



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年10月27日

零售

研究部

郭海燕¹

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511080006
guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511080004
qianbing@cicc.com.cn

政策面转向宽松和鼓励 评“税改”和“三部委扩大消费意见” 对零售板块的影响

投资提示:

前三季度,政策层面对零售市场的支持力度不足,例如对购物卡、打折促销的治理等,影响了投资情绪。而此后,零售商以良好的业绩证明了:这些治理对本分的、有行业地位的公司负面影响甚微。

良好增长的消费市场是经济增长的中流砥柱!昨天三部委联合发文“要求做好十二五扩大消费工作”,今天又以上海为试点拉开税改大幕,各项消费利好政策频出。

政策转向有望带动价值重估,零售商作为各类消费品流通渠道、今年的滞涨消费品种、以及估值最低的非周期性消费板块,其投资价值值得深入挖掘。

理由:

► **增值税制度改革将在上海等服务业发达城市试点:**先在上海交通运输业和部分现代服务业等试点营业税改增值税,并在现行增值税17%标准税率和13%低税率基础上,新增11%和6%两档低税率

——静态来看,由于零售商主要征收增值税,只有租金业务(占收入比重较少)征收营业税,因此短期影响不大。

——动态来看,不应仅仅看做“结构性调税”,而是国家致力于减轻企业税负的开始,未来值得期待更多政策变化,例如:1)重新规定抵扣项,允许商场、物流中心建设、运输车量购置等支出抵扣;2)直接降低增值税率。这两方面都能较大减轻税负、提升企业净利润率。例如,零售企业折旧占销售收入4%,如果能够抵扣增值税,则有望拉动净利润率提升0.5个百分点左右。

► **三部委联合发文要求做好十二五扩大消费工作**

——商务部、财政部和中国人民银行联合发文,明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策,进一步增强流通在扩大消费中的作用,创建扩大消费的良好环境和氛围。

——有两点值得进一步诠释:1)未来消费政策面会更加宽松;2)良好增长的消费市场是经济增长的中流砥柱。

► **未来,会有更多新的有利政策出台,如中高档品牌消费品进口关税降低等**

——这些政策将从各方面上形成利好,提升零售公司盈利能力和估值水平:个税起征点提升以及“收入倍增计划”是针对消费者,让大家“有钱买”;而降低关税则是针对商品,让客户“买得起”;而此次税改是针对企业,让公司“有钱赚”。从各个方面和层次,构建扩大消费的长效机制。

估值与建议:

► **此次政策出台有望作为催化剂,利好上海零售股, A 股重点关注友谊股份、港股关注联华超市。**减税将使企业的成本降低、最终优惠消费者,如果上海的运输成本、服务价格,甚至零售价格普遍低于其他超大一线城市,将会有更多人去上海做生意和消费。上海公司的盈利能力将得到提升,居民收入也会有所增长。而作为上海零售航母的友谊股份(新百联)将首当受益。此外,友谊股份和联华超市,在此轮上涨中落后于其他我们重点推荐的股票,基本面向好趋势未变,随着重组的逐步定调以及此次政策催化剂的出台,有较强补涨动力。此外,可关注其他上海本地股,如豫园商城、上海新世界等。

► **零售公司基本面良好,每年30%的业绩增长有保障,重点关注中金三类核心投资品种:**1)“中西部五朵金花”:合肥百货(23x,显著受益安徽经济高速发展);友好集团(23x,新疆消费第一股);鄂武商(23x,国资委和银泰增持奠定安全边际);王府井(26x,立足北京,致力于中西部发展);重庆百货(22x,重组整合提升业绩)。2)商业物业富裕型:友谊股份(20x,自有物业120万平米,每股NAV可达到24元,资产价值和市盈率双低估)、大商股份(28x, P/S 只有0.4倍,业绩和投资者关系改善)。3)良好的扩张模式:永辉超市(44x,致力于农超对接,模式具备可复制性)、苏宁电器(16x,具备性价比优势)。港股可关注银泰百货(22x)和联华超市(15x)。

¹ 报告贡献人:朱宝国(zhubg@cicc.com.cn)

<相关新闻链接 1>：增值税制度改革将在上海等服务业发达城市试点

<http://www.eeo.com.cn/2011/1026/214372.shtml>

为进一步解决货物和劳务税制中的重复征税问题，完善税收制度，支持现代服务业发展，会议决定，从 2012 年 1 月 1 日起，在部分地区和行业开展深化增值税制度改革试点，逐步将目前征收营业税的行业改为征收增值税。(一)先在上海市交通运输业和部分现代服务业等开展试点，条件成熟时可选择部分行业在全国范围进行试点。(二)在现行增值税 17%标准税率和 13%低税率基础上，新增 11%和 6%两档低税率。(三)试点期间原归属试点地区的营业税收入，改征增值税后收入仍归属试点地区。试点行业原营业税优惠政策可以延续，并根据增值税特点调整。纳入改革试点的纳税人缴纳的增值税可按规定抵扣。

<相关新闻链接 2>：三部委联合发文要求做好十二五扩大消费工作

<http://finance.eastmoney.com/news/1350,20111025171638634.html>

中国网 10 月 25 日讯 据商务部网站消息，10 月 25 日，商务部、财政部和中国人民银行联合下发《关于“十二五”时期做好扩大消费工作的意见》(以下简称《意见》)，明确了“十二五”商务领域扩大消费的指导思想、基本原则、主要任务和财政金融支持政策。这是三部门落实中央“防通胀、扩内需、调结构”部署，进一步增强流通在扩大消费中的作用，加快转变经济发展方式，促进产业结构调整的重要举措。

《意见》指出，“十二五”期间商务领域扩大消费工作以改善民生、满足人民群众物质文化需要为目的，以企业为主体，以市场为导向，以发展现代商贸流通为手段，以促进消费结构升级为重点，以政策法规、标准、规划为保障，逐步建立扩大消费的长效机制。

《意见》强调在扩大消费的同时，要求处理好扩大消费规模和优化消费结构的关系，实现消费又好又快发展；处理好不同收入群体消费之间的关系，实现消费多层次发展；处理好扩大消费与资源环境承载能力的关系，形成与国情相适应的文明、节约、绿色、低碳的消费模式，实现消费的可持续发展。

《意见》明确扩大消费是“十二五”期间商务工作的重要任务，重点是构建统一开放、竞争有序、高效安全、利产惠民的现代商贸流通体系。要进一步完善农村流通网络，发展社区便民服务，促进网络购物、电视购物等无店铺销售形式规范发展，大力促进便利消费。要发展现代流通方式，促进产销直接对接，降低流通成本，大力促进实惠消费。要培育商品、服务消费热点，大力促进热点消费。要完善循环流通网络，推进商业节能减排，倡导绿色消费理念，大力促进循环消费。要完善流通追溯体系，加强商务信用建设，完善市场监管体系，大力促进安全消费。

为创建扩大消费的良好环境和氛围，商务部计划从明年开始，每年确定一个月为“消费促进月”，在全国范围内统一开展以“扩消费、促发展、惠民生”为主题的促销活动。并要求地方商务主管部门充分利用节假日和当地消费特点，合理安排年度促销活动。

财政部门将加大支持力度，强化财政资金的引导作用，着眼于推进现代流通发展，完善市场流通体系，扩大城乡居民消费，突出惠及民生的公益性项目、公共服务性项目、绿色环保项目等支持重点，优化支持结构，完善支持方式，推动提升商贸流通服务业的综合发展水平。银行业金融机构将金融产品，加大对商贸流通企业的信贷支持力度。鼓励消费信贷产品和管理模式创新，支持扩大农村消费。积极推动直接融资工具创新，拓宽商业企业多元化融资渠道。加强银商合作，提升电子结算水平，扩大银行卡使用范围，引导经营者采用银行卡结算，方便刷卡消费。

《意见》要求各地商务主管部门充分认识“十二五”时期扩大消费工作的重要性和长期性，加强扩大消费工作的组织领导，坚持以扩大消费统领本地商贸流通工作，认真分析消费发展的新趋势、新问题，及时总结新经验、新做法，研究提出新思路、新举措，努力构建扩大消费的长效机制。

图表 1: 零售公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010A	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E		2012E	
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	40.64	11,937	122	-	420	245.3%	661	57.2%	0.41	1.43	2.25	98.0	28.4	18.1	133.0%	0.2
	600859.CH	王府井 (经营性全年备考)	38.81	17,960	515	-	680	31.9%	918	35.0%	1.11	1.47	1.98	34.9	26.4	19.6	33.5%	0.8
	002419.CH	天虹商场	22.25	17,804	485	36.3%	655	35.1%	873	33.2%	0.61	0.82	1.09	36.7	27.2	20.4	34.1%	0.8
	3368.HK	百盛集团	9.41	26,447	992	8.9%	1132	14.1%	1,338	18.2%	0.41	0.49	0.60	22.9	19.2	15.8	16.2%	1.2
	825.HK	香港新世界	5.13	8,650	578	5.5%	630	9.0%	718	14.0%	0.34	0.37	0.43	15.0	13.7	12.1	11.5%	1.2
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	18.90	9,832	308	42.6%	421	36.6%	560	33.0%	0.59	0.81	1.08	31.9	23.4	17.6	34.8%	0.7
	600778.CH	友好集团	13.26	4,130	105	73.9%	184	74.7%	276	50.1%	0.34	0.59	0.88	39.3	22.5	15.0	61.9%	0.4
	000501.CH	鄂武商	17.33	8,791	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	29.9	23.5	17.4	31.0%	0.8
	600729.CH	重庆百货	41.45	15,465	527	30.5%	701	33.0%	936	33.4%	1.41	1.88	2.51	29.3	22.0	16.5	33.2%	0.7
	600697.CH	欧亚集团	26.80	4,264	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	32.3	25.9	19.8	27.7%	0.9
	600785.CH	新华百货	23.88	4,953	215	12.3%	259	20.2%	314	21.2%	1.04	1.25	1.51	23.0	19.1	15.8	20.7%	0.9
	002277.CH	友阿股份	21.50	7,508	216	44.5%	301	39.2%	408	35.6%	0.62	0.86	1.17	34.7	25.0	18.4	37.4%	0.7
	600858.CH	银座股份	17.15	4,955	111	-39.3%	181	63.0%	244	35.0%	0.38	0.63	0.84	44.7	27.4	20.3	48.3%	0.6
	600828.CH	成商集团	10.55	4,629	138	8.2%	208	50.2%	264	27.2%	0.32	0.47	0.60	33.5	22.3	17.5	38.2%	0.6
	000564.CH	西安民生	6.24	1,899	59	21.8%	72	21.2%	91	26.1%	0.20	0.24	0.30	32.0	26.4	20.9	23.6%	1.1
长三角地区	600827.CH	百联+友誼	15.71	27,060	1082	30.9%	1385	28.0%	1804	30.2%	0.63	0.80	1.05	25.0	19.5	15.0	29.1%	0.7
	600628.CH	上海新世界	8.43	4,483	199	10.1%	219	10.0%	256	17.2%	0.37	0.41	0.48	22.6	20.5	17.5	13.5%	1.5
	600655.CH	豫园商城	9.80	14,086	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	20.9	17.3	14.4	20.5%	0.8
	1833.HK	银泰百货	10.60	20,315	513	54.8%	772	50.4%	1,042	35.1%	0.31	0.49	0.68	43.5	21.6	15.6	42.5%	0.5
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	18.48	35,927	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	32.2	24.4	18.7	26.5%	0.9
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	19.85	7,125	327	14.7%	410	25.1%	534	30.4%	0.91	1.14	1.49	21.8	17.4	13.3	27.7%	0.6
	600723.CH	首商股份	12.31	8,105	239	47.9%	395	65.3%	495	25.2%	0.36	0.60	0.75	33.9	20.5	16.4	43.8%	0.5
超市类公司																		
	601933.CH	永辉超市	30.95	23,767	306	20.2%	535	75.3%	762	42.2%	0.40	0.70	0.99	77.8	44.4	31.2	57.9%	0.8
	000759.CH	中百集团	8.68	5,911	251	20.1%	277	10.2%	346	25.2%	0.37	0.41	0.51	23.6	21.4	17.1	17.5%	1.2
	600361.CH	华联综超	7.06	4,701	55	-9.4%	82	49.3%	123	50.1%	0.08	0.12	0.19	85.4	57.2	38.1	49.7%	1.2
	002336.CH	人人乐	17.05	6,820	237	3.2%	280	18.1%	348	24.4%	0.59	0.70	0.87	28.8	24.4	19.6	21.2%	1.1
	002251.CH	步步高	24.80	6,705	171	3.4%	239	40.1%	319	33.1%	0.63	0.89	1.18	39.2	28.0	21.0	36.6%	0.8
	002264.CH	新华都	11.07	3,549	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.24	0.46	0.58	46.0	24.2	19.2	54.7%	0.4
	980.HK	联华超市	12.58	14,085	623	22.8%	767	23.2%	948	23.6%	0.65	0.84	1.06	19.5	15.1	11.9	23.4%	0.6
	6808.HK	高鑫零售	9.72	92,726	1,031	27.1%	1,527	48.1%	2,228	45.9%	0.13	0.20	0.29	77.3	49.8	33.3	47.0%	1.1
	6808.HK	高鑫零售 (经营性)	9.72	92,726	1,376	27.1%	1,727	25.5%	2,228	29.0%	0.17	0.22	0.29	58.0	44.0	33.3	27.2%	1.6
	814.HK	京客隆	7.70	3,174	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	15.1	11.5	9.1	24.1%	0.5
	1025.HK	物美集团	15.30	19,603	530	21.0%	648	22.3%	805	24.2%	0.48	0.62	0.79	31.8	24.8	19.5	23.2%	1.1
	家电及电子消费品零售及分销公司																	
	家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	10.90	76,259	4012	38.8%	5103	27.2%	6505	27.5%	0.54	0.69	0.87	20.2	15.9	12.5	27.3%
493.HK		国美电器	2.31	38,998	1,962	40.7%	2,520	28.5%	3,068	21.7%	0.13	0.17	0.21	18.2	13.5	10.9	25.0%	0.5
1280.HK		汇银家电	0.71	744	117	20.4%	145	23.3%	179	24.1%	0.13	0.17	0.21	5.5	4.2	3.3	23.7%	0.2

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED