

消费增速略增，市场依旧太冷

—商业零售行业 12 月份月报

民生精品---12 月月报/商业零售行业

2011 年 1 月 04 日

报告摘要:

● 社零总额同比增长17.3%，金银珠宝类消费增速大幅下滑

2011 年 11 月份社零总额实现 16,129 亿元，同比增长 17.3%，与 10 月相比增加 0.1 个百分点。金银珠宝类零售额同比消费增速继 9、10 月下滑之后，11 月份大幅下滑 9.9 个百分点至 21.2%，剔除物价因素，实际增速为 16.98%，仍然处于领涨态势；食品、服装和日用品类较上月增速有小幅攀升。

● CPI 继续大幅下降1.28个百分点至4.22%，创年内新低

继 10 月 CPI 下行以来，11 月 CPI 呈现加速下行的态势。11 月 CPI 同比上涨 4.2%，为 14 个月以来的新低，较 10 月大幅下降 1.3 个百分点，跌幅为近 3 年来最高。

● 12 月份商贸零售行业涨幅继续跑输沪深300

2011 年 12 月，中信商贸零售行业板块涨跌幅为-11.77%，在各行业涨跌幅中排名第 15，跑输沪深 300 指数 7.86 个百分点。

● 网事2011：从上市的春天到团购的冬天

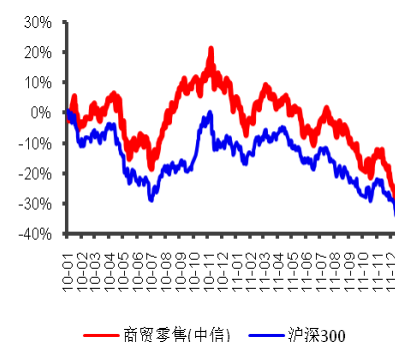
团购网站的增加以千来计算，而电子商务网站的增加以万来计算。“千团大战”和“万商大战”成为今年上半年的主题。临近年底，投资开始收紧，团购网站和电商出现资金困难。以高调始，以低调终，今年电商过山车谁都没有料到。明年会好吗？电商洗牌是必然的，2012 年就是电商的淘汰年、生死年。

● 行业观点

1 季度将是明年最低点，预计行业收入增速低单位数增长。1 季度最大的利空可能就是行业增速低于市场预期。1 季度利好应该与政策有关，商务部 12 月 15 日表示商务部近期在研讨促进消费新政策，具体何种政策还不确定，密切关注。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：田慧蓝

执业证书编号：S0100511060002

电话：(86755)22662074

Email: tianhuilan@mszq.com

联系人：王羽

电话：(86755)22662070

联系人：陈玉蓉

电话：(86755)22662096

相关研究

盈利预测与财务指标

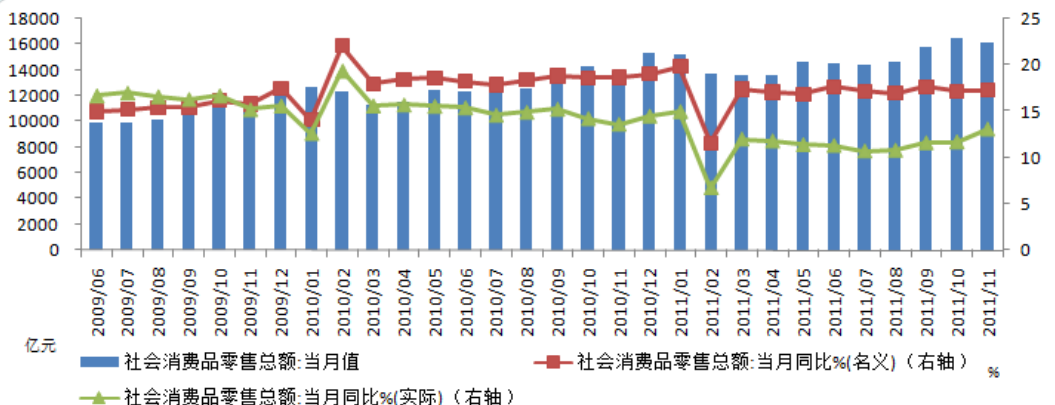
代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
600697	欧亚集团	24.03	0.1	0.59	0.75	100.62	16.54	13.01	强烈推荐
000759	中百集团	7.70	1.41	2.04	2.78	22.65	15.66	11.49	强烈推荐
002419	天虹商场	16.20	1.28	0.82	1.1	13.79	21.52	16.05	强烈推荐
000501	鄂武商	14.81	0.58	0.73	1.15	26.29	20.89	13.26	强烈推荐
600859	王府井	30.73	0.34	0.45	0.48	28.47	21.51	20.17	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所（现价对应的是 2012 年 1 月 5 日收盘价）

一、社零总额同比增长 17.3%，金银珠宝类消费增速大幅下滑

2011 年 1-11 月份，社会消费品零售总额累计实现 163,486 亿元，同比增长 17.0%；其中 11 月份社零总额实现 16,129 亿元，同比增长 17.3%，与 10 月相比增加 0.1 个百分点。剔除物价上涨因素，11 月份社会消费品零售总额增速为 13.1%，与 10 月相比上升 1.4 个百分点，年底消费增长拐点凸显。

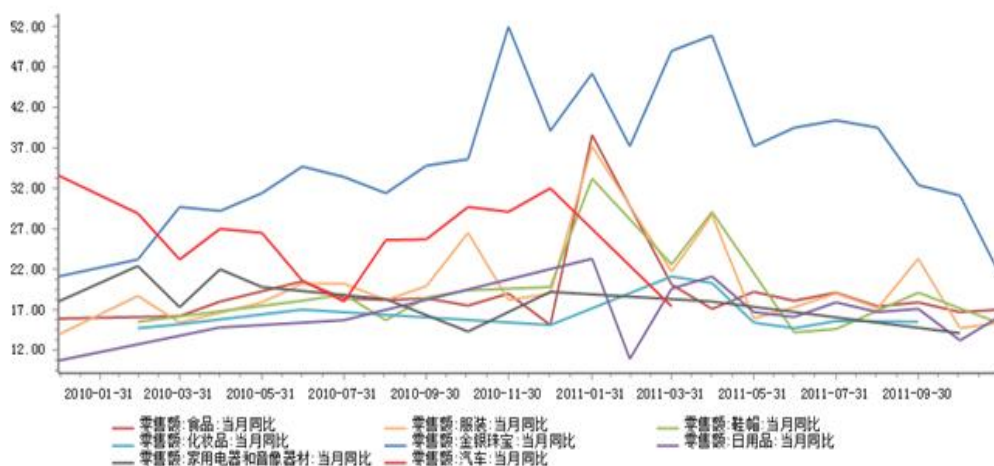
图 1：月度社会消费品零售总额



资料来源：wind，民生证券研究所

其中，食品类/服装类/金银珠宝类/日用品类 11 年 11 月同比增长分别为 17.0%/15.4%/21.2%/16.2%，与 10 月份相比分别变动 0.3/0.7/-9.9/3.0 个百分点；剔除物价上涨因素，实际增速为 12.78%/11.18%/16.98%/11.98%，较 10 月变动 1.58/1.98/-8.62/4.28 个百分点。金银珠宝类零售额同比消费增速继 9、10 月下滑之后，11 月份大幅下滑 9.9 个百分点至 21.2%，剔除物价因素，实际增速为 16.98%，仍然处于领涨态势；食品、服装和日用品类较上月增速均有小幅攀升。

图 2：重点品类零售额增速

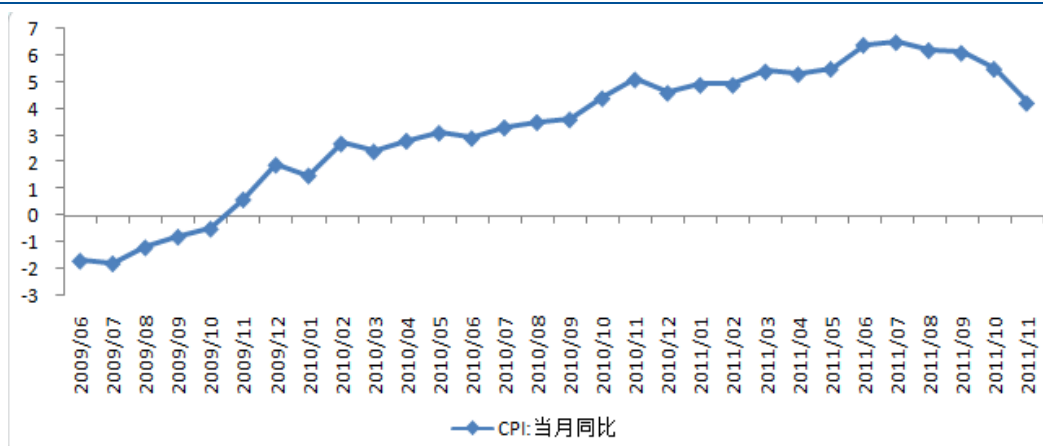


资料来源：wind，民生证券研究所

二、CPI 继续大幅下降 1.28 个百分点至 4.22%，创年内新低

2011 年 1-11 月，CPI 累计同比增长 5.52%，11 月单月为 4.22%，与 10 月相比大幅下降 1.28 个百分点，跌幅为近 3 年来最高。

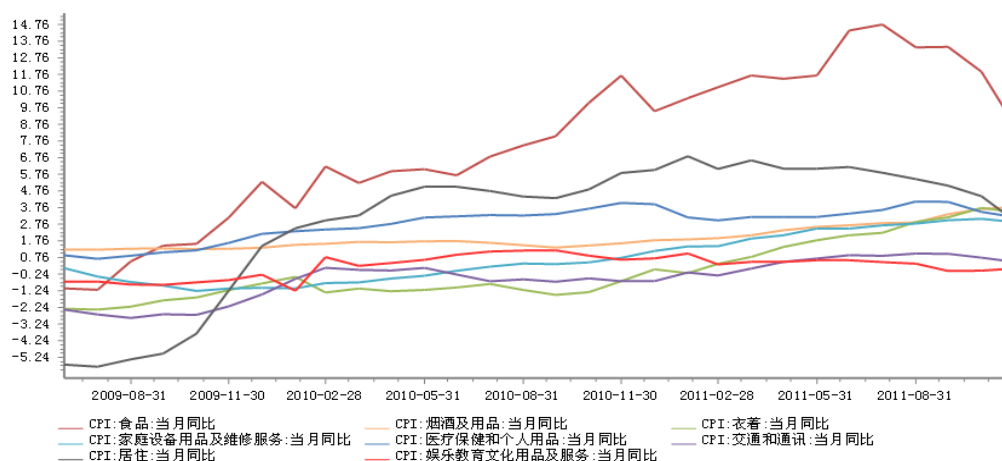
图 3: CPI 指数



资料来源: wind, 民生证券研究所

分类别来看，11 月食品类 CPI 增长 8.8%，较 10 月大幅减少 3.1 个百分点。除食品类外，本月医疗保健及个人用品、交通通讯及服务、居住类 CPI 较 9 月份均出现了不同幅度的下降，降幅分别为 0.3/0.3/1.4 个百分点。

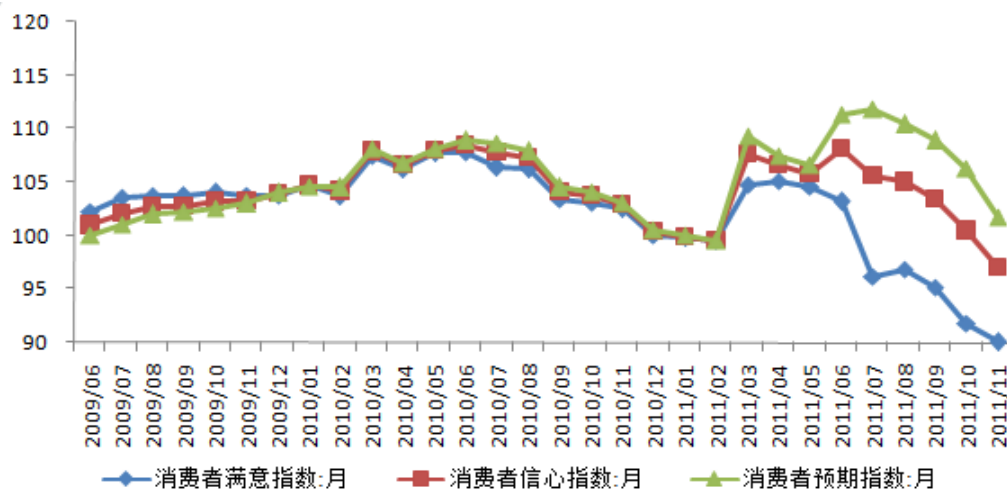
图 4: 重点品类 CPI 指数



资料来源: wind, 民生证券研究所

2011 年 11 月消费者信心、满意、预期指数分别为 97.0、90.0 和 101.7，分别较 10 月下降 3.5、1.8 和 4.6。消费者满意指数自从 7 月份破百之后连续 5 个月运行在 100 以下，本月更是达到了数年以来的最低水平；消费者信心和预期指数下滑幅度也开始扩大。

图 5: 消费者信心指数、满意指数、预期指数

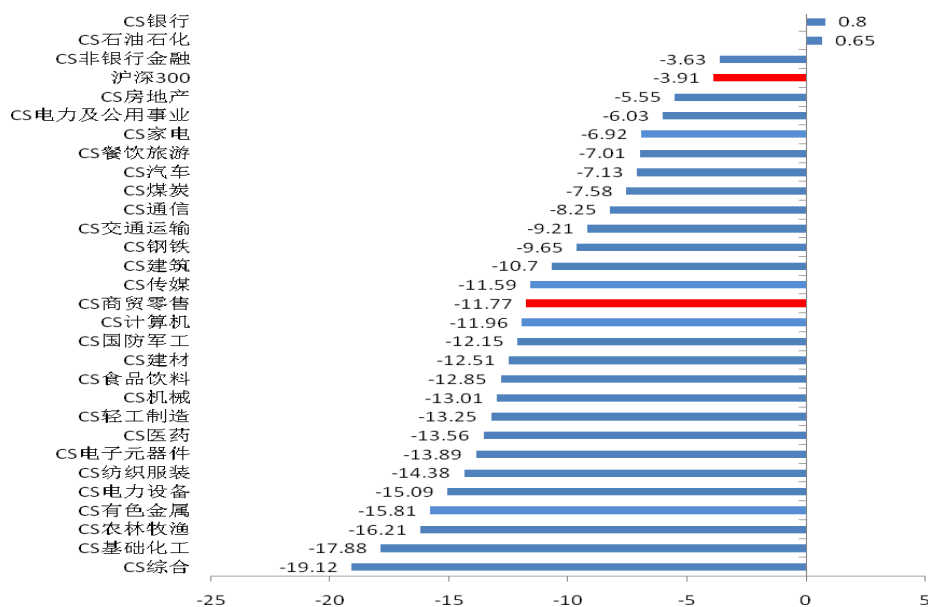


资料来源: wind, 民生证券研究所

三、 12 月份商贸零售行业涨跌幅继续跑输沪深 300

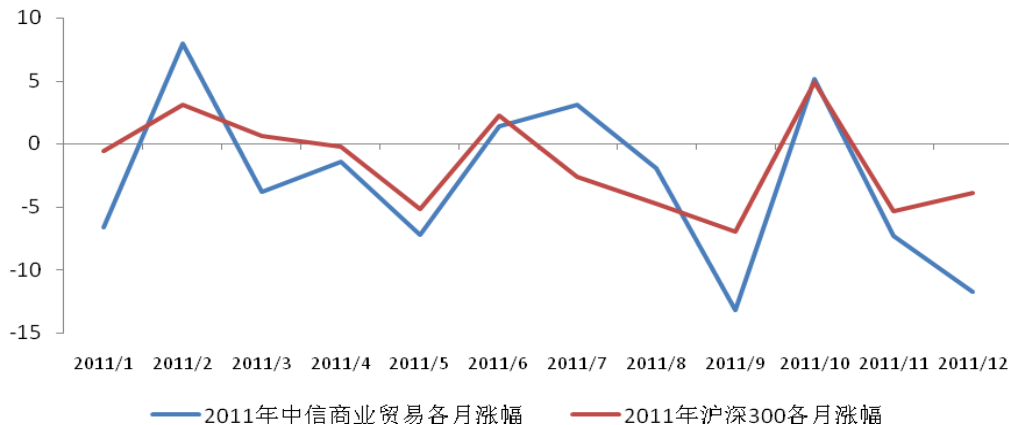
2011 年 12 月, 中信商贸零售行业板块跌幅为-11.77%, 在 12 月各行业涨跌幅中排名第 15, 继续跑输沪深 300 指数, 差距拉大到 7.86 个百分点。

图 6: 11 月各行业涨跌幅



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 7：2011 年商业贸易与沪深 300 各月涨跌幅



资料来源: wind, 民生证券研究所

四、估值优势凸显，维持行业推荐评级

截至 12 月 31 号，2011 年商贸零售行业预测市盈率仅为 16.78 倍，2012 年预测市盈率为 13.47 倍，在消费类行业中与纺织服装，医药，食品饮料，餐饮旅游，农林牧渔等相比估值有相对优势。

表 1：中信一级行业估值

行业	2011 年预测 市盈率	2012 年预测 市盈率	行业	2011 年预测 市盈率	2012 年预测 市盈率
沪深 300	9.94	8.28	纺织服装	16.99	13.32
银行	6.66	5.54	商贸零售	16.78	13.47
房地产	9.96	7.60	综合	18.29	13.29
建筑	10.10	8.18	餐饮旅游	20.24	16.14
石油石化	11.10	9.78	电力及公用事业	20.63	15.95
建材	10.38	8.23	通信	25.92	16.90
汽车	11.45	9.70	电力设备	21.56	15.93
交通运输	9.79	9.43	食品饮料	24.96	17.55
钢铁	13.95	10.58	有色金属	19.63	15.84
家电	12.79	10.47	农林牧渔	23.91	17.19
煤炭	12.24	10.36	医药	22.40	18.63
机械	14.17	11.19	计算机	25.30	18.03
轻工制造	18.13	13.59	电子元器件	25.83	18.74
非银行金融	17.60	14.31	传媒	27.91	22.48
建筑	10.10	8.18	基础化工	16.73	12.41

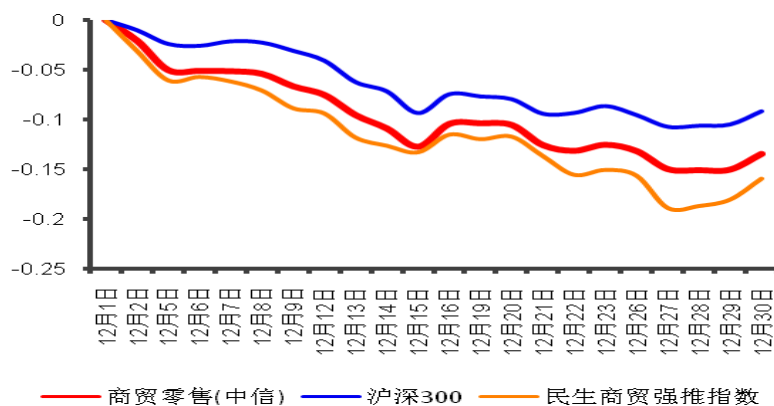
资料来源: WIND, 民生证券研究所

五、推荐股票组合 12 月涨幅逊于沪深 300

民生商贸推荐股票组合（飞亚达 A、美克股份、首商股份、重庆百货、天虹商场、鄂武商、友好集团和王府井）在 12 月份同比跌幅为 15.54%，跌幅超出中信商贸零售指数 3.46 个百分点，超出沪深 300 指数 12.07 个百分点。其中跌幅排名前 3 的为重庆百货、飞亚达

A 和王府井，跌幅分别为 18.35%/16.83%/16.53%。

图 8：推荐股票组合指数与沪深 300 及行业平均 11 月涨幅对比



资料来源：wind，民生证券研究所

表 2：推荐个股 11 月涨幅及估值

代码	简称	EPS			PE			11 月涨跌幅%
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
600723	首商股份	0.10	0.59	0.75	100.62	16.54	13.01	-16.37
600729	重庆百货	1.41	2.04	2.78	22.65	15.66	11.49	-18.35
002419	天虹商场	1.28	0.82	1.10	13.79	21.52	16.05	-12.75
000501	鄂武商	0.58	0.73	1.15	26.29	20.89	13.26	-9.12
600778	友好集团	0.34	0.45	0.48	28.47	21.51	20.17	-15.90
600859	王府井	0.95	1.45	1.60	33.80	22.14	20.07	-16.53
000026	飞亚达	0.38	0.46	0.73	34.75	28.48	17.95	-16.83
600337	美克股份	0.18	0.32	0.45	47.94	26.97	19.18	-13.61

资料来源：wind，民生证券研究所

六、投资建议

个股方面，首先推荐估值便宜且业绩释放有动力的首商股份，以及估值便宜且业绩稳定增长的重庆百货。其次是估值合理、内生增长性强、作为长期品种仍有投资价值的天虹商场、鄂武商、友好集团和王府井。最后弹性较大的大商股份，南京新百，渤海物流，津劝业，长百集团和东百集团也值得关注。另外，奢侈品和可选消费品继续推荐飞亚达 A 和美克股份。

表 3：盈利预测

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2011E	2012E	TTM	2011E	2012E		
行业均值（整体法）		0.48	0.54	0.65	18.34	16.93	13.87	2.59	0.65
行业中值		0.29	0.40	0.46	25.04	21.26	17.02	2.76	0.96
600723	首商股份	0.45	0.59	0.75	21.51	16.54	13.01	2.92	0.68
600729	重庆百货	2.32	2.04	2.78	13.76	15.66	11.49	4.59	0.35
002419	天虹商场	0.74	0.82	1.10	23.77	21.52	16.05	4.02	1.15
000501	鄂武商 A	0.70	0.73	1.15	21.69	20.89	13.26	3.90	0.64
600778	友好集团	0.41	0.45	0.48	23.70	21.51	20.17	2.64	0.92

代码	简称	EPS			PE			PB(MRQ)	PS(TTM)
		TTM	2011E	2012E	TTM	2011E	2012E		
600859	王府井	1.09	1.45	1.60	29.41	22.14	20.07	2.78	0.85
600694	大商股份	1.12	1.35	1.87	29.75	24.68	17.75	2.73	0.33
600682	南京新百	0.15	0.24	0.41	45.54	28.90	17.05	2.30	1.44
000889	渤海物流	0.16	0.20	0.26	33.89	26.35	20.27	2.53	1.10
600821	津劝业	0.02	0.05	0.12	208.47	75.77	31.62	2.93	2.79
600856	长百集团	-0.03	0.00	0.06	-121.2	na	62.60	9.18	2.57
600693	东百集团	0.92	0.69	0.48	7.52	9.96	14.47	2.36	1.13
000026	飞亚达	0.41	0.46	0.73	31.60	28.48	17.95	4.44	3.43
600337	美克股份	0.26	0.32	0.45	33.37	26.97	19.18	2.49	2.49

资料来源: wind, 民生证券研究所

七、行业新闻

(一) 国外百货业不倒有绝招

从来不拼价格战——在法国, 大型百货商场通常不实行价格战略。在经营者看来, 与其在价格上拼得你死我活, 还不如转而发挥自身的优势来征服顾客, 在商品的种类、品位、质量等方面下足工夫。

连锁经营双方划算——连锁式规模经营模式, 由于规模大, 进价低并可进行统一促销, 巨额广告费分摊到每个商店的费用就比较少, 在激烈的竞争中必然处于有利地位。由于连锁店实行全国联网, 顾客购物可以异地退换, 大大消除了后顾之忧。

诺顿式完美服务——成立于 1963 年的美国诺顿百货公司由 8 家服装专卖店组成, 自创建开始, 就确定了靠服务取胜而不是靠降价竞争的策略。诺顿的定价虽然跟其他公司不相上下, 但它不靠价格竞争, 也不降价求售。

卖的是生活方式——如今在商场林立的国际化大都市, 各国百货业都面临同质化严重的困境。在如此严酷的竞争环境中, 与其拼价格、比商品、不如打造独特的“商场文化”。

(二) 百货年度 5 大事件: 主题化转型买手制探索

社区 MALL 将成北京零售新主流——在王府井、西单和崇文门等客流密集、商业氛围浓郁、经营风险相对较小的核心商业资源越发稀缺之时, 社区商业以“经营风险小、销售利润稳”被普遍看好。北京市商务委提出重点发展社区商业后, 嗅觉敏锐的商家也注意到了巨大商机。

“买手制”商场首现集中开店——香港买手制百货店连卡佛在北京经营三年后宣布, 未来三年将在北京、成都连开两店, 并将重回曾在 2006 年因“水土不服”而退出的上海市场。此外, NOVO 百货、知名品牌 I.T 和 CPU、泰国零售业巨头尚泰旗下精品百货 ZEN 等买手制零售商也纷纷在北京、上海、杭州等城市加快了开店脚步。

三大京籍上市百货发力网购——在知名网商咄咄逼人地“抢食”百货业务的同时, 网购

也已成为传统零售商的新战场。1月，王府井百货董事长郑万河透露，继双安商场等子公司尝试线上业务后，王府井百货即将以集团形式整体切入网购业务。随后，两大本土上市商企北京城乡和西单商场同时将发力电子商务写入年度战略中

太平洋百货全面退出京城——10月20日五棵松店闭店、10月25日盈科店闭店，曾放出豪言要在北京占据1/4市场份额的太平洋百货，10年之后败走京城。

商业预付卡监管暴露黑洞——从5月25日国务院办公厅转发七部委联合下达的《关于规范商业预付卡管理的意见》开始至今，商业预付卡已从灰色地带转向监管明处。支付牌照、实名制、单张预付卡限额等一系列监管措施，让商业预付卡行业发生一系列洗牌。

（三）网购岁末促销冲击实体店

淘宝网“双十二”业绩中，销售前三名是女装10亿、家居用品5亿、3C 4.8亿，然后是母婴用品、鞋和化妆品。其中纯网络品牌占比不足0.1%，绝大部分都是原本线下品牌。可见线上销售抢的是传统零售商的份额。

在高租金、高人力成本以及网购冲击的今天，传统零售业者正面临转型，不然行业整体盈利都将下降。据中国连锁经营协会KPI数据库统计显示，截止到2011年第三季度末，典型门店的来客数平均下降了2.5%，毛利率平均下降了0.5%。

日前波士顿咨询公司发布报告称，目前中国电子商务市场已名列全球第二位，并将迎来爆发式增长，在2015年成为世界第一，届时我国网络消费者数量将激增至3.29亿人。该报告同时指出，到2015年，电子商务的快速渗透将在各个行业中更加明显，网络购物者的数量将增加一倍，渗透率从2010年的城市人口总数的23%增长到44%。

（四）网事2011：从上市的春天到团购的冬天

今年上半年，国内电子商务行业已经披露的投资案例为59起，披露投资金额总额为15.26亿美元，预计2011年中国电商领域投资将再创新高。清科研究中心数据显示，自2005年至2011年上半年，已披露的国内电子商务行业的投资事件为239起，其中已披露投资金额的投资案例为168起，披露的投资金额总额为31.08亿美元。团购网站的增加以千来计算，而电子商务网站的增加以万来计算。“千团大战”和“万商大战”成为今年上半年的主题。

临近年底，投资开始收紧，团购网站和电商出现资金困难。首先曝出问题的是团购网站。团购导航网站团800发布的《2011年第三季度中国团购消费观察报告》显示，目前已有754家团购网站无法打开或者转型，其中超过一个月没有更新的网站达9%，另有5%的网站以改版、内部调整等理由关闭了团购业务。

自从6月之后，团购网站鲜有融资。拉手网抢跑上市失败更像是一个信号。按照拉手网此前公布的计划，该公司应于11月14日在纳斯达克挂牌交易。11月10日，高原资本创业投资董事总经理涂鸿川在新浪微博上爆料，有华尔街的投行人士透露拉手网IPO已

经取消。11月14日，拉手网未能如期上市。像拉手一样倒霉的，还有凡客。原定11月IPO的凡客诚品也未能如期赴美上市，高管跳槽、供货商催款、内部人爆料，掌门人陈年焦头烂额。垂直电商不再以销售量衡量，手头紧巴巴之后开始精打细算猫冬。

以高调始，以低调终，今年电商过山车谁都没有料到。明年会好吗？电商洗牌是必然的，2012年就是电商的淘汰年、生死年，有人这样说。

插图目录

图 1: 月度社会消费品零售总额	2
图 2: 重点品类零售额增速	2
图 3: CPI 指数	3
图 4: 重点品类 CPI 指数	3
图 5: 消费者信心指数、满意指数、预期指数	4
图 6: 11 月各行业涨跌幅	4
图 7: 2011 年商业贸易与沪深 300 各月涨跌幅	5
图 8: 推荐股票组合指数与沪深 300 及行业平均 11 月涨幅对比	6

表格目录

表 1: 中信一级行业估值	5
表 2: 推荐个股 11 月涨幅及估值	6
表 3: 盈利预测	6

分析师与联系人简介

田慧蓝，暨南大学经济学硕士研究生，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验。擅长挖掘黑马个股，对行业理解具有前瞻性，全局性和客观性。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。