

消费信心下降，关注增长确定品种

事件：

昨天，央行公布的一季度储户问卷调查报告显示，在当前物价、利率以及收入水平下，居民更倾向于储蓄，仅有 14.2% 倾向于“更多消费”，消费意愿降至 1999 年以来的 12 年最低值。

研究结论

- **消费者信心指数和社销同比确有下滑：** 2 月份消费者信心指数下滑到 99.9，甚至低于经济危机的 2008—2009 年；我们认为更多是因为商品价格、房价以及消费安全等诸多因素的影响，导致消费者心理上的不确定感增强；2 月份社会消费品零售总额同比增速从 1 月份的 19.9% 下降到 15.8%，我们认为有一定基数和节假日因素，3 月份有可能同比增速回升。
- **和消费增速相关的核心指标是收入，中长期利好因素没有改变：** 居民收入一直是社会消费品零售总额的最相关因素。十二五期间五大目标之一即为“城乡居民收入普遍较快增加。此外，基本养老、医疗和失业保险的覆盖人群不断扩大，对于低收入人群的社会保障不断完善，未来这部分人群的消费意愿和能力将逐步得到释放。此外，保障房政策的集中推进，未来也会使得高价商品房对于其它消费的挤出效应逐步下降，提升居民整体消费意愿。因此，从中长期的角度来看，我们持续看好消费率提升和零售业态创新下 零售行业的投资机会，并不担心短期销售同比的下滑。
- **建议更多关注商业物业经营企业和中低端连锁消费：** 前者逻辑有三：a. 消费者信心指数很少连续下滑超过 4 个季度，而未来一年的租金收入和盈利已经有合同锁定；b. 多数商业业态的下游是终端消费者，商业物业经营企业的下游是商业企业，它们的消费行为（经营）有持续性；c. 多数商业业态的产品是消费品，难以提价，商业物业经营企业的产品是商业空间和商业机会，有持续升值（提价）空间。看好后者的逻辑在于：a. 中低端连锁针对人群的收入在持续提升；b. 保障房长远来看能够提升部分低收入人群的消费力；c. 连锁企业的规模和分布区域相对大，且都在往下布局，能够有效对冲房地产调控、以及其它不确定因素对消费意愿的冲击；d. 超市行业虽难提价，但是消费刚性较强。
- **投资建议：** 商业物业经营企业中，关注海印股份（买入）、小商品城（未评级）等估值合理，未来增长确定的企业；中低端消费中，关注门店经营情况有改善的步步高（增持），以及一贯稳健扩张，区域优势明显的武汉中百（未评级）。此外看好网购业务厚积薄发的苏宁电器（买入）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭 洋

商业行业高级分析师

8621-63325888 × 6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120214

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

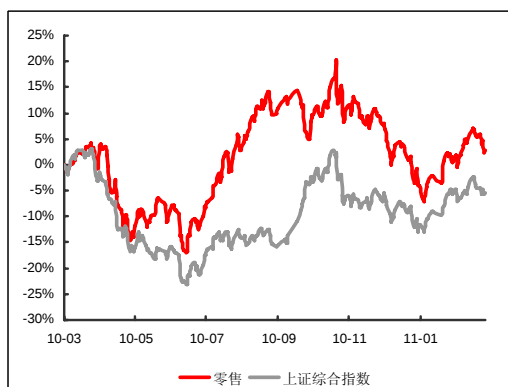
行业

商业

报告发布日期

2011 年 3 月 21 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

2.53

-6.60

2.90

相对表现 (%)

2.29

-7.03

8.35

资料来源：WIND

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

核心观点	3
消费者信心指数和社销同比确有下滑	3
推动消费的核心因素是收入，利好消费的中长期因素未变	4
建议关注商业物业经营企业和中低端消费连锁	6

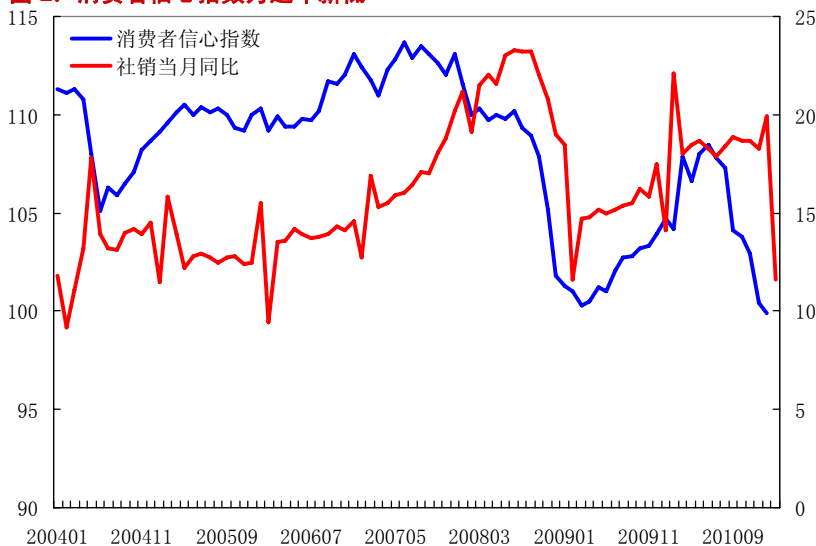
核心观点

- 近期消费相关数据有下滑，但是中长期利好因素没有变化，长期看好在消费率提升和零售业态创新的大背景下，零售行业的投资机会；
- 短期不确定下建议关注收入增长确定性较强的商业物业经营子行业，逻辑在于：a. 消费者信心指数很少连续下滑超过 4 个季度，而未来一年的租金收入和盈利一般已经有合同锁定；b. 多数商业业态的下游是终端消费者，商业物业经营企业的下游是商业企业，它们的消费行为（经营）更有持续性，不像终端消费者更有选择性；c. 多数商业业态的产品是消费品，难以提价，而商业物业经营企业的产品是商业空间和商业机会，即便在危机中，也有持续升值（提价）空间。
- 短期不确定下建议关注中低端连锁商业子行业，逻辑在于：a. 中低端连锁针对人群的收入在持续提升；b. 保障房长远来看能够提升部分低收入人群的消费力；c. 连锁企业的规模和分布区域相对大，且都在往下布局，能够有效对冲房地产调控、以及其它不确定因素对消费意愿的冲击；d. 超市行业虽难提价，但是消费刚性较强。
- 商业物业经营企业中，关注海印股份（买入）、小商品城（未评级）等估值合理，未来增长确定的企业；中低端消费中，关注门店经营情况有改善的步步高（增持），以及一贯稳健扩张，区域优势明显的武汉中百（未评级）。此外看好网购业务厚积薄发的苏宁电器（买入）。

消费者信心指数和社销同比确有下滑

2 月份消费者信心指数下滑到 99.9，甚至低于经济危机的 2008-2009 年；我们认为更多是因为商品价格、房价、自然灾害以及消费安全等诸多因素的影响，导致消费者心理上的不确定感增强。

图 1：消费者信心指数为近年新低



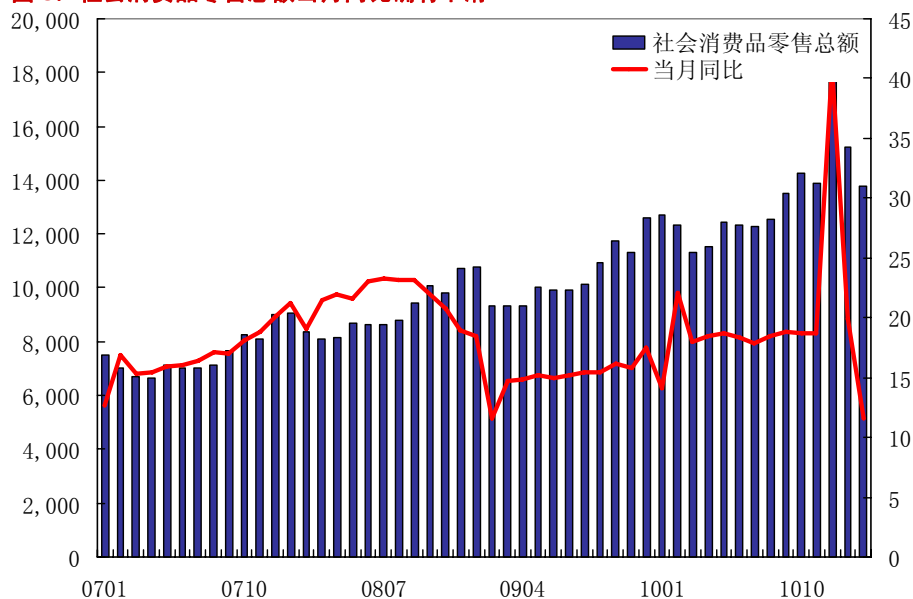
数据来源：WIND，东方证券综合分析

2 月份社会消费品零售总额单月同比增速从 1 月份的 19.9% 下降到 11.63%，我们认为有一定基数和节假日因素，3 月份有可能同比增速回升。

图 2：历年社会消费品零售总额月度同比 %

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2007	12.7	16.9	15.3	15.5	15.9	16	16.4	17.1	17	18.1	18.8	20.2
2008	21.2	19.1	21.5	22	21.6	23	23.3	23.2	23.2	22	20.8	19
2009	18.5	11.6	14.7	14.8	15.2	15	15.2	15.4	15.5	16.2	15.8	17.5
2010	14.1	22.1	18	18.5	18.66	18.3	17.9	18.4	18.84	18.64	18.7	40.95
2011	19.9	11.63										

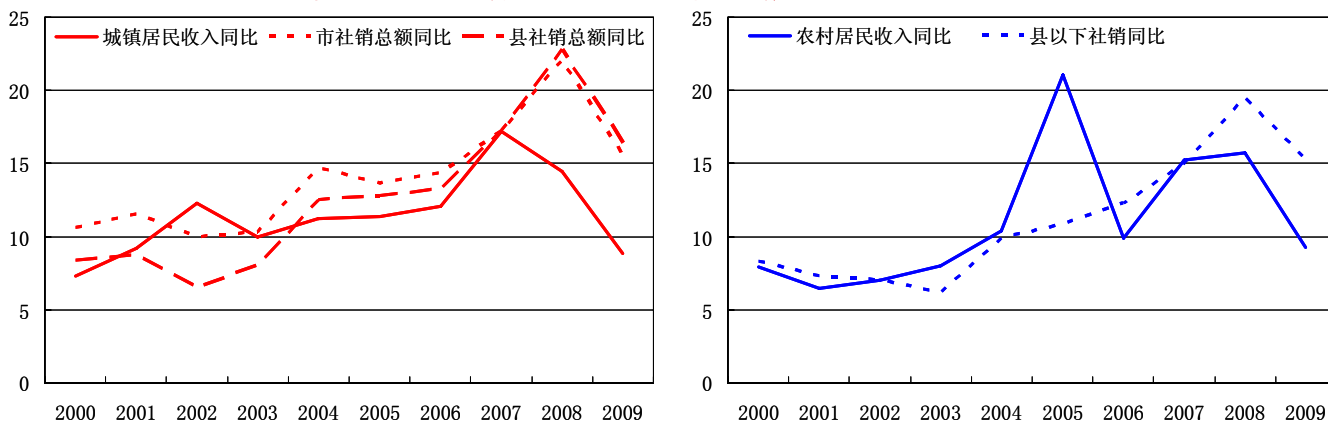
数据来源：WIND，东方证券综合分析

图 3：社会消费品零售总额当月同比确有下滑


数据来源：WIND，东方证券综合分析

推动消费的核心因素是收入，利好消费的中长期因素未变

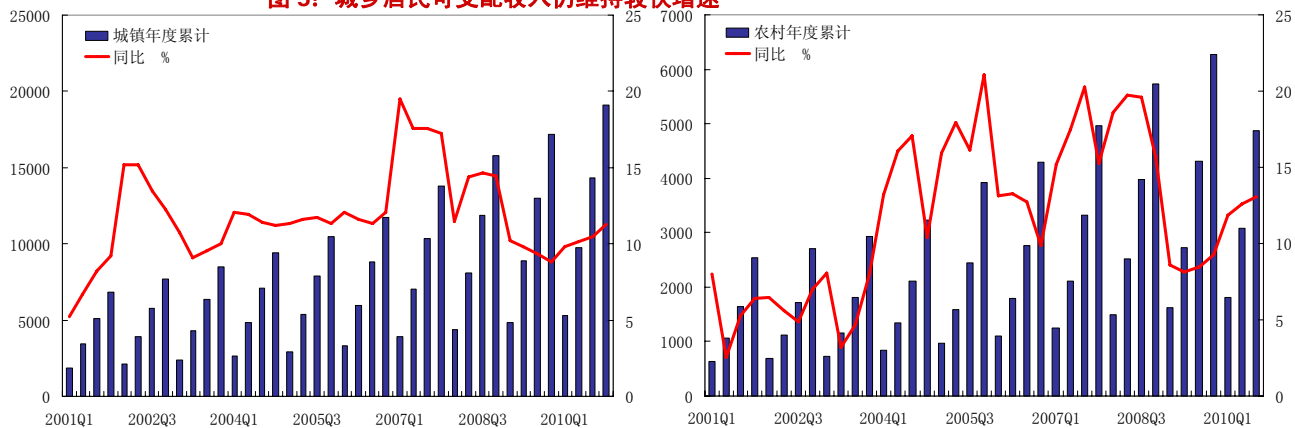
虽然略有滞后，但是从下图来看，居民收入一直是社会消费品零售总额的最相关因素。

图 4：城乡居民可支配收入增速 VS 社销总额增速 %


数据来源：WIND，东方证券综合分析

十二五期间五大目标之一即为“城乡居民收入普遍较快增加。努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，低收入者收入明显增加，中等收入群体持续扩大，贫困人口显著减少，人民生活质量和水平不断提高。”

图 5：城乡居民可支配收入仍维持较快增速



数据来源：WIND，东方证券综合分析

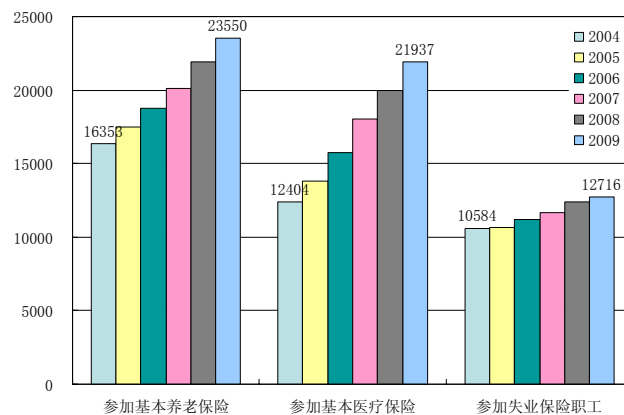
从各地的最低工资标准来看，2010 年提升幅度明显，多省市增幅均在 20% 以上。

图 6：基本保险参保人数不断上升 万人

	2005	2006	2007	2008	2009	2010		2005	2006	2007	2008	2009	2010
北京	580	640	730	800	800	960	湖南	350	400	440	500	500	600
上海	690	750	840	960	960	1120	吉林	300	410	550	550	550	680
天津	570	650	720	820	820	920	江苏	400	520	590	590	590	670
重庆	330	440	440	520	520	520	江西	270	270	420	420	420	500
安徽	290	360	390	390	390	500	辽宁	350	420	500	500	500	650
福建	320	400	480	480	480	600	内蒙古	380	400	400	500	500	680
甘肃	300	320	320	500	500	630	宁夏	320	380	490	490	490	605
广东	352	450	450	530	530	660	青海	330	440	440	580	580	750
广西	320	345	400	460	460	565	山东	350	390	390	500	500	600
贵州	320	450	550	550	550	650	山西	400	430	490	570	570	640
海南	350	430	480	480	480	680	陕西	400	420	420	480	480	580
河北	420	440	440	540	540	690	四川	280	400	450	450	450	650
河南	320	320	450	450	450	600	新疆	300	440	440	520	520	640
黑龙江	235	380	380	420	420	600	云南	350	420	420	520	520	630
湖北	280	280	380	450	450	600	浙江	490	540	620	690	690	800

数据来源：WIND，东方证券综合分析

此外，基本养老、医疗和失业保险的覆盖人群不断扩大，对于低收入人群的社会保障不断完善，未来这部分人群的消费意愿和能力将逐步得到释放。

图 7：基本保险参保人数不断上升 万人


数据来源：WIND，东方证券综合分析

此外，保障房政策的集中推进，未来也会使得高价商品房对于其它消费的挤出效应逐步下降，提升居民整体消费意愿。

因此，从中长期的角度来看，我们持续看好消费率提升和零售业态创新下零售行业的投资机会，并不担心短期销售同比的下滑。

建议关注商业物业经营企业和中低端连锁消费：

我们在消费者意愿走低的当下看好商业物业经营企业的逻辑有三点：

- 从 1998 年以来的历史经验来看，消费者信心指数很少连续下滑超过 4 个季度。即便是 2008-2009 年这样的经济危机下，消费者信心指数和行业企业家信心指数的快速下滑也没有持续超过四个季度。同期社会消费品零售总额的同比增速，虽有下降，也是一年之内回到危机之前水平（图 2）。而一般而言，商业物业项目未来一年的租金收入和盈利情况已经有合同锁定，不太可能出现因为大幅退租或降价而产生盈利向下波动情况。
- 多数商业业态的下游消费者是终端消费者，商业物业经营企业的下游消费者是商业企业。两者之间的消费行为存在较大差异。企业的消费行为（租赁）有更强的持续性，不太可能因为一段时间的经营下降而频繁退租、换物业，因为除了保证金之类的损失外，还有机会成本、装修成本的问题；而终端消费者确实可以按照收入情况和对未来的判断，调节自己的消费支出。
- 多数商业业态的产品是消费品，难以提价。比如超市行业，其销售占比 60%-70% 的都是民生商品，渠道价格竞争激烈，消费者价格敏感度较高，难以提价；家电产品也是普遍存在降价趋势，除原材料价格压力之外，一般很难提价。而商业物业经营企业的产品是商业空间和商业机会，有持续升值（提价）空间。尤其从历史经验来看，商品住宅受到政策集中调控的时候，商业用房（商铺、写字楼等）的租金提升会得到流动性支持。

整体而言，商业物业经营行业属于事件推动（新项目、新面积、提租金等）+ 业绩逐季度得到验证推动估值上行的非周期性品种，建议关注海印股份（买入）、小商品城（未评级）、海宁皮城（未评级）等。

看好中低端消费连锁（超市等）的逻辑在于：

- 中低端连锁针对人群的收入在提升：尤其是十二五规划中，政府对提升中低收入阶层收入的关注力度较之前为高。这部分人群的消费行为主要对应超市、中低端消费品连锁等渠道；
- 保障房长远来看能够提升部分人群的消费力：房价始终是对城市、城镇居民消费支出有明显挤出效应的核心因素。从去年开始，保障房建设力度明显加大，十二五期间五年规划是建设3600万套。我们认为其对连锁业的拉动体现在两个方面，首先是居民可支配收入提升，第二是带动与新房相关的消费品销售，如家电、家装、家具等。我们之前也做过测算，即便考虑悲观情况下，商品住宅今年销售套数同比下降30%，保障房次年交付，不但能够有效对冲商品住宅销售下降对家电品类的影响，还能够增厚主要品类的销售量5%-8%。
- 连锁商品企业的规模和分布区域相对大，且都在往下布局，网络布局广，期间阶梯式分布特点明显。逻辑上我们认为网络分布越广，区域跨度越大，更能够有效对冲房地产调控、以及其它不确定因素对消费意愿的冲击。

建议关注近期基层门店经营有触底改善迹象的步步高（增持）、扩张和运营一向稳健的武汉中百（未评级）等。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn