

调研简报

商业贸易

路尽山河见 沙尽始到金

推荐

2010 年 4 月 21 日

商业零售企业近期调研纪要（华东、湖南、厦门）

分析师： 孙菲菲

sunff@guosen.com.cn 0755-82133400

Sac 职业证书编号：S0980209070360

事项：

近期我们针对南京、杭州、上海等地零售公司进行了调研，发现商业公司普遍认为单体百货的发展空间不大，感到“逆水行舟、不进则退”的压力，由此引发的行动归纳起来有：升级改造、异地扩张及投资综合体三种。通过分析，将近期调研的九家公司总结为两类：“不进则退”型和“事件”型。

我们认为百货业的投资中，管理能力将比以往任何时候更重要！因为以往百货公司往往占据地缘优势，在“守业”过程上对管理能力要求不太高；但在异地扩张及投资综合体这二种“攻势”下，先发的地势优势消失了，竞争优势的产生主要在于选址、招商、经营管理这些“软实力”，对公司的综合管理能力要求更高，我们相信其中必然有扩张及投资成功的企业，也可能有失败的案例。

在本次的调研范围内，我们认为通程控股、步步高、南京新百、百大集团及宏图高科等值得长期关注。

评论：

我们本次密集调研的公司包括：通程控股、家润多、步步高；厦门国贸、漳州发展；大厦股份、南京中商、南京新百、宏图高科、豫园商城、杭州解百、百大集团。我们将上述 11 家公司进行总结时发现，可以把它们为两类：“不进则退”型和“事件”型。

1) 不进则退型的主要分为适应商业环境变化而进行装修改造与升级、及投资城市综合体二种，今年进行装修改造的公司包括南京中商、南京新百；扩张新店的包括通程控股、步步高、宏图高科；投资城市综合体包括南京中商、百大集团。

2) 事件型的公司包括含多种概念的豫园、土地价值较高的南京新百。

公司调研信息：

（一）通程控股（000419）

公司最大利润源是“通程电器”，其家电连锁销售已覆盖湖南 24 个城市，09 年长沙地区的以旧换新活动中，通程电器占据了 60%以上的市场份额；

第二利润源是酒店业务，2010 年凭借温泉酒店的入住率上升及开办费的影响消除，预计可减亏 2100 万元，即酒店部分的盈利上升 2400 万元，占 09 年预测净利润的 46%；典当业务受益于宏观调控的政策，盈利将提升 37%至 2500 万元。

公司于 07 年 8 月改制完成后, 07 年改制后公司管理层间接持有上市公司 11.4% 的股份, 合 3997 万股。08 年及 09 年分别开设新店 5 家及 10 家, 占 08 年之前店面总数的 70%; 2010 年拟新开 6~8 家。另外为了发挥现有近 30 万平方的土地的效率, 今年有再融资的需求, 为业绩释放增添了动力。

预计 2009 年是公司业绩的转折点, 通过之前的资产收购、扩张和业务复制, 取得了资产和管理经验上的积累, 预计 09-11 年每股盈利分别为 0.15、0.35 和 0.49 元。同时公司拥有近 30 万平方的商业地产及其他资产, 每股 NAV 重估价值达 16 元。公司合理价值为 12.9 元/股, 目前股价为 10.4 元, 安全边际较高。此外, 前二个月公司所属商业板块增长 60% 以上, 给予谨慎推荐的评级。

(二) 步步高

1) 公司 09 年底以合同聘用制的方式, 聘用 12 名精英加盟步步高。其核心人物 NOEL 先生, NOEL 先生曾让 Matahari 这个濒临破产倒闭的公司在 3 年内扭亏为盈, 成长为目前亚太地区最优秀的零售商, 在印度尼西亚打败沃尔玛、家乐福这样的国际著名零售商。

2) 目前 NOEL 团队在公司主要负责超市方面, 今年 1 月在湘潭的步步高广场开设了第一家精品超市, 2400 平方营业面积, 单品数量由 5000 增至 12000 个, 其中进口和高级商品占比 30%。我们经过实地调研, 虽然单品数量翻倍, 但购物环境较好, 毫不拥挤。

3) 据了解目前 NOEL 将着力打造三个业态: 综合超市 (5000 平方以下), 大卖场 (5000 以上, 长沙证监局 10 年 4 月开出来), 以及连锁电器城。公司给予 NOEL 的给予团队的业绩是今年在江西市场年扭亏, 五年在长沙市场做到第一。

综上, 我们认为以长沙新店为观察点, 如果有实质性的盈利改善, 那么公司的发展和盈利提升是值得期待的, 我们将继续跟踪。

(三) 南京新百

1) 公司三项主要业务 2011 年均将恢复性增长: A、新百本部今年将进行装修, 业绩可能略降; B、本部的写字楼定位是南京的高端写字楼, 今年开始招租, 由于消防验收等事宜略为延迟, 公司将今年的目标出租率由 30% 调低至 10% (保证客户质量为主), 预计起始租价为 4 元/平方/每天; C、芜湖新百金鹰大酒店今年开业: 芜湖地区消费潜力大, 公司百货在当地较好的商业; 09 年装修完成的芜湖新百金鹰国际酒店今年 1 月已经开业, 作为当地第一个五星级的酒店, 有望获取优质客源, 较快进入收益期, 明年入住率上升及开办费的影响消除, 盈利将有明显提升。

2) 房地产业务: 公司分别在江苏盐城及南京河西共有二块地, 盐城的地可能今年下半年启动, 河西 300 亩可能到 2010 年底动工。主要采取滚动开发方式, 投资分三期开发, 资金压力不太大。

3) 金鹰与公司业务的同业竞争仍未解决, 我们认为最终方向是要解决, 但年内未必启动。

综上, 本部新百重新装修和品牌调整完毕, 酒店、写字楼等业绩增长主要从 2011 年开始体现, 可以视为业绩增长大型公司, 关注下跌机会。

(四) 宏图高科

1) 从 IT 分销变革趋势来看, “专业店打败电脑城” 是大概率事件, 主要理由: A) 专业的 IT 连锁企业可以减少代理商等中间环节的成本损耗。目前, 宏图的直采比例仅 20%, 我们预计未来 “直采” 上升可降低采购成本, 从而在终端零售价格上占据竞争优势; B) 专业 IT 连锁商有更好的信用、品质和售后服务。

2) 龙头企业面临 5 倍的市场空间: 目前传统渠道 (代理-电脑城) 占比 80% 以上, 而宏图、苏宁、国美等专业店占比不到 20%。当前宏图 IT 产品销售 82 亿及苏宁 70 亿元, 合计的市场份额不足 5%。如果假设未来的行业龙头能够占据 10% 的市场份额, 那么龙头公司的销售额可能是现在宏图的 5 倍。

3) 公司目前主要缺乏清晰的战略定位, 管理能力一般, 当前估值尚处合理, 但考虑到公司成为 IT 连锁的“前三名”存在可能性, 且近期催化剂较多: A) 定向增发通过, 底价不低于 11.6 元/股, 公司有足够的动力将股价做高; B) 公司将把电缆制造业务剥离给集团、出售华泰证券股权、逐渐淡出地产业务, 这将获得足够资金有利于主业发展, 管理层股权激励也有可能; C) 中报具备高送配能力和动力。

综上, 我们建议长期关注 IT 连锁业的变革、公司的新店扩张及业绩变化。

(五) 南京中商

与市场看法有较大出入:

1) 百货方面, 2010 年 7 家店中有 4 家(中央本部、太平洋、淮安、连云港)将停业或不停业装修, 负面影响可能于 2Q 开始体现;

2) 淮安及徐州(地价已交)各投资 30 亿元建设综合商业项目, 2010 年新增贷款至少 10 亿元, 2011-2012 年预计新增贷款也在此规模;

3) 减员计划: 去年只减了 1/3, 2010 年会费用肯定更高, 可能达 1 亿元;

4) 我们认为公司未来可能启动股权激励, 但目前没有大的动力让股价上涨。

(六) 百大集团

1) 杭州今年及明年业绩下降的可能性较大, 原因主要在于短期资金运作的退出(2010 年前 5 个月还有部分收益);

2) 公司目前主要发展庆春广场, 投资预计在 50 亿元以上, 工期 3 年, 使用年限 40 年, 预计自有物业在 8 万平方米左右, 主要发展商业、酒店、酒店式公寓等。公司未来的发展主要在于庆春项目的成败。

3) 我们认为公司大股东——西子联合仍有可能以公司为平台, 注入商业地产等相关业务。

综上, 我们认为从业绩的角度来投资百大, 可能需要等待较长的时间, 但公司大股东 2009 年在 7 元左右增持股份, 表示未来公司股价下跌, 大股东还是有可能出手, 公司股价在低位是值得投资并等待的。

(七) 杭州解百

1) 杭州百货竞争加剧, 公司今年及明年业绩下降的可能性较大。银泰庆春店(6 万平方, 2010 年 4 月 10 日开业)及万象城预计 2010 年 4 月开业(杭州万象城地处钱江新城核心区, 规划建筑面积约 80 万平方米(含地下))。其中万象城购物中心总建筑面积 24 万平方米, 是整个都市综合体的核心部门。还包括约 14 万平方米住宅“悦府”、超五星级酒店“柏悦”、写字楼等多种物业形态, 是杭州首座都市综合体。

2) 新元华装修好后, 公司共有 8 万多平方的营业面积, 主要精力发展这些商业, 适当时候再启动 A 和 B 楼的改造。

综上, 公司的发展动力目前不足, 短期业绩下降, 股价基本合理。

(八) 大厦股份

1) 汽车经销: 目前在无锡的轿车及商务车占据 70% 的份额, 主营除 AUDI 外所有品牌汽车, 扩张目标: A) 东方汽车城搬迁后面积扩大 5 倍; B) 在异地开设新的 4S 店。此项业务预计与全国汽车销售增长同步或略快, 预计在 25-30%;

2) 百货: 虽然今年百货门前修建地铁, 但预计今年百货仍能小幅增长; 实地调研看, A、B 二栋共 7 万平米, 品牌丰富, 动线设计科学。其中, 一楼的 41 个国际大品牌非常齐全, 停车位较为便捷, 属于购物感觉较好的商场。

3) 食品: “三凤桥”属于无锡第一中国老字号品牌, 为不影响老股东的权益, 公司新设立了专卖公司, 进行生产基

地、专卖店联动进入超市销售。

4) 投资收益: 预计 2010 年在 1000 万元左右, 江苏银行等未来二年可能上市。

综上, 我们认为大厦股份属于稳健品种, 值得长线投资。

(九) 豫园股份

1) 公司是世博会最受益的公司之一, 09 年 4 月下属的上海老城隍庙餐饮(集团)有限公司, 入选世博会园区的美食广场经营权积极竞标的餐饮服务, 自营及受托管理的餐饮场地合计面积近 9000 平方米; 老庙黄金下属 31 家零售店已获批为“上海世博会特许零售店”, 已获批生产贵金属产品 10 件。亚一金店下属 4 家零售店也获得世博特许贵金属制品零售许可资质; 公司下属的上海老城隍庙五香豆食品有限公司成为世博会特许产品生产厂商资格。

2) 借力世博会, 公司周边的交通环境大为改善: 新增停车位 8000 个, 地铁 10 号线通车;

3) 公司参股公司招金矿业股份有限公司 09 年新增加了 10.9% 的招金股权, 加上国际市场黄金价格显著上升, 09 年贡献的投资收益达到了 1.9 亿元, 占公司净利润的 40.2%。

公司目前估值合理, 股价催化剂包括: A) 公司目标宏大: 黄金珠宝业期待 3~5 年做到全国第一, 餐饮走出上海做到行业第三等, 表明了公司扩张的战略; B) 公司参股的招金矿业有可能回归上海国际板; C) 下发的餐饮及童涵春堂等, 有可能借政策东风, 在创业板分拆分拆上市。

(十) 漳州发展

1) 公司近日公告, 完全退出高速公路后, 公司的主业是汽车经销、水务及房地产开发。

2) 公司参与了共 784 亩的一级开发业务, 采用固定回报(年回报 12%) 加上收益分成的方式, 投资回报相对较高且风险较小; 采用滚动开发的模式, 项目资金压力不大; 而且公司可能进一步参与土地的二级开发业务, 将增强公司在房地产业务上的深度及持续竞争力。

3) 预计 09 年~2011 年业绩预测为 0.15 元、0.28 元及 0.36 元, 对应 9.43 元/股价, 09PE~11PE 分别为 63 倍、34 倍及 26 倍, PB 为 5.9 倍, 考虑到公司主营业务中水务及土地的一级开发收益较为稳定(即使扩张的情形下), 汽车销售业务中丰田汽车的销售情况 2010 年好于 09 年的概率不大, 房地产二级开发的收益产生时间预计到 2012 年左右, 首次给予“中性”的投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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，特此声明。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。