



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3月3日

可选消费

研究部

郭海燕

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

可选消费研究小组：

钱炳、黄文倩、黄芳

大众消费值得高看一筹

个税起征点上调影响分析

投资要点：

国务院通过个人所得税法修正案草案，这对整个消费板块是大的利好，特别是大众民生定位的消费类公司。随着两会的召开，民生改善将成为主要话题，相信市场注意力将更多转移至消费板块。我们的配置策略从“主推家电、精选零售及品牌个股”转向“三个板块齐头并进”，低估值家电公司、反弹刚刚启动的零售和品牌公司值得重点关注。

主要依据：

- ▶ **个税起征点上调是十二五期间可支配收入倍增计划的一部分（图表 1，2），有利于提高低收入阶层的购买能力和工作积极性。**假设个税起征点从 2000 上调至 3000 元，级差不变，20%以上劳动人口免缴个人所得税，3000 元以上收入人群每月少缴税 75~200 元。简单测算，例如 1 亿人每年少纳税 1000 元，便可增加 1000 亿的购买力，这相当于 250 家百货店、900 家大型综合超市或家电卖场的销售收入。
- ▶ **有利于缓解工资上涨的压力，提升板块估值水平。**个税起征点提升可直接提高中低收入人群实际收入，减轻企业人工成本上升压力、提升利润率。
- ▶ **中国现在是由温饱到小康的发展阶段，可选消费类别代表了消费升级趋势，值得重点关注。**

——零售：中低收入人群税负降低将带动民生改善以及大众化消费市场崛起，因此大众定位的百货公司有望受益，而超市公司则会体现为普遍受益。同时，中西部省份居民平均收入水平相对低于东部，对可支配收入变化的敏感性更高，在中西部市场具备良好区域控制力和渠道下沉优势的公司更具优势（图表 3）。

——家电：农村务工人员 and 城市中低收入人群的增收、保障房的推广等因素有效促进了家电等家庭耐用消费品需求增长。农村市场家电普及率大幅低于城镇水平（图表 4），空调和 LCD 彩电、小家电的普及率低于 20%，冰箱洗衣机也在 60% 以下。对于城市的低收入阶层而言，安居乐业后的家庭设备更新也会带动新一轮的更新换代。

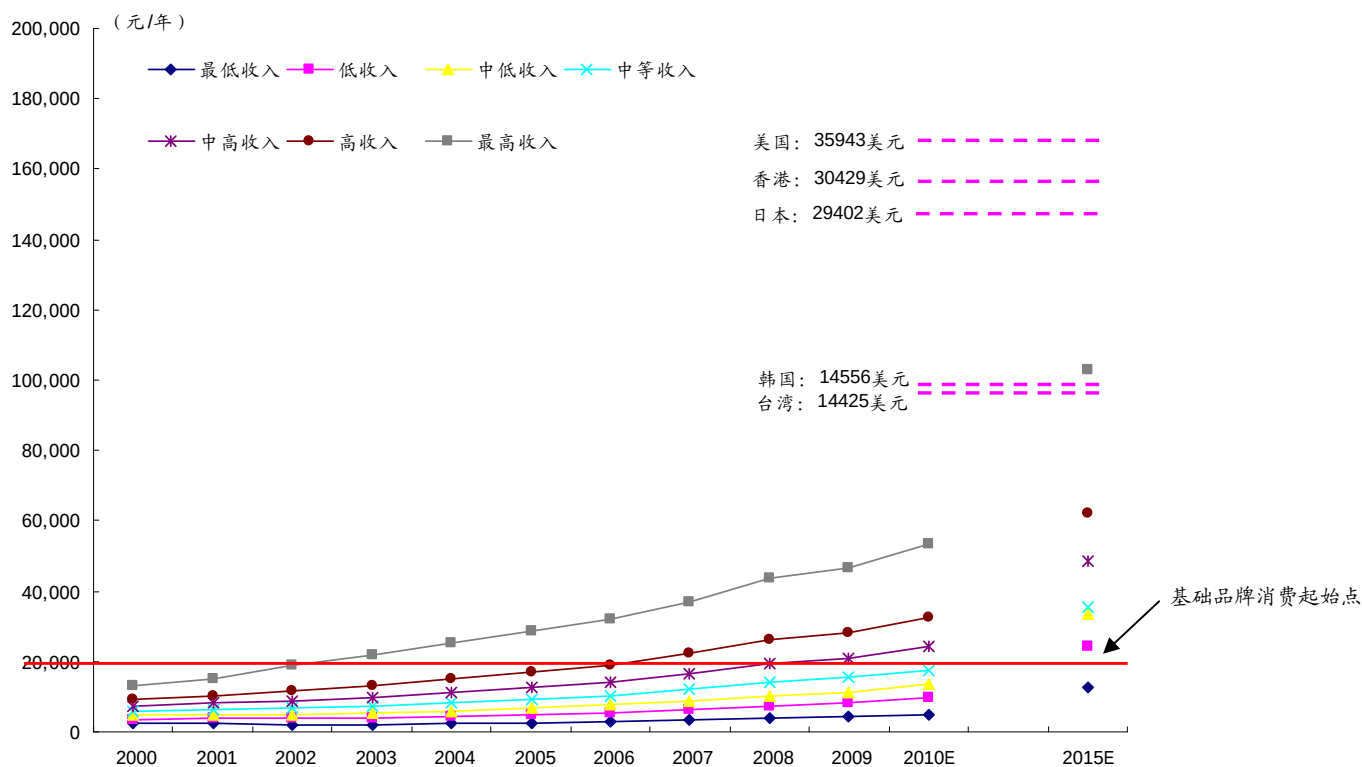
——品牌服装：大众定位的服装鞋类以及渠道下沉优势品牌最为受益。中低收入阶层对免税额提升最为敏感，这类群体的税后收入上升可直接刺激其服装鞋类等日常消费，而在二三线城市渠道分布广泛的品种可成为当地居民减税后的直接消费目标（图表 5）。

估值与建议：

A 股市场重点推荐 3 个主题和 14 家公司（图表 6，新加入：在中西部市场具备品牌优势的王府井，低市盈率、有望受益进口关税下降的广州友谊，参见今日零售业报告）：1) **家电类公司价值重估**：海尔、海信、华帝、苏泊尔、苏宁电器（美的、格力同样值得关注，组合考虑到代表性每个家电行业选取一家）；2) **受益品牌消费升级的百货和品牌服装公司**：合肥百货、王府井、广州友谊、重庆百货、新百联、七匹狼、罗莱；3) **受益食品价格上涨、且传导机制顺畅的超市公司**：永辉超市、武汉中百。

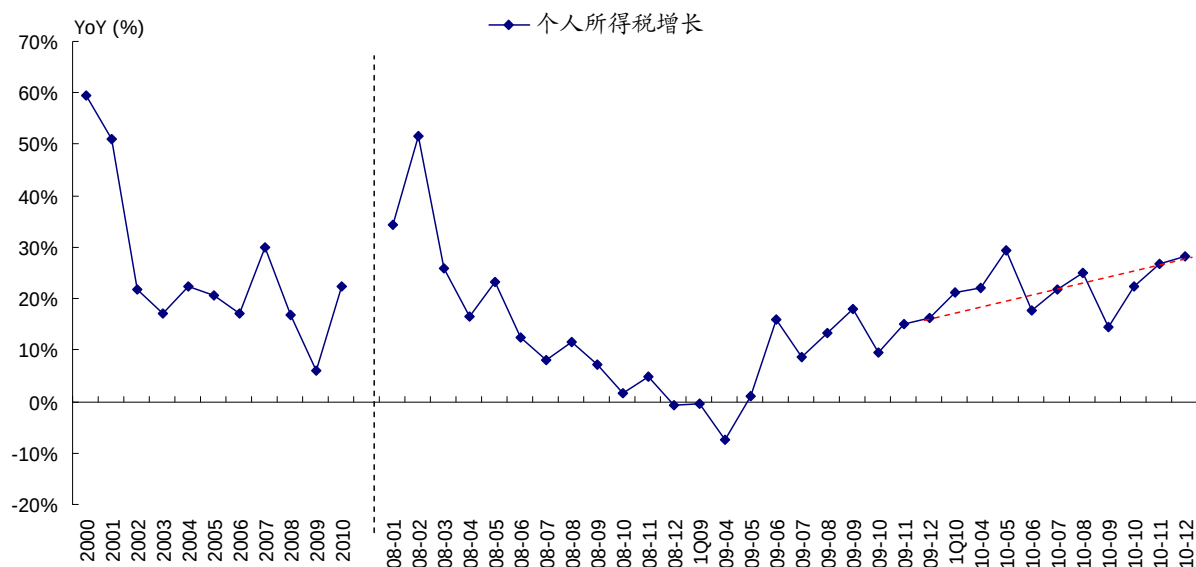
港股各板块均有显著回调，低估值、强基本面的公司值得重点推荐（图表 7）：1) 具备涨价能力和高性价比的品牌服装公司：中国利郎、百丽国际；2) 高同店增长的零售商：银泰、联华、京客隆；3) 渗透农村市场的家电公司：海尔电器和志高空调。

图表 1: 未来五年预计各层级群体收入倍增，品牌消费者将由目前 40% 提升至 80%



资料来源：中金公司研究部

图表 2: 个人所得税月度增长（收入增速的先行指标）持续走好



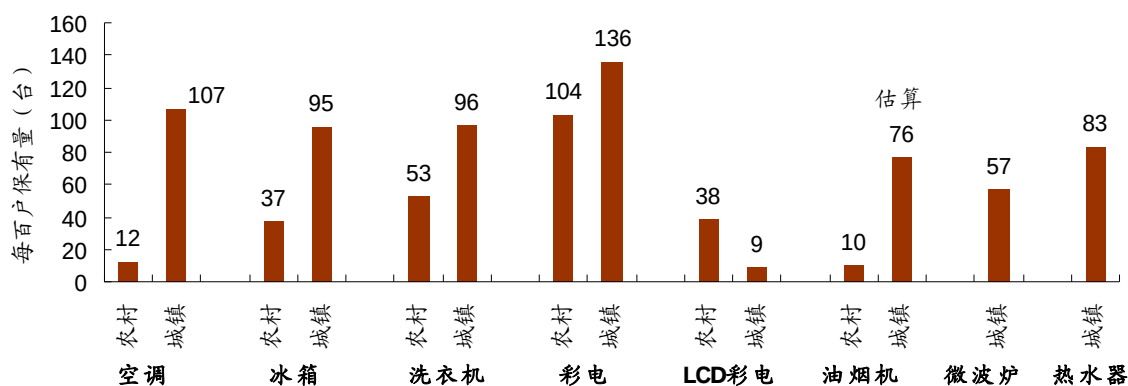
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 3：零售股：百花齐放的优质基本面

公司	主要省份	门店			销售收入(2009,亿)			主要省份覆盖率			竞争环境	主要对手
		总数	省会城市占比(%)	其他占比(%)	收入	省会城市占比(%)	其他占比(%)	地级市	进入个数	覆盖率		
中西部地区												
合肥百货	安徽	15 (百货)	40%	60%	59	74%	26%	17	8	47%	不激烈	商之都、百盛
重庆百货+新世纪	重庆	45 (百货)	36%	64%	179	70%	30%	40(辖区)	33	83%	不激烈	新世界、王府井、茂业百货
友好集团	新疆	7	71%	29%	20	94%	6%	14	3	21%	不激烈	世纪金花、王府井
鄂武商	湖北	7 (百货)	71%	29%	79	76%	24%	13	3	23%	不激烈	新世界、大洋
武汉中百	湖北	667	37.4%(仓储)	63%	101	49%	51%	13	8	62%	不激烈	家乐福、沃尔玛、鄂武商
友阿股份	湖南	7	71%	29%	27	88%	12%	14	3	21%	中等	平和堂、王府井、通程控股
新华百货	宁夏	6	100%	0%	32	100%	0%	5	1	20%	不激烈	国芳百盛
成商集团	四川	12	58%	42%	17	64%	36%	18	4	22%	相对激烈	王府井、百盛
东北地区												
大商股份	辽宁	73(百货)	27%	73%	212	40%	60%	14	10	71%	不激烈	较少 中央红、秋林 丹尼斯 亚细亚百货
	黑龙江							12	9	75%		
	河南							17	7	41%		
欧亚集团	吉林	10	60%	40%	39	97%	3%	9	5	56%	不激烈	
东部沿海												
百联股份	上海	26	96%	4%	103	99%	1%	19(区县)	9	47%	较激烈	新世界、久光百货
广州友谊	广东	5	100%	0%	30	100%	0%	21	2	10%	相对不激烈	广百
银座股份	山东	42	19%	81%	52	30%	70%	17	10	59%	不激烈	利群集团、家家悦、潍坊百货
银泰百货	浙江	21	52%	48%	64	78%	22%	11	6	55%	不激烈	杭州大厦、解百
京客隆	北京	120	100%	0%	71	100%	0%	18	18	100%	中等	物美、沃尔玛、家乐福
跨区域发展												
苏宁电器	全国	1206	45%	55%	583	66%	34%	283	223	79%	激烈	国美电器
王府井	全国	22	86%	14%	111	92%	8%	31	13	42%	中等	燕莎、百盛、新世界
华联综超	全国	89	78%	22%	93	84%	16%	31	20	65%	较激烈	沃尔玛、家乐福
联华超市	全国(长三角)	5040	75%	25%	263	80%	20%	43	31	72%	相对激烈	沃尔玛、家乐福
天虹商场	华南(广东)	39	74%	26%	81	89%	11%	21	3	14%	中等	茂业百货、岁宝百货
人人乐	广东	92	78%	22%	88	88%	12%	21	7	33%	较激烈	沃尔玛、家乐福
永辉超市	福建	135	84%	16%	85	90%	10%	9	9	100%	中等	新华都
	重庆							40(辖区)	19	48%		重庆百货

数据来源：CEIC，公司数据，中金公司研究部

图表 4：家电普及率比较



资料来源：中金公司研究部

图表 5：服装品牌渠道下沉深度对比：男装品牌利郎、七匹狼、报喜鸟，女鞋品牌百丽等表现较好

		销售收入 (百万元)	门店数量	加盟店比例	门店数量占比	
					一二线	三线及以下城市
家纺	罗莱家纺	1,141	1723	87%	70~80%	20~30%
	富安娜	788	1188	73%	70~80%	20~30%
	梦洁家纺	626	1662	85%	60~80%	20~40%
户外	探路者	294	481	89%	80%	20%
男装	七匹狼	1,970	3249	93%	30~40%	60~70%
	利郎	1,560	2561	100%	30~40%	60~70%
	长兴	381	259	69%	80%	20%
	雅戈尔	2,576	1915	23%	50%以上	50%以下
	报喜鸟	1,081	748	>80%	30~40%	60~70%
	希努尔	850	587	97%	5~10%	90~95%
女鞋	百丽	19,762	9612	10~20%	60%	40%
	达芙妮	5,832	4225	22%	30%	70%
	星期六	880	~1400	36%	80%	20%
运动	李宁	8,387	7249	94.60%	24%	76%
	中国动向	3,970	3511	100%	40~50%	50~60%
	安踏	5,875	7162	100%	20~30%	70~80%

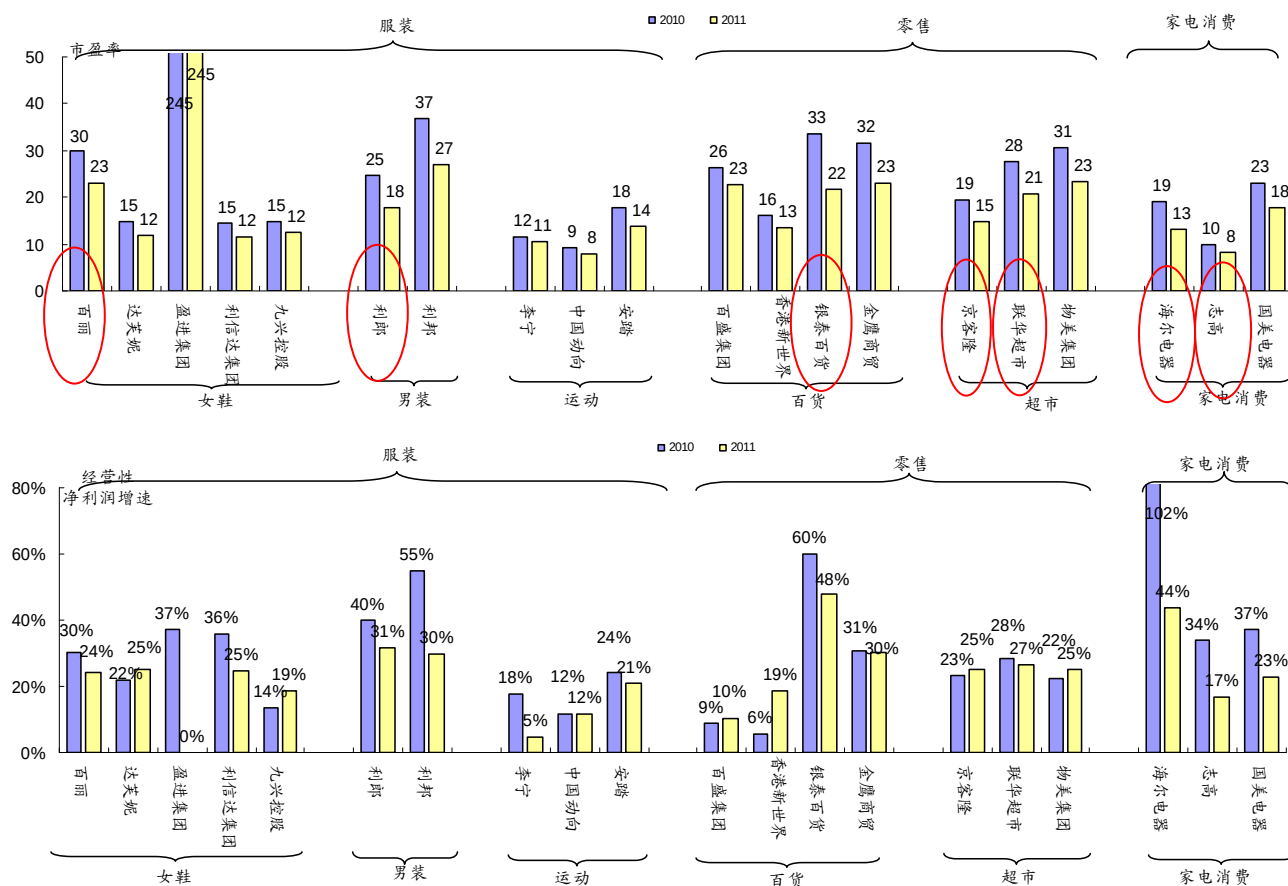
数据来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: A 股主推的 3 个主题和 14 家精选公司

家电类公司价值重估				百货和品牌服装消费升级				食品涨价受益			
		2011净利润增长	2011市盈率			2011净利润增长	2011市盈率			2011净利润增长	2011市盈率
大白电	青岛海尔	30.4%	16.2	百货	合肥百货	33.1%	23.6	超市	永辉超市	53.7%	49.6
小家电	华帝股份	31.9%	19.7		王府井	54.6%	26.7		武汉中百	30.1%	27.1
	苏泊尔	27.7%	29.0		广州友谊	30.2%	20.4				
黑电	海信电器	24.9%	12.7		重庆百货	30.6%	24.3				
家电零售	苏宁电器	31.1%	18.5		新百联	23.2%	22.2				
其它备选公司				男装	七匹狼	33.6%	24.6	其它备选公司			
大白电	美的电器	30.1%	14.7	家纺	罗莱家纺	45.0%	30.5	超市	华联综超	78.1%	45.3
	格力电器	26.8%	12.7						步步高	25.0%	32.7
小家电	小天鹅A	37.5%	17.1						新华都	31.8%	34.8
	九阳股份	25.3%	15.9	男装	报喜鸟	30.2%	25.7	农贸市场	农产品	20.0%	113
	老板电器	21.8%	37.1	家纺	富安娜	36.0%	29.3		(经营性)		
其它备选公司				户外	梦洁家纺	42.5%	27.1				
				青少年服装	探路者	48.2%	53.9				
					美邦服饰	53.8%	24.7				
					搜于特	68.9%	44.1				

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 港股主推的 7 家精选公司



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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

北京市朝阳区建外大街甲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

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

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



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