

## 风物长宜放眼量 稳健布局正当时

——商业零售中期策略报告


 爱建证券有限责任公司  
 AJ SECURITIES CO., LTD.

## 投资要点

✦ 近期行业增速下滑，不改中长期向好趋势。国内零售市场在经历了2009年和2010年的稳定增长后，近期受国家调控政策的影响出现小幅下滑，2011年1-5月社会消费品零售总额增长率为16.60%，略低于去年同期水平。随着下半年宏观调控政策的到位，预计全年零售市场整体增速与去年相当在18%左右。

✦ 多重行业政策利好，推动行业中长期向好。“十二五”规划相关政策的实施，将从根本上打破制约我国消费增长的因素，未来居民消费率有望获得持续增长。近期各地最低工资的快速上调，以及即将推出的个税征收政策的修改和国内贸易“十二五”规划有望进一步促进国内零售业的发展。

✦ 关注前期快速扩张+合理估值的百货类上市公司。行业增速已恢复到危机前水平。虽然19倍的动态市盈率已低于历史平均水平，但较整体A股市场的溢价依然不低。考虑到百货业新增门店往往需要2-3年的培育期才能贡献利润，建议投资者关注前期快速扩张但业绩尚未有效释放，且估值合理的上市公司，推荐天虹商场（002419）；合肥百货（000417）；鄂武商A（000501）。

✦ 关注布局中西部+合理估值的超市类上市公司。行业经营状况也已恢复到危机前的平均水平。但估值水平依然较高。考虑东部市场已相对饱和，而中西部地区竞争相对较小，同时近年来经济增长明显加快。建议投资者关注布局中西部，且估值合理的区域龙头企业，建议关注中百集团（000759）。

✦ 关注规模效应+后台壁垒类专业连锁类上市公司。从历史数据看，专业连锁行业上市公司三、四季度收入和业绩普遍好于一、二季度。我们认为这主要是由于行业公司上半年更注重扩张计划的部署和实现，而到下半年会加速冲刺以达成年度业绩计划，且行业经过一段时间的折服后估值已有吸引力。建议投资者关注具备规模效应估值合理的行业龙头，推荐苏宁电器（000759）。

✦ 关注开展B2C业务的传统零售商。近年来电子商务企业取得了飞速的发展。结合目前电子商务经营的发展状况，建议投资者关注涉足B2C业务的传统零售商。

✦ 给予下半年行业“强于大势”评级。作为业绩成长极其稳定的行业，对零售行业过度的悲观或乐观都会犯错。目前行业无论是绝对还是相对估值都处于合理区间，反映了市场对行业前景的担忧。我们认为经过调整后的行业具有吸引力，三季度稳健布局正当时，而在四季度节假日等刺激因素下下半年行业值得期待，消费升级类产品也仍值得关注。

✦ 行业风险提示：宏观经济发生重大变化；CPI持续的增长演化成恶性通胀；居民实际收入低于预期；行业估值水平处于相对高位。

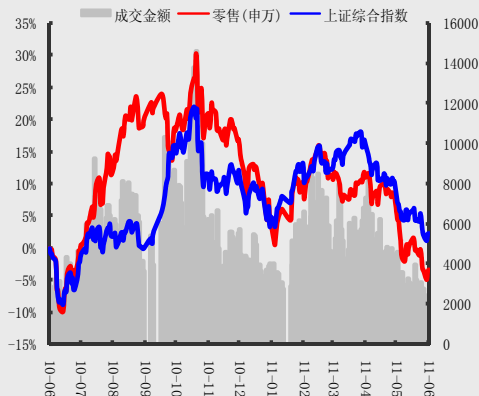
请务必阅读正文之后的重要声明

行业评级 强于大势 (维持)

市盈率(2011) 19.58

市销率 0.63

行业表现 2011-06-28



| 评价周期     | 1个月   | 6个月    | 12个月  |
|----------|-------|--------|-------|
| 绝对表现 (%) | -4.75 | -11.03 | 2.41  |
| 相对表现 (%) | -4.94 | -12.20 | -8.27 |

资料来源：爱建证券研究部

## 重点公司盈利预测及投资评级

| 股票名称 | 评级 | 10EPS | 11EPS | 12EPS |
|------|----|-------|-------|-------|
| 老凤祥  | 推荐 | 0.81  | 0.98  | 1.15  |
| 天虹商场 | 推荐 | 1.28  | 1.55  | 1.83  |
| 鄂武商A | 推荐 | 0.60  | 0.75  | 0.95  |
| 友好集团 | 推荐 | 0.36  | 0.47  | 0.58  |
| 苏宁电器 | 推荐 | 0.57  | 0.77  | 0.88  |
| 合肥百货 | 推荐 | 0.60  | 0.80  | 0.95  |
| 中百集团 | 推荐 | 0.42  | 0.52  | 0.65  |

资料来源：爱建证券研究部

行业研究员 侯佳林  
 SAC 执业证书 S0820511030002  
 电话 021-32229888\*3509  
 邮箱 houjialin@ajzq.com

## 相关报告

《行业发展值得关注,业绩增长稳定可期》  
 2010-12-06

《结合区域及业态升级,精选区域佼佼者》  
 2011-03-31

## 内容目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 行业引言 .....                     | 5  |
| 1、行业数据回顾 .....                 | 6  |
| 1.1 行业稳健增长势头不改 .....           | 6  |
| 1.2 CPI目前仍在相对高位 .....          | 7  |
| 1.3 行业景气度现处在危机前水平 .....        | 8  |
| 2、政策利好推动行业中长期向好 .....          | 9  |
| 2.1 “十二五”规划利好零售行业长期发展 .....    | 9  |
| 2.2 最低工资持续上调利于中低收入阶层消费增长 ..... | 10 |
| 2.3 个税调整有望增加居民消费支出 .....       | 11 |
| 2.4 国内贸易“十二五”规划于有望近期出台 .....   | 13 |
| 2.5 奢侈品进口减税促进高端消费 .....        | 13 |
| 3、百货：前期快速扩张+合理估值 .....         | 14 |
| 3.1 行业整体渗透率与集中度低，但局部竞争性高 ..... | 14 |
| 3.2 区域精耕仍是百货企业整合扩张的基础 .....    | 16 |
| 3.3 近年来行业发展趋势 .....            | 17 |
| 3.4 行业经营业绩情况 .....             | 18 |
| 3.5 行业估值 .....                 | 20 |
| 3.6 投资策略 .....                 | 20 |
| 4、超市：布局中西部+合理估值 .....          | 21 |
| 4.1 多因素推动我国超市人力成本快速上升 .....    | 21 |
| 4.2 目前超市业的发展态势 .....           | 22 |
| 4.3 行业经营业绩 .....               | 23 |
| 4.4 行业估值 .....                 | 25 |
| 4.5 投资策略 .....                 | 25 |
| 5、非超市类连锁：规模效应+后台壁垒 .....       | 26 |
| 5.1 专业连锁企业所处行业集中度仍然很低 .....    | 26 |
| 5.2 通常行业三四季度业绩好于一二季度 .....     | 26 |
| 5.3 通胀和人工成本上涨带来的提价预期 .....     | 27 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 6. 电子商务：关注开展B2C业务传统零售商 ..... | 28 |
| 6.1 电子商务的发展现状 .....          | 28 |
| 6.2 传统零售商或将迎来新的发展机遇 .....    | 30 |
| 7、行业风险提示 .....               | 30 |
| 8、行业评级与重点公司介绍 .....          | 32 |
| 8.1 给予下半年“强于大势”评级 .....      | 32 |
| 8.2 行业主要公司情况 .....           | 32 |
| 附录：近年来行业主要政策面动向 .....        | 35 |

## 图目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1 社会消费品零售总额及其同比增速月度数据 .....     | 6  |
| 图 2 消费者三大指数近期变化 .....             | 7  |
| 组图 3-4 近年来CPI与RPI的变化情况 .....      | 7  |
| 图 5 千家核心商业零售企业指数变化 .....          | 8  |
| 图 6 批零行业固定资产投资累计同比 .....          | 8  |
| 图 7 限额以上零售企业零售额及增长率 .....         | 8  |
| 图 8 限额以上零售企业与社消总额增速比 .....        | 9  |
| 图 9 主要零售品类近期的销售变化 .....           | 9  |
| 图 10 商务部重点零售业态销售额变化 .....         | 9  |
| 图 11 GDP和居民消费增速图 .....            | 9  |
| 图 12 居民消费占国民经济的比重 .....           | 8  |
| 图 13 城镇与农村居民收入及增速变化 .....         | 11 |
| 图 14 各国百货门店渗透率(2010 年) .....      | 11 |
| 图 15 各国人均百货营业面积(2010 年) .....     | 15 |
| 图 16 2010 年各国百货集中度比较-排名前三占比 ..... | 15 |
| 图 17 百货行业近期收入及增速度 .....           | 17 |
| 图 18 百货行业近期净利润及增速 .....           | 17 |
| 图 19 百货行业营业收入和净利润同比增速 .....       | 18 |
| 图 20 百货行业毛利与净利率同比增速 .....         | 19 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 21 百货行业近期动态市盈率变化 .....     | 20 |
| 图 22 百货相对全盘A 股估值溢价 .....     | 20 |
| 图 23 主要超市企业近年人力成本变化 .....    | 22 |
| 图 24 我国批零行业近年人员费用率的变化 .....  | 22 |
| 图 25 超市行业近期收入及增速度 .....      | 22 |
| 图 26 超市行业近期净利润及增速 .....      | 23 |
| 图 27 超市行业营业收入和净利润同比增速 .....  | 24 |
| 图 28 超市行业毛利与净利率同比增速 .....    | 24 |
| 图 29 超市行业近期市盈率变化 .....       | 25 |
| 图 30 超市相对全盘A 股估值溢价 .....     | 25 |
| 图 31 下半年盈利通常高于上半年 .....      | 27 |
| 图 32 连锁行业人工成本上涨情况 .....      | 27 |
| 图 33 专业连锁行业近期市盈率变化 .....     | 28 |
| 图 34 网购网民数量及增速情况 .....       | 29 |
| 图 35 网购销售额及增速情况 .....        | 29 |
| 图 36 网购销售额占社会消费品零售总额比例 ..... | 30 |

## 表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 表 1 居民收入提升不同比例后各受益业态增量 .....        | 11 |
| 表 2 个税改革敏感性分析 .....                 | 12 |
| 表 3 2010 年中国十大百货公司市场份额(按税后零售销售额计) . | 16 |
| 表 4 09 年主要地区经济指标比较 .....            | 17 |
| 表 5 上市专业连锁企业所在行业集中度情况 .....         | 26 |
| 表 6 2010 年中国网络销售规模TOP10 .....       | 31 |
| 表 7 部分开展网络购物业务的上市公司 2010 .....      | 31 |
| 表 8 重点公司盈利预测情况 .....                | 35 |

## 行业引言

中国经济近些年的快速发展主要依赖以投资和出口为主的增长模式，消费所占比例较低。从 99 年开始最终消费支出贡献率逐步下降，一直到 07 年最终消费支出对国内生产总值的贡献率为 40.60%，首次超过投资和出口，拉动 GDP 增长达 5.30 个百分点。为了减弱我国经济对外的依存度，增强中国经济抵御海外经济风险的能力，国家制订了一系列调结构、促就业、增加居民收入等政策调控措施，以推动我国经济持续平稳增长。我们认为，伴随着这些调控措施的实施，我国经济增长中的消费占比将不断提高，未来消费行业将面临较好的历史发展期。

此外，再从经济不断向好、通胀预期的角度看，扩大内需的行业也无疑是受益较多、最受扶持的行业之一；而假如一旦出现经济过热、通胀加剧导致货币政策被迫提前收紧，流动性出现明显回落，则消费行业相比投资驱动型行业而言，也将是受影响相对较小的行业。总之，投资消费类行业总体上将是比较稳健的投资方式。

具体细看各大消费行业，未来几年大消费中的零售业值得关注。支持这一观点的主要理由如下：

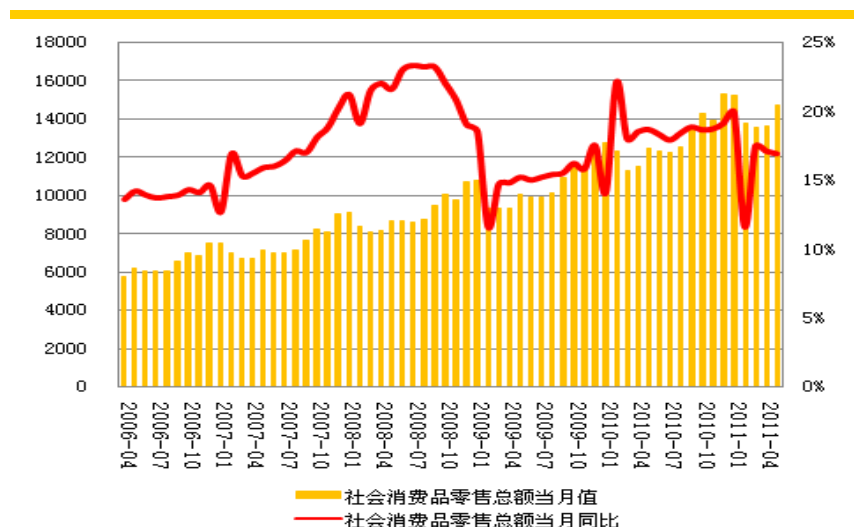
- ✓ 从行业业绩来看，商业零售业向来以行业较为稳定的增长著称，我们今年预计全行业的收入增速将在20%-25%左右，而随着政策推动效应的继续深化，未来3-5年全行业每年20%-25%的增速可期。
- ✓ 从中长期发展趋势来看，作为主要消费群体的青壮年人口以及15-64岁的劳动力人口比例持续上升；城市人口随着城市化进程的加快，其比重也在逐渐上升；居民收入方面，城镇居民的每人年均可支配收入近十年间增长了两倍，农村居民家庭人均年纯收入也增长了1.2倍。
- ✓ 从消费的增长空间来看，目前中国个人消费占GDP的比重仅为35%，远低于美国、欧盟的70%和58%，甚至比印度和巴西的55%和51%也有一定差距。因此，在调结构、促内需成为国家发展战略的前提下消费还有较大的增长空间。
- ✓ 从板块市值的角度看，目前整个消费板块占到A股的市值还不到15%，而零售板块的市值更是不到5%，与其他行业相比未来还有进一步提升的空间。
- ✓ 从行业政策面来看，国家有关部门就围绕促进“扩大农村、城市、信用、换代以及节庆、假日”为主题的6大消费领域的政策措施将继续延续与推进，同时在加快收入分配机制改革和再分配调节方面预计也将有新的后续进展。

# 1、行业数据回顾

## 1.1 行业稳健增长势头不改

随着国内经济复苏，2010 年国内零售市场基本走出了金融危机的影响，在经历了触底、反弹、上升之后，基本实现了平稳增长。虽然近期相关指标出现一定下滑，但我们判断整体影响不大，预计 2011 年国内消费市场总体上仍将保持稳步增长的格局。同时，我们认为今年前几个月社会消费品增速较去年同期出现了下降，其原因主要是由于汽车、石油及其制品销售增速低于预期和季节性因素影响所致，扣除以上影响之后则与去年同期基本持平，且三月份以来社会消费品增速出现明显改善。预计全年社会消费品零售总额将在 16%至 20%之间。

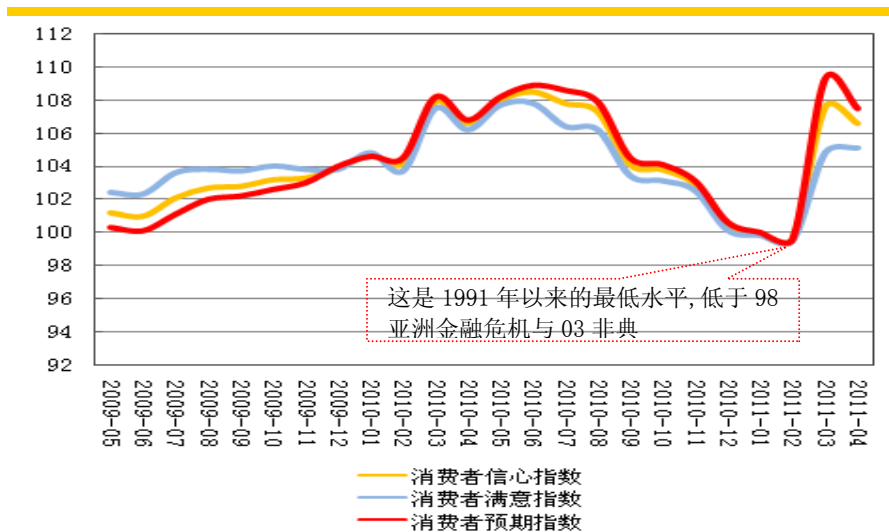
图 1 社会消费品零售总额及其同比增速月度数据



数据来源：WIND，爱建证券研发部

此外，消费者信心指数自去年年中触及 108.50 的高位以来，一路下滑至二月份的 99.60。但考虑到消费者信心指数由消费者满意指数与消费者预期指数两部分构成，涵盖了对收入，宏观预期，就业状况的满意程度，未来的消费支出等等，涉及房地产，耐用消费品，汽车等行业，我们判断此轮消费者信心指数的下跌，更多是受到 2010 年以来房地产调控和车市调控的影响，目前我们看到消费者信心指数已有明显的反弹。预计之后该轮消费者信心指数的下跌不会影响普通消费品的支出。

图 2 消费者三大指数近期变化

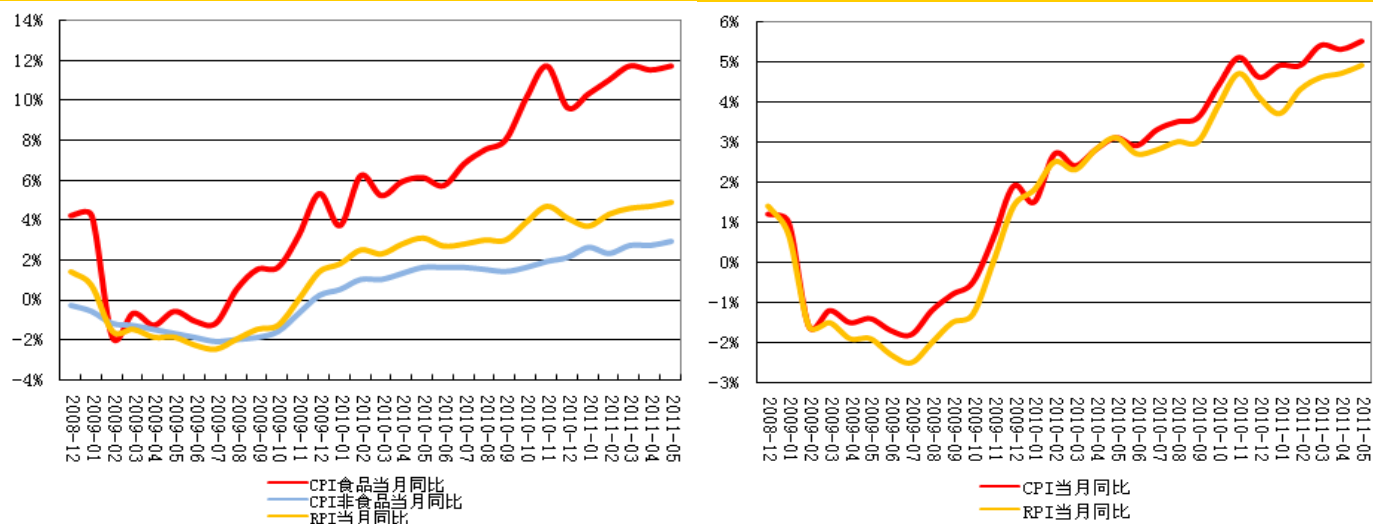


数据来源: WIND, 爱建证券研发部

## 1.2 CPI 目前仍在相对高位

自 09 年底 CPI 恢复正值以来, 便呈现持续上涨的态势, 并在 2011 年 5 月创下 5.50% 的新高。虽然央行近期连续提高了准备金率和利率, 但上半年通胀仍较强劲, 但我们判断今年下半年 CPI 高企的势头将有所缓解。历史经验表明, 在 CPI 介于 3% 至 5% 之间时, 对零售行业的同店销售和毛利率的提升最为显著, 而假使到 6% 以上的恶性通胀以及通货紧缩对商业企业影响较为负面。因此, 只要本次物价指数不演变为恶性通胀, 当前的经济环境总体还是有利于商业企业。

组图 3-4 近年来CPI与RPI的变化情况



数据来源: WIND, 爱建证券研发部

### 1.3 行业景气度现处在危机前水平

截至到目前，千家核心商业企业景气指数以及批零企业的固定资产投资已处在金融危机前零售行业的水平，而限额以上批发和零售企业零售额及增速也处于历史高位，远超 08 年金融危机前的水平。从百货，超市，专业店三种业态的销售额的当月同比数据来看，虽然受到近期通胀的影响这三种业态的增速有所放缓，但同样仍处在到金融危机前的水平。预计 2011 年三季度开始国内零售行业仍将保持稳步成长。不过有一点值得我们的关注，那就是前期一些消费升级类产品比如金银珠宝类等近期的销售增速有所下滑，我们认为这与本身 5-7 月行业处于淡季的因素及去年的高基数有着一定的关联。未来几个月我们判断通讯器材、日用品、化妆品及食品饮料类有望保持较好增速趋势。

图 5 千家核心商业零售企业指数变化

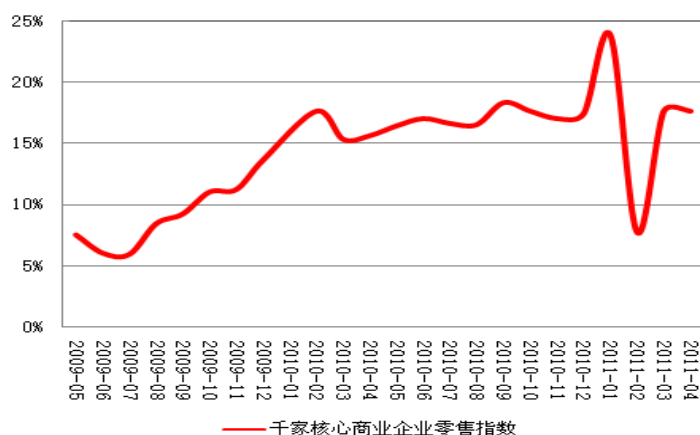
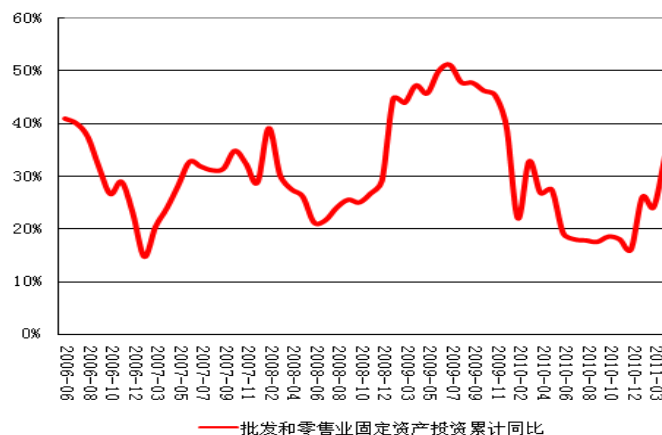


图 6 批零行业固定资产投资累计同比



数据来源：WIND，爱建证券研发部

图 7 限额以上零售企业零售额及增长率

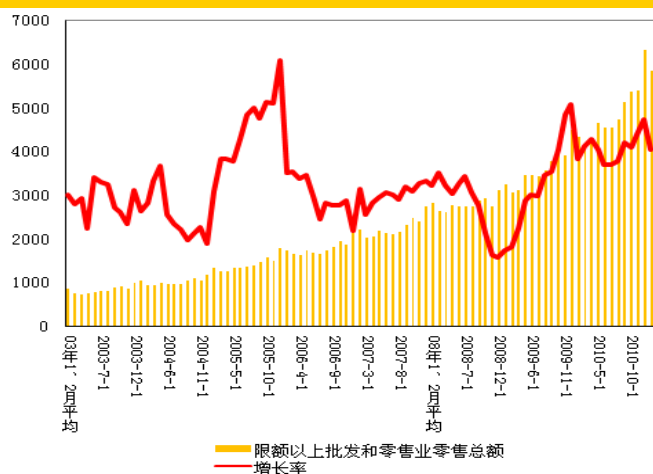
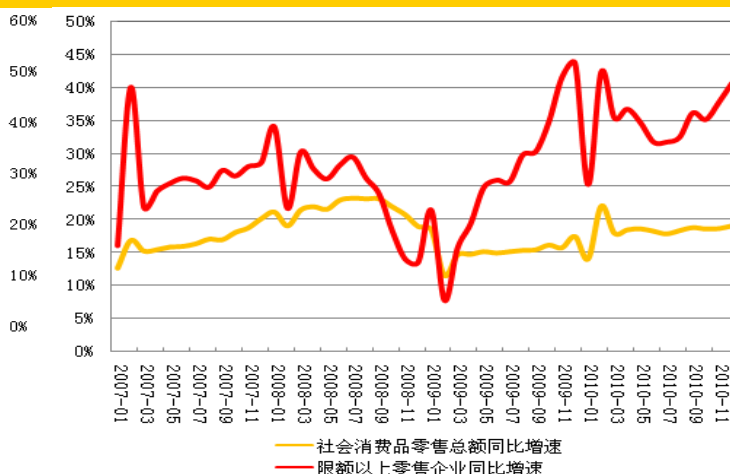


图 8 限额以上零售企业与社消总额增速比



数据来源：WIND，爱建证券研发部

图 9 主要零售品类近期的销售变化

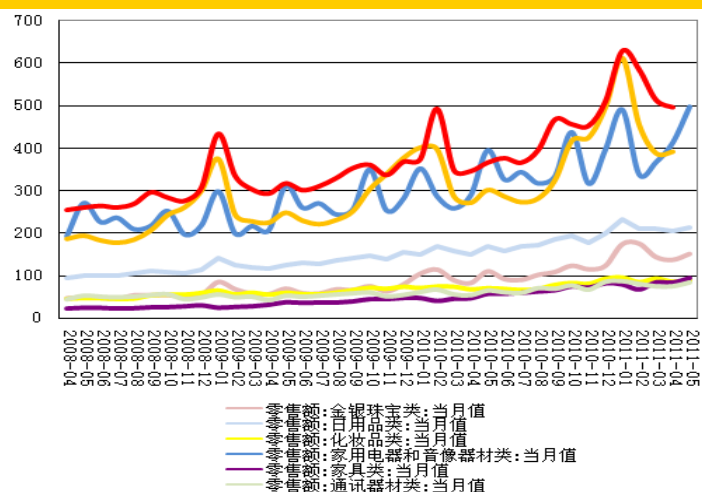
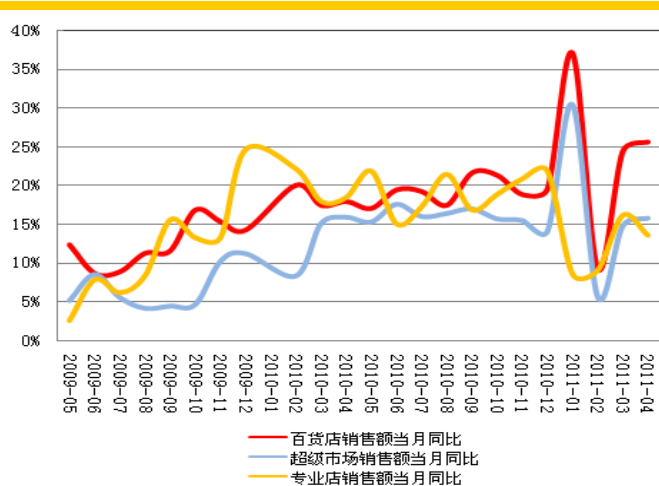


图 10 商务部重点零售业态销售额变化



数据来源：WIND，爱建证券研发部

## 2、政策利好推动行业中长期向好

### 2.1 “十二五”规划利好零售行业长期发展

改革开放至今，我国经济水平取得了显著增长，但居民消费增速明显落后于GDP增速，从2000年至2010年之间，全国GDP的平均增速为14.32%，而同期居民消费增速仅为11.24%，相差超过3%。这导致我国总体消费占GDP的比重不断下降，全民消费水平率呈现趋势性下降。收入增速较低和民生保障不足是制约我国消费增长的主要因素，由于居民对零售行业未来支出存在较大的不确定性，因此预防性储蓄倾向相对较重，从而造成消费需求不断下降。

图 11 GDP 和居民消费增速图

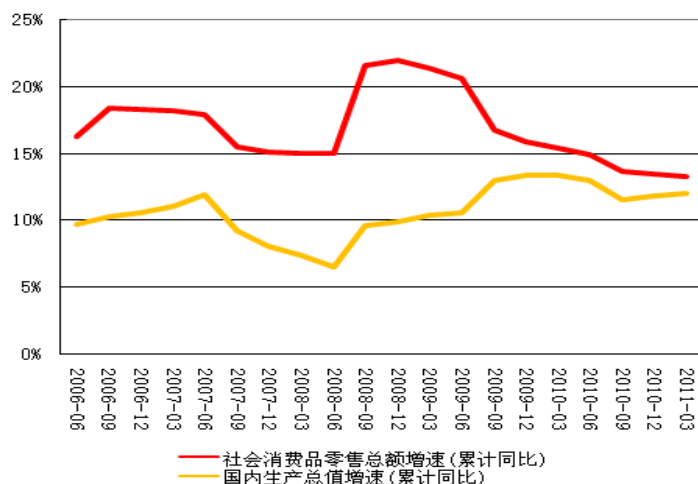
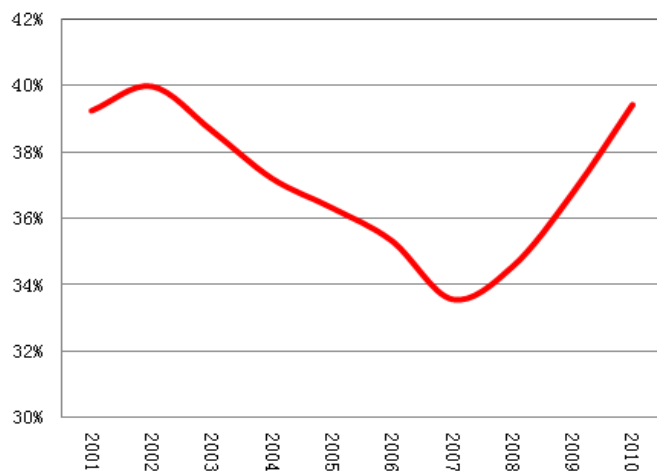


图 12 居民消费占国民经济的比重



数据来源：WIND，爱建证券研发部

因此在《关于制定“十二五”规划的建议》中，国家果断提出加快经济发展方式的转变，建立扩大消费需求的长效机制，从过去强调“国富”转而强调“民富”，通过提高收入、改善民生、扩大内需、促进消费，力争逐步形成消费大国的发展格局。同时，国家还将增加社会保险、医疗、教育等方面的改革力度，通过加大财政投入力度减少居民对未来的不稳定预期，从而更加有效地促进城乡居民消费能力的释放。强有力的政策推动将成为新一轮消费增长的引擎，并将为区域零售业注入新的增长动力和活力。我们认为《关于制定“十二五”规划的建议》对行业的影响主要表现在以下四个方面：

（1）确认了消费对我国经济未来发展的重要地位

（2）通过提高社会保障水平和改善民生条件，将有效改善居民预期，从而使潜在消费力得到很好的释放

（3）合理调整收入分配关系将大大改善居民，特别是中低收入居民的收入水平，从而提高整体的消费水平

（4）新业态，新热点有望成为引领行业未来的发展方向

我们相信随着“十二五”规划的逐步实施，制约消费增长的因素将发生根本性的改变。随着抑制中国消费的因素逐渐消除，我们也相信居民消费率将会获得长期、持续的增长。在这样的大背景下，国内居民最终消费的潜力将会获得较大的释放。

## 2.2 最低工资持续上调利于中低收入阶层消费增长

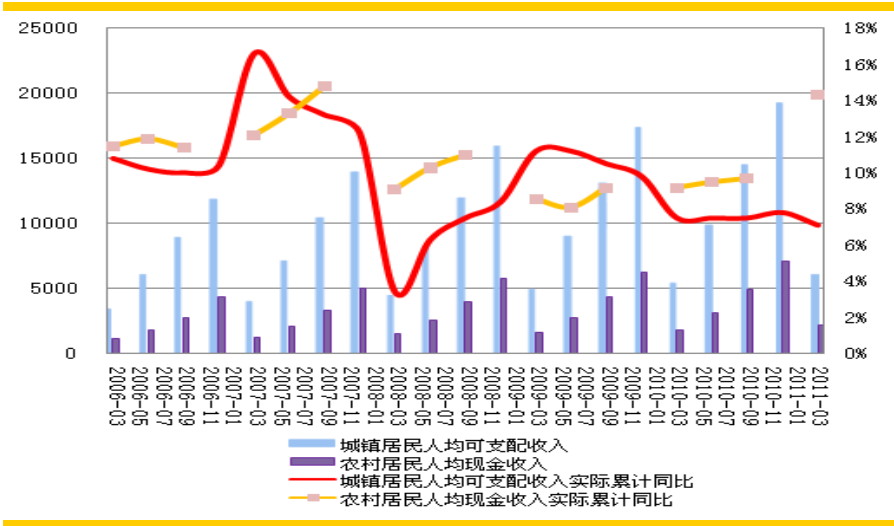
自2010年1月江苏省率先上调最低工资以来，全国各省市纷纷对最低工资标准进行了大幅上调，平均涨幅在25%左右。这次全国范围内的上调最低工资呈现以下特征：（1）最低档的工资上涨幅度高于最高档工资的上调幅度；（2）欠发达地区的工资上涨幅度高于发达地区的幅度。

值得关注的是，2010年城镇居民可支配收入为19109元，同比增长11.26%，同期农村居民纯收入为5919元，同比增长14.85%，这是多年来农村居民收入首次显著超过同期城镇居民收入。

2011年开始，部分省市在2010年的基础上又再次上调了最低工资的标准，截至5月份，全国已有13个省市调整了最低工资标准，平均上调幅度在20%左右。预计其余省市也将进一步上调最低工资标准。总体来说，全国范围内大幅上调最低工资标准对促进消费将会起到一定程度的推动作用，特别是低收入消费者如农民工、劳动密集型产业的从业人员等收入水平将会得到较大的改善。

同时，随着低收入人群工资水平的不断提高，我们预计与其消费层次相对应的零售业态有望从中受益。

图 13 城镇与农村居民收入及增速变化



数据来源：WIND，爱建证券研发部

表 1 居民收入提升不同比例后各受益业态增量

| 单位:元        | 最低收入户<br>(10%) | 低收入户<br>(10%) | 中等偏下户<br>(20%) | 中等收入户<br>(20%) | 中等偏上户<br>(20%) | 高收入户<br>(10%) | 最高收入户<br>(10%) | 合计     |
|-------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|--------|
| 平均每人全部年收入   | 5951           | 8957          | 12345          | 16858          | 23051          | 31172         | 51350          | 149683 |
| 平均每人可支配收入   | 5253           | 8162          | 11244          | 15400          | 21018          | 28386         | 46826          | 136289 |
| 平均每人消费性支出   | 4901           | 6743          | 8739           | 11310          | 14964          | 19264         | 29004          | 94925  |
| 边际消费倾向      | 0.93           | 0.83          | 0.78           | 0.73           | 0.71           | 0.68          | 0.62           | --     |
| 收入提高带动的消费增长 | --             | --            | --             | --             | --             | --            | --             | --     |
| 收入提高 10%    | 654            | 900           | 2333           | 3020           | 3995           | 2572          | 3872           | 17347  |
| 收入提高 50%    | 3271           | 4501          | 11666          | 15098          | 19977          | 12859         | 19360          | 86733  |
| 收入提高 100%   | 6542           | 9002          | 23333          | 30197          | 39955          | 51435         | 77442          | 237905 |
| 受益的零售业态     | 县镇超市           | 平民超市          | 大众百货           | 时尚百货           | 购物中心           | 精品百货          | 品牌体验店          | --     |

数据来源：爱建证券研发部

## 2.3 个税调整有望增加居民消费支出

国内居民缴纳的个人所得税占财政税收的比例长期稳定在 7%左右，但个人所得税占工资总额的比例却不断攀升，从 2000 年的 6.19%上升到 2009 年的 10.26%，居民税赋负担不断提高。政府表示今年将对个税征收进行改革，相关草案在十一届全国人大常委会二十次会议上进行了初审。如果顺利的话将在 6

月底进行二审，目前主要的争议点集中在起征点是否过低的问题上。如果按照目前公布的方案执行，免税人数所占的比重将得到提高，高收入者的税负则略有上升。据估算，个税修正草案中适用于 10%及以下税率的纳税人占比将达到 94%，较现行 9 级税制增长了 17%，从而减轻了中低工薪阶层的个税负担。同时草案还扩大了最高税率 45% 的覆盖范围，将现行适用 40% 税率的应纳税所得额，并入 45% 的税率，加大了对高收入者的调节力度。经测算，与 2010 年相比，提高工资薪金所得减除对应的费用标准，约减少个人所得税收入 990 亿元左右；调整工薪所得税率初次级距，减收约在 100 亿元。同时，我们通过敏感性分析也可以看到，除起征点提高带来免征范围扩大减轻中低收入阶层负担外，收入介于 3000 元和 19000 元之间的收入阶层的个税也将得到不同程度的减轻，其中收入介于 3000 元至 13000 元的影响最为明显，节省税金占个人收入的比例约在 2.50% 至 4.38% 之间。

表 2 个税改革敏感性分析

| 月收入   | 现行个税制度 | 个税修正草案 | 差异  | 节税占收入比例 |
|-------|--------|--------|-----|---------|
| 2000  | 0      | 0      | 0   | 0.00%   |
| 3000  | 75     | 0      | 75  | 2.50%   |
| 4000  | 175    | 50     | 125 | 3.13%   |
| 5000  | 325    | 125    | 200 | 4.00%   |
| 6000  | 475    | 225    | 250 | 4.17%   |
| 7000  | 625    | 325    | 300 | 4.29%   |
| 8000  | 825    | 475    | 350 | 4.38%   |
| 9000  | 1025   | 675    | 350 | 3.89%   |
| 10000 | 1225   | 875    | 350 | 3.50%   |
| 11000 | 1425   | 1075   | 350 | 3.18%   |
| 12000 | 1625   | 1275   | 350 | 2.92%   |
| 13000 | 1825   | 1525   | 300 | 2.31%   |
| 14000 | 2025   | 1775   | 250 | 1.79%   |
| 15000 | 2225   | 2025   | 200 | 1.33%   |
| 16000 | 2425   | 2275   | 150 | 0.94%   |
| 17000 | 2625   | 2525   | 100 | 0.59%   |
| 18000 | 2825   | 2775   | 50  | 0.28%   |
| 19000 | 3025   | 3025   | 0   | 0.00%   |
| 20000 | 3225   | 3275   | -50 | -0.25%  |

数据来源：爱建证券研发部

从上述分析也可以看出，新个税方案中最大的受益者为中低工薪阶层和中产阶级。因此，与其消费层次相对应的超市及中高端百货有望从中受益。

## 2.4 国内贸易“十二五”规划有望近期出台

在“十二五”规划强调保障民生，扩大内需的大背景下，由商务部牵头编制的《国内贸易发展“十二五”规划》也有望于近期出台，该规划有望将完善落实扩大消费提高到一个前所未有的高度，从而扭转国内延续多年的重外贸、轻内贸的经济发展格局，改善国民经济发展的结构，从而实现由依靠出口和投资拉动经济增长的格局向消费拉动转变。

我们知道“十二五”规划中反复强调了扩大内需转变发展方式，其中内需主要包括投资和消费两大部分，但从社会再生产过程来看，投资仅仅是中间需求，只有消费才是社会再生产的终点和新的起点，消费需求规模扩大和结构升级才是扩内需的根本动力，而过去投资加出口的发展模式其实满足的不过是海外的消费需求，随着中国经济的腾飞，国内消费的重要性凸显出来。因此我们预计本次规划的着力点将在于消费，即通过扩大内需来改善民生。该规划的推出也将对相关国内商贸零售行业未来五年的发展产生重大影响。根据目前透露的信息，“十二五”内贸规划的思路主要包括以下五个方面：

- (1) 如何进一步扩大消费
- (2) 如何加大流通企业的建设
- (3) 如何实现营销方式的转变
- (4) 如何改善市场秩序环境
- (5) 经营主体如何进一步壮大并适应市场的需求，包括新型业态如何在零售领域能够按照现代组织、管理和流通方式做大做强。

## 2.5 奢侈品进口减税促进高端消费

随着居民收入持续增加，中国奢侈品消费市场快速崛起，世界奢侈品协会发布的 2011 最新报告显示，中国内地去年的奢侈品市场消费总额已经达到 107 亿美元，占全球份额的 1/4。预计中国将在 2012 年超过日本，成为全球第一大奢侈品消费国。咨询公司麦肯锡最新发布的《崛起的中国奢侈品市场》报告也预测，到 2015 年，奢侈品在中国市场的销售额预计达到 270 亿美元，占全球奢侈品市场 20% 份额。与国内奢侈品消费快速爆发相对照，有数据显示，亚洲人在欧洲市场购买奢侈品消费去年累计达 690 亿美元，其中中国人累计消费了近 500 亿美元，是国内市场的 4 倍之多。可见我国高端消费能力远不局限于本土消费，而造成这种现象的原因无疑是海外市场上奢侈品比中国便宜。商务部曾透露，由于跨国公司的分销体系、定价体系有所差异，部分品牌商品包括关税、

消费者在内的综合进口税率较高等因素，手表、箱包、服装、酒、电子产品五类产品的 20 种品牌高档消费品海内外的差价，内地市场比香港要高 45%左右、比美国高 51%、比法国高 72%。针对这一现象，商务部新闻发言人姚坚近日表示，中国降低进口关税，包括部分中高档商品的关税是大势所趋，各个部门对这一点有共识。

我们认为在扩大内需的政策导向下，出台奢侈品减税政策，做到奢侈品国内和海外市场同价，将有利于部分海外消费的回流及国内潜在消费的挖掘，并有利于增强消费者的品牌意识，提升消费档次。同时在政策环境更为宽松的背景下，更多品牌的进入和款式的增加将带动消费市场的整体升级，有望促进国内高端百货的快速成长。

### 3、百货：前期快速扩张+合理估值

#### 3.1 行业整体渗透率与集中度低，但局部竞争性高

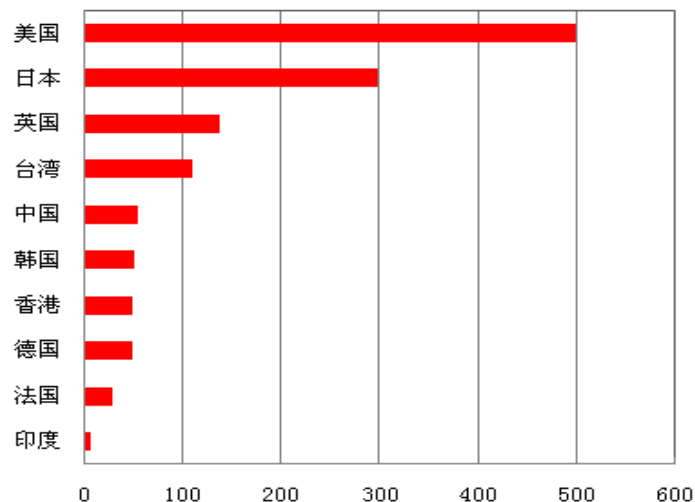
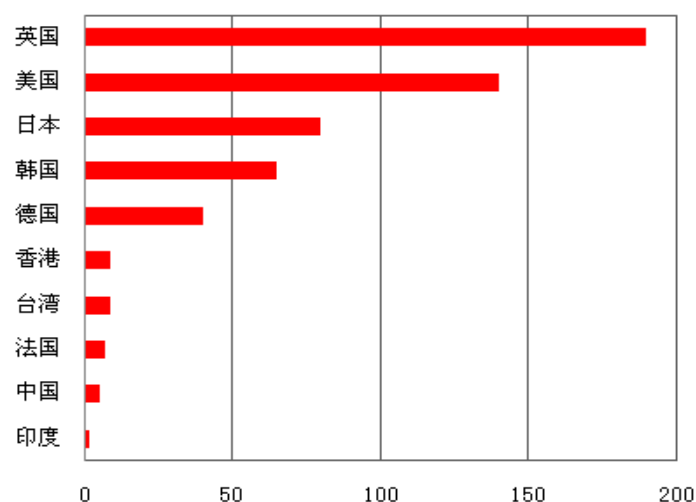
我们认为中国百货行业的两大低点为低渗透率和低集中度。尽管在2005至2010年间，新增百货门店约达1200家，但中国目前6800多家的门店总数仍然远低于美国的42000多家。从人均占有率来看，差距则更大。中国每百万人口平均拥有5.1个百货门店，仅是美国每百万人口平均门店数的4%。而从人均营业面积来看，中国每百万人口仅55,000平方米的百货营业面积，相当于美国的10%、日本的19%和英国的42%。同时，由于中国地域广阔，商品物资分布不均，流通环节冗长，百货行业长期显现低集中度、区域垄断的特征。虽然过去五年中国百货行业以年均12.70%复合增长，但百货前三强百盛、大商和王府井的市场份额仅从4.60%提升到5.60%，前十大公司的综合市场份额从10.90%提升到13.30%，远低于欧美和亚洲其它成熟市场的行业集中度。我们看到与之对应的法国三家百货零售巨头的Monoprix，老佛爷和春天百货几乎垄断了法国市场；而韩国乐天百货、现代百货集团和首尔新世界占据了韩国77.50%的市场份额。

对应于低渗透率和低集中度的是中国百货行业部分区域的高竞争性。据目前中国百货商业协会统计数据显示，东部11个省市百货零售总额占到全国的65%，中部8个省市占21%，而西部12省只占14%，三线城市及区县市场份额偏低。东部沿海地区的百货门店的密集度较高，上海、北京、深圳、广州、大连等城市的百货商场竞争已相当激烈，主要由于东部地区城市化比例较高，企业的规模也较强，这些市场的百货公司已经历通过行业外延式扩张实现增长的阶段。但中国百货业整体发展不足，中西部地区和部分二三线城市百货门店的密集度

较低，仍然存在很多空白点。预计中国百货行业未来发展趋势之一将会是各大百货零售企业加大对西部地区和二三线市场的拓展，开店扩张的竞争将从东部大中城市延伸到西部中小城市，通过行业整合来实现强势公司的进一步壮大以及资源整合带来的盈利水平的提升。因此，我们认为市场规模增长和行业扩张整合是百货零售未来长期关注的两大主题。

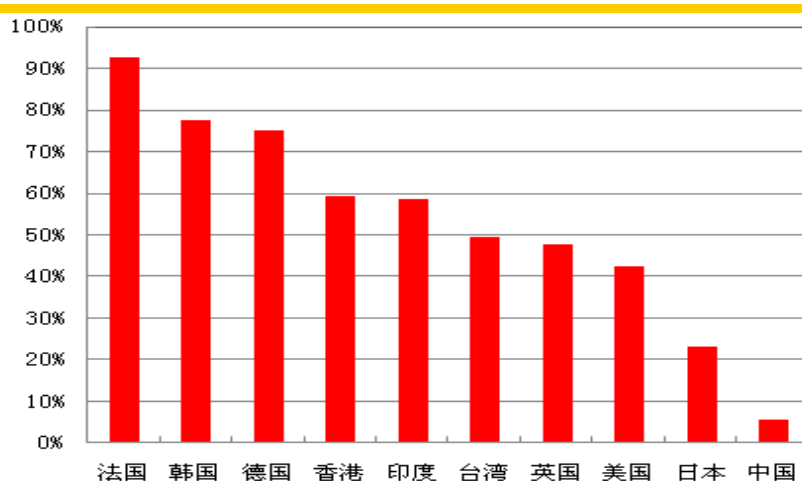
图14 各国人均百货营业面积(2010年)

图15 各国百货门店渗透率(2010年)



数据来源: Euromonitor, 爱建证券研发部

图16 2010年各国百货集中度比较-排名前三占比



数据来源: Euromonitor, 爱建证券研发部

表3 2010年中国十大百货公司市场份额(按税后零售销售额计)

| 公司    | 2006   | 2007   | 2008  | 2009   | 2010   |
|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 百盛集团  | 1.40%  | 1.80%  | 1.90% | 1.90%  | 20%    |
| 大商集团  | 1.80%  | 1.70%  | 1.70% | 1.80%  | 1.80%  |
| 王府井百货 | 1.40%  | 1.70%  | 1.70% | 1.70%  | 1.80%  |
| 百联集团  | 1.60%  | 1.70%  | 1.60% | 1.70%  | 1.70%  |
| 金鹰商贸  | 0.80%  | 1%     | 1.10% | 1.30%  | 1.40%  |
| 银泰百货  | 0.60%  | 0.70%  | 0.90% | 1%     | 1.10%  |
| 新世界百货 | 1.10%  | 1.10%  | 1.10% | 1%     | 1%     |
| 茂业国际  | 0.70%  | 0.80%  | 0.70% | 0.80%  | 0.90%  |
| 广州广百  | 0.50%  | 0.50%  | 0.50% | 0.70%  | 0.80%  |
| 利群集团  | 1%     | 0.90%  | 0.80% | 0.80%  | 0.80%  |
| 总计    | 10.90% | 11.90% | 12%   | 12.70% | 13.30% |

数据来源: Euromonitor, 爱建证券研发部

### 3.2 区域精耕仍是百货企业整合扩张的基础

我们认为借助于在本省有良好的社会背景和基础,区域性零售商通常能够充分利用当地的社会资源密集开店,充分渗透市场并取得区域龙头地位,实现区域垄断的策略。这些区域性零售商一般具有以下优势:

- (1) 可以利用当地社会资源,获得最佳门店位置,并获取有利的租约条款
- (2) 借助区域性网络的辐射力和品牌效应,百货公司可以在与大区供应商的谈判中增强议价能力,获得较高的扣点率
- (3) 由于绝大多数门店集中在同一区域,具有较强的协同效应,可以在人员、设备、供应商关系等方面共享现有资源

无论是在已有门店的城市里设立同城多店或是在该城市辐射范围内的低级城市新开门店,区域性连锁百货的模式可以降低资本开支,缩短新店培育期,因而区域性百货零售商通常有较高的经营利润率,但随着区域市场渐趋饱和,区域性的百货零售商势必要进行跨区域扩张,这时将面临盈利风险。我们认为具有强势市场地位、成功的门店网络战略、优质的经营管理体系和较强跨区域执行能力的公司将会在区域性整合大背景下胜出并走向全国性扩张。事实上区域内百货行业整合的趋势在近几年已经开始,为取得巩固区域内的垄断地位,区域内商业物业的稀缺性使得收购成熟门店成为一个快速有效的方式,而消费需求强劲的中西部地区为区域内生成长提供了广阔空间。我们从对不同地区的经济指标观察,湖南、湖北、安徽以及成渝地区的居民消费增长提供了更好区域成长及整合空间。

表4 09年主要地区经济指标比较

| 2009年 | 城市人口<br>(百万) | 农村人口<br>(百万) | 总人口<br>(百万) | GDP(十亿) | 05-09 复合增长率 | 人均 GDP(元) | 社会消费品零售总额<br>(十亿) | 05-09 复合增长率 |
|-------|--------------|--------------|-------------|---------|-------------|-----------|-------------------|-------------|
| 全国    | 615          | 721          | 1,335       | 34,051  | 16.00%      | 25,188    | 13,268            | 18.00%      |
| 安徽 中部 | 25           | 37           | 61          | 1,005   | 16.90%      | 16,391    | 353               | 18.70%      |
| 湖南    | 27           | 37           | 64          | 1,293   | 18.90%      | 20,226    | 491               | 18.70%      |
| 湖北    | 26           | 31           | 57          | 1,283   | 18.60%      | 22,450    | 593               | 18.70%      |
| 河南    | 34           | 60           | 94          | 1,937   | 16.40%      | 20,477    | 675               | 18.90%      |
| 山西    | 15           | 19           | 34          | 737     | 15.20%      | 21,544    | 281               | 18.80%      |
| 吉林    | 15           | 13           | 27          | 720     | 18.80%      | 26,319    | 296               | 19.10%      |
| 内蒙古   | 12           | 12           | 24          | 973     | 26.30%      | 40,225    | 286               | 20.40%      |
| 重庆 西部 | 14           | 14           | 28          | 653     | 20.80%      | 22,916    | 248               | 19.20%      |
| 四川    | 30           | 51           | 81          | 1,415   | 17.70%      | 17,339    | 576               | 17.70%      |
| 陕西    | 16           | 22           | 38          | 819     | 22.20%      | 21,732    | 270               | 19.30%      |
| 新疆    | 8            | 13           | 21          | 427     | 13.10%      | 19,926    | 118               | 16.50%      |

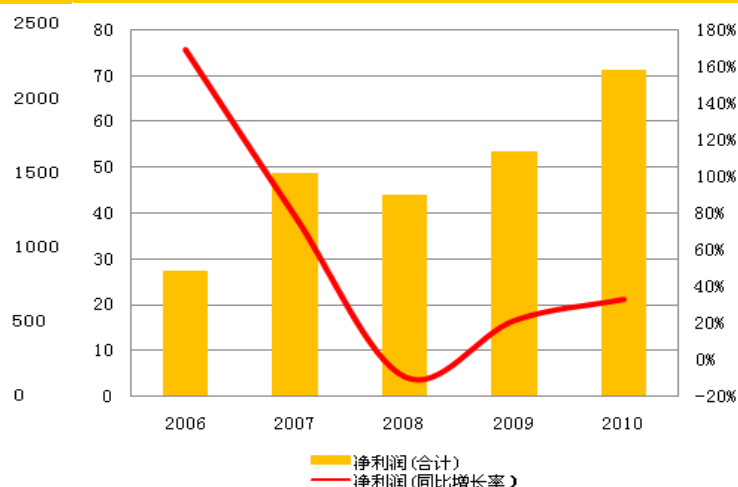
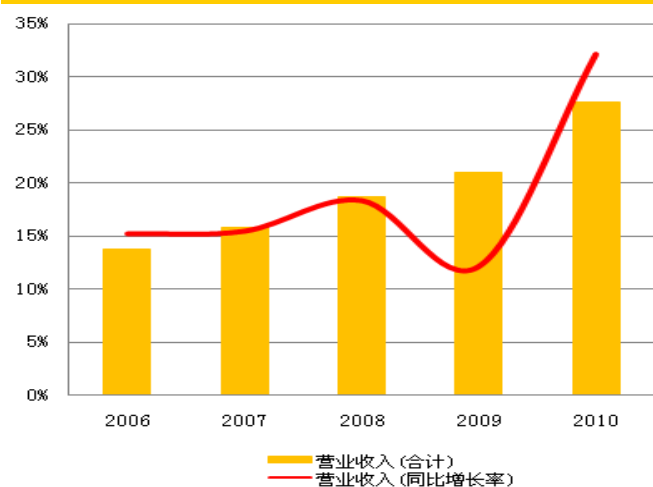
数据来源: Wind, 爱建证券研发部

### 3.3 近年来行业发展趋势

随着国内零售市场的持续发展, 百货业近年来实现了快速增长, 申万百货板块相关上市公司的整体营业收入从2000年的416.10亿元, 增加到2010年的1963.81亿元, 年均增速17%; 而同期净利润则从13.65亿元增加到72.19亿元, 年均增速25%。但在百货业持续繁荣现象的背后也隐藏着深刻的危机。这就是, 百货店千店一面, 差异化极小。随着市场竞争的加剧, 百货业面临剧烈的业态分化、重新定位、经营方式创新的难关。

图 17 百货行业近期收入及增速

图 28 百货行业近期净利润及增速



数据来源: WIND, 爱建证券研发部

百货业在未来发展过程中的以下趋势应当引起投资者关注：

1、业态多元化：传统大型综合百货商店经过近十年的发展，目前已经处于饱和和分化状态。一些百货门店向主题店、品牌店、精细化方向发展，另一些则向大型购物中心转变。其中购物中心近年来的兴起，为传统百货公司提供了新的发展模式，许多公司积极参与到相关项目的开发中去。相比传统百货业，购物中心更关注休闲、娱乐、餐饮、文化消费结合的多业态组合，满足一站式消费需求。

2、经营模式向自营化回归：目前百货业的营业模式以联营为主，百货业扮演的角色更像是房东，而不是经营者。这与国外百货店大多实行买断经营，按专业化、类别化、特色化细分市场定位，并直接进行顾客服务和经销商品的信息及物流服务的经营模式形成了巨大差异。虽然国内的这种模式减少了资金投入，降低了经营成本以及经营风险，但也带来了行业商品同质化，服务功能弱化，难以建立自身核心竞争力等一系列问题。未来经营模式上的转变将为行业发展带来革命性的改变。

3、市场定位差异化：由于消费品市场的快速发展，百货店作为经营选购品的专业店，也由于自身地位以及目标客户群的不同开始逐步分化，单纯的以商品经营为特征的百货店越来越向类别化、特色化发展。其中特别引人注目的是主要针对年轻人的时尚百货和以奢侈品为主的精品百货的发展尤为突出。

4、经营规模化：百货业增长的来源无外乎外延式扩张和内生性增长。由于行业的特性，当一家门店进入成熟期后，其内生性增长大都稳定在 5%-10% 的水平，进一步提升内生性增长的途径，无非是通过品牌管理升级提高经营档次，但这样所带来的增长还是相对有限的。因此外延式扩张能力对于一家成功的百货公司至关重要。它不仅仅意味着新增门店带来新的营业收入，同时随着公司规模的扩大，也使得企业在与供应商谈判的过程中处于强势地位，从而获得更大的利润空间。

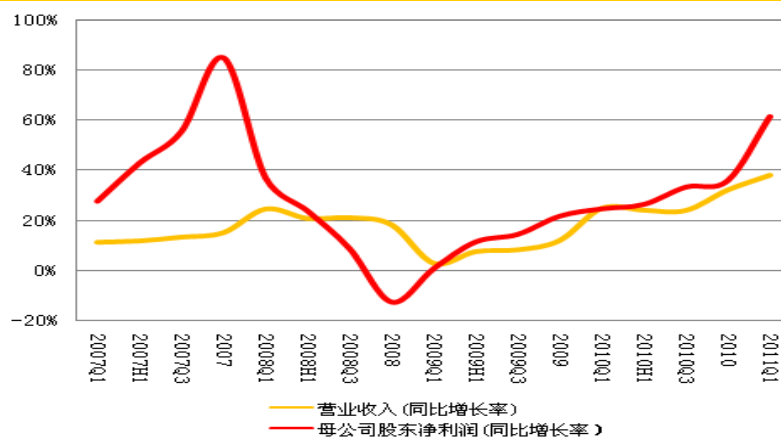
5、重点发展区域中西部化：目前我国百货业布局呈现了局部过剩，但是整体不足的态势。首先东西部分布不平衡，据统计，百货零售店面数量和市场，东部地区占 65%，中部地区占 21%，而西部地区仅占 14%。同时一二线城市相对饱和，三四线城市发展不足。随着未来中西部地区以及二三线城市经济的快速发展，将为百货业提供新的发展空间。

### 3.4 行业经营业绩情况

2010 年至今，百货行业已经完全走出了金融危机的阴霾，销售规模逐年递增，上市公司的整体销售增速和利润增速已经恢复到危机之前的水平。我们预

计在国家转变经济增长方式，以消费拉动经济增长的大背景下，百货业的整体经营业绩将继续向好。

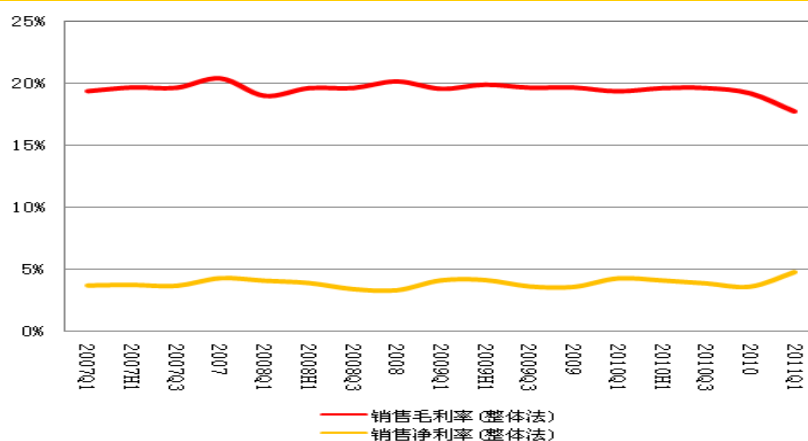
图 19 百货营业收入和净利润同比增速变化



数据来源：WIND，爱建证券研发部

通过毛利率和净利率的变化可以看出，2011 年以来该板块的毛利率水平出现了小幅下降，从 2010 年末的 19.08% 下降到 2011 年一季度的 17.70%，这主要是由于行业向好带来竞争加剧，从而迫使相关公司打折促销力度加大。但与之相对应的是行业的净利率水平出现了小幅攀升，从 2010 年末的 3.58%，提升到 2011 年的一季度的 4.75%。通过对行业三费水平的分析，可以发现行业内销售费用率，管理费用率和财务费用率均出现了不同幅度的下降，这在一定程度上反映了行业整体的经营管理水平得到了提高，同时解释了毛利率下滑而净利率上升的原因。

图 20 百货行业毛利与净利率同比增速



数据来源：WIND，爱建证券研发部

### 3.5 行业估值

目前百货行业的估值已低于历史平均水平，相对整体 A 股市场溢价也逐步下降。截至 6 月份，百货板块的整体动态 PE 为 19 倍，已经低于过去 4 年动态 27 倍的平均水平，但较最低点 14 倍的估值水平依然略高。从对全部 A 股的估值溢价来看，百货板块的动态 PE 倍数超过 A 股整体水平 30%，且处于中等水平。当前行业估值已在一定程度上反映了近期的悲观情绪，进入第三季度受益于扶持政策的逐步明朗与行业旺季的到来，百货行业估值有望回升。因此建议投资者关注估值合理的上市公司。

图 21 百货行业近期动态市盈率变化

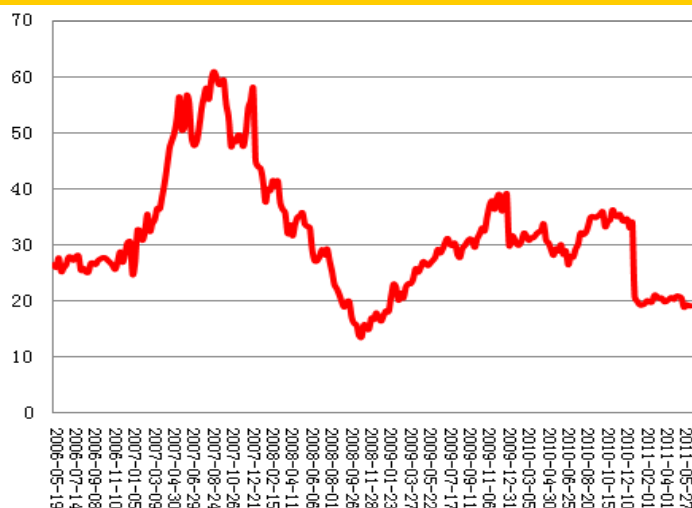
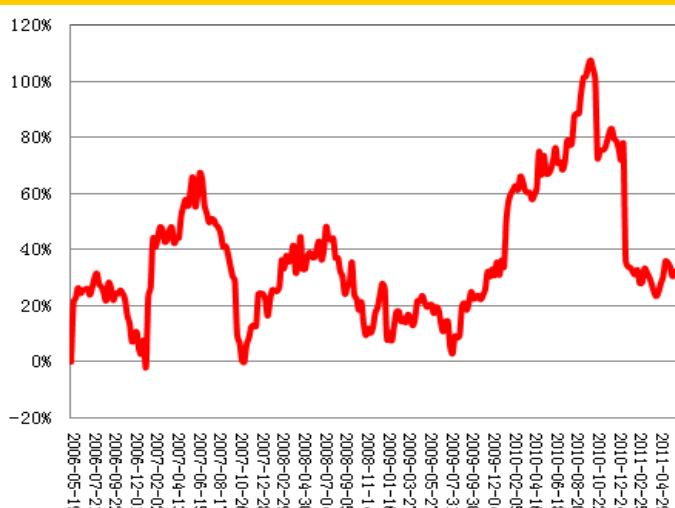


图 22 百货相对全盘 A 股估值溢价



数据来源：wind，爱建证券研发部

### 3.6 投资策略

目前国内百货类上市公司经营模式主要以联营为主，在该模式下公司的主要收入来源以销售分成和渠道费用为主，同时百货业最大的成本租金则由于长期租赁合同或自有门店的缘故并不会同步攀升，因此在通胀的大环境中，百货业的营业收入及利润有望随商品价格的提升而上涨。我们认为在国内中产阶层消费群体崛起，消费结构不断提升的大背景下，百货业将延续目前的良好发展态势。同时新的个税方案有望进一步推动中产阶级消费，经测算，收入介于 3000 元和 19000 元之间的中产阶级有望成为个税调整方案的最大收益阶层，其中收入介于 3000 元至 13000 元的影响最为明显，节省税金占个人收入的比例在 2.5%至 4.38%之间。建议投资者关注前期快速扩张+合理估值的上市公司。这主要是因为百货业新增门店往往需要 2-3 年的培育期，因此前期新增门店无法在

短期内对利润产生贡献，相反，相关的开办费用以及新增的投资往往会拖累原来的业绩，但随着新增门店的日渐成熟，此类上市公司未来的业绩有望迎来一波快速的增长。个股包括全国布局有较强复制能力的天虹商场（002419）；新增门店陆续投入使用并将大幅提升原有经营规模的鄂武商 A（000501）和合肥百货（000417）。

## 4、超市：布局中西部+合理估值

### 4.1 多因素推动我国超市人力成本快速上升

2011年3月中国连锁经营协会针对零售百强企业的抽样统计显示，2010年零售企业人工成本平均上涨15%。此外，零售从业人员流失率上升造成企业招聘、培训等方面的投入也明显增加。在零售各子行业中，用工密集程度最大的超市业态是本轮人力成本上涨的主要被冲击者。根据相关报道，多家中资超市在2010年员工提薪幅度普遍在20%左右，即便如此，仍然无法避免2011年春节消费旺季行业人员流失率在15%以上的现实。基于以上严峻形势，我们分别对6家A股上市超市企业从2003年起的财务数据进行了计算分析，发现在过去8年间我国超市行业领先企业的人工费用率稳步上行，尤其在07、08年左右行业人力成本明显加速上升，从之前的人工费用率普遍在4%左右上升至6%以上，个别主营业务分布于一线城市的企业甚至达到了7%。

我们进一步将时间轴拉长，考察了我国批发零售行业人力成本自2000年以来的变动，发现虽然行业人员平均工资在最近十年均以高于GDP的速度增长，但行业的人力成本占比于2008年之前都是在下降，自2008年之后出现反弹回升。图26所显示的趋势与我国最近十年来消费率的变化一致，后者随着国家经济结构调整政策的实施于09年触底回升。我们认为随着国家经济结构调整的深入推进，我国批发零售行业从业人员费用率将稳步进入上升通道，尤其批零行业中劳动力最为密集的超市子行业，将感受着人力成本上升带来的财务压力。经过分析，我们认为这种压力主要来自于政策收紧、经济转型及通胀倒逼等一系列因素。

图23 主要超市企业近年人力成本变化

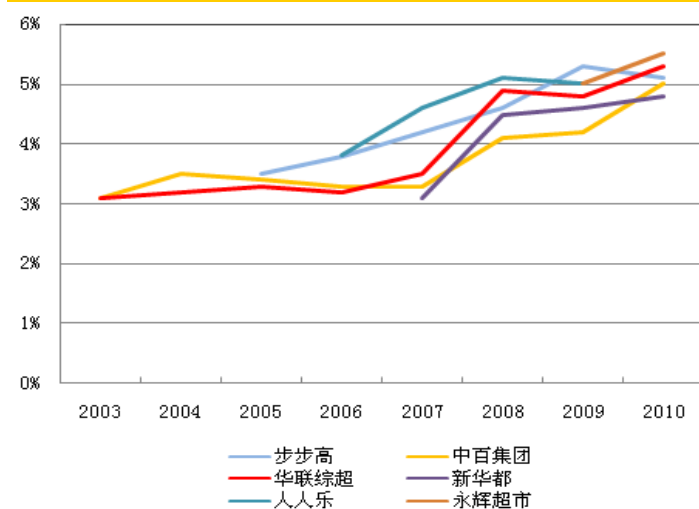
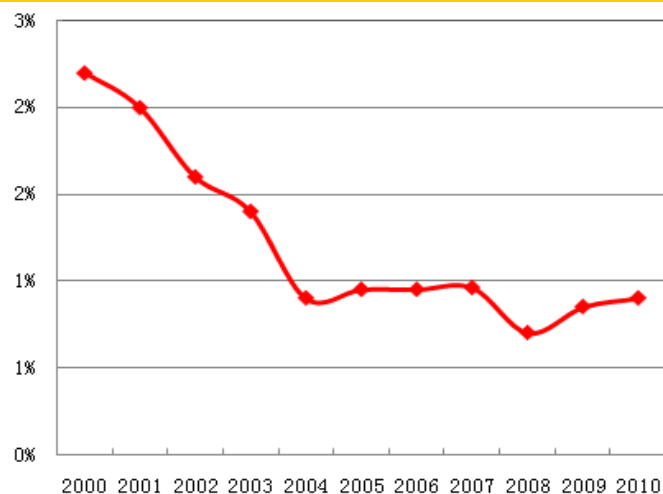


图24 我国批零行业近年人员费用率的变化



数据来源: Wind, 爱建证券研发部

## 4.2 目前超市业的发展态势

超市行业是一个进入门槛较低, 业态活跃、竞争激烈的行业, 该业态在上世纪 90 年代被引入国内市场以来实现了快速的发展。从超市板块相关上市公司的整体经营业绩可以看出, 过去 5 年, 营业收入从 2000 年的 55.95 亿元增加到 2010 年的 886 亿元, 增长了将近 16 倍, 年均增速 37 %; 而同期净利润则从 2.72 亿元增加到 19.90 亿元, 年均增速 27 %。

图 25 超市行业近期收入及增速

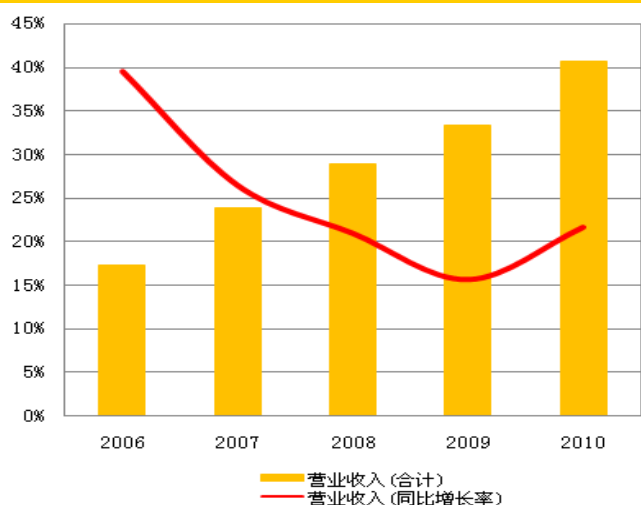
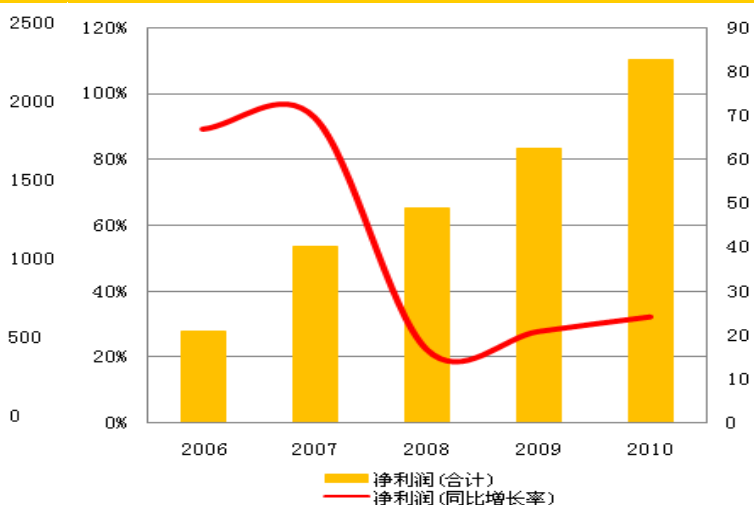


图 26 超市行业近期净利润及增速



数据来源: Wind, 爱建证券研发部

超市行业未来发展过程中的以下趋势应当引起投资者关注：

1、业态多元化：我国超市业态类型已由早期千店一面逐渐分化出不同种类类型，其中包括：营业面积在 2000—5000 平方米，为特定居住区顾客服务的综合型超市；营业面积在 1 万平方米以上，实行廉价销售，经营品种齐全，有足够辅助面积的大卖场；营业面积一般在 1000 平方米以下，主要经营食品和日用百货的便利型超市；为满足小型商店、集团采购的仓储式超市等。

2、经营规模化：随着超市行业的发展，超市的经营规模也呈现出上升的趋势。这种上升趋势主要体现在两个方面：一是连锁超市公司的门店数量急剧上升；二是超市的单店面积不断扩大。通过连锁经营发挥规模效益是超市发展重要手段。较大的经营规模使得超市企业在与供应的博弈环节处于相对强势地位，从而获得更多的利润空间。

3、自有品牌系列化：通过自有品牌建设充分发挥品牌效应是目前超市发展的明显趋势。在超市竞争日趋白热化的经营环境中，开发和经营自有品牌既能达到降低进货销售成本，又能为消费者提供满意的商品。

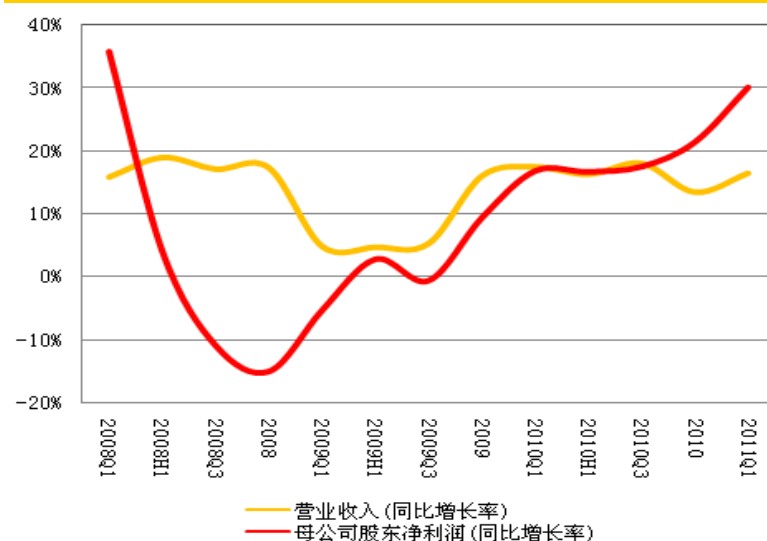
4、物流配送中心快速发展：物流中心的建设在超市的发展经营中扮演着重要的角色，专业的物流配送中心运用先进电子技术，将极大地提高超市运营效率，降低物流成本，提高企业的整体竞争力。目前常见的物流配送主要有两种模式，一种是自建配送中心，即超市经营的所有商品全部由自己的配送中心配送；另一种模式是内外配送服务并用，有些企业虽然建立了自己的配送中心，但是也使用第三方的配送服务。

5、投资主体多元化：相对于百货行业而言，超市进入门槛较低但市场空间巨大，因此吸引了大量投资者，投资主体结构日益呈现多元化趋势。不仅国有商业企业积极参与超市经营，外资、私营等经济也大规模涌入超市领域，使连锁超市市场充满活力和生气，但也带来了市场竞争的白热化。其中特别需要关注的是，外资企业在国内超市行业中扮演着举足轻重的角色，大润发，沃尔玛，家乐福等在行业内处于领先地位。

### 4.3 行业经营业绩

超市行业的整体运营状况已经完全走出了金融危机的影响，营业收入增长率以及净利润增长率均已恢复到危机前的水平，并在近期呈现加速上升的态势。在政府推动消费拉动经济，居民收入增加，特别是低收入阶层工资快速增加的大背景下，预计下半年超市行业将延续上半年的增长势头。

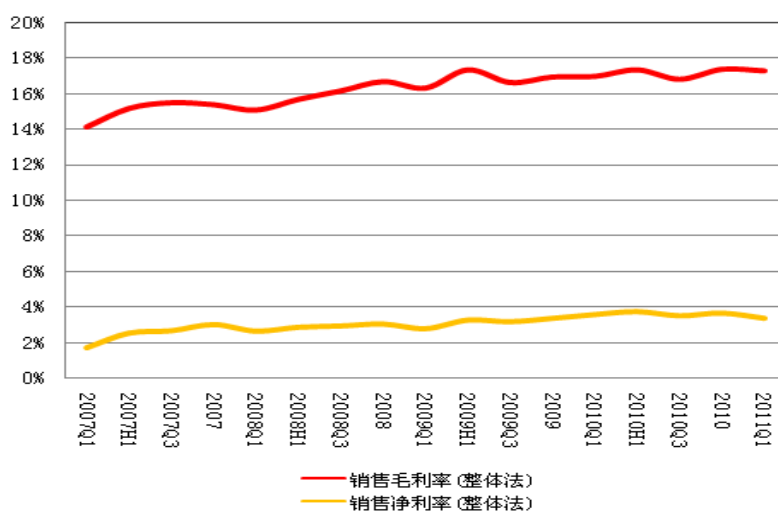
图 27 超市行业营业收入和净利润同比增速



数据来源: Wind, 爱建证券研发部

超市行业整体的毛利率和净利率水平相对稳定,即使在金融危机期间也波动不大。2011 年一季度,行业毛利率水平为 19.54%,净利率水平为 2.82%,与去年同期基本持平。行业的三费比率也保持了相对稳定,但呈现出有规律的周期性波动。预计今年下半年行业运营仍将保持稳定。

图 28 超市行业毛利与净利率同比增速



数据来源: Wind, 爱建证券研发部

## 4.4 行业估值

目前超市行业的动态 PE 为 22 倍，接近历史最低点，且动态估值溢价率也回调至 50% 左右。具体来看，行业 PE 估值历史低点出现在 08 年金融危机发生后，08 年 10 月和 11 月是行业 PE 唯一跌破 20 倍的一段时间。我们认为，金融危机带来的市场恐慌和下跌预期短期不太可能再出现，行业 PE 回升属大概率事件。不过值得注意的是行业静态 PE 倍数仍是大幅高于 1.47 倍的平均水平，当前超市行业估值在一定程度上反映了部分向好预期，并且受益于国家相关政策的影响，该行业仍有望维持高估值。我们建议投资者可以关注布局中西部+估值合理的上市公司。

图 29 超市行业近期动态市盈率变化

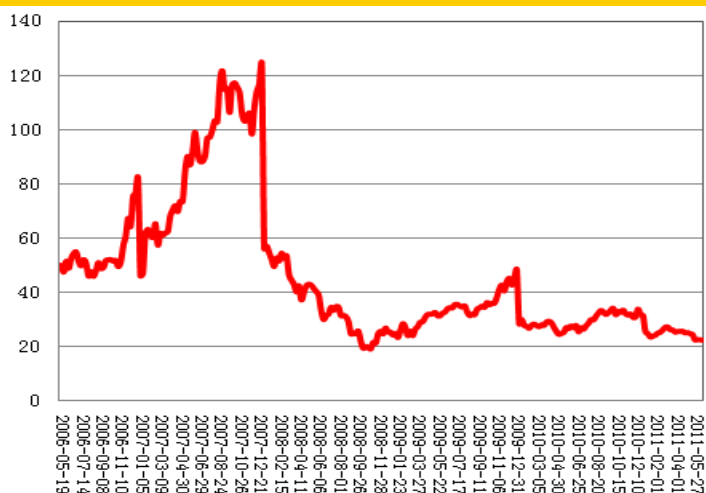
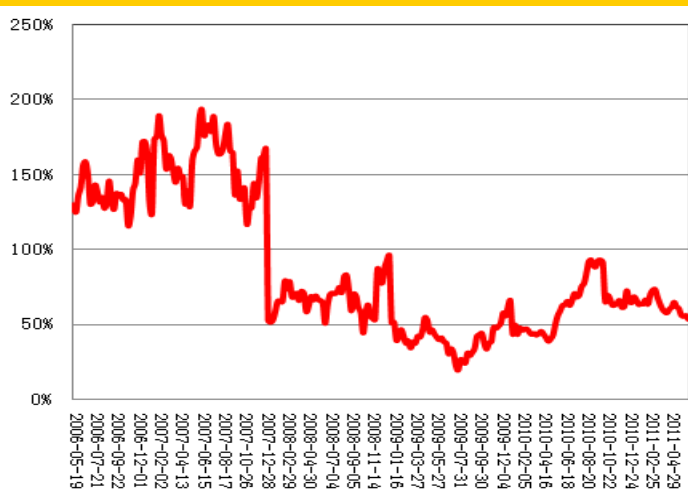


图 30 超市相对全盘 A 股估值溢价



数据来源：Wind，爱建证券研发部

## 4.5 投资策略

温和通胀环境下，超市营业收入增速有望加快，毛利率缓慢回升。这主要是由于 CPI 的成分主要由日用消费构成，而超市又以日用消费品的销售为主，通胀将有望为超市的短期经营带来量价齐升的局面。这一方面是由于对未来价格上涨的预期会助推超市销售量的增长，另一方面则是超市所售产品以必需品为主，因此有利于超市将价格压力传导给终端消费者。

在全国范围最低工资连续大幅上涨，个税起征点提高的大背景下，中低阶层收入水平将迎来一波快速的上涨，与中低阶层消费联系紧密的超市业态有望从中受益。建议投资者重点关注布局中西部+合理估值的上市公司，这主要是因为在国家经济调整的大背景下，近年来中西部地区经济的增长步伐明显加快，

无论是 GDP 增速还是社会消费品零售总额的增速均呈现赶超东部发达地区的态势。同时随着一、二线城市市场的日渐饱和，三、四线城市将为企业的扩张提供新的空间。同时，考虑目前三四线城市经济发展的现状，我们判断超市业态更符合目前的市场环境，有望在当地经济发展、居民收入提升和消费升级的大背景下获益。建议重点关注中百集团（000759）。

## 5. 非超市类连锁：规模效应+后台壁垒

### 5.1 专业连锁企业所处行业集中度仍然很低

从专业连锁的状况来看，国内A股市场中主要存在三大类专业连锁销售领域，分别是以苏宁电器为代表的传统专业连锁、以宏图高科为代表的3C专业连锁以及以吉峰农机为代表的新细分类连锁企业。目前专业连锁行业经过前几年的扩张和兼并，集中度有所提升，但我们以传统为例，市场上最大的两家企业苏宁电器和国美电器市场占有率总和也只占有约15%左右，行业集中度仍然较低。同时，我们认为手机销售、电脑及周边销售、农机销售、农资销售等行业竞争还不及家电零售行业激励，扩张和兼并过程才刚刚起步，行业集中度相对更低。

表5 上市专业连锁企业所在行业集中度情况

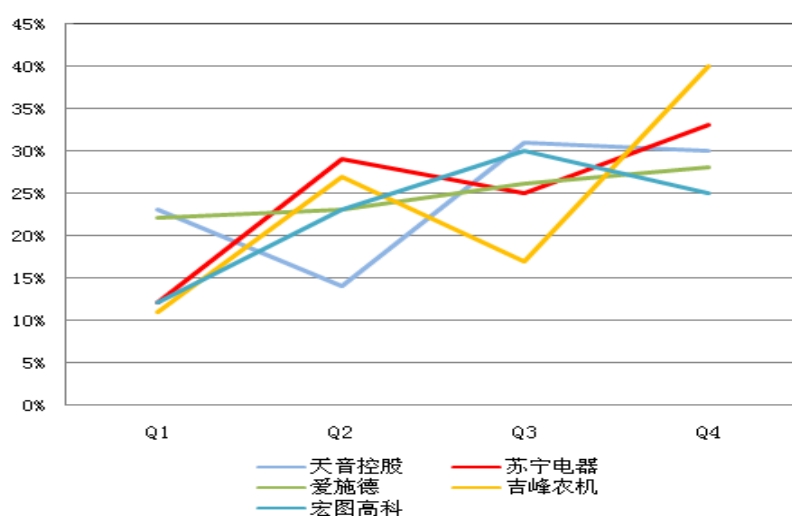
| 行业      | 上市公司 | 行业规模排名 | 市场占有率       |
|---------|------|--------|-------------|
| 家电零售    | 苏宁电器 | 1      | 约 7-8%      |
| 手机销售    | 天音控股 | 1      | 约 33%       |
| -       | 爱施德  | 3      | 约 19%       |
| 电脑及周边销售 | 宏图高科 | 暂无     | 暂无          |
| 农机销售    | 吉峰农机 | 1      | 约 1-1.5%    |
| 农资销售    | 辉隆股份 | 1(区域内) | 约 15%(安徽省内) |

资料来源：爱建证券研发部

### 5.2 通常行业三四季度业绩好于一二季度

我们主要从历史数据看，专业连锁行业上市公司三、四季度收入和业绩普遍要好于一、二季度。我们认为这主要是由于专业连锁行业公司上半年更注重扩张计划的部署和实现，而到下半年会加速冲刺以达成年度业绩计划。在行业一系列扩张整合结束之前，我们认为这种趋势将继续得以持续。

图31 下半年盈利通常高于上半年

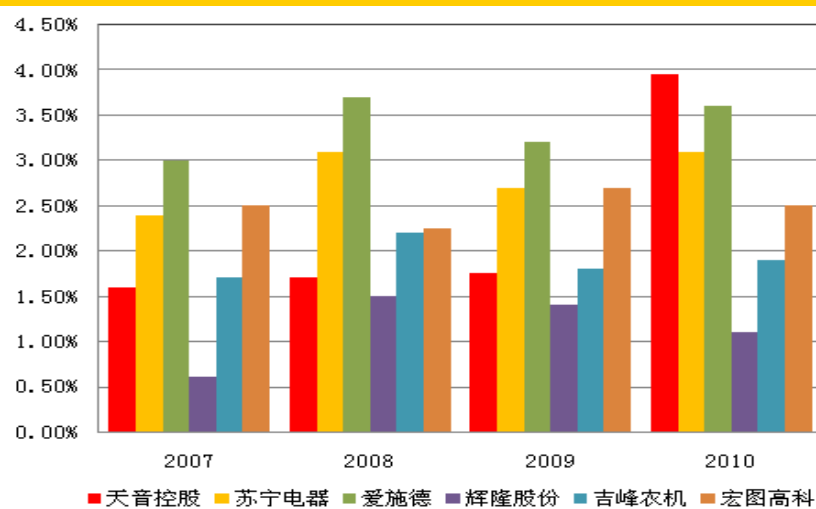


数据来源: Wind, 爱建证券研发部

### 5.3 通胀和人工成本上涨带来的提价预期

我们认为下半年开始专业连锁商品提价预期升高,这主要是由于通胀所导致的原材料上涨和人工成本上涨的压力传导到了流通环节。同时我们发现去年和今年上半年,专业连锁企业的成本上升较快,但大部分产品并未随成本上升而提价,因而相对产品多元化的超市行业和以联营为主的百货行业,下半年专业连锁商品有较强的提价预期。

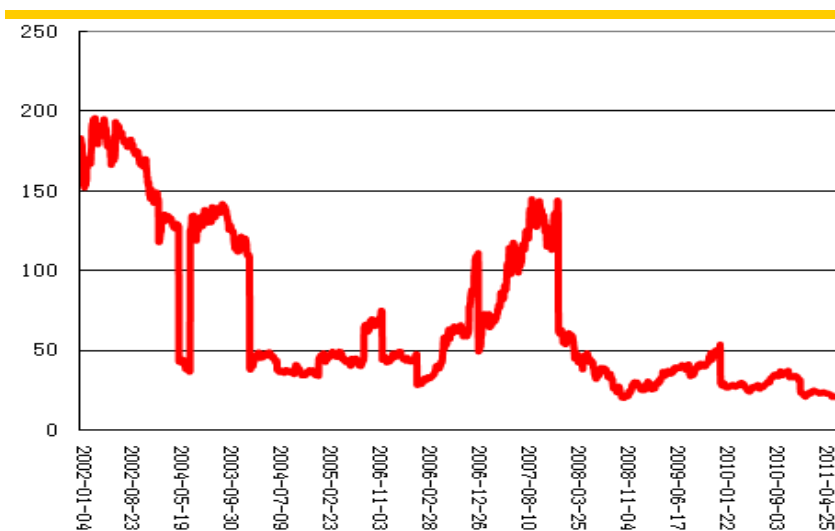
图32 连锁行业人工成本上涨情况



数据来源: Wind, 爱建证券研发部

总体来看，我们认为行业在蛰伏了几年后，从下图可以看出估值已经具备优势。同时，伴随着行业基本面向好，下半年开始有较强的业绩刺激和商品提价预期，估值也有望回升，该行业值得期待。目前主要的投资思路在于两点，一是看好有规模效应的行业龙头，如苏宁电器，吉峰农机等。专业连锁行业是规模效应最明显的行业。现阶段行业规模仍在扩大，集中度不高，外延扩张仍是公司主要发展方向，而上市的行业龙头已有一定规模且具备融资优势，最有可能快速扩张，获得规模效应；二是看好具有后台壁垒的公司如苏宁电器，后台壁垒将短期内支持公司扩张和竞争，长期将成为公司稳定和提高毛利率的保证，可成为长期价值关注的重点。

图 33 专业连锁行业近期市盈率变化



数据来源：Wind，爱建证券研发部

## 6. 电子商务：关注开展B2C业务传统零售商

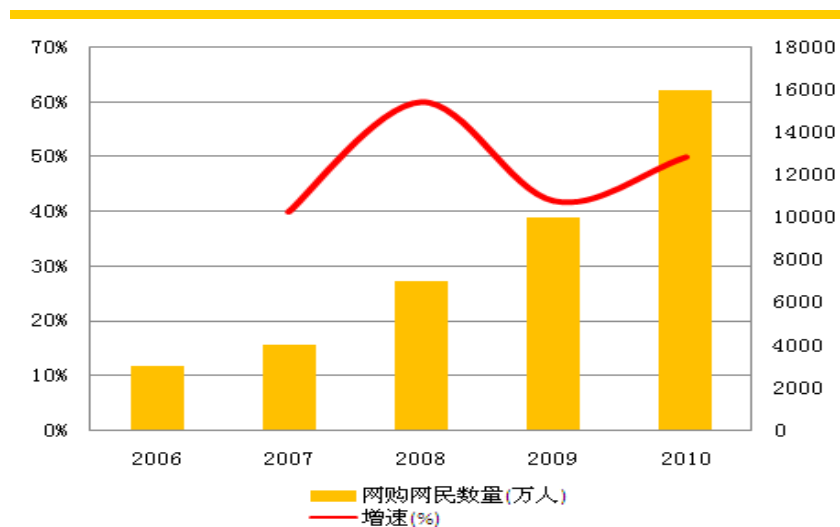
### 6.1 电子商务的发展现状

中国网上购物的历史起始于1998年，但受制于物流配送，支付手段，消费习惯等问题，2004年以前国内的网购业务发展缓慢。之后随着互联网的逐步普及，和中国互联网一同成长起来的中青年逐渐成为消费主体，以及结算方式和物流配送体系的日益完善，国内的网络购物市场开始了迅猛发展。

根据中国互联网络信息中心的统计，我国网购人数从2006年的3233万人增加到2010年的1.6亿人，年均增速将近50%，然而和中国4.50亿的网民规模相比，网购用户仅为网民规模的三分之一，而这一比例在欧美互联网普及较

高的地区稳定在三分之二。因此我国网络购物的潜力还有较大的成长空间。

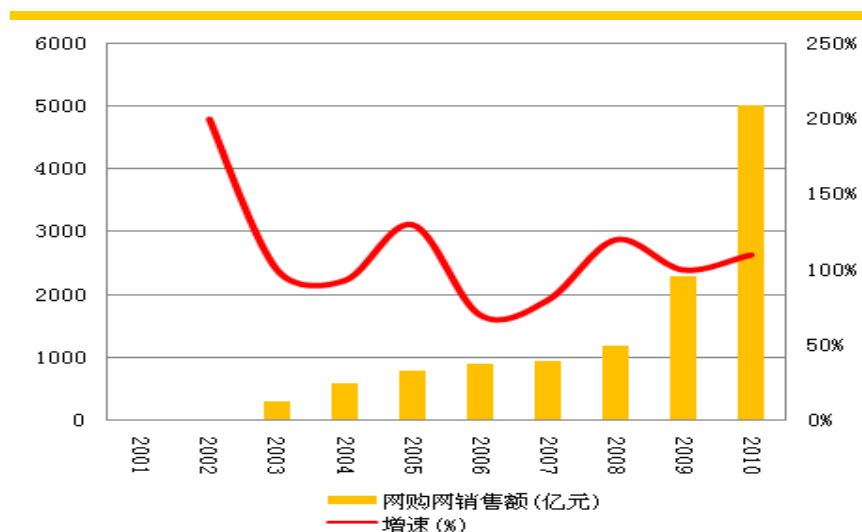
图 34 网购网民数量及增速情况



数据来源：Wind，爱建证券研发部

同期，我国网络购物的市场规模也出现了突飞猛进的发展，从2001年的6亿元发展到2010年的5131亿元，年均增速高达115%，远远超过同期社会消费品零售总额年均16%的增速。

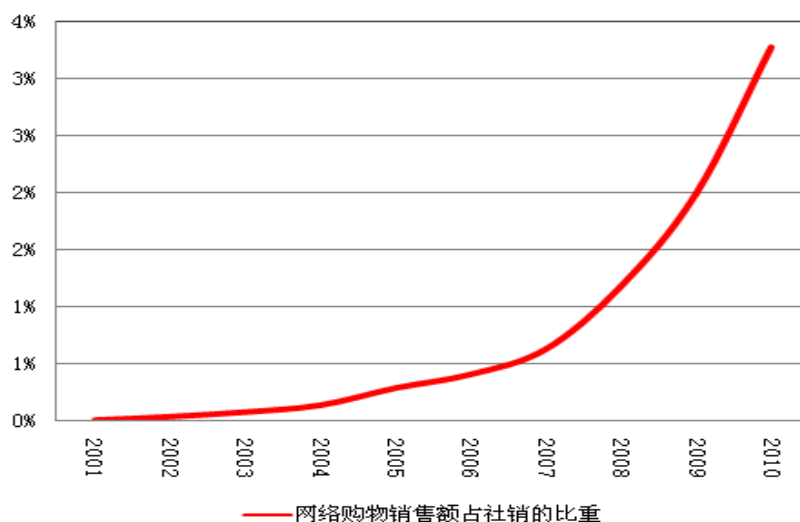
图 35 网购销售额及增速情况



数据来源：Wind，爱建证券研发部

目前在经过十年的快速发展之后，网络购物占社会消费品零售总额的比例迅速扩大，但绝对值依然较小，截至2010年，这一比例仅为3.27%，未来还有较大的提升空间。

图 36 网购销售额占社会消费品零售总额比例



数据来源：Wind，爱建证券研发部

随着网络购物爆发式增长，其重要性已经得到政府部门充分认可，根据商务部 09 年发布的《关于加快流通领域电子商务发展的意见》，未来政府部门对于电子商务的扶持力度将持续加大，力图创造更加规范的网上交易环境，并扶持一批规范的网购企业，力争到“十二五”期末，网络购物交易额占我国社会消费品零售总额的比重提高到 5% 以上。当然，结合网购市场目前的发展形势，我们认为这一目标在未来一至二年内便可实现。

## 6.2 传统零售商或将迎来新的发展机遇

目前网上商城在我国仍然处于导入期，其主要经营模式包括以京东商城为代表的 B2C 模式和以淘宝为代表的 C2C 模式。然而目前我国在线零售商的竞争格局还是以纯电子商务企业为主导，在艾瑞咨询刚刚公布的 2010 年 B2C 排名中，仅有苏宁易购一家进入了前十名，且交易规模与排名一二的淘宝商城、京东商城存在较大差距。出现这种局面的原因，主要是由于网络经营与实体经营存在较大差异，而传统零售企业缺乏网络销售的经验，如何处理线上线下业务的冲突也使部分零售商不敢贸然启动线上业务。另外我国消费市场空间很大，实体门店仍有较大发展空间，因此部分传统零售商进军网购市场的动力不足。

表 6 2010 年中国网络销售规模 Top10

| 排名 | 网站名称  | 网站类别 | 成立时间 | 2010 年交易额(亿元) | 2010 年客单价(元) |
|----|-------|------|------|---------------|--------------|
| 1  | 淘宝商城  | 综合百货 | 2008 | 300           | 145          |
| 2  | 京东商城  | 综合百货 | 2004 | 102           | 350          |
| 3  | 卓越亚马逊 | 综合百货 | 2000 | 30            | 125          |
| 4  | 当当网   | 综合百货 | 1999 | 22.6          | 91           |
| 5  | 凡客诚品  | 服装服饰 | 2007 | 18.5          | 160          |
| 6  | 新蛋网   | 家电数码 | 2001 | 18            | 330          |
| 7  | 红孩子   | 母婴用品 | 2004 | 15            | 180          |
| 8  | 麦考林   | 服装服饰 | 1996 | 12.1          | 150          |
| 9  | 苏宁易购  | 家电数码 | 2007 | 10            | 1000         |
| 10 | 一号店   | 综合百货 | 2008 | 8.1           | 120          |

数据来源：爱建证券研发部

不过，近一两年来值得注意的是部分上市公司已经建立了自己的网上交易平台，如苏宁易购，百联E购等。总体上在众多的传统零售商中，我们看好全国布局的大型零售商进军B2C市场，因为他们的品牌号召力、客户体验与服务、强大的物流链等优势，是目前纯网络零售商以及绝大多数传统零售商所无法比拟的。

表 7 部分开展网络购物业务的上市公司 2010

| 序号 | 公司简称         | 网点名       | 网址                        |
|----|--------------|-----------|---------------------------|
| 1  | 苏宁电器(002024) | 苏宁易购      | www.suning.cn             |
| 2  | 百联股份(600631) | 百联 E 城    | www.blemall.com           |
| 3  | 王府井(600859)  | 王府井网上商城   | www.goonow.com            |
| 4  | 大商股份(600694) | 大商网上商城    | www.66buy.cn              |
| 5  | 西单商场(600723) | 西单商城 I 购物 | www.igo5.com              |
| 6  | 天虹商场(002419) | 网上天虹      | www.myrainbow.cn          |
| 7  | 广百股份(002187) | 网上广百      | www.eshop.grandbuy.com.cn |
| 8  | 武汉中百(000759) | 中百网       | www.zon100.com            |

资料来源：爱建证券研发部

## 7、行业风险提示

我们认为行业景气度变化与宏观经济一般有 1-2 个季度左右的时滞，主要风险存在于以下几个方面

- 宏观经济发生重大变化。
- CPI 持续的增长演化成为恶性通胀。
- 居民实际收入与未来收入不断低于预期。
- 行业估值水平处于相对高位时期。

## 8、行业评级与重点公司介绍

### 8.1 给予下半年“强于大势”评级

作为业绩成长极其稳定的行业，对零售板块的过度悲观或过度乐观都会犯错。目前零售行业无论是绝对估值、相对大盘、相对其他大消费子行业的估值，都处于合理区域，充分反映了市场对行业前景的担忧。我们认为持续回调下的零售板块已经具有一定的投资价值，三季度稳健布局正当时。

此外，我们对于行业上半年业绩整体较为乐观，大部分商业零售企业 4、5 月份销售较好，收入增速相比一季度持平或略微放慢，但基本上可以延续一季度较好的态势，我们预计出来的半年报增速略低于一季度超预期的平均40%的增速，但也能达到30%-35%左右的水平。同时，我们还考虑到国家对于行业的扶持态度总体上不会发生太大的变化，虽然近期行业受到了一些不利因素的干扰，但我们认为这些措施对行业的短期影响要大于中长期，且影响面并不大。随着行业旺季的逐步到来，即使下半年经济增速放缓，行业增速相对下降幅度不会太大，给予行业“强于大势”的评级，下半年继续看好。

在个股选择方面除了追寻上述子行业的投资逻辑外，我们认为随着中低收入阶层收入的提高，食品类的消费占比会不断下降，可选消费品市场将会有更为可观的发展。同时，高收入群体的收入增长后奢侈品消费市场也将会迅速发展。因此，我们认为下半年开始增长相对较快较明确的中高端百货类零售商、黄金珠宝零售商和奢侈品零售商行值得继续关注。

### 8.2 行业主要公司情况

#### ✓ 友好集团(600778)

公司是新疆地区唯一的商业零售企业，应该说在当地具有一定的市场份额与影响力。目前在政策面继续利好公司发展的前提下，我们也看好公司未来的前景，当然这不仅在于公司将享受政策红利带来的区内消费快速增长，还在于其现有门店在区域内具备了规模、品牌及商圈的优势，在当地具有一定的消费者认同度。随着公司管理团队发展战略的清晰，公司业务的快速增长趋势将得以保持。同时，由于公司现阶段的净利润增长有望继续保持较好增速，再加上地产业务步入结算期，使得我们对公司全年利润的增长也抱有信心。目前公司的门店扩展也在有序推进中，已在克拉玛依、昌吉、石河子、哈密、阿克苏、阿勒泰等经济发展水平较高的地区进行考察和项目储备，其中南疆地区将是公司外延扩张的重点区域。

### ✓ 天虹商场 (002419)

公司是一家以社区性连锁百货为主的商业零售企业，其独特的“百货+超市+X”的经营模式在业内十分具有特点。目前公司的门店已进入深圳、厦门、南昌、福州、长沙、杭州、苏州、北京等12个城市，拥有天虹直营连锁百货商场39家，营业面积达98万多平方米；君尚直营门店1家，营业面积3.78万平方米；此外，公司还管理着3家特许加盟店。值得注意的是每年8-10家门店的扩张为公司提供了持续的收入增长点，而公司在重视收益管理的同时，新店边际收益的不断提升也将会是公司利润高速增长的有利保证。同时，改造后的君尚百货将定位高端，现位置优越，重新开业后品牌档次上了一个台阶，预计将对公司2011年及以后收入带来教大的贡献。

### ✓ 中百集团 (000759)

公司是湖北地区的超市龙头企业，现共有仓储超市130家，便民超市492家，主要分布在湖北和重庆两个地区。去年这两个地区的仓储门店同店增长分别为6%和5%，销售收入同比增长17%至101亿元，实现净利润2.13亿元，同比增长24%，基本符合我们的预期。此外，今年年初伊始湖北地区仓储超市同店增长也达到了11%，远高于去年同期的负2%的水平，表明公司业绩有继续向好的动力，预计公司也基本能达到原本计划的未来2-3年内新开60-70家的目标，再加上前期公司配股申请获得中国证券监督管理委员会发行审核委员的通过，公司的中长期发展前景值得期待。

### ✓ 王府井 (600859)

公司是目前A股市场网络布局较为完善的百货零售公司之一，且从门店布局和开业时间来看，未来利润增长点也较为有序。此前公司利润主要来自于北京王府井大楼、双安、长安商场、成都王府井等门店；公司早期在东部广州、武汉等地布店由于受到位置和体量限制，未来的利润提升空间相对有限，而我们预计未来2-3年内，长沙、西宁、包头、重庆等次新区域门店将成为公司利润的核心增长点，随后太原、兰州、昆明等新生代店有望依靠其大体量、购物中心模式接过利润增长的接力棒。值得一提的是，公司众多潜在利润点都在我国西北及西南重镇，有望分享未来国家中、西部经济发展的成果。

### ✓ 友谊股份 (600827)

2010年公司进行了资产重组并在今年年初获得了通过，完成重组后的新友谊收入规模预计将达到400亿以上，形成涵盖百货店、购物中心、奥特莱斯、

连锁超市、建材店等多品牌、多业态的经营结构，是沪上以超市与百货连锁为核心的商业航母。未来新友谊的收入及利润主要来源也将来自于友谊股份原有的超市和百联股份原有的百货业务。这两项业务之前分别是原友谊和百联的优质核心资产，合并后也有望使公司的规模优势及盈利能力得以进一步体现。去年这两家公司的业绩分别好于我们的预期，尤其是百联股份的业绩更是创出了近年来的新高，为之正式合并后两家公司的盈利前景打下了相对乐观的基础。

#### ✓ 鄂武商A(000501)

公司在零售行业中属于正处在成长期中的区域性商业龙头。目前公司共拥有百货门店7家，量贩式超市67家。前年开始公司百货系统全面提档升级，扩大了化妆品类和女装的经营销售规模，实现销售收入同比增长21.8%，且由旗下国际广场、武汉广场和世贸广场组成的武商摩尔城也实现了较好的融合，形成了协同效应。同时公司亚贸广场的外立面改造，以及建二商场、襄樊购物中心的升级改造也初见成效。此外，09年全年新开网点达16家并有4家门店完成改造，新增经营面积14.7万平方米。2010年公司除了继续投入摩尔城项目外，还拟新开10-15家量贩店，并在购物中心业态上强势进入十堰、宜昌、恩施等省内地区。

#### ✓ 通程控股(000419)

公司是立足于湖南省的区域连锁商，其主要经营的业态有家电连锁、百货业务、超市业务、酒店业务和典当业务等。其中家电连锁业务是公司的主力业务，也是公司竞争力较强的业务；公司在湖南省拥有37家门店，营业面积共计11.7万平方米；形成了以长沙为中心，向周围二三线城市辐射的布局。百货业务方面，公司有6家百货门店，以东塘、河西以及长沙次级商圈为主，与友阿股份相比，百货业布局相对较弱。不过，随着长株潭一体化的进程及湖南区域经济的发展，公司在次级商圈的布局将带来巨大的增长空间。同时受益于家电下乡、以旧换新等家电政策以及消费增长，公司营收也有望继续保持较好增长。

#### ✓ 老凤祥(600612)

公司是一家主营金银珠宝首饰设计、生产、销售为一体的企业。目前公司的生产经营流程已相对成熟，其中黄金饰品的经营规模位于全国前列，销售份额占全国市场的14%。细分来看，公司零售收入占饰品销售总收入的70%，批发占比30%。现阶段公司产品的批发商已超1200多家，现有加盟店400多家，主要集中于长三角地区；而银楼主要位于上海地区，共有60多家店，其中上海地区就有40多家。未来公司计划继续增加门店在50家左右。同时，大股东黄浦区国

资委扶持公司发展的态度也比较明确，在完成资产注入后，老凤祥的盈利进一步提升，将为公司制定的5年内业绩翻一番目标打下基础。

表 8 重点公司盈利预测情况

| 简称   | 股价    | 基本每股收益(元) |      |      | 市盈率   |       |       | 市销率   |       | 评级 |
|------|-------|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |       | 10        | 11E  | 12E  | 10    | 11E   | 12E   | 10    | 11E   |    |
| 苏宁电器 | 12.63 | 0.57      | 0.77 | 0.88 | 24.31 | 16.80 | 13.21 | 1.11  | 1.07  | 推荐 |
| 中百集团 | 12.32 | 0.42      | 0.52 | 0.65 | 35.15 | 26.45 | 20.86 | 0.67  | 0.52  | 推荐 |
| 鄂武商A | 17.00 | 0.60      | 0.75 | 0.95 | 33.09 | 22.37 | 16.99 | 0.77  | 0.61  | 推荐 |
| 合肥百货 | 17.74 | 0.60      | 0.80 | 0.95 | 36.69 | 22.91 | 20.22 | 1.21  | 0.86  | 推荐 |
| 新华百货 | 25.85 | 1.04      | 1.30 | 1.48 | 27.16 | 20.80 | 16.12 | 1.24  | 0.95  | 推荐 |
| 欧亚集团 | 27.20 | 0.78      | 1.03 | 1.26 | 34.86 | 25.50 | 19.26 | 0.77  | 0.71  | 推荐 |
| 广州友谊 | 21.05 | 0.93      | 1.15 | 1.36 | 30.71 | 18.96 | 15.37 | 1.96  | 1.56  | 推荐 |
| 通程控股 | 7.12  | 0.31      | 0.45 | 0.60 | 40.15 | 21.49 | 16.28 | 0.93  | 0.80  | 推荐 |
| 重庆百货 | 42.76 | 1.41      | 1.60 | 1.80 | 89.48 | 23.54 | 18.54 | 0.60  | 0.50  | 推荐 |
| 老凤祥  | 34.05 | 0.84      | 1.10 | 1.36 | 39.89 | 26.95 | 19.83 | 0.70  | 0.44  | 推荐 |
| 王府井  | 38.53 | 1.21      | 1.63 | 1.87 | 50.26 | 26.67 | 21.05 | 1.08  | 0.83  | 推荐 |
| 友阿股份 | 20.33 | 0.64      | 0.80 | 1.01 | 34.16 | 23.48 | 15.67 | 1.80  | 1.30  | 推荐 |
| 友谊股份 | 16.69 | 0.63      | 1.50 | 1.76 | 27.66 | 6.10  | 5.36  | 0.25  | 0.22  | 推荐 |
| 友好集团 | 11.40 | 0.36      | 0.47 | 0.58 | 54.34 | 23.35 | 16.29 | 1.13  | 0.96  | 推荐 |
| 天虹商场 | 20.66 | 1.28      | 1.55 | 1.83 | 43.14 | 25.57 | 19.63 | 1.49  | 1.15  | 推荐 |
| 小商品城 | 33.13 | 0.67      | 1.40 | 1.81 | 53.79 | 25.06 | 16.81 | 12.67 | 11.98 | 推荐 |

数据来源:爱建证券研发部

## 附录：近年来行业主要政策面动向

| 时间           | 行业主要政策                              | 相关内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------|-------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2008. 11. 09 | 国务院会议明确进一步扩内需、促经济增长的十项措施            | 提高城乡居民收入：提高明年粮食最低收购价格，提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准，增加农民收入；提高低收入群体等社保对象待遇水平，增加城市和农村低保补助，继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2008. 11. 23 | 发改委将起草刺激国内消费方案                      | 旨在扩大居民收入、全面刺激国内消费。内容可能涉及调高个税起征点、大范围提高社会工资、建立对低收入阶层补贴的长效保障机制、实现城镇职工基本医疗保险、大幅度降低服务性消费成本、提高住房货币补贴的标准等数个领域。                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 2008. 11. 27 | 商务部出台七条关于做好扩大消费工作的指导意见              | 明确商务部要重点促进七方面的消费：（1）科学规划布局，优化流通网络，促进便利消费（2）引领市场需求，开发特色商品，促进热点消费（3）发展旧货流通，回收再生资源，促进循环消费（4）扩大赊购赊销，改善支付环境，促进信用消费（5）减少流通环节，降低流通成本，促进实惠消费（6）保障商品质量，净化市场环境，促进安全消费（7）抓住旺销时段，强化市场营销，促进节假日和会展消费。                                                                                                                                                                                       |
| 2008. 12. 08 | 国务院办公厅有关当前金融促进经济发展的若干意见             | 落实和出台有关信贷政策措施，支持居民首次购买普通自住房和改善型普通自住房。加大对城市低收入居民廉租房、经济适用房建设和棚户区改造的信贷支持。支持汽车消费信贷业务发展，拓宽汽车金融公司融资渠道。积极扩大农村消费信贷市场。                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2008. 12. 30 | 国务院办公厅发布《关于搞活流通扩大消费的意见》             | （1）健全农村流通网络，拉动农村消费。（2）增强社区服务功能，扩大城市消费。（3）提高市场调控能力，维护市场稳定。（4）促进流通企业发展，降低消费成本。（5）发展新型消费模式，促进消费升级。（6）切实改善市场环境，促进安全消费。（7）加大财政资金投入，支持流通业发展。                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2009. 02. 09 | 商务部将采取六大措施搞活流通，扩大消费                 | （1）健全农村流通网络，拉动农村消费。（2）增强社区服务功能，扩大城市消费。（3）提高市场调控能力，维护市场稳定。（4）促进流通企业发展，降低消费成本。争取在企业自身努力下，政府创造一些条件，培养一些跨地区、能够承担社会责任的流通企业，使流通企业自身的发展、市场的控制能力和市场的覆盖能力得到增强。（5）发展新型消费模式，主要是扩大银行刷卡消费。（6）切实改善市场环境，提高消费者信心。商务部将重点严厉打击销售假冒伪劣产品、商业欺诈等违法违规行为，打破市场垄断，同时要促进零售商、供应商公平交易。                                                                                                                      |
| 2009. 03. 02 | 商务部办公厅发布关于做好培育和发展消费热点工作的通知          | （1）将培育和发展热点的工作重心放在消费需求潜力大、市场销售增长快、影响带动作用强的领域。（2）是创新营销模式满足城乡居民多样化消费需求，推动消费热点形成，引导消费结构升级。（3）是努力营造有利于消费热点培育和发展的社会氛围。（4）是建立健全培育和发展消费热点的部门协作机制，加强与有关部门沟通协调，建立和完善部门协作机制，形成合力。                                                                                                                                                                                                       |
| 2009. 03. 16 | 商务部明确采取多种措施，促进国内消费持续增长              | （1）大力发展城市社区商业，各地积极推进城市商业，特别是二、三线城市商业设施建设，推进小城镇商业中心建设，加强社区标准化菜市场的改造和建设，完善旧货和再生资源回收体系，鼓励循环消费。（2）加快推进农村流通网络建设，启动新一轮农村市场开发，同时要加快农产品批发市场和农贸市场的升级和改造，全面推进家电下乡，搞好农超对接，完善农村商业信息服务网络。（3）促进内外贸融合，丰富国内市场。针对国内消费者对产品差异化和个性化的要求，部分省市引导出口企业及产品转为内销，促进国内消费增长。（4）沿海城市积极发展现代商业，加强金融服务，扩大信用消费，促进城市耐用消费品升级换代。（5）优化商业环境，各省市积极推动商业企业搞好重点节庆活动，部分省市积极落实对商业企业和工业用电同价政策，加快冷链运输和仓储建设，推动食品安全消费，搞好商业诚信建设。 |
| 2009. 05. 04 | 商务部办公厅发布下发关于在全国开展“扩大消费，创新生活”系列活动的通知 | （1）是提升假日消费，利用节假日大力开展购物节、旅游节、文化节、嘉年华等活动；（2）是扩大会展消费，引导支持重点展会，促进品牌和老字号产品走向全国；（3）是提高家政服务消费，整合现有家政服务资源，为社区居民提供各类便捷安全的服务；（4）是加大信息产品促销力度，推动数码、高清、动漫、游戏等电子产品销售；（5）是扩大家电家具用品消费，开展家具、家电、家纺及家饰产品促销；（6）是提升汽车农机消费，完善汽车销售、保养、维护、加油等服务网络；（7）是促进民特产品消费，加强传统服装，工艺品、食品等特色商品宣传推广；（8）是推动文化休闲旅游消费，结合当地                                                                                             |

|              |                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|--------------|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|              |                                            | 文化、休闲、旅游资源开展各种促销费活动; (9) 是开拓不同群体消费, 根据妇女、儿童、老年群体不同需求特点, 增加个性化、差异化商品供应。                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2009. 07. 02 | 发改委发布《关于做好商业与工业用电、用水同价工作有关问题的通知》           | 按照《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》有关要求, 08 年以来, 各地积极推进商业与工业用电同价工作。目前大部分省区、市商业用电已与工业用电执行相同的目录电价标准; 没有实现同价的省、区、市也适当缩小了商业用电与工业用电的价差。现就进一步推进工商同价, 通知尚未实现商业与工业用电同价的省、区、市, 应认真做好商业与工业用电同价的实施方案, 结合销售电价调整, 尽快实现工商企业用电同价。同时, 各地在调整供水价格时, 也要按照《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》的要求, 遵循“补偿成本、合理收益、节约用水、公平负担”的原则, 简化水价分类, 实行商业用水与工业用水同价。 |
| 2009. 08. 13 | 中国银监会出台《消费金融公司试点管理办法》                      | 管理办法明确了对于成为消费金融公司的主要要求, 同时指出将在北京、上海、天津和成都四城市展开试点。                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 2009. 11. 29 | 商务部继续主推五大措施扩大明年消费                          | 商务部表示将继续实施以“扩大农村、城市、换代、信用以及节庆消费”为主的刺激政策来扩大明年消费。                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2010. 02. 26 | 北银消费金融有限公司成立得到银监会批复                        | 国内首家消费金融公司北银消费金融有限公司得到银监会的开业批复, 正式成立。3 月 1 日起, 市民要购买家用电器、家具, 或者装修、旅游即可到北银消费金融公司申请消费贷款。                                                                                                                                                                                                                 |
| 2010. 03. 08 | 财政部表示今年将更加注重扩大内需                           | 近日财政部表示今年中国将继续实施积极的财政政策, 更加注重扩大内需, 尤其是要把刺激居民消费需求放在更加突出的位置, 具体措施包括: (1) 增加财政补助规模, 提高城乡居民特别是中低收入者消费能力; (2) 落实结构性减税政策, 引导扩大企业投资和居民消费; (3) 完善引导消费的财税政策, 扩大消费需求。                                                                                                                                            |
| 2010. 03. 14 | 商务部表示计划重点在五大消费中下工夫                         | 商务部有关发言人表示今年计划重点在五大消费一即扩大热点费、农村消费、服务消费、循环消费、信用消费中下工夫, 积极扩大整体消费。                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2010. 05. 13 | 国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见出台                  | 在意见中涉及商业的有: (1) 鼓励和引导民间资本进入商贸流通领域的内容; (2) 鼓励和引导民间资本重组联合和参与国有企业改革的内容。                                                                                                                                                                                                                                   |
| 2010. 06. 22 | 国家有关部门表示收入分配方案有望年内出台, 同时实施国民收入倍增计划已基本具备条件  | 人力资源和社会保障部劳动工资研究所所长、中国劳动学会薪酬专业委员会会长苏海南在接受人民日报采访时表示收入分配改革方案年内有望出台, 同时国民收入倍增计划, 目前基本具备了条件, 所以应该在十二五规划或者政府的工作计划里面, 酌情考虑或者采取类似的做法。                                                                                                                                                                         |
| 2010. 10. 18 | 中共中央第十七届五中全会通过了《关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》  | 本次《十二五规划建议》明确提出要坚持扩大内需战略, 建立消费需求的长效机制, 着力保障和改善民生并努力实现居民收入增长与经济发展同步, 同时加强税收对收入分配的调节作用, 努力扭转城乡收入的差距。可以说扩大内需将成为未来五年的首要任务。                                                                                                                                                                                 |
| 2011. 02. 19 | 商务部提出其“十二五”规划拟重点支持 15 家大型流通企业的思路           | 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 家企业将有望在 2004 年公布的 20 家大型企业集团名单中产生。                                                                                                                                                                                                                                   |
| 2011. 02. 25 | 财政部部长表示 2011 年将继续实施积极的财政政策并要着重把握五个大方向      | 财政部部长谢旭人表示 2011 年将继续实施积极的财政政策并要着重把握五个大方向, 其中扩大消费与改善民生再次被明确为重点。                                                                                                                                                                                                                                         |
| 2011. 02. 27 | 国务院总理温家宝与海内外网友在线交流时表示 2011 年将提高个人所得税薪酬的起征点 | 国务院总理温家宝与海内外网友在线交流时, 明确表示 2011 年将提高个人所得税薪酬的起征点, 该事项已列入国务院议事日程, 讨论通过后将报人大批准。                                                                                                                                                                                                                            |
| 2011. 03. 08 | 九部委负责人表示十二五期间, 将大力发展现代服务业, 加快经济结构调整        | 九部委负责人十二五期间, 将大力发展现代服务业, 加快经济结构调整。据发改委人士透露, 十二五服务业发展规划纲要和重点领域改革规划已在编制, 其中成型的方案已报送国务院审批。                                                                                                                                                                                                                |
| 2011. 03. 15 | 商务部相关人士透露, 国内贸易十二五发展规划将争取在 4 月底出台          | 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。                                                                                                                                                                                                         |
| 2011. 06. 15 | 商务部相关人士透露, 我国将进一步降低进口关税, 包括部分中高档商品的关税      | 商务部新闻发言人姚坚近日表示, 我国将进一步降低进口关税, 这包括部分中高档商品的关税, 这是大势所趋, 有关政府部门对这一点已达成共识。                                                                                                                                                                                                                                  |

资料来源: 爱建证券研发部整理

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的 6 个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐：预期未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性：预期未来 6 个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避：预期未来 6 个月内，个股相对大盘跌幅 5%以上

### 行业评级

强于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅 5%以上

中 性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘跌幅 5%以上

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。