

内外兼修 期待华丽转身

——百货行业深度报告

2009 年 10 月 1 日

看好/维持

百货零售

深度报告

投资摘要:

- **沿袭国际零售业态轮回，享有巨大成长空间。**对于已经走过 100 多年历程的欧美百货行业而言，中国的百货业是后起之秀，而相对于我国其他零售业态而言，又是行业先锋。沿袭国际零售业的发展轨迹，中国传统的百货行业已层层蜕变为承载多元化和国际化的现代零售实体，后工业化时代引领消费领域的纵深发展，将使我国百货行业迎来成熟发展的全盛时期。
- **价值因素主导、趋势因素催化，共同引领百货行业发展之路。**我国消费需求长期受制度因素的压抑，社会保障体系的日益完善和当期消费的强劲动力将有效拓展百货行业的市场空间；而地区经济和人口年龄的结构因素又为行业的纵深发展奠定了坚实的价值基础。在宏观政策的连续维稳预期下，前期相关产业政策对消费的拉动效应将伴随着季节、假日、主体等因素出现阶段性的爆发，通货膨胀预期在削弱消费能力和消费预期的同时对行业供给方面的影响存在不确定性。
- **区际百货与区域百货：结构分化，内外并举、各有所长。**中国未来仍旧以“全国竞争、区域垄断”的市场格局为主。区际连锁百货企业的集中度较低，企业往往通过内涵式发展来巩固自身的品牌影响力，凭借其市场份额形成的规模经济和区际协同效应，实现较高的毛利率和营运效率；百货区域门店垄断竞争的市场格局使其缺乏一定的内涵提升动力，同时还面临规模扩张空间有限的瓶颈，外延式发展（包括区域内连锁）尤其是收购合并模式则成了百货企业实现低成本扩张的有效途径，由此形成了较高的盈利能力但面临一定瓶颈和不确定性。
- **投资策略：**行业防御特征、估值优势明显。建议长期战略配置内涵升级发展、价值因素主导的区际连锁百货；短期关注外延扩张为主、具有趋势性题材的区域百货龙头。

百货行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	08A	09E	10E	08A	09E	10E		
王府井	0.88	1.02	1.26	36	31	25	4.96	推荐
百联股份	0.32	0.37	0.48	42	37	28	2.69	推荐
重庆百货	0.79	0.86	1.03	27	25	21	5.09	推荐
广百股份	0.89	1.04	1.28	31	26	21	4.68	推荐

高坤

零售行业分析师

010-66507320

gaokun@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	42	4.9%
重点公司家数	20	2.34%
行业市值	1686.85 亿元	0.85%
流通市值	1388.21 亿元	1.79%
行业平均市盈率	49.63	/
市场平均市盈率	29.15	/

百货行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 我国现代百货业蓄势待发于行业发展的黄金档	5
1.1 沿袭国际零售业态的轮回	5
1.2 我国百货行业发展空间巨大	6
2. 价值、趋势两大需求因素主导百货发展沉浮	9
2.1 价值因素——百货行业长期发展的引擎	9
2.2 趋势因素——百货行业波段行情的催化剂	13
3. SCP 范式下的百货公司内外兼修发展	16
3.1 区际连锁竞争与区域龙头垄断格局并存	16
3.2 区际内涵与区域外延双向全面发展	18
3.3 区际连锁与区域龙头各有所长	22
4. 百货行业投资策略	24
4.1 行业防御特征、估值优势明显	24
4.2 短期关注外延扩张为主、具有趋势性题材的区域百货龙头	25
4.3 长期战略配置内涵升级发展、价值因素主导的区际连锁百货	26
5. 重点企业分析及推荐	26
5.1 王府井（600859）	26
5.2 百联股份（600631）	27
5.3 重庆百货（600729）	27
5.4 广百股份（002187）	28

表格目录

表 1: 2009 年全球零售 250 强前 13 名概览	5
表 2: 美国零售业态变迁	6
表 3: 2008 年以来我国消费领域相关政策	13
表 4: 我国百货企业两种渠道模式比较	19
表 5: 我国百货企业外延扩张模式比较	22
表 6: 两类百货企业绩效对比	23
表 7: 区域概念股概览	24

插图目录

图 1: 零售行业轮回理论	6
图 2: 2008 年零售百强业态份额	7
图 3: 我国上市百货公司发展趋势	7
图 4: 我国消费品零售总额结构	8
图 5: 美国工业经济与百货的行业发展	8
图 6: 我国百货类上市公司业绩变化	8
图 7: 1952-2020 年我国经济的工业化程度及其发展趋势	9
图 8: 百货行业影响因素分析	9
图 9: 医疗卫生费用变化趋势	10
图 10: 房屋销售价格指数变化	10
图 11: 城镇居民收入变化趋势	11
图 12: 消费者信心指数变化趋势	11
图 13: 地区经济结构升级与业态升级	12
图 14: 我国 0-4 岁人口数峰值变化	13
图 15: 我国人口年龄结构变化趋势	13
图 16: 百货店销售总额的阶段性波动	13
图 17: 各国持卡情况对比	14
图 18: CPI 及 PPI 指数变化趋势	15
图 19: 我国商业物业价格变化	15
图 20: 2008 年以来 A 股走势	15
图 21: 通货膨胀对百货行业的房价传导路径	16
图 22: 我国百货行业集中度趋势	17
图 23: 我国百强百货企业集中度趋势	17
图 24: 区际连锁百货企业市场结构的决定因素	17
图 25: 地区百货龙头企业市场结构的决定因素	17
图 26: 王府井 EHR 系统对公司业绩提升的影响	19

图 27: 百联股份盈利预测趋势.....	20
图 28: 2009 年以来广百股份并购行情	21
图 29: 百货企业收入构成.....	22
图 30: 各行业防御特征比较	24
图 31: 百货行业溢价率变化趋势	25

1. 我国现代百货业蓄势待发于行业发展的黄金档

1.1 沿袭国际零售业态的轮回

零售业传统的百货、超市、家电连锁呈现三足鼎立的格局，而便利店、购物中心等新兴业态则可谓百花齐放于当今充满活力、高度竞争的全球经济体中。德勤及美国零售业权威杂志《STORES》官方发布了“2009 年全球零售 250 强”榜单：欧美等发达国家的百货行业已经逐渐被多元化、多品类经营的大卖场和购物中心所取代，而在我国，除国美、苏宁两大家电连锁巨头之外，中国大陆地区上榜的另外两家零售商均为百货公司：百联集团名次上升 10 位，位列第 91 位；大连大商集团名次上升 57 位，位列第 167 位。

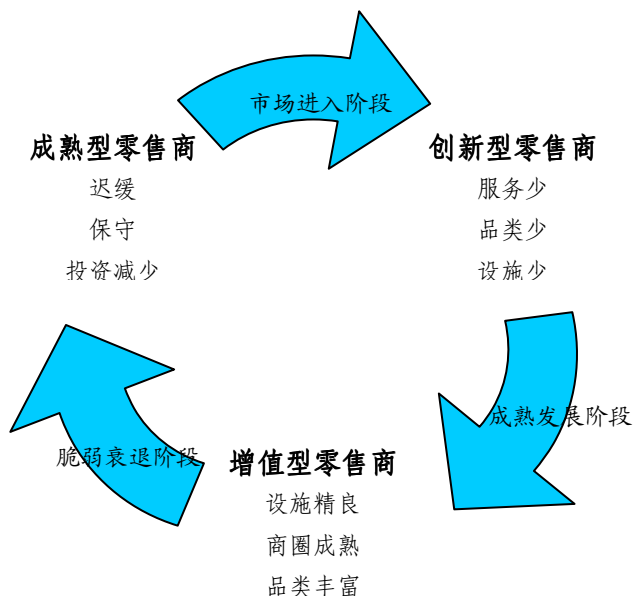
表 1：2009 年全球零售 250 强前 13 名概览

排名	公司名称	所属国	主要业态	2002-2007 复合增长率
1	Wal-Mart Stores, Inc. 沃尔玛	美国	仓库式俱乐部，折扣百货店，超大型超市/超级购物中心	0.103
2	Carrefour S.A. 家乐福	法国	仓库式俱乐部，便利店/网边店，折扣商店，大型超市/超级购物中心	0.036
3	Tesco plc	英国	便利店/网边店，百货商店，超大型超市/超级购物中心	0.124
4	Metro AG 麦德龙	德国	专卖店，仓库式俱乐部，百货商店，超大型超市/超级购物中心	0.046
5	The Home Depot, Inc. 家得宝	美国	家居改善、无店铺零售	0.058
6	The Kroger Co. 克罗格	美国	大型超市、折扣店	0.063
7	Schwarz Unternehmens Treuhand KG	德国	折扣店，巨型超级市场/超级购物中心/超级商店，无店铺，无店铺	0.126
8	Target Corp 塔基特	美国	折扣店、社区百货、高档时尚商店	0.076
9	Costco Wholesale Corp. 好市多	美国	大型连锁超市	0.107
10	Aldi GmbH & Co. oHG	德国	折扣店，超级市场	0.043
13	Sears Holdings Corp. 西尔斯	美国	百货	0.105

资料来源：中国商业联合会、东兴证券研究所

百货商店的发展能够很好的诠释零售行业的转轮理论。最初的传统百货是低成本、低服务的企业；二战后，成熟的零售业态开始通过各种增值手段提高自身竞争力；如今全线折扣店和各类专业店对百货商店形成了强烈的冲击，新型现代零售商将成为孕育新一轮的起点。

图 1：零售行业轮回理论



资料来源：东兴证券研究所

通过发达国家零售行业的发展逻辑来看，各种业态的演进与人均 GDP 的关系较为密切：人均 GDP1000-3000 美元阶段日本百货消费复合增长率达到 25.86%，而随着人均 GDP 增长，美、日两国百货消费复合增长率都逐渐下降，表明此阶段为百货行业的黄金时期。中国 2008 年人均 GDP 约为 3266 美元，由需求主导的百货行业将面临成熟发展的全盛时期。此外，消费理念、文化传统以及城乡二元结构等因素的共同作用，将一定程度上延长我国百货行业的成熟阶段。

表 2：美国零售业态变迁

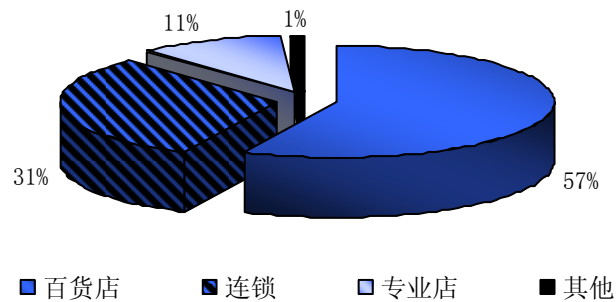
业态	人均 GDP	阶段	消费特点	代表企业
百货店	1000-3000	成熟	品类众多，品质较高	Sears
折扣店	2500-7000	成熟	物美价廉	沃尔玛
超市	1000-3500	成熟/衰退	便捷、食品安全性	Safeway
便利店	3500-7500	成熟/衰退	营业时间长、社区性	7-11
超级专卖店	7500-17000	成长	品质、品牌忠诚度	玩具反斗城
超级电器店	12000-17000	成熟	品类全面、专业	Best Buy
MALL	17000 美元以上	成长后	一站式购齐、全程式体验消费	West Edmnnton Mall
电子商务	20000 以上	成长	渠道便捷、信用消费	Ebay

资料来源：东兴证券研究所

1.2 我国百货行业发展空间巨大

在我国 2008 年零售百强企业中，百货业占据了半壁江山；以超市为主的企业数量与 2007 年持平；专业店企业数量相比上年增加了 3 家，达到 11 家。对于已经走过 100 多年历程的欧美百货行业而言，中国的百货业是后起之秀，而其相对于我国其他零售业态而言，又是行业先锋。中国传统的百货行业已层层蜕变为承载多元化和国际化的现代零售实体，并进入了诸侯并起、群雄争霸的时代。

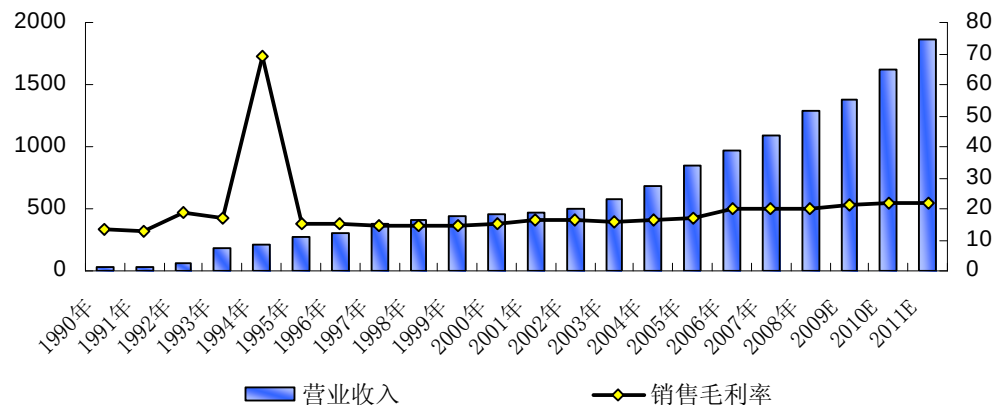
图 2：2008 年零售百强业态份额



资料来源：东兴证券研究所

1978 年开始的改革开放为我国百货行业的发展拉开了序幕。90 年代初期百货店的高投资回报率使得行业急剧膨胀，过度进入引发的无序竞争侵蚀了尚未成熟的百货行业。经过 5 年左右的上升期从 1996 年开始一路下滑直至 2002 年，经过几年的反思与创新探寻，2004 年开始百货业迎来了新的发展商机。社会消费品零售增速的年度路径充分演绎了我国百货行业的发展历程。

图 3：我国上市百货公司发展趋势



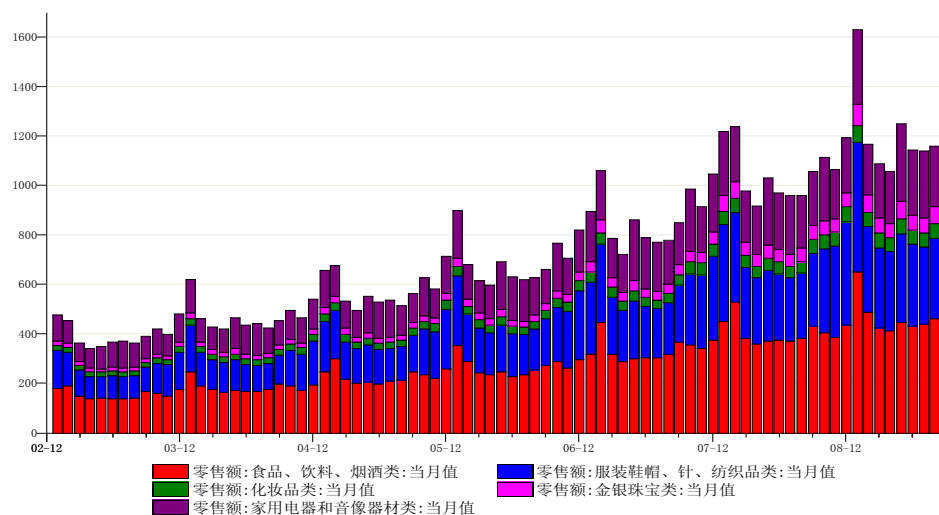
资料来源：东兴证券研究所

然而当今零售业的新格局和新定位已经使得百货行业的传统地位受到挑战，美日百货店无论从存量占比还是从增量速度都已经显示出衰落的迹象，与超市、家电连锁以及网络购物各种业态的范围经济共赢生存延续了行业的生命周期。如何在国际化的趋势中寻找新的亮点，是我国百货行业面临的挑战。

我国现代百货业的特点主要由两端刚性需求所引致，低端刚性决定了现代百货保留了传统百货单品数量多、以一站式购齐需求为目的等特点，经营品类以食品、日用品及家电为主；而连锁家电及超

市的不断发展侵占了传统百货原有的低端市场，现代百货则呈现出时尚性、主题性、品类高档化、差异化发展的高端刚性新特点，化妆品、品牌服饰等成为了品类主导。

图 4：我国消费品零售总额结构

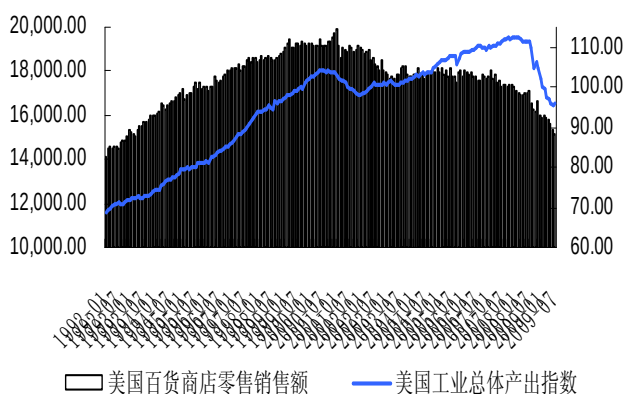


数据来源:Wind资讯

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

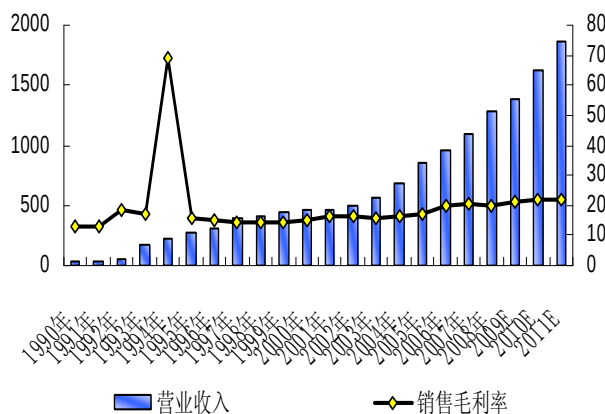
从发达国家百货业发展的情况来看，百货业增长具有明显的工业相关性，其高增长主要表现在工业发展的中后期，即同时表现为一定的滞后性。中国一些大城市已经开始步入工业化的中后期阶段，百货业的黄金时期也将蓄势待发。

图 5：美国工业经济与百货的行业发展



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

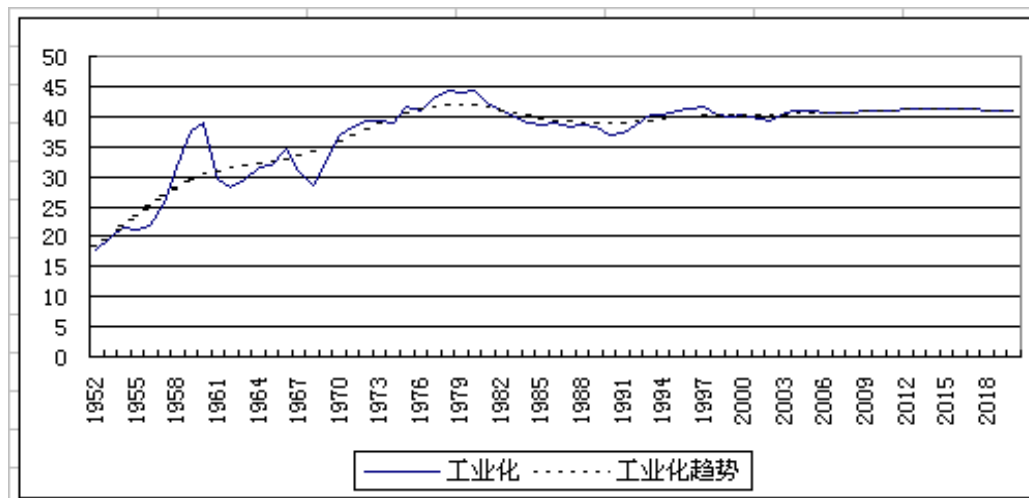
图 6：我国百货类上市公司业绩变化



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

目前我国经济正处于工业化中期向中后期转化阶段，工业仍是决定经济发展趋势的关键产业。1978年，我国工业基础比较薄弱，1997年是最近的周期波峰，2007年工业增加值已经达到107367亿元，比1978年增长23倍。我国工业化程度存在波长为19年的中长期波动现象，从工业化的发展趋势看，2016年达到新的中长周期波动的波峰。

图 7：1952-2020 年我国经济的工业化程度及其发展趋势

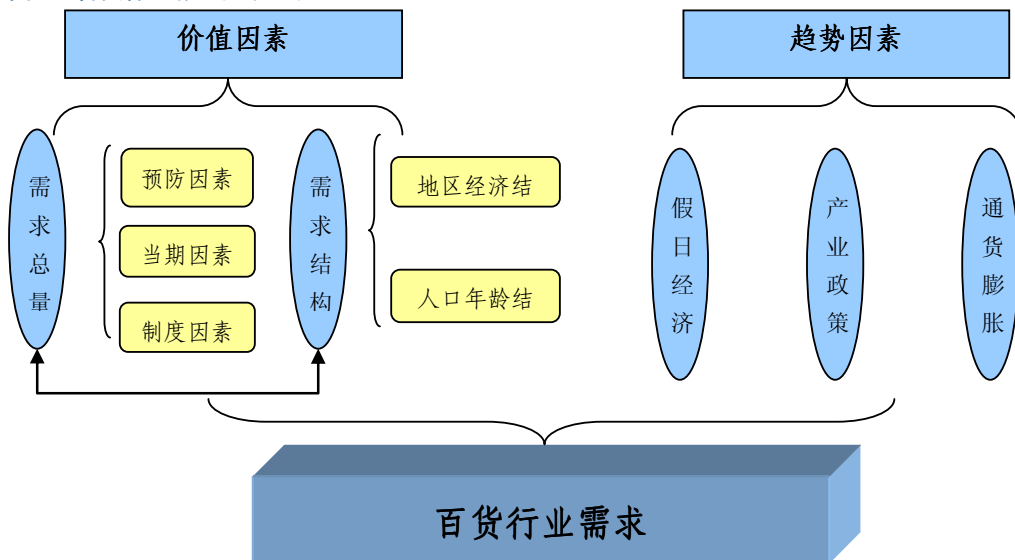


资料来源：东兴证券研究所

2. 价值、趋势两大需求因素主导百货发展沉浮

在我国，百货业所涵盖的消费类产品已由计划经济时期的卖方市场转变为全球经济下的买方市场。在外需市场尚未全面复苏的背景下，服装、家电、化妆品等产能过剩消费类行业仍面临一定的市场压力。因此，在上游供过于求的市场格局中，百货行业的发展主要取决于影响下游需求的相关因素，即趋势性因素和价值性因素两大类。

图 8：百货行业影响因素分析



资料来源：东兴证券研究所

2.1 价值因素——百货行业长期发展的引擎

价值因素决定了百货行业的长期投资价值，价值因素对需求的影响主要表现为总量和结构两个层面，前者又可以具体分为预防、当期两类子因素，两者均是通过收入（预期）这一媒介来影响百货行业的需求总量，并同时作用于需求结构的升级。

2.1.1 总量因素

· 预防因素

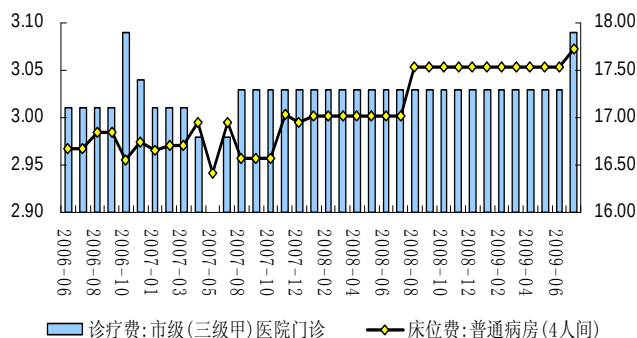
中国家庭的储蓄预防意识极强：存款占可支配收入的比例平均高达 25%，是美国的六倍、日本的三倍。这主要来源于社会保障体系的不健全以及居民住宅价格、教育费用高涨带来的预防性消费抑制，从而大大降低了居民的消费倾向。

首先从长远看，完善社会保险体系有助于消除居民的后顾之忧，增强消费信心和能力，然而政府增加相关开支将对居民消费形成挤占效应。根据麦肯锡全球研究所建立的预测模型，即使出台一项全面的政策把更多人纳入医疗和养老保险的范围，对于提高个人消费占 GDP 的比重所发挥的作用也是非常有限的。

其次就教育开支而言，2009 年 4 月 MGI 委托开展了一项关于中国城市家庭的调查，结果显示攒大学学费排在医疗卫生支出和退休养老之前，是储蓄的最大动因。就目前的收入水平而言，大学教育成本过高——上大学的费用平均约占中国家庭可支配收入的一半。

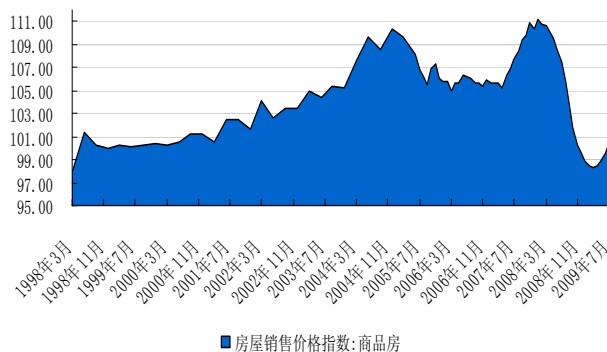
最后，居民对住房刚性需求的长期压抑以及地方政府对房地产业这一利益共同体的大力扶持，从供需两方面有力支撑了商品房价格的指数整体上扬的长期趋势，存钱买房成为中国居民削减当期消费总量的最大动因。

图 9：医疗卫生费用变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 10：房屋销售价格指数变化



资料来源：WIND，东兴证券研究所

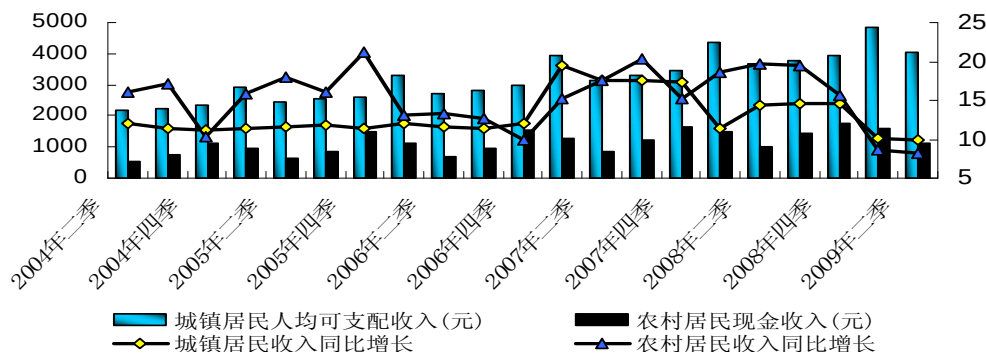
· 当期因素

从美日百货各发展阶段来看，人均 GDP\$10000 是一个分水岭，在此之下为必须消费，百货业销售增速缓慢；而在此之上的可选消费则是百货行业市场空间大幅拓展的区域。中国目前人均 GDP 约 \$2500，行业发展前景广阔。

就收入增量而言，我国城镇居民的支配收入整体呈现上升的趋势，但因为基数相对较大、产业结构升级缓慢等因素的制约，同比增速有所放缓；而受益于国家对“三农”的大力扶持，农村居民的现金收入同比增速较快，其较高的边际消费倾向有利于需求总量的加速上升。但农业双重风险的特

性使其较易受到不可控因素的影响，干旱、金融危机的余波使得农民收入增速在今年同比大幅放缓了 11.64 个百分点。

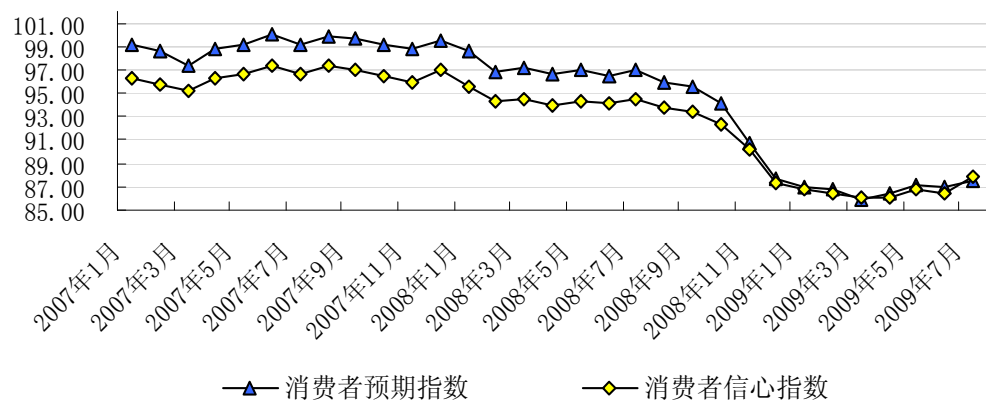
图 11：城镇居民收入变化趋势



资料来源：WIND、东兴证券研究所

2008 年金融危机的浪潮席卷全球，国内大量出口型的中小企业工人失业，大大限制了消费能力，对消费信心形成了较大冲击。今年二季度开始，在全球经济还在低谷徘徊的同时，中国经济已经率先触底反弹。统计数据表明经济过快下滑的态势已经得到遏制，经济震荡上行趋势不变，从而一定程度上提振了我国居民的消费信心，形成百货零售行业的利好因素。

图 12：消费者信心指数变化趋势



资料来源：WIND、东兴证券研究所

· 分配制度与模式因素

自 1990 年以来，中国的消费占 GDP 比重已经下跌了 15 个百分点，消费率减少的速度和幅度在现代历史上是绝无仅有的。我国消费率长期在低位徘徊的根本原因主要根植于分配制度层面的缺陷和重投资、轻家庭收入的发展模式。

在制度层面：我国初次收入分配环节存在城乡之间、区域之间、行业之间居民收入分配显失公平；而平衡落差的再分配领域又缺乏一定的有效性；在模式层面：企业本身具有强烈的动机将利润投资于兴建更多的工厂和购置更多的设备，而不是作为工资或股息支付给普通家庭。在过去二十年间，

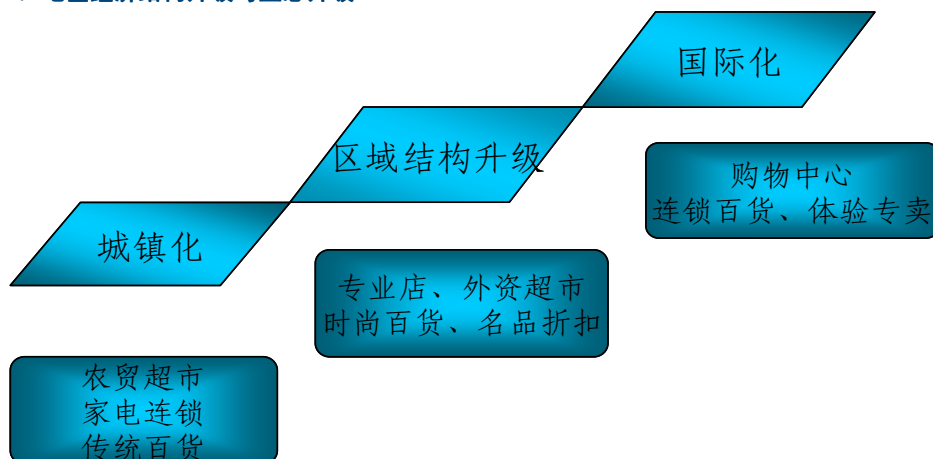
家庭占国民收入的份额从 72% 滑落至 56%，而企业占国民收入的份额却从 14% 提高到 22%。制度与发展模式成为压制我国居民真实消费需求的长期瓶颈，内需的全面启动有待时日。

2.1.1 结构因素

· 地区经济结构

伴随工业化的飞速发展，城镇化的进程也日益加快，在城市消费示范效应的影响下，农村人口的城市趋向将带动当地需求结构的整体升级，百货行业逐步摆脱与家电连锁及超市的重合性同业竞争。而一个开放性较高、经济发达、产业升级速度较快的地区，对高端化、个性化时尚百货店的需求应运而生，并同时形成与其他商业业态错位发展的格局，从而延伸了百货行业结构升级的路径。我国较具代表性的高档百货：广州友谊、东百集团、新世界就分别位于广州、福建、上海三个国际化程度较高的沿海城市。

图 13：地区经济结构升级与业态升级

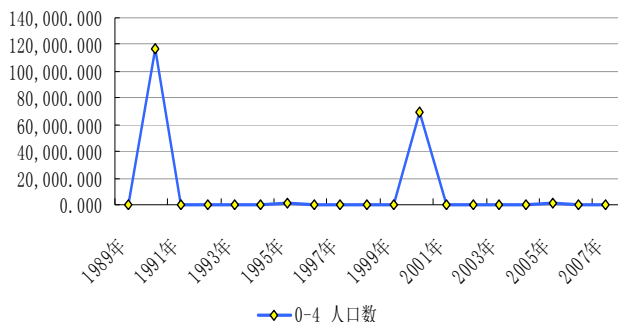


资料来源：东兴证券研究所

· 人口年龄结构

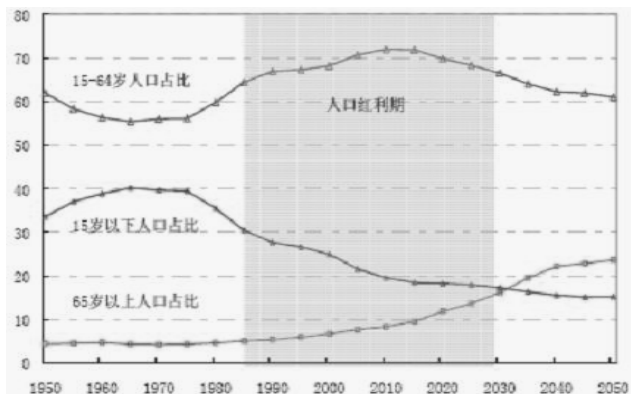
从我国人口年龄结构来看，0-4 的婴幼儿高峰期出现在 1989-1991 以及 1999-2002 两个阶段，80 后以及 90 后消费群体扩张所带来消费理念的升级，使得消费需求呈现差异化、个性化的特点，并将通过长尾效应促进百货行业横向的差异化竞争和纵向的结构升级。此外，随着人口红利的逐渐释放，15-64 岁消费能力成熟人群的增加也将使消费由量向质转变从而促进行业结构的优化升级。但与此同时，老龄化趋势的加强会使部分消费转移至医疗服务和子女教育等领域，对红利的释放具有一定抵消作用。

图 14：我国 0-4 岁人口数峰值变化



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

图 15：我国人口年龄结构变化趋势



资料来源：CEIC，东兴证券研究所

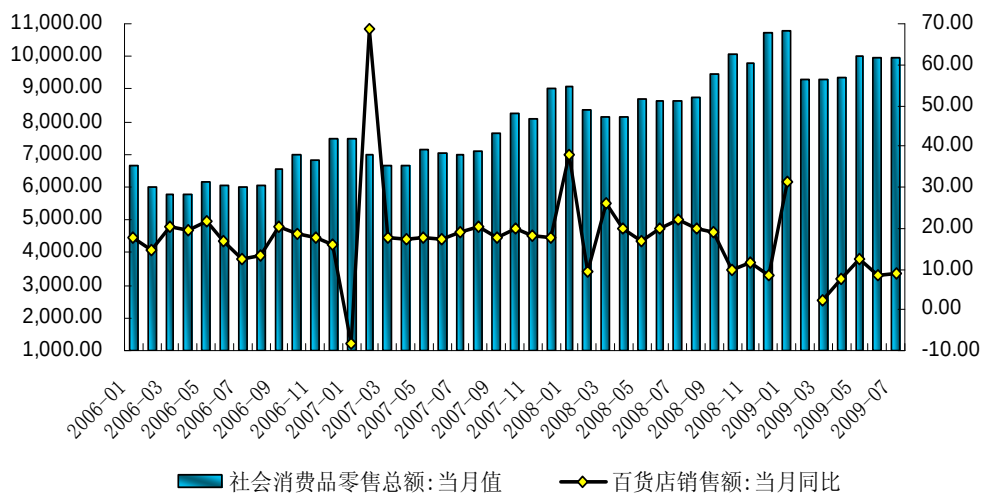
2.2 趋势因素——百货行业波段行情的催化剂

百货行业的特性决定了其对通货膨胀、假日经济、产业政策、重组兼并等趋势性因素较为敏感，同时为短期波段操作提供了契机。其中，中国经济通货膨胀的自我实现对行业的影响途径较为复杂。

· 假日经济

百货行业具有较为明显的季节波动性，且与假日经济关联度较高，尤其在每年春节前后，百货店的销售增速都随着零售总额一起出现阶段性的峰值。

图 16：百货店销售总额的阶段性波动



资料来源：WIND，东兴证券研究所

· 产业政策

金融危机以来，我国出台了大量促进内需市场的政策措施，随着经济环境的逐步回暖，相关政策的力度和广度都会有所减弱。但中国居民消费尤其是信用消费提升空间巨大，保增长促消费将是我国政策的长期取向。消费金融公司试点管理办法的出台更是拓宽了我国消费领域的增长渠道。

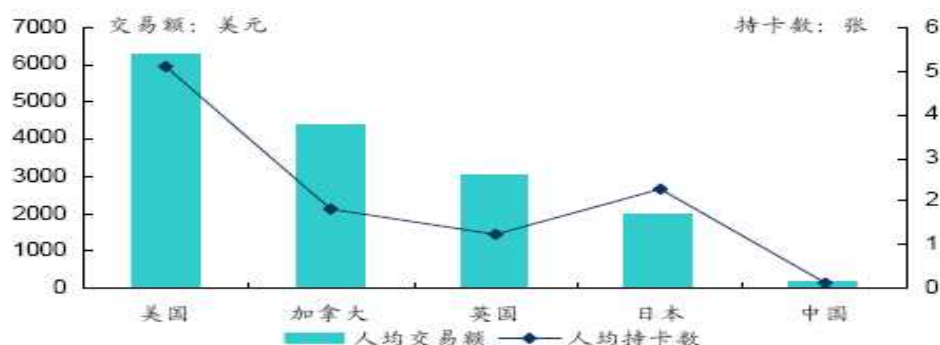
表 3：2008 年以来我国消费领域相关政策

时间	政策	影响
2008.11.7	商务部七项措施促消费	对商业产业链各环节全面推进，拉动消费
2008.12.13	国务院关于当前金融经济发展的若干意见	从支持住房、汽车两项大额居民消费信贷入手，减少储蓄比例
2008.12.24	国务院常委部署搞活流通扩大消费的七项政策	重点推动流通供需双向的升级进程
2008.12.31	国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见	培育和发展新的消费热点、改善电子支付环境
2009.3.17	关于推动信用销售健康发展的意见	刺激消费增长、加快资金周转
2009.5.4	“扩大消费、创新生活”为主题的促消费系列活动	推动主题化、特色化消费
2009.6.12	关于做好商业与工业用电、水同价工作有关问题的通知	降低营运成本、提升利润、增强消费意愿
2009.7.10	启动并部署九项国家基本公共卫生服务项目	提高消费能力和整体边际消费倾向
2009.8.13	消费金融公司试点管理办法	显示国拉动内需的政策倾向，提振消费信心，曲线增加消费能力

资料来源：东兴证券研究所

相对于较为成熟的发达经济国家而言，我国消费信贷市场的发展潜力十分巨大，人均信用卡持卡数量和交易额都处于低位。但在诸多一线城市的百货商场，消费者银行卡消费占到 50% 以上。每一笔消费，商场都要按照销售额的 1% 向银行机构支付刷卡手续费，每年动辄几百万的手续费已经成为百货商店运营成本的重头戏，也给微利时代百货行业的利润增长带来压力。随着信用消费相关政策的大力推进和金融机构的竞争加剧，减少刷卡手续费的政策有望出台。

图 17：各国持卡情况对比



资料来源：东兴证券研究所

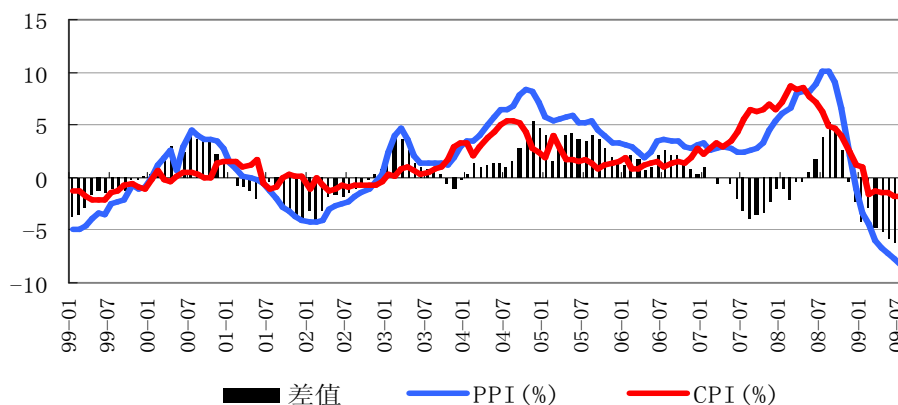
· 通货膨胀

“羊群效应”引发的通胀预期在我国愈演愈烈，极易由通胀预期的自我实现转向真正意义上的通货膨胀。观察通胀有三个基本视角：消费品领域、工业品领域和资产领域，代表性的指标分别是 CPI、PPI、房价和股指。通胀对百货行业消费需求的影响主要通过房价这个主渠道来实现的。温和通胀

带来的 CPI 缓步上涨对整个零售行业尤其是百货行业是偏利好的推动因素，将直接作用于百货板块的主营业务收入及净利润的增长。

银行大规模的信贷发放、干旱、较大的同比基数以及食品占比主导的结构等内外部双重作用使得 CPI 面临一定上行压力。虽然目前的物价指数仍为负增长，但虚拟经济的通货膨胀最终将有效传导到物价上。

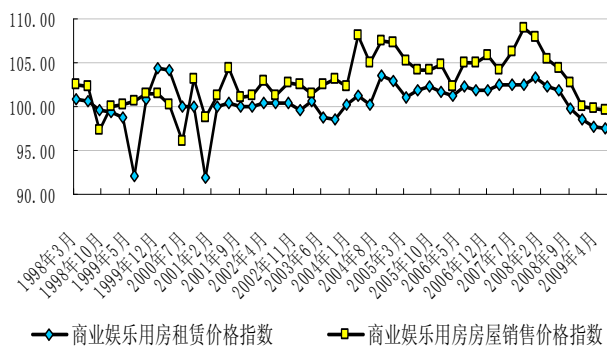
图 18: CPI 及 PPI 指数变化趋势



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

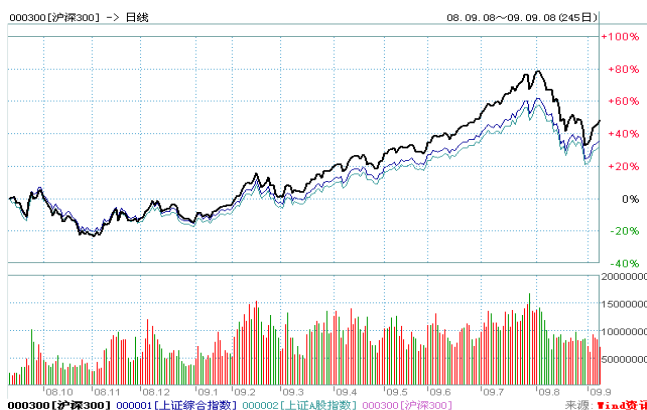
由于国家统计局把住房定义为投资品，房价不能成为消费物价指数的一部分，但房价高涨很容易形成其他生活必需品如粮油价格的比价复归；而租金的持续下降却抵消了物价上涨指数。

图 19: 我国商业物业价格变化



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 20: 2008 年以来 A 股走势

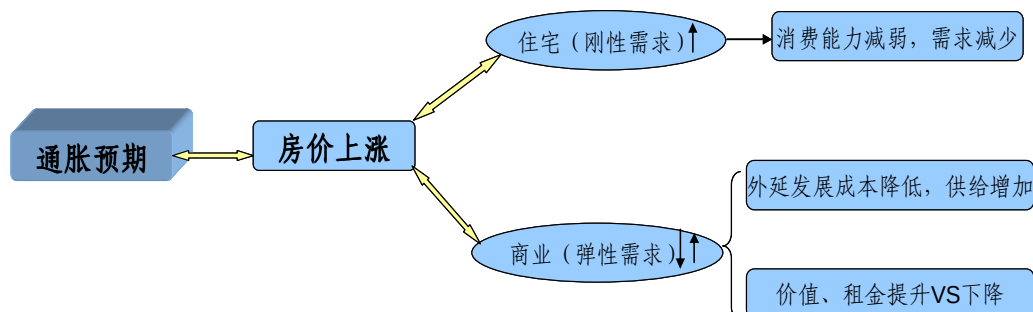


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

从行业需求的角度来说，我国居民投资避险品种较少，通胀引发的国民财富缩水风险，使买房成为风险偏好较低者避险的渠道之一，而投资于股市则成为风险偏好者的投资主渠道。这一方面削减了当期需求，另一方面也产生了留存预防收入的行为，同期的财富效应却相对较小，从而最终影响百货行业的需求数量。从行业供给角度来说，百货行业商圈区位的不可复制性使其商业物业在通胀预期下的重估价值大幅提升，相应的租金收入也水涨船高。但在住宅房地产迅速复苏回暖的当下，商

业地产却没有走出金融危机的“寒冬”，空置率的走高一定程度上削弱了地产价值的利好因素，但也同时为百货行业外延发展减少了扩张阻力。

图 21：通货膨胀对百货行业的房价传导路径



资料来源：东兴证券研究所

我国消费需求长期受制度因素的压抑，社会保障体系的日益完善和当期消费的强劲动力将有效拓展百货行业的市场空间；而地区经济和人口年龄的结构因素又为行业的纵深发展奠定了坚实的价值基础。

在宏观政策的连续维稳预期下，前期相关产业政策对消费的拉动效应将伴随着季节、假日、主体等因素出现阶段性的爆发，通货膨胀预期在削弱消费能力和消费预期的同时对行业供给方面的影响存在不确定性。

3. SCP 范式下的百货公司内外兼修发展

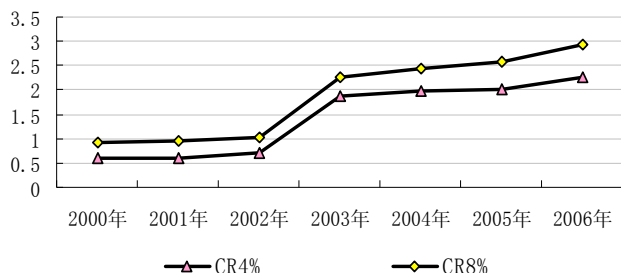
3.1 区际连锁竞争与区域龙头垄断格局并存

从全国角度而言，现阶段百货行业集中度较低，但区域范围内的百货行业则呈现垄断竞争的市场格局。在 A 股上市公司中跨区域扩张的连锁百货有王府井、百联股份（以上海及长三角地区为主）、大商股份（以东北区域为主）；香港上市的公司有百盛、金鹰、新世界。而地区龙头百货上市公司则以欧亚集团、重庆百货、广州友谊、合肥百货、银座股份、东百集团等为代表。

我国百货行业市场结构两级分化现象较为严重：2000 年以来行业集中度有所增加，CR4 由 0.59% 提升到 2.25%，CR8 由 0.91% 提升到 2.92%，但仍与百强企业的集中度相聚甚远；我国百强百货企业的集中度随着区域性百货割据格局的日益显现，以及外资百货和其他子业态的进入，在 2004 年达到 40.69% 的最高值之后开始有所滑落，并远低于美国百货行业 CR4（以销售额为指标）60%、日本百货业 CR4 61% 的水平。

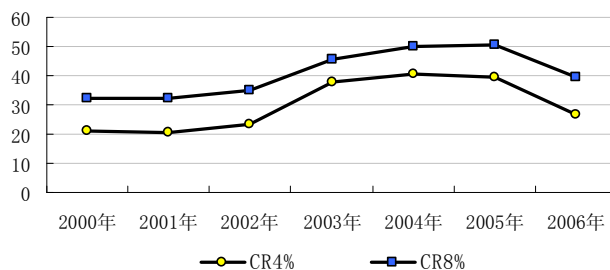
中国幅员辽阔，各个地方的消费习惯和消费能力不尽相同，未来仍旧以“全国竞争、区域垄断”的市场格局为主。在选择投资对象时，我们优选扩张能力较强的区际连锁型百货企业以及优质的区域百货龙头企业。

图 22：我国百货行业集中度趋势



资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

图 23：我国百强百货企业集中度趋势

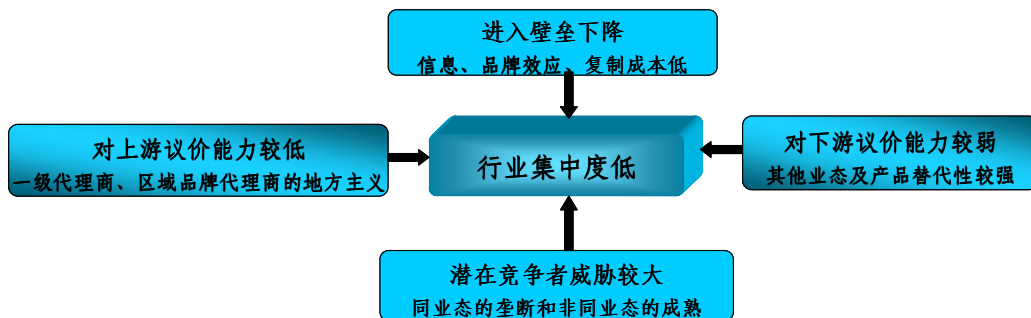


资料来源：中国百货商业协会，东兴证券研究所

· 区际连锁百货

连锁是百货企业长远发展的主要途径，连锁模式拓展了企业的成长空间，但百货业在中国连锁的难度很大，目前我国尚无真正意义上的全国性百货连锁企业，从全国来看，区际连锁百货企业的集中度较低，市场竞争相对激烈，企业往往通过内涵式发展来巩固自身的品牌影响力，利用技术和渠道手段通过门店的标准化、商品资源的渠道整合来实现集约化发展。

图 24：区际连锁百货企业市场结构的决定因素

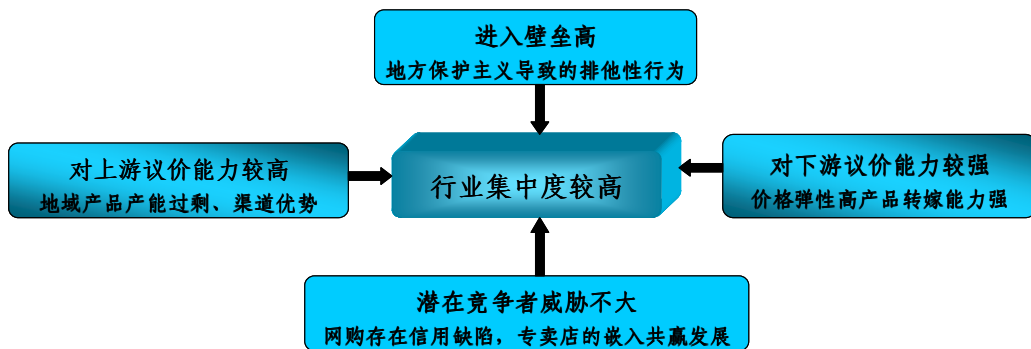


资料来源：东兴证券研究所

· 地区百货龙头

百货区域门店一般可以利用本土化优势和当地公共关系的支持进行品牌、品类的准确定位，达到内生增长，提高经营业绩。但垄断竞争的市场格局使其缺乏一定的内涵提升动力，同时还面临规模扩张空间有限的瓶颈，外延式发展（包括区域内连锁）尤其是收购合并模式则成了百货企业实现低成本扩张的有效途径。

图 25：地区百货龙头企业市场结构的决定因素



资料来源：东兴证券研究所

3.2 区际内涵与区域外延双向全面发展

3.2.1 区际连锁百货——内涵（存量）发展模式

作为已实现区际范围扩张的百货企业，运营成本相对较高，且同时面临当地龙头百货公司竞争优势的威胁，对上下游的议价能力都较低。完全竞争的市场格局使其具有不断压低总体成本，纵深拓展公司潜在价值的动力，价值因素引致的内涵式发展应运而生，并同时为其进一步外延式扩张提供了基础和保障。

· 价格行为

会员制、搭配销售、优惠折扣等价格竞争手段往往内生于百货行业的假日、主题经济和季节特征。以销售服装鞋帽、化妆品和金银首饰等价格弹性较高品类为主的百货公司，降价促销有利于其销售收入的大幅增加，但价格竞争行为的同质化和频繁化，使得其促进消费的边际效应呈递减趋势。在今年上半此起彼伏的促销活动中，多家上市百货公司均套牢于自设的价格陷阱。

百联股份 2009 年中报显示，上半年公司实现主营收入 53.49 亿元，同比增长 9.40%；实现净利润 2.09 亿元，同比增长 1.76%；实现 EPS 为 0.19 元。公司净利润增速低于主营收入的主要原因是报告期内公司精心策划主题营销和大类营销活动，在拉动单店销售的同时，却降低了毛利率。

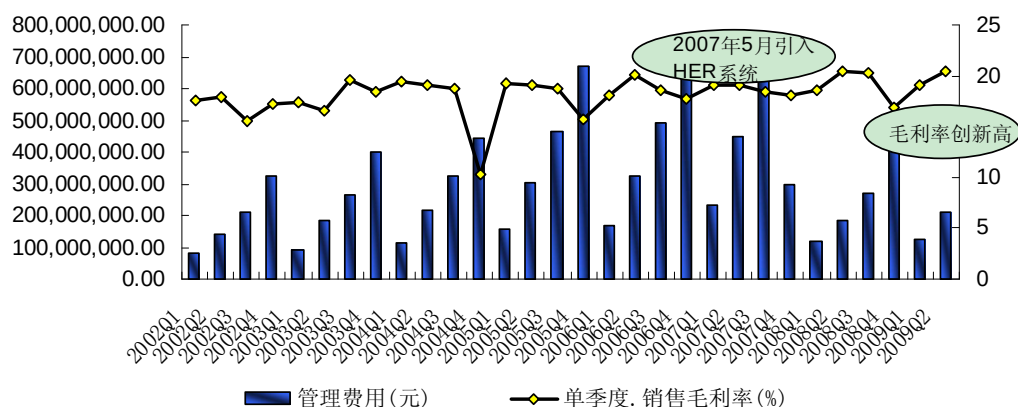
· 技术进步

现在国内几乎所有成功的零售企业都拥有较为先进的信息技术与物流技术，包括 POS 技术、EDI 技术、RFID 技术、VMI 技术、单品管理技术、共同配送技术等。而管理、定价、布局、品牌、人才等“软技术”的提升也成为其中长期发展的重要战略。发展较为成熟的区域龙头企业往往具备一定的外部扩张潜力，软硬技术实力的提高往往成为其外延发展的前期铺垫，信息化支持更是实现百货公司连锁经营的关键。中国零售企业 IT 总投资仅占零售总额不超过 0.2%，与国际零售巨头 2% 的比例相距甚远，具有较大的拓展空间。

大商集团于 2009 年 4 月底开通运营大商网，创立了国内零售行业全新的“B2C”模式。顾客可以享受购物、支付、配送等来自大商集团的全程担保，对潜在竞争业态——网上购物存在的信用问题形成了一定威胁。全客层、全品类的大商空中品牌在市场的不断渗透，将为其外阜业务的拓展提供良好的先发优势。

王府井百货为吸引、培养支持王府井快速扩张并在全中国牢固树立“中国第一百货”品牌形象的人才队伍。从 2007 年 5 月起，选用了用友 eHR 系统，形成集团人力资源信息的集成，使集团领导和人力资源部门能更及时、快捷地掌握集团人力资源在总量、结构、素质、流动及配置方面的状况，为跨区连锁扩张提供了良好的管理平台和业务信息平台，大大提高了经营效率，并与其他管理经营策略形成了一定的协同效应。在经济回暖背景下的 2009 年二季度实现了销售毛利率的新高。

图 26：王府井 EHR 系统对公司业绩提升的影响



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

· 渠道行为

百货公司业务有联营和自营两种模式，前者是由品牌商控制进、销、存过程的“品牌联营”模式，这种模式已经成为我国百货业态的主流盈利模式，大约占到百货店总销售额的 80%-90%。而随着差异化竞争的加剧和个性化需求的兴起，自营模式成为百货业发展的主流趋势，美国最著名几家百货集团的自营率已高达 60%-70%。

联营虽然降低了高档百货的经营风险，但却不利于对上游渠道控制能力的加强，这种控制能力与供应商品牌地位成反比，与百货公司的盈利能力成正比。国内各百货店自身的品牌在与国际一线品牌博弈的过程中具有明显的弱势，由此制约了其盈利能力的提升空间。目前，中国百货业平均毛利率在 17% 左右，净利率只有 3%—5%。

表 4：我国百货企业两种渠道模式比较

	自营	联营
时间	计划经济时代	1998 年之后，现在主导模式
品类	烟酒、家电、高档化妆品 20%	服装鞋帽、床上用品、化妆品 80%
下游终端控制力	客户需求导向，控制力较强	自身定位导向，控制力弱
上游渠道控制力	较强，具有一定议价能力	较弱，与供应商品牌地位成反比
盈利能力	较高 毛利率 35-45%	较低，毛利率 20-30%
渠道风险	主要表现为存货风险	主要表现为渠道控制风险

资料来源：东兴证券研究所

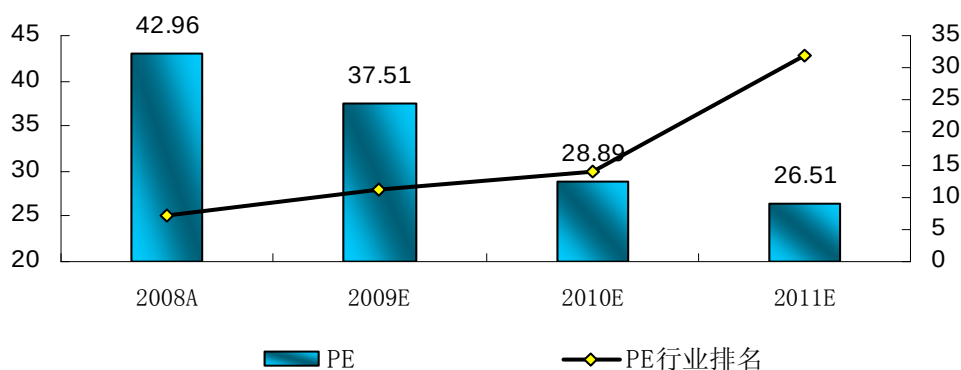
代理经营国际品牌/自营则成为改变这种渠道弱势地位的主要方式，百货公司利用自己的买手与品牌经理，直接向各个奢侈品牌进货，缩短渠道成本。而品牌流通渠道的通畅是零售商增强自营能力的关键所在。长期以来，品牌商的直营或地区多级分销代理制几乎垄断了一线品牌的流通渠道，从而成为百货公司自营模式的主要渠道障碍。此外，提高自营比例，必然带来经营风险的加大，这种风险对于以单体店为主导的我国百货行业来说几乎是无法承受的。

西单商场 2009 年中报显示，在经济不稳定的上半年，其实现净利润 2284 万元，同比骤增 6 倍多。西单商场的扭亏，一方面是关闭了亏损的青海创新百货、出售业绩不佳的金鹰食品公司，另一方面

还加快法雅公司和西羽公司等专卖业务的扩张。公司控股 72% 的北京法雅商贸有限责任公司，集零售、批发于一体，代理包括阿迪达斯、耐克、锐步等国际知名品牌。截止目前 2009 年 3 月拥有 108 家自营店铺，法雅公司 07 年、08 年分别实现净利润 1027 万元、1139 万元。公司资产质量明显提高，内生增长潜力很大。

百联股份通过统一招标采购，计划将自营（代理、买断和自有品牌）比重从目前的 6% 增加到 30%，考虑自营毛利率为 40%-50%，而联营扣点模式的毛利率为 20% 左右，如果按照理想状态得以实施，有望将公司总体毛利率提升 7.8 个百分点。2009 年初，百联股份投资 1108 万元，积极探索自营模式，成为国内首个大规模进行采购的百货领军企业。然而自营经营模式同时也会产生存货跌价损失以及现金占用等风险，牵一发而动全身。随着自营业务的积极拓展，公司未来业绩仍有较大提升空间。

图 27：百联股份盈利预测趋势



资料来源：公司公告 东兴证券研究所

3.2.2 地区百货龙头——外延（增量）发展模式

· 自建分店模式

该模式是最基本的外延发展模式，百货公司自己投资建立连锁分店通常需要较长的培育期和前期投入，但区域范围内的自建扩张相对于区际连锁百货有其配套性、地域性以及渠道代理等方面的独特优势。但百货商店对商圈的高度依赖导致了自建分店模式的供给资源瓶颈。

重庆百货目前在四川有 3 家百货店、在贵州有 1 家百货店，其余门店均在重庆市区及周边区县。受行业景气下滑影响，公司谨慎放缓了开店速度，但 2009 年至少新开一家百货店（四川乐山店计划 2009 年 10 月份开业），我们认为公司未来将继续进行张弛有度的门店扩张，谨慎估计 2009 年营业收入增长 12%。

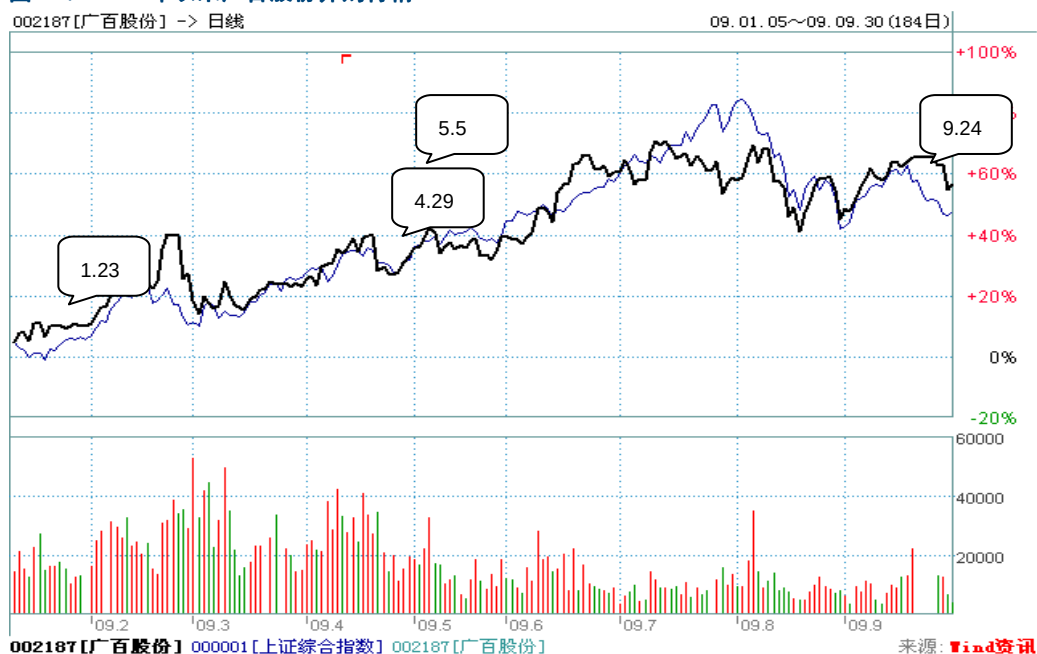
· 收购和合并模式

商业企业通过收购合并模式一方面可以实现低成本扩张，突破了商圈资源的制约；另一方面对企业商誉的树立、影响力的扩大也提供了良好的契机。但后期在文化整合、管理整合及资源合理配置等方面仍有一定风险。百货类上市公司往往通过不断扩张投资或并购来保持业绩增值，同时也使得这一发展模式成为主宰当今百货公司股价波动的趋势性因素之一。

10月10日，重庆百货（600729）公布了重大重组预案，拟向大股东重庆商社集团和新天域湖景投资有限公司，共计发行约17930万股，购买两者所持新世纪百货100%的股权。停牌一个月的股票，一复牌就连续三天涨停。本次交易完成后，以2009年6月底数据测算，重庆百货营业面积增加83.59%，超市营业面积增加117.27%，电器销售营业面积增加49.79%。两家公司在百货品牌招商、超市采购、物流配送等多方面的规模效应和协同效应可以加强，重庆百货议价能力和市场竞争力可得到提高。此举还将消除同为商社集团旗下两家公司的同业竞争，减少关联交易，实现股改承诺。

广州百货业龙头广百股份在上半年加大了外延式发展步伐：公司于2009年1月份收购了广百电器49%的股权；4月和5月又全资收购了广州华宇声电器和广州华宇力电器。广百电器以零售为主，而华宇声和华宇力则以批发、售后服务为主，收购完成后，三家公司将实现产业链条的有效整合。此外，公司并购新大新9月24晚获得证监会有条件通过。广州现存最老百货新大新公司将成为广百股份的全资子公司，广百百货经营网点从11个迅速增加至16个。收购后广百股份将拥有广百百货和“新大新”两个品牌，并实现双品牌战略。随着整合的全面推进，新大新整体净利率有望提升5%左右，广百股的全年利润也将有所增长。与此同时，公司的股价也伴随着这一系列的并购行情水涨船高，一次次穿越上证综指。

图 28：2009 年以来广百股份并购行情



资料来源: WIND 东兴证券研究所

此外，新华百货于2009年7月24日审议通过了公司吸收合并全资子公司银川新华百货购物中心有限公司及银川新华百货老大楼有限公司进入银川新华百货商店股份有限公司母公司的议案。我们认为此次吸收合并，有利于公司整合旗下的百货资产使得协同效应得以充分发挥，在积累内部实力的同时为打破宁夏相对狭小的消费市场奠定基础。

证监会9月3日公告，西安民生拟向控股股东海航商业控股有限公司发行3396万股，后者将与宝鸡商场(集团)股份有限公司资产置换后取得的宝商集团宝鸡商业经营管理有限责任公司100%股权

认购本次发行的全部股份。此次两公司的商业资产整合后，海航系三大上市公司将术业有专攻，西安百货的主业也将更加突出，有利于公司业绩的平稳发展。

· 品牌输出模式

品牌输出模式往往是一家在某一地域已经拥有一定品牌知名度以及形成了一套成功管理模式的百货企业，以上述的无形资产与异地的有形资产所有者（通常是地产商或物业所有者）合作，共同经营百货连锁分店。

品牌输出需要伴随着资本和管理的双重输出来实现，是产业资本和金融资本的有效结合，对百货公司的实力要求非常之高。在我国真正意义上的品牌输出还不完全存在，即使是被称为“中国第一店”的王府井百货也仅仅是其大品牌下子产品的扩张。

表 5：我国百货企业外延扩张模式比较

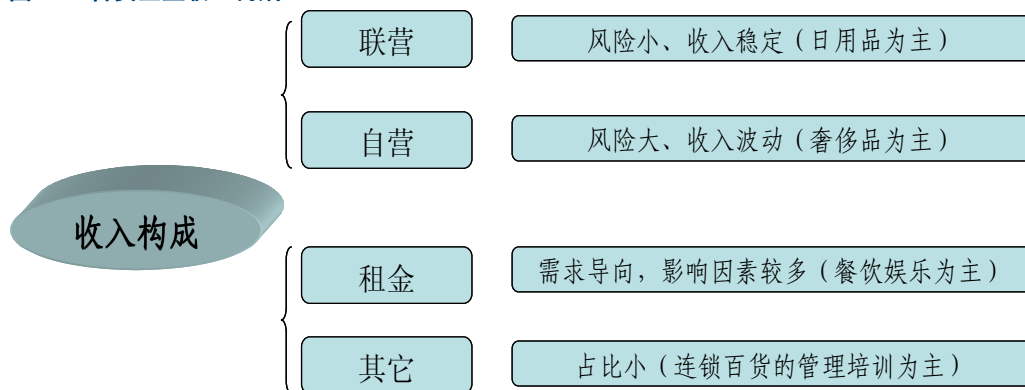
外延模式	优点	缺点	代表企业
品牌输出模式	增加利润、低成本扩大品牌影响力	缺乏稳定性	-
自建分店模式	便于统一管理协调、运行稳健、规模经济效益	财务风险大、加剧行业竞争、扩张速度慢	重庆百货
收购和合并模式	降低市场开发、交易成本；实现快速扩张	后期整合风险较大	新华百货

资料来源：东兴证券研究所

3.3 区际连锁与区域龙头各有所长

我国百货公司的盈利模式主要可以分为联营返点、自营和租金收入三大板块。联营是百货公司最主要的盈利点，且与经济环境密切相关；自营虽然能获得较高的利润，但我国百货企业自营比例高于或者接近于 10% 的企业不超过 40%，且存在较大的收入弹性和价格弹性；租金收入则是受地区、商圈、经营业绩等多方面因素的共同作用，在一个合同期内相对稳定。

图 29：百货企业收入构成



资料来源：东兴证券研究所

我们剔除了各指标有异常数据的公司，选取 22 家区域百货公司作为区域龙头企业的样本，3 家百货公司作为区际连锁企业的样本，我们根据 2008 年年报的财务数据（并由 2009 年半年报的相关数据进行了进一步验证）对比得出以下结论：

从盈利能力来看，区际连锁百货公司凭借其市场份额形成的规模经济和区际协同效应，销售毛利率略高于同期区域龙头百货企业的平均水平，而区域龙头企业的垄断优势则使其在销售净利率上占据上风；

从成长能力看，区域龙头企业的外延发展空间相对较大，18.55%的营业收入平均增速高出区际百货公司约 2.32 个百分点（2009 年中期高出 1.68 个百分点）；同时凭借其垄断地位的长期确立在利润总额增速上也具备明显优势。区际连锁百货与之差距甚远的负增长状态主要可以归结为：面临外资成熟连锁百货企业在中国择机低成本扩张的威胁；危机又使得新建门店的培育期有所延长；内涵式发展存在前期投入大，回收慢的特点；外延发展受到流通体制的制约，短期内难以打破。但从长远来看，区际连锁百货迈向全国连锁的成长之路需要长期的积累，并最终与国际化趋势并轨；区域龙头百货企业则面临垄断低效率带来的利润增长乏力的瓶颈。

从营运能力来看，不同于一线城市，二线城市对外部经济环境的敏感性相对较差，营运能力较为平稳，这有利于区际连锁百货企业有效利用城市间的范围经济来平滑存货积压、资产周转缓慢带来的经营风险和现金流压力。而区域龙头企业的营运能力一定程度上依赖当地经济结构和消费市场的发展状况，兰州民百、西安民生、昆百大 A、欧亚集团、银座股份的营运能力相关指标就明显低于同期归属于广州、福建、上海等国际化城市的百货公司。

表 6：两类百货企业绩效对比

		盈利能力		成长能力		营运能力	
		销售毛利率	销售净利率	营业收入同比增长	利润总额同比增长	总资产周转率	存货周转率
区域 龙头	鄂武商 A	21.13	4.14	25.16	14.20	1.41	16.65
	开元控股	16.25	3.47	15.16	-24.25	1.27	67.11
	昆百大 A	20.90	2.11	2.79	-93.44	0.54	1.01
	西安民生	21.69	5.07	15.06	82.67	0.91	34.96
	武汉中商	18.51	0.90	13.06	9.50	1.34	10.03
	宝商集团	23.76	0.76	14.41	53.43	1.01	5.27
	渤海物流	21.12	0.35	34.67	16.29	0.65	1.64
	广州友谊	24.06	9.83	14.35	20.62	1.42	19.29
	广百股份	21.89	4.50	15.23	28.72	1.85	29.74
	南京中商	18.48	1.16	16.78	-1.03	1.25	4.46
	大厦股份	13.11	3.02	27.31	4.39	1.97	11.89
	新世界	30.37	6.36	38.06	6.16	0.67	19.40
	南京新百	24.95	4.49	3.95	-5.52	0.73	4.93
	东百集团	23.98	7.22	22.31	44.66	1.18	62.38
	欧亚集团	16.49	4.03	29.99	35.17	1.33	14.35
	南宁百货	16.75	2.02	18.79	64.52	1.51	17.45
	重庆百货	15.82	2.57	17.00	50.28	2.84	9.78
	兰州民百	24.05	4.47	13.79	51.63	0.70	16.22
	友好集团	21.83	2.87	9.68	-3.76	0.84	7.38
	新华百货	17.29	4.27	12.11	30.48	2.01	13.01

	杭州解百	19.27	4.55	11.93	12.17	1.66	40.85
	银座股份	18.49	3.34	36.42	-8.12	1.60	10.35
区域平均		20.46	3.70	18.55	17.67	1.30	19.01
区际	王府井	18.93	3.66	13.85	14.90	1.60	28.44
连锁	大商股份	19.46	1.27	25.93	-27.35	2.03	10.93
	百联股份	27.77	4.71	8.89	-8.56	0.72	48.82
区际平均		22.06	3.21	16.22	-7.00	1.45	29.40
行业平均		21.38	3.16	13.64	-58.51	1.15	19.40

资料来源：东兴证券研究所

百货企业的发展与区域经济发展高度相关，地区的城镇化进程为区域百货企业以及具有区际连锁扩张行为区际连锁百货企业的横向发展提供了前提，而地区产业结构发展引致的消费升级不仅促进了区域百货行业全面创新升级，也同时为区际百货内涵式的纵向发展拓展了市场空间。

一线城市量化消费成长空间有限，重点商圈已经趋近成熟和饱和，又受制于渠道的区域性垄断，诸如北京王府井、上海百联股份的内涵式发展策略将成为主导公司长期价值的关键因素；二三线城市消费量的增长空间相对丰裕，尤其是西部地区在政策扶持的背景下较具发展潜力。而近年来题材性的区域也为所属地域的百货龙头注入了新的发展动力。此外，以下具有一定概念题材重点区域除重庆市外的人均 GDP 均超过了百货业态发展高峰的人均 3000 美元（按汇率 6.8 测算为 20400 元）均线，从而为当地百货公司的发展提供了基本面的支撑。

表 7：区域概念股概览

概念	区域	人均 GDP（元）	代表企业
海西经济圈	福建	30123	东百集团
世博会	上海、合肥、南京	73124, 28134, 60807	百联股份、新世界、合肥百货、南京中商、南京新百
天津滨海新区	天津	55473	津劝业
发展西部	重庆、云南、兰州	18025、21711、22325	重庆百货、昆百大 A、兰州民百
外需恢复弹性	广州、江苏	37588、39622	广百股份、广州友谊、大厦股份

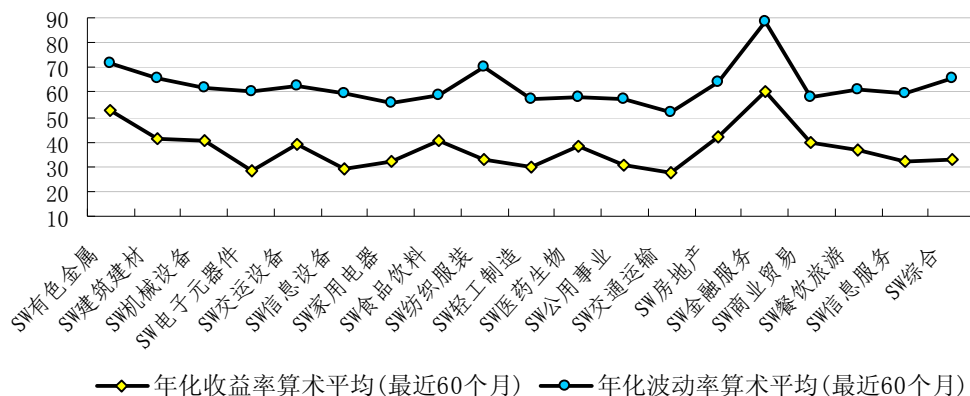
资料来源：东兴证券研究所

4. 百货行业投资策略

4.1 行业防御特征、估值优势明显

百货行业特有的两端刚性需求特征决定了以该业态为主的上市公司在变幻莫测的资本市场表现相对平稳，其年化收益率在中万 21 个一级行业中排名第七，年化波动率则只排名倒数第六。从国际国内经验来看，百货行业的低端刚性使其具有一定的防御特征，在经济下降阶段往往表现出一定的抗跌性；而高端刚性所决定的行业弱周期特点又使其与大盘涨跌关联度较为密切，整体弱于大盘振幅。

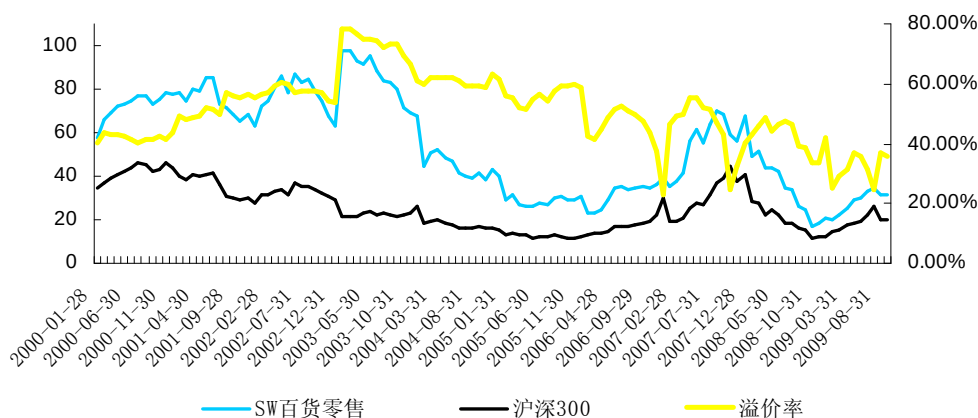
图 30：各行业防御特征比较



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

今年以来，我国经济面临内忧外患的不确定性，百货行业则稳步发展（百货业态营业收入同比增速由一季度的 3.79% 增长到二季度的 12.19%，净利润同比增速由一季度的 1.38% 增长到二季度的 20.58%），业绩提升对其较高的相对估值提供了一定依据。与 A 股整体横向比较，百货板块相对沪深 300 市盈率溢价率有所回落；与历史纵向比较，我们选择申万百货行业 45 家上市公司为样本，9 月初百货行业的估值是 32 倍，远低于历史 PE 中值的 54 倍，安全边际较高。随着经济复苏脚步的加快和消费信心的重振，行业将在金九银十的行情具备较强的补涨动力。我们预计，2009 年百货业净利润增速约在 20% 左右，行业平均动态市盈率为 35-40 倍，仍有一定的提升空间。

图 31：百货行业溢价率变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

4.2 短期关注外延扩张为主、具有趋势性题材的区域百货龙头

- 对外依存度较高的地区（广东、福建、江苏、浙江、上海）08 年受经济危机影响，前期基数较小，但其区域消费环境相对成熟，预计 09 年下半年将呈现明显的恢复性增长态势；
- 商业住房租金的下跌为其并购重组的外延发展提供了外部基础；
- 消费金融公司的试点地区将成为此轮区域龙头企业增长的催化剂；

——2010 年世博会的召开将使上海百货板块股成为投资热点，其他短期题材性行情波动也将为阶段性操作提供机会。

从估值角度来看，区域龙头企业的估值相对区际连锁企业较低，建议投资者重点关注成长性较好的二线城市百货公司，如合肥百货、重庆百货和国际化程度较高的沿海城市百货公司，如广百股份、东百集团。

4.3 长期战略配置内涵升级发展、价值因素主导的区际连锁百货

随着我国经济大环境的企稳回升和内需政策效应的逐步发挥，消费总量的提升将成为不争的事实；消费结构的升级也将在人口、经济、区域结构升级的惯性发展趋势下得以强化。我国百货行业拥有巨大的消费市场，优质百货企业的标准在于其管理模式和品牌效应的在全国范围内取得规模经济，虽然我国百货连锁化的进程还面临诸多短期难以逾越的壁垒，但踏寻国际百货业的发展轨迹，连锁将成为行业发展的最终趋势。然而此类百货公司存在相对估值较高，提前透支未来业绩的情况，对于改制期望较高的大商股份建议适量战略配置，而其他区际连锁百货则适宜少量长期配置。

· 风险提示：

外资百货逆势扩张：外资百货加速在华扩张，与中国零售市场在全球金融风暴保持正增长、商业物业租金下调有关。国内的百货公司没有利用好金融危机形势下品牌调整升级的时机。

网购数量爆发式增长：据淘宝网介绍，2007 年网络销售为 590 亿元，2008 年达到 1299 亿元。经营模式相对固定的百货店，其潜在秩序带来的成本对价格体系的冲击，造成百货店面对新的零售模式优势不再。而百货商场网店多成“摆设”，其对新消费渠道的观望也给其它消费渠道提供了乘虚而入的机会。

5. 重点企业分析及推荐

5.1 王府井（600859）

作为全国百货连锁经营模式的开路者，王府井以百货零售业为主业，同时涉足房地产、进出口贸易等行业。

投资亮点

——连锁区位优势：北京和广州等一线城市下半年将随着宏观经济的整体好转出现明显的恢复性增长；西南及西北地区百货门店受金融危机影响较小，为今后的外延式扩张奠定了基础，公司能分享不同区位优势的范围经济。

——资金优势：王府井集团下半年将加快推进发行可转换债券各项事宜，为企业进一步发展提供资金支持。

——软实力优势：随着王府井百货连锁模式的步伐越走越远，借助 EHR 系统实行统一、虚拟管理、模块化操作，实现了公司品牌、模式的成功复制。

2009 年上半年王府井营业收入近 52.7 亿元，同比增长 2.85%，净利润 2.33 亿元，同比增 5.87%，明显高于收入增速。其中，百货业务收入的同比增速为 2.2%，远低于上年同期水平；地产业务收入也出现了同比 91% 的大幅下降，但对公司整体盈利影响不大。

预计 09、10 年归属于母公司的净利润增速为 13.7%、17.7%，EPS 为 1.00 元、1.17 元。公司作为行业内全国扩张成功的连锁百货企业，可以按百货行业平均估值 30 倍并给予一定溢价，按照 09 年 35 倍 PE，目标价 35 元，给予“增持”评级。

5.2 百联股份（600631）

公司是我国排名第一的商业连锁集团，旗下拥有老字号百货、都市型百货和社区型百货三类百货经营模式，同时作为唯一一家以连锁百货、购物中心及奥特莱斯三种复合业态经营的上市公司，具有较好的协同效应。

投资亮点

——区位优势：上海作为新兴的国际金融中心，商业环境的优势是其他地区望尘莫及的；公司 80% 的自有物业，多处于核心商圈的黄金位置，商业地产重估价值巨大。

——题材优势：从往届世博会的经验来看，旅游、商贸等活动的频繁对当地消费零售业的拉动效果明显；而从奥运会对北京百货类公司行情的作用来看，题材优势的效应也尤为明显。

——业务优势：公司以百货和购物中心为主的发展战略目标明确；百联集团的“孵化模式”，有利于公司不断获得新的利润增长点；自营比例的稳步提高，有利于公司市场份额和品牌影响力的提升。

——战略优势：刚刚拉开超商重组序幕的百联集团又将触角伸向国外。7 月底走出国门大举引进进口商品，继而再组织到国外进行中国商品推介活动，这种双向的商品交流意为着其全球战略的开始。

百联股份上半年实现营业收入 53.5 亿元，同比增长 9.4%；净利润 2.09 亿元，同比增长 1.8%。预计公司 2009-2010 年净利润增速至少能够达到 8% 和 28%，公司 08-10 年 EPS 分别为 0.36/0.47/0.59，市盈率分别为 29.4/22.5/17.95 倍，给予“增持”评级。

5.3 重庆百货（600729）

公司是重庆市最早的国有商业企业，是中国西部最大零售企业之一，现已发展成为以百货、超市、电器三大业态为主业的大型商业零售企业。

投资亮点

——业绩基础优势：由于公司的百货店定位中档大众化，受危机冲击的力度不大，并同时享有社区型超市、家电连锁带来的范围经济效应，为公司进一步的门店扩张奠定了一定基础。

——题材优势：重庆百货与新世纪百货的整合，正由传言变成序幕。此项重大资产重组不仅能解决重庆商社集团旗下两者的同业竞争问题，而且能借助新世纪的优质资产，提高重庆百货的主业竞争力和市场份额。重组方案的出台会带来公司股价较大幅度的调整，投资者将有一定短线投资的机会。

——区域优势：地处大西南的重庆市居民人均可支配收入增速、消费品零售总额增速均好于全国平均水平，经济结构调整存在较大空间。而稳定的区域经济是区域百货龙头保持稳步增长的前提。

09年1-6月份公司实现营业收入37.46亿元，同比增加9.26%；实现利润总额为1.01亿元，同比减少24.44%；实现净利润为0.84亿元，同比下降23.07%；实现基本每股收益为0.4119元，同比下降23.08%。

我们预测2009年全年每股收益为0.81元，以重庆百货停牌前收盘价21.66元计算，重庆百货2009-2011年动态市盈率分别为27倍、24倍和21倍，符合目前商业零售板块平均市盈率水平，即使此次重组未获实质性进展，重庆百货仍具有强大的安全边际。

5.4 广百股份（002187）

公司是一家经营规模化、管理现代化、主业特色鲜明的百货零售企业，已从原来的国有大型百货零售企业改制成为国有控股、多元化投资主体的股份公司，实现了由传统百货公司向多业态多元化经营，由单店经营向连锁经营的重大转变，成为华南百货零售服务业的市场引领者。

——区域优势：广州作为珠三角经济核心，商业环境较为发达成熟。2009年上半年广州市社会消费品零售总额同比增长13.1%，处于全国十大城市第三位；人均消费支出位居全国之首，这为公司成长奠定了良好的市场基础。此外，广州上半年对外经贸发展势头的逐月向好，一定程度上促进了居民消费信心的提升。

——业务优势：公司2009年相继收购新大新、广百电器、广州华宇声电器和广州华宇力电器，不断为公司注入新的利润增长点；2009年分别签订了揭阳金城广场项目和惠州时代广场项目，完善了粤东地区的门店布局，并开始向西部地区扩张。经济危机使得新开项目和门店的培育期延长，未来业绩提升空间较大。

——估值优势：公司目前PE值低于行业平均水平，我们认为，广百股份正处于成长阶段，且下半年季节性消费高峰、广佛金秋欢乐购物节以及2010年广州亚运会都将增厚公司业绩，公司估值水平有进一步提升的空间。

上半年公司营业收入增速有所下降，净利润同比下降12.5%，主要原因是促销力度比往年大，以及低毛利率的华宇升与华宇力并表，导致综合毛利率同比减少了1.67个百分点；期间费用增长13.27%。

预测09-11年的每股收益分别为1.03、1.26、1.48元。我们给予公司PE为27-32倍，对应的股价为27.81-32.96元。公司对广东省当地市场的控制力较强，2009年扩张步伐加速，因此我们维持对公司“推荐”的评级。

分析师简介

高坤

经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。