

# 寻找下行周期中攻守兼备的品种

## - 2009年消费景气分析及零售行业投资策略

路颖 CFA

批发与零售贸易行业首席分析师

2008年11月27日



消费（特别是一般消费）和零售行业在经济周期下滑阶段表现出较强的防御性。中国消费需求中长期增长前景、产业集中度低等也给有能力“过冬”的优秀企业提供了持续高增长的机遇，我们的报告希望能够为发掘这种攻守兼备的品种提供一些线索

1. 经济周期与消费波动
2. 消费景气下滑对零售类公司的影响
3. 零售行业投资建议及公司选择

# 1. 经济周期与消费波动

## 第一节要点:

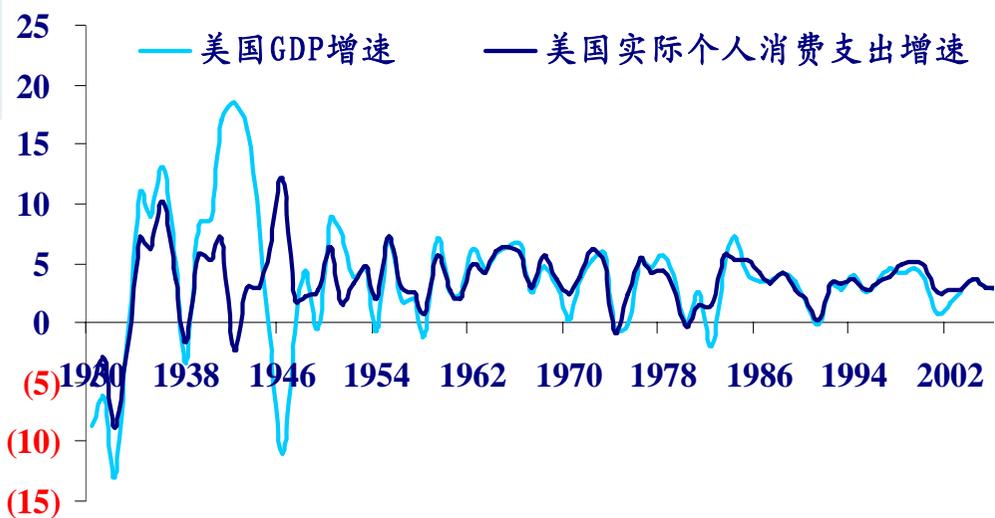
- 经济周期与消费波动的经验性数据-以美国为例
- 中国消费景气下滑信号初现
- 我们的判断-高于长期均值的波动

# 1. 经济周期与消费波动

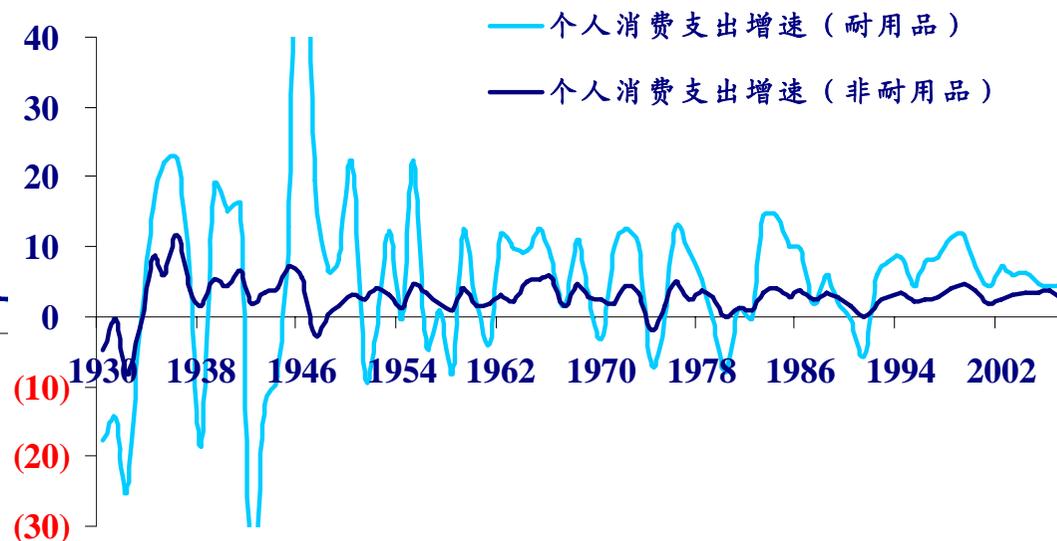
## 美国 - 经济周期与消费波动的经验数据

从美国历史的经济数据来看，经济周期与消费周期的波动长期基本一致，但耐用品实际消费支出波动远远大于非耐用品

美国经济周期与消费波动



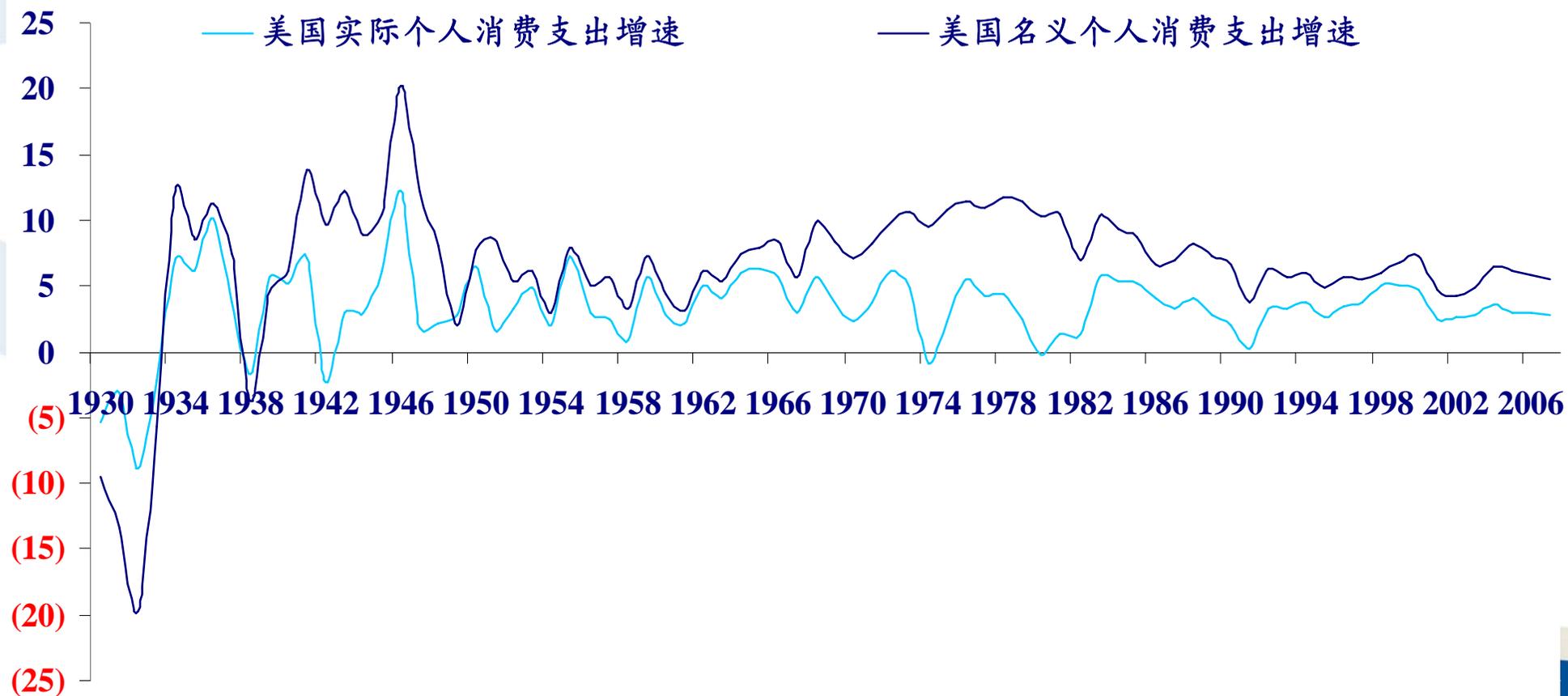
非耐用品与耐用品实际消费的波动差异



# 1. 经济周期与消费波动

## 美国 - 经济周期与消费波动的经验数据

价格的变动扩大了名义消费的波动，对于非耐用品来说更是其波动的主要因素

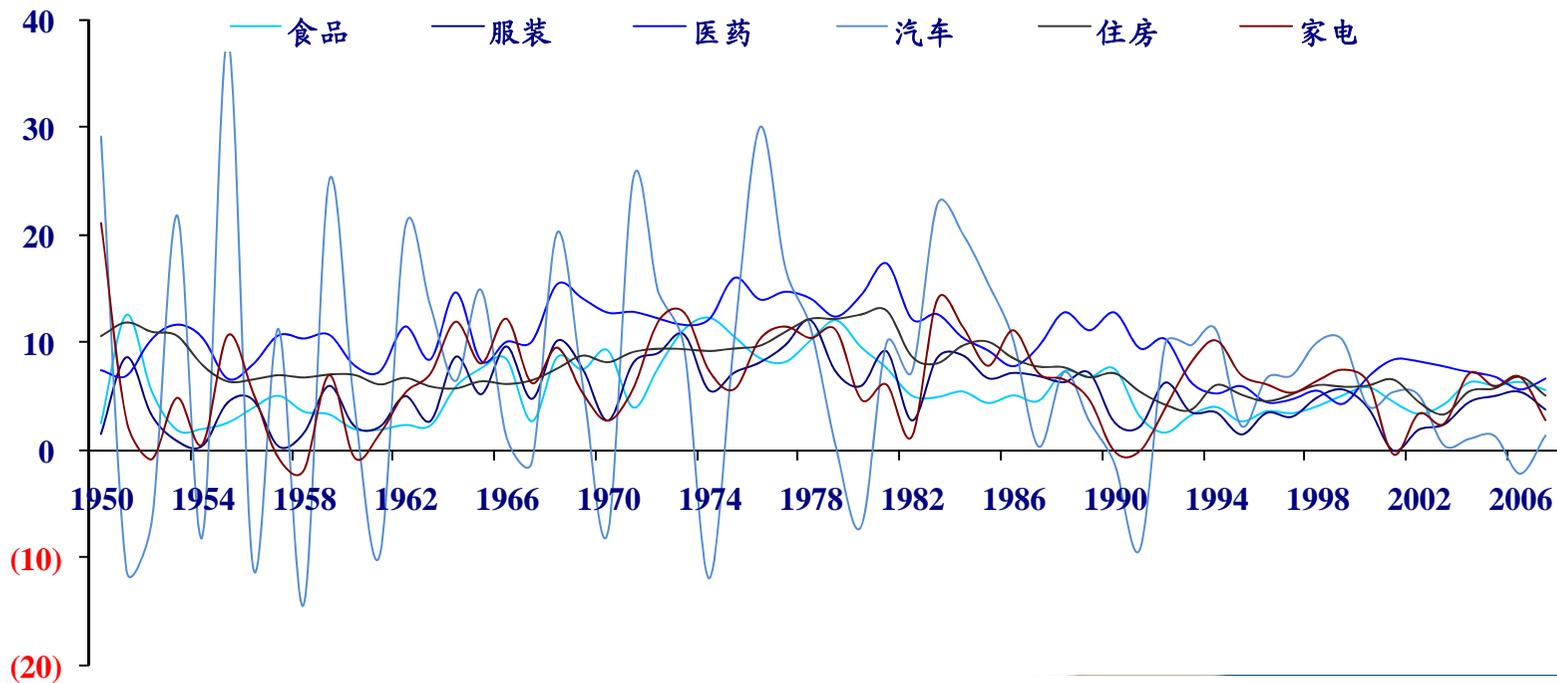


# 1. 经济周期与消费波动

## 美国 - 经济周期与消费波动的经验数据

在经济周期中，各商品类别的名义消费支出（增长速度）波动性为：汽车>住房>家电>服装>食品>医药

### 美国各商品类别的名义消费支出增速波动（%，1950 - 2007）



# 1. 经济周期与消费波动

年份	GDP	食品	服装	医药	汽车	住房	家电
<b>1929年大萧条</b>							
1930	-8.60	-7.69	-14.89	0.00	-33.33	-4.27	-19.15
1931	-6.40	-18.33	-13.75	-8.33	-27.27	-6.25	-21.05
1932	-13.00	-22.45	-26.09	-18.18	-37.50	-12.38	-30.00
<b>1973年第一次石油危机</b>							
1973	5.80	11.28	10.82	11.74	9.78	9.50	12.97
1974	-0.50	12.36	5.60	12.28	-11.76	9.33	7.52
1975	-0.20	10.60	7.27	16.16	10.71	9.57	5.83
<b>1979年第二次石油危机</b>							
1979	3.20	12.12	7.32	12.51	0.43	12.30	11.31
1980	-0.20	9.64	6.03	14.53	-6.95	12.71	4.84
1981	2.50	7.72	9.23	17.52	10.11	13.08	6.23
1982	-1.90	5.19	2.82	12.28	7.41	8.80	1.41
<b>2001年网络泡沫的破灭</b>							
2000	3.70	5.97	3.98	6.84	4.23	6.13	6.46
2001	0.80	4.62	0.00	8.47	5.54	6.68	-0.26
2002	1.60	3.51	1.95	8.30	5.25	4.60	3.52

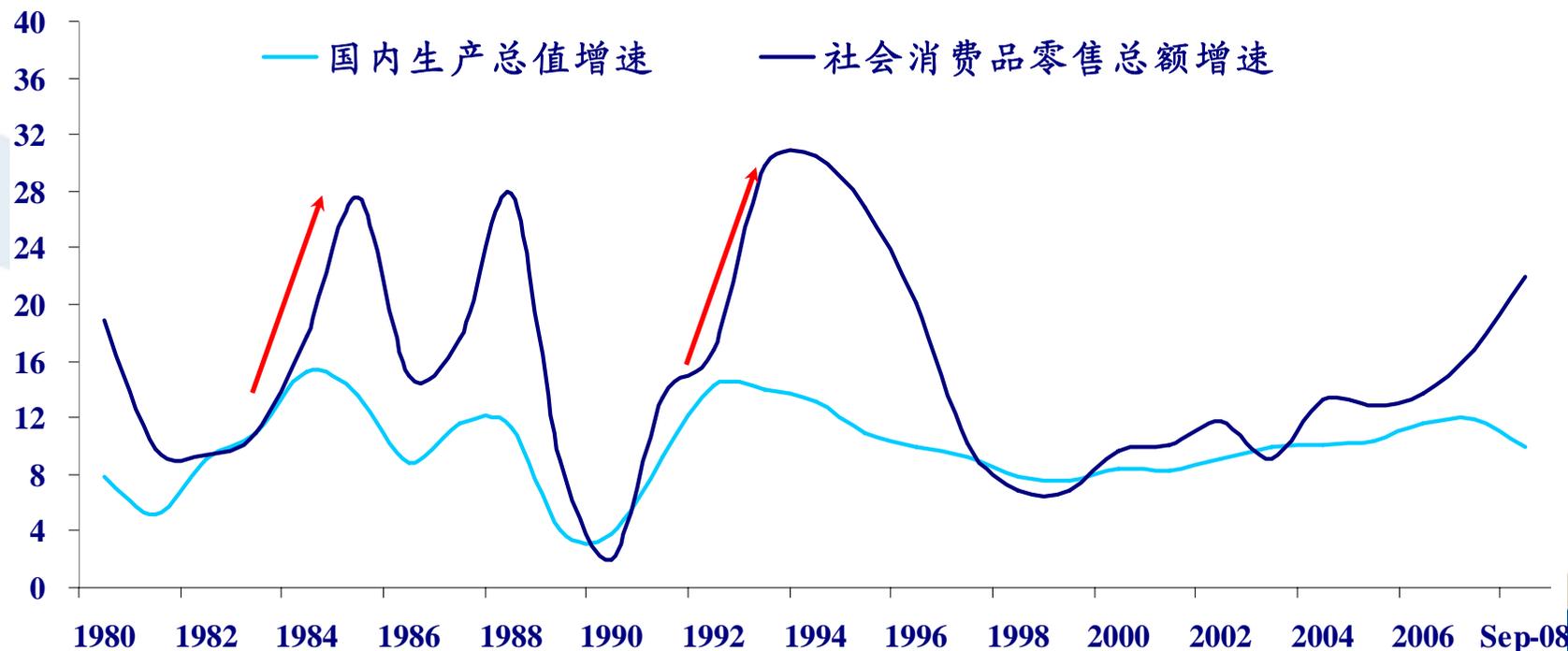
全球金融动荡与经济调整下的中国资本市场  
—— 海通证券2009年投资策略报告会

# 1. 经济周期与消费波动

## 中国 - 之前的消费下滑周期回顾

从历史经验来看，中国消费的回落后经济增速的回落后大约6-12个月，同时由于价格的因素波动程度高于GDP增速

## 中国GDP与社会消费品零售总额增速（%，1980-2008.9）

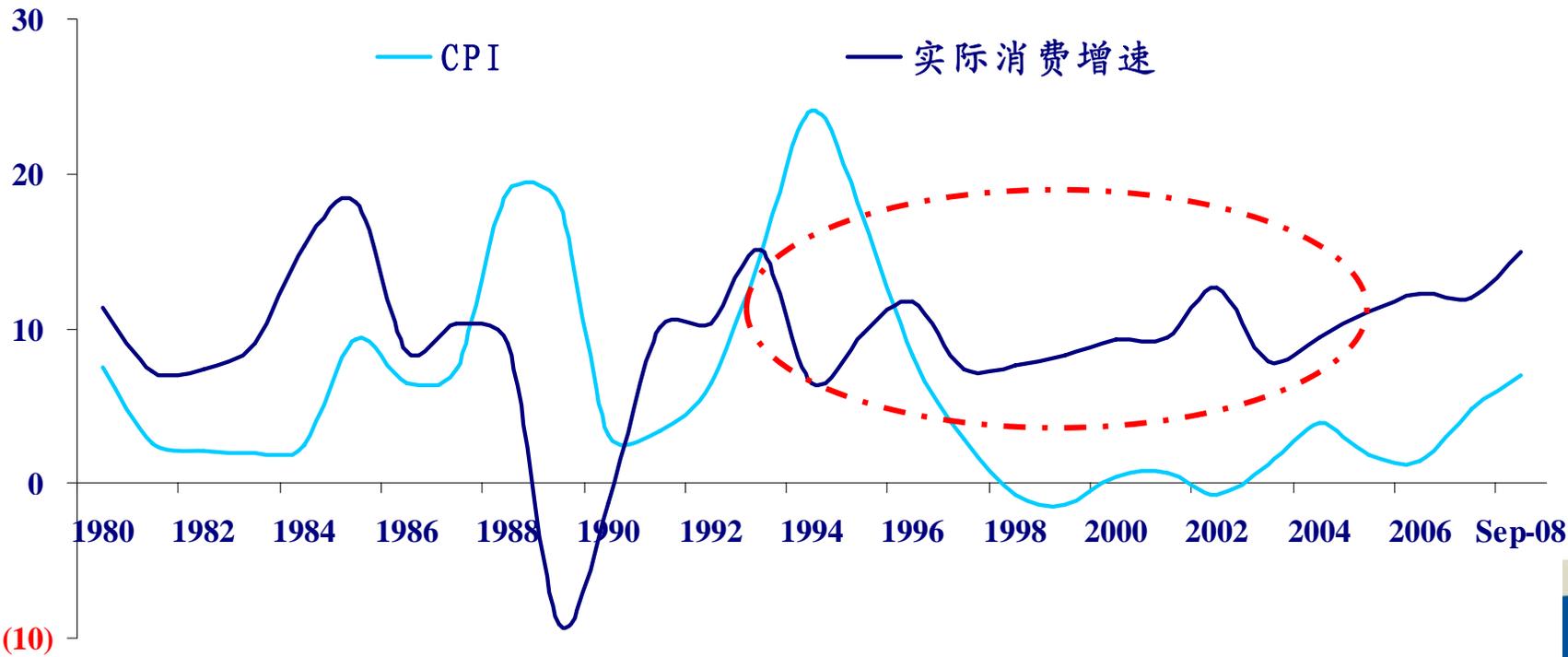


# 1. 经济周期与消费波动

## 中国 - 之前的消费下滑周期回顾

在1994年以后的消费下滑周期中，实际消费增速下滑并不明显，CPI回落是社会消费零售总额增速下降的主要原因

CPI与实际消费增速（%，1980 - 2008.9）



# 1. 经济周期与消费波动

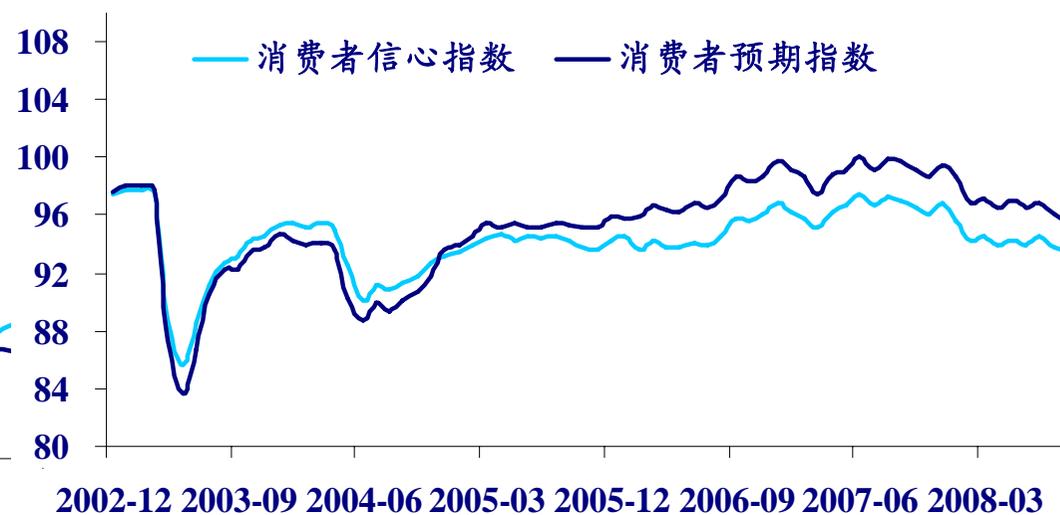
## 中国 - 本轮消费景气回落信号初现

2008年以来，城镇居民人均实际可支配收入及消费性支出增速有所下滑，消费者信心指数也逐步回落

### 城镇居民消费能力下降



### 消费者信心指数下滑

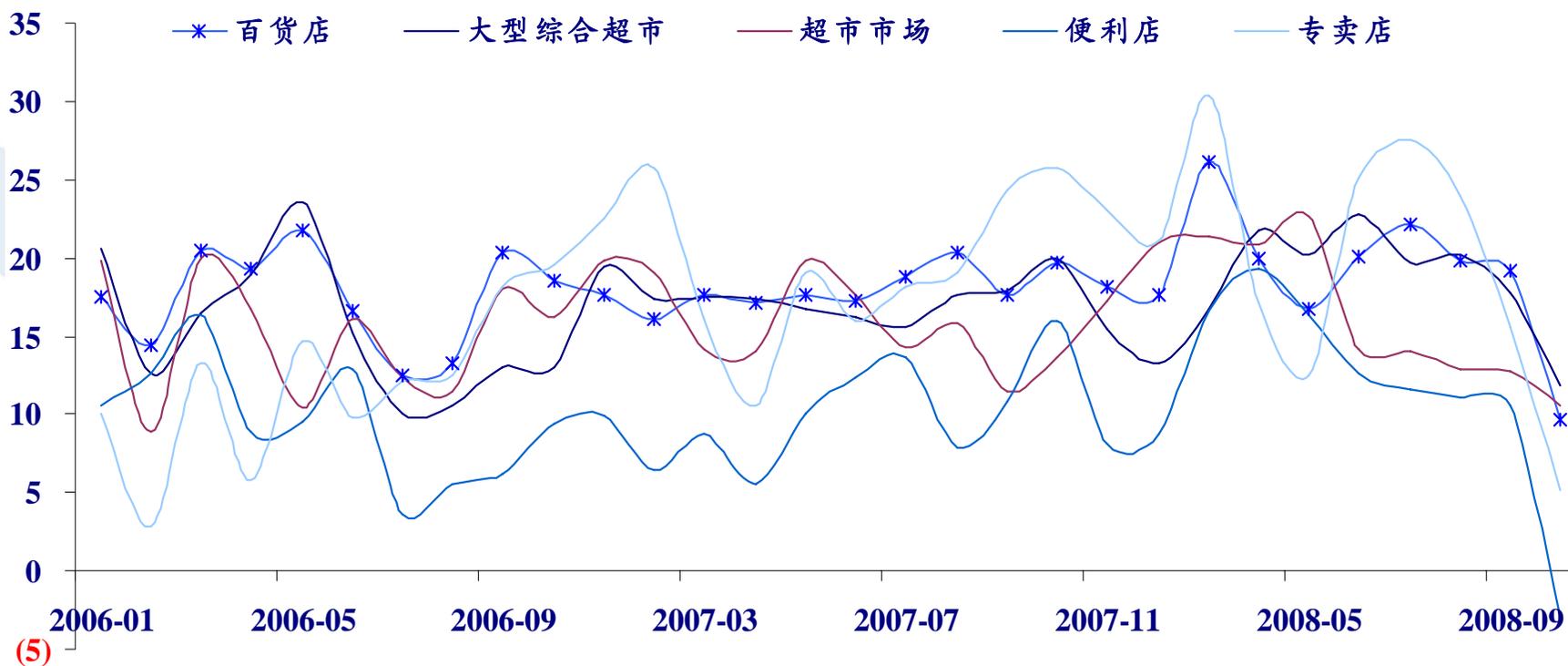


# 1. 经济周期与消费波动

中国 - 本轮消费景气回落信号初现

2008年10月，各零售子业态重点企业销售额同比增长均出现较大幅度回落

### 2006-2008.10重点零售企业销售额同比增长（%）



# 1. 经济周期与消费波动

社会消费品零售总额分类别增长（2004-20083Q，%）

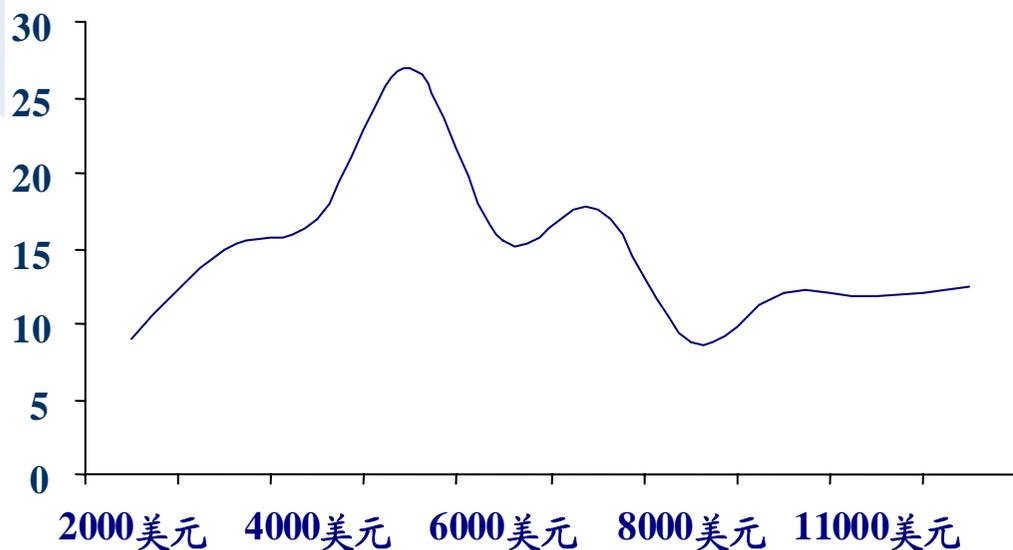
	2004年	2005年	2006年	2007年	1Q2008	1-2Q2008	1-3Q2008
粮油类	17.9	13.6	18.4	38.3	38.1	33.1	28.6
肉禽蛋类	-	-	11.6	40.9	31.3	28.9	25.6
服装纺织品类	18.7	19.6	18.4	28.7	24.3	25.6	26.5
文化办公用品类	22.7	11.4	13.1	22.6	29.2	25.4	21.6
日用品类	-	11.9	15.7	26.5	19.5	19.2	19.3
家用电器和音像器材类	13.7	14.8	19	23.4	22.5	18.3	19.6
家具类	21.8	13.3	21.5	43.2	33.3	32.3	28
建筑及装潢材料类	27.1	22.1	26.1	43.6	-3.1	-1.8	-5.7
化妆品类	-	19.1	18.2	26.3	22.3	21.2	23.6
金银珠宝类	-	13.9	27.2	41.7	47.5	43.9	42.9
通讯器材类	41.7	19.9	23.1	8.8	3.7	3.5	4.4
汽车类	23.4	16.6	25.9	36.9	37.1	33.4	29.1
石油及制品类	45.9	34.4	36.6	20.5	42.5	44.4	46.4

# 1. 经济周期与消费波动

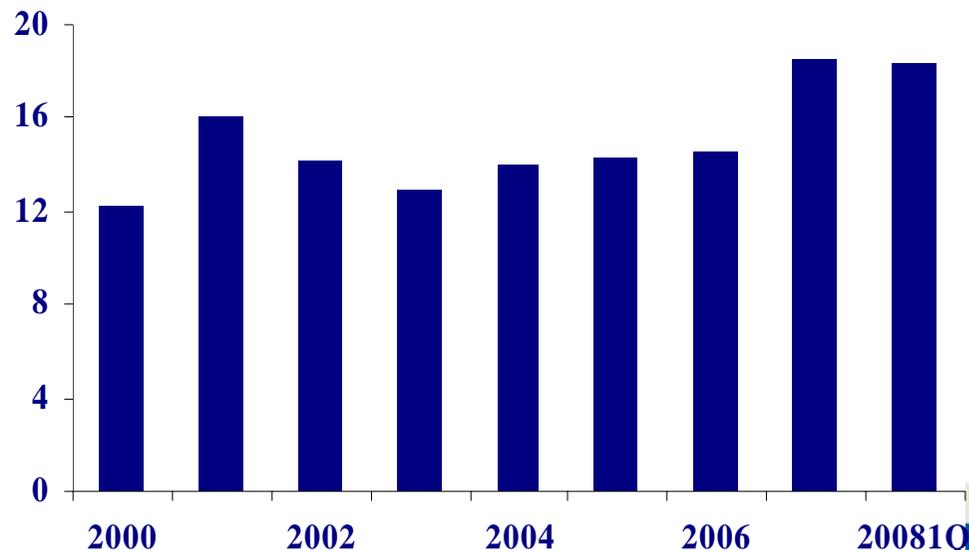
## 中国实际消费增速 - 高于长期均值的波动

人均GDP水平及工资水平的提升决定了消费能力的提升，历史证明，人均GDP2000 - 5000美元是居民消费增长最快的阶段，同时，从中国的人口结构和消费习惯来看，我们认为未来的居民消费倾向将上升

韩国人均GDP与消费增长(%)



中国的工资水平增长(%)

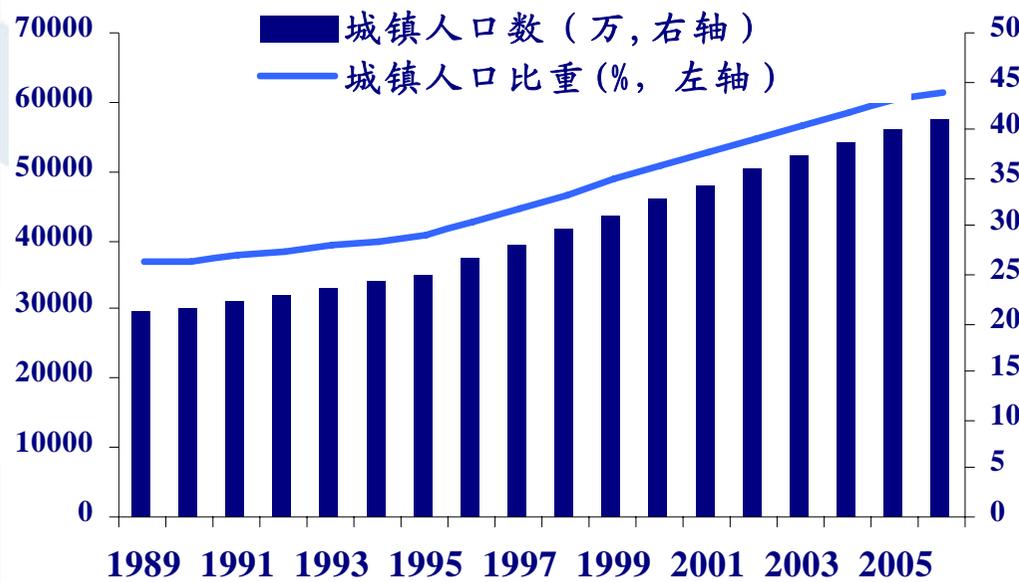


# 1. 经济周期与消费波动

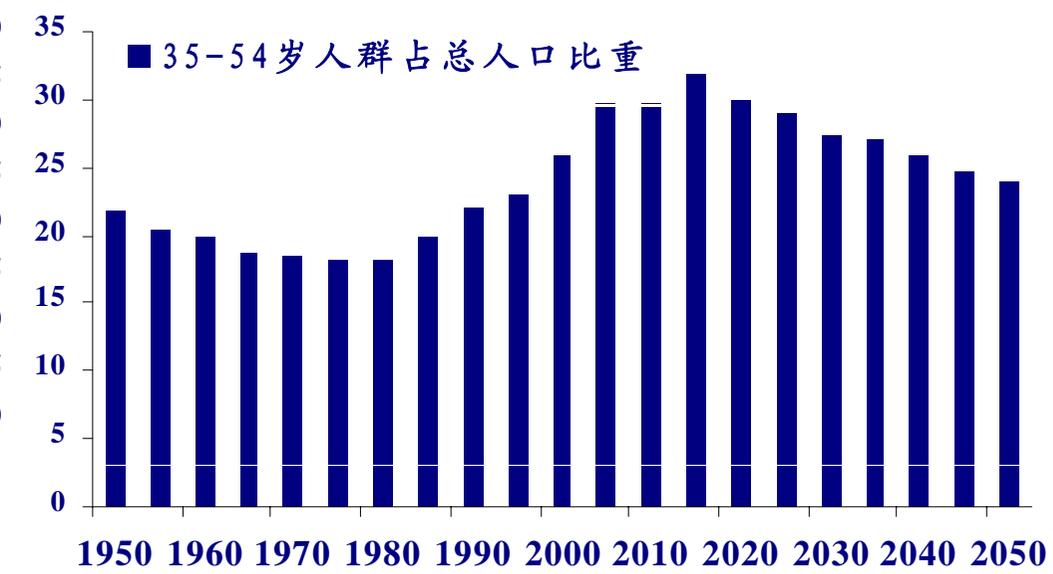
## 中国实际消费增速 - 高于长期均值的波动

城市化率每提高1个百分点，拉动消费增长1.21个百分点；2000年-2015年，是中国35-54岁这一最大消费群体占比最高的阶段

### 中国的城市化进程



### 中国的人口红利



# 1. 经济周期与消费波动

## 总结-我们的判断

- 预计2009年社会消费品零售总额增速回落至10% - 15%
- 实际消费增长仍较为强劲，CPI指数回落是主要因素
- 本轮消费景气下滑只是一次短周期回落
- 食品、服装受影响较小，汽车、房产、家电受影响较大

## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 第二节要点:

- 零售企业业绩回顾
- 1998 - 2002年的中国百货业
- 经济危机中的Walmart

## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 零售企业2006年以来季度业绩回顾

2008年，重点40家零售类公司利润增速逐季度回落，2008年3Q单季度剔除投资收益的营业利润增速仅为15.7%，净利润增速仅为8.9%

### 重点40家零售类公司分季度业绩表现（2006 - 20083Q）



全球金融动荡与经济调整下的中国资本市场  
海通证券2009年投资策略报告会

## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 导致零售企业第三季度利润增速下滑的财务分析

从营业收入增速及综合毛利率来看均较为平稳，费用率的上升引起的营业利润率下降是主要原因

#### 40家重点零售公司的主要财务比率（%）

	20083Q	20082Q	20081Q	20074Q	20073Q	20072Q	20071Q
综合毛利率	19.69	19.87	18.30	19.23	19.37	19.41	18.39
营业税金率	0.85	0.82	0.75	0.96	0.84	0.70	0.80
销售费用率	9.05	8.58	7.46	7.93	8.85	7.98	7.53
管理费用率	5.79	4.81	4.64	4.46	5.28	5.18	5.06
财务费用率	0.63	0.50	0.70	0.44	0.82	0.51	0.63
剔除投资收益后营业利润率	3.25	5.07	4.70	4.98	3.49	4.80	4.35

## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 费用率上升的背后

- 可比门店增速下滑（CPI下滑、消费信心下降）
- 经营成本（主要是人力成本）的上升
- 部分企业个体行为（储备“过冬”、淡季调整等）

## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

	百货	超市	家电连锁
可比门店销售增速	居民消费力减弱，打折促销增加，对销售收入产生较大影响	来客数影响不大，主要影响在于CPI特别是食品指数的下滑	耐用品需求弹性大，房地产景气度下滑带来家电新增需求减少
营业面积扩张	培育期较长，景气度下滑周期新增门店扩张易于引起利润水平大幅度波动	培育期较短，房地产景气度下滑带来部分物业短期难以交付，但物业租金可能松动	物业租金可能松动，但由于整体消费下降，新开店步伐可能下降
毛利率变动	打折促销可能小幅度影响部分百货公司佣金率水平	变动不大，综合毛利率的提升仍主要依赖于供应链改善	变动不大，综合毛利率的提升依赖与家电厂商的博弈
费用变动	各公司费用状况不一，部分公司人力成本负担压力加重	可比门店增速下降带来费用率的上升，但租金上升压力减轻	可比门店增速下降带来费用率上升

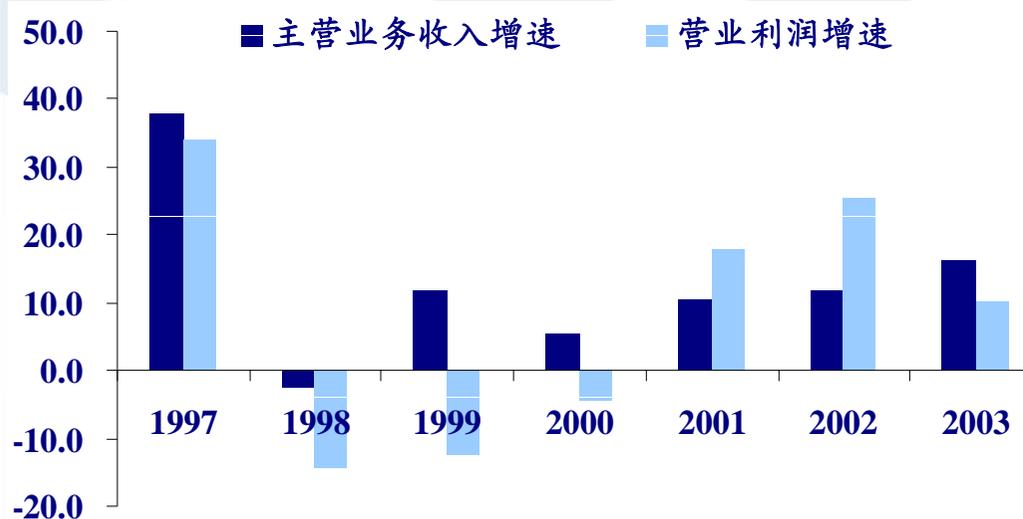
## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 1998 - 2002年的中国百货业 (1)

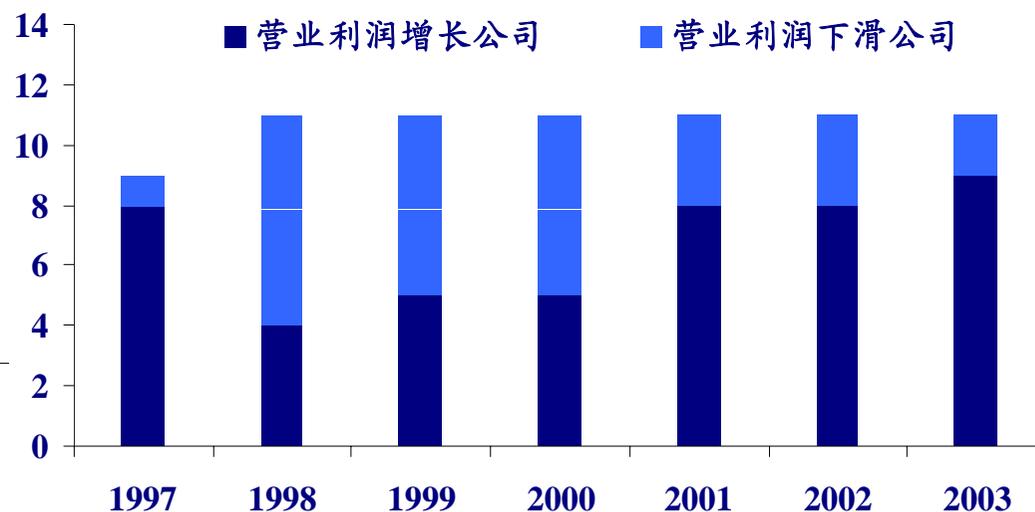
我们选择的11家重点百货公司中，1998年整体营业收入负增长，而1998-2000年三年间，约一半公司营业利润下滑

那段时间业绩不景气与经济环境有关，另外一方面与整个行业的大调整有关

### 重点百货公司业绩表现 (1997-2003)



### 1998-2000半数公司营业利润下滑



## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 1998 - 2002年的中国百货业 (2)

从5家单体百货店的营业收入情况来看可比门店增速，1998年5家单体百货店有3家营业收入出现5 - 10%的下滑

### 单体百货店的主营业务收入增速 (1997 - 2002)

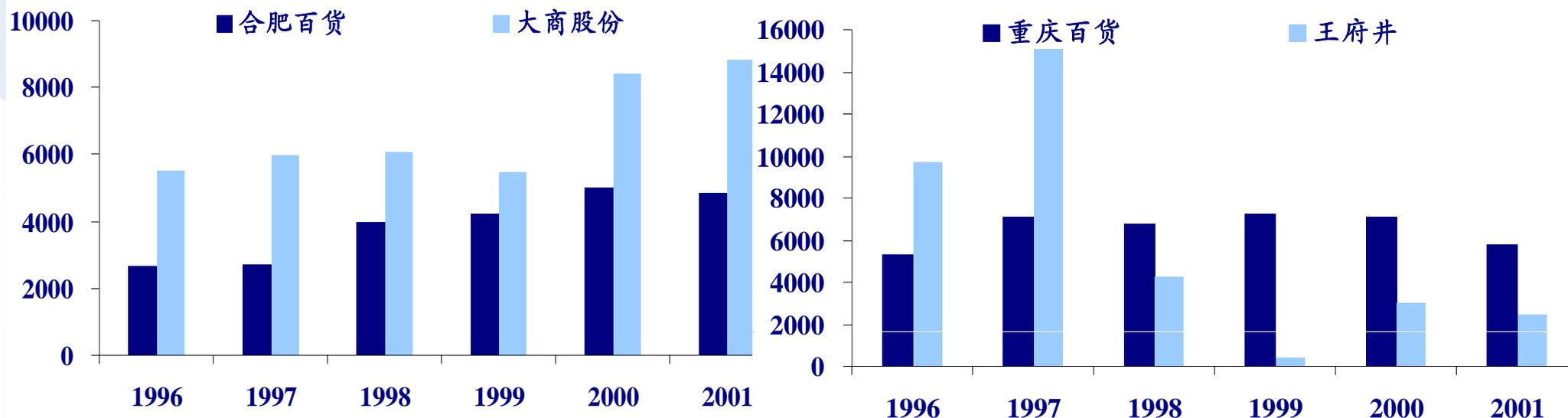
证券简称	1997	1998	1999	2000	2001	2002
中兴商业	13.3	-5.5	-20.8	-29.1	100.5	19.1
广州友谊		-10.6	-5.1	21.5	3.6	-7.7
南京中商		-9.4	3.2	-11.9	40.8	31.5
新世界	28.2	3.6	4.3	4.4	-5.9	-12.1
欧亚集团	26.6	-30.2	52.7	21.2	1.5	6.8

## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 1998 - 2002年的中国百货业 (3)

扩张型百货公司的差异较大，由于百货的培育期较长，在消费景气下滑周期中，谨慎的低成本扩张显得极为重要

### 扩张型百货公司的净利润表现 (1996 - 2001)

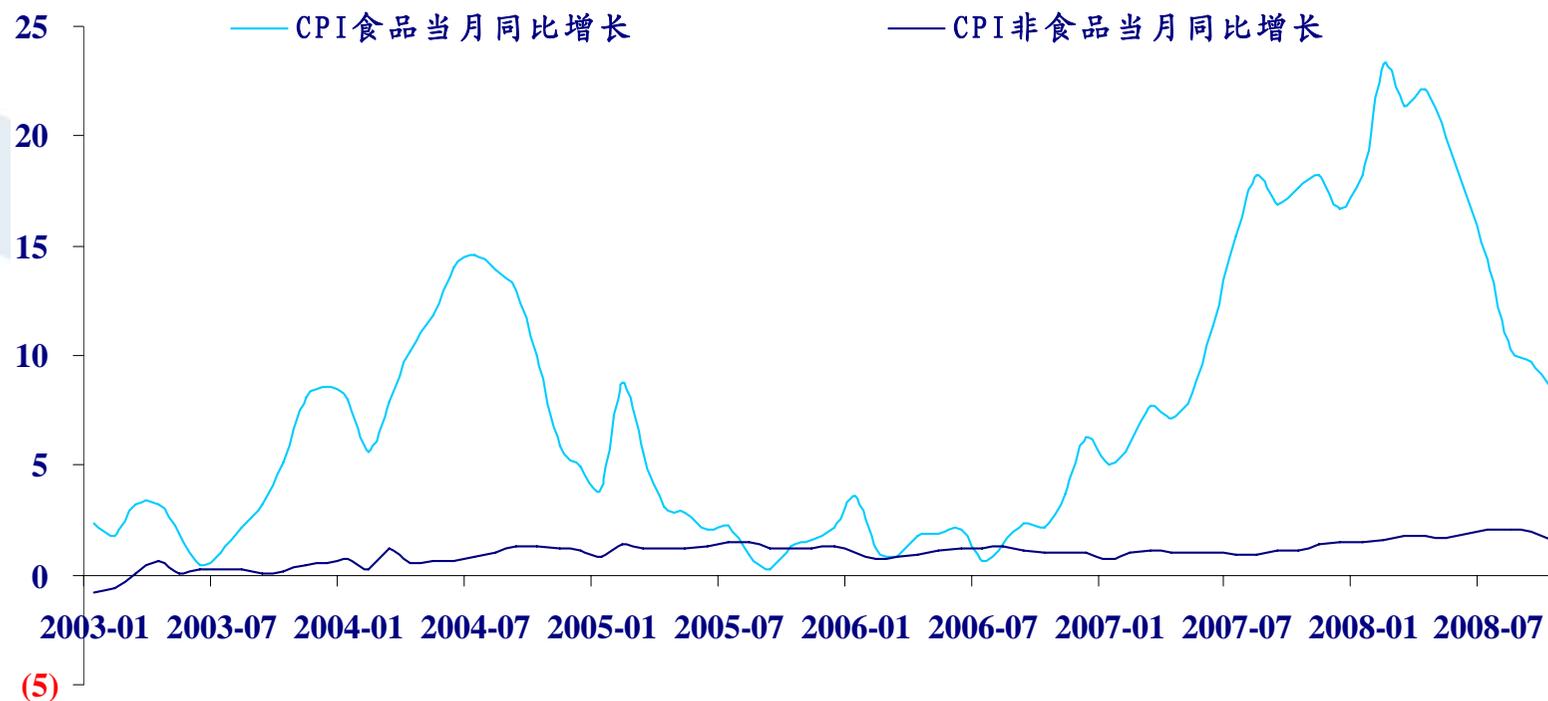


## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

超市 - 可比门店销售增速受制于食品价格回落

2008年下半年食品CPI指数从第一季度的20%以上回落至10月的8.5%，价格因素估计带动超市可比门店销售增速下降4% - 6%

### CPI食品指数快速回落

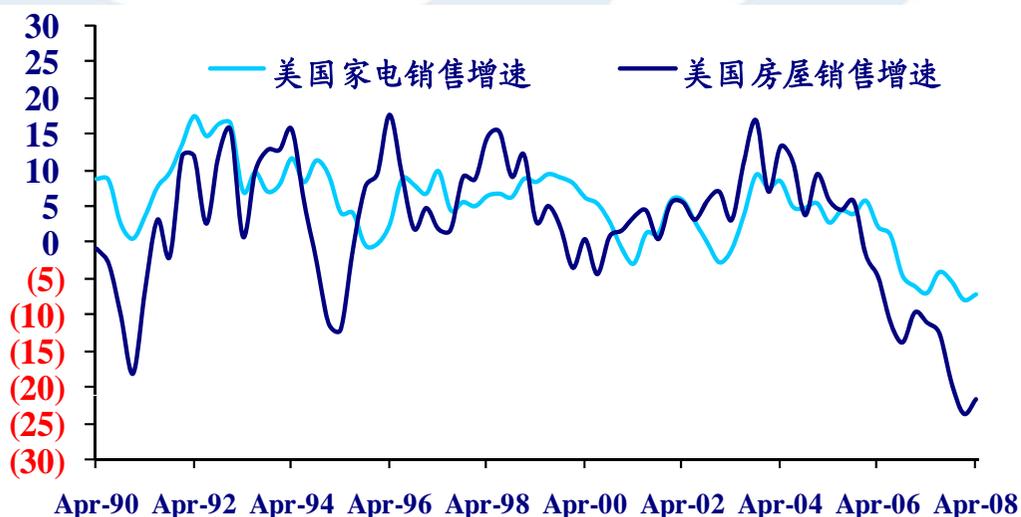


## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

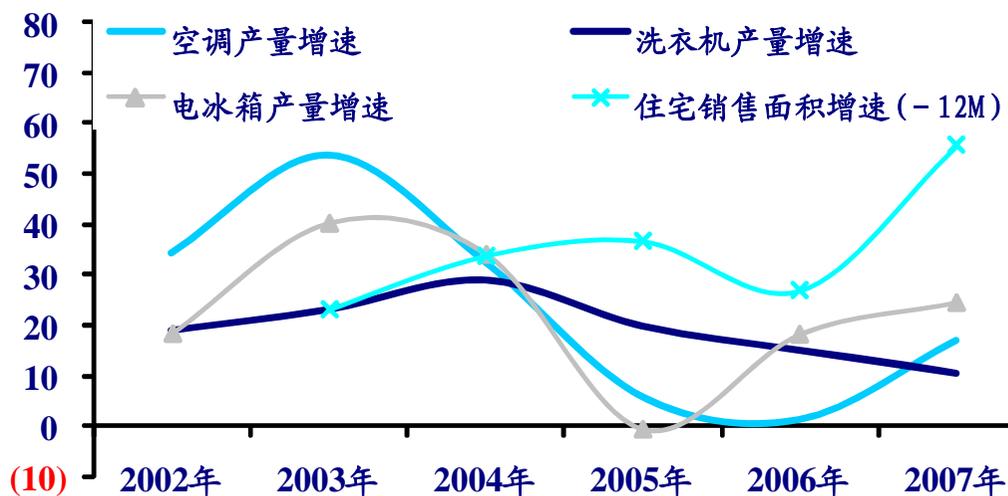
### 家电连锁 - 房地产景气度下滑影响新增需求

实证研究证明家电销售与房地产景气度存在较强相关性，但家电下乡等对农村家电保有量的提升、更新换代需求等正面因素会有所抵消

#### 美国家电销售与房屋销售



#### 中国部分家电产品销售与住宅销售

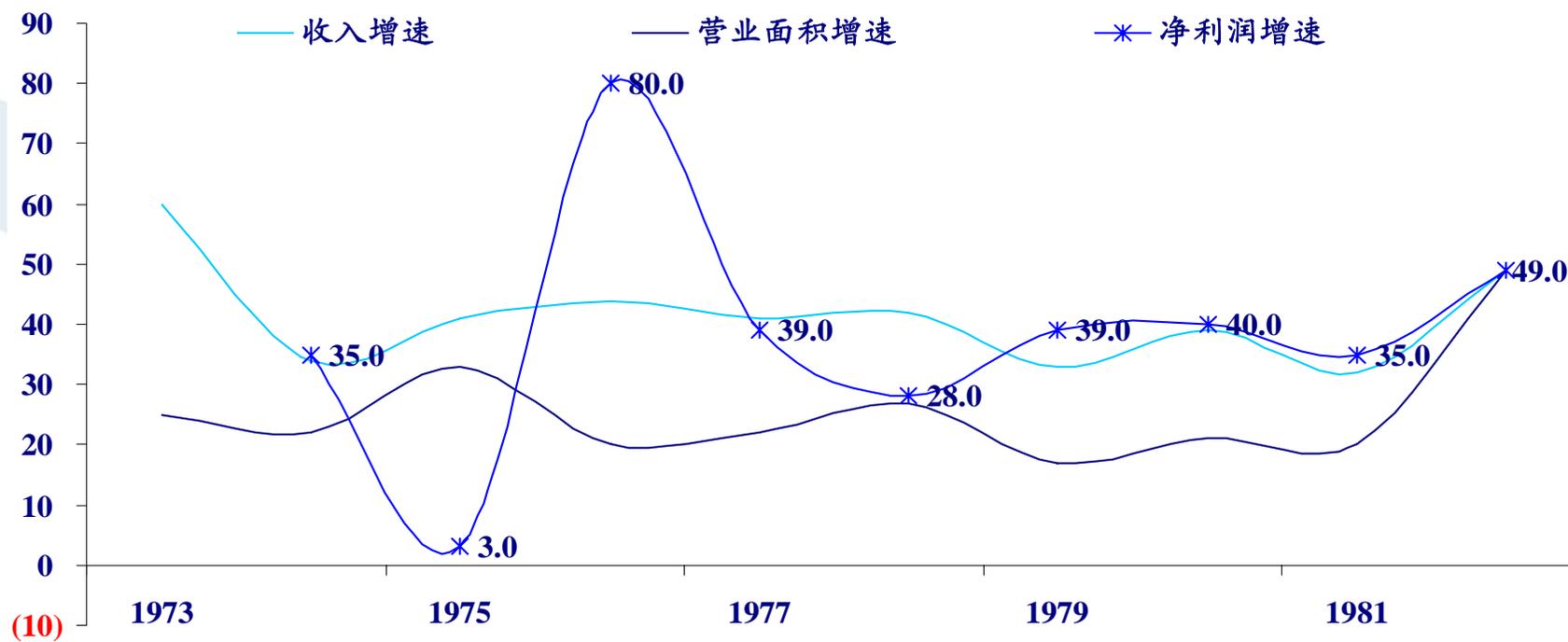


## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 经济危机中的Walmart

1973 - 1982年十年美国经历了两次经济危机，而Walmart以惊人的速度成长，收入与净利润的年复合增长率分别达到41.3%和42.2%

### 两次经济危机中Walmart快速成长（1973 - 1982）



(10)

## 2. 消费景气下滑对零售企业的影响

### 我们的主要结论

- **CPI指数的下滑对各零售子行业（百货、超市、家电）的同店销售增速产生负面影响（5%左右）**
- **从居民的实际消费变化来看，我们认为超市受影响最小、百货次之、家电最大**
- **行业整体利润增速可能下降至15% - 20%（2008年上半年业绩基数较高），企业业绩的增长将出现较大的分化**

### 3. 行业投资策略及公司选择

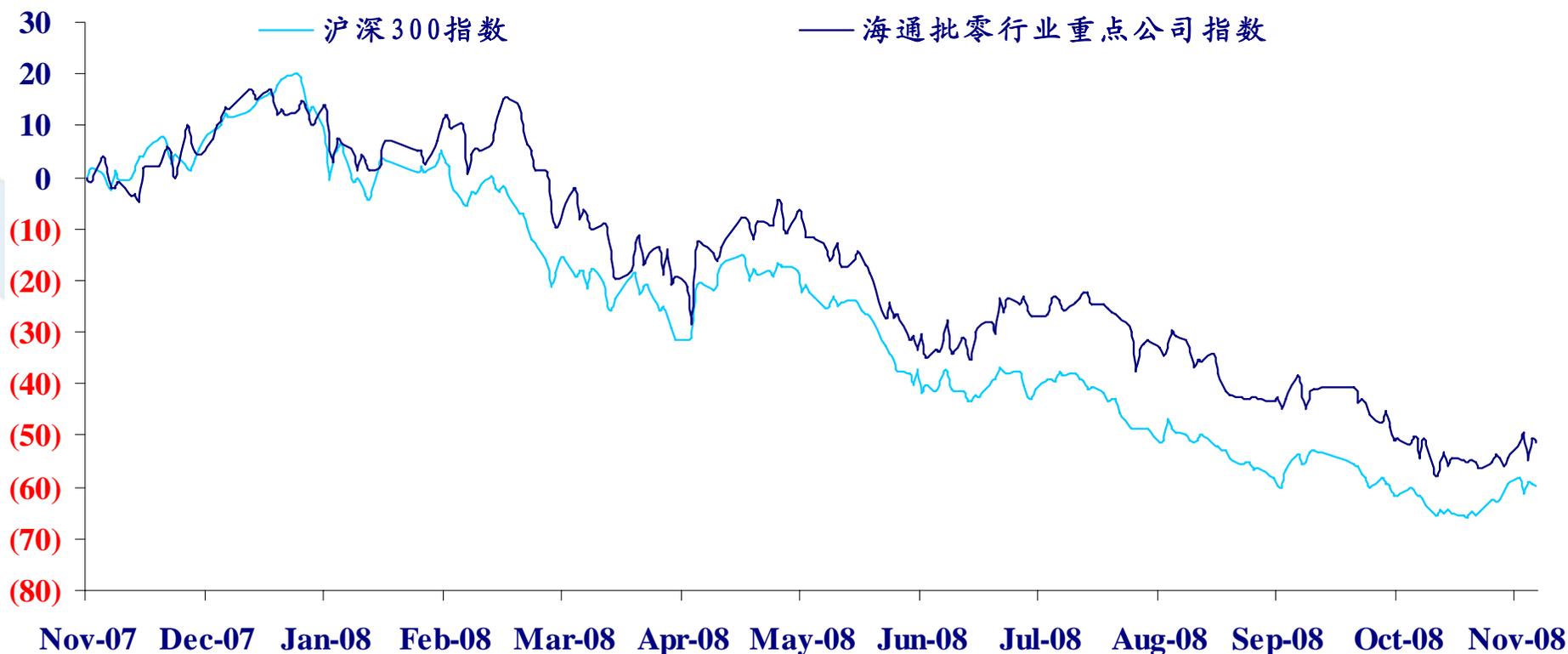
#### 第三节要点:

- 整体行业投资策略
- 零售各子行业看法
- 主要推荐公司

### 3. 行业投资策略及公司选择

#### 零售类公司股价表现

2008年海通批零行业重点公司指数跑赢大势，但2008年三季度前后，部分零售股补跌明显



### 3. 行业投资策略及公司选择

#### 估值 - 进入历史最低区间

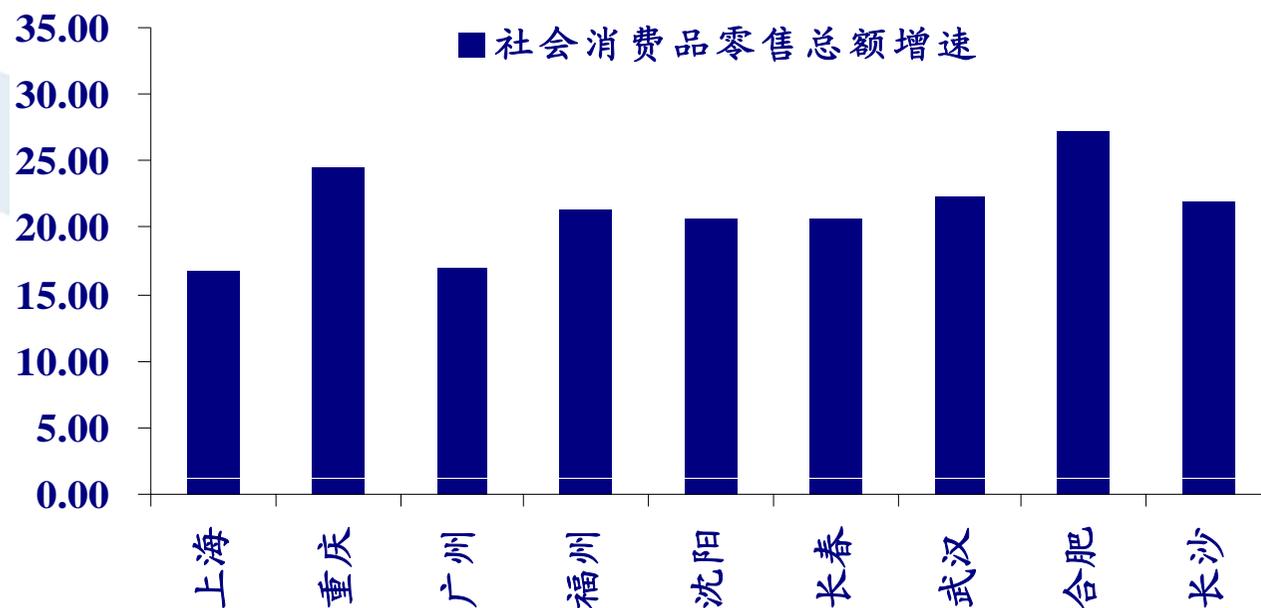
子行业	代码	股票名称	11月25日收盘价(元)	总市值(亿元)	2008PE(E)	2009PE(E)	2010PE(E)	PB	PS
百货	000417	合肥百货	7.31	27.0	21.8	15.4	12.2	3.28	0.56
百货	000501	鄂武商A	5.85	29.7	17.7	13.9	-	2.46	0.47
百货	000715	中兴商业	7.2	20.1	23.9	21.0	-	2.31	0.85
百货	000987	广州友谊	9.52	34.2	13.2	10.9	9.1	3.21	1.32
百货	002187	广百股份	15.53	24.8	17.8	14.4	11.9	2.81	0.77
百货	600280	南京中商	6.01	8.6	10.1	8.2	-	1.35	0.21
百货	600327	大厦股份	6.35	20.7	14.8	10.4	7.8	2.79	0.52
百货	600628	新世界	6.63	35.3	17.9	13.9	-	2.18	1.47
百货	600631	百联股份	7.42	81.7	18.5	14.5	12.0	1.56	0.89
百货	600693	东百集团	8.32	22.0	19.8	15.2	11.1	4.12	1.66
百货	600697	欧亚集团	13.27	21.1	18.7	14.6	11.8	3.04	0.61
百货	600729	重庆百货	13.45	27.4	16.7	14.6	12.7	3.49	0.44
百货	600858	银座股份	13.11	30.8	23.7	17.0	13.0	2.63	0.77
超市	000759	武汉中百	7.77	43.6	24.9	18.8	-	2.89	0.53
超市	002251	步步高	31.78	43.0	23.9	16.1	12.7	3.15	0.85
超市	002264	新华都	13.45	14.4	21.7	15.0	-	2.80	0.67
家电连锁	002024	苏宁电器	14.9	445.7	18.2	14.0	-	5.36	0.87
专营零售	600415	小商品城	38.34	130.4	23.4	14.6	10.0	2.44	3.86
综合	600153	建发股份	5.14	63.9	6.7	4.9	-	1.27	0.18
综合	600755	厦门国贸	8.37	41.6	9.8	8.6	8.0	1.43	0.21

### 3. 行业投资策略及公司选择

百货 - 行业景气下滑、部分区域龙头公司有望继续增长

虽然行业短期内面临景气下滑的压力，但是区域经济强势、竞争优势明显以及费用控制出色的公司仍能获得较高的增长

#### 2008年上半年不同城市的消费增长水平



### 3. 行业投资策略及公司选择

**超市** - 平稳增长、扩张能力及内生性增长挖掘带来公司差异

相对于百货来说，优质超市的规模扩张、供应链改进、内生性增长挖掘能弥补可比门店增速下滑对公司净利润增速的负面影响

**家电连锁** - 有能力“过冬”的优秀企业值得中长期持有

产业集中度有持续提升空间，竞争对手“过冬”能力相对下降，家电下乡对农村家电保有量的提升，相对回暖的房地产政策使地产行业带来的负面影响快要见底等因素对优秀企业可能意味着机会

### 3. 行业投资策略及公司选择

#### 并购 - 2009年的重要投资主题

- 行业整合的诱因
- 本土企业的整合优势
- 行业整合参与对象

### 3. 行业投资策略与公司选择

#### 小商品城（买入，维持）

- 2009-11年来自新增市场的净利润增速明显，且以预收款方式锁定了大部分未来3-5年的净利润
- 市场政府定价部分仍有提价空间
- 治理结构优化，大股东关心市值

#### 苏宁电器（增持，维持）

- 中长期看行业最有能力的整合者，所处行业产业集中度仍旧有提升空间
- 物流配送、信息系统、人力资源优势大
- 作为渠道与供应商谈判能力强，中长期看毛利率仍有提升空间，费用率仍有下降空间
- 短期行业压力大，但“过冬”能力强

#### 欧亚集团（买入，维持）

- 具备“以弱胜强”能力的区域性商业龙头，扩张低调但获得网点的成本低
- 百货+超市+大型购物中心（50万平方米），长春市、吉林省内外已经拥有十几家大型网点，物业大部分自有
- 未来毛利率和净利润增长空间大

### 3. 行业投资策略与公司选择

#### 步步高（买入，维持）

- 看好立足中小城市的区域性超市企业
- 杰出的管理及企业文化
- 生鲜改革推动的内生性增长
- 估值水平已经进入低估区间

#### 合肥百货（增持，维持）

- 快速发展的区域经济
- 较低的毛利率水平仍具提升空间
- 良好的费用控制释放利润

### 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；  
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

# 谢谢！ 欢迎交流！

海通证券研究所批发与零售贸易行业研究团队

路颖 CFA

汪盛

电话：021-23219404

021-23219390

Email: [luying@htsec.com](mailto:luying@htsec.com) [wangs@htsec.com](mailto:wangs@htsec.com)