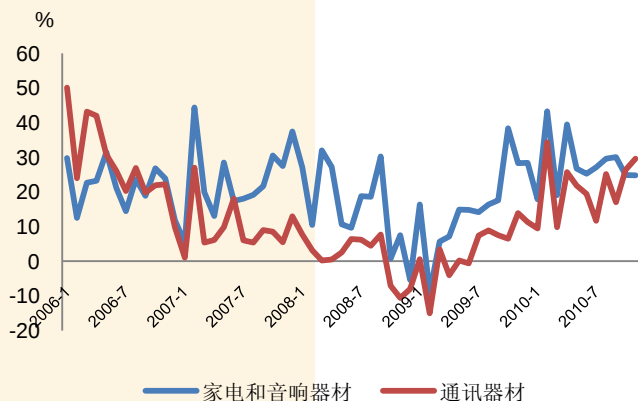
图 21 金银珠宝类商品 11 月销售额强劲增长



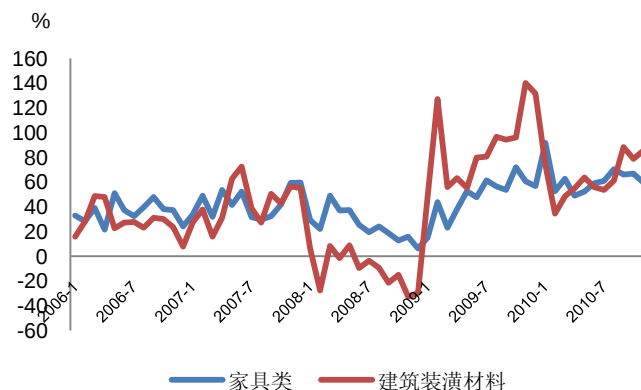
资料来源: ceic, 湘财证券研究所

图 22 通讯器材类商品受益 3G 销售 11 月加快增长

图 23 家具和建筑材料类商品 11 月销售增速正常



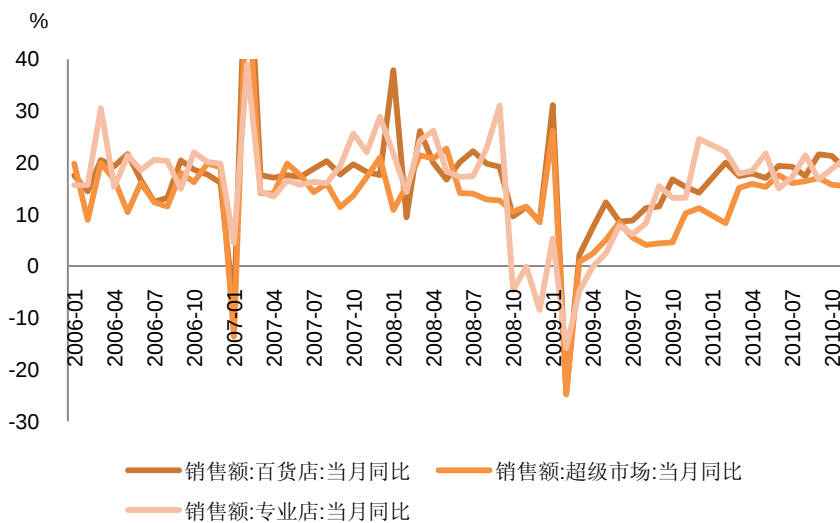
资料来源: ceic, 湘财证券研究所



资料来源: ceic, 湘财证券研究所

分业态来看, 11 月份, 百货、超市零售额同比增速均出现下滑, 其中百货店销售额同比增速下滑较为明显, 较 10 月份同比增速下滑 2.5 个百分点, 超市由于受到通货膨胀的影响, 11 月份销售额同比增速仅下滑 0.2 个百分点, 相比而言, 专业店 11 月份销售额同比增速则出现较大幅度的上升, 主要原因是受到黄金价格上升影响, 金银珠宝专业连锁经营店销售收入大幅增长。

图 24 百货、超市销售额增速回落, 专业店增速大幅上升

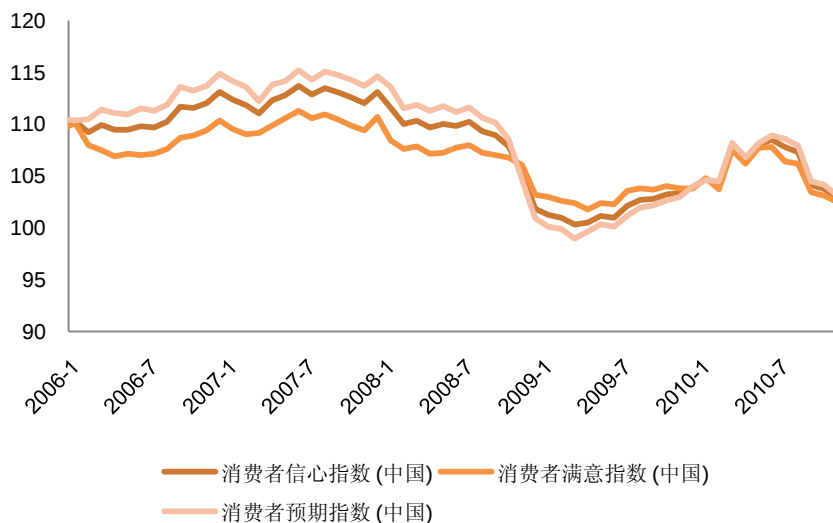


资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

3.2 消费者信心指数回落

消费者信心指数和消费者满意指数已经连续 5 个月出现回落, 而消费者预期指数也连续 4 个月出现下降, 表明普通消费者对于未来预期较为悲观, 这将会对全社会未来几个月的消费能力造成消极影响。

图 25 消费者指数连续数月出现下降

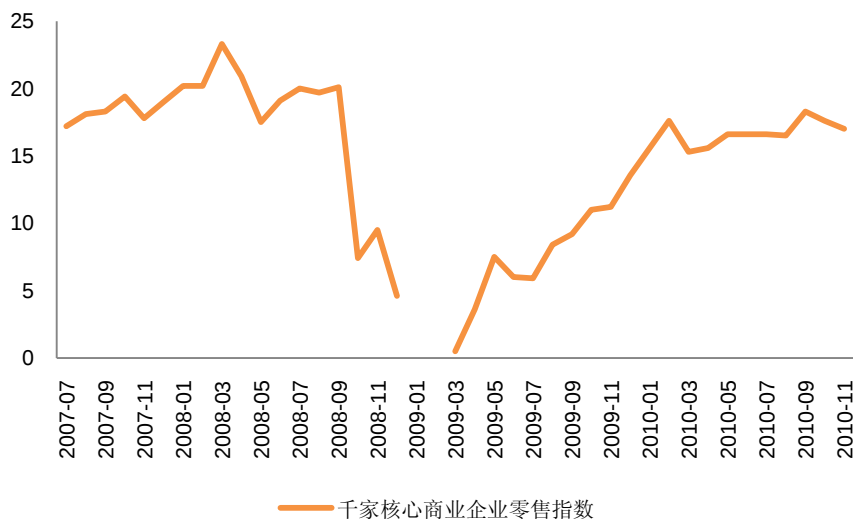


资料来源: wind 资讯, 湘财证券研究所

3.3 零售指数出现回落

2010 年 11 月, 千家核心商业企业零售指数为 17, 相比 10 月份下降 0.7, 已经连续两个月出现下滑, 表明商业企业零售状况开始出现不景气。

图 26 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

四、中西部消费升级很可能低于预期, 看好中高端百货

4.1 中西部低端百货公司增长很可能低于预期, 但股票透支未来业绩

根据我们的分析, 中西部地区普通居民收入增加幅度有限, 但是房价和

物价的上涨将其收入上涨几乎挤压殆尽，此外，政策促进的社会保障措施由于医疗体系以及其他公共服务体系的不健全带来的正面效果基本可以忽略，因此，我们预期 2010 年中西部地区低端百货公司业绩增长很可能低于预期，但是当前中西部相关的零售公司股价已经处于高位，当前股价已经透支部分未来业绩。鉴于此，我们认为，当前时点应该坚决抛弃中西部概念股票。

4.2 “富者愈富”加速社会财富集中

根据我们之前的分析，富者愈富是过去几年中国经济发展过程造成的普遍现象，而且这种趋势在短时间内仍然难以扭转，尽管政府政策已经开始着手提高居民收入水平和刺激居民消费，但是通过诸如“家电下乡”、“以旧换新”等短期且不连贯的政策刺激对于提高全体居民收入水平的效果非常微弱。社会财富的集中度在未来一段时间内仍将提高。

4.3 看好中高端百货和奢侈品消费概念股票

基于我们对中国经济发展和居民收入水平增长格局的判断，我们认为中高端百货未来将实现快速增长，实际上，中国近年来奢侈品消费疯狂增长，2009 年，在全球奢侈品市场受到金融危机冲击的情况下，中国奢侈品市场销售额则毫不受影响，实现销售额 30 亿美元左右，远高于 2008 年 30 亿美元的销售额，增幅居全球第一。目前，中国奢侈品消费已占全球市场的 25%，已经超过美国成为世界第二大奢侈品消费国。2010 年中国奢侈品消费高达 65 亿美元，连续三年全球增长率第一，销售量第一。根据我们的判断，在“富者愈富”和财富集中的趋势仍将继续的情况下，我们预计未来几年我国的奢侈品消费仍将会实现较快增长。奢侈品和高端商品消费的增长将会刺激中高端百货公司销售收入的增长。

五. 投资策略

根据我们对未来市场的判断，我们推荐中高档百货公司和奢侈品概念股票，建议投资者关注国内具有这类概念的潮宏基、飞亚达 A、王府井、广州友谊以及具有明显区域垄断优势的欧亚集团和重庆百货。

六、补充资料

6.1 刘易斯拐点理论

刘易斯的“二元经济”发展模式可以分为两个阶段：一是劳动力无限供给阶段，此时劳动力过剩，工资取决于维持生活所需的生活资料的价值；二是劳动力短缺阶段，此时传统农业部门中的剩余劳动力被现代工业部门吸收完毕，工资取决于劳动的边际生产力。由第一阶段转变到第二阶段，

劳动力由剩余变为短缺，相应的劳动力供给曲线开始向上倾斜，劳动力工资水平也开始不断提高。经济学把联接第一阶段与第二阶段的交点称为“刘易斯转折点”。

1972年，刘易斯又发表了题为《对无限劳动力的反思》的论文。在这篇论文中，刘易斯提出了两个转折点的论述。当二元经济发展由第一阶段转变到第二阶段，劳动力由无限供给变为短缺，此时由于传统农业部门的压力，现代工业部门的工资开始上升，第一个转折点，即“刘易斯第一拐点”开始到来；在“刘易斯第一拐点”开始到来，二元经济发展到劳动力开始出现短缺的第二阶段后，随着农业的劳动生产率不断提高，农业剩余进一步增加，农村剩余劳动力得到进一步释放，现代工业部门的迅速发展足以超过人口的增长，该部门的工资最终将会上升。当传统农业部门与现代工业部门的边际产品相等时，也就是说传统农业部门与现代工业部门的工资水平大体相当时，意味着一个城乡一体化的劳动力市场已经形成，整个经济——包括劳动力的配置——完全商品化了，经济发展将结束二元经济的劳动力剩余状态，开始转化为新古典学派所说的一元经济状态，此时，第二个转折点，即“刘易斯第二拐点”开始到来。显然，“刘易斯第一转折点”与“刘易斯第二拐点”的内涵是不同的，都具有标志性的象征意义，前者的到来为后者的实现准备了必要的前提条件，但后者的意义是决定性的。对照“费景汉—拉尼斯模型”中的三阶段划分，该模型中从第一阶段转化到第二阶段的过渡点即为“刘易斯第一拐点”，该模型中从第二阶段转化到第三阶段的过渡点即为“刘易斯第二拐点”。

6.2 熊彼特创新理论

熊彼特认为，所谓创新就是要“建立一种新的生产函数”，即“生产要素的重新组合”，就是把一种从来没有的关于生产要素和生产条件的“新组合”引进生产体系中去，以实现对生产要素或生产条件的“新组合”。周期性的经济波动正是起因于创新过程的非连续性和非均衡性，不同的创新对经济发展产生不同的影响，由此形成时间各一的经济周期。

熊彼特的创新理论主要有以下几个基本观点：

第一，创新是生产过程中内生的。

第二，创新是一种“革命性”变化。

第三，创新同时意味着毁灭。一般说来，“新组合并不一定要由控制创新过程所代替的生产或商业过程的同一批人去执行”，即并不是驿路马车的所有者去建筑铁路，而恰恰相反，铁路的建筑意味着对驿路马车的否定。所以，在竞争性的经济生活中，新组合意味着对旧组织通过竞争而加以消灭，尽管消灭的方式不同。如在完全竞争状态下的创新和毁灭往往发生在两个不同的经济实体之间；而随着经济的发展，经济实体的扩大，创新更多地转化为一种经济实体内部的自我更新。

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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。