



**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4月21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

## 大众消费“左侧”行情显现

### 个税免征额上调是契机之一

#### 投资要点：

人大常委会昨日审议个税改革草案，个税免征额上调至 3000 元。按照财政部估算，免征额提高而减少的个税约 990 亿元、因税率级距调整减少个税 100 亿元。**这 1090 亿元将转化为居民整体可支配收入的增加。**此后更多的投资契机包括：内贸十二五规划等其它政策性利好的出台，最低工资水平的持续上调，领军公司良好季报的报出，估值持续下降带来的板块轮动动力等。重申我们的二季度投资策略：**目前是消费板块的“左侧”，可提前布局业绩增长确定性强、前期下跌较多的个股。**参照业绩增速、估值回落力度等因素，我们优选了 A 股 12 家、港股 7 家公司作为可选消费二季度主推组合。若板块效应显现，其它备选公司也将具备很好的反弹力度。

#### 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力和工作积极性。**增加 1090 亿的购买力，分别相当于 270 家百货店、900 家大型综合超市或家电卖场的年销售收入。
- ▶ **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。**

——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，研究显示**服装消费占比随收入提升的弹性最大**（图表 3），渠道下沉深入的品牌可成为当地居民减税后的直接消费目标（图表 4）。此外，**品牌服装板块因其整体业绩增速的一致性和强劲性**（2011 年平均净利润预期增长 40% 以上，快于 2010 年 34% 的水平），有望在各消费板块中获得反转的先机。

——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，各类零售商普遍受益。中西部市场对可支配收入变化的敏感性更高，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 5）。今年以来个股业绩出现了一定分化，部分公司年报低于预期主要是为谋求激励而进行的业绩压制，**优质个股值得估值修复。**

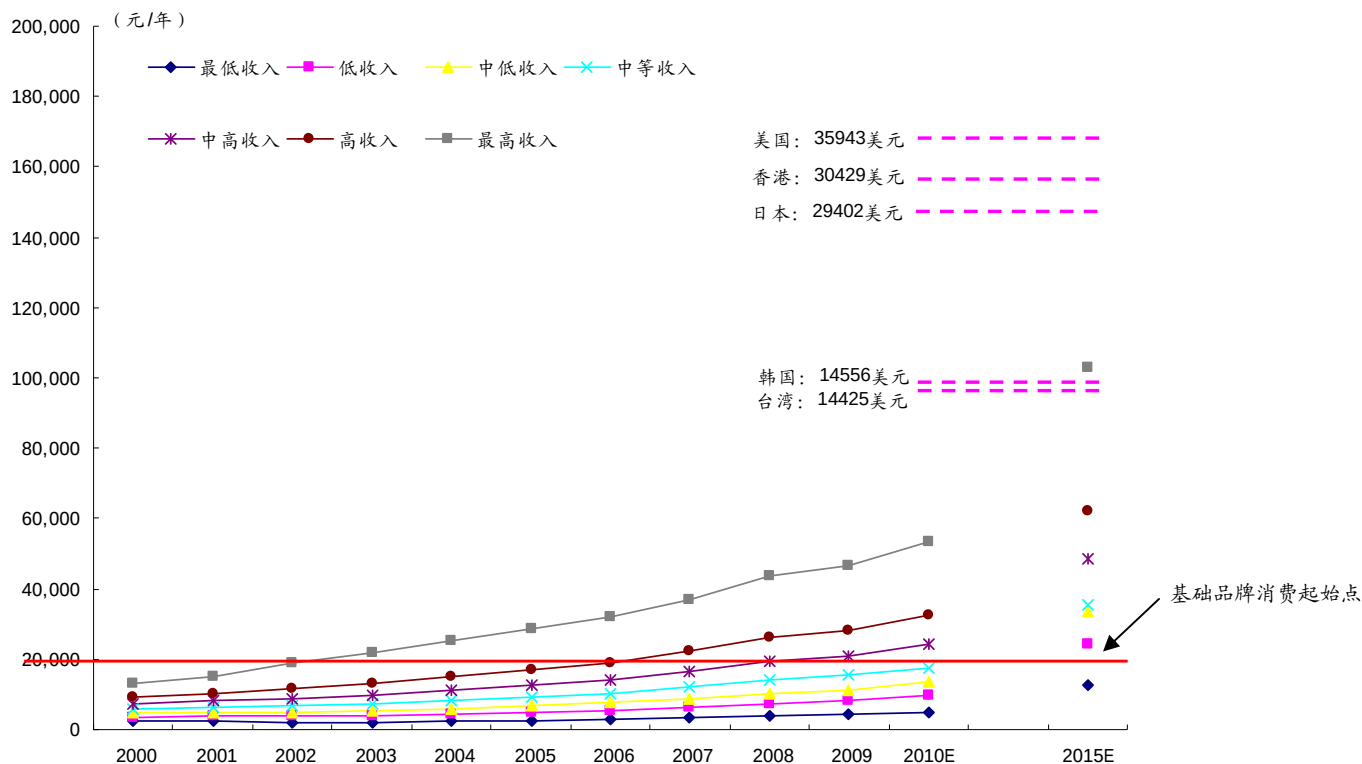
——家电：三月份增速略有回落，但估值尚低、全年向好。收入增加、保障房的推广等因素有效促进了家庭耐用消费品需求的增长。农村市场家电普及率大幅低于城镇水平（图表 6），空调和 LCD 彩电、小家电的普及率低于 20%，冰箱洗衣机也在 60% 以下。对于城市的低收入阶层而言，安居乐业后的家庭设备更新也会带动新一轮的更新换代。

#### 估值与建议：

**A 股市场重点推荐 12 家公司（图表 7）：**1) 品牌服装和家纺：大众化低端定位、渠道下沉力度大的**美邦和森马**，国产商务男装领军品牌**七匹狼**，估值较低的家纺公司**梦洁**；2) 零售商：建议首选业绩数据和事件驱动向好的**合肥百货、新百联（百联+友谊股份）、鄂武商、苏宁**；3) 家电类：低估值、一季报业绩表现好的**海尔、格力、海信**。

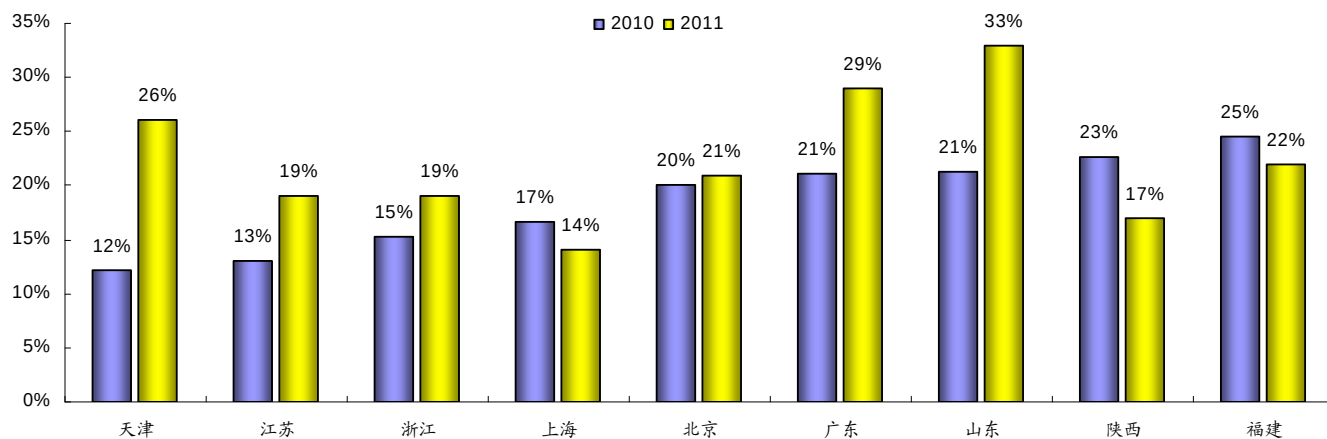
**港股各板块均有显著回调，低估值、强基本面的公司值得重点推荐（图表 8）：**1) 具备涨价能力和良好同店增长的品牌：**百丽国际、中国利郎**；2) 高同店增长的百货和低估值的超市：**银泰、友谊 B、联华、京客隆**；3) 家电品牌和分销公司：**海尔电器和志高空调**，**汇银家电**等地县级城市和农村市场的家电分销/零售商也值得关注。

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%



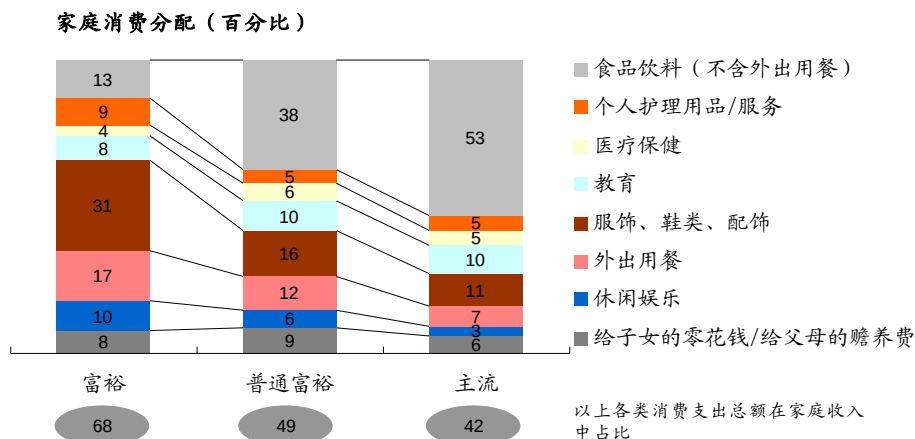
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 2: 2010-2011 年很多省份最低工资累计上调幅度超过 30%，部分超过 40%，大众消费市场大有可为



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 3：麦肯锡解读中国：富裕人群对服饰鞋类的消费比重更高，品牌服装显著受益收入的增长



资料来源：麦肯锡，中金公司研究部

图表 4：服装品牌渠道下沉深度对比

|     |      | 销售收入<br>(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 | 1819          | 2085  | 87%    | 70-80%     | 20-30%  |
|     | 富安娜  | 1067          | ~1500 | 73%    | 70-80%     | 20-30%  |
|     | 梦洁家纺 | 895           | ~2200 | 85%    | 60-80%     | 20-40%  |
| 休闲服 | 美邦   | 7506          | ~3800 | 76%    | ~20%       | ~80%    |
|     | 森马   | 4677          | 4007  | 96%    | 20%        | 80%     |
|     | 搜于特  | 633           | 1166  | 90%    | 基本都位于三四线城市 |         |
| 户外  | 探路者  | 434           | 666   | 85%    | 80%        | 20%     |
|     | 七匹狼  | 2198          | 3525  | 89%    | 30-40%     | 60-70%  |
|     | 利郎   | 2053          | 2805  | 100%   | 30-40%     | 60-70%  |
| 男装  | 长兴国际 | 600           | 328   | 65%    | 80%        | 20%     |
|     | 雅戈尔  | 14514         | 2145  | ~25%   | 50%以上      | 50%以下   |
|     | 报喜鸟  | 1314          | ~900  | >80%   | 30-40%     | 60-70%  |
| 女鞋  | 希努尔  | 1004          | ~600  | 97%    | 5-10%      | 90-95%  |
|     | 百丽   | 23706         | 11967 | 10-20% | 60%        | 40%     |
|     | 达芙妮  | 5696          | 5199  | 19%    | 30%        | 70%     |
| 运动  | 星期六  | 1143          | 1713  | 36%    | 80%        | 20%     |
|     | 李宁   | 9479          | 7915  | 95%    | 24%        | 76%     |
|     | 中国动向 | 4262          | 3751  | 100%   | 40-50%     | 50-60%  |
|     | 安踏   | 7408          | 7549  | 100%   | 20-30%     | 70-80%  |

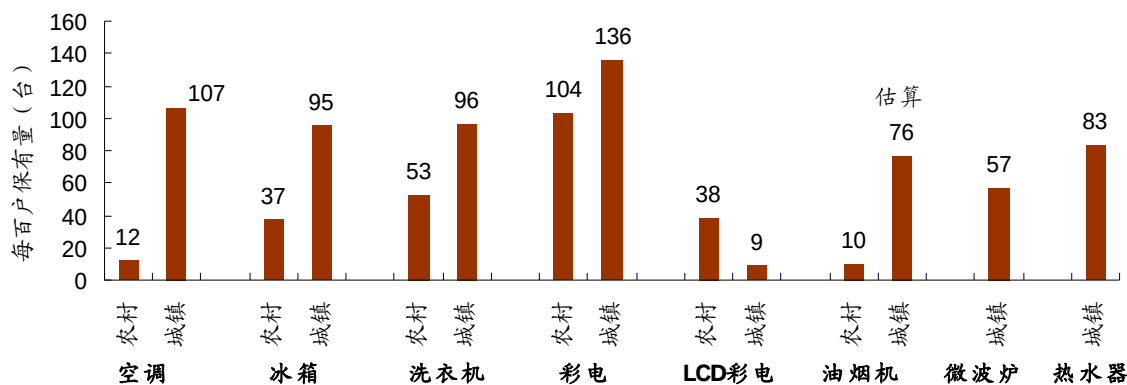
数据来源：公司数据，中金公司研究部

图表5：零售股：百花齐放的优质基本面

| 公司       | 主要省份    | 门店      |           |         | 销售收入(2010,亿) |           |         | 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      | 16 (百货) | 40%       | 60%     | 71           | 74%       | 26%     | 17      | 8    | 47%  | 不激烈   | 商之都、百盛              |
| 鄂武商      | 湖北      | 7 (百货)  | 71%       | 29%     | 105          | 76%       | 24%     | 13      | 3    | 23%  | 不激烈   | 新世界、大洋              |
| 重庆百货+新世纪 | 重庆      | 46 (百货) | 36%       | 64%     | 212          | 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%     | 29           | 94%       | 6%      | 14      | 3    | 21%  | 不激烈   | 世纪金花、王府井            |
| 武汉中百     | 湖北      | 679     | 38%(仓储)   | 62%     | 105          | 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%     | 36           | 88%       | 12%     | 14      | 3    | 21%  | 中等    | 平和堂、王府井、通程控股        |
| 成商集团     | 四川      | 13      | 54%       | 46%     | 17           | 64%       | 36%     | 18      | 4    | 22%  | 相对激烈  | 王府井、仁和春天            |
| 新华百货     | 宁夏      | 7       | 86%       | 14%     | 40           | 100%      | 0%      | 5       | 1    | 20%  | 不激烈   | 国芳百盛                |
| 东北地区     |         |         |           |         |              |           |         |         |      |      |       |                     |
| 大商股份     | 辽宁      | 79 (百货) | 27%       | 73%     | 243          | 40%       | 60%     | 14      | 10   | 71%  | 不激烈   | 较少<br>中央红、秋林<br>丹尼斯 |
|          | 黑龙江     |         |           |         |              |           |         | 12      | 9    | 75%  |       |                     |
|          | 河南      |         |           |         |              |           |         | 17      | 7    | 41%  |       |                     |
| 欧亚集团     | 吉林      | 14      | 57%       | 43%     | 52           | 97%       | 3%      | 9       | 5    | 56%  | 不激烈   | 亚细亚百货               |
| 东部沿海     |         |         |           |         |              |           |         |         |      |      |       |                     |
| 百联+友谊    | 上海      | 34 (百货) | 90%       | 10%     | 439          | 87%       | 13%     | 19(区县)  | 9    | 47%  | 中等    | 新世界、久光百货            |
| 广州友谊     | 广东      | 5       | 100%      | 0%      | 36           | 100%      | 0%      | 21      | 2    | 10%  | 相对不激烈 | 广百                  |
| 银座股份     | 山东      | 46      | 17%       | 83%     | 22           | 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      | 23      | 52%       | 48%     | 87           | 78%       | 22%     | 11      | 6    | 55%  | 不激烈   | 杭州大厦、解百             |
| 京客隆      | 北京      | 146     | 84%       | 16%     | 79           | 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      | 1311    | 40%       | 60%     | 755          | 66%       | 34%     | 283     | 223  | 79%  | 激烈    | 国美电器                |
| 王府井      | 全国      | 22      | 86%       | 14%     | 139          | 92%       | 8%      | 31      | 13   | 42%  | 中等    | 燕莎、百盛、新世界           |
| 华联综超     | 全国      | 93      | 78%       | 22%     | 111          | 84%       | 16%     | 31      | 20   | 65%  | 较激烈   | 沃尔玛、家乐福             |
| 联华超市     | 全国(长三角) | 5172    | 75%       | 25%     | 283          | 80%       | 20%     | 43      | 31   | 72%  | 相对激烈  | 沃尔玛、家乐福             |
| 天虹商场     | 华南(广东)  | 41      | 76%       | 24%     | 102          | 89%       | 11%     | 21      | 3    | 14%  | 中等    | 茂业百货、岁宝百货           |
| 人人乐      | 广东      | 92      | 78%       | 22%     | 100          | 88%       | 12%     | 21      | 7    | 33%  | 较激烈   | 沃尔玛、家乐福             |
| 永辉超市     | 福建      | 156     | 82%       | 18%     | 123          | 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 注：华联综超营业收入为预测数据

图表6：家电普及率比较



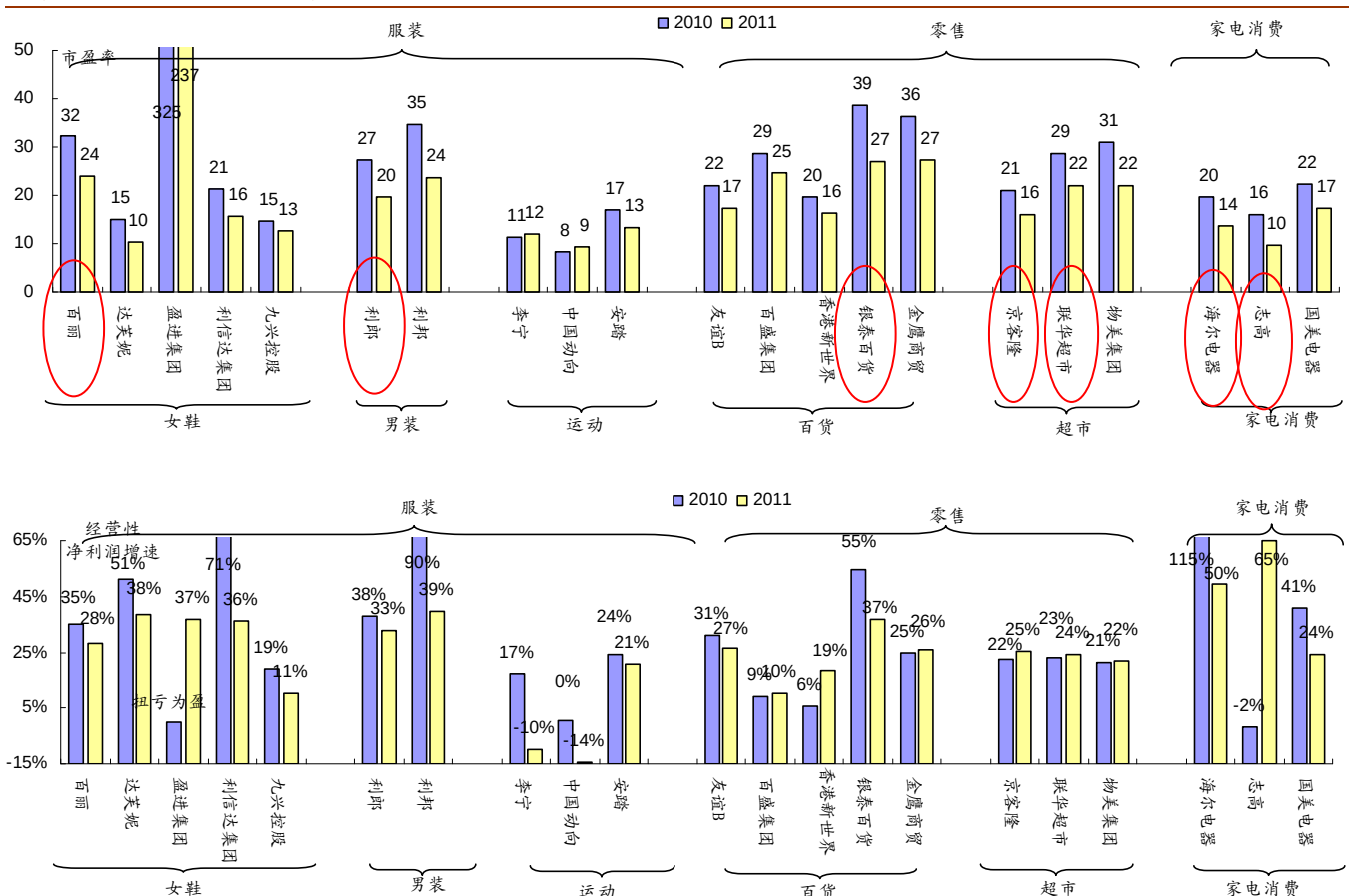
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表7: A股可选消费板块二季度组合 (Top 12)

| 服装和纺织品牌 |      |           |         | 百货和超市零售商 |         |           |         | 家电相关公司 |      |           |         |
|---------|------|-----------|---------|----------|---------|-----------|---------|--------|------|-----------|---------|
|         |      | 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 |
| 青年休闲服   | 美邦服饰 | 61.1%     | 26.0    | 百货       | 合肥百货    | 33.1%     | 23.0    | 大白电    | 格力电器 | 23.8%     | 12.5    |
|         | 森马   | 46.0%     | 26.3    |          | 新百联     | 26.6%     | 22.5    |        | 青岛海尔 | 34.0%     | 16.2    |
| 男装      | 七匹狼  | 32.5%     | 25.8    |          | (百联+友谊) |           |         | 黑电     | 海信电器 | 21.0%     | 13.2    |
| 家纺      | 梦洁家纺 | 40.4%     | 26.8    |          | 鄂武商     | 27.5%     | 26.1    | 家电零售   | 苏宁电器 | 31.1%     | 17.9    |
| 其它备选公司  |      |           |         | 其它备选公司   |         |           |         | 其它备选公司 |      |           |         |
| 家纺      | 富安娜  | 36.0%     | 30.0    | 百货       | 友好集团    | 48.7%     | 23.7    | 大白电    | 美的电器 | 32.9%     | 14.9    |
|         | 罗莱家纺 | 40.3%     | 33.2    |          | 重庆百货    | 30.6%     | 22.7    |        | 小天鹅A | 42.5%     | 16.9    |
| 男装      | 报喜鸟  | 31.0%     | 25.6    |          | 王府井     | 64.5%     | 26.7    | 小家电    | 华帝股份 | 62.8%     | 18.7    |
| 户外      | 探路者  | 77.8%     | 40.8    |          | 大商股份    | 113.6%    | 46.1    |        | 苏泊尔  | 29.6%     | 26.3    |
|         |      |           |         |          | 广州友谊    | 25.1%     | 21.1    |        | 九阳股份 | 16.3%     | 16.6    |
|         |      |           |         |          | 天虹商场    | 64.5%     | 27.0    |        | 老板电器 | 13.5%     | 34.9    |
|         |      |           |         |          | 友阿股份    | 32.8%     | 27.7    |        |      |           |         |
|         |      |           |         | 超市       | 永辉超市    | 57.1%     | 45.3    |        |      |           |         |
|         |      |           |         |          | 武汉中百    | 26.2%     | 26.5    |        |      |           |         |
|         |      |           |         |          | 华联综超    | 78.1%     | 42.3    |        |      |           |         |
|         |      |           |         |          | 步步高     | 25.0%     | 30.9    |        |      |           |         |
|         |      |           |         |          | 新华都     | 90.0%     | 29.5    |        |      |           |         |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表8: 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

### 讨论：前期的消费者信心指数下滑和社会消费品零售总额增速下降与普通消费品关系不大

1-2 月，受汽车及装修相关的消费类别增速下滑影响，我国社会消费品零售总额增速环比下降明显，信心指数也同期下滑。我国消费者信心指数基本与消费数据变化同步，前瞻性并不强。在美国，由于居民收入水平高，房车、耐用消费品、旅游、投资等是大的支出类别，因此消费者信心指数具备一定的前瞻性；而在中国，普通消费品的占比更大。在促进民生的大背景下，普通居民的收入增长和就业应当是有可靠保障的，因此普通消费品增速应当没有问题。

**消费者信心指数的构成：**消费者信心指数由消费者满意指数和消费者预期指数构成。消费者的满意指数和消费者预期指数分别由一些二级指标构成：对收入、生活质量、宏观经济、消费支出、就业状况、购买耐用消费品和储蓄的满意程度与未来一年的预期及未来两年在购买住房及装修、购买汽车和未来 6 个月股市变化的预期。

当前的消费者信心指数下降，集中反映出人们对通胀、经济结构变化、房车市场调控、个人财富保值能力下降的主观感受。该指数覆盖了四个主要的二级指标：房地产、耐用消费品、汽车、股票投资。与普通消费品（基础食品、中低档服装、日用品等）没有太大的关系。

## 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