

要点

◇2009年行业趋势:景气度继续回落。从宏观面、行业面以及公司盈利增长等几个角度看,零售行业整体景气度回落已经显现。虽然2009年行业发展可能受到政策的对冲支持,但受经济放缓的影响,企业盈利将进一步下降,预期居民薪金收入和实际购买力减速,这必然降低居民的消费意愿,消费行为将变得更为谨慎。同时,股票市场和房地产市场的低迷,使得财富效应下降,也预示着2009年的消费市场表现不佳。我们认为,2009年零售行业景气度将继续小幅回落,行业整体盈利增速趋缓,但不会出现大幅下滑甚至负增长。

◇长周期展望:零售业持续性繁荣。从社会需求层面看,经济长期增长、城市化率提高、人口结构变化和新农村改革等基础性因素,通过居民可支配收入的提高,达到消费支出增加、消费升级以及消费倾向提高多重效果,实现全社会消费需求提升;从行业自身发展看,行业集中度低,有较大提升空间,而行业目前仍处于发展初期,其也必将在向更高阶段发展的过程中迎来持续的繁荣。

◇估值:均处于历史低位,估值风险低。纵向看,零售A股经过近期调整,估值已接近历史底部,相对市场的溢价也较低,投资价值已经显现;但与H股相关公司的比较看,零售A股仍有一定高估,但也已趋向接近。

◇投资策略:遵循“自上而下”和“自下而上”两种思路精选个股。自上而下,建议投资中西部和北部的区域中档百货和二、三线城市区域龙头企业;自下而上,建议关注两类机会:一是存在资产注入和产业资本重组带来的交易机会,二是关注具有行业垄断性、受益下游产品需求刚性的公司,推荐主营农批市场的农产品。

政策对冲效应:

政策取暖难改下滑趋势

2009年,零售行业的发展将得到政策上的对冲支持。

在外汇经济受次贷危机影响陷入全面衰退的情况下,我国出口下滑的确定性很大,政府已经认识到经济减速的严峻形势,预期将持续采取积极的财政、货币政策刺激经济,依靠投资和消费对经济进行拉动。

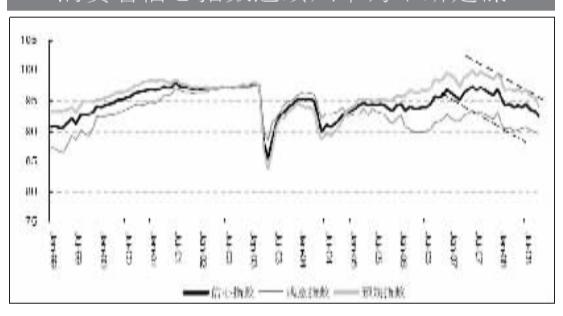
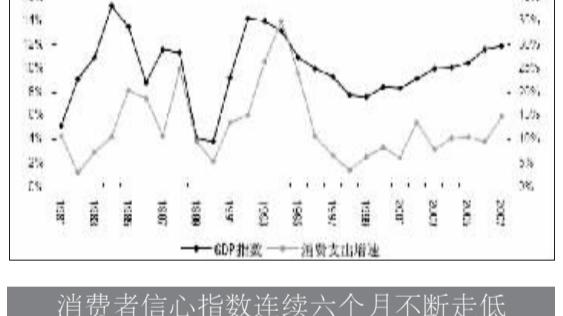
我们认为,在提振消费者信心、刺激居民消费层面,或会出台一些刺激方案,如减税、提高工资以及建立对低收入阶层补贴的长效保障机制等。

整体而言,这些措施会产生一定的效果,但在经济下滑、消费者收入预期和消费信心下降的前提下,消费刺激方案效果可能不会太大,短期难以扭转消费下滑的趋势。(瞿永祥、汪立亭)

可选择的消费刺激方案及效果

方案	说明	对消费的刺激效果
提高个税起征点	假设由当前的2000元提高到3000元,将有效提高个人可支配收入,但受经济形势不好的谨慎心理,增量收入更可能转化为储蓄而非消费支出。	中
提高工资	仅能提高公务员和国企员工工资,这部分员工仅占社会总就业人口的约5.5%,效果小。政府明年的财政收入减而支出加大,财政压力或使工资提高幅度不大。	低
低收入保障	目前低收入保障总量小,即使100%的增幅对消费的拉动也很有限;	很低
“家电下乡”补贴	凭购货凭证返还13%的款项,可刺激居民对彩电、冰箱、洗衣机等的实际需求。	高

居民消费支出大致滞后于宏观经济一年



证券代码:600983 证券简称:合肥三洋 公告编号:临2008-028

合肥荣事达三洋电器股份有限公司关于会计师事务所迁址并更名公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

公司于2008年12月12日收到审计机构《关于安徽华普会计师事务所迁址并更名的函》,该审计机构已由安徽迁址北京,名称由“安徽华普会计师事务所”变更为“华普天健高商会计师事务所(北京)有限公司”,该公司法定代表人兼主任会计师为肖厚发先生,法定注册地址为北京市西城区西直门南大街2号2105。

本次会计师事务所名称变更不等于更换会计师事务所。

以上事项,特此公告。

合肥荣事达三洋电器股份有限公司董事会

二〇〇八年十二月十五日

□平安证券 瞿永祥 汪立亭

行业层面:

商品零售增速下滑

2009年“经济增速下滑”基本已经成为各方共识,零售业虽具有弱周期性,但也不能独善其身。从宏观、行业和公司层面看,目前零售行业都已出现景气度回落的趋势,并且基于零售业相对于宏观经济的滞后性,我们认为,2009年零售业景气度将进一步回落。

宏观层面:

消费驱动不再强劲

首先观察作为消费驱动的居民可支配收入的情况。季度数据显示,居民可支配收入实际增速自2007年开始一直处于下降通道,在2008年一季度的大幅下滑后,二季度有所回升,但三季度以来重又呈现下降趋势。居民消费支出实际增速也呈现类似走势。

从历史数据看,居民消费支出增速约滞后GDP增速1年左右。基于2009年宏观经济继续下滑的判断,企业盈利水平也将进一步下降,就业机会减少、裁员减薪增多等使居民预期薪金收入下降,消费意愿将继续减弱,消费者信心指数也连续走低。

限额以上零售企业零售额同比增速

比实际增速自6月以来连续下降,跌至10月份最新的10.3%。各主要分类产品看,除食品零售增速保持稳定外,服装、化妆品、黄金珠宝和家电的销售增速均有下滑,其中尤以家电下跌幅度最大。

从历史的数据看,当前的限额以上企业零售额名义和实际增速仍远高于1997-1998年期间和2001-2002年期间,如果认为这一轮的经济下滑相当于1997-1998年的情况甚至更差,那么基于消费品零售的滞后性,有理由判断明年的消费品零售市场不容乐观。

我们跟踪了更具代表性的全国百家大型零售企业的销售情况,数据显示总计及分类的零售额增速下滑更为迅速。虽然9、10月份的数据存在国庆假日前置效应和暖秋气候的扰动,但居民购买力和购买意愿减弱应是主要的、也是趋势性的原因。

以下我们进一步细化考察食品、服装和家电的零售额增速指标,并判断未来趋势。

食品:增速下降最小,这说明食品作为居民消费必需品,需求弹性小,经济下滑阶段的防御性较好。数

据显示,饮料、烟酒增速一直比较稳定,并且有明显的春节效应,零售价格趋于上升。这一类别占食品大类零售额的约30%份额。粮油、肉禽蛋和其他食品合计占食品大类其余70%的份额,这一类商品零售价格和CPI走势相似,呈下降趋势,导致食品类零售额实际增速趋缓。

综合分析食品、饮料烟酒类的2009年销售走势,我们认为,饮料烟酒类的零售额增速会保持稳定,但2009年CPI低位运行,占比70%的食品的零售增速相较2008年要低,尤其是包含奶制品、休闲食品等在内的其他食品占比达40%,这一部分的弹性相对较大。作为食品、饮料烟酒类主要销售渠道的超市企业,2009年的业绩虽防御性最好,但增速也会下滑。

服装:服装的价格一直在下降,但零售额实际增速在保持上半年的稳定态势后,10月出现显著下降。今年服装的促销活动在7、8月份就启动了,比往常都早,并且进入10月份以来,各大商场折扣营销力度非常大,以刺激疲软的消费市场。虽然打折销售的效果比较好,但这种集体的大力度折扣营销或会产生两种不利的后果:一是陷入“促销陷阱”,即促销对销售的带动效果降低,消费者会产生“不打折就不买”

的购物心理;二是透支未来消费,在对经济前景和自身收入预期不好的条件下,当前促销活动中的一次性消费会降低其未来的消费支出。这都进一步加剧了我们对2009年上半年消费市场的担忧。

家电:家电的零售增速下滑非常快,这和房地产市场不景气明显相关,并且家电的零售额略滞后于房屋的销售面积。

2009年家电销售依然会受经济和房地产不景气的影响,因此,家电连锁企业的销售也不容乐观。一个较大的防御性机会在于承接“家电下乡”的政策性支持,加快进入三、四线城市,整合渠道,渗透潜力巨大的农村市场。

公司层面:

盈利能力趋降

我们选取了行业44家具有代表性的商业企业(剔除了ST股)作为样本,从分季度财务表现看,企业利润增速也出现了较为明显的下滑趋势。

收入增速持稳,利润减速明显。收入方面,自2006年以来,各季度基本维持在25%左右的增速。值得注意的是,2008年三季度的收入增速比前两季度提高,甚至略高于去年同期增速。但这里有两方面的

影响:一是国庆假期前置效应,二是商家提前启动促销,带动销售。我们认为,2008年四季度行业收入增速很难达到去年同期水平。基于对2009年各消费品销售的判断,2009年尤其前两季度,收入增速将

进一步下滑,乐观估计在15%左右,而其中同店增速可能下降为0。

利润方面,增速分别在2006年四季度和2007年四季度达到峰值,其后出现同比、环比增速齐降趋势。背后原因在于:在2004年以来的行业持续高景气度下,零售公司的外延扩张加快,但当前短周期景气度下滑,老店同店增速下降,而新开门店虽贡献收入,但导致费用率上升明显;股市由高涨到低迷,零售企业投资收益变动大,对利润也有一定影响。

毛利率持稳,费用率上升。零售企业的综合毛利率一直保持平稳,各季度同比仍比去年有所提高。但费用率的上升引起企业盈利能力下降,这也是上面分析的收入增速和毛利率平稳的情况下,企业利润增速明显下降的主要原因。

盈利能力下降。代表企业盈利能力的销售净利率和ROE两个指标,结束了自2006年开始的连续2年多来的升势,2008年二、三季度出现下降。

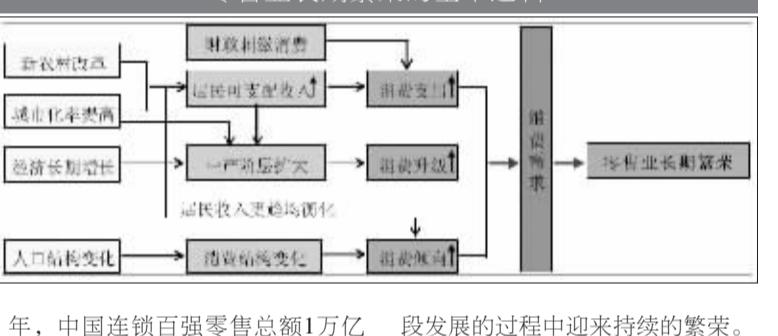
长周期展望:
确定性持续繁荣

就长周期而言,我国零售业仍然处于发展初期,从社会需求和行业发展的两个角度看,零售业将可实现确定性的持续繁荣。

国际经验证明,人均GDP在2000-5000美元是居民消费增长最快的阶段。而我国目前大部分省市的人均GDP刚刚进入这个区间,并且城化进程的长期趋势将带动人均收入水平的快速提高和居民消费升级。

随着银行卡和信用卡的普及,信用消费模式逐渐成趋势。中国巨量的、起见性的大众化消费提升的代表是新生代的消费者,20世纪80年代出生的“80后”已经逐渐进入消费的主导层。“80后”大多数是独生子女,具有新的消费理念;随着互联网的发展,他(她)们的消费观念和时尚化追求几乎与世界同步;其消费可以不受限自身收入水平,还有可能来自父母转移性的支付能力;他(她)们组建家庭后,将带来“婴儿潮”消费倾向。“80后”的消费特点将提高社会整体的消费倾向。

从行业横向看,零售行业产业集中度低,有较大提升空间。2007



年,中国连锁百强零售总额1万亿元,占消费品零售总额的11.2%,占批零总额的13.3%。而美国的这一比重2006年达到了37%以上。零售业规模经济的内在要求必然促进行业的整合和集中度的提高。

从行业纵向看,行业未来仍需经历多个发展阶段。我国零售业目前除家电连锁业形成双寡头局面外,其他基本还处于区域内规模集中的阶段,并且在经营模式上也较单一和趋同。而观察国际零售业的发展,基本遵循“规模-优化-创新-多元化-国际化”的发展路径。因此,中国零售业也必将在向更高阶

段发展的过程中迎来持续的繁荣。

实际上,零售业是一个注重细节和成本效率的行业,它面对的直接是终端消费者,需要通过持续的提高顾客满意度、为顾客创造价值,以实现自身企业价值。因此,零售业需要不断的尝试、优化和创新。

当前行业的短周期景气度回落,正可为国内零售企业提供审视自身扩张质量和经营模式的时间,寻求供应链优化、信息系统升级和管理技术革新的机会,从而提升竞争力,获取零售业长期领跑的优势,我们也期待零售业伟大公司的出现。(瞿永祥、汪立亭)

主要上市公司盈利预测与估值比较

公司代码	股票简称	最新价格(元)	总市值(亿元)	EPS			PE	投资评级		
				07A	08E	09E				
002024	苏宁电器	18.18	543.8	0.49	0.8	1.12	37.1	22.2	16.2	推荐
000061	农产品	11.98	54.2	0.38	0.4	0.75	31.5	30.0	16.0	强烈推荐
000417	合肥百货	7.39	27.3	0.28	0.33	0.48	26.4	22.4	15.4	推荐
600858	银座股份	12.74	30.0	0.55	0.69	0.9	23.2	18.5	14.2	推荐
600697	欧亚集团	12.96	20.6	0.49	0.7	0.91	26.4	18.5	14.2	推荐
600785	新华百货	10.29	17.8	0.44	0.59	0.74	23.4	17.4	13.9	推荐
000501	鄂武商A	4.97	25.2	0.31	0.32	0.44	16.0	15.5	11.3	推荐
002251	步步高	35.21	47.6	1.23	1.3	1.85	28.6	27.1	19.0	推荐
000759	武汉中百	8.58	48.1	0.22	0.32	0.43	39.0	26.8	20.0	推荐

议审议通过股权分置改革方案,2008年12月12日,公司部分有限售条件股东所持“武汉塑料”股份的解限时间已到。

二、关注核实时情况

本公司根据《深圳证券交易所上市公司信息披露工作指引第3号—股票交易异常波动》第四条的要求,公司向管理层及相关部门进行了必要核实,对影响公司股价异常波动的事项说明如下:

(一)公司前期披露的重大信息不存在需要更正、补充之处;公司及有关人员无泄漏未公开

信息的情况。

(二)公司经营生产一切正常,基本面无重大变化,不存在预计将要发生

或可能发生的重大变化。本公司董事、监事和高级管理人员正常履行职责。

(三)公司不存在对股票价格可能产生较大影响的传闻。本公司董事会敬请广大投资者注意防范投资风险。

特此公告。

武汉塑料工业集团股份有限公司董事会

二〇〇八年十二月十六日

银河基金管理有限公司关于副总经理姜皓同志代为履行督察长职务的公告

经银河基金管理有限公司第二届董事会审议通过,公司同意

届辞职申请辞去督察长职务的申请,同时聘任副总经理姜皓

同志代为履行督察长职务。

上述决定已经中国证券监督管理委员会基金部函[2008]513号核准批复。