

增 持 维持

批发与零售贸易行业

2009 年 1 月 9 日

商业行业股价异动点评

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
luying@htsec.com
021-23219403

批发和零售贸易行业分析师：汪 盛
wangs@htsec.com
021-23219390

事件：2009 年 1 月 8 日，商业股出现了大幅度的下跌，我们通过跟踪了解发现，对商业零售企业业绩未来不确定性的担心是股价下跌的主要原因。我们主要分析了与此相关的三个信息或传闻：（1）大商 1 月 8 日股价的跌停并不是因为行业性原因；（2）商业企业促销活动对公司毛利率、利润率影响并不像市场想象中那么严重；（3）对于欧亚集团一些传闻（卖场租金可能不上调，09 年业绩增速可能控制在 15%等）的评价。

1. 1 月 8 日商业股集体大幅度下跌的直接导火索可能是市场传闻大商股份四季度业绩低于预期。公司四季度可能因为新开门店较多（10 家）而增加较多开办费等费用，并直接增加亏损，因此全年 EPS 可能只有 6 毛多，而 2009 年因为大家对其治理结构的担心，对业绩增长的可预测性也给予了较大怀疑。因此大商股份直接以跌停领跌。对于这个事件，我们认为大商股份的特殊事件，其四季度业绩的大层面亏损并不是零售行业的整体面貌。此外，即使在宏观经济和行业趋势较为积极乐观的时候，治理结构问题都有可能给投资者带来很多困惑，因此在目前经济和行业前景并不是非常明朗的时候，我们不建议参与与公司管理层的博弈。

2. 另外一个引起商业股下跌的重要原因可能与投资者担心商业企业大规模的促销活动会引起公司毛利率大幅度下降，进而影响利润率，影响净利润的增长有关。我们认为这种担心有其理由，但在具体测算方面并不像大家想象得那么直接，而且负面影响也没有那么大。

根据我们过去对百货零售企业的跟踪，首先第一步要看打折是百货门店中的供应商所为，还是百货商场推动的促销，如果是供应商的打折行为，跟百货商场并没有直接关系，不会影响之前谈好的扣点率，也不会影响百货商的毛利率和费用率，如果一定要谈负面影响，其实是一种类似通货紧缩对流通企业的负面影响：因为商品价格便宜了，即使毛利率不变，但毛利润整体下降了，当然这可以因为打折带来的销售数量的提升和商品本身打折前价格的同比提高而抵消，甚至有正面拉升收入和毛利润的作用。2008 年四季度以来，很多我们的客户就非常关心打折的问题，根据我们观察，以上海为例，今年的打折促销并不比往年力度大多少（比如如果今年促销是 5 折，去年是 7 折，如果价格没变，今年促销要想取得跟去年同样的销售收入，需要销售数量上增加 40%；这基本上没法解释今年元旦百货门店同比 10-20% 的销售增长——如果按照前面的假设，这需要销售数量同比增加 54-68%），如果说有区别可能在于打折的时间比之前有所拉长。而且以我们近期对元旦促销的观察，大部分百货区域龙头的单店销售增长都在两位数，有些甚至超过 20%，这从某种程度上说明 2009 年元旦商家的打折力度并没有比去年同期提升多少，而且对销售收入和毛利润可能带来的都是正面影响。

其次，要分析百货商家主导的促销行为（一年可能有几次，我们测算大概占全年收入 20-35%）的影响，这里面又包括全场打折，满 500 送 300 代金券（或者满 300 送 300 代金券之类），满 300 折 150 元（或者满 199 折 100 元之类）等不同类型的活动。这些活动产生的成本或者费用，一般由供应商和百货商家分担，而根据我们的了解，不同促销活动会计处理方法是不同的；即使同类型促销活动不同企业的会计处理方法也是不同的，这里面还有可能处于避税打擦边球的需求；再次，不同谈判能力的百货商场承担的促销活动费用比例也是不同的，具体还要看供应商进场前与商场在返点、参与商场活动的次数、参与商场活动的程度等所签署的合同约定。除此之外，在百货门店同一次促销活动中，不同供应商是否参与，参与方式，参与程度的不同也会不同程度地影响到分摊比例。因此实际上很难测算某种类型的促销活动对毛利率

或者利润率的影响。我们根据对过去上市公司的观察,认为谈判能力较差的企业如果采取力度较大的促销活动,对其当季毛利率的影响不会超过 1%,而具备一定谈判能力的企业或者谈判能力较强的企业可以将力度较大的促销活动对当季毛利率的影响控制在 0.5%之内,而如果公司在会计处理时将促销活动的部分成本以费用形式体现时(还有一定避税作用),对毛利率基本就不会构成任何影响,对净利润的负面影响也不会太大。我们其实主要想强调的时,促销行为在成本费用上的体现并不像我们想象中那样简单,而且百货门店在其中转嫁能力和谈判能力普遍较强,大部分实际上为供应商所承担。

虽然说市场对经济不景气,消费不景气对百货等商业企业带来的负面影响有比较悲观的判断由来已久,但我们认为目前的悲观情绪可能超出了实际的情况:之前大家普遍担心的是销售收入,而在百货企业元旦销售普遍取得了良好的同比增长(实际上是超出预期的)之后,市场所担心的问题变成了对毛利率大幅下降的担忧。而我们想重申的还是我们之前的观点:2009 年上半年百货业态的经营可能不会象市场想象中那么差,虽然作为可选消费受宏观经济波动和财富效应等影响会较大,但百货所经营的服饰类产品毕竟在可选消费品中还有快速、非耐用品的特质。而且,当整体区域百货销售额出现波动时,区域内主力门店的销售收入增幅所受影响可能最小(上海第一八佰伴最近半年的销售情况就说明了这一点)。

虽然我们对行业和一些重点公司业绩的判断在同行中处于相对乐观的境况,但我们认为,即使经济波动会影响公司真实的经营,会影响一些公司高管“提前过冬”的心态,但不会影响企业的真实价值和中长期增长前景,尤其作为避险能力强,拥有优质物业的百货类公司。而我们所关注的 2008 年三季度末优质商业企业的资产负债表和现金流量表,其资产质量仍旧在 A 股公司中处于上乘位置。实际上当产业资本都对一些 A 股百货公司的价值产生了认同,在二级市场举牌的时候,市场过于悲观的情绪对股价的较大幅度的影响可能为价值投资者提供了更好的买入机会。

3. 对欧亚集团近期市场传闻的观点。近期市场传闻,欧亚集团持股近 40%的欧亚卖场 2009 年一些租赁商铺提高租金的谈判目前还没有启动,由于家具(三层)类经营商户目前经营状况并不是很乐观,因此 2009 年欧亚卖场租赁部分可能不像之前市场想象中因为提租金而推动利润大幅度增长。此外,有投资者也对 2009 年欧亚集团业绩能否快速增长表示了担忧。我们认为,欧亚卖场租金是否上调,上调多少,以何种方式上调目前并没有确定。我们对此如果最保守测算,2009 年欧亚卖场所有租赁铺位都不提价,对原来预测的 EPS 的影响是 4 分钱左右,占整个利润影响的 5%左右,这个影响并不大。我们最关心的是目前欧亚集团自身经营情况和对自身业绩增长的看法。欧亚本身是一家比较低调和保守的公司,2008 年实际上在新增网点开办费、欧亚商都装修费用处理等方面已经做了比较保守的处理,在这种情况下我们预计公司 2008 年仍旧能够实现 35-40%的净利润的增长;从目前我们所了解的公司四季度、元旦零售业务销售情况看,增长仍旧基本符合预期,并表现出了较强的抗波动能力。而 2009 年除了沈阳联营需要一定资本开支基本没有新的建设,除非新开的通化店出现大幅度亏损,公司 2009 年实现 20%以上的增长希望仍旧很大。近期我们计划对公司进行实地调研,虽然不排除公司高管长期以来保守的风格和过冬心态对 2009 年账面业绩产生负面影响,但从公司实际经营、所拥有物业价值与市值的对比等情况看,潜在的被并购风险应该也是管理层更应当关心的。近期我们计划对该公司进行实地调研,之后我们将有更细致的跟踪报告推出。

目前我们对行业的投资评级仍旧为“增持”,行业 2009 年的增速预计为 15-20%。

相关报告。

批零行业三则信息点评:对国美黄光裕事件、发改委起草刺激经济方案、温家宝考察义乌小商品城的点评 20081124

批零行业信息点评:对欧亚集团武汉中百等绩优商业股股价大幅下跌的点评 20081013

批发与零售贸易行业月度跟踪报告(08 中报总结,增持,维持) 20080915

长线是金-2008 年大消费行业投资策略 20080623

批零行业信息点评:对新闻报道《百联集团联姻“安徽版百联”》的点评 20080606

批发与零售贸易行业跟踪报告_2007 年报和 2008 一季报总结:07 年业绩大增,08 年增幅有望超 40%,(增持,维持) 20080505 批发和零售贸易行业二季度投资策略(建议超配) 20080325

批发与零售贸易行业信息点评_一月份核心零售企业零售指数增长 33.7%,一季度商业股业绩有超预期可能 20080223

批发与零售贸易行业月度跟踪报告_雪灾影响有限,消费环境向好(增持,维持) 20080212

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

汪盛：批发和零售贸易行业分析师

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、广百股份、武汉中百、鄂武商、东百集团、农产品、步步高、新华都。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

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。

免责条款

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。