

商业：工商业电价并轨有望“美梦成真”

商业

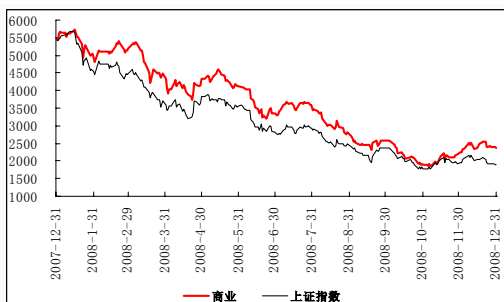
增持（维持）

报告日期：2009 年 1 月 5 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	2372	8.43%
天相流通指数	1909	1.45%
上证指数	1821	-2.69%

行业指数近一年走势图



相关报告：

- 《经营突遇寒流，看淡 09 年上半年前景》
2008 年 12 月 8 日
- 《商业：从流通领域刺激消费的政策猜想》
2008 年 12 月 8 日
- 《连锁超市：且待春暖花开日》
2008 年 12 月 12 日
- 《莫道春播早，只为秋实殷 -- 2009 年商业年度投资策略》
2008 年 12 月 19 日
- 《国务院部署搞活流通扩大消费政策措施点评》
2008 年 12 月 26 日

天相消费品组

联系人一向涛

021-58824282-859 xiangt@txsec.com

联系人一施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 我国各地区工商业销售电价情况分析；
- 商业上市公司能源费支出占比情况分析；
- 电价若并轨对商业上市公司影响程度

投资要点：

- **工商业电价并轨有望成行。**我们认为，和过去多次工商业电价并轨行政指令“干打雷，不下雨”的情况不同，今年我国多数地区有望实现真正的工商业电价并轨。我们认为，过去几年工商业电价歧视政策存在的一个重要原因是全国性的电力短缺，以及国家在此背景下保工业的大战略造成的。随着国内电力企业装机容量过剩，工业企业开工不足进而对电力需求的下降，工商业电价并轨有望迎来最佳时机。
- **商业电价平均下调空间为35%左右。**我们统计了全国多数地区工商业平均销售电价。不考虑基础电价，根据测算结果，全国平均工业电价约为0.509元，商业电价约为0.803元，国内商业电价平均是工业电价的1.58倍，若最终完全并轨，全国平均商业电价的最大下降空间在35%左右。分区域来看，经济欠发达地区工商业电价差距大于经济发达地区。上海地区工业销售电价高于商业销售电价。
- **行业平均能源成本约占销售额的1.3%。**我们统计了部分商业上市公司04-07年以来的能源成本并计算了其占两项费用（销售费用和管理费用）以及销售额的比重。根据统计结果，商业上市公司能源费用支出占两项费用比重约在10%左右，占年销售额的比重在1.3%左右。分区域来看中西部地区公司能源费支出占比最高，其次是北方地区上市公司，随后是长三角、珠三角和北京等地区公司。
- **投资机会。**我们认为若工商业电价并轨完全实施，按受益程度由高到低依次为：中西部上市公司、北方地区上市公司、长江以及沿海南方上市公司。具体受益程度则因电价调整幅度和公司而异。建议投资者重点关注武汉中百、鄂武商、步步高、大商股份、欧亚集团等上市公司。此外，上海地区商业电价已经低于工业电价，因此该地区商业上市公司将不会受益电价并轨措施。

1. 工商业电价并轨迎来最佳时机

2008 年 12 月 31 日，国务院办公厅发布《关于搞活流通扩大消费的意见》，其中第 12 条提及“09 年实行商业与工业用电、用水同价政策。尽快落实对列入国家鼓励类的商业用电与工业用电同价政策，有条件的省份要在 2009 年内落实对列入国家鼓励类的商业用水与工业用水同价政策，切实减轻企业负担。”

工商企业电价歧视由来已久，早在 04 年业界包括决策层就传出工商业电价并轨的可能。事实上，在 08 年初，国家出台《国务院关于加快发展服务业的若干意见》，其中便提出“除国家另有规定外，各地区要结合销售电价调整，于 2008 年底前基本实现商业用电价格与一般工业用电价格并轨。。。”但是一直到 08 年底这一政策仍然未能得到执行，造成“干打雷，不下雨”的局面。

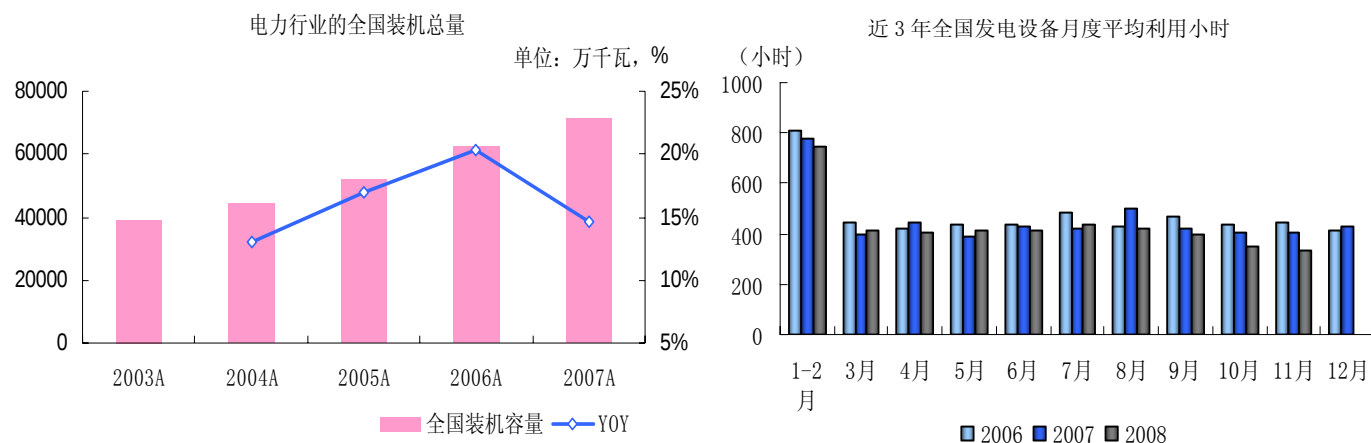
我们认为，和过去几次空有口号不同，09 年国内工商企业销售电价有望迎来真正的并轨时机。

我们认为，造成歧视性电价的一个重要原因是过去几年全国性的电力短缺，在整体供应不足而需求旺盛的情况下，国家政策原则上会首先保证工业企业用电需求，并通过高电价措施来限制商业企业用电量。

05、06 年以来我国电力行业装机容量得到大规模发展，07 年装机容量已经略有过剩，在 08 年表现则更为明显。根据天相电力行业分析师统计，08 年全年发电设备利用小时在 4600-4700 小时的范围内，同比降低 300 小时以上，预计 09 年全国发电装机增速将达到 7.5% 左右，而 09 年全社会电力需求增速仅为 3.13%，不足以消化装机容量的增长。在电力供应过剩，需求不足的背景下，电力短缺这一过去制约工商业电价并轨的最主要阻碍因素将不复存在。此外，根据天相电力行业分析师测算，目前国内电力装机容量可以满足我国 GDP 保持 10% 增速增长时的用电需求，因此即便未来国内工业企业恢复到正常开工水平，也不太可能出现过去几年大规模的电荒。

基于此，我们认为工商企业的电价差别待遇在 09 年有望得到真正改观，商业企业用电价格将有可能面临较大幅度下调。

图表 1：电力行业的全国装机容量和发电设备月度平均利用小时数



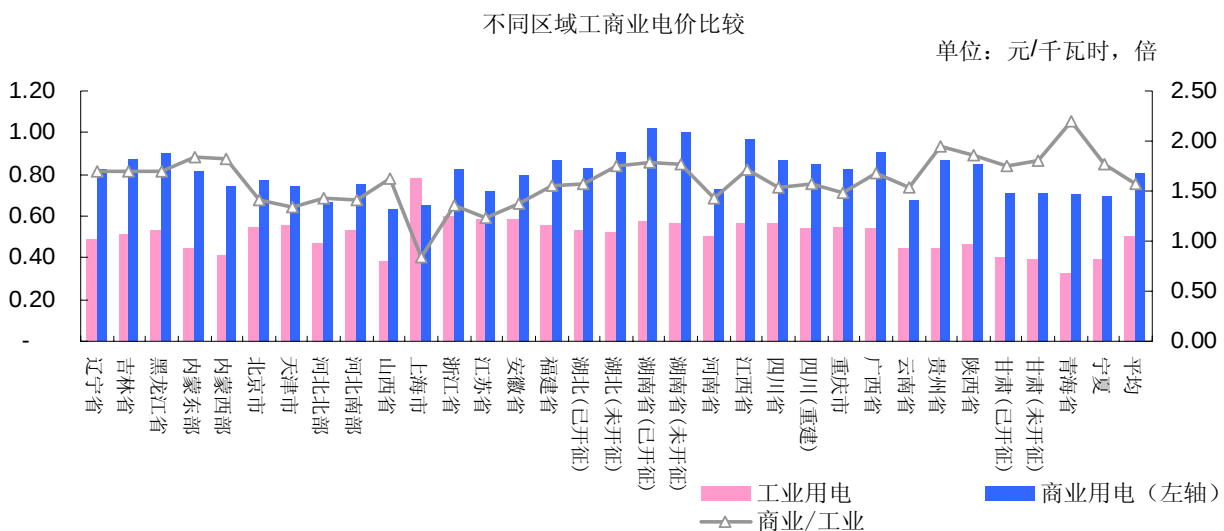
资料来源：中电联，天相投顾整理。



2. 商业平均销售电价的最大下降空间在 35%左右

我国不同地区销售电价存在差别，此外同一地区不同电度销售电价亦存在差别，我们统计了我国主要地区不同电度工商业销售电价的算术平均值，并且比较了两者的比值（商业/工业）。

图表 2：我国部分地区工商业平均销售电价及比值



资料来源：国家发改委，天相投顾整理。已开征指的是已开征城市公用事业附加费地区，未开征指的是未开征城市公用事业附加费地区。

根据我们测算的结果，全国平均工业电价约为 0.509 元，商业电价约为 0.803 元，国内商业电价平均是工业电价的 1.58 倍。如果未来国内工业电价保持不变，实现工商业电价并轨后，全国平均商业电价的最大下降空间在 35%左右。（需要指出的是，我们这里仅考虑了工业企业的电度电价，并未包括以最大负荷或变压器容量按月度计算的基本电价，因此实际平均到工业企业单位用电量的价格较电度电价会略高，若考虑基本电价，商业电价的平均下调空间可能小于 35%。）

分区域来看，经济欠发达地区工商业电价差距更大，如贵州、青海等省商业电价是工业电价的近 2 倍，国内中西部地区该比值在 1.5 倍左右，江浙地区为 1.2 倍。值得注意的是，上海是我国唯一工业销售电价高于商业销售电价的地区，这也表明了当地政府通过电价区别定价措施对当地产业进行调配的思路。

3. 商业上市公司用电成本分析

我们根据 A 股商业上市公司年报披露数据，对 04-07 年部分重点公司能源费明细情况进行了统计，此处能源费主要包括水电费支出，其中电费占绝大部分比重。因此我们认为对其分析一定程度上可以反应目前我国商业上市公司的用电成本情况。

根据我们的统计，共有 17 家上市公司对能源费支出进行了披露，其中 12 家公司披露了近四年数据。我们统计了这些公司能源费支出占销售和管理费用合计的比重，以及占公司年销售额的比重。



图表 3：部分商业上市公司能源费支出占两项费用比重

代码	名称	2004A	2005A	2006A	2007A
000417	合肥百货	14.8%	15.6%	15.1%	10.7%
000501	鄂武商 A	11.1%	15.0%	12.3%	15.8%
000564	西安民生				16.5%
000715	中兴商业	7.7%	7.4%	7.9%	
000759	武汉中百	16.9%	16.2%	16.5%	15.1%
000785	武汉中商	13.5%	12.1%	13.9%	15.3%
002024	苏宁电器	5.1%	6.0%	6.5%	6.1%
002187	广百股份				9.0%
600631	百联股份	9.6%	8.6%	8.9%	
600682	南京新百	7.7%	9.1%	9.3%	10.8%
600694	大商股份	12.4%	13.7%	13.1%	12.0%
600697	欧亚集团	13.8%	12.7%	13.3%	19.6%
600729	重庆百货	11.6%	12.5%	12.0%	12.4%
600785	新华百货	1.6%	3.3%	4.3%	3.3%
600828	成商集团	8.3%	6.2%		
600856	长百集团	8.3%	9.1%	13.5%	13.3%
600859	王府井	8.0%	8.2%	9.3%	10.8%
合计占比		9.9%	9.9%	10.2%	10.5%

资料来源：公司年报，天相投顾整理

图表 4：部分商业上市公司能源费支出占销售额比重

代码	名称	2004A	2005A	2006A	2007A
000417	合肥百货	1.5%	1.4%	1.4%	1.0%
000501	鄂武商 A	1.7%	2.0%	1.7%	2.0%
000564	西安民生				2.5%
000715	中兴商业	1.0%	1.0%	1.1%	
000759	武汉中百	2.1%	2.4%	2.3%	2.1%
000785	武汉中商	1.7%	2.2%	2.0%	2.1%
002024	苏宁电器	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%
002187	广百股份				1.4%
600631	百联股份	1.7%	1.5%	1.5%	
600682	南京新百	0.6%	0.7%	0.9%	1.6%
600694	大商股份	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%
600697	欧亚集团	1.6%	1.4%	1.3%	2.1%
600729	重庆百货	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%
600785	新华百货	0.3%	0.6%	0.6%	0.5%
600828	成商集团	1.5%	1.7%		
600856	长百集团	2.7%	2.3%	2.8%	2.3%
600859	王府井	1.1%	1.4%	1.3%	1.3%
合计占比		1.3%	1.4%	1.3%	1.2%

资料来源：公司年报，天相投顾整理

可以看到，近年来能源费支出占两项费用的比重约为 10%左右，占销售额（不含其他业务收入）比重在 1.3%左右（07 年由于会计准则变更，其他业务收入并入营业收入中，造成当年费用占比下降）。

同样，不同区域来看各上市公司的用电成本也不尽相同。以占两项费用比重为例，中西部地区（如湖北省）的上市公司能源费支出占比最高，在 15%以上；其次是北方地区上市公司，在 12%-13%左右；长三角、珠三角和北京等地区能源费占比在 9%-10%左右。苏宁电器能源费占两项费用比重近年来稳定在 6%左右。

4. 对上市公司影响

依据上述分析，商业用电如实现并轨，其下调空间将存在地域性差别，另一方面，各公司自身经营质量和业态不同对电价下调的敏感程度也不尽相同。

商业公司多是低毛利，依赖规模的经营模式，费用变动对行业盈利影响较其他行业更大。根据天相商业上市公司 07 年全部样本统计，三项费率每减少 1 个百分点，行业净利润将同比增长 18%左右。我们按 15%的增长比例，若各地区商业用电完全与工业用电并轨，粗略测算受益程度如表所示：

图表 5：商业电价并轨对上市公司影响分析

受益程度	区域	电价最大下调空间	能源费用 占销售额比重	对净利润影响（+）	相关上市公司
高	中西部地区	30%~40%	2.0%~2.5%	10%~15%	武汉中百、鄂武商、 武汉中商、步步高、 开元控股等
中	北方地区	30%~40%	1.5%~2.0%	7%~12%	大商股份、中兴商 业、欧亚集团等
低	长三角、沿海南方地区	20%~30%	1.0%~1.5%	3%~7%	南京新百、南京中 商、杭州解百等

资料来源：天相投顾整理

需要指出的是，上述测算仅仅是根据行业数据做的粗略估算，具体影响仍然需要根据实际调价幅度和具体公司而异。此外，由于上海地区商业电价已经低于工业电价，因此该地区商业上市公司将不会受益电价并轨措施。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014