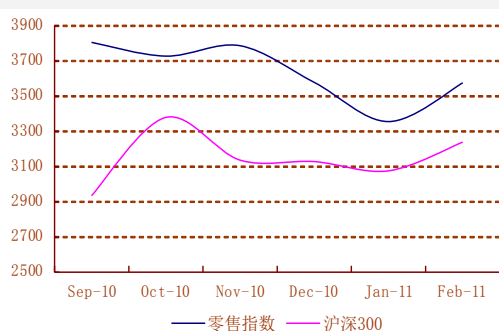




通胀环境下商业零售或将演绎行业整合

——货币收紧房价调控将对企业运营提出新的挑战

近半年行业指数相对沪深300走势



内容提要

行业评级：推荐

- 逻辑上，流通环节的不畅通可能加剧通胀压力。鉴于目前通胀的背景，我们认为由政府自上而下的梳理流通环节将可能会适时的推进，加速零售行业的整合；
- 外资巨型商业航母进军国内商业零售市场对国内商业零售企业的经营提出了挑战，而国内零售行业的资本和资产管理水平的分化也内在要求行业格局的重塑。我们认为区域龙头和专业连锁公司可能受益于行业整合，建议关注北京、武汉、重庆等地的零售龙头以及苏宁电器、国美电器等家电连锁公司；
- 在货币紧缩环境下，商业零售企业除了规模化外延发展外，对资本和资产的管理能力将是另一个决定企业发展的因素。通过历史数据分析，我们看好武汉中百、大厦股份、友阿股份、天虹商场等商业零售公司，我们认为这些公司具备超越行业资本和资产管理能力；
- 除了关注货币环境外，我们还着重考察了房地产市场的可能变化给商业零售企业可能带来的影响。我们认为房地产调控可能使房地产市场的租金价格快速上涨，从而导致商业零售企业的物业成本压力。因此，我们看好具备一定自有物业的商业零售公司。特别地，我们关注类似于海宁皮城、小商品城等商业物业经营公司。

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 周飞

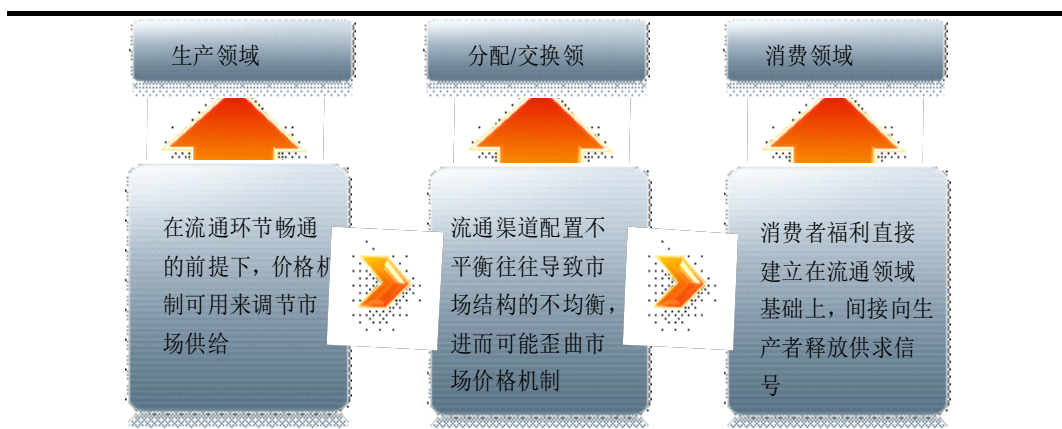
电话 (025)83367888-3305

邮箱 Zhou991985@msn.com

1, 理论上, 畅通的流通领域宏观上促进经济总量的扩张, 微观上调节资源配置; 现实中, 流通领域往往因市场结构不均衡而出现流通瓶颈, 导致市场通胀压力加大。2010 年的通胀可能成为政府加快自上而下整合流通领域资源的导火索。

1.1, 流通领域在市场经济中起到“承上启下”的作用, 生产领域的产品需要经过流通渠道进入消费领域, 实现其市场价值。宏观上, 流通领域发展是古典市场经济的必要条件, 只有交换领域的扩大, 才能够使得市场规模不断的扩大, 经济总量不断地增长; 微观上, 流通领域可最大限度地反映市场资源配置的效率, 提高了市场价格机制的自发调节能力。因此, 流通领域的建设对现代市场经济的发展至关重要。

图 1: 流通领域承上启下



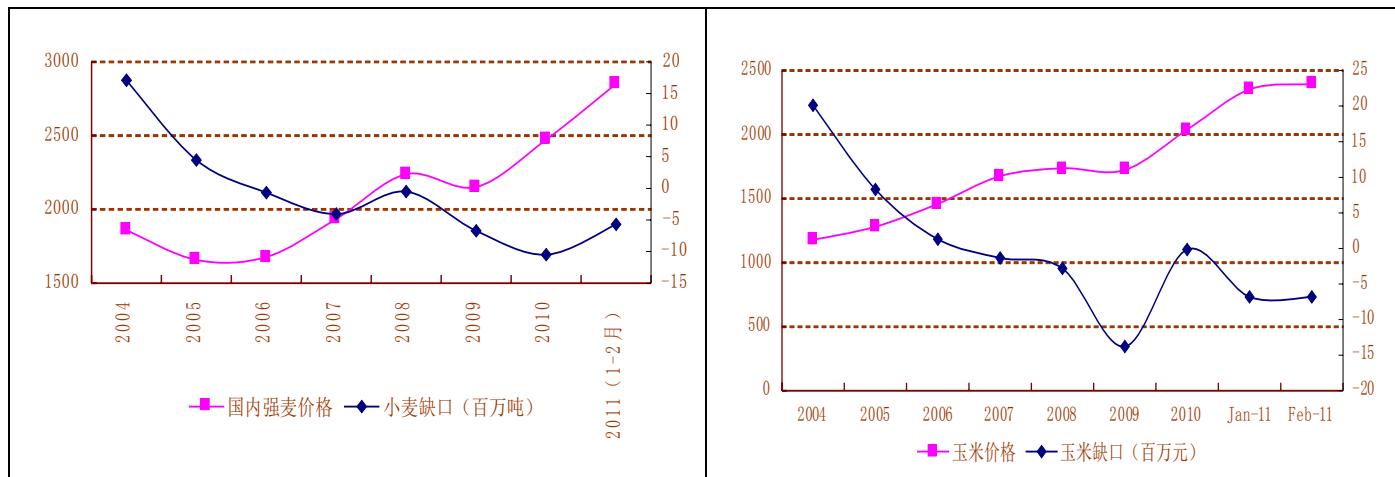
数据来源: 南京证券研究所

1.2, 通过我们前文的理论铺垫, 我们可以肯定价格的波动可以来自两个领域: (1) 生产领域。要素市场的动态供需状况决定产品“出厂价格”的波动, 这种价格的波动反过来引导市场资源的配置。我们认为这种价格波动市场的常态, 它属于市场经济正常现象。(2) 流通领域。商品的供求关系需要一个空间范畴, 当在特定的空间范畴内, 某种商品由于流通不畅而导致供给紧张或供给过剩。保持流通环节畅通前提下的市场交易价格才能够准确地反映生产领域的资源配置状况。否则, 市场上的价格信息含金量就很难保证, 甚至会导致社会资源配置不当。

下面我们试图通过 2004-2010 年的玉米和小麦价格的波动来印证我们前面的看法。2004-2010 年, 国内强麦期货价格基本呈现单边上扬的趋势, 而国内的小麦缺口却是呈现相反的趋势, 甚至在 2007、2009、2010 年小麦供给是过剩的。因此, 对于这种价格上涨, 我们不能简单地利用古典经济学的理论来解释, 而应该寻找新的理论——新古典理论。从小麦的生产领域看, 我们看到小麦的“出厂价格”基本呈现单边上扬的现象, 毫无疑问这反映出生产领域的要素价格在逐年增加, 从而由成本推动

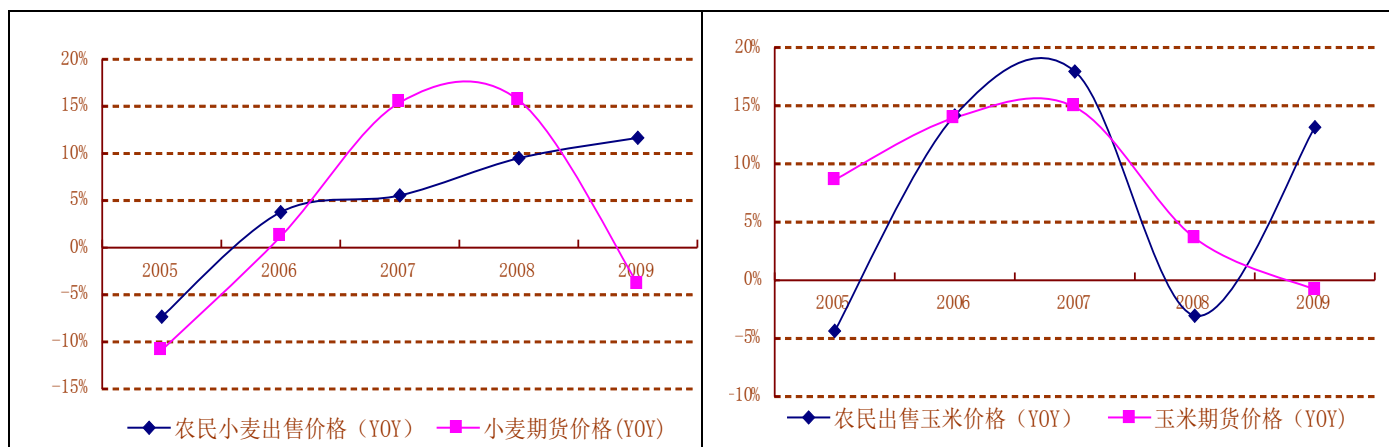
价格走高的行情。但我们对检视了 2004-2010 年小麦的“出厂价格”和期货价格后，我们就会得出这样的结论：流通领域对市场价格的形成也发挥着抑制或助涨的作用。同样地，我们经验总结了国内玉米的数据表现，得出了类似的结论。

图 2、3：生产和消费领域的供求关系并不是决定商品价格的唯一因素



数据来源：商务部、南京证券研究所

图 4、5：流通领域在商品价格的左右可见一斑



数据来源：Wind 资讯、南京证券研究所

我们认为本轮的物价上涨有流通环节的因素，通过对 2006-2009 年商业批发行业和商业零售行业的资本回报率比较，说明批发行业对零售行业具备较为明显的优势。因此，在流通环节上商品在批发环节上可能形成瓶颈，导致物价的恶性上涨。基于这点判断，我们认为在 2010 和 2011 年通胀环境不容乐观的预期下，宏观决策层有可能加快流通环节的结构调整，有可能在“十二五”期间延续并加强落实关于流通企业整合的政策。

图 6：国内通胀压力犹存

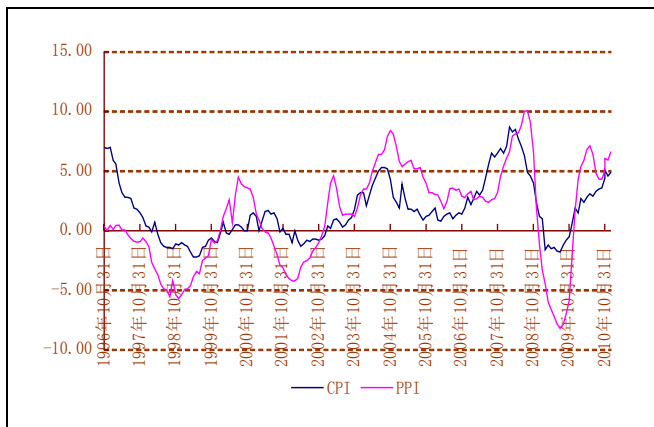
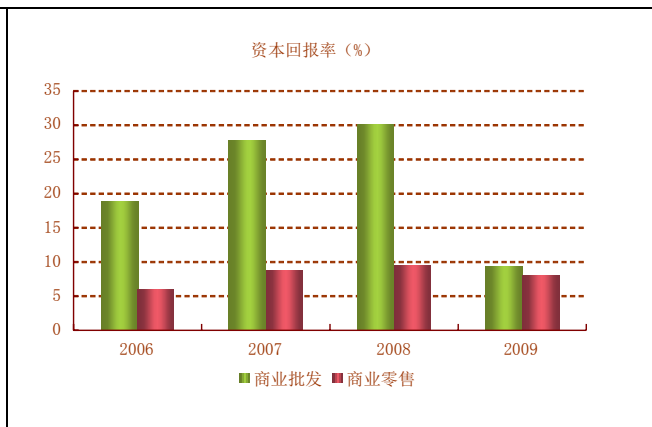


图 7：资本回报率说明流通领域的结构不配合

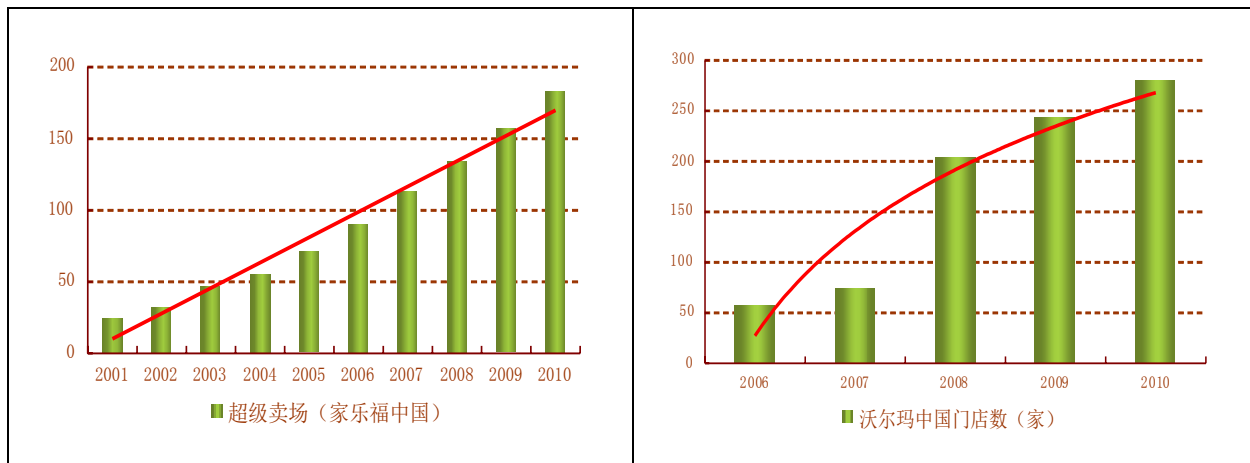


数据来源：南京证券研究所

2，外资大型商业零售公司大举进军国内市场，凭借其优秀的资本和资产管理能力冲击国内商业零售公司，市场结构的不平衡对行业整合形成了内在要求。

2.1，国际超级零售商相继加快进入国内市场，沃尔玛中国公司的门店数量由 2006 年的 56 家迅速上升至 2010 年的 279 家。同样地，家乐福中国的门店数量由 2004 年的 54 家上升至 2010 年的 182 家。同期内，家乐福在华销售收入由 13.87 亿欧元上涨至 48.57 亿欧元。

图 8、9：国际巨型零售商相继加快进军国内零售市场



数据来源：南京证券研究所

在外资流通企业进入国内市场时，本土零售商将面临越来越严峻的竞争挑战。我们截取了 2009 年沃尔玛、家乐福以及 A 股零售行业上市公司的相关数据进行了比较。首先，沃尔玛和家乐福的毛利率高于国内零售业公司，但费用率却要高于国内零售公司。我们认为这种现象主要因为国内外的费用（电费、人工成本、物流费用）差异程度较大，但这些大型零售企业进入国内市场时，将可能形成较为明显的竞争优势；

图 10：国内商业零售公司处在竞争劣势地位

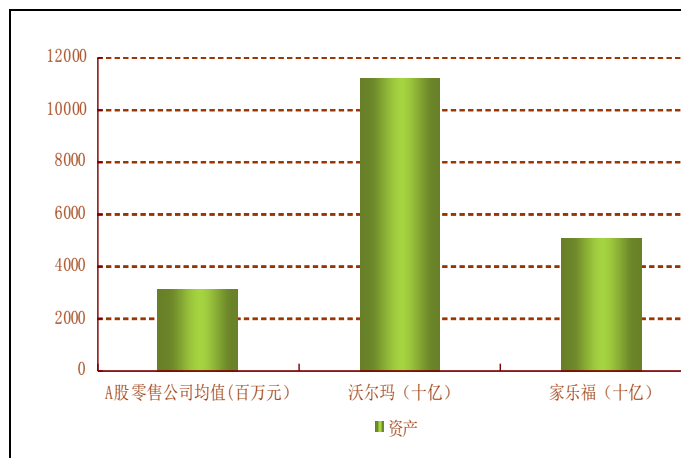
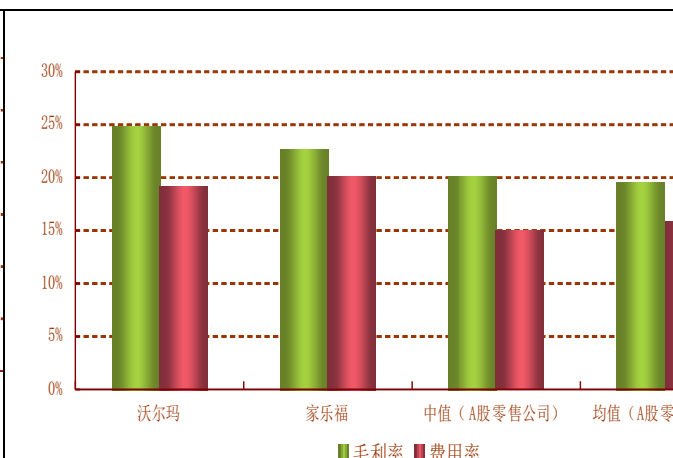


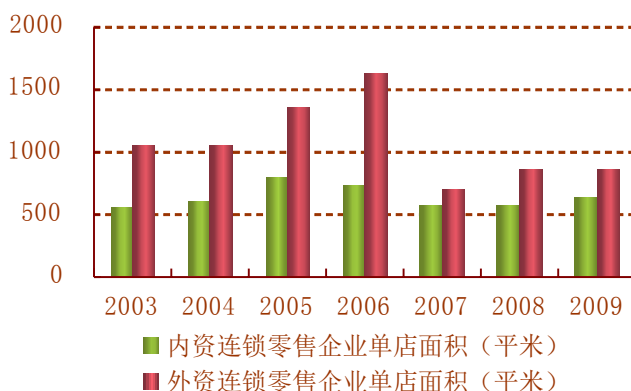
图 11：外资零售门店规模相对较大



数据来源：国家统计局、南京证券研究所

我们进一步认为，这种“以大欺小”的规模优势不仅体现在总体层面上，而且体现在门店的层面上。通过 2003-2009 年内外资连锁零售企业的单店面积对比，内资流通企业的门店规模一直小于外资企业，尽管这种差距在动态缩小。

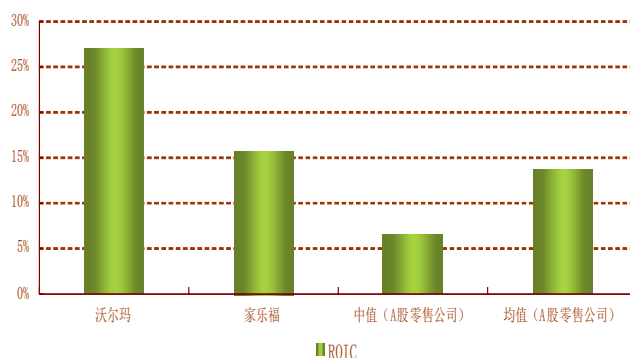
图 12：外资零售门店规模相对较大



数据来源：南京证券研究所

其次，投入资本回报率方面，我们可以看出国内外流通企业的管理效率的差距。2009 年，国内 A 股上市零售企业的投入资本回报率均值为 13.68%，中值为 6.4%，小于沃尔玛的 26.91%和家乐福的 15.63%。同时，由于样本中值和均值的差异很大，反映出国内零售企业的资本管理水平层次不齐，行业格局可能正在分化中。特别地，我们从 2010 年第三季度的存货周期和应收账款周期数据中，进一步印证了以上的结论。

图 12：与外资零售航母相比，资本管理效率差距明显



数据来源：南京证券研究所

表 1：国内商业零售企业的流动资产管理水平分化明显

A股商业零售公司	营业周期	存货周期	应收账款周期
中值	38.10	35.69	2.08
均值	892.79	881.80	10.98

数据来源：南京证券研究所

针对国内外商业零售企业的规模差距、管理水平差距以及国内商业零售企业管理水平的分化，我们认为国内零售业打造巨星航母的时机即将到来。目前，国际大型零售商正在加速进军国内的零售市场，内外力量的不均衡容易造成流通环节的不通畅，扰乱市场秩序。家乐福在一些城市的部分超市存在虚构原价、低价招徕顾客高价结算、不履行价格承诺、误导性价格标示等多种价格欺诈行为或许就是最好的证明。

2.2，2011 年是商务部 2004 年提出 5-8 年内打造“超级商业航母”计划的最后一年。截至目前，该计划进展缓慢。我们认为目前打造商业航母的紧迫性和时机成熟度都要胜过 2004 年。市场传闻商务部欲二次启动打造商业航母计划，入围名单为 15 家。我们认为商业零售航母计划可能按照以下逻辑展开：（1）区域整合——北京、武汉、重庆等地的商业龙头进行资产整合。结合 2004 年的商业航母计划，我们预期下表中的几家公司存在资产整合的可能；

表 2：存在整合预期的区域龙头商业零售企业

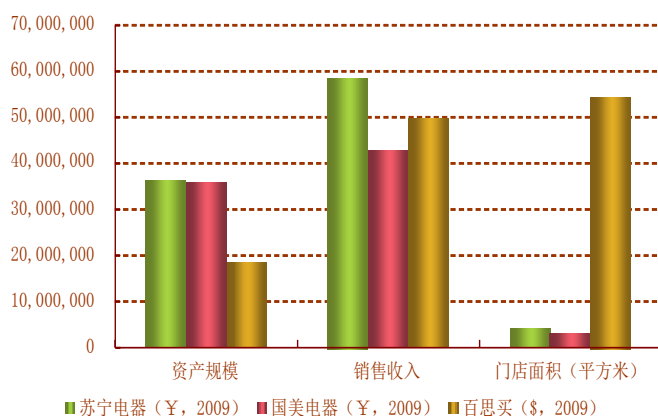
名称	大股东名称	大股东持股比例 (%)
武汉中商	武汉商联(集团)股份有限公司	41.99
武汉中百	武汉商联(集团)股份有限公司	10.16

鄂武商A	武汉商联(集团)股份有限公司	18.42
重庆百货	重庆商社(集团)有限公司 ¹	45.42
王府井	北京王府井国际商业发展有限公司	47.17
华联综超	北京华联集团投资控股有限公司	22.78
华联股份	北京华联集团投资控股有限公司	39.48

数据来源：南京证券研究所

(2) 苏宁电器、国美电器等家电、消费电子连锁巨头的加速扩张。与国际巨型家电连锁公司相比，苏宁电器和国美电器还存在较为明显的差距。基于我们对百思买和苏宁电器在美国和中国的市场空间对比，我们认为苏宁电器和国美电器具有较大的发展空间。

图 13：国内外电器连锁巨头的差距



数据来源：南京证券研究所

表 3：苏宁电器门店分布和单店覆盖人口

	人口 (万)	门店 (家)	单店覆盖人口 (万人)
华东地区	38,486.46	433	88.88
东北地区	10,884.55	77	141.36
华中地区	21,613.00	85	254.27
华南地区	15,358.07	176	87.26
华北地区	15,866.99	144	110.19
西南地区	19,703.03	112	175.92
西北地区	9,748.59	48	203.10

数据来源：南京证券研究所

¹ 控股重庆三和新农超市以及重庆商社新世纪百货公司

表 4：百思买（美国）门店分布和单店覆盖人口

	State	人口（百万）	百思买门店	单店覆盖人口（万人）
0	United States	307.01	1069	28.72
1	Alabama	4.71	15	31.40
2	Alaska	0.70	2	35.00
4	Arizona	6.60	27	24.44
5	Arkansas	2.89	9	32.11
6	California	36.96	123	30.05
8	Colorado	5.02	22	22.82
9	Connecticut	3.52	12	29.33
10	Delaware	0.89	4	22.25
11	District of Columbia	0.60	2	30.00
12	Florida	18.54	65	28.52
13	Georgia	9.83	30	32.77
15	Hawaii	1.30	2	65.00
16	Idaho	1.55	5	31.00
17	Illinois	12.91	58	22.26
18	Indiana	6.42	20	32.10
19	Iowa	3.01	13	23.15
20	Kansas	2.82	9	31.33
21	Kentucky	4.31	9	47.89
22	Louisiana	4.49	15	29.93
23	Maine	1.32	6	22.00
24	Maryland	5.70	23	24.78
25	Massachusetts	6.59	28	23.54
26	Michigan	9.97	32	31.16
27	Minnesota	5.27	28	18.82
28	Mississippi	2.95	8	36.88
29	Missouri	5.99	22	27.23
30	Montana	0.97	3	32.33
31	Nebraska	1.80	6	30.00
32	Nevada	2.64	10	26.40
33	New Hampshire	1.32	6	22.00
34	New Jersey	8.71	26	33.50
35	New Mexico	2.01	5	40.20
36	New York	19.54	51	38.31
37	North Carolina	9.38	34	27.59
38	North Dakota	0.65	4	16.25
39	Ohio	11.54	39	29.59
40	Oklahoma	3.69	11	33.55
41	Oregon	3.83	10	38.30

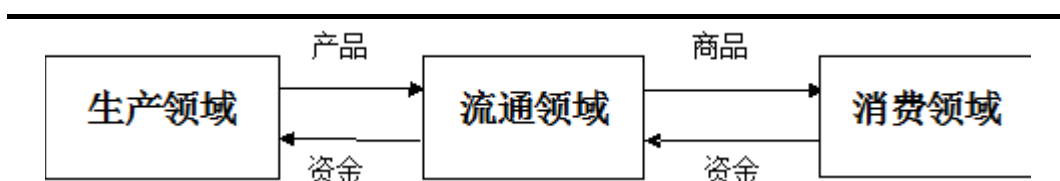
42	Pennsylvania	12.60	36	35.00
44	Rhode Island	1.05	2	52.50
45	South Carolina	4.56	14	32.57
46	South Dakota	0.81	2	40.50
47	Tennessee	6.30	16	39.38
48	Texas	24.78	105	23.60
49	Utah	2.78	10	27.80
50	Vermont	0.62	1	62.00
51	Virginia	7.88	35	22.51
53	Washington	6.66	20	33.30
54	West Virginia	1.82	4	45.50
55	Wisconsin	5.65	24	23.54
56	Wyoming	0.54	1	54.00

数据来源：南京证券研究所

3，理论上，加息对流通企业的经营发展形成直接的压力；在未来货币紧缩环境下，企业资金可得性以及资金成本将迫使商业流通企业提高运营效率。

3.1，国内通胀压力下货币环境可能继续趋紧，资金可能成为流通企业发展的瓶颈。对流通企业而言，商业活动的本质是物流与资金流的更替。当资金紧张时，流通企业为了防止资金链断裂，必须在一定时间内在加快物流和资金流速度与保持盈利水平之间平衡，以发挥资金的最大效率。我们认为在未来的较长时间内，那些得到资金支持的商业流通企业可能迎接更好的发展机遇。

图 14：流通企业的运营机理



数据来源：南京证券研究所

3.2，国内货币成本低廉的时代逐渐远去，特别在通胀压力的经济环境下，货币利率水平将高企。自 2010 年 10 月 26 日央行首次加息，短短四个月已经加息 3 次。我们预计央行的加息进程还在继续中，因此，对于带息负债经营的流通企业而言，进一步做大资产规模只有两个途径：（1）在进一步加息之前获得廉价的资本；（2）在保持盈利最大化的基础上提高资金利用效率。

表 5：加息通道已经开启

上调时间	存款基准利率			贷款基准利率		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2011年2月9日	2.75%	3.00%	0.25%	5.81%	6.06%	0.25%
2010年12月26日	2.50%	2.75%	0.25%	5.56%	5.81%	0.25%
2010年10月20日	2.25%	2.50%	0.25%	5.31%	5.56%	0.25%
2008年12月23日	2.52%	2.25%	-0.27%	5.58%	5.31%	-0.27%
2008年11月27日	3.60%	2.52%	-1.08%	6.66%	5.58%	-1.08%
2008年10月30日	3.87%	3.60%	-0.27%	6.93%	6.66%	-0.27%
2008年10月9日	4.14%	3.87%	-0.27%	7.20%	6.93%	-0.27%
2008年9月16日	4.14%	4.14%	0.00%	7.47%	7.20%	-0.27%
2007年12月21日	3.87%	4.14%	0.27%	7.29%	7.47%	0.18%
2007年9月15日	3.60%	3.87%	0.27%	7.02%	7.29%	0.27%
2007年8月22日	3.33%	3.60%	0.27%	6.84%	7.02%	0.18%
2007年7月21日	3.06%	3.33%	0.27%	6.57%	6.84%	0.27%
2007年5月19日	2.79%	3.06%	0.27%	6.39%	6.57%	0.18%
2007年3月18日	2.52%	2.79%	0.27%	6.12%	6.39%	0.27%
2006年8月19日	2.25%	2.52%	0.27%	5.85%	6.12%	0.27%
2006年4月28日	2.25%	2.25%	0.00%	5.58%	5.85%	0.27%
2004年10月29日	1.98%	2.25%	0.27%	5.31%	5.58%	0.27%
2002年2月21日	2.25%	1.98%	-0.27%	5.85%	5.31%	-0.54%

数据来源：南京证券研究所

由于国内加息的同时，存款准备金率也在加速上调，央行的信贷资金随之受到限制。因此，我们很难认同第一条路径的可行性。

表 6：准备金率创历史新高，银行信贷资金趋紧张

公布时间	大型金融机构			中小金融机构		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
2011年2月18日	19.00%	19.50%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%

2011年1月14日	18.50%	19.00%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%
2010年12月10日	18.00%	18.50%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%
2010年11月19日	17.50%	18.00%	0.50%	14.00%	14.50%	0.50%
2010年11月9日	17.00%	17.50%	0.50%	13.50%	14.00%	0.50%
2010年5月2日	16.50%	17.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%
2010年2月12日	16.00%	16.50%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%
2010年1月12日	15.50%	16.00%	0.50%	13.50%	13.50%	0.00%
2008年12月22日	16.00%	15.50%	-0.50%	14.00%	13.50%	-0.50%
2008年11月26日	17.00%	16.00%	-1.00%	16.00%	14.00%	-2.00%
2008年10月8日	17.50%	17.00%	-0.50%	16.50%	16.00%	-0.50%
2008年9月15日	17.50%	17.50%	0.00%	17.50%	16.50%	-1.00%
2008年6月7日	16.50%	17.50%	1.00%	16.50%	17.50%	1.00%
2008年5月12日	16.00%	16.50%	0.50%	16.00%	16.50%	0.50%
2008年4月16日	15.50%	16.00%	0.50%	15.50%	16.00%	0.50%
2008年3月18日	15.00%	15.50%	0.50%	15.00%	15.50%	0.50%
2008年1月16日	14.50%	15.00%	0.50%	14.50%	15.00%	0.50%
2007年12月8日	13.50%	14.50%	1.00%	13.50%	14.50%	1.00%
2007年11月10日	13.00%	13.50%	0.50%	13.00%	13.50%	0.50%
2007年10月13日	12.50%	13.00%	0.50%	12.50%	13.00%	0.50%
2007年9月6日	12.00%	12.50%	0.50%	12.00%	12.50%	0.50%
2007年7月30日	11.50%	12.00%	0.50%	11.50%	12.00%	0.50%
2007年5月18日	11.00%	11.50%	0.50%	11.00%	11.50%	0.50%
2007年4月29日	10.50%	11.00%	0.50%	10.50%	11.00%	0.50%
2007年4月5日	10.00%	10.50%	0.50%	10.00%	10.50%	0.50%
2007年2月16日	9.50%	10.00%	0.50%	9.50%	10.00%	0.50%
2007年1月5日	9.00%	9.50%	0.50%	9.00%	9.50%	0.50%

数据来源：南京证券研究所

针对我们以上的判断，我们以近期宏图高科和武汉中百的短期融资券发行后的股市场表现来侧面印证。自宏图高科 2011-1-25 发行短期融资券至 2011-2-25 日收盘，

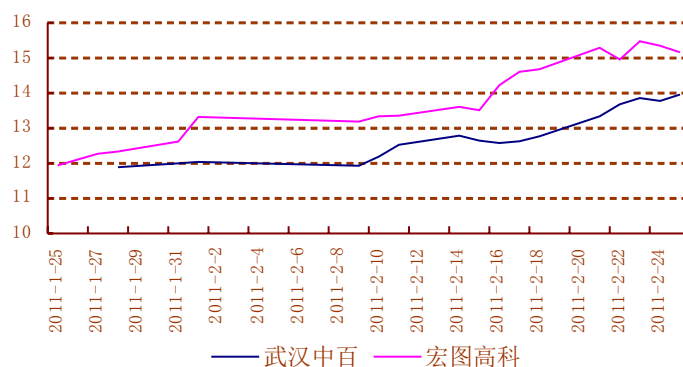
公司股价累计上涨 26.97%，同期 Wind 零售指数累计上涨 10.01%；自武汉中百 2011-1-28 发行短期融资券至 2011-2-25 日收盘，公司股价累计上涨 17.4%，同期 Wind 零售指数累计上涨 5.65%。市场的以上表现，或许告诉我们未来的资金绝对不会那么便宜了。

表 7：宏图高科和武汉中百获取低成本资金

	发行日期	期限（天）	利率	面值（元）	发行金额（亿元）
宏图高科	2011-1-25	365	5%	100	4
武汉中百	2011-1-28	365	4.90%	100	5

数据来源：南京证券研究所

图 15：二级市场的表现侧面印证资金成本增加预期



数据来源：南京证券研究所

与第一条路径相比，我们更加倾向于认为第二条路径可能是未来商业零售企业的发展方向。因此，我们看好具备较强资本和流动资产管理能力且估值相对便宜的公司，推荐广州友谊、武汉中百、百联股份、新华百货、大连友谊、大厦股份、友阿股份以及天虹商场等。

图 16: 营业周期和 ROIC 优于行业中值的公司

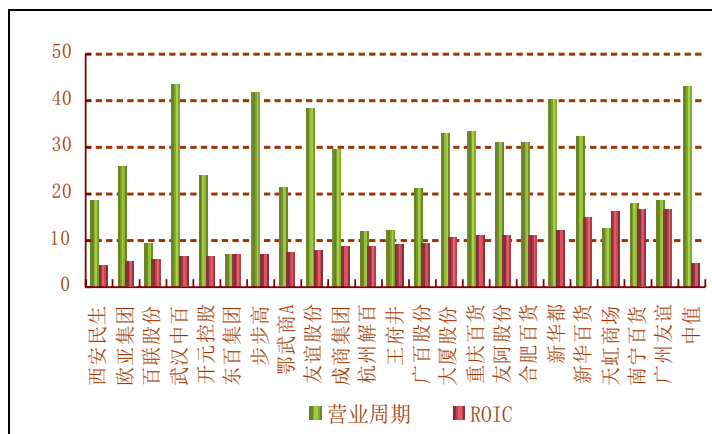
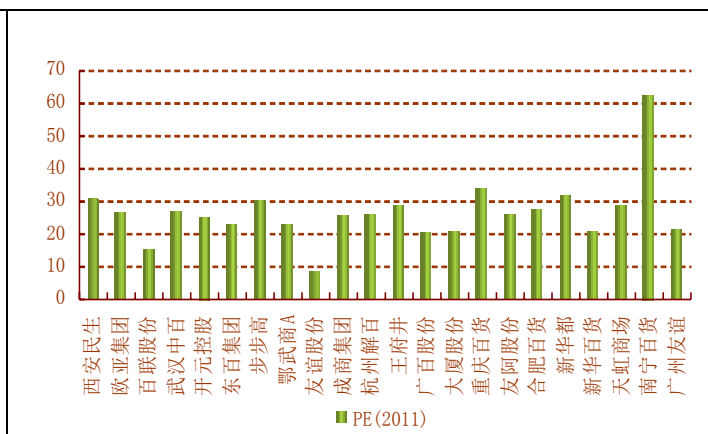


图 17: 公司 2011 年估值



数据来源：南京证券研究所

4、商业零售企业的资本和资产管理能力主要体现在资产运营效率和盈利能力的平衡上。我们认为在劳动力成本和物业租金价格双启的宏观背景下，企业需要加快流动资产的运转，适当加大物业自有化程度，环节成本压力，保持盈利水平。

这种资本和资产管理能力在以下两个宏观背景下显得更为重要：（1）劳动力成本上升。根据国家统计局的调查，国内中西部外出务工人员工资年均增速在 16%+，东部略低，为 11%左右。对于商业零售企业而言，劳动力成本多数计入销售费用中，因此销售费用率可在一定程度上反映劳动力成本对公司的负担。我们统计了 2001-2010 第三季度的 A 股商业零售公司销售费用率，销售费用率呈现总体攀升的趋势。商业零售业属于劳动密集型产业，劳动力成本的上升迫使企业提高运营效率，缩短营业周期。

图 18: A 股零售行业销售费用率

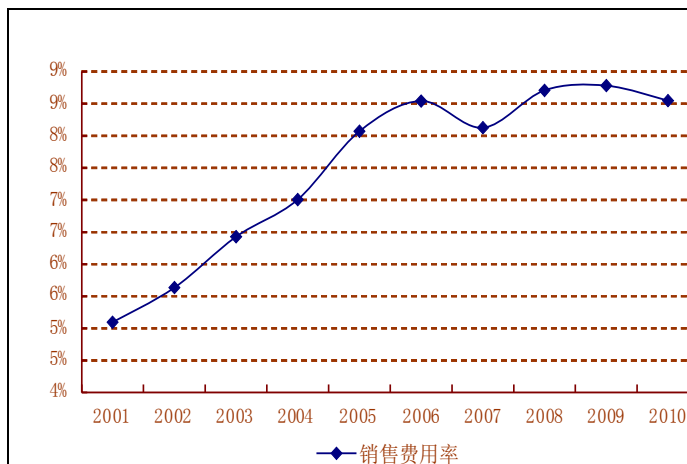
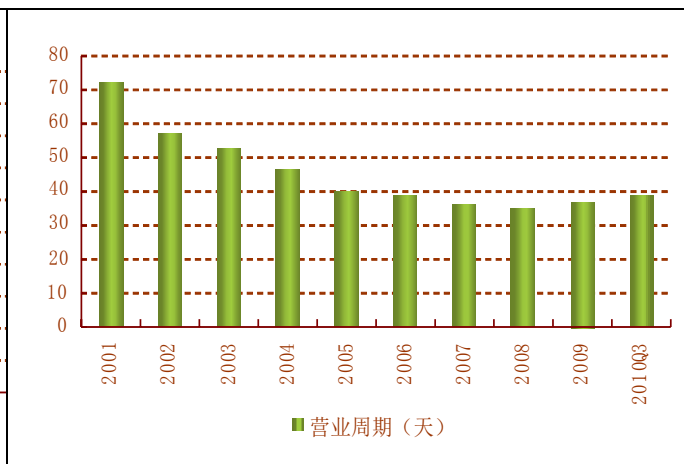


图 19: A 股商业零售公司中值



数据来源：南京证券研究所

（2）国家严厉调控房地产市场。2010 年是国家调控房地产最为严厉的一年，全年出

台相关税收、土地、信贷、货币以及行业规范政策 27 条左右，全面限制房地产市场的泡沫化。

表 8：2010 至今房地产调控手段

时间	政策重点内容	政策类型
2010-1-10	严格二套房贷款管理，首付不得低于40%，加大房地产贷款窗口指导，对二套房不再区分改善型和非改善型，一概执行40%首付；明确要求央行及银监会要加大对金融机构房地产贷款业务的监督管理和窗口指导；加强监控跨境投融资活动，防境外“热钱”冲击中国市场。	信贷
2010-1-21	申报住宅用地的，经济适用住房、廉租住房和中低价位、中小套型普通商品住房用地占住宅用地的比例不得低于70%	土地
2010-3-10	“开发商竞买保证金最少两成”、“1月内付清地价50%”等19条土地调控政策	土地
2010-3-12	今年3月至7月在全国开展对房地产用地突出问题的专项检查，本次调查重点针对擅自改变房地产用地用途、违规供应土地建设别墅以及囤地炒地等问题	土地
2010-3-18	78家不以房地产为主业的中央企业加快调整重组，在完成自有土地开发和已实施项目后要退出房地产业务，并在15个工作日内制订有序退出的方案	行政
2010-3-22	在今年住房和保障性住房用地供应计划没有编制公布前，各地不得出让住房用地；将在房价上涨过快的城市开展土地出让招拍挂制度完善试点；各地要明确并适当增加土地供应总量；房价上涨过快、过高的城市，要严控向大套型住房建设供地	土地
2010-4-2	对两个或两个以上个人共同购买90平方米及以下普通住房，其中一人或多人已有购房记录的，该套房产的共同购买人均不适用首次购买普通住房的契税优惠政策	税收
2010-4-15	国务院要求对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于50%，贷款利率不得低于基准利率的1.1倍，对购买首套住房且套型建筑面积在90平方米以上的家庭，贷款首	信贷
2010-4-15	国土资源部公布2010年住房供地计划，今年拟计划供应住房用地总量同比增长逾130%，其中中小套型商品房将占四成多，超过去年全国实际住房用地总量。	土地
2010-4-18	国务院发布通知指出，商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供一年以上当地纳税证明	信贷
2010-6-4	住房和城乡建设部等三部委通知称，商业性个人住房贷款中居民家庭住房套数，应以拟购房家庭（含借款人、配偶及未成年子女）成员名下实际拥有的成套住房数量进行认定	行政

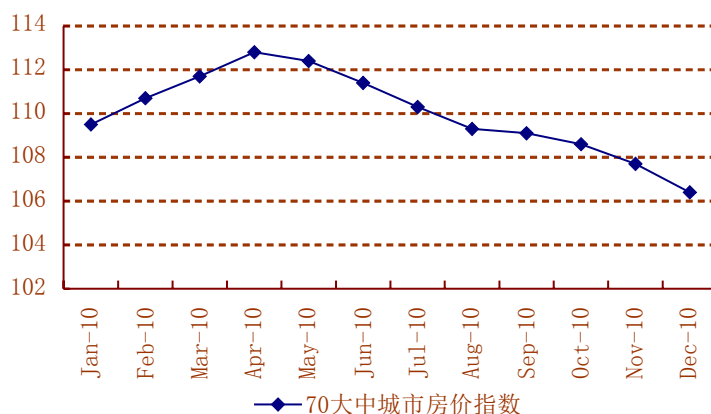
2010-9-27	中国国土资源部称，将严格土地竞买人资格审查，土地闲置一年以上竞买人及其控股股	土地
2010-9-29	国家有关部委要求在房价过高、上涨过快、供应紧张的城市，要在一定时间内限定居民家庭购房套数。完善差别化的住房信贷政策，对贷款购买商品住房，首付款比例调整到30%及以上；各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款，要加强对消费性贷款的管理，禁止用于购买住房；切实增加住房有效供给	信贷
2010-10-19	中国人民银行宣布，自20日起，金融机构一年期存款基准利率上调0.25个百分点，由现行的2.25%提高到2.50%；一年期贷款基准利率上调0.25个百分点，由现行的5.31%提高到5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整	货币
2010-11-3	住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行、银监会联合印发《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》。公积金新政强调，第二套住房公积金个人住房贷款利率不得低于同期首套住房公积金个人住房贷款利率的1.1倍，首付款比例不得低于50%，严禁使用住房公积金个人住房贷款进行投机性购房，并停止向购买第三套及以上住	信贷
2010-11-15	住房和城乡建设部和国家外汇管理局发布通知，进一步规范境外机构和个人购房管理，要求境外个人在境内只能购买一套用于自住的住房。	行政
2010-12-25	住房和城乡建设部宣布，于26日起，五年期以下（含五年）及五年期以上个人住房公积	信贷
2011-1-14	从2011年1月20日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。	货币
2011-1-25	住房和城乡建设部等部门联合出台的《房地产经纪管理办法》落实国务院关于加强房地产市场调控的重要举措，整顿房地产市场秩序，规范房地产经纪行为，保护房地产交易及	行业 规范
2011-1-26	国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作的有关问题的通知》，要求将第二套房的房贷首付从原来的不低于50%改为不低于60%。同时要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施。截至2月22日晚，已有北京、上海、天津、青岛、南京、成都、南宁、太原、贵阳、哈尔滨、石家庄、武汉等16个城市出台了相关细则	信贷
2011-1-27	财政部公布了《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，规定个人将购买不足5年的住房对外销售的，将全部征收营业税	税收
2011-1-28	上海和重庆正式实施房产税，深圳宣布成为第三个房产税试点城市	税收
2011-2-8	中国人民银行决定，自2011年2月9日其上调金融机构人民币存贷款基准利率0.25个百	信贷
2011-2-9	住房和城乡建设部发布《关于调整住房公积金存款利率的通知》，要求从2011年2月9日起，上调个人住房公积金贷款利率。五年期以上个人住房公积金贷款利率上调0.20个	信贷

	百分点。五年期以下（含五年）个人住房公积金贷款利率上调0.25个百分点。	
2011-2-18	中国人民银行宣布，将于24日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。	货币

数据来源：南京证券研究所

从国家统计局的数据统计看，2010年下半年，房价上涨势头得到了一定的遏制。我们预计为中短期内房价上涨的空间仍然不大，长期看，本次调控可能是房地产市场由资本利得的投机性市场走向租金利得的投资性市场的转折点。换言之，房价涨幅空间有限，房租开始快速上涨。

图 20：房价上涨将逐渐得到有效遏制



数据来源：南京证券研究所

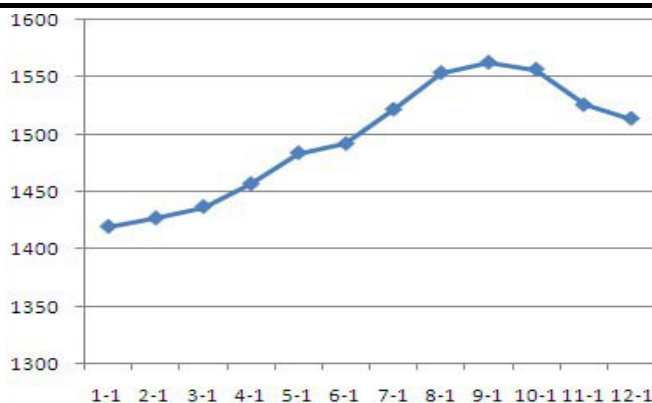
根据各地公开资料显示，2011年1-2月，各地的租房价格出现了较为明显的上涨。来自北京房地产交易管理网的网签数据显示，2月上半月北京全市租金均价为2965元/月/套，与1月上半月2811元/月/套相比，上涨了5.48%，与去年2月同期的2608元/月/套相比，大幅上涨了13.69%。

广州和南宁方面，但今年这些备受青睐的小户型电梯楼在春节过后短短一个多星期内，租金就大幅上调了将近20%，而且盘源还比较紧张。另据盛世管家内部资料显示，截至2月15日，杭州房屋平均月租金为2500元/套，较之1月份的2400元上涨了约4%。

据21世纪不动产上海区域市场中心对16个板块的标杆楼盘监测，发现目前六至七成房源租金上涨了5%-10%。浦东北蔡板块的锦绣华城，全装修92平方米中等户型和140平方米大户型，月租金在1月中旬已分别涨至3700元/月与5000元/月左右，

而去年 12 月初，上述房源月租金还分别只是 3500 元和 4750 元，一个多月涨幅就达到了 5.71%和 5.26%；普陀长寿板块的中远两湾城 62 平方米户型的租金，也从去年 12 月初的 3800 元/月涨至今年 2 月的 4200 元/月，涨幅达到 10.53%。中国指数研究院最新数据也表明，2010 年上海租房指数为 1514 点，2009 年同期上海租房价格指数为 1424 点，同比上涨 6.32%。

图 21：2010 年上海租房价格指数



数据来源：中国指数研究院、南京证券研究所

对商业零售企业而言，房租的上涨或许是件利好也或许是利空，这要看商业零售企业的物业性质。我们认为在财务允许的前提下，那些具备前瞻性眼光的商业零售企业会选择更多的自建物业。苏宁电器将在上海规划建设 25 个自建店，其中市区 17 个，包括南京东路、南京西路、八佰伴、淮海中路、中山公园、徐家汇等黄金地段，另外 8 个覆盖郊区。上海苏宁还计划首批百亿投资，规划未来三年自建 10 家苏宁电器广场。我们认为苏宁电器的重资产经营不是偶然，事实上，数据显示国美电器在 2005 年后就进入相对重资产经营状态。

图 22：苏宁电器固定资产周转率

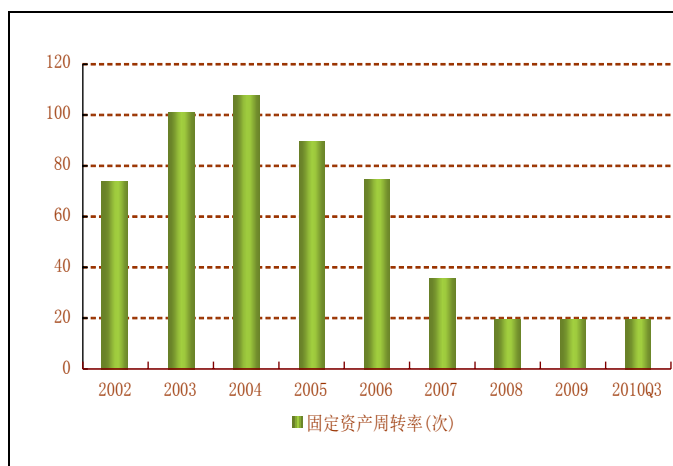
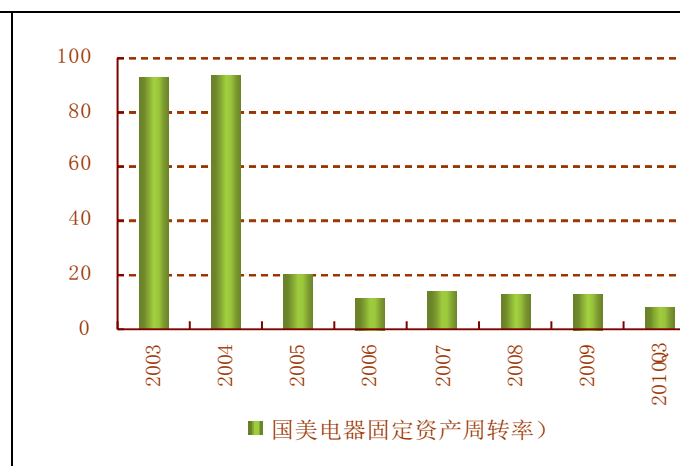


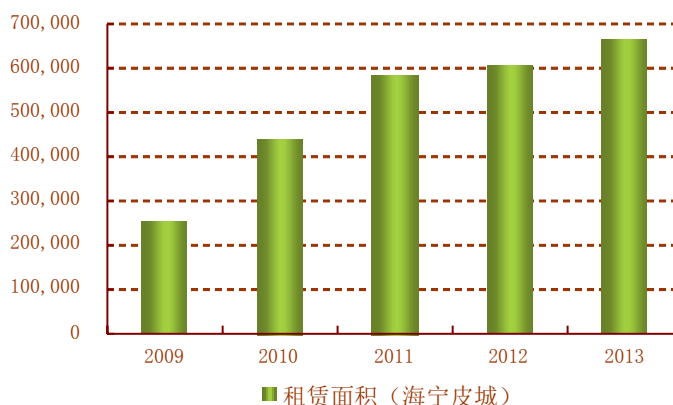
图 23：国美电器固定资产周转率



数据来源：南京证券研究所

因此，我们预测随着房地产市场的调控，租金价格快速提升时代即将到来，商业零售企业的物业成本规避诉求可能导致部分企业选择重资产经营，以缓解可能到来的物业成本压力。另外，我们看好商业物业经营公司未来的成长空间，特别推荐海宁皮城。公司立足于某一特定产业，成为领军该产业发展的核心力量，可充分受益产业发展的利益。²

图 24：海宁皮城物业租赁面积



数据来源：南京证券研究所

表 9：商业物业经营公司估值

	P	EPS			PE		
公司	2011/2/28	2010	2011	2012	2010	2011	2012
大连友谊	14.27	1.04	1.31	1.71	13.67	10.90	8.34
华联股份	8.31	0.20	0.08	0.21	41.30	101.96	39.67
海宁皮城	50.50	0.95	1.85	2.33	53.16	27.30	21.67
香江控股	5.17		0.63	0.94	——	8.26	5.50
小商品城	31.99	0.72	1.29	1.86	44.45	24.82	17.20
京投银泰	6.78	0.34	0.45	0.66	20.09	14.95	10.34
轻纺城	9.50	0.05	0.15	0.17	205.18	64.28	55.07
益民集团	7.30		0.19	0.22	——	38.73	33.39

数据来源：南京证券研究

² 相关报告：海宁皮城（002344）：新项目有望助明年业绩翻番 盈利模式可复制性支撑高估值；海宁皮城（002344）：新项目增加估值安全边际 投资价值已经显现

南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。