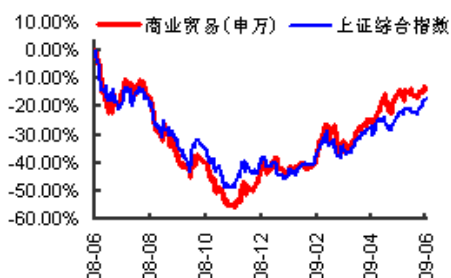


2009 年 6 月 12 日

优异（首次）

## 最近 52 周走势：



## 相关研究报告：

## 报告作者：

行业研究员：朱乐婷

联系方式

电话：0510-82832380

Email: [zhult@glsc.com.cn](mailto:zhult@glsc.com.cn)

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

## 零售行业 09 年下半年度策略报告

## 摘要：

**沃尔玛崛起的内因：**首先，沃尔玛改变了传统零售商的盈利模式；其次，沃尔玛在每个不同的生命周期公司都因时制宜采取了不同的发展策略；第一阶段主练内功，第二阶段企业开始加速规模化，第三阶段开始海外并购。

**沃尔玛崛起的外因：**从产业周期的角度来看，美国从 1960-70 年代开始，超市、折扣店的业态快速发展；沃尔玛诞生于美国本土的大分销时代，实体渠道在营销模式中起着中流砥柱的作用；同时对低价的追求符合当时的消费者行为模式，“农村包围城市”的政策符合当时美国国情。

**中国的天时地利：**从产业周期比较，我国目前的人均 GDP 与美国 60 年代沃尔玛成长期所处的环境较为接近，超市、大卖场的行业地位将进一步巩固。消费基本驱动力人口和收入给我国零售业发展保障了未来的成长空间。

**寻找下一站天后，**目前的超市正处于沃尔玛发展的第一阶段——区域零售商的阶段。国内城乡经济二元化差异、交通物流不发达等因素在一定程度上限制了超市步入第二阶段加速全国规模化的发展，但是在城市化进程不断推进的过程中，超市规模化目前所面临的区域性问题的逐步解决，因此对于超市类公司来说，目前修炼好内功方可厚积而薄发。

**关注行业催化剂：**在通胀预期和景气度回暖的行业背景下，我们建议投资者下半年可适当关注增长确定、通胀预期和并购重组几个主题，相关个股分别为武汉中百(000759)、步步高(002251)、苏宁电器(002024)、宏图高科(600122)、重庆百货(600729)、王府井(600859)和津劝业(600821)。

## 引言

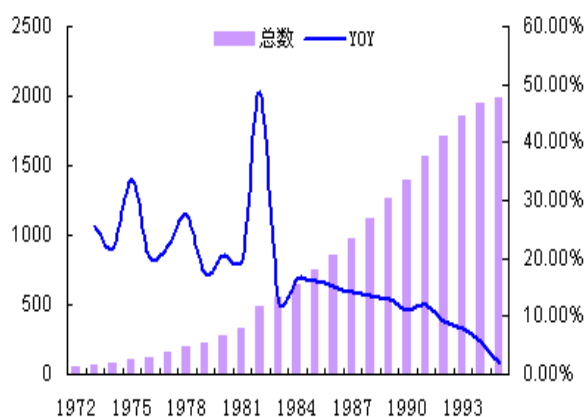
德意志银行的首席经济学家爱德华·雅德尼有一句话令人难忘：“生活的意义就是购物。”美国的零售大时代是从1962年开始的，这一年，44岁的本·富兰克林杂货店最大加盟商山姆·沃尔顿，在阿肯色州开出了第一家沃尔玛折扣城，47年后，沃尔玛迅速成长为零售巨无霸成为商界楷模。目前，中国的零售业呈现多样性和区域性的特征，社会消费品零售总额从2004年起至今每年保持了10%以上的快速增长，08年财富效应放大下，增速更是高达21%。在如此充满变数和活力的零售行业中，要做到“百年老店”实属不易。那么对于国内的上市公司来说，如何走得更远？我们希望通过沃尔玛的案例给予上市公司和投资者以启示，并寻找中国零售业可能的下一站天后！

## 一、沃尔玛的启示

### 1.1 从“侏儒到巨人”的沃尔玛

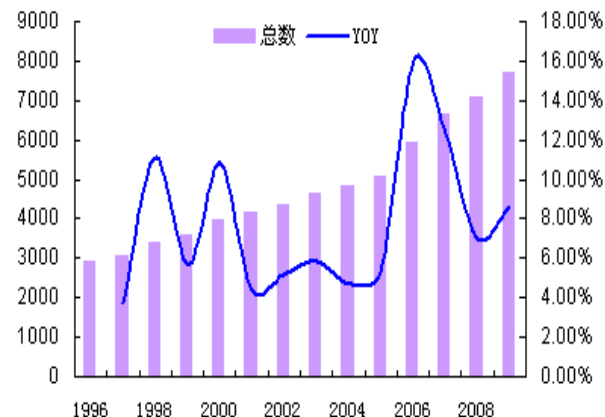
1962年，山姆·沃尔顿在美国中西部阿肯色州开设了第一家折扣店——沃尔玛百货商店。由于沃尔玛选址在远离大城市的乡镇，巧妙的躲避了来自凯马特等零售商的直面竞争，最终以星火燎原之势蔓延开来。

图表 1: 沃尔玛门店总数 (1972-1993)



数据来源：国联证券研究所 公司年报

图表 2: 沃尔玛门店总数 (1994-2009)



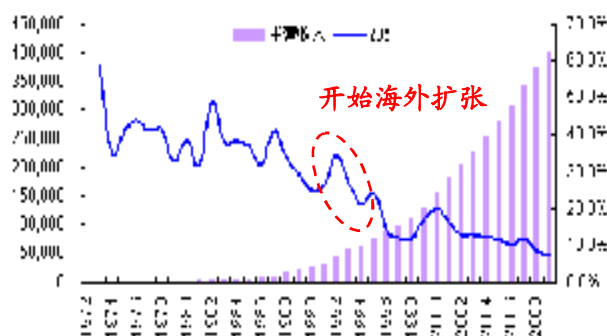
数据来源：国联证券研究所 公司年报

充分利用了上世纪90年代业已兴起的信息技术，沃尔玛成功改变了当时美国商业格局的划分。在此之前能够主宰市场的公司基本都来自制造业，大型跨国制造巨头，如通用，而沃尔玛目前4012亿美元的销售收入表明，商业流通行业在世界经济范围内成为了最具实力的公司。

相应的，自1972年上市后，沃尔玛为投资者带来了超额回报，本次金融

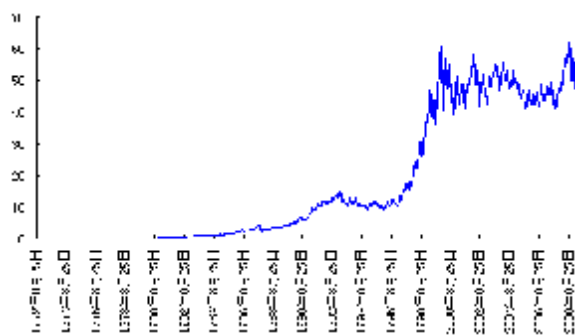
危机中，沃尔玛成为最佳的避风港口，股价逆势上涨 20%。

图表 3: 沃尔玛历史利润及增速 (单位: 十万美元、%)



数据来源: 国联证券研究所 公司年报

图表 4: 沃尔玛股价历史走势 (单位: 美元)

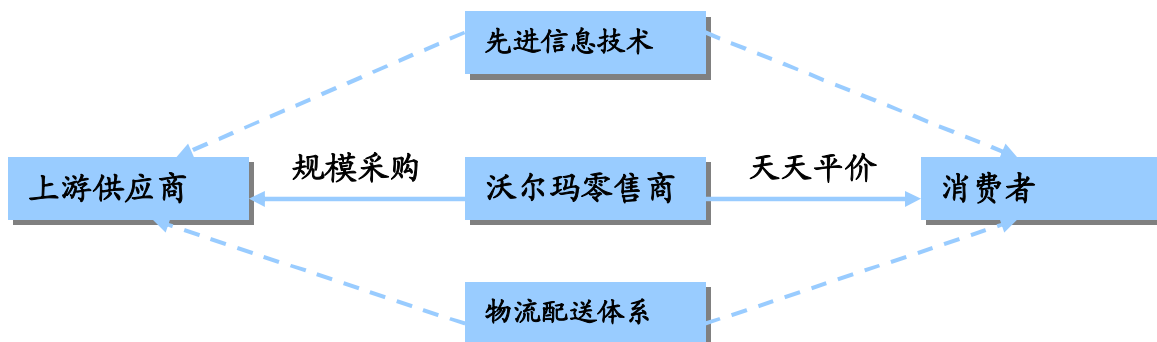


数据来源: 国联证券研究所 Yahoo 财经

## 1.2 为什么是沃尔玛——内因是公司崛起的根本所在

首先，沃尔玛改变了传统零售商的盈利模式；其次，沃尔玛的发展经历大致可以分为三个阶段，而在每个不同的生命周期公司都因时制宜采取了不同的发展策略：

发展的第一阶段对于沃尔玛来说是主练内功的阶段，“一切以顾客为核心”的经营理念也在无形之中让沃尔玛改变了传统的盈利模式。沃尔玛通过低价策略吸引顾客，先进信息系统的运用使其可以更快的分析和追踪顾客需求从而通过规模进货压低上游供应商的利润空间，即最大可能的扩大进销差价。



有别于竞争对手，沃尔玛在发展初期充分使用高科技信息系统把低成本扩张策略发挥到极致，这也是其此后在运营效率上与所有对手拉开差距的转折点。依靠自建的超级计算机系统，沃尔玛能够理顺其整个供应链条，加快商品从车间到货架的配送流通。

图表 5: 沃尔玛信息系统建设

|        |                          |
|--------|--------------------------|
| 1969 年 | 最早使用计算机跟踪存货              |
| 1980 年 | 最早使用条形码                  |
| 1984 年 | 与美国休斯公司合作发射了一颗商业卫星，建立了目前 |

的计算机及卫星交互式通信系统。

1985 年 成为最早的无线扫描枪使用者

在员工调动和物流配送中使用语音识别系统

无线技术使得客户可以使用自己的设备在网络上订购商品

与麻省理工学院合作开发无线频率识别技术，实现替代条形码

数据来源：国联证券研究所整理

沃尔玛先进的信息系统迫使制造商依赖沃尔玛认识市场的需求，无形中扩大了沃尔玛的权力，再加上沃尔玛庞大的规模，因此很多制造商受制于沃尔玛的销售渠道。

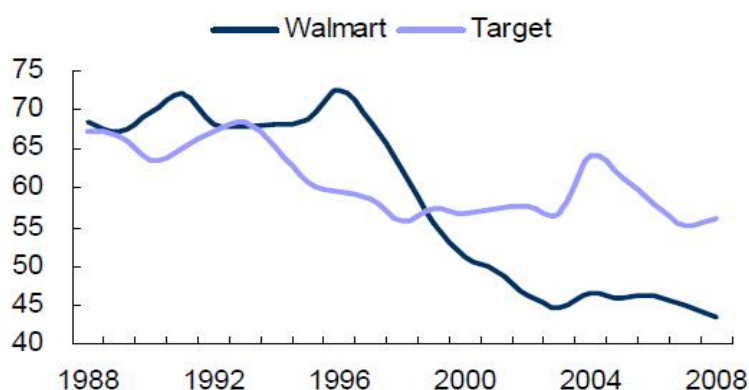
### 灵活的定价策略：

沃尔玛的定价策略非常灵活：敏感商品采用超低定价策略，一般商品采用正常定价策略，而冲动商品则采用偏高定价的策略。每一类货品都实行了“价格公开”策略，同时作为吸引顾客的诱饵。“价格公开”策略将沃尔玛与其他大型零售商显著的区别开来。沃尔玛根据上一年度的销售情况以及顾客的需求投入各种资源包括计划、组织及想法来将“价格公开”策略贯彻始终。

### 最大限度缩减物流成本

沃尔玛对传统物流体系进行了革命性变革，比如绕开中间商，直接从工厂进货；实行统一订货、统一分配和统一运送，如此一来，沃尔玛每家分店只是一个纯粹的卖场，并且卖场中 85% 以上的商品都是由公司的配送中心供应的，而竞争对手仅能达到 50% 的水平。沃尔玛已经成为全球物流业的领军人物并相当程度上促进了供应商的运转效率。相应的，工作效率的提高必然会使企业的成本下降，再次巩固了沃尔玛行业“低成本领导者”的地位。

图表 6: 沃尔玛和 Target 存货周转率比较



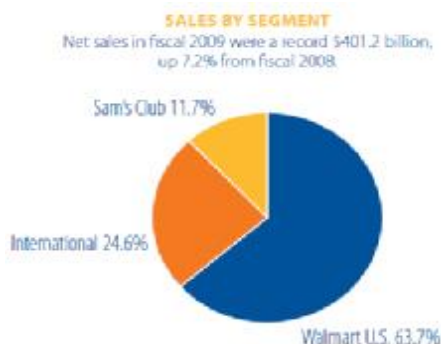
数据来源：国联证券研究所 公司年报

**第二阶段**是沃尔玛的规模化和多样化，扎实内功后沃尔玛开始加速扩张，以分销体系为中心，州为单位，接连开设新店，直到整州的市场饱和之后才向另外一州继续发展。从 1980 年的年收入 12 亿美元，快速增长到 1990 年 260 亿美元，每年保持 30% 左右的增长，同时针对城市市场开始尝试多样化的业

态。

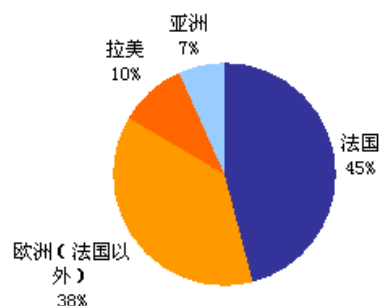
**第三阶段**是海外并购的阶段。1992 年开始沃尔玛走上海外扩张的国际化道路。但是，沃尔玛的海外业务增长很缓慢，并没有成为公司业务的亮点。2007 年同为国际零售巨头的家乐福主营收入拉美地区同比增长 38.5%，亚洲增长率为 11.6%。相比之下，沃尔玛仍然依靠美国本土庞大的连锁体系，而家乐福的利润则主要来自海外。

图表 7：沃尔玛收入来源分布 2009



数据来源：国联证券研究所 公司年报

图表 8：家乐福收入来源分布 2007



数据来源：国联证券研究所 公司年报

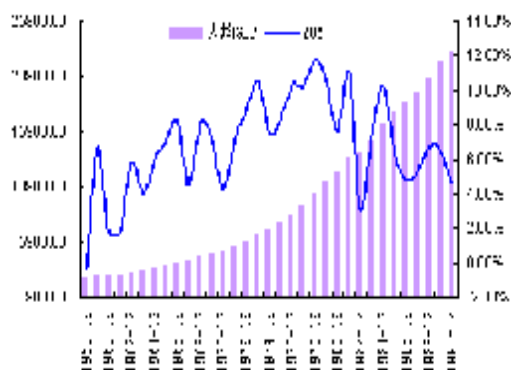
**沃尔玛海外扩张举步维艰的原因也正是我们以下部分要分析的发展环境的问题。**沃尔玛是美国化的运作模式，把系统的基础资源高度集中在总部，因此在一些高度分散的竞争型环境下难以发展自身优势开展业务。

### 1.3 为什么是沃尔玛——外因是沃尔玛发展的条件

**从产业周期的角度来看**，每种零售业态都存在着从产生、发展、成熟到衰退的生命周期。一国零售业态的构成与其人均 GDP 水平密切联系。根据国际零售业发展的一般规律，当人均 GDP 低于 1000 美元时，百货店是主力业态；当人均 GDP 超过 1000 美元时，超级市场和大卖场开始盛行并依据其强势的扩张性质逐步取代百货店成为第一主力业态；随着人均 GDP 上升至 3000 美元，居民消费行为将呈现多元化趋势。超级市场由于渠道替代优势不断消失，其增速明显下降，此时各类专卖店、专业店、仓储店、折扣店及便利店等开始盛行。

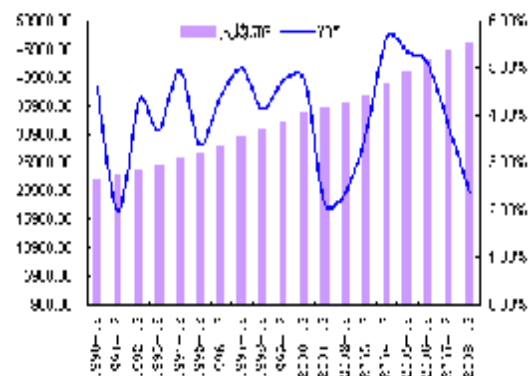
从美国零售业的发展来看，在 20 世纪 60 年代之前，国内零售业的主力业态是百货店。1960-70 年代开始，超市、折扣店逐渐活跃，开始抢占市场份额。上世纪六七十年代，美国的工业化达到了一种非常普遍和成熟的阶段，大量的商品需要在企业营销体系之外另辟渠道以进行分流，沃尔玛所代表的实体渠道在美国本土的大分销时代中起着中流砥柱的作用，且沃尔玛历史性地开创了一种第三方渠道模式。

图表 9: 美国人均 GDP 及增速 (1958-1990)



数据来源: 国联证券研究所 IMF

图表 10: 美国人均 GDP 及增速 (1991-2008)



数据来源: 国联证券研究所 IMF

**对低价的追求符合当时的消费者行为模式:** 从当时美国的消费者市场来看, 随着工业化程度的日益提升和社会分工的进一步专业化, 形成了一个庞大的中产阶级, 这为沃尔玛的发展提供了一个巨大的“趋低消费”契机。沃尔玛较高的分店密度、居于社区的便利性、丰富的品类以及低价策略, 符合了当时美国中产阶级的“趋低消费”心理, 且美国快节奏的生活方式, 增强了中产阶级就近渠道购买的消费心理。

**成长期充分利用了美国“农村包围城市”的国情:** 沃尔玛的发展策略可以说十分符合当时美国国情, 选址于小镇, 符合当时美国社会居住分散、普遍以车代步的现实。同时驱车前来促使顾客大批购买货物, 符合沃尔玛大而全和薄利多销的特征。

综上分析, 我们可以看到沃尔玛的崛起离不开外部环境因素, 包括美国发达的交通路网给郊区购物带来的便利以及迎合了当时消费者的趋低心理, 因此我们试图在上市公司寻找下一站天后之前, 先分析下中国国情是否给零售业足够的天时、地利。

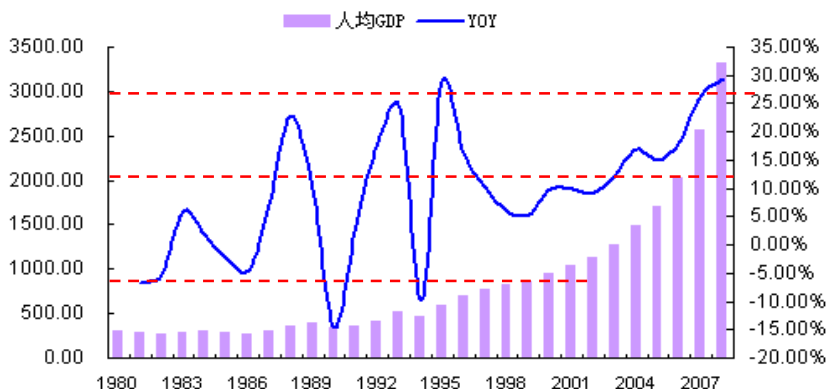
## 二、中国的天时、地利

参照美国的发展环境, 我们从驱动因素来分析中国零售业的天时地利何在。

### 2.1 产业周期来看, 我国零售行业步入多元化

我国目前的人均 GDP 与美国 60 年代沃尔玛成长期所处的环境较为接近。06 年超过 2000 美元, 我国零售行业超市、大卖场正逐步成为主力业态。我们认为, 未来几年我国零售业态结构将会发生明显变化: 百货的销售份额有所下降, 并逐步向现代模式转变; 超市、大卖场的行业地位将进一步巩固, 各种专卖店、专业店、便利店和无店面零售等新兴业态会不断涌现。

图表 11: 中国人均 GDP 及增速 (单位: 美元、%)

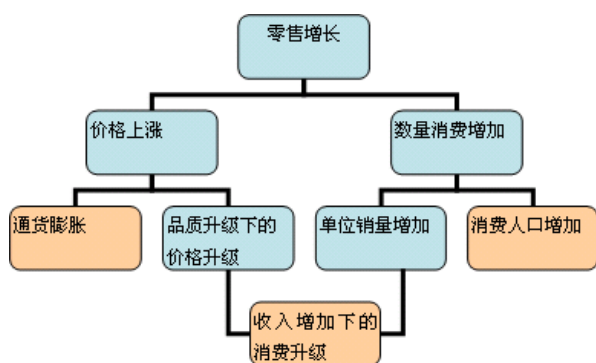


数据来源: 国联证券研究所 IMF

## 2.2 消费根本驱动力保障成长空间

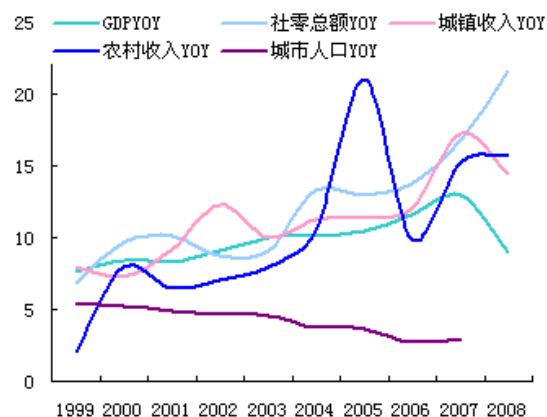
零售业的增长动力主要来自于经济的增长, 居民收入提高、城市化进程、及对应的产业政策的支持, 以下我们希望分析行业发展的根本动力的驱动情况。

图表 12: 零售产业驱动力分析



数据来源: 国联证券研究所 BEA

图表 13: 社零增长驱动因素走势图 (%)

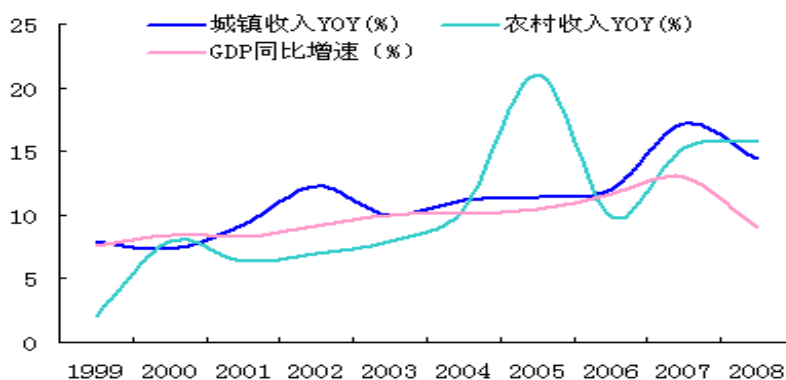


数据来源: 国联证券研究所 国家统计局

从历史走势和相关性不难看出, 驱动零售增长的主要动力源于价格提升和销量增加, 而进一步推导, 其最根本的因素来自于收入增加、消费人群数量增加及通货膨胀。

从购买力来看, 居民收入增加导致消费能力越来越强, 这是商业零售快速发展的根本保证, 尤其是不同收入层次消费者购买力的增强, 将出现消费升级和基本消费品高增长共存的局面。近几年居民收入增长维持与 GDP 增速基本相当的幅度, 而近期随着农民增收速度的加快及通胀因素, 居民收入增速超越 GDP 增幅, 预计未来短期居民收入增长将维持或略高于 GDP 增幅, 而长期来看, 居民收入的增加将保持略低于 GDP 增收的幅度增加。

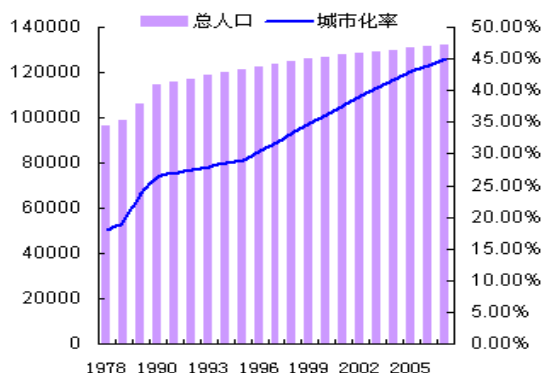
图表 14: 居民收入与 GDP 增速对比 (单位: %)



数据来源: 国联证券研究所 Wind

人口基数的继续增加和城市化率的不断提高, 为商业零售的高增长提供持续动力。根据十七大报告, 到 2020 年, 我国“城镇人口比重明显增加”, 而城市人口的增加和收入的提高将导致零售企业单店销售额的增加或零售企业的增加。

图表 15: 人口变化及城市化率



数据来源: 国联证券研究所 国家统计局

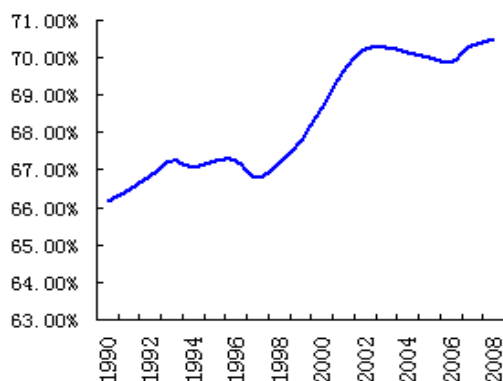
图表 16: 人均 GDP 与城市人口比例

| 国家 | 人均 GDP800 美元 |        | 人均 GDP3000 美元 |        |
|----|--------------|--------|---------------|--------|
|    | 年代           | 城市人口比例 | 年代            | 城市人口比例 |
| 美国 | 1950         | 64     | 1960          | 69.8   |
| 法国 | 1950         | 56     | 1970          | 70.4   |
| 德国 | 1950         | 72     | 1970          | 80     |
| 日本 | 1960         | 62     | 1970          | 72.1   |
| 韩国 | 1970         | 41     | 1987          | 69     |
| 巴西 | 1970         | 55.9   | 1985          | 73.3   |

数据来源: 国联证券研究所

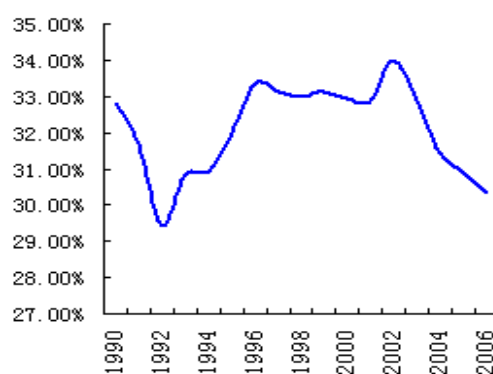
我们认为作为大国经济, 中国经济的高速发展不可避免的需要启动内需, 而零售业是内需重要产业之一。从零售业对 GDP 贡献的横向比较来看, 中国零售业具有很大的成长空间, 越来越多的细分市场将进一步涌现。

图表 17: 美国批发零售总额 GDP 占比 (%)



数据来源: 国联证券研究所 BEA

图表 18: 中国批发零售总额 GDP 占比 (%)



数据来源: 国联证券研究所 国家统计局

### 三、寻找下一站天后

超市业态和家电连锁因其标准化和追求低价的特性,对规模化要求更高,具有很强的扩张性。如果把家电连锁放在更广阔的范围来看,其实是属于所谓的品类杀手,不同于超市的大而全,品类杀手是营业面积较大但商品品类经营较少的连锁专卖店,国际品类杀手的典型代表如玩具反斗城、Bestbuy 和百安居。

**我们最为看好超市子业态的发展以及符合中国消费者特征的品类杀手发展前景。**长期来看,大而全且容易标准化复制的超市发展空间更大,我国目前的超市正处于沃尔玛发展的第一阶段——区域零售商的阶段。目前国内城乡经济二元化差异以及交通物流不发达等因素在一定程度上限制了超市步入第二阶段加速全国规模化的发展,但是我们认为在城市化进程不断推进的过程中,超市规模化目前所面临的区域性将逐步解决,因此对于超市类公司来说,目前修炼好内功方可厚积而薄发。

从沃尔玛的故事中,我们明白零售连锁店铺的发展速度很大程度上取决于连锁商店间信息传递的速度,因此先进的技术和管理、高度的信息化成为现代零售企业发展的关键,信息化对于商业连锁企业的影响绝不只是技术本身,更重要的是对企业组织结构、管理方式、营销规划乃至整个企业管理思想现代化演进的重要影响。其次,在充分信息化的基础上,灵活的定价策略和最大限度的节省物流成本成为企业突出成本优势的保障。因此从这几个主要方面来看,超市业态未来的下一站天后,我们看好国内的 000759 武汉中百和 002251 步步高。

**占据区域优势:**两家公司均形成了一定的区域优势。武汉中百目前在武汉具有显著的区域优势,占据市场龙头地位,以武汉为中心,向湖北省乃至中西部地区辐射,同时通过收购进入了重庆市场。

| 图表 18: 武汉中百门店数 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 20091Q |
|----------------|------|------|------|------|------|--------|
| 武汉市仓储超市        | 33   | 41   | 50   | 34   | 45   | 47     |
| 湖北省仓储超市        |      |      |      | 32   | 44   | 46     |
| 重庆仓储超市:        |      | 2    | 2    | 3    | 3    | 3      |
| 仓储网点合计         | 33   | 43   | 52   | 69   | 92   | 96     |
| 湖北便利店          | 276  | 347  | 430  | 443  | 479  | 483    |
| 重庆食品超市和便利店     |      |      | 33   | 35   | 33   | 32     |
| 超市网点合计         | 309  | 390  | 515  | 547  | 604  | 611    |

数据来源: 国联证券研究所, 公司公告

同样, 步步高在湘潭市、益阳市具有绝对领先的市场控制优势, 在长沙、衡阳以及湖南其他县市仍然具有很大的发展空间。与沃尔玛起步较为相似, 步步高明确了“农村包围城市”的区域发展策略, 我们认为公司一方面巧妙避开了激烈竞争, 另一方面在湘赣地区市场替代的成功经验有可能复制到其他新进入市场。

| 图表 19: 步步高门店数 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---------------|------|------|------|------|
| 新开百货门店数       | 2    | 2    | 2    | 1    |
| 新开超市门店数       | 13   | 18   | 17   | 11   |
| 门店合计          | 49   | 69   | 87   | 99   |

数据来源: 国联证券研究所, 公司公告

**零售物流技术:** 武汉中百的物流配送中心包括了常温配送中心、低温冷链食品配送中心、通过型蔬菜配送中心及配销中心物流配送中心通过高位货架、无线网络通讯技术、无线手持终端、条码扫描技术、电子标签辅助拆零配送、计算机信息管理于一体的智能化仓库技术, 实行按客户、商品、批次分别对商品进行精确的分类定位管理, 是国内超市企业中管理和设施居前的、且运营相对成熟的物流配送中心。中百配送中心设计日配送网络覆盖广, 其中便利店70%和仓储超市30%的货品是通过物流中心配送的。强大的物流配送系统为武汉中百扩张打下了良好基础, 也有利于仓储超市渠道进一步下沉。

步步高拥有中南地区最大的商业物流配送中心。其物流园位于长株潭三市中心区域, 拥有优越的地理和交通优势。整个物流项目为湖南省重点扶持项目, 分为三期工程, 一期是常温库、二期是低温库、三期是第三方物流。物流园的建设将为步步高建设区域性综合物流中心提供有力支持, 而像高位货架、信息录入输出设备等先进技术的运用大大加快了商品的周转周期。

**信息化优势:** 武汉中百在信息化投入中不断的向沃尔玛学习和挑战。投资8127万元建设了销售时点管理系统(POS)、管理信息系统(MIS)、供应链管理系统等, 并在物流业务中建立了干货物流仓库管理系统、生鲜物流管理系统和冷冻商品管理系统, 利用信息管理系统, 通过网络平台将制造商、供应商、用户连接起来, 实现对企业资金流、信息流、物流各个环节的实时跟踪和全程管理。可以进行集中采购和异地店的本地采购以降低采购成本; 支

持门店自动补货，按商品的直供、配送、订货属性自动生成订单，提高商品和资金的周转率；同时支持整合物流管理，自动分解直供和配送，与物流配送体系形成无缝连接。

**热爱零售的管理层：**中百仓储超市的领军人物程军1980年就进入中百，被誉为湖北省的“超市王”，面对外资超市的激烈竞争，程军不断转变中百仓储的发展战略，从1998年武汉仓储的第一家店到目前武汉的市场龙头，程军成功发挥了其扎根本土的理念和坚持不懈的精神。

步步高为民营企业，机制更加灵活。从95年的5万元起家到08年的58亿元，董事长王填对零售行业的执着和驾驭能力可窥一斑。我们认为民营区域龙头在当地公共关系、管理机制和消费者反映速度上更占有优势，步步高十分注重人员培养及激励机制和财富共享。

**此外，我们关注到与国外的零售业相比，我国的品类杀手还非常有限。**目前最成功的案例是苏宁和国美在家电渠道的成功。随着下一代消费者追求个性化和时尚化的特征日趋明显，我国人均 GDP 超过 3000 美元后，多元化的细分品类会有更广阔的市场需求。比如专业茶叶连锁店，火锅连锁、各色中式餐饮就是新兴服务业品类的典型。由于中国有着很浓的饮食文化，因此像小肥羊一样的餐饮连锁快速盛行，同时我们认为一些具有中国地方特色茶类，以及宠物用品店也有着良好的发展前景。如果从二级市场来看，我们依然看好苏宁电器作为金股的防御性，而宏图高科我们认为具有良好的成长性。

#### 苏宁电器（002024.SZ）

- ü 重视信息化：2008 年“中国企业信息化 500 强”中苏宁凭借历年来在信息化建设的高度重视和巨大投入，信息化有效融入和合理运用方面的成果再次高位入选，和去年一样保持位列商业连锁第一，总排名第 44，同时也是前百强企业中唯一入选的零售企业。
- ü 定价能力：公司的经营品类不断增加，规模扩大提升公司议价能力。目前传统家电业务来看，上游家电制造商由于受到金融危机影响，出口受阻，使多余的产能供给国内，而渠道没有显著增加，因此国内零售渠道地位得到巩固，与厂商的议价能力进一步增强。
- ü 行业优势竞争优势：金融危机下地方和外资的扩张相对保守，主要竞争对手国美电器扩张战略收缩，这给公司逆势扩张提供良好机遇。从市场份额来看，苏宁不足 10%，未来提升空间仍然较大。

#### 宏图高科(600122.SH)

- ü 国内最大的专业化 IT 连锁卖场：2008 年公司连锁业务实现营业收入 90.7 亿元，门店家数达到 176 家，分布在江苏、上海、安徽、浙江、福建、江西、北京、山东等六省二市。

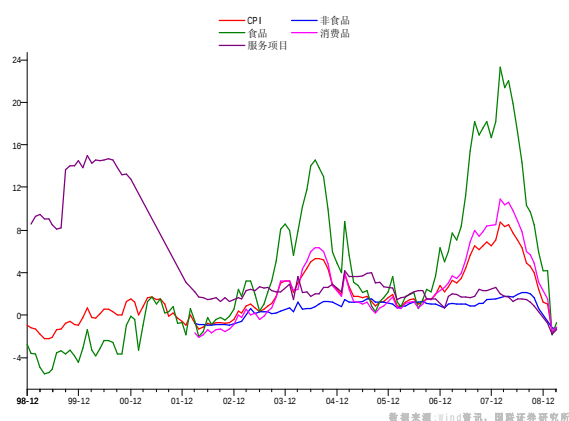
- ü 专业连锁是 IT 销售的发展方向: 宏图的 WDM 模式对应了 IT 产品的标准化、高技术含量特点, 是目前国内最适合 PC、3C 产品的零售模式。虽然目前传统的电脑城仍然是主流, 但专业连锁凭借较为完善的售后服务以及较高的诚信度开始争夺市场份额。
- ü 公司在 IT 销售领域经营多年, 积累了丰富的行业经验, 优秀而稳定的管理团队是公司难以复制的竞争优势。同时公司专业化的红色快车售后服务为产品销售提供了强大的支撑。

## 四、关注行业催化剂

前三部分我们更多的是从一个产业的长远角度来寻找中国零售行业未来的潜力股, 那么短期来看, 随着我国宏观经济的逐步止跌企稳, 下半年零售行业的股价催化剂何在呢?

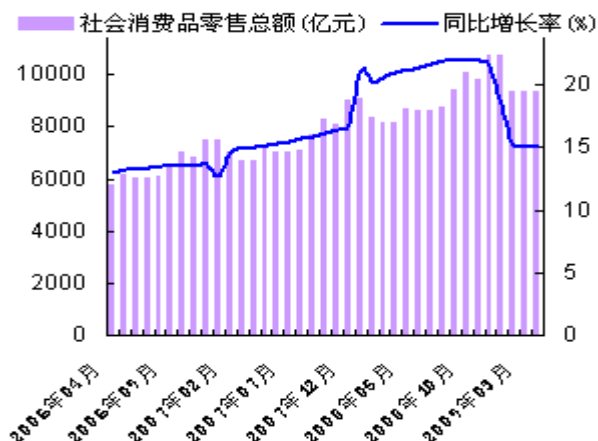
我国 CPI 同比增幅连续四个月出现负增长。虽然这两项物价指数持续为负, 但是 CPI 降幅却呈现收窄趋势。我们预计 CPI 有可能企稳并趋于上升, 在下半年有望转正。从短期影响通货膨胀的因素来看, 生产成本回调和需求回暖有望使 CPI 反弹回升; 从长期影响通货膨胀的因素看, 流动性充裕也是 CPI 回升的动力。09 年二季度以来公布的社会消费品零售总额, 如果扣除 CPI 影响后的实际增长已经处于历史高位水平。如果扣除季节因素调整后的季环比数据来看, 社会消费品零售额实际增速仍旧处于高位水平, 因此, 我们认为下半年消费行业的景气度有所回暖。

图表 20: CPI 同比增速 (%)



数据来源: 国联证券研究所 Wind

图表 21: 中国批发零售总额 GDP 占比 (%)



数据来源: 国联证券研究所 Wind

在通胀预期和景气度回暖的行业背景下, 我们建议投资者可适当关注以下几个主题:

**一是确定性增长:** 由于去年金融危机的影响, 上市公司三、四季度的业绩基数较低, 而今年在国家大规模投资拉动内需下, 部分确定性增长的上市

公司在去年低基数的基础上可以带来给投资者一定的投资机会。我们看好百货板块的王府井(600859.SH)、重庆百货(600729)，家电连锁类的苏宁电器(002024)

#### 王府井(600859.SH)

- ü 门店稳健扩张。2009 年预计公司新开 4-6 家门店：百货大楼新馆（目前已开业）；太原店（建筑面积 5 万平方米）；兰州店（建筑面积 8 万平方米）；昆明店（建筑面积约 10 万平方米，购物中心业态）。
- ü 再融资可能催生业绩释放。年报显示，2009 年公司可能修改再融资方案，预计融资不超过 8.21 亿元用以置换公司先行投入的收购价款。考虑到公司 09 年有融资需求，因此，我们认为公司 09 年有释放业绩的冲动。
- ü 公司管理层优秀，激励机制较好。公司激励机制较好，高管人员按实现净利润的 5%计提效益收入。公司对高管人员激励较充分，较好的激励制度安排成为业绩增长的重要保障。

**二是关注通胀预期：**随着 CPI 的降幅收窄，生产成本和需求回暖以及流动性推动的股市反弹，我们认为，下半年存在着一定的通胀预期。而 CPI 一旦起跌回稳，则超市连锁子行业将直接受益。更重要的是从长期来看，国内的超市正处于沃尔玛成长历程的第一阶段，从沃尔玛历史股价表现来看，投资者最好的介入期在一个企业的幼年和青年的时期，而步入中年期的公司对于投资者来说更适合一些波段操作。如果上市公司能在此时练好内功，则可给投资者带来超额的投资回报。我们重点关注的个股为武汉中百（000759）、步步高（002251）。

#### 三是并购重组

从国内零售行业业态的发展角度来看，百货已经进入成熟期，在其他业态的冲击下不断寻求定位的升级，其所追求的是较为稳定的联营的盈利模式，部分商品因体现定位的差异性会采取自营的模式，自营的风险高但毛利率也相对较高。对于百货业态来说，由于所占的位置都是核心商圈的黄金位置，因此从商业地产的价值来看，在行业处于低迷期时会出现并购重组的机遇，同时随着国家持续推出区域振兴规划，区域政府也会对一些融资平台进行整合，以提高资产质量。最典型的是上半年上海国资委的重组和双中心、世博等概念带动了上海区域零售商的活跃表现。我们认为这种阶段性的主题投资机会仍将涌现，其中我们看好随时可能展开资产注入的重庆百货（600729）以及天津板块的唯一商业类融资平台和低价股津劝业（600821）。

#### 津劝业（600821）

- ü 作为四大直辖市之一，天津是中国北方最大的沿海开放城市，尤其是滨海新区的开发，更使天津成为北方的制造、航运和物流中心。
- ü 公司业绩一般，盈利能力徘徊在亏损和盈利之间。公司管理方式等多方面的原因给公司业绩带来的冲击加强了公司引进战略投资者或重组的可能性。
- ü 从公司资产价值来看，津劝业有望讲述重估故事。公司融合了商业地产开发，拥有天津城区数万平米土地开发权，其中天津劝业场是天津零售商业标志性建筑。同时，公司还有闲置库房和用地待开发，地理位置优越，交通便利，为公司的二次发展提供了有利条件。

## 五、重点关注公司

图表 22: 重点关注公司（单位：元）

| 股票代码   | 股票名称 | 09EPS | 10EPS | 推荐理由             |
|--------|------|-------|-------|------------------|
| 000759 | 武汉中百 | 0.38  | 0.47  | 看好的下一站天后，近期有重组预期 |
| 002251 | 步步高  | 0.75  | 0.93  | 机制灵活，成长性良好       |
| 002024 | 苏宁电器 | 0.58  | 0.68  | 行业领跑能力和终端掌控能力    |
| 600122 | 宏图高科 | 0.49  | 0.58  | IT 连锁品类的下一个杀手    |
| 600859 | 王府井  | 1.01  | 1.2   | 强势百货连锁           |
| 600821 | 津劝业  | -     | -     | 天津区域唯一商业低价股      |
| 600729 | 重庆百货 | 0.86  | 1.03  | 区域龙头 期待资产注入      |

数据来源：国联证券研究所