



证券研究报告·行业深度

零售业的大变革时代

变革的时代：

外退内进。外资零售企业在中国的已经处于过度发展阶段。国家将在政策上限制外资企业的发展，将流通领域的控制权逐步回收。中国的零售业将进入第四个发展阶段，那就是在遏制外资零售企业的同时，加速扶持本土零售企业发展壮大。

国退民进。零售行业中的民企更具备竞争力，能够得到充分的生长空间和良好的生长环境，国企的总量指标在行业中占主导地位，但比重逐年缓慢下降。下一阶段零售类上市公司的体制改革将沿着私有化和股权机构多元化进行。国退民进对中国零售企业带来无限生机。同时零售行业的被动民营化也值的关注，并蕴含着较多的投资机遇。

并购成为大势所趋。经过了割据为王的时代，中国的零售业跨区域扩张如箭在弦。零售业的发展历程决定并购是最佳跨区域路径。企业的并购将在多个层次展开。图谋全国扩张的企业将展开跨省市联合并购，同区域内企业将展开同城并购及自上而下的兼并重组。

变革中寻找投资机会：

零售国家队组建。国家必须给予中资企业政策和资金上的支持，才有可能扶持本土的大型零售企业与外资抗衡。已经具备了规模优势和全国布局优势的企业将更多的得到国家的支持。从这个角度看，百联股份、王府井、大商股份、银座股份、物美、人人乐、永辉超市、天虹商场、苏宁电器、国美电器、华润万家等企业很有可能被列入名单，享受国家在税收和政策上的各项优惠。

资本实力的雄厚的民营企业迈开并购扩张步伐。拥有雄厚的资本后盾的民营企业零售企业，有可能借助零售行业国退民进的潮流，通过资本并购进行快速扩张。通过分析，我们认为这类民营企业应具备雄厚的资本实力、股权集中、业态可复制性好等特点。符合这些条件的企业主要集中在超市和专卖店。**未来最有可能通过并购快速胜出的民营企业有新华都、人人乐、步步高。**

被并购者更具诱惑力。经营不善、规模较小、自有物业质量较好、股权控制力较分散的企业由于其流动性相对较好，因此更有可能成为产业资本角逐的对象，实现物业重估价值相对市值溢价的最快实现。经过分析我们认为**深国商、友好集团、商业城、南京新百、津劝业**最为符合产业资本追逐的条件，并可实现较短时间内**的资本收益**，后续有可能成为产业资本持续的围堵目标。部分股权分散，国有控制力较弱的企业未来也有可能成为控制权争夺的对象，包括**大商股份、武汉中百、鄂武商、银座股份**。

请参阅最后一页的重要声明

批发和零售贸易

维持评级

增持

张新红

zhangxinhong@csc.com.cn

010-85130996

执业证书编号：S1440210080010

联系人：

杨晓磊

yangxiaolei@csc.com.cn

010-85130588-6330

首发日期：2011年4月18日

市场表现



相关研究报告

11.03.27

中信建投零售行业周报（3月28日-4月1日）

目 录

一、零售行业进入新的发展阶段.....	1
变革之一:外资过度发展,本土企业迫切需要保护和扶持.....	1
变革之二:跨区域扩张势在必行---并购成为大势所趋.....	3
变革之三:国退民进.....	5
变革之四:业态变迁.....	7
二、变革中的投资机遇.....	8
零售国家队组建.....	8
资本实力雄厚的民营企业将率先通过并购突破区域扩张瓶颈.....	9
被并购者更具诱惑力.....	10

图表目录

图 1: 北京零售业的市场空间.....	3
图 2: 北京社销总额收入增速.....	3
图 3: 民企和和国企的资本产出率.....	5
图 4: 民企和和国企的资本回报率.....	5
图 5: 中国各个零售业态的构成比例.....	7
图 6: 美国各个零售业态的构成比例.....	7
表 1: 2010 年外资零售业在连锁百强中的情况.....	1
表 2: 跨国零售巨头的失败经历.....	2
表 3: 2010 年中国零售企业并购案例.....	4
表 4: 上市零售企业改制案例.....	6
表 5: 国家出台利好零售行业的政策.....	8
表 6: 并购扩张型的民营企业特点.....	10
表 7: 民营企业的并购潜力.....	10
表 8: 有可能成为被并购对象的企业.....	11

一、零售行业进入新的发展阶段

中国零售业在近 30 年的时间获得了飞速发展，这得益于：（1）连锁经营的导入和推广，把工业化大生产的专业化、规模化优势导入了零售业；（2）外资零售业趁着改革开放进入中国，带来了新的零售业态、营销理念、消费形式。（3）中国经济的快速发展及城镇化进程，为中国零售业发展带来动力。

从 70 年代末到现在，中国零售业经过了三个发展阶段：（1）1979-1992 年，传统零售业的改革：引入市场竞争机制，鼓励集体和个体商业发展。（2）1992-2004 年，有保护逐步对外开放：世界前 50 家零售企业 70% 以上进入中国，零售业获得迅速发展；多种经济体制和业态蓬勃发展。（3）2004-2010 年，零售业全面开放：国际零售巨头全面进驻，占领一、二线城市并逐步向三、四线城市渗透。中国本土零售商难以与之抗衡。遇到发展瓶颈。

30 年来中国的零售业取得了骄人的成绩，然而零售市场看似平静，实则“暗流”涌动，市场时刻在变化，更大的变局正在悄然孕育。中国的零售业蕴含的矛盾已经日益尖锐，变革势在必行。

变革之一：外资过度发展，本土企业迫切需要保护和扶持

外资零售企业在中国的已经处于过度发展阶段。一方面，外资企业使得市场的竞争更为激烈，本土企业的发展则显得捉襟见肘，在短短的 30 年时间里，中国的零售业尚未强大到可以与外资对抗的地步。美国麦肯锡曾经指出，中国入世后最大危机将发生在商业流通领域。更为重要的是，外资零售企业不仅会扩大在中国的市场份额，甚至会形成对中国市场的垄断。零售业是国民经济的先导产业，在引导消费、促进生产、引导投资、促进产业结构调整、实现经济良性循环、提高国民经济运行效率和效益等方面越来越发挥着重要的战略作用。但是，中国长期以来由于受“士农工商”和“重农轻商”传统理念的影响，整个社会对零售业的战略地位普遍认识不足，中国政府同样对零售业也重视不够。与世界上其他国家争相保护本国零售业不同的是，中国政府不仅提前开放市场，而且给予外资企业“超国民待遇”，这些都是政府对零售业战略地位认识不足的表现。

2010 年中国连锁百强中，主要外资企业有 21 家，其中超市 12 家，百货 5 家，家电、餐饮等连锁类企业 4 家。共实现销售收入 3539 亿元，占连锁百强的 21.3%，比 2009 年同比增长 22.4%。5 家外资大型超市新增店铺 140 家，新开店数比上年增加了 22%。外资企业总体保持较快的发展速度，且开店和销售增幅基本保持同步。2010 年，店铺增幅超过 20% 的外资企业达到 6 家（2009 年为 2 家）。内资企业的开店速度和销售增长普遍低于外资。

表 1：2010 年外资零售业在连锁百强中的情况

百强序号	企业名称	类型	销售规模（万元）	门店总数（个）	销售规模占百强比例
6	康成投资（中国）有限公司（大润发）	超市	5022500	143	3.02%
7	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	超市	4200000	182	2.53%
9	沃尔玛（中国）投资有限公司	超市	4000000	219	2.41%
14	百胜餐饮集团中国事业部	餐饮连锁	3360000	3500	2.02%
16	百思买（中国内地）	家电	2700000	277	1.62%
20	新世界百货中国有限公司	百货	1790000	37	1.08%
26	百盛商业集团有限公司	百货	1656000	47	1.00%



27	好又多管理咨询服务（上海）有限公司	超市	1650000	104	0.99%
31	特易购（TESCO）中国	超市	1590000	109	0.96%
33	乐天超市（中国内地）	超市	1444700	80	0.87%
34	易初莲花	超市	1360000	74	0.82%
35	欧尚（中国）投资有限公司	超市	1350000	41	0.81%
40	锦江麦德龙现购自运有限公司	超市	1170000	48	0.70%
51	广州屈臣氏个人用品商店有限公司	超市	800000	800	0.48%
53	麦当劳（中国）有限公司	餐饮连锁	710000	1200	0.43%
56	永旺（中国内地）	百货	662620	27	0.40%
65	成都伊藤洋华堂有限公司	百货	435363	4	0.26%
67	宜家家居	家居连锁	430000	8	0.26%
73	易买得	超市	400000	27	0.24%
75	百佳超市（中国区）	超市	388282	44	0.23%
91	华糖洋华堂商业有限公司	百货	270875	8	0.16%
总额			35390340		21.29%

数据来源：中国连锁经营协会

一旦外资控制了流通渠道，将对中国的本土供应商和制造商带来致命打击，外国商品将通过外资零售渠道实现对中国的产品倾销。由于意识和政策失误导致的失控局面必将获得矫正。因此中国的零售业将进入第四个发展阶段，那就是在遏制外资零售企业的同时，加速扶持本土零售企业发展壮大。

由于零售业的战略地位及外资零售业对经济的冲击,对于零售业的扩张,许多国家采取了很多方法。日本、韩国、德国等政府以各种手段保护本国零售业,限制外资自由发展。国家零售巨头在采取保护主义的国家大多败北。外资企业在中国的发展已经过度,校正这种局面单靠中资企业的努力已显得单薄,国家必须给予外力推动。外资零售企业一旦都到国家政策和战略的压制,其在中国的发展前景不甚乐观,这在许多国家并不新鲜。最近沃尔玛和家乐福出现的价格欺诈等问题并非偶然,外资零售商在华扩张已显出疲态,在调整产业结构、扶植民族企业的大背景下,部分外资企业将被淘汰出局。外资企业引领中国零售市场时代即将过去,这将为中国的零售业带来新的发展机遇。

表 2：跨国零售巨头的失败经历

跨国零售巨头	失败经历
沃尔玛	全球 15 个国家开设了超过 8,400 家商场。 2005 年退出日本、 2006 年退出印尼、韩国和德国门店。 进入中国 14 年至今仍然亏损。
家乐福：	11,000 多家营运零售单位，业务范围遍及世界 30 个国家和地区。 2005 年，家乐福宣布退出经营了十年的日本市场； 2006 年，宣布退出韩国市场； 2009 年，退出俄罗斯市场。 2010 年关闭比利时门店。
乐购：	布局 13 个国家，拥有 3700 家门店。在日本和美国遭遇连年亏损。

数据来源：中信建投研究所整理

变革之二：跨区域扩张势在必行---并购成为大势所趋

本土企业艰难而必要的跨区域扩张

在占据本省的区域市场优势后，区域零售商再度遇到发展瓶颈，困惑甚至比几年前的“盲目扩张时代”更多。随着区域市场的日趋饱和，众多零售企业如何成功突围，找寻到适合自身的区域外发展空间，避免成为“瓮中之王”，在以后几年内，都将成为企业关注的焦点。很多优秀的区域零售进行跨区域扩张的企业效果均不理想：武汉中百进军重庆已达数年之久，却长期亏损，至今尚未盈利；大商股份 2008 年坚决挺进河南、山西、山东、四川等地，而门店却遭遇严重亏损，让人扼腕叹息；给予厚望的百货龙头王府井在跨区域的扩张中，也面临门店定位、与业主关系紧张等出乎意料的各种问题。中国的零售企业的跨区域扩张似乎陷入魔咒。

一方面经济发展阶段和企业自身的发展要求迫切需要突破区域限制，另一方面由于中国行政区划、区域不平衡、代理商割据等原因造成的突围困境。在这种情况下，企业的外延发展只有两种方法：一是通过缓慢的市场渗透，逐步打入外省市区域。然而经历了割据为王的时代，各地渗透的空间已经有限，并且往往需要以牺牲效益为代价进行激烈的市场竞争，这种方法被证明并不是最优选择。另外一种扩张方式则是借助外力进行并购扩张。零售企业发展到一定阶段，不管是出于经营的需要，还是竞争或发展的需要，都会走并购的道路。在各个省市龙头企业已经基本占据本土市场的时候，新增空白市场相对较少，企业的发展壮大似乎只有通过并购来进行。我们可以预计，未来几年，中国的区域性零售商将展开较大规模的并购重组浪潮。这种重组浪潮一方面是大企业壮大要求，另一方面也使小企业回避过于激烈的竞争局面而择机退出的过程。

一、二线城市逐步饱和，并购成为发展必然

国际上衡量零售饱和度最常用的方法是计算零售饱和指数(The Index Retail Saturation, 简称为 IRS)。零售饱和指数是指每平方米零售面积负担的购买额或销售额数，它主要揭示某市场区域某类商品或服务的潜在需求程度。其计算公式为：

$$IRS = \frac{C \times RE}{RF}$$

式中，IRS 为某地区某类商品的零售饱和指数，其数值越低说明市场饱和度越高；C 为某地区购买某类商品的顾客数；RE 为某地区顾客人均消费支出；RF 为某地区经营同类商品商店的营业面积。以北京为例，2001 年到 2010 年北京连锁 IRS 呈现出平缓下降的趋势。由此可以得出北京连锁零售市场正趋于饱和。而北京地区的社会零售总额增速过去几年也持续低于全国水平，说明北京等一线城市的市场饱和度已经较高。

图 1：北京零售业的市场空间

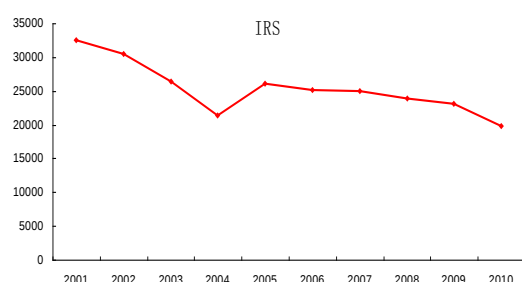
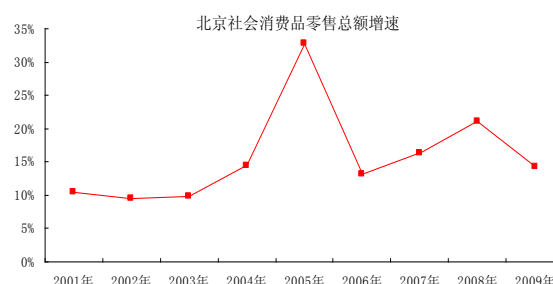


图 2：北京社销总额收入增速



数据来源：中信建投研究所整理 WIND

在东部沿海及发达的省会城市，基于商圈的稀缺性及市场的饱和，零售行业的激烈竞争带来的优胜劣汰不可避免。并购将以平级的形式进行，具体表现在大吃小，强吃弱，例如北京物美商业 2002-2006 年并购同城的超市发、美廉美等便属于这一类。

三、四线城市---中小零售商的寻找好的退出机制

在中国零售市场上，中小企业占了大多数，这些企业大多是自然生长起来的，中小零售企业对活跃市场、丰富消费层次、解决就业等方面有突出的贡献。但是大量中小企业的存在使得行业的集中度很低，规模效应减小。而且在大型零售商不断进行下沉扩张的背景下，中小企业面临大企业的竞争显得非常的无力。零售行业已经渡过了野蛮生长的阶段，进入了强者恒强，加速淘汰集中的过程。中小企业要生存下去，只有通过联合、并购扩大实力，或保持“小而特”占领特定市场。因此中国的零售业并购除了跨区域的平级并购以外，大的零售商向下的兼并也是重要的形式。

中国零售业并购大潮已然展开，2010 年超市和百货行业并购频发。这中间既有图谋全国扩张企业的跨省级并购、同省市零售企业之间的平级并购，也有三四线城市的弱小企业被区域大企业并购。百货行业的并购更为激烈，主要原因是百货商圈资源的稀缺性和不可复制性，使得并购成为更加没有选择的扩张方式。

表 3：2010 年中国零售企业并购案例

	时间	事件
超市	2010 年 1 月	物美收购天津卜蜂莲花 4 家门店
	2010 年 3 月	百联集团 100%控股华联吉买盛
	2010 年 4 月	烟台振华收购聊城昆仑超市 60%股权
	2010 年 5 月	西亚集团收购广州兴安超市
	2010 年 6 月	武汉中商收购销品茂 49%的股权
	2010 年 7 月	收购保龙仓组建合资公司 家乐福占 51%
	2010 年 8 月	京华商贸集团将 90%股权转让给新合作
	2010 年 10 月	海航集团 10 亿 100%控股家得利
	2010 年 10 月	步步高并购浏阳创意实业旗下 4 店
	2010 年 12 月	京客隆 1.21 亿整合北京首联全股
	2010 年 12 月	华润 3700 万收购广州宏城超市股 98%股权
百货	2010 年 2 月	南京中商出资 2700 万持中央新亚百货 17.14%股权
	2010 年 2 月	常州泰富百货全资收购江苏老字号瑞和泰
	2010 年 3 月	成都乐森 3 亿飞速拿下东风商场
	2010 年 4 月	大商集团并购微笑堂商厦进军广西
	2010 年 4 月	振华百货收购天津百货大楼 60%股权
	2010 年 6 月	小红帽商城成为山东银座旗下平台
	2010 年 6 月	新世界百货 1.5 亿并购北京新世界百货
	2010 年 6 月	友好集团 2.56 亿买下伊犁铜锣湾
	2010 年 7 月	南京中商 1260 万收购苏州中商置地 45%股权
	2010 年 7 月	金鹰商贸 2.67 亿拿下瑞景 100%股权
	2010 年 8 月	春天百货 5.51 亿收购贵阳国贸广场全股
	2010 年 8 月	银泰百货 5.81 亿控股合肥华侨广场

	2010年8月	西单友谊集团注入首旅集团
	2010年8月	河南正道 6440 万余元再次出手郑荣全资产
	2010年10月	银泰 16.125 亿港元 50%控股北京燕莎友谊
	2010年10月	茂业国际 3.88 亿拿下淄博糖酒站公司
	2010年10月	卓展集团全盘接手北京华熙乐茂
	2010年10月	福建东百 900 万迎娶厦门新世界百货
	2010年10月	茂业国际收购东泰集团 80% 股权
	2010年11月	银泰百货 2.48 亿收购湖北新世纪 84.5% 股权
	2010年11月	银泰百货 5650 万全盘并购湖北武珞
	2010年11月	东方银座 2.1 亿港元全资收购重庆太平洋广场
	2010年12月	茂业百货 1.74 亿拿下扬子江百货 70% 的股权
家电	2010年6月	苏宁认购 Laox29.26% 股份成第一股东
	2010年9月	汇银家电与安徽幸福树成立合资公司
	2010年10月	国美 4800 万并购库巴网 80% 股权

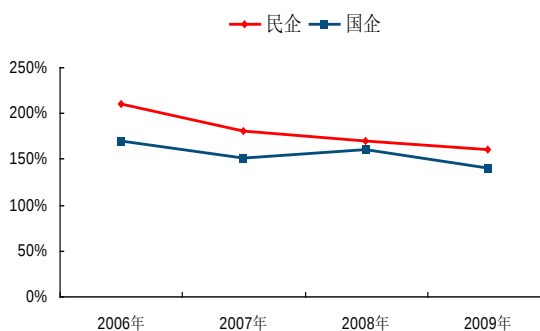
数据来源：中信建投研究所整理

变革之三：国退民进

由于零售行业中的民企能够得到充分的生长空间和良好的生长环境，国企的总量指标在行业中占主导地位，但比重逐年缓慢下降，同时民企在这个行业的经济比重在逐年上升。因此，零售业出现的是比较温和的“国退民进”。非国有经济在贸易业领域占绝对优势，2009年在统计的9.5万家限额以上批发和零售业法人企业中，国有控股企业1.1万个，占11.8%，比2008年下降0.5个百分点，限额以上国有控股企业比重继续下降。销售额和资产总计分别占40.3%和39.9%，比2008年下降0.4和1个百分点。2010年连锁百强的中资企业中，国有企业占36.7% 民营企业占63.3%，大型的零售企业国有企业仍然占据相当的比例。

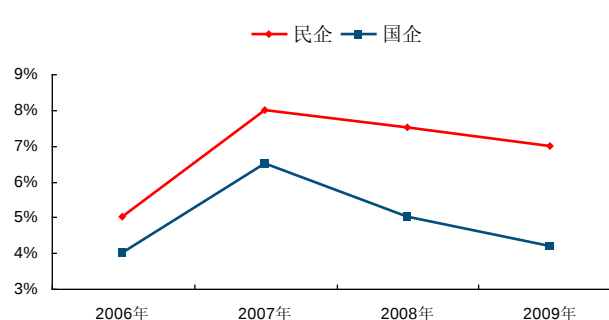
国有企业占据绝对优势由于我国的经济体制所决定，但是机制僵化、管理松散、缺乏冒险和探索精神也使得中国的国有零售企业大而不强、效率低下。从世界零售行业的发展来看，世界前10大零售商全是民营企业，中国零售业的未来更多的寄托于民营企业，国退民进将是长期而必然的过程。

图 3：民企和和国企的资本产出率



数据来源：联商网

图 4：民企和和国企的资本回报率



中国国有企业改革从 1978 年算起到现在有 31 年的历史，大部分企业完成了国有独资到国有控股的转变。在现阶段对于企业改制的要求为：国有大型及特大型企业，改制方向是股权多元化的现代企业制度改造，并明确鼓励引进战略投资者，民营企业、外资企业并购重组国有企业，对于中小国有企业则进行非国有化改造。按照国家继续推进企业改制的政策方向，国有体制的逐步减弱和退出是历史发展的必然，零售企业的民营化将逐步提速。

表 4：上市零售企业改制案例

改制企业	改制性质	改制时间	内容
大商股份	私有化	2009 年	2009 年 6 月 5 日，大商国际持有的大商股份 10% 股权无偿划转给国有全资子公司大连国商资产经营管理有限公司。之后，2009 年 9 月，大商集团的 100% 股权在大连产权交易所挂牌。大商集团改制及增资完成后，深圳曼妮芬、浙江红蜻蜓、波司登及大连大商投资管理有限公司，分别持有股份制改造完成后的大商集团的 30%、25%、20%、25% 股份。由于 2010 年减持 348.31 万股，大商股份第一大股东与第二大股东持股数仅相差 2.91 万股，占总股本之差为 0.01%。旗鼓相当的持股数背后，是大商股份控制人的变局。
成商集团	私有化	2003 年	2003 年，民营企业四川迪康集团日前与成都人民商场（集团）股份有限公司的最大股东——成都市国有资产投资经营公司正式签署了《股份转让协议书》，以每股 2.31 元的价格，收购成都市国投公司所持的成商股份全部 132828880 股（占公司总股份的 65.38%）国有股，协议金额总计 3.068 亿元。2005 年 6 月，茂业百货收购迪康公司持有的成商集团股份，成为成商集团第一大股东。
王府井	股权结构多元化	2010 年 12 月	公司 2010 年 12 月，持有该公司 50.13% 股权的王府井国际股权发生变化，由只有一个股东北京王府井东安集团有限责任公司（王府井东安），变更为王府井东安、中信产业投资基金管理有限公司（中信产业基金）管理的北京信升创卓投资管理中心、福海国盛（天津）股权投资合伙企业（福海国盛）、北京国有资本经营管理中心（国管中心）四家共同持有，持股比例分别为 65%、15%、15% 及 5%。同时，北京国资委也将王府井东安整体划入国管中心。引入战略投资者成为王府井国有体制改革的重要步骤。

数据来源：中信建投研究所整理

A 股的上市国有零售企业早已已经完成了企业改制的第一步，但是改制的进程远远没有完成。下一阶段零售类上市公司的体质改革将沿着私有化和股权机构多元化进行，这种改革多是自上而下。但是最近几年，出现了更多起的零售企业被动民营化案例。例如 2008 年开始，中兆投资（茂业系）频频举牌渤海物流和商业城，并最终成为两者的第一和第三大股东。最近，银泰百货二级市场增持鄂武商与武商联公开叫板及津劝业的第一和第二大股东纷纷增持股份夺取控制权，说明国有零售企业的民营化进程正在被动加快，国退民进的方式采取了自下而上的方式。产业资本举牌上市公司，应该说是资本市场实现资产配置功能的补充和延伸，对提升资本市场的魅力和促进健康发展，都是好事。而在全流通市场背景之下，这也是一种必然趋势。而由于举牌或者争夺股权效应刺激股价短线飙升的案例也屡见不鲜，历史上就曾经出现过“宝延收购大战”，将标的股延中实业的股价在一天之内推高近 60%。这类投资机会在零售行业也应给予充分重视。

变革之四：业态变迁

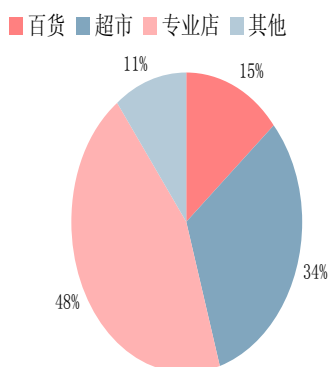
百货地位仍然不可撼动

2010 年，以经营百货为主的连锁企业占据了三分之一的百强席位。35 家主营百货的连锁企业的销售额和店铺数量平均增幅分别为 23.2% 和 18.5%，明显高于超市连锁企业。2008 年连锁百强中百货企业仅占 25 家，百货行业在中国零售业的地位仍然呈不断上升的趋势。

20 世纪 80 年代后期，经济快速发展使人民的生活水平不断提高，社会购买力迅速膨胀，这与商店“短缺”相矛盾。在当时超级市场还未被引进到中国的情况下，百货店成为各地发展零售业的首选，各地政府也积极推动百货业大力扩张。据统计，中国在 20 世纪 90 年代的前五年内，新建的大商场比此前 40 年的总和还多四五倍。在发达国家早已进入了衰退期的百货店，在中国确实得到了过度的投资，90 年代末出现全国百货业的倒闭风潮，在超市、大卖场、家电连锁等新业态的冲击下，全行业陷入低谷。2003 年后，百货行业迎来新一轮发展高潮，主要原因是居民消费升级带来对非生活必需品的需求，另外一个原因是 2001 年底加入 WTO 后，众多国外品牌快速进入中国，百货业的内涵变得更为丰富，促进百货行业向现代百货业的转型升级。

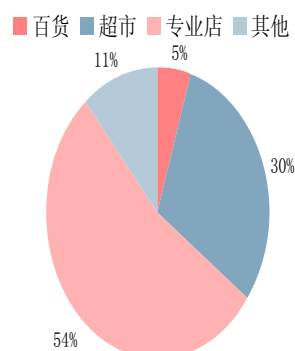
百货行业在中国目前如日中天，虽然长期来看，由于高端奢侈品专卖店、低端折扣店、大型购物中心的不断分流，使得百货业市场份额会被逐步压缩，但是这些业态在中国规模和实力尚弱，中国的百货业在未来 5-10 年内仍然面临非常好的发展机遇。

图 5：中国各个零售业态的构成比例



数据来源：中信建投研究所整理

图 6：美国各个零售业态的构成比例



随着零售业对外开放的深入，中国零售业已改变了过去百货商店单一的业态模式，各种新的零售业态形式相继出现，形成了业态竞争多元化的局面。未来中国的零售业也他变迁或会出现以下变化：

综合型和专业型的业态模式两极发展

伴随着房地产的泡沫，商业地产的投资也过热，直接导致了大型的购物中心等综合商业业态的出现。同时城市生活节奏加快提高了人们对于一站式购物和消费的需求，许多超市和百货店都在朝着购物中心发展。而随着中国自主消

费品牌的不断兴起及人们在特定时间段对某一类商品的集中需求，将使各类专卖店各领风骚。哑铃型的业态变迁模式成为主流。

无店铺经营（包括网购、电话购物、自动售货等）会逐步兴起。

网络购物在 2010 年保持翻番速度增长，能够实现 5000 亿元左右的规模，网络购物交易额占中国社会消费品零售总额的比重提高到 3% 以上，虽然仍低于美国的 4% 和韩国的 10%，但是我国的网购规模增速惊人。中国目前有 4.5 亿网络用户，年度增长 20%，其中实现网络购物的 1.5 亿人，约占网民的 30%，这一比例远远低于美国 80% 的比例。

中国的网购市场比美国整体落后 5 到 10 年，中国出现的各种网购模式，几乎都是照搬美国。经过近 10 年的从无到有，中国的网络购物正处于爆发期，网络购物得到众多实体商家的重视不断提升。实体店铺无疑正在接受这一新型商业模式的重大考验。网络购物在商品的流通中占据一定得份额是肯定的，但是我们认为这一比例将较为有限，网络购物可以成为实体店铺的有益补充，而无法将其替代。主要原因一是购物本身是人类参与社会活动重要组成部分，通过实际的购物行为，消费者可以获得商品的信息对比、活动能力的增强、以及购物带来的满足感和享受感，这些都是网络购物无法提供的，这个道理就像人不可能通过注射营业素代替美味食品的进食一样。其次，网络购物虽然为消费者提供价格相对低廉的产品，但是其对与商家而言的盈利能力却难保证，这就会抑制商家的积极性及网购的规模。但是不可否认的是，网络购物对某些类别的商品可能带来致命的打击，尤其是一些标准化和功能性产品，例如家电、3C 产品、书籍等等。

二、变革中的投资机遇

零售国家队组建

市场经济条件下，流通通过消费决定生产。生产是否符合市场的需求需要通过交换、通过消费来检验。流通业在市场经济中发挥的作用和地位不是只发展制造业可以取代的。十二五规划将扩大内需、刺激消费提高到前所未有的高度，国家制定各项政策保证消费的兴旺，其中包括通过并购等方式培育大型零售企业及提高居民收入。对于流通业的重视也被提到了应有的高度：

表 5：国家出台利好零售行业的政策

时间	政策	具体内容
2010.10.27	《中共中央关于制定“十二五”规划的建议》将“扩大内需”作为单独一章，进行阐述。	坚持扩大内需特别是消费需求的战略，必须充分挖掘我国内需的巨大潜力，着力破解制约扩大内需的体制机制障碍，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面
2011.2.27	提高个人所得税薪酬起征点。	今后五年，政府将把解决收入分配不公作为一项重要任务，准备从三个方面解决收入分配不公的问题：第一，提高低收入者的工资水平，同时提高低保的保障水平；第二，对于收入过高的行业，我们要采取从总量和水平两个方面，对其收入加以限制；第三，保护合法收入，取缔非法收入，调节过高收入。从而实行两个“同步”，居民收入增长要同经济增长同步；职工工资增长要同劳动生产率同步。最终让每一个人都分享改革开放的成果。
2011.3.20	奢侈品国内售价有望与海外同价	第十二届中国发展高层论坛上，商务部部长陈德铭说，我国将采取促进竞争，完善

		物流体系，转变和创新零售模式，减轻零售企业负担等措施，解决部分国际品牌奢侈品在我国的销售价高于海外价的问题。他在会上分析了三点原因：一、部分海外市场是没有关税的，例如香港地区实行零关税政策；二、我国高档消费品分销体制刚刚建立，层次多、费用大，增加了高档消费品在中国的交易费用；三、金融危机后，海外产品在其所在国家地区未来促进消费，进行了折扣和降价处理。
2011.3.22	中国商务部新闻发言人姚坚说，商务部正牵头编制关于国内贸易的“十二五”（2011—2015 年）发展规划	将在“十二五”期末使中国社会消费品零售总额、生产资料销售总额、批发、零售、住宿、餐饮等重要消费品市场的经营规模比“十一五”（2006—2010 年）期末翻一番；鼓励企业通过跨行、跨区、跨所有制兼并重组，并扶持 15-20 家大型零售航母企业。
2011.3.30	商务部、发展改革委、供销总社组织编制印发《商贸物流发展专项规划》	规划确定 9 项重点工作内容：完善商贸物流网络布局，加强商贸物流基础设施建设，提高商贸物流专业化、一体化服务水平，引导和鼓励商贸物流模式创新，提高商贸物流科技应用水平，深入开展商贸物流发展示范工作，大力推广绿色物流方式，完善应急物流运行机制，大力推进商贸物流国际合作。

数据来源：中信建投研究所整理

零售业如果没有一批实力雄厚的大企业，不但很难在与外商的激烈争夺中有所作为，而且还有可能成为被外资企业兼并的对象，而业内众多制度壁垒、行政壁垒的存在却使得企业的并购联合存在众多障碍，单单凭借市场力量，恐怕没等到本土的大企业培育起来，本土零售市场已被外资巨头瓜分大半，在这个速度决定成败的时代，由政府主导的企业联合并购行为是一种无奈的权宜之计，尽管这样做也许会带来许多弊端，但不这样做，对国内零售市场会更加不利，韩国、日本的综合商社都是政府主导模式下发展起来的，只要行政手段在运用范围、程度上把握好，零售业“国家队”一样可以走向成功。

经过多年的发展，中国的百货、超市、专业店均出现了一些实力雄厚、具备发展成为全国乃至世界的零售龙头企业。此次国家政策扶持将更加突出这些企业领头羊的特征。因此我们认为已经具备了规模优势和全国布局优势的企业将更多的得到国家的支持。从这个角度看，百联股份、王府井、大商股份、银座股份、物美、人人乐、永辉超市、天虹商场、苏宁电器、国美电器、华润万家等企业很有可能被列入名单，享受国家在税收和政策上的各项优惠。由于外资企业目前主要集中在超市领域，外资的发展受到限制后，中国零售业受益最大的也是超市行业，因此我们预计在政策和竞争均有利的情况下，中国未来会出现行业的领军企业，建议关注永辉超市、步步高、华联综超。

资本实力雄厚的民营企业将率先通过并购突破区域扩张瓶颈

除了国家支持的零售航母外，拥有雄厚的资本后盾的民营企业零售企业，有可能借助零售行业国退民进的潮流，通过资本并购进行快速扩张。这类企业必须具备几个条件：1、有充足的资本或融资渠道来支持并购所需要的资本，资本来源可以是雄厚的股东背景或者是有力的财务投资人。2、**股权结构较为集中**。大股东必须对上市公司有绝对的控制权并且与公司的利益强烈一致。3、所有制性质为民营企业，拥有快速扩张愿望及快速决断能力。4、并购标的较为丰富，业态的可复制性较好。

表 6：并购扩张型的民营企业特点

	并购案例	实际控制人资本实力	实际控制人	控股股东	大股东持股比例
银泰百货	科学城、百大集团、鄂武商	沈国军拥有银泰投资集团 60% 的股份。拥有多家国内上市公司和 40 余家下属全资或控股公司。集团的总资产达 450 多亿元，投资的产业涉及房地产、商业百货、能源和酒店业。	沈国军	银泰投资	44.11%
茂业国际	收购成商集团、深国商、商业城、渤海物流	黄茂如夫妇持有茂业集团 100% 股份，黄茂如 2010 年位列胡润富豪榜第三名，资产超过 100 亿元	黄茂如	茂业投资	81.71%
物美商业	2003-2006 年并购超市发、天津大荣、美廉美、新华百货	通过与国际资本市场对接，为企业的并购发展提供雄厚的资金支持	张文中	物美控股	40.91%

数据来源：中信建投研究所整理

通过分析以往的并购案例，我们认为 A 股上市公司中百货类企业大多属于国有性质，少数民营企业的股东背景和股权比例均不符合要求，符合以上条件的企业目前主要集中在超市和专卖店。通过分析，我们认为，未来最有可能通过并购快速升出的企业有新华都、人人乐、步步高。

表 7：民营企业的并购潜力

证券简称	大股东名称	大股东持股比例（%）	实际控制人	并购扩张的可能性
三江购物	上海和安投资管理有限公司	61.35	陈念慈	并购标的缺乏，动力不足
步步高	步步高投资集团股份有限公司	54.67	王填	具备并购实力
人人乐	深圳市浩明投资管理有限公司	48.75	何金明	具备并购实力
新华都	新华都实业集团股份有限公司	43.97	陈发树	具备并购实力
武汉中百	武汉商联（集团）股份有限公司	10.16%	武汉国资委	股权分散且缺乏动力
华联综超	华联集团	22.78%	吉小安	控制力不够
永辉超市	张轩松、张轩宇	35.60%	张轩松	可复制性较差

数据来源：中信建投研究所整理

被并购者更具诱惑力

零售行业集中度逐步提高在所难免，在一部分企业快速壮大的同时，将有一部分企业被并购，或与其他企业结成联盟。这部分企业大多是经营不善、规模较小、或者股权控制力较分散的企业。2010 年以来，一系列针对房地产市场调控的新政，使住宅市场投机行为被空前打压，而商业地产则处在政策的空白区。而且，由于商业地产体量较大，运营专业性要求高，其流动性较差，因此国内上市公司的物业重估价值长期以来未受到充分重视。近日，商业上市公司中频频发生股权争夺事件，被争夺的上市公司已不仅仅限于民营企业，一些国有企业也成为资本并购的对象。这表明，产业资本对商业零售企业的倾慕已不再遮遮掩掩。

我们认为符合被并购企业有以下特点：（1）股权结构分散，大股东对公司的控制力较弱。（2）拥有较好的

资产质量。(3) 收购成本相对可控(市值不要太大)。这类企业中, 为降低收购成本, 企业最好拥有单体百货或较小规模的自有物业, 这类企业的流动性大大增强。而其物业重估成本往往远远大于总市值, 产业资本并购这类企业可以在很短的时间内用较小的成本实现盈利。

表 8: 有可能成为被并购对象的企业

单位: (亿元)

证券代码	证券简称	大股东持股比例	净资产	收入	市值	收入/市值	自有物业面积 (万平米)	重估价值	重估价值/ 市值	物业重估价值- 市值+净资产
600778.SH	友好集团	17.6%	10.94	26.4	37.3	0.71	30	55	1.48	28.7
600693.SH	东百集团	17.5%	6.71	17.5	36.0	0.49	11	30	0.83	0.7
600682.SH	南京新百	15.7%	10.72	15.4	36.9	0.42	14	40	1.08	13.8
600790.SH	轻纺城	15.6%	13.27	3.3	62.2	0.05	56	25	0.40	-23.9
600306.SH	商业城	14.1%	5.89	13.7	30.5	0.45	34	45	1.47	20.4
000056.SZ	深国商	13.7%	0.09	0.1	35.3	0.00	14	140	3.96	104.7
600821.SH	津劝业	13.7%	5.55	8.0	32.5	0.25	8	40	1.23	13.0
600856.SH	长百集团	11.1%	1.10	3.3	16.7	0.19	6	18	1.08	2.4

数据来源: 中信建投研究所整理 公司公告

经过统计, 我们对 A 股上市公司中股权较为分散、市值规模较小、自有物业优良的企业进行分析, 得出结论: 假设产业资本按照现有市值 100% 收购企业, 除去收购成本, 收益最高的分别为深国商、友好集团、商业城、南京新百、津劝业, 这些企业价值仍被远远低估, 后续有可能成为产业资本持续的围堵目标。

除了弱小者, 零售行业内一些巨头, 股权结构分散, 国有控制权较弱。这部分企业包括大商股份、银座股份、鄂武商、武汉中百。其特点是国有企业控股比例均低于 20%, 营业收入/市值比例较高, 资产质量良好, 未来也很有可能成为产业资本举牌或者争夺控制权的标的。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

张新红：中央财经大学金融学硕士，商业零售行业分析师，从事证券行业研究 3 年。对行业及公司运行趋势把握准确。

基金研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。