

刺激政策与信心下滑齐出 零售踟蹰前行

——零售行业点评报告

分析师：陈慧

SAC NO: S1150511010010

2011 年 3 月 23 日

联系人

陈慧

022-28451135

chenhui@bhqz.com

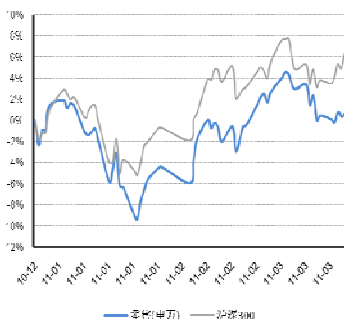
子行业评级

百货零售	看好
专业连锁	中性
商业物业经营	中性

重点品种推荐

津劝业	推荐
王府井	推荐
苏宁电器	推荐
天虹商场	推荐
鄂武商	推荐
步步高	推荐
武汉中百	推荐
友阿股份	推荐
北京城乡	推荐

最近一季度行业相对走势



事件：两消息带来正反两方面影响

近期有两个与零售业相关的新闻可能会给零售股带来正反两面影响。一个是国内贸易十二五规划预计将于 4 月底出台，这将给目前疲弱的零售市场带来一些积极的信号；另一个是来自央行的储户问卷调查结果显示，在当前物价、利率以及收入水平下，85.8%的城镇居民倾向于储蓄（其中，44.2%偏好“投资债券、股票、基金等”的变相储蓄，41.6%偏好“储蓄存款”），14.2%的人倾向于“更多消费”，这是 1999 年调查以来的最低值。

点评：正反两面影响中，零售股踟蹰前行

《规划》将成为目前疲弱零售行业中积极的信号，白马股或迎来一次反弹机会。只要年均消费增速不低于现在 18% 的平均水平，翻一番的目标应该不难达到。这也意味着，这个国内贸易“十二五”规划，关于目标的提法，可能对二级市场的刺激有限，但我们不可否认，这类政策对于消费的刺激应该是一个缓慢释放、循序渐进的过程，影响肯定是积极正面的。对于目前零售业缺乏热点刺激、行情疲弱的环境下，仍会得零售股带来些许反弹机会。

虽然消费意愿降低，但影响消费的中长期因素——收入水平仍处于向好趋势。“十二五”期间，保障水平的提高和覆盖人群的不断扩大，及对低收入人群的社会保障不断完善，将使得这部分人群的消费意愿和能力逐步得到释放。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。

二季度或将迎来零售股的反弹。一是，零售股估值修复的需求。经过近 6 个月的下跌，无论是商贸股相对于沪深 300 的估值溢价，还是商贸股自身的估值水平都较之前有所下降。目前核心商业股的 2011 年预测市盈率已经到达 26 倍以下。较正常 30 倍甚至 35 倍市盈率水平仍有较大的估值修复空间。二是，年报接近尾声，以高成长和高分配为主题的投资热情消退，这时以稳定增长为主题的投资情绪将重新燃起。

建议重点关注

白马股中我们建议关注：网购业务厚积薄发且估值低的苏宁电器、股价低于定增价且成长性良好的王府井，布局快能平衡长短期利益的为未来打下基础的友阿股份和天虹商场；超市和百货业务发展势头都很好的鄂武商。超市方面，关注门店经营情况有改善的步步高，以及一贯稳健扩张，区域优势明显的武汉中百；题材股中我们建议关注股权争夺战风口的津劝业、资产注入预期的渤海物流、以及重组概念的北京城乡。

1. 内贸专项规划即将出台，短期刺激零售业

——正面影响

目标是社会消费品零售总额翻一番

商务部新闻发言人姚坚 3 月 22 日说，商务部正牵头编制关于国内贸易的“十二五”发展规划，这项规划提出了要在“十二五”期末使我国社会消费品零售总额、生产资料销售总额、批发、零售、住宿、餐饮等重要消费品市场的经营规模比“十一五”期末翻一番。

规划预计将在 4 月底出台

有消息人士说，国内贸易“十二五”发展规划将争取在 4 月底出台。据了解，规划将明确，进一步扩大国内消费需求，大力促进城乡居民消费，积极培育消费热点；大力推进流通企业现代化进程，促进连锁经营发展，加快推动电子商务发展；支持流通企业做大做强，鼓励和引导企业整合产业链，完善服务链，实现跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组。

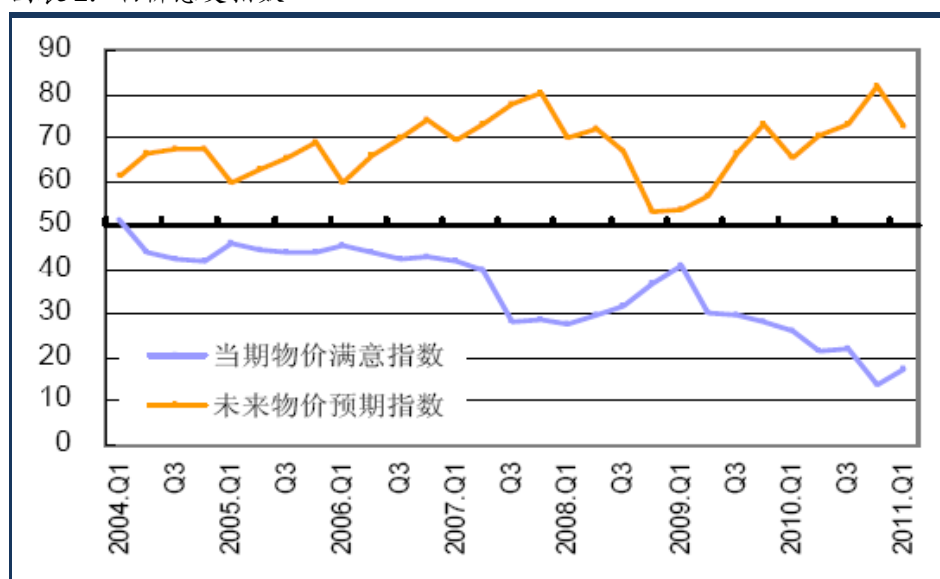
包含 12 项国内贸易+11 个海外等方面的专项规划

除了国内贸易的专项规划以外，姚坚表示，商务部还正编制另外 11 个涉及海外投资、服务贸易发展、边境合作区和特殊经济区发展、沿边地区的开放开发等方面的专项规划。并且这项规划已经列入了国家级的专项规划。

2. 消费意愿创 1999 年新低——负面影响

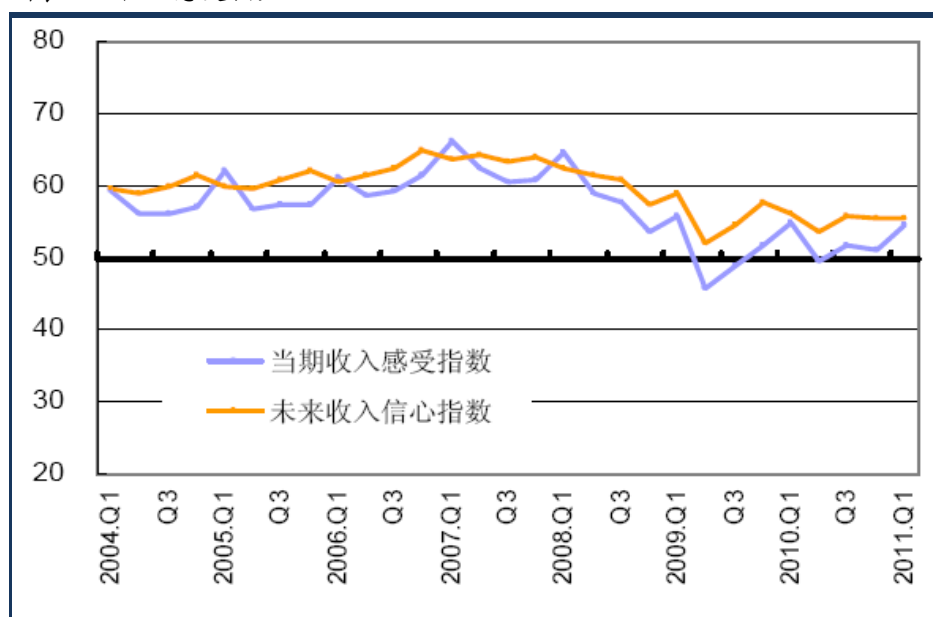
2011 年第 1 季度，由中国人民银行在全国 50 个城市进行的 2 万户城镇储户问卷调查显示：居民对物价满意度缓和，未来物价上涨预期减弱；就业与收入情况向好，就业预期乐观，收入预期仍不理想；居民认为目前房价过高，对调控效果不乐观；储蓄意愿更高，消费意愿降至 1999 年来最低。

图表 1: 物价感受指数



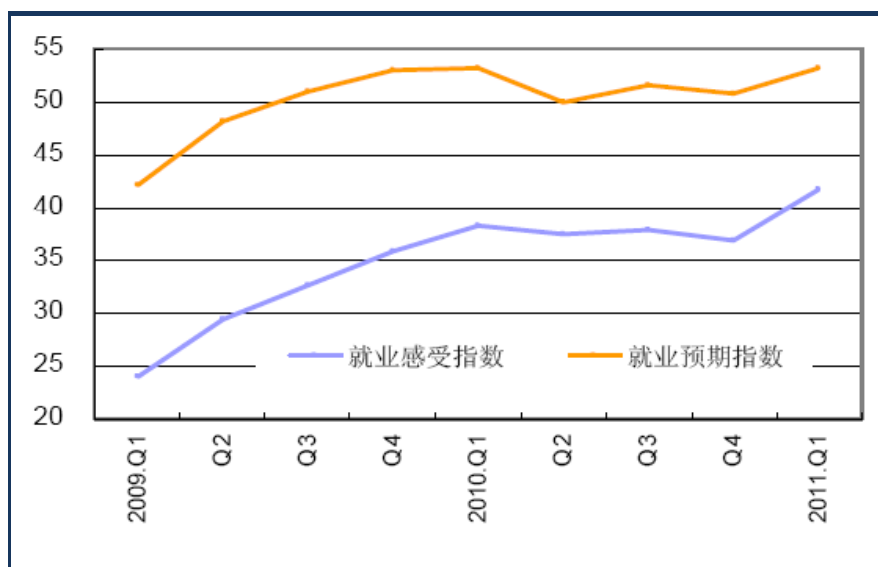
资料来源: 中国人民银行

图表 2: 收入感受指数



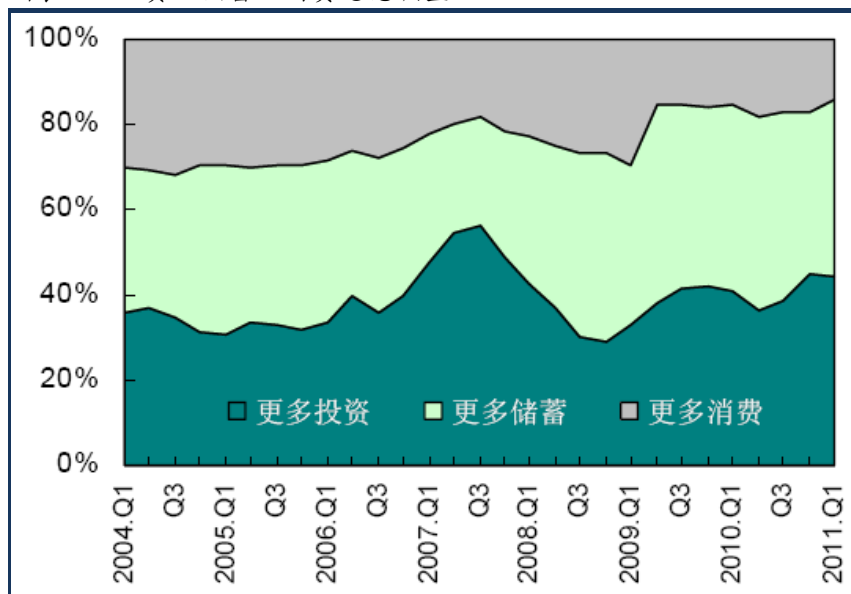
资料来源: 中国人民银行

图表 3: 就业感受指数



资料来源: 中国人民银行

图表 4: 投资、储蓄、消费意愿调查



资料来源: 中国人民银行

在当前物价、利率以及收入水平下, 85.8%的城镇居民倾向于储蓄(其中, 44.2%偏好“投资债券、股票、基金等”的变相储蓄, 41.6%偏好“储蓄存款”), 14.2%的倾向于“更多消费”, 消费意愿降至 1999 年以来的 12 年最低值。

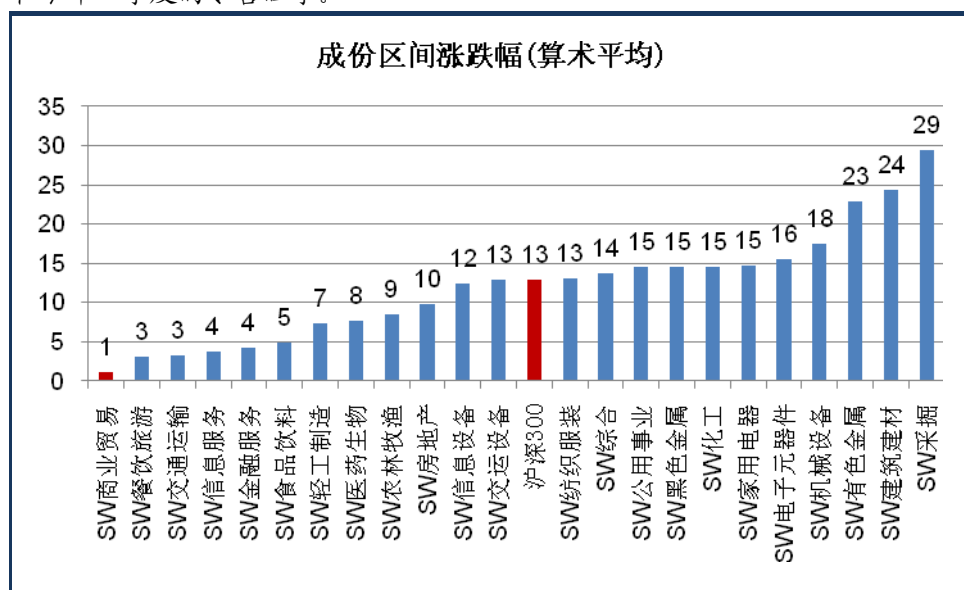
在各类消费中, 居民购车仍为主要消费热点, 其他消费意愿不旺。其中购车意愿为 13.2%, 处于调查以来较高位; 大额商品消费意愿与旅游意愿分别为 25.7%和 22.6%, 各低于同期 2.3 和 0.9 个百分点。

3. 评论：正反两面影响中，零售股踟蹰前行

《规划》将成为目前疲弱零售行业中积极的信号，白马股或迎来一次反弹机会。

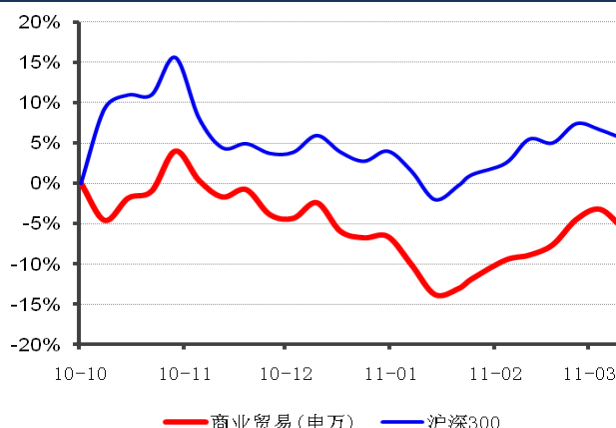
从翻一番的目标来看，应该不难达到。目前我国社会消费品零售总额增速约 18%，如果按照这个增速连续增长五年，十二五末，社会消费品零售总额应该是现在的 1.94 倍，约等于 2 倍。因此，只要年均消费增速不低于现在 18% 的平均水平，翻一番的目标应该不难达到。这也意味着，这个国内贸易“十二五”规划，关于目标的提法，可能对二级市场的刺激有限，但我们不可否认，这类政策对于消费的刺激应该是一个缓慢释放、循序渐进的过程，影响肯定是正面积极的。对于目前零售业缺乏热点刺激、行情疲弱的环境下，仍会得零售股带来些许反弹机会。

图表 5：自 2010 年 10 月份以来，零售股一直跑输沪深 300，即便是去年四季度和今年一季度的零售旺季。



资料来源：wind

图表 6：申万商业贸易指数从去年 10 月份以来一直是负收益



资料来源: wind

虽然消费意愿降低，但影响消费的中长期因素——收入水平仍处于向好趋势。

“十二五”期间，我们要全面改善人民生活，逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入年均实际增长超过 7%；加快完善社会保障制度，进一步提高保障水平。城乡基本养老、基本医疗保障制度实现全覆盖，提高并稳定城乡三项基本医疗保险参保率，政策范围内的医保基金支付水平提高到 70%以上，全国城镇保障性住房覆盖面达到 20%左右。

保障水平的提高和覆盖人群的不断扩大，及对低收入人群的社会保障不断完善，将使得这部分人群的消费意愿和能力逐步得到释放。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。

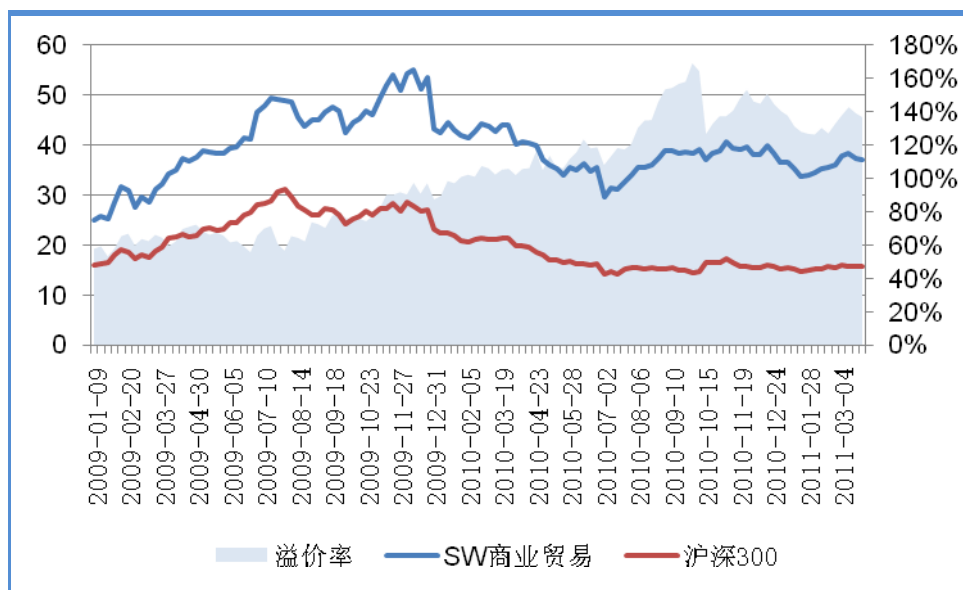
二季度或将迎来零售股的反弹

主要原因在于：

一是，零售股估值修复的需求。

经过近 6 个月的下跌，从下图看，无论是商贸股相对于沪深 300 的估值溢价，还是商贸股自身的估值水平都较之前有所下降。目前核心商业股的 2011 年预测市盈率已经到达 26 倍以下。较正常 30 倍甚至 35 倍市盈率水平仍有较大的估值修复空间。

图表 7: 无论是相对沪深 300 的估值溢价, 还是自身市盈率, 商贸板块都已下降许多。



资料来源: wind

二是, 年报接近尾声, 以高成长和高分配为主题的投资热情消退, 这时以稳定增长为主题的投资情绪将重新燃起。

之前, 涨幅较好的几只个股都有各种题材, 比如宏图高科(10送2转增8的原因)、欧亚集团(股权激励的原因)。但我们认为这种以高成长和高分配为主题的投资热情将随着年报披露接近尾声而消退。反而那些成长性确定且良好, 又有一定估值修复需求的个股需要重新纳入我们的视野范围。

建议重点关注

白马股中我们建议关注: 网购业务厚积薄发且估值低的苏宁电器、股价低于定增价且成长性良好的王府井, 布局快能平衡长短期利益的为未来打下基础的友阿股份和天虹商场; 超市和百货业务发展势头都很好的鄂武商。

超市方面, 关注门店经营情况有改善的步步高, 以及一贯稳健扩张, 区域优势明显的武汉中百;

题材股中我们建议关注股权争夺战风口的津劝业、资产注入预期的渤海物流、以及重组概念的北京城乡。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分