

2011-03-07

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

商贸零售

等待戈多

增持/维持评级

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.htlhsc.com.cn

赖宇鸥

(0755)8212 5076

laiyo@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《线上线下，硝烟渐起》

2010/11/02

《掘金价值洼地，谁是神火之盗》

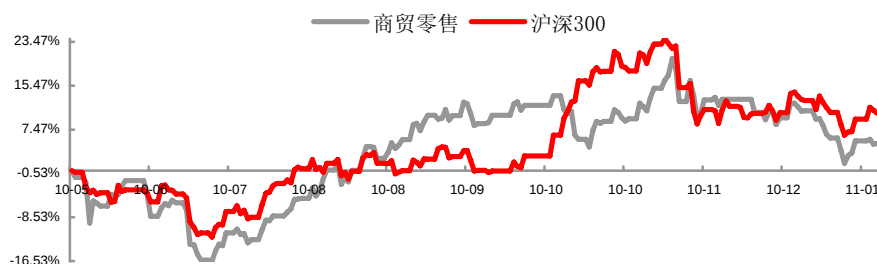
2010/05/31

《黑马、斑马与白马》

2010/03/26

- 我们近期基本完成了对主要上市公司的调研以及三地基金的路演，此篇报告将我们调研&路演的一些信息反馈给投资者。
- 资本市场对行业发展阶段、新业态冲击等问题的过度悲观使得行业二级市场估值处于历史低位；但在行业竞争加剧、制度变革深化的关键时点，许多零售公司对资本市场诉求加强、资本运作事件频现、业绩释放动力加强。我们建议投资者战胜恐惧，坚定看多零售，享受业绩增长带来的绝对收益。
- 网购对传统零售的冲击毋庸置疑，但受限于消费体验缺失和物流短板，我们认为其对实体店冲击依次为家电连锁、中低端服装连锁、百货和超市，因而对全业态的担忧并不足取；即便是受冲击最大的家电连锁行业，苏宁电器依托线下店网和多年物流体现的建设，开拓线上“苏宁易购”，我们认可这一战略，看好线上业务的发展前景。
- 为了规避长期物业成本上升对净利润的吞噬，绝大多数零售企业开始谋求业态创新、发展商业地产，从万达三代商业模式的案例来看，商业经营越成功的企业、开发商业地产成功率越高、未来越能通过这一新业态规避租金压力、发掘新的利润源泉。
- 出于对快速扩张以及破除制度束缚的要求，2011 年零售公司无论从公布融资方案数以及融资金额都创历史新高，历史上零售公司一旦进行资本运作，常伴随着牛股的诞生，我们相信 2011 年行业不缺催化剂，制度红利将成为未来几年投资者从零售公司获得回报的主要源泉。
- 我们重点推荐王府井、大商股份、重庆百货、苏宁电器、天虹商场、百联系、新西单等大市值个股；此外前期推荐的南京中商、合肥百货、欧亚集团、成商集团、鄂武商等中小市值&斑马股&区域龙头也值得关注；而 CPI 高涨有望带来超市行业个股如步步高、华联综超、永辉超市、武汉中百等的主题投资机会。
- 风险提示：恶性通胀对消费者需求的抑制；政策限制下零售公司融资进度低于预期。

最近 52 周行业表现



目 录

投资聚焦	5
悲观预期与过度调整下的投资机会	6
市场过度悲观，低位估值鲜见.....	6
业绩稳健增长，投资机会凸显.....	8
网络零售与租金压力“虽忧不足惧”	9
网络零售，《线上线下硝烟渐起》	9
租金压力，《一半海水一半火焰》	15
制度变革与产业整合下“绯闻兑现”	18
制度变革深化，释放体制红利.....	18
行业整合提速，兼并收购升级.....	19
资本运作不断，行业大戏不停.....	20
黑马、斑马与白马	22
风险提示	24

图表目录

图 1:	2004-2010 年百货行业估值以 30 倍为中轴, 在 20-40 倍区间内波动	6
图 2:	04-10 年超市行业以 35 倍为估值中枢	6
图 3:	04-10 年家电连锁行业以 27 倍为估值中枢	6
图 4:	2010 年百货行业动态估值以 32 倍为中轴, 在 28-39 倍之间波动	7
图 5:	09 年下半年至今, 相对零售板块其他消费类子行业估值溢价率比较	7
图 6:	零售行业净利润增速与股价涨幅	8
图 7:	百货行业净利润增速与股价涨幅	8
图 8:	超市行业净利润增速与股价涨幅	8
图 9:	其他连锁行业净利润增速与股价涨幅	8
图 10:	全美网络零售份额逐年线性提升	10
图 11:	中国网络零售份额逐年指数增长	10
图 12:	2010 年中国网上零售公司市场份额占有率	10
图 13:	中国网购消费力十大城市占比	11
图 14:	中国网点卖家十大城市占比	11
图 15:	2009 年国内 B2C 市场各细分品类销售份额	11
图 16:	存货周转天数比较	12
图 17:	应付账款周转天数比较	12
图 18:	百思买与亚马逊的市场推广支出占费用比例	12
图 19:	亚马逊的研发支出规模	12
图 20:	百思买年报及季度业绩交流会上对其线上业务的描述	13
图 21:	百思买与亚马逊的物流配送中心面积比较 (square foot)	14
图 22:	09 年百货公司营业面积及其中自有物业占比	15
图 23:	百货公司租金收入占比历史变化	15
图 24:	宝龙各类地产与万科的楼面地价/对应售价 (土地成本率) 比较	16
图 25:	CapitaMall 各业态租金和面积占比	16
图 26:	CapitaRetail China 各业态租金和面积占比	16
图 27:	万达商业模式变化	17
图 28:	万达收入大致结构	18
图 29:	万达城市综合体面积大致结构	18
图 30:	2009 年 AH 股公司净利率水平比较	19
图 31:	2009 年 AH 股零售公司人工成本比较	19
图 32:	2000-2011E 年融资公司数	21
图 33:	2000-2011E 年融资额 (百万元)	21
图 34:	09 年合肥百货阶段性牛市	21
图 35:	10 年上半年鄂武商&通程控股阶段性牛市	21
图 36:	10 年下半年王府井阶段性牛市	22
图 37:	10 年友好集团阶段性牛市	22
图 38:	主要零售公司预收账款比例 (剔除房地产预收)	23
图 39:	主要零售公司存货周转天数 (剔除房地产影响)	23
图 40:	主要零售上市公司店龄结构表	23

表格 1: 04-10 各年百货行业动态 PE 估值变化.....	9
表格 2: 2010 年以来部分产业资本增持案例.....	9
表格 3: 2010 年国内 B2C 市场销售额排名前八的网站.....	11
表格 4: 国内部分传统零售商开办的网上商城（截至 2010 年 5 月底）.....	14
表格 5: 零售地产商加快发展.....	16
表格 6: 万达商业地产三个阶段的业态变化.....	17
表格 7: 近年来零售上市公司制度变革案例.....	19
表格 8: 2010 年以来我国零售行业部分收购案例.....	20
表格 9: 2011 年有明确融资计划的公司（已通过股东大会，待实施）.....	21
表格 10: 重点关注的区域经济发展规划方案.....	23

投资聚焦

2010 年被寄予极高预期的零售行业最终给出了中规中矩的业绩增长，不禁让热情高涨的二级市场稍显阑珊，而来自租金和人力等成本端上涨的压力以及新兴业态的冲击更加剧了投资者对行业的悲观情绪，致使行业出现了近 4 个月的深度调整。

与资本市场悲观成鲜明对比的是产业资本的乐观情绪：体制破冰的推进将成为行业未来多年发展的重大利好，这在王府井、大商、重百、百联等公司上均将有所体现；优秀的零售公司将成行业整合领导者和业态创新的载体，如易购之于苏宁、如商业地产之于百联等。包括王府井、步步高、欧亚等公司大股东、高管的连续增持是其对行业前景看好的例证。

在制度变革和产业整合的过程中，产业资本对资本市场诉求的大大增加，零售行业有望迎来新一轮融资潮。在融资预期的推动下，2011 年行业注定不缺乏催化剂，公司业绩释放动力充足，从而使投资者获取丰厚的投资回报。

作为业绩成长极其稳定的行业，对零售板块的过度悲观（如 2009 年的市场）或过度乐观（如 2010 年的市场）都会犯错。目前零售行业无论是绝对估值、相对沪深 300、相对大消费其他子行业（医药、食品饮料、纺织服装等）估值，都处于历史底部区域，充分反映了市场对行业前景的担忧。我们认为过度回调下的零售板块已经极具投资价值。

我们重点推荐王府井、大商股份、重庆百货、苏宁电器、天虹商场、百联系、新西单等大市值个股；此外前期推荐的南京中商、合肥百货、欧亚集团、成商集团、鄂武商等中小市值&斑马股&区域龙头也值得关注；而 CPI 高涨有望带来超市行业个股如步步高、华联综超、永辉超市、武汉中百等的主题投资机会。

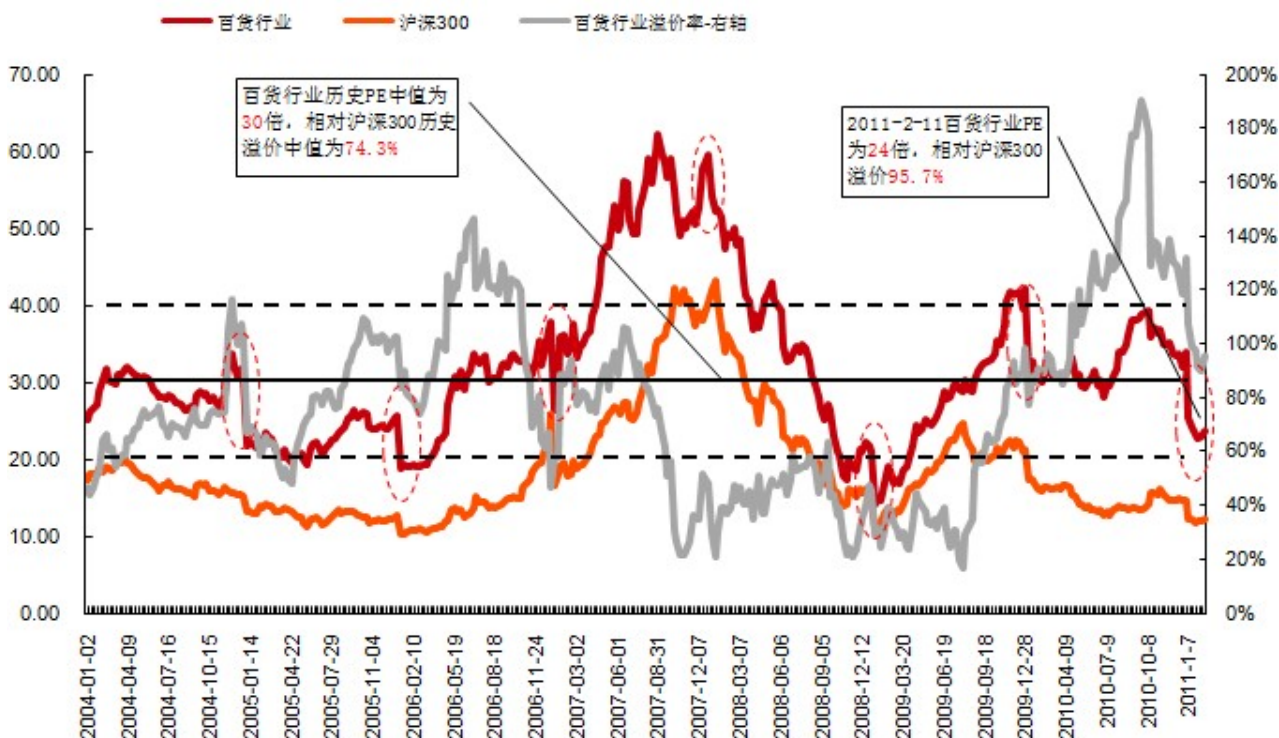
悲观预期与过度调整下的投资机会

市场过度悲观，低位估值鲜见

零售行业估值趋于有效，百货行业围绕 30 倍 PE 中枢波动

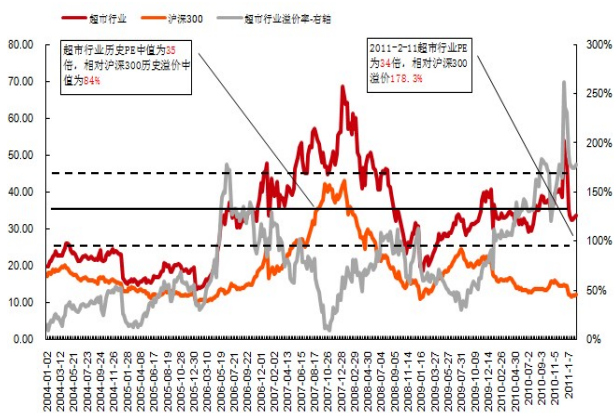
04 年以来，二级市场对零售行业的估值趋于有效。百货行业动态估值以 30 倍 PE 为中轴，在 20-40 倍的区间内波动；超市行业以 35 倍 PE 为中轴，在 25-45 倍的区间内波动；家电连锁行业以 27 倍 PE 为中轴，在 17-37 倍的区间内波动。

图 1： 2004-2010 年百货行业估值以 30 倍为中轴，在 20-40 倍区间内波动



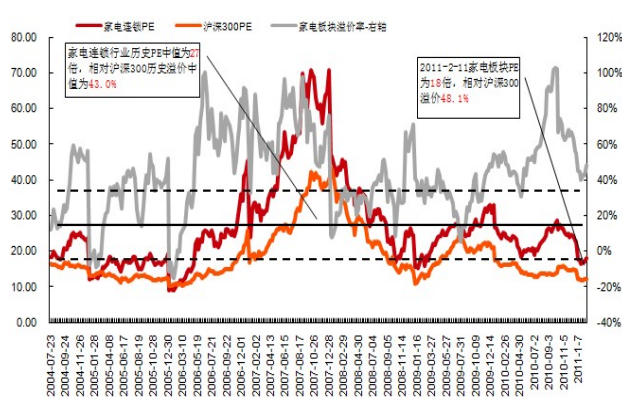
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所（07.4-08.3 极度乐观的大牛市和 08.10-09.4 极度悲观的大熊市除外）

图 2： 04-10 年超市行业以 35 倍为估值中枢



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

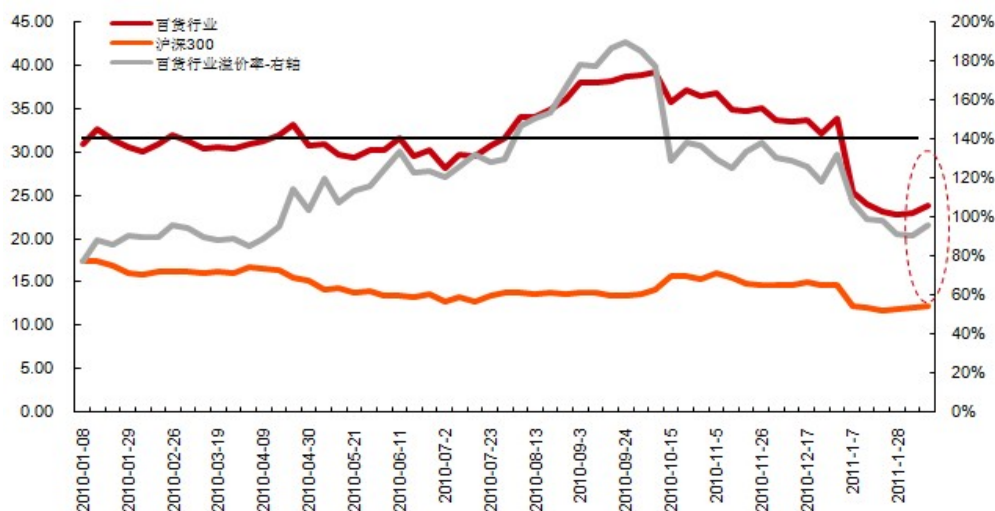
图 3： 04-10 年家电连锁行业以 27 倍为估值中枢



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

2010 年行业走势疲软，主要由于年初过度乐观的预期和年末过度悲观的情绪所致。以百货板块为例，板块动态 PE 在年初已经达到 31 倍，而全年实际净利润增速低于预期，引发投资者悲观情绪，估值一路下行。目前，以 2011 年业绩来测算，百货板块动态估值仅为 24 倍，超市 28 倍（含新上市的永辉超市为 34 倍），家电连锁 18 倍，均处于历史低位。

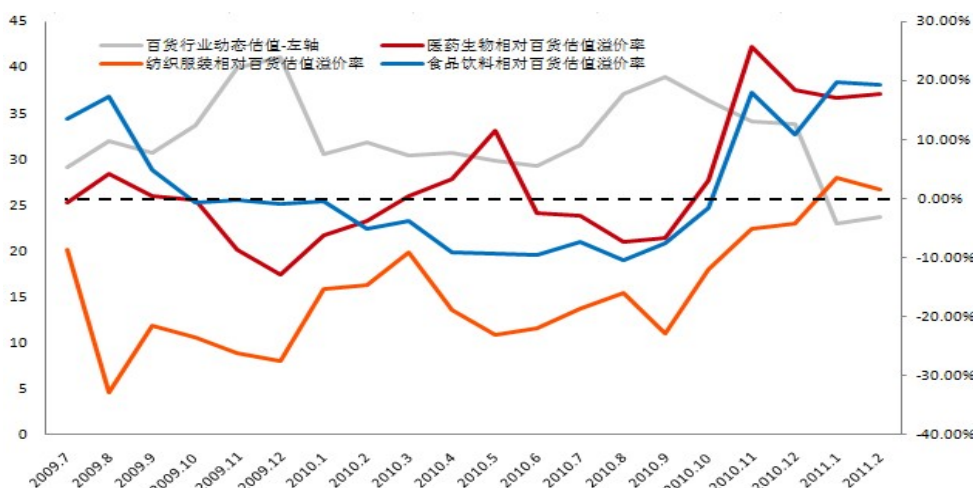
图 4： 2010 年百货行业动态估值以 32 倍为中轴，在 28-39 倍之间波动



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

而从相对估值角度比较大消费各个子行业的动态 PE，零售板块也是其中下调最深的板块。从 09 年下半年上一轮大消费牛市启动开始，其他各子行业相对零售百货的估值溢价率均有不同程度的提升。医药生物、纺织服装和食品饮料板块相对零售百货的动态估值溢价率分别从 09 年 7 月的 -0.6%、-8.7%、13.7% 上升至目前的 17.7%、1.6%、19.2%。

图 5： 09 年下半年至今，相对零售板块其他消费类子行业估值溢价率比较



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所（我们选取联合百货、SW 医药生物、SW 纺织服装和 SW 食品饮料自 2009 年 7 月至今的月度动态 PE，灰色为联合百货行业动态 PE 水平，红色、黄色、蓝色线分别为 SW 医药生物、SW 纺织服装和 SW 食品饮料相对联合百货的估值溢价率）

以 2011 年业绩为基准，目前百货行业动态估值水平为 24 倍 PE，处于历史低位

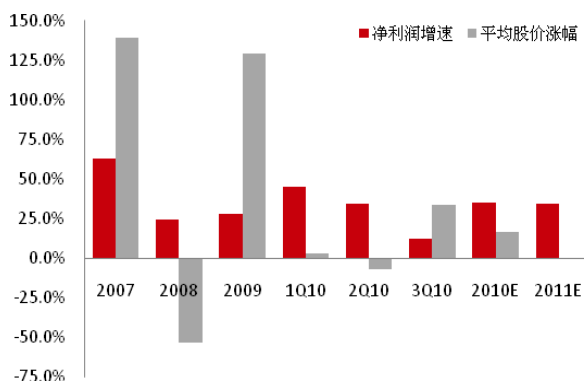
医药生物、纺织服装、食品饮料相对零售百货的估值溢价率提升，即从相对估值角度来看，零售百货调整最深

业绩稳健增长，投资机会凸显

零售行业连续 7 年净利润正增长，保证行业绝对收益

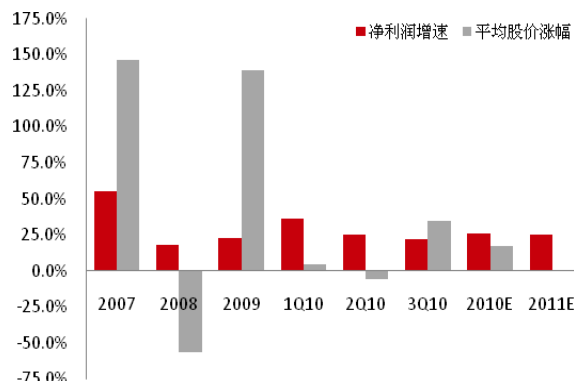
零售行业自 04 年至今净利润持续正增长，07-10 年行业净利润复合增长率 37%，其中百货板块复合增长率为 30%。在此业绩保证下，行业个股平均股价都有不俗的绝对收益（08 年大熊市除外）。根据近期十几家上市公司的密集调研反馈来看，我们预计今年行业基本面不会有太大变化，预计 2011 年零售行业净利润增速约 34%，百货板块 25%。

图 6： 零售行业净利润增速与股价涨幅



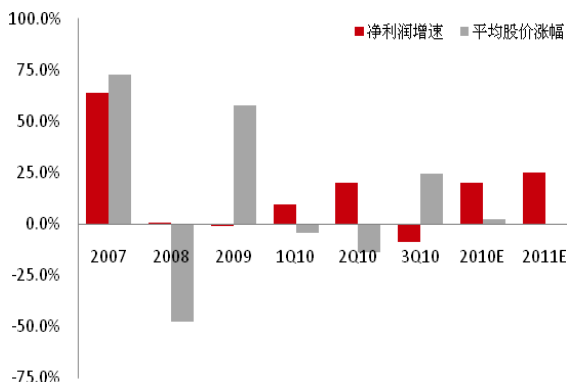
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 7： 百货行业净利润增速与股价涨幅



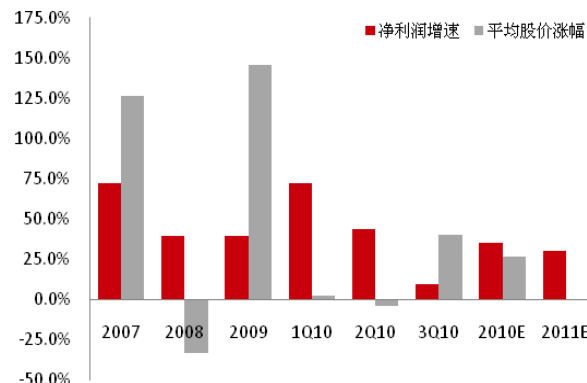
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： 超市行业净利润增速与股价涨幅



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： 其他连锁行业净利润增速与股价涨幅



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

从历史上百货板块年初和年末的动态估值水平比较来看，除 08 年外，每年年初动态 PE 均在 25 倍以下（含 25 倍），而全年行业估值水平均有不同幅度的提升。04-09 年（08 年除外）分别提升 24%、18%、100%、131%和 200%。换句话说，低位估值下零售行业全年多半能够取得不俗正收益。

表格 1：04-10 各年百货行业动态 PE 估值变化

PE	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
年初动态估值	25	22	19	26	54	14	31
年末动态估值	31	26	38	60	21	42	34
估值变化幅度	24%	18%	100%	131%	-61%	200%	10%
全年估值中轴	30	22	38	50	34	29	32

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

资本市场悲观减持 VS 产业资本乐观增持

尽管年初以来行业走势很弱，但我们却观察到一个非常有意思的现象。一方面是基金减持零售仓位 2.44%，而另一方面是包括上市公司大股东及管理层在内的产业资本持续增持公司股份。与资本市场持续抛售的悲观情绪形成鲜明对比的，是产业资本的乐观情绪及其对零售行业的长期看好（见表 2）。

表格 2：2010 年以来部分产业资本增持案例

公司名称	增持价格（区间）	说明
友阿股份	22.414 元/股	2011 年 1 月 25 日控股股东增持 40000 股，并计划未来 12 个月内增持不超过 2% 的股份
王府井	41.51 元/股	大股东以现金 12.37 亿元增持上市公司
华联综超	5.18 元/股	大股东及关联股东 12.996 亿元增持上市公司
步步高	22-26 元/股	大股东 2010 年 6 月至今先后增持公司 270 万股，占总股本的 1%
欧亚集团	24.88-27.3 元/股	公司董事及董事长 2010 年 10 月至今已以个人名义增持公司股份

资料来源：上市公司公告，交易所，华泰联合证券研究所

网络零售与租金压力“虽忧不足惧”

有关网络零售，请参阅我们的深度报告《线上线下硝烟渐起》及《苏宁电器：大白马也有春天》

网络零售，《线上线下硝烟渐起》

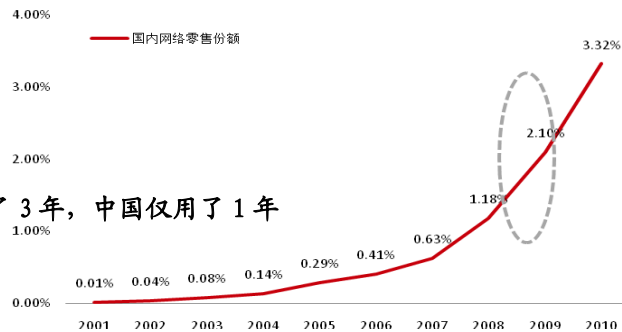
20 世纪 90 年代以来，随着互联网技术的发展，消费者对于网络购物的接受程度快速提升，从业态更迭、效率提升的角度来说，网络零售对传统零售业态的冲击是毋庸置疑的，网络零售占社会销售总额的份额逐年升高：无论是美国的线性增长，还是中国的指数增长，都是有利的佐证。但是，网购模式对传统实体店铺销售模式并不可能产生颠覆性的冲击，由于消费体验缺失以及物流配送方面的短板，网购只能在其适用的品类销售上大放异彩。

图 10: 全美网络零售份额逐年线性提升



资料来源: U.S. Census Bureau, 华泰联合证券研究所

图 11: 中国网络零售份额逐年指数增长



资料来源: CNNIC, 华泰联合证券研究所

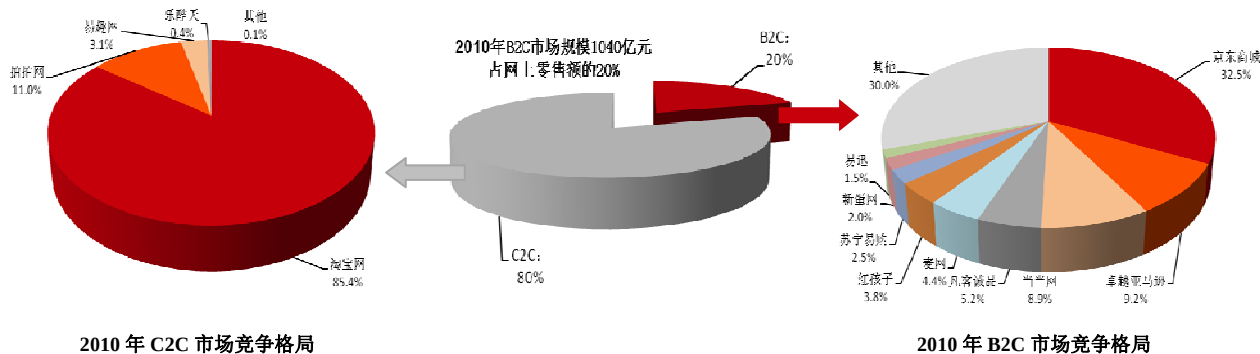
网购格局关键词: C2C、东部沿海、标准化产品

从目前中国网购消费格局来看, 2010 年国内网上购物市场规模达 5131 亿元, 以淘宝网为首的 C2C 模式占整个市场份额的 80%, 而以京东、当当等为主的 B2C 模式占市场份额的 20%。

不过尽管 C2C 依然占据国内网络零售市场的主要份额, 但 B2C 近年来的增长速度不断超越市场预期。**网络零售的核心是物流**, 而 C2C 以第三方物流为主, 可控性差, 送达率低, 难以满足消费者对配送质量和服务的稳定性要求; 另一方面, C2C 市场鱼龙混杂, 存在较高的诚信风险, 无法满足消费者日益提升的对正品的需求。基于对上述两方面的理解, 我们预计 B2C 在未来极有可能完成反超, 成为我国网络零售市场的主要模式。

我们预计 B2C 在未来将成为我国网络零售市场的主要模式

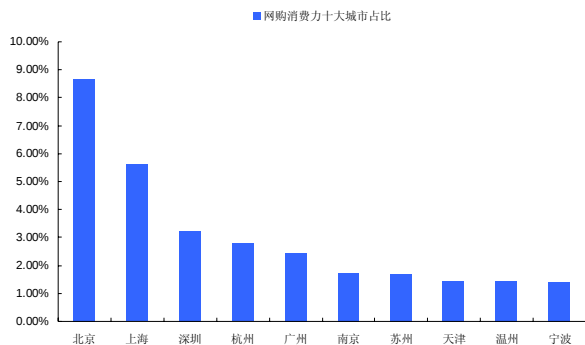
图 12: 2010 年中国网上零售公司市场份额占有率



资料来源: 中国电子商务研究中心, 易观国际, 华泰联合证券研究所 (注: 国内网络零售市场规模数据来自易观国际, C2C 与 B2C 市场竞争格局数据来自中国电子商务研究中心)

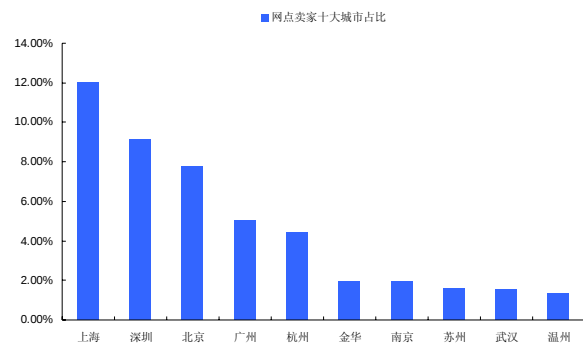
从网购的区域分布来看, 北上广深四大城市占据绝对领先地位, 而前十名城市基本分布在东部沿海发达地区, 经济发达程度以及物流行业发展状况的差异是网购区域分布差异明显的主要原因。

图 13： 中国网购消费力十大城市占比



资料来源：淘宝网，华泰联合证券研究所

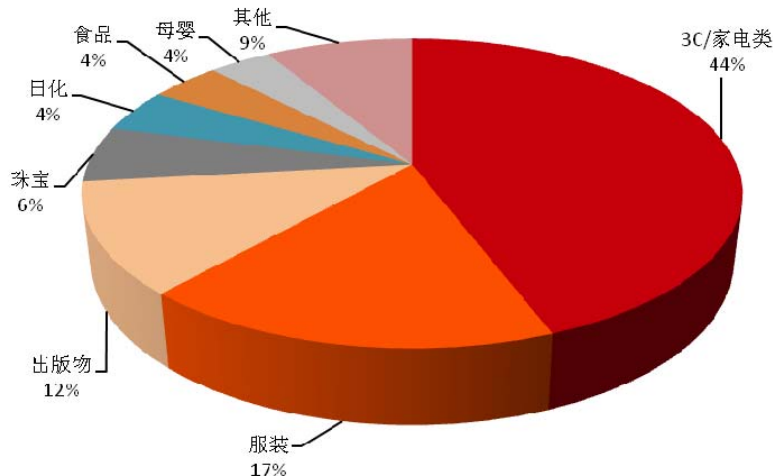
图 14： 中国网点卖家十大城市占比



资料来源：淘宝网，华泰联合证券研究所

从网购销售的产品格局来看，我们认为，为了弥补消费体验的缺失，网购渠道一般主打销售的商品多为标准化的产品，以及消费体验感不强、更多满足基本消费需求的产品，根据淘宝网发布的《2009-2010 年度中国网购热门城市报告》来看，3C 类商品（计算机、个人数码与家电产品）、游戏类和通信充值卡类产品呈现明显的男性消费特征，化妆品、服装类和鞋类商品则呈现为女性消费特征。这一品类格局基本上符合我们的判断，因而网购对传统实体零售各个子行业的冲击强度排序很有可能依次为家电连锁、中低端服装连锁、百货和超市。

图 15： 2009 年国内 B2C 市场各细分品类销售份额



资料来源：清科研究中心，华泰联合证券研究所

3C/家电、服装、出版物、珠宝、日化为 2009 国内 B2C 市场销售额前五大品类

B2C 销售前八的网站以 3C/家电、中低端服装、母婴用品为主，并向百货产品拓展

表格 3： 2010 年国内 B2C 市场销售额排名前八的网站

排序	网站名称	销售商品品类
1	京东商城	以 3C 产品起步，拓展至百货（仍以 3C/家电为主）
2	卓越亚马逊	以图书起步，拓展至百货
3	当当网	以图书起步，拓展至百货
4	凡客诚品	中低端服饰、鞋类等
5	麦网	以中低端服饰为主，拓展至百货

6	红孩子	以母婴用品为主，拓展至百货
7	苏宁易购	以 3C/家电为主，拓展至百货
8	新蛋网	以 3C/家电为主，辅以少量百货

资料来源：上市公司公告，交易所，华泰联合证券研究所

苏宁电器：《大白马也有春天》

线上零售的优势在于高周转和高效率，而另一方面需要投入更多的广告和研发支出，并且极端重视后台物流配送体系

如果说投资者对于百货、超市等行业受网购冲击的担心过度，对于销售标准化家电和 3C 产品的苏宁及国美，我们则有必要进行更深入的分析。

从百思买和亚马逊在网购领域的争夺来看，线上企业凭借技术优势，实现了高周转和高效率，对传统线下销售产生了一定冲击，但线下企业依托全国范围的实体店网络、品牌知名度、完善的物流配送及售后服务体系，开设自己的线上销售渠道，同样产生了良好的协同效应。我们整理了百思买季度业绩交流会中关于电子商务发展的内容（见图 20），或许能帮助传统零售商对线上业务的发展有更准确的认识。

图 16： 存货周转天数比较



图 17： 应付账款周转天数比较



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所（注：百思买的财年从当年 3 月至次年 2 月）

图 18： 百思买与亚马逊的市场推广支出占费用比例

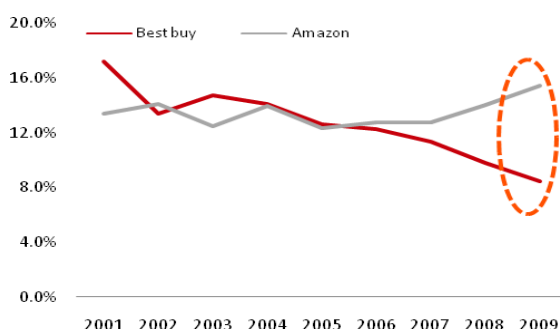
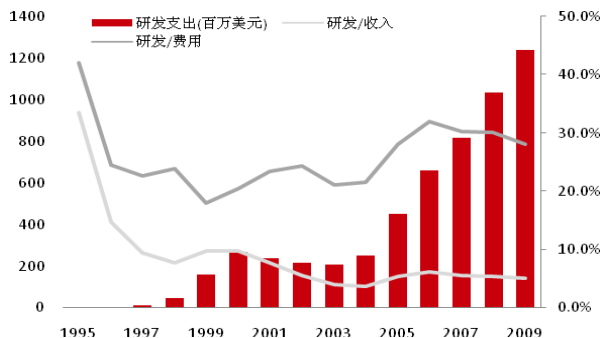


图 19： 亚马逊的研发支出规模



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所（注：百思买的财年从当年 3 月至次年 2 月）

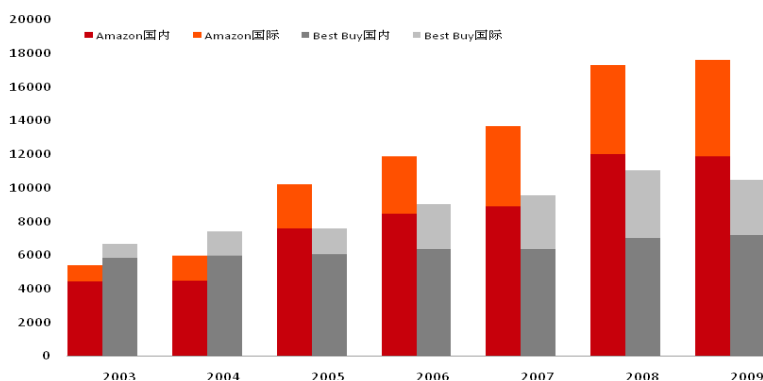
图 20： 百思买年报及季度业绩交流会上对其线上业务的描述

公司在年报中对线上业务的描述	FY1999	公司在季度业绩交流会上对线上业务的描述
实施“鼠标+水泥”战略，开设线上销售渠道 BestBuy.com（全资子公司），作为实体门店的补充，充分利用已有的全国范围的门店网络、品牌知名度、巨大的广告和促销投入、保修售后服务、供应链、仓储和物流网络	FY2000	收购 Simplexity.com 和 etown.com，前者提供通讯服务，后者提供消费电子信息搜索。与微软合作进行战略合作，接受其技术支持
顾客可以在任何一家实体店取货或退货，同时在门店可通过网站搜索没有陈列的商品；多渠道给予顾客全天候不间断的购物体验	FY2001	2001Q1：启用新网站，提供消费电子、音乐、电影
公司认为网站是在萎缩的消费电子市场中占据更大市场份额的手段之一	FY2002	2001Q3：网站增加个人电脑及相关产品的销售
收购 Geek Squad，提供 24 小时个人电脑服务；网站拥有高流量和转换率，是 2002 年假期排名第二的传统零售商网站；网站不仅是销售平台，还是信息资源（56%认为网站对购物决定有重要影响；更多的产品分类）	FY2003	2003Q1：和 Musicland 合作，在网站上可以付费下载音乐
公司认为线上成功依赖于保密信息在公共网络的安全传输，包括在线信用卡支付。	FY2004	2003Q2：上半财年同比增长 100%（主要由于免运费的刺激）；公司认为线上线下业务确实有冲突，但把两者整合在一起看，是增加流量和收入的
公司在线收入同比增长 36%，国内在线收入同比增长 39%，海外在线收入同比增长 19%	FY2005	2003Q4：50%以上的顾客先浏览网站，再去实体店；增加 1.3 亿美元技术投入，包括设立新的网站平台
公司在线收入同比增长超过 25%，国内在线收入同比增长 30%，海外在线收入同比增长 12%	FY2006	2004Q2：启用改进的网站，支持更大的流量、更快的支付，更广更深的产品品类（新增家用电器），成为门店存货的扩展
公司在线收入同比增长超过 21%，达到 20 亿美元	FY2007	2004Q4：启动 bestbuyservices.com，提供维修进度跟踪服务
国内在线收入同比增长 22%	FY2008	2005Q4：网站是北美客户做出购买决定的重要工具
	FY2009	2006Q4：线上销售额同比增长 50%
	FY2010	2007Q2：线上销售同比增长 35%；公司认为网站的重要性在于其对实体店销售的影响，60%以上的顾客先浏览网站，再去门店购买
	FY2011	2007Q3：线上销售同比增长 30%；改进搜索引擎，提高转化率；改进运营能力，支持更大流量；为门店取货提供停车位预定
		2008Q1：线上收入同比增长 20%以上，毛利率下降 1.5 个百分点，主要原因：1）海外业务毛利率低；2）低毛利产品销量增加
		2008Q2：线上收入保持 20%的同比增长
		2008Q3：线上收入同比增长 65%，网站满足顾客对门店找不到的商品的需求
		2009Q1：线上收入同比增长 30%；顾客对线上购物兴趣增加，促使公司投入更多；网上购物在欧洲已成为主要渠道
		2009Q4：公司认为网站最初是拼低价，现已逐渐转变为与消费者更紧密的联系（包括网站、呼叫中心、物流、售后服务等）
		2010Q3：线上收入同比增长 20%，浏览人次创纪录，门店取货比例达 1/3
		2010Q4：门店取货比例达到 40%；公司增加消费者服务的技术投入（如网上评论、SNS 社区发布等），投诉率同比下降 18%
		2011Q1：线上收入同比增长 26%，门店取货比例达 35%；顾客自取货时，蓝衣服务人员为其提供完整解决方案，从而获得额外收入；设立独立销售手机的网站
		2011Q2：线上收入同比增长 16%，市场份额提升；60%的门店销售受网站影响，40%的门店取货比例；多渠道可以在节假日更好地为顾客服务

资料来源：bestbuy 年报、季度业绩交流会资料，华泰联合证券研究所（注：百思买的财年从当年 3 月至次年 2 月）

本质上来说,任何产品销售渠道之间的竞争,最核心的竞争是前台比拼消费体验、后台比拼物流配送,在目前这个时点上,快速兴起的网络消费更多的意味着机会,而非灾难。国内众多的传统零售商已经或即将开设网上购物平台,参与分享这一空间巨大的市场。根据中国连锁经营协会的统计,截至 2010 年 5 月底,国内已经有至少 37 家传统零售公司开设了线上平台。

图 21: 百思买与亚马逊的物流配送中心面积比较 (square foot)



资料来源: 公司资料, 华泰联合证券研究所 (注: 百思买的财年从当年 3 月至次年 2 月)

表格 4: 国内部分传统零售商开办的网上商城 (截至 2010 年 5 月底)

公司名称	网站名称	网址
苏宁电器	苏宁易购	http://www.suning.cn
国美电器	国美网上商城	http://www.gome.com.cn/
百联集团	百联 E 城	http://www.blemall.com/
家乐福	家乐福在线商城	http://e-shop.carrefour.com.cn/cn/index.do
金鹰商贸	时尚金鹰网	http://www.goodee.cn/eshop/
王府井集团	劲购网	http://www.goonow.com
大商集团	大商网上商城	http://www.66buy.cn/
北京西单	西单 igo5	http://www.igo5.com/
天虹商场	网上天虹	http://www.myrainbow.cn/
广百股份	网上广百	http://eshop.grandbuy.com.cn/index.jsp
广州友谊	广州友谊商店	http://121.8.125.2:6090/
银泰百货	银泰百货网上购物	http://www.intime.com.cn:8000/shop/

资料来源: 中国连锁经营协会, 华泰联合证券研究所

亚马逊物流配送建设速度超越百思买。物流是线上零售企业立足不败之地的根基

租金压力，《一半海水一半火焰》

有关租金&商业地产，请关注我们近期即将发出的深度报告《一半海水一半火焰》

自有物业抵御租金上升压力

绝大多数 A 股百货类公司自有物业比例超过 50%，短期租金上升压力并不大

在人民币升值的大趋势下，商业物业租金上涨已经成为必然趋势，目前国内零售公司除苏宁等少数企业盈利来源于供应链管理以外，大多数净利率来源为垄断地租，因而市场对于租金成本上升对行业净利润挤压的担忧不无道理。

由于大多数国有的商业公司自有物业比例较高，且近几年的新开门店多为十年长约租赁合同，因此租金上涨对企业净利润吞噬短期来看并没有很明显的趋势。

根据我们的统计，23 个主流 A 股百货公司当中，仅有 6 家自有物业比例低于 50%，而欧亚集团、南京中商、成商集团、百联股份等多家公司自有物业比例超过 70%，不仅受益于土地稀缺带来的租金回报率上升，还将享受物业升值带来的资产回报上升。

图 22： 09 年百货公司营业面积及其中自有物业占比

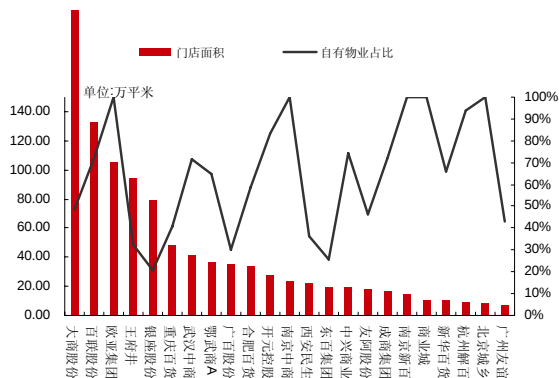
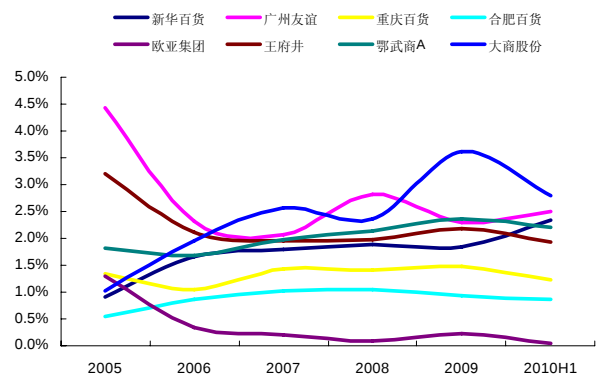


图 23： 百货公司租金收入占比历史变化



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

零售企业谋变，商业地产出世

从发展的眼光来看，许多企业为了规避未来扩张过程中的租金上升压力，纷纷开始开拓商业地产。商业地产的大规模开发以及由此带来的业态升级和消费行为转变将与网购一同成为行业未来新趋势。

商业地产模式的实质是企业借力商业集客带来的内部和外部价值低价获取资源（通常是土地），通过租、售非核心商业部分物业，获得高盈利能力以及良好现金流，同时利用销售回款补贴商业开发；主力商家从中得到的收益则是低租金。这种模式的核心在于商业的集客，难点在于企业需成为“全程运营商”，快速发展的助推器在于快速的销售回款，风险在于地产调控将影响融资和销售。

零售企业在传统百货、超市经营过程中与供应商建立的良好合作关系以及品牌效应带来的客户忠诚度使得他们在开发商业地产项目上积累了优势，商业经营越成功的企业、开发商业地产成功率越高、未来越能低价拿地从而规避租金上升压力。从宝龙集团和万达集团开发商业地产的案例来看，它们拿地价格比城市均价便宜至少 50%，广州友谊长隆奥莱的租赁土地及物业的费用收入占比仅 3.5-5%，友阿股份长沙奥特莱斯 10 万平方米土地租金仅为 600 万/年，这些项目一旦成功，其盈利水平将显著高

从中长期来看，许多零售企业通过开发商业地产等新业态，规避长期租金压力的上涨

于目前传统百货企业的净利率水平。

表格 5：零售地产商加快发展

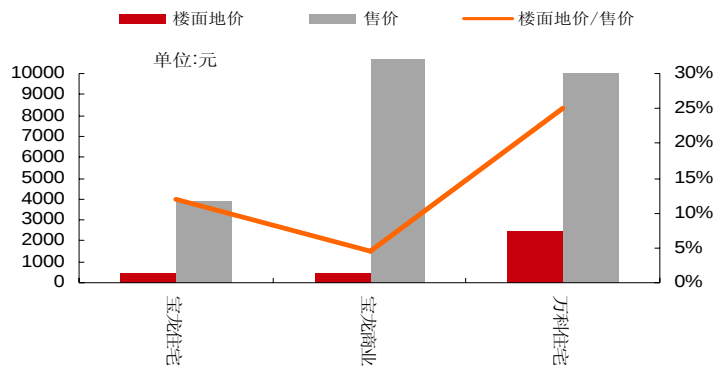
公司项目	近年发展	未来计划
万达“万达广场”	09 年 13 家，10 年 28 家	2010 年在建 24 家，50+万平米
华润欢乐颂购物中心	深圳 1 家（2010）	未来 5 年开 15-20 家，5-8 万平米
首创“芭蕾雨”城市综合体	北京长阳、广东佛山、浙江湖州三个项目在建	未来 5 年-10 年，30 家，30+万平米
Aeon 郊区新区购物中心	北京（2008）、天津 2 家	2012 年起每年开 3 家，10 万平方米左右
百联奥特莱斯	上海（2006）、杭州 2 家	2011 年每年 2 家，10 万平方米左右
乐购乐都汇购物广场	青岛/秦皇岛/抚顺/马鞍山 4 家	未来 5 年，80 家，10 万平方米左右

友阿股份、广州友谊、新西单等零售商未来都将开拓奥特莱斯项目；鄂武商、南京中商、银座股份等探索商业地产；万科、中粮、保利等都打算未来大幅提高商业地产比例

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

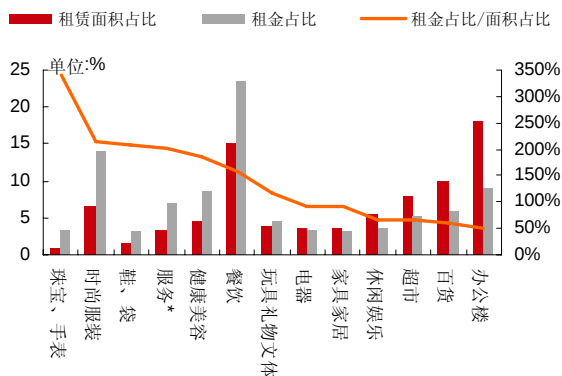
图 24：宝龙各类地产与万科的楼面地价/对应售价（土地成本率）比较

房地产的两项主要成本中，宝龙土地成本率远低于万科，而建安成本差不多



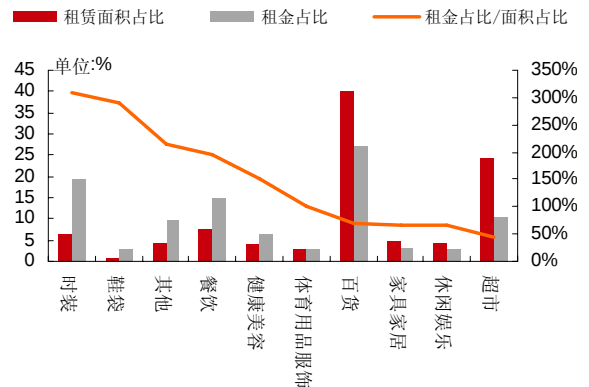
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 25：CapitaMall 各业态租金和面积占比



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所
公司在新加坡，购物中心为主

图 26：CapitaRetail China 各业态租金和面积占比



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所
公司在中国运营购物中心

万达商业地产，三代产品见兴衰

万达在商业地产上三代产品的成败，实际上为国内其他零售企业发展商业地产提供了生动的案例：在第一、二阶段，万达因为缺乏商业运营能力导致主力店租金低，现金回收和商业经营不断出现问题。在第三阶段，万达加强了全程运营能力（拿地、招商、规划、设计、建设、运营、资本运作全部都做）和商业能力（万千百货和万达影院），最终取得了成功。

万达第三代产品的成功要素

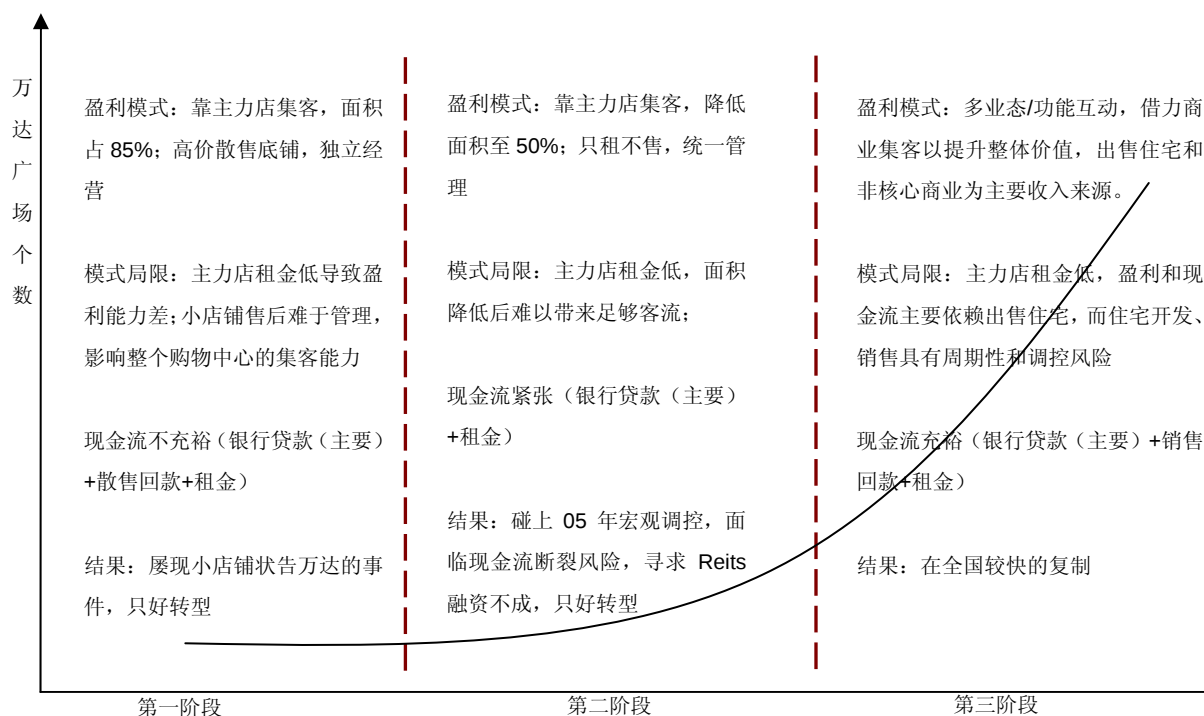
- 1、商业经营能力提升；
- 2、全程运营能力，打通上下游各个环节

表格 6：万达商业地产三个阶段的业态变化

	第一阶段（99-03）	第二阶段（03-05）	第三阶段（05 至今）
选址	核心商圈黄金地段	核心商圈黄金地段	城市副中心、新区中心
平均规模	5 万m ²	15 万m ²	40—80 万m ² （住宅占比大）
业态	单体商业楼	购物中心	城市综合体
主力商家	超市/家电/影院	超市/建材/家电/影院	百货/超市/家电/影院/正餐/酒店
案例	长沙、南昌、青岛	沈阳、天津	宁波、上海、北京、成都

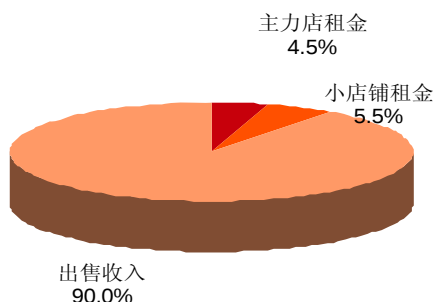
资料来源：华泰联合证券研究所

图 27： 万达商业模式变化



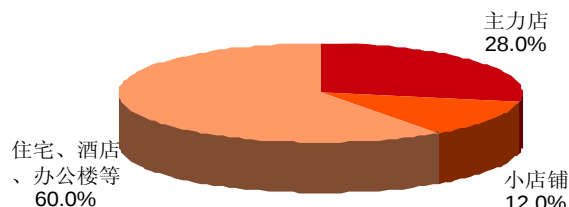
资料来源：华泰联合证券研究所

图 28： 万达收入大致结构



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 29： 万达城市综合体面积大致结构



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

制度变革与产业整合下“绯闻兑现”

竞争加剧—>零售公司诉求
增强—>资本运作事件增多
—>牛股频现

在行业竞争加剧、成本上升及新业态的冲击愈演愈烈的情况下，零售企业对核心竞争力提升的内生诉求也愈发急迫。一方面，企业打破国企体制下治理结构缺陷对发展束缚的动力与日俱增；另一方面，加速跑马圈地、实现行业横向整合和业态创新、向产业链上下游延伸的纵向整合频频发生。

2009 年以来许多上市公司重组、改制、整体上市、兼并收购等绯闻事件的兑现，其背后的原因其实就是制度变革深化、产业整合提速。反观资本市场，存在资本运作预期下的零售公司往往业绩释放动力充足、牛股频出。

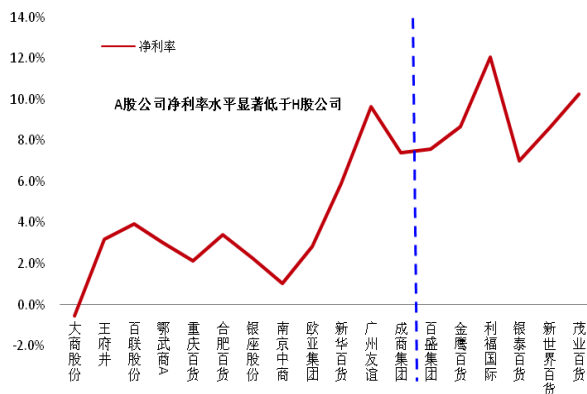
制度变革深化，释放体制红利

由于历史发展的原因，中国的零售企业多半具有老国有企业体制的背景，国企遗留的众多问题如公司股权结构不顺，管理层缺乏激励，冗员较多等制约了公司业绩释放的活力。

制度红利将成为未来几年
投资者从零售公司获得回
报的主要源泉

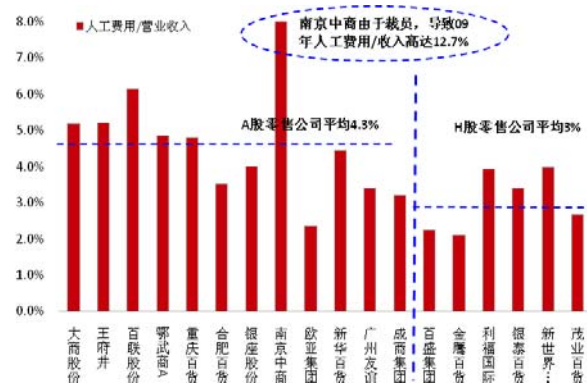
我们在《黑马、斑马与白马》报告中曾对 AH 股零售公司的经营能力和盈利能力进行过详细比较，结论是 AH 公司毛利率差异不大，A 股公司甚至更具物业优势，但因冗员、跑马滴漏导致的极差的费用控制，使其与 H 股公司的净利率水平有明显差距。以百货行业为例，我们重点跟踪的公司平均净利率仅为 3.57%（部分拐点型公司净利率较低），而市场主流关注的国内百货行业净利率水平也只在 4% 左右，但 H 股公司的平均净利率水平却在 9% 以上。

图 30： 2009 年 AH 股公司净利率水平比较



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 31： 2009 年 AH 股零售公司人工成本比较



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

虽然目前 A 股公司治理结构的缺陷对业绩形成压制仍是常态,但是一旦体制问题解决,未来盈利能力提升空间极大。随着 10 年 5 月《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》的出台,民营企业入主、零售行业市场化进程加快,管理层激励落实比例提高,许多零售公司的体制桎梏已经开始有破除迹象。

尽管短期由于门店调整和裁员会带来一定阵痛,但长期来看,甩脱包袱后的资产优化配置所带来的业绩表现将超出市场预期。

表格 7：近年来零售上市公司制度变革案例

标的上市公司	变革事件	变革效果
成商集团	民营企业茂业集团收购	基本面明显改善、业绩扭亏为盈、二级市场投资回报极其丰厚
新华百货	民营企业物美商业收购	基本面明显改善、业绩大幅提升、二级市场投资回报极其丰厚
南京中商	民营企业雨润集团收购	基本面明显改善、二级市场投资回报显著
大商股份	管理层参股上市公司大股东,集团层面改制	投资者关系改善、对资本市场诉求增加、业绩阶段性改善
重庆百货	战略投资者通过下属子公司合并参股上市公司	
王府井	战略投资者参股上市公司大股东,集团层面改制	

资料来源：Wind，公司公告，华泰联合证券研究所

行业整合提速，兼并收购升级

产业整合与集中度提升是零售行业发展的必然路径。2004 年底中国零售业全面开放之后,竞争日益激烈。内、外资零售企业快速增长,主要得益于外延式扩张,门店数量和经营面积大幅增加,特别是近几年来呈现出区域化、向二三线城市延伸的明显趋势。而零售网络资源的稀缺性决定了通过收购、整合从而快速实现规模效应,在日趋激烈的竞争中保持优势成为零售巨头构建全国网络布局的手段。

特别自 2009 年以来,这一轮行业整合明显加速,伴随着上海(友谊吸收合并百联)、北京(西单收购新燕莎)、重庆(重百收购新世纪百货)、武汉(武汉中商收购武汉中商团结销品茂)等地区的大型国有零售平台的整合,以及安徽(合百收购省内其他百货)、福建(新华都收购闽南小超市)、广州(华润万家收购宏城超市)等地区的“大吃小”的整合,拥有核心竞争力的零售企业将强者恒强!

表格 8：2010 年以来我国零售行业部分收购案例

收购方	被收购方	举牌时间	收购价	说明
福建东百	厦门新世界百货	2010.10	900 万元	收购 100% 股权，成为东百第五家百货门店
茂业国际	淄博糖酒站	2010.10	3.88 亿元	收购 80% 股权，旗下拥有并经营淄博金帝购物广场
	临沂久隆置业	2010.10	3.11 亿元	收购位于临沂商业区核心地带的物业
	东泰集团	2010.11	4.06 亿元	收购旗下零售板块 80% 股权，包括东泰商厦、东泰商城、泰客荣商场、广饶东泰超市、广饶泰客荣商场和 50 多家连锁店
	江苏扬子江百货	2010.12	1.7 亿元	收购 70% 股权，扬子江百货拥有并经营建筑面积 2.15 万平方米的扬州百盛商业大厦
银泰百货	北京燕莎友谊	2010.10	12.165 亿港元	收购 50% 股权
	湖北新世纪购物中心	2010.11	2.48 亿元	收购 84.5% 股权，为湖北随州最大的综合零售商，拥有两处购物中心
金鹰商贸	徐州购物中心	2010.11	4482 万元	扩大徐州金鹰购物中心的经营面积
重庆百货	新世纪百货	2010.8	37.25 亿元	整合商社集团零售平台，解除同业竞争问题
西单商场	新燕莎控股	2010.11	24.67 亿元	收购 100% 股权，整合北京地区国有零售平台
友谊股份	百联股份	2010.11	47.08 亿元	收购百联旗下八佰伴 36% 股权和投资公司 100% 股权；并以 1 股百联股份换 0.861 股友谊股份吸收合并百联
合肥百货	省内四家企业	2010.11	2.34 亿元	1.65 亿元收购合家福 51.375% 股权，6.88 亿元收购乐普生 40% 股权
步步高	家润多	2010.10	-	收购 4 家门店，首次进入浏阳地区
华润万家	广州宏城超市	2010.11	-	宏城超市在广州共 107 家门店，分布数量最多
大商股份	淄博商厦	2011.01	6.0 亿元	收购淄博商厦 60% 股权，进而获得淄博当地 5 家门店的控制权，扩大在华北地区的店面布局

资料来源：Wind，公司公告，华泰联合证券研究所

资本运作不断，行业大戏不停

在制度变革与行业整合这两股必然趋势的共同推动下，行业内资本运作的事件必将频繁发生。我们统计了截止报告日已经通过股东大会待实施的存在融资意向的上市公司就包括合肥百货、王府井等 9 家；除此之外，根据我们调研及跟踪了解到的信息，不乏未披露公告但存在强烈融资预期的公司，如大商股份、南京中商、百联系等。无论是从融资公司数来看，还是从融资额度来看，2011 年都有可能迎来零售板块的融资高峰年。

不仅如此，我们在《掘金价值洼地，谁是神火之道》报告中提及，由于许多零售公司资产殷实且大股东持股比例较低，通过资本运作能以少量资金获得对现金流稳定、隐蔽资产价值巨大的零售公司的控制，零售行业一直以来都是产业资本追捧的对象。随着 2010 年 5 月 13 日《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》的出台，我们预计之前产业资本投资的诸多阻碍都将逐渐解除，而对商贸流通领域发展的明确支持，则更加速了零售行业的整合过程。

回顾行业历史上存在资本运作预期或诉求的上市公司股价表现，这些公司往往因业绩释放动力充足或存在良好的业绩改善预期而成为牛股。我们预计 2011 年零售行业在产业资本的持续催化下，行业大戏不断。

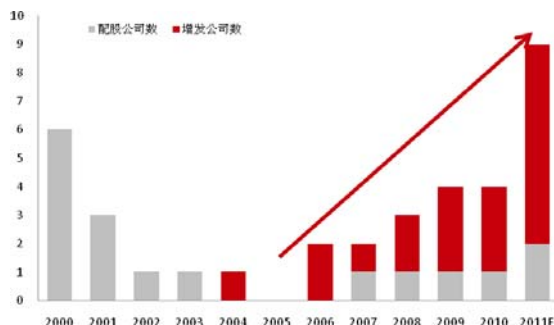
零售公司一旦进行资本运作，常伴随着牛股的诞生

表格 9：2011 年有明确融资计划的公司（已通过股东大会，待实施）

增发股数或配股方案		发行价（元）	融资额（亿元）	募集资金投向
合肥百货	不超过 4500 万股	不低于 16.83	不超过 7.11	收购合家福超市、乐普生商厦的其他股东权益、投资建设巢湖百大购物中心和周谷堆大兴农产品批发市场项目
鄂武商 A	10 股配 3 股		不超过 10.65	用于武商集团“摩尔”扩建项目
广百股份	不超过 2500 万股	不低于 23.65		购买新一城广场部分物业项目、大朗物流配送中心项目以及湛江民大店项目
王府井	不超过 4480 万股	41.51	18.60	收购成都门店 13.51%的股权以及用于新开门店、门店装修改造、电子商务、信息系统升级
通程控股	10 股配 3 股		不超过 6	新开、改造门店；还贷款补充流动资金各 3 亿元
西单商场	不超过 24868.95 万股	9.92	24.67	收购新燕莎
武汉中商	不超过 4089.66 万股	8.27	3.38	向武汉团结集团股份有限公司定向发行股份，购买其所持有的销品茂 49%的股权
华联综超	不超过 18100 万股	7.18	13	门店开拓改造，还款补充流动资金
华联股份	不超过 24500 万股	6.75	16.54	收购北京华联集团投资控股有限公司所持北京万贸置业有限责任公司 60%股权以及门店扩张

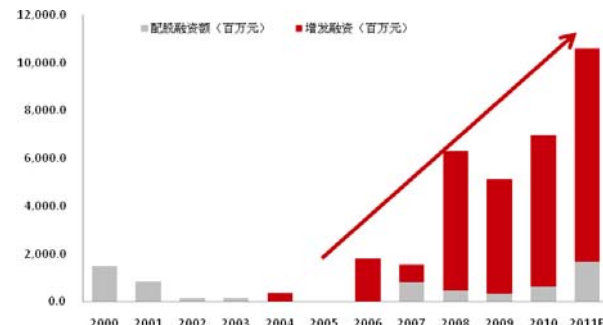
资料来源：Wind，公司公告，华泰联合证券研究所

图 32： 2000-2011E 年融资公司数



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 33： 2000-2011E 年融资额（百万元）



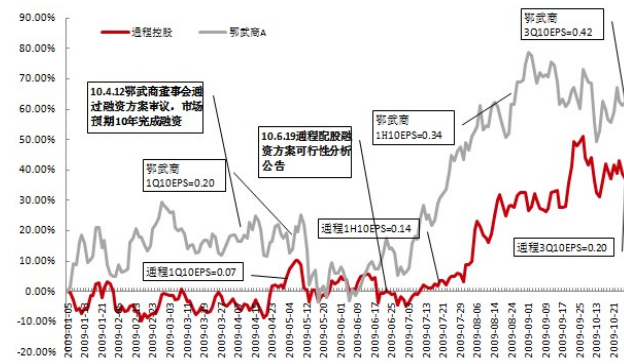
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 34： 09 年合肥百货阶段性牛市



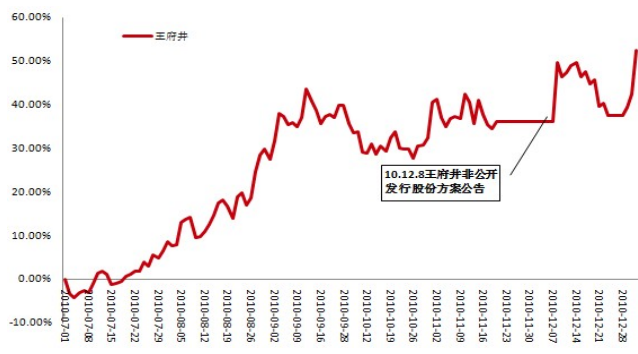
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 35： 10 年上半年鄂武商&通程控股阶段性牛市



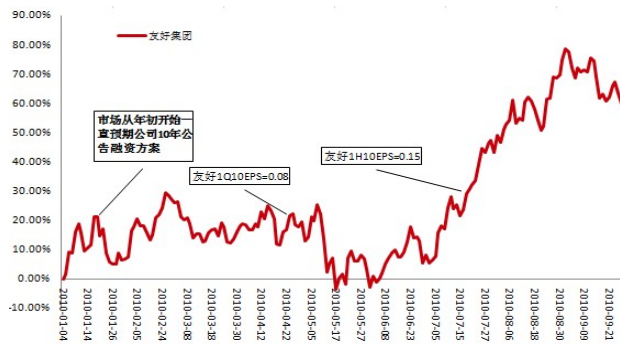
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 36： 10 年下半年王府井阶段性牛市



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 37： 10 年友好集团阶段性牛市



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

黑马、斑马与白马

沿袭我们此前《黑马、斑马与白马》报告中对零售公司的分类，我们以一些量化指标作为选择白马、斑马股的标准。我们建议投资者关注符合以下条件的白马股：

1、优选受益区域政策，外需强劲的区域个股

中西部地区由于基数较低，增长较东部地区快，区域需求旺盛；此外，振兴政策支持的区域固定资产投资较多、溢出到零售环节后刺激消费；（参考表格 10）

2、优选区域内品牌效应强、消费者忠诚度高的个股

具有区域垄断力的白马公司，其消费者认可度和知名度明显强于竞争对手，而這些公司往往在该地区购物卡发行最好，预收账款占比较高；（参考表格 10）

3、选择经营效率高、盈利能力强的企业

经营能力强的白马公司、其存货周转较快，ROE 水平较高。

4、选择处于资本回报期的企业

由于扩张节奏的不同，有些公司会处于阶段性资本开支高峰或低谷。一般来说门店店龄结构中，成长期门店占比越多的企业，未来业绩爆发力越强；计划新开门店越多，说明企业处于资本开支期，则短期业绩可能受影响。

5、选择区域未来竞争较为缓和的企业

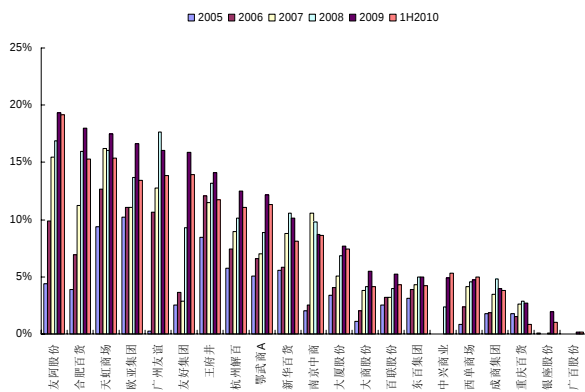
基于上述标准，我们推荐的白马股组合包括全国布局的白马龙头王府井、天虹商场，区域布局的重庆百货、西单商场（重组后为新燕莎）、百联&友谊股份（重组后为百联集团）、合肥百货、成商集团、鄂武商等。

表格 10：重点关注的区域经济发展规划方案

规划方案	受益上市公司	备注
《皖江城市带承接产业转移示范区规划》	合肥百货	2010 年 1 月 12 日国务院获批准，明确将皖江城市作为中部地区崛起的重要增长极、全国重要的先进制造业和服务业基地
《沈阳经济区国家新型工业化综合配套改革试验区》	中兴商业、商业城	2010 年 3 月底沈阳经济区规划得到国务院原则性同意，规划核心为将沈阳打造为东北地区现代商贸、物流、金融中心
《长江三角洲地区区域规划纲要》	百联股份、南京中商、大厦股份等	2010 年 4-5 月通过，规划核心为提升上海的商贸中心作用
《新疆区域经济发展规划》	友好集团	2010 年 5.17-5.19 新疆工作会议中提出规划，规划核心为提高居民收入
《重庆“两江新区”总体规划方案》	重庆百货	正在制定尚未正式出台
《成渝经济区区域规划》	成商集团	正在制定尚未正式出台

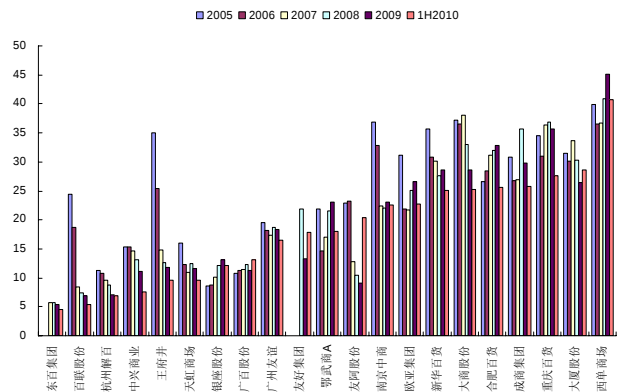
资料来源：华泰联合证券研究所

图 38：主要零售公司预收账款比例（剔除房地产预收）



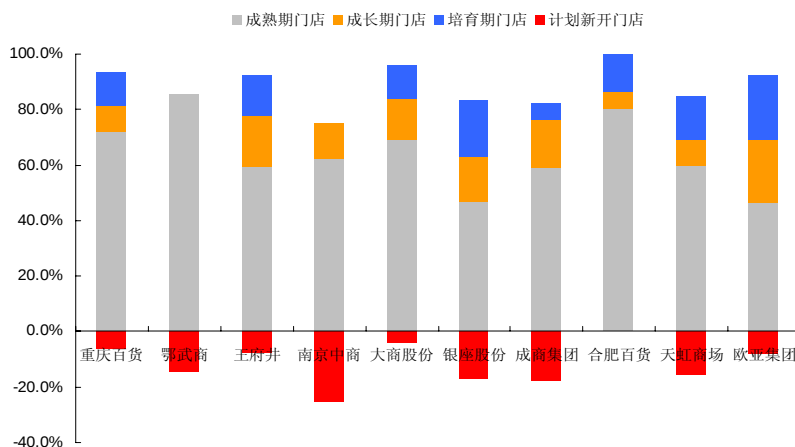
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 39：主要零售公司存货周转天数（剔除房地产影响）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 40：主要零售上市公司店龄结构表



资料来源：华泰联合证券研究所

我们同样看好经历了被收购、被整合或被改制等重要事件后的斑马公司，这类公司的体制制约随之破除，盈利能力将实现大幅提升。我们建议投资者关注以下两点：

- 1、股权结构（或重要子公司股权等）发生变化、管理层出现变动等
- 2、出现对资本市场诉求增加、存在融资需求等

我们推荐的斑马股组合包括大商股份、南京中商、中兴商业、欧亚集团、武汉中商等。

此外，我们建议投资者关注网购冲击下家电连锁行业变革带来的投资机会，以及超市行业伴随 CPI 高企以及低端消费升级带来的主题投资机会，建议投资者关注苏宁电器、步步高、华联综超以及武汉中百等。

风险提示

- 1、恶性通胀对消费者需求的抑制；
- 2、政策限制下零售公司融资进度低于预期。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn