

零售行业高级分析师：陈翀

执业证书编号：S1220109042188

TEL: 010-68584861

E-mail: chenchong@foundersc.com

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

## 重要数据

|          |         |
|----------|---------|
| 上市公司总家数  | 90      |
| 总股本(亿股)  | 476.54  |
| 销售收入(亿元) | 6296.04 |
| 利润总额(亿元) | 227.84  |
| 行业平均 PE  | 32.95   |
| 平均股价(元)  | 17.36   |

## 零售业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 政策利好有望持续

## 零售行业2月月报

零售业·行业研究  
2011.02.28 推荐

## 投资要点

### ※个人所得税制改革，激发消费潜力

“两会”召开前夕，国务院总理温家宝与海外网友在线交流中，明确提出，要提高低收入者的工资水平，同时提高低保的保障水平；同时提出将提高个人所得税费用扣除标准。根据我国目前收入人群的分布，约有 85% 的群体收入在 25000/年以上区间（月收入 2000 元以上），个人所得税费用扣除标准上调将使这一大比例群体受益，对激发居民消费潜力将有巨大作用。

经过前期调整，消费股估值渐回合理区间，部分公司投资价值凸显。建议重点关注转型购物中心运营商的华联股份（000882）、业绩有望出现拐点的商业城（600306）及区域百货龙头友阿股份（002277）。

### ※1 月份居民消费价格指数增幅低于预期

1 月份，居民消费价格总水平同比上涨 4.9%。其中，城市上涨 4.8%，农村上涨 5.2%；食品价格上涨 10.3%，非食品价格上涨 2.6%；消费品价格上涨 5.0%，服务项目价格上涨 4.6%。

受统计权重调整影响，1 月份居民消费价格指数低于市场预期。但推动物价上涨的因素并未发生实质改变。食品和居住价格涨幅较大依然是推动 CPI 高位运行的主要因素，随着国家价格调控措施的不断落实，食品价格再次出现大幅上涨的可能性较小，通胀有从食品向非食品传导的趋势。建议关注受益于通胀、及流通体系建设的超市板块。

### ※重点公司盈利预测、估值及投资评级

| 简称   | 股价    | EPS  |      |      | PE    |        |       | 评级 |
|------|-------|------|------|------|-------|--------|-------|----|
|      |       | 10E  | 11E  | 12E  | 10E   | 11E    | 12E   |    |
| 友阿股份 | 22.38 | 0.62 | 0.90 | 1.20 | 40.62 | 27.48  | 20.60 | 买入 |
| 华联股份 | 8.31  | 0.20 | 0.08 | 0.21 | 44.34 | 109.41 | 42.59 | 增持 |
| 商业城  | 15.04 | 0.02 | 0.28 | 0.66 | 673.7 | 45.00  | 19.06 | 买入 |
| 海宁皮城 | 50.05 | 0.91 | 1.43 | 1.62 | 55.49 | 41.30  | 36.48 | 增持 |

数据来源：方正证券研究所 股价为 2010 年 2 月 28 日收盘价

## 目录

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| 一、宏观分析.....                        | 3 |
| 1、税制改革，提升消费潜力.....                 | 3 |
| 2、1 月份居民消费价格指数增幅低于预期.....          | 4 |
| 二、宏观经济新闻点评.....                    | 5 |
| 1、商务部 2011 年四方面建立扩大消费长效机制.....     | 5 |
| 2、商务部拟重点发展 15 家流通企业.....           | 6 |
| 三、上市公司动态点评.....                    | 6 |
| 1、西单商场（600723）业绩预增近 30%.....       | 6 |
| 2、浙江永强（002489）业绩预增 40%.....        | 6 |
| 3、小商品城（600415）公告五区和篁园市场招商结果.....   | 7 |
| 4、海宁皮城（002344）净利润增长 155.89% %..... | 7 |
| 5、友阿股份（002277）净利润大幅增长.....         | 8 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图表 1 我国城乡居民收入增速呈加快趋势.....       | 3 |
| 图表 2 个人所得税占税收及工资总额比例.....       | 3 |
| 图表 3 85%群体分布在月收入 2000 以上区间..... | 4 |
| 图表 4 相关价格指数变动趋势.....            | 5 |
| 图表 5 零售业上市公司业绩预告情况.....         | 9 |

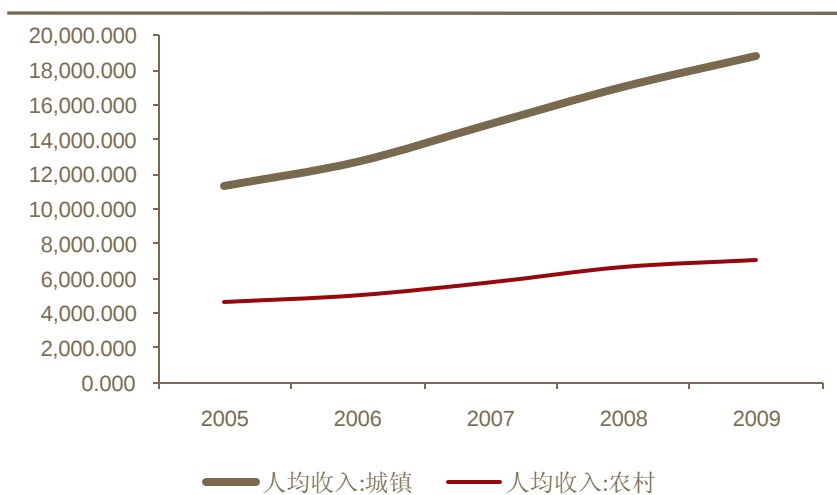
## 一、宏观分析

### 1、税制改革，提升消费潜力

“两会”召开前夕，国务院总理温家宝与海外网友在线交流中，明确提出，要提高低收入者的工资水平，同时提高低保的保障水平；同时提出将提高个人所得税费用扣除标准，待国务院讨论后，报全国人大批准。

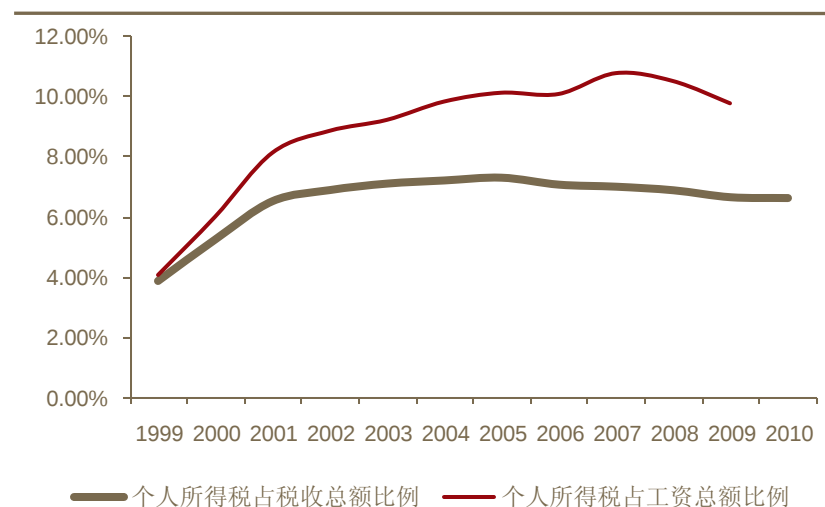
我国目前的个人所得税费用扣除标准为 2000 元，为 2005 年制定。而 2005 年至 2009 年期间（2010 年数据尚未公布），我国城镇和农村军民收入分别增长了 66.58% 和 53.64%。同期，我国个人所得税总额占全国税收的比例为 7% 左右，而个人所得税占工资总额的比例始终在 10% 左右的高位。

图表 1 我国城乡居民收入增速呈加快趋势



数据来源：CIEC 方正证券研究中心整理

图表 2 个人所得税占税收及工资总额比例

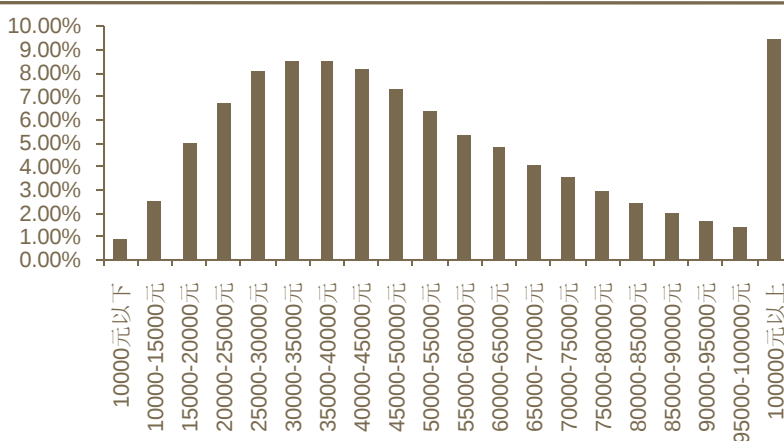


数据来源：CIEC 方正证券研究所整理

“十二五”将“改善民生”提高到前所未有的高度，将其作为规划的出发点和落脚点，首次将扩大内需自立章节，提高消费对 GDP 的贡献比重，而激发居民消费潜力，分配体制改革社会保障体系的完善至关重要，我们预计收入分配和社会保障领域将会有持续性的政策出台。

根据我国目前收入人群的分布，约有 85% 的群体收入在 25000/ 年以上区间（月收入 2000 元以上），个人所得税费用扣除标准上调将使这一大比例群体受益，对激发居民消费潜力将有巨大作用。

图表 3 85% 群体分布在月收入 2000 元以上区间



数据来源：CIEC 方正证券研究中心整理

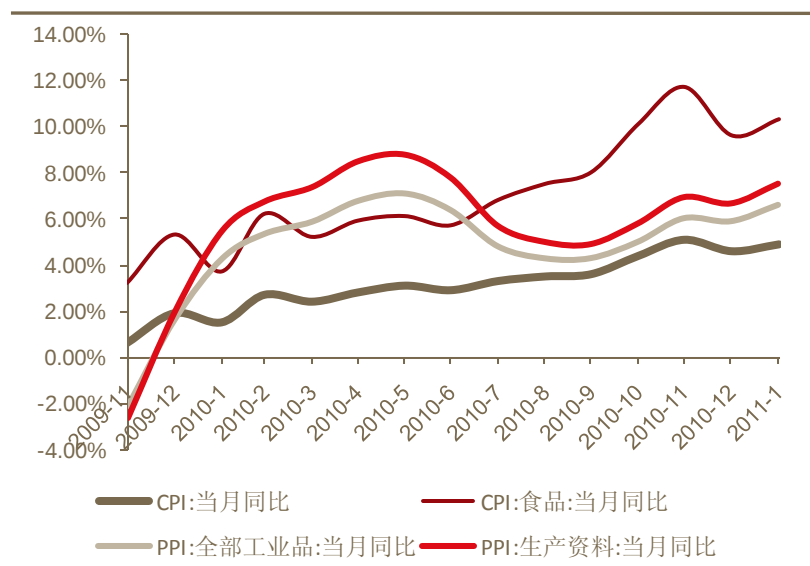
## 2、1 月份居民消费价格指数增幅低于预期

1 月份，居民消费价格总水平同比上涨 4.9%。其中，城市上涨 4.8%，农村上涨 5.2%；食品价格上涨 10.3%，非食品价格上涨 2.6%；消费品价格上涨 5.0%，服务项目价格上涨 4.6%。居民消费价格总水平环比上涨 1.0%。其中，食品价格上涨 2.8%，食品中鲜菜价格上涨 14.4%、鲜蛋价格上涨 2.3%。

受统计权重调整影响，1 月份居民消费价格指数低于市场预期。其中，居住提高 4.22 个百分点，食品降低 2.21 个百分点，烟酒降低 0.51 个百分点，衣着降低 0.49 个百分点，家庭设备用品及服务降低 0.36 个百分点，医疗保健和个人用品降低 0.36 个百分点，交通和通信降低 0.05 个百分点，娱乐教育文化用品及服务降低 0.25 个百分点。

八大商品六升二降，其中食品和居住价格涨幅较大依然是推动 CPI 高位运行的主要因素，随着国家价格调控措施的不断落实，食品价格再次出现大幅上涨的可能性较小，通胀有从食品向非食品传导的趋势。近期受益于通胀的超市板块，量价齐升将在业绩上有所体现。

图表 4 相关价格指数变动趋势



数据来源：国家统计局 方正证券研究所整理

## 二、宏观经济新闻点评

### 1、商务部 2011 年四方面建立扩大消费长效机制

商务部发言人 2 月 5 日表示，随着我国经济由企稳回升转向持续稳定增长，扩大消费仍是商务部工作的“重中之重”，2011 年商务部将重点开展发展现代流通、营造良好消费环境，发展新的消费热点以及培育节能循环消费四个方面的工作，促进应对危机的措施向常态化扩消费政策转变。

商务部 2005 年开始启动“万村千乡”市场工程，其核心在于建设农村流通网络，扩大农村消费，引导城市连锁和超市向农村伸展。本次提出进一步促进现代流通体系建设，重点由门店建设转向农产品流通的基础设施建设，包括物流配送中心、信息化及网络建设，争取“十二五”末农产品直接进超市的比率达到 30%。我们认为，农产品流通网络的健全，将有效缓解目前较为突出的农产品流通环节加价问题，涉及农产品流通领域的商贸企业将会有所收益，建议关注农产品（000061）、大商股份（600694）、永辉超市（601933）。

发展新的消费热点方面，商务部提出将完善品牌销售政策和进口品牌销售的营销渠道。我国人均 GDP 已接近 4000 美元，对中高端品牌的需求会进一步增加，商务部这一举措有利于百货企业引进品牌及经营提档。传统百货提档往往会带来较大业绩成长空间，建议关注将于 3 月份重新开业的商业城（600306）。

## 2、商务部拟重点发展 15 家流通企业

2 月 19 日，商务部提出其“十二五”规划拟重点支持 15 家大型流通企业，该 15 家企业将在 2004 年公布的 20 家大型企业集团名单中产生，具体名单和支持政策目前尚未出台。

商务部曾经于 2004 年提出发展全国重点 20 家企业，分别为上海百联集团、浙江物产集团、天津物资集团、大连大商集团、广东物资集团、国美电器、北京华联集团、苏宁电器、山东三联集团、上海农工商超市、安徽徽商集团、深圳华润万家、北京物美投资集团、重庆商社、天津家世界集团、武汉中百集团、深圳新一佳超市、武汉武商集团、北京王府井、苏果超市。

我们认为，虽然前期培养大型流通企业方面成效并不显著，但“十二五”期间，加强流通体系建设、尤其是完善农产品流通体系将成为政府工作重点之一，相关企业必然有所受益。在此政策环境下，值得进一步关注是否有后续实施政策出台。

## 三、上市公司动态点评

### 1、西单商场（600723）业绩预增近 30%

西单商场 2 月 15 日发布业绩快报，公司预计 2010 年营业收入 29.93 亿元，较上年增长 20.41%，实现归属于母公司股东的净利润 3973 万元，较上年增长 28.70%，每股收益 0.10 元，较上年上涨 28.65%。

公司 2010 年延续了 09 年的增长趋势，但盈利能力仍有待改善。2010 年 9 月公司通过增发预案，拟收购新燕莎控股公司旗下零售资产，包括燕莎友谊商城（50%）、贵友大厦（75%）及新燕莎商业（100%）三家子公司，合计零售门店 9 家，营业面积近 31 万平米。公司目前拥有 10 家连锁门店，以传统百货为主，新燕莎 9 家优质门店业态涵盖高端百货、社区休闲购物中心、奥特莱斯及购物中心，注入后不仅将大大提升公司在北京的市场占有率，也将市场定位方面实现优势互补，品牌价值倍增。公司资源整合之后将突破增长瓶颈，规模优势将激发未来业绩实现爆发性增长。建议投资者予以关注。

### 2、浙江永强（002489）业绩预增 40%

浙江永强 2 月 21 日发布业绩预增公告，公司 2010 年实现营业总收入 24.06 亿元，实现净利润 2.50 亿元，分别比上年同期增正 39.96%和 40.18%。

2009 年受经济危机影响，公司销售收入下滑 14.18%。2010 年公司业绩出现大幅上涨，销售收入已超过经济危机前水平，主要源

自两个方面原因，一是全球经济逐步复苏，欧美发达国家和地区的消费品市场需求增长明显；二是公司按照细分市场的思路，加大了欧洲一些薄弱的市场产品研发和市场开拓，取得较好成果。

公司产品已以出口欧美为主，我们认为，随着欧美经济的进一步好转，公司将充分发挥客户资源及研发团队优势，出口业务有望维持上升趋势；同时，随着国内居民收入水平的提高，户外休闲家具的国内市场空间广阔，有望为公司开辟新的业绩增长点。建议投资者予以积极关注。

### 3、小商品城（600415）公告五区和篁园市场招商结果

小商品城 2 月 21 日对国际商贸城五区和篁园市场招商结果予以公告，五区市场商位 6776 个，篁园市场（1-5 层）商位 4986 个，合计商位 11762 个，计划三月份完成经营户商位定位抽签工作并试营业。

五区市场和篁园市场招商工作如期完成并于 3 月份试运营，较市场预期提前了一个月。根据公司此前关于招商政策的公告，五区市场和篁园市场的租金基准价确认为 2833 元/平米/年和 2593 元/平米/年，低于市场之前的预期（公司前期公告及市场预期，两个市场租金水平与国贸四期 4217 元/平米/年基本持平）。我们认为，公司这一安排，主要考虑到现有宾王市场搬迁商铺情况。公司计划于 2011 年进行宾王市场的改建，届时宾王市场的商铺将迁入目前新投入运营的市场，而目前宾王市场的租金水平为 300-1200 元，鉴于宾王市场商铺租约并未到期，设定基准价以系数计算租金的方法亦为合理。根据公司租金计算的系数规定，搬迁入场和招商入场（分为 A、B、C、D 四类）区分五档租金系数：1.0、1.1、1.2、1.3、1.4，保守估计新增体量带来的租金收入增长幅度仍在 40%以上，我们维持“增持”评级。

### 4、海宁皮城（002344）净利润增长 155.89%

海宁皮城 2 月 27 日公布业绩快报，公司 2010 年实现营业收入 10.16 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 2.49 亿元，分别较上年同期提升了 81.51%、155.89%，基本每股收益 0.91 元，较上年增长 97.83%。公司同时公告拟向公司全体股东以资本公积金每 10 股转增 8-10 股，不送红股，现金分配方案未定。

公司 2010 年业绩实现大幅增长，基本符合我们之前的预期，主要源自公司三期、四期市场和佟二堡皮革城投入使用，商铺租赁收入及销售收入大幅增长，其中四期市场和佟二堡皮革城为四季度投入运营，预计 2011 年仍将为租赁收入带来可观增量。

我们认为，公司业绩增长迅速源于前期的快速扩张，目前公司项目储备丰富，正在建设的包括海宁皮革城斜桥皮革加工区项目、成都海宁皮革城、佟二堡二期、江西沭阳皮革工业园等，结合产业集群培养进行专业市场扩张的模式较为清晰，符合专业市场的发展规律，可以使公司高速扩张的同时保持较高的盈利能力。维持公司“增持”评级。

## 5、友阿股份（002277）净利润大幅增长

友阿股份 2 月 28 日公布业绩快报，2010 年公司实现营业收入 35.64 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 2.17 亿元，分别较上年同期提升了 29.77%和 45.04%，每股收益 0.62 元，较上年增长 23.24%。

公司 2010 年业绩保持高速增长，基本符合我们此前的预期。主要原因在于对主力门店品牌调整，部分门店通过内部结构调整增加营业面积。根据公司经营经验，品牌调整有望为拉动全年实现 40%-50%的增长，我们预计这一方式有望使公司在未来两年维持较高增速。

长沙奥特莱斯尚处于培育期，贡献利润有限，我们预计 2011 年公司业绩增长仍将源自现有主力门店。其持有的长沙银行 7.57%股权，若长沙银行得以顺利上市，公司股权投资收益折合每股 3.64 元（以 16 倍市盈率计算），维持公司“买入”评级。

图表 5 零售业上市公司业绩预告情况

| 股票名称 | 预告类型 | 业绩预告情况                                                 | 预告净利润最大变动幅度(%) | 预告日期       |
|------|------|--------------------------------------------------------|----------------|------------|
| 深国商  | 首亏   | 净利润约-16151.58 万元~-14451.58 万元                          | -2,435.21      | 2011-1-28  |
| 民生投资 | 预减   | 净利润约 1600 万元, 下降 75.50%                                | -75.50         | 2010-10-28 |
| 通程控股 | 预增   | 净利润 9000 万元~10500 万元, 增长 58.38%~84.78%                 | 84.78          | 2010-10-22 |
| 开元控股 | 预增   | 净利润约 13,816.64 万元~16,119.41 万元, 增长 80%~110%            | 110.00         | 2011-1-18  |
| 广百股份 | 略增   | 增长幅度为 0.00%~15.00%                                     | 15.00          | 2010-10-15 |
| 友阿股份 | 略增   | 增长 30.00%~50.00%                                       | 50.00          | 2010-10-20 |
| 天虹商场 | 略增   | 增长 20%~45%                                             | 45.00          | 2010-10-25 |
| 百联股份 | 预增   | 增长 50%左右                                               | 50.00          | 2011-1-27  |
| 大商股份 | 扭亏   | 扭亏为盈                                                   |                | 2011-1-29  |
| 南宁百货 | 预增   | 增长 230%左右                                              | 230.00         | 2011-1-27  |
| 兰州民百 | 预增   | 增长 60%以上                                               | 60.00          | 2011-1-15  |
| 友好集团 | 预增   | 增长 70%~90%                                             | 90.00          | 2011-1-29  |
| 长百集团 | 首亏   | 亏损                                                     |                | 2011-1-15  |
| 苏宁电器 | 略增   | 增长 30%~45%                                             | 45.00          | 2010-10-30 |
| 步步高  | 略增   | 增长 0.00%~20.00%                                        | 20.00          | 2010-10-22 |
| 新华都  | 略增   | 增长 0.00%~30.00%                                        | 30.00          | 2010-10-21 |
| 人人乐  | 略增   | 净利润 229,608,804.84 元~252,569,685.32 元, 增长 0.00%~10.00% | 10.00          | 2010-10-26 |
| 爱施德  | 略增   | 增长 20%~30%                                             | 30.00          | 2011-1-25  |
| 友谊股份 | 预增   | 增长 50%以上                                               | 50.00          | 2011-1-31  |
| 华联股份 | 预减   | 净利润 3,000.00 万元~3,600.00 万元, 下降 56.07%~63.39%          | -63.39         | 2010-10-25 |
| 渤海物流 | 扭亏   | 净利润约 3,073 万元                                          | 151.59         | 2011-1-22  |
| 海宁皮城 | 预增   | 净利润为 22,380 万元至 26,280 万元之间, 增长 130.00%~170.00%        | 170.00         | 2010-10-28 |
| 中成股份 | 预减   | 净利润 600.00 万元~1,400.00 万元, 下降 51.36%~79.15%            | -79.15         | 2010-10-22 |
| 中大股份 | 预增   | 增长 50%~100%                                            | 100.00         | 2011-1-14  |
| 兰生股份 | 预增   | 增长 750%左右                                              | 750.00         | 2011-1-20  |
| 中成股份 | 预减   | 净利润 600.00 万元~1,400.00 万元, 下降 51.36%~79.15%            | -79.15         | 2010-10-22 |

资料来源: WIND 数据 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）                                  | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）                               |
| 电话：     | (8610) 68584820                                                 | (86731) 85832351                                                |
| 传真：     | (8610) 68584803                                                 | (86731) 85832380                                                |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |