

零售业(010811)

行业集中度提升过程中蕴涵投资机遇

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

瞿猛 分析师

电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511050001

我们近期研究了韩国零售行业发展历程, 并对比研究了我国百货行业发展阶段和未来的投资机会, 我们认为中国百货业未来将迎来行业集中度的提升, 其过程中将带来投资机遇。

韩国零售业发展的阶段性分析

根据经济社会的变化, 可以把韩国战后百货店的历史分四个阶段来考察: 导入期、成长期、变革期、海外开拓期。韩国经济经历了高速增长和市场开放及资本自由化阶段后, 便利店、廉价店等新业态大量进入, 大型廉价店等新业态在本土化适应过程中不断调整, 形成韩国特色, 零售业两极化现象严重, 中型零售店占比较小, 韩国百货业在 90 年代中后期迎来了行业剧烈变革, 从而导致行业集中度的提升和毛利率的大幅提高。

我国百货业的成长与变革并存

将零售业态置于经济发展过程来考察, 会发现我国也呈现出与韩国相似的特征, 韩国零售业的发展进程为中国零售业的发展及投资提供了较好的借鉴。从人均收入水平、批发和零售占 GDP 比重、政策以及百货行业集中度综合分析, 我国目前大概处于韩国 90 年代中期的水平, 行业正处于成长与变革的复杂时期。此时, 行业兼并重组事件逐渐增加, 经历了集中度的大幅提升、毛利率的逐渐提升以及二级市场股价的良好表现。

投资建议

参考韩国零售业发展趋势, 我们建议投资者沿着几条主线进行配置: 1、不断进行区域拓展和具有并购能力的公司, 重点推荐王府井; 2、经营中高档商品的百货公司和专业连锁, 如: 友阿股份、首商股份(原西单)、广州友谊、潮宏基、老凤祥等; 3、具有大集团小公司特征, 有潜在被并购或资产注入可能的公司, 如新华百货、南京中商、成商集团、渤海物流、鄂武商。

风险提示: 成本大幅上涨、行业增速下滑和竞争加剧

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10A	11E	12E	10A	11E	12E			
王府井	43.60	0.95	1.57	2.04	45.89	27.77	21.37	0.77	55	买入
首商股份	14.15	0.37	0.55	0.73	38.24	25.73	19.38	0.56	16.5	买入
潮宏基	28.40	0.57	0.85	1.15	49.82	33.41	24.70	0.95	40	买入
友阿股份	23.37	0.62	0.86	1.22	37.69	27.17	19.16	0.57	30	买入
广州友谊	23.50	0.91	1.20	1.48	25.82	19.58	15.88	0.78	36	买入
苏宁电器	13.05	0.57	0.72	0.93	22.89	18.13	14.03	0.75	18	买入
步步高	25.79	0.63	0.82	1.15	40.94	31.45	22.43	0.77	29	买入
新华百货	26.49	1.04	1.30	1.75	25.47	20.38	15.14	0.7	35	买入
重庆百货	46.61	1.41	1.79	2.30	33.06	26.04	20.27	0.82	55	买入
南京中商	27.85	0.33	1.20	1.50	84.39	23.21	18.57	0.66	31.5	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场	1 个月	3 个月	12 个月
表现			月
行业	1.11%	9.60%	1.31%
指数			
沪深 300	2.49%	11.92%	3.86%

目录索引

一、 韩国零售业发展的四个阶段	4
(一) 导入期(1960-1979)	4
(二) 快速成长期(1980-1996)	6
(三) 变革期(1996-2006 年)	7
(四) 海外拓展期 (2007 之后)	9
二、 韩国零售业态的特征分析	10
(一) 零售业的两极化现象严重	10
(二) 中型零售店比重小	10
(三) 新型业态增长迅速	10
(四) 韩国零售业市场表现突出	11
三、 中国和韩国零售业所处阶段比较	12
四、 我国百货业未来发展机遇	15
(一) 高端化定位、多元化经营	15
(二) 跨区域拓展和并购能力是取胜之道	16
(三) 百货企业经营重心逐渐高端客户及服务品质转移	17
五、 投资建议	19

图表索引

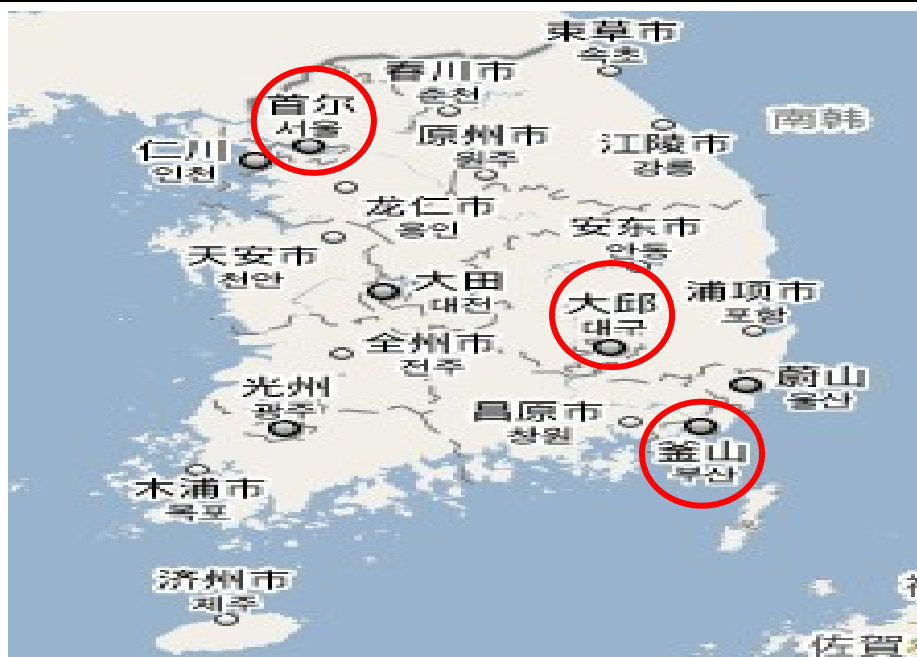
图 1: 韩国各城市区域分布	4
图 2: 韩国GDP及人均收入增长率	4
图 3: 新世界百货直营比例逐渐提升	5
图 4: 韩国城市化率逐渐提升	5
图 5: 韩国百货店铺数量及市场占有率	7
图 6: 韩国各业态市场占有率 (百货不含大型市场)	9
图 7: 韩国各业态增长率	9
图 8: 中型零售店占比相对较小	10
图 9: 无店铺和便利店业态 06 年以来季度销售表现	11
图 10: 韩国零售业指数	12
图 11: 韩国新世界营业收入增长率及毛利率	12
图 12: 韩国KOSPI及零售业P/E	12
图 13: 韩国零售业相对KOSPI的估值溢价	12
图 14: 韩国人均收入及增长率	13
图 15: 中国城镇人均收入及增长率	13
图 16: 商品销售总额及占GDP比重	13
图 17: 中国百货业集中度不断提升	14
图 18: 中国百货业毛利率和净利率	14
图 19: 2003 年韩国百货单店名品市场占有率	16
图 20: 2003 年韩国百货商品类别构成	16
图 21: 乐天新概念复合生活馆	18
图 22: 韩国新世界艺文空间	18

表 1: 快速成长期中的各阶段特征.....	6
表 2: 韩国三大百货店销售额（单位：亿韩元）与市场占有率变化.....	7
表 3: 韩国百货店兼并重组主要事例.....	8
表 4: 韩国企业海外拓展案例.....	9
表 5: 各零售业态批发、零售额指数变化.....	10
表 6: 韩国各业态店铺数量变化情况.....	11
表 7: 外资企业在中国门店扩张情况.....	14
表 8: 韩国百货公司高端化措施.....	15
表 9: 2007 年中国各区域零售企业数及从业人数.....	16
表 10: 近年来国内并购事件	17
表 11: 韩国百货企业服务品质逐渐提升	17

一、韩国零售业发展的四个阶段

韩国真正的现代百货店是1930年开业的日本三越百货公司所属的首尔分店(现为新世界百货店)。韩国最早的民族百货店是分别于1931年和1938年开设的和信百货店和美都波百货店(前身是日资店铺“丁子屋”)。1932年和信收购了民族百货店“东亚”，成为韩国首个多店铺经营的百货公司。为韩国首个多店铺经营的百货公司。1990年之前，韩国对零售业一直不太关注。零售业是极端的二元结构，一端是为数不多的百货店，一端是为数众多的中小零售店，百货店基本上集中于首尔。20世纪80年代上半期，新世界、乐天、美都波被称为三大百货店。在首尔以外的三大都市中，釜山没有百货店，大邱也只有大邱和东亚两家。

图 1: 韩国各城市区域分布



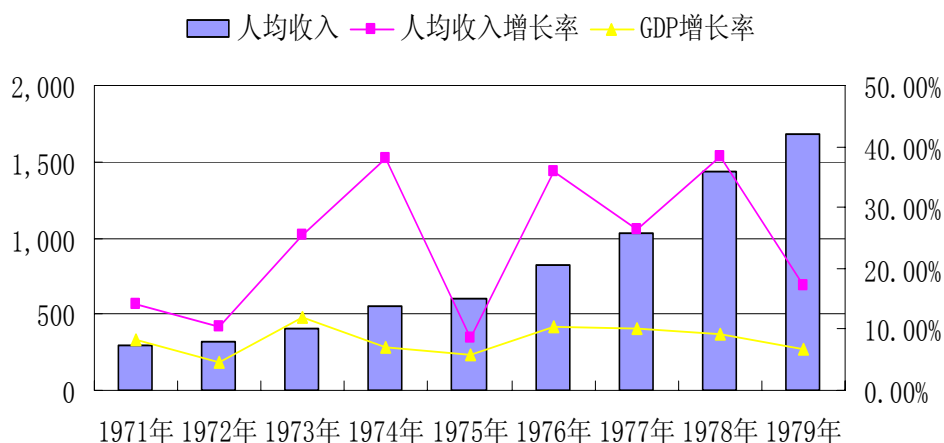
数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

根据经济社会的变化和以首尔为中心的城市发展情况，可以把韩国战后百货店的历史分四个阶段来考察导入期、成长期、变革期、海外开拓期。

(一) 导入期(1960-1979)

在经历二次大战和战后的混乱期，以及1950~1953年的朝鲜战争后。韩国经济逐步复苏，1962年制定了第一个经济发展5年计划，开始推进工业化进程。20世纪70年代后期以后，韩国人均收入以年均30%的速度上涨，消费者的购买力也迅速提高。

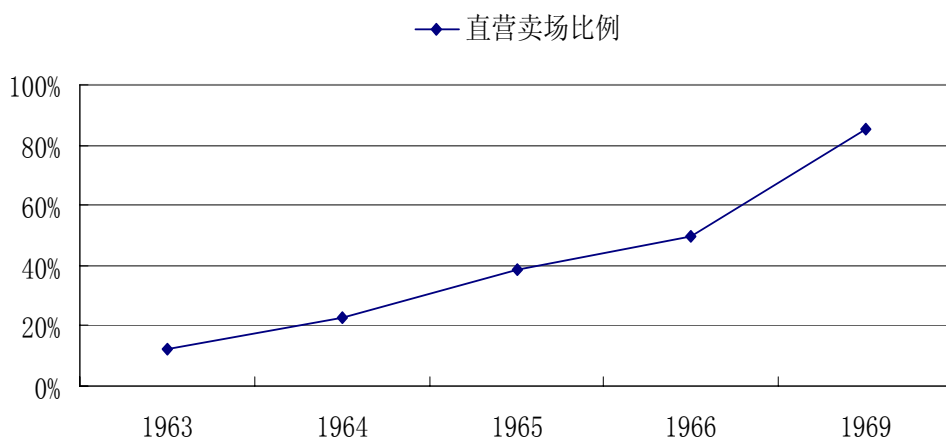
图 2: 韩国 GDP 及人均收入增长率



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

韩国经济的快速增长带来了百货店的复兴，20世纪60年代初三星收购原三越首尔分店、加入百货店业之后。此后，“新世界百货店”成为韩国流通业的中坚。之后三星一改过去柜台出租式经营模式，逐渐扩大由新世界百货店直接经营的面积，直营卖场比例持续攀升。从1963年的12%上升到1969年的85%。

图 3：新世界百货直营比例逐渐提升

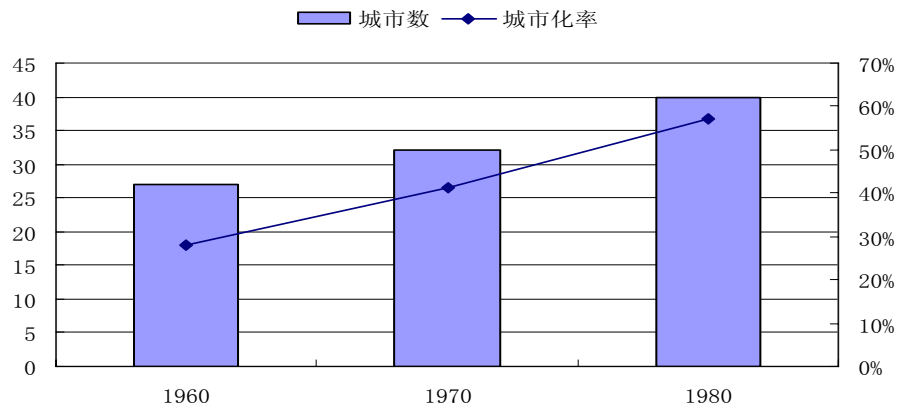


数据来源：广发证券发展研究中心

继新世界之后，美都波、cosmos、和信、欣欣等百货店也以新的经营模式登场。1973年以美都波收购时代百货店为契机，百货店间的竞争日益激烈，1979年乐天购物中心开设了乐天百货店，以豪华的装修，最前卫的商品，涵盖衣、食、住等更宽泛的商品组合，成为韩国商业的一大亮点。这一时期大型建设公司韩阳在汝矣岛建设了复合型公寓，开设了汝矣岛购物中心，加入流通业，1979年在江南开设了韩阳购物中心(现为盖乐利百货店)。

伴随产业化的进步，韩国的城市化也取得了很大发展，城市从1960年的27个增加到1970年的32个，1980年达到40个，城市化比率也有明显上升，依次分别为28.0%、41.1%、57.3%。城市化的发展及城市交通体系的完备，使韩国百货店从导入期迎来了成长期。

图 4：韩国城市化率逐渐提升



数据来源：广发证券发展研究中心

(二) 快速成长期(1980-1996)

1979年后韩国经济由政府主导型经济体制为民间主导型经济体制，并陆续推出一系列贸易投资自由化政策，如放宽直接投资的限制、允许设立外资银行等。1980年制定了“关于垄断规制及公平交易的法律”(即公平交易法)，1986年为了应对财阀问题修改了公平交易法。1986年以后由于出口形势好转，设备投资趋于活跃，个人消费也在扩大，内外需求均得到恢复，1986-1988年实际GNP增长达到两位数。20世纪80年代末到90年代初韩国经济经历了不动产泡沫，基本陷于封闭状态，1994之后，韩国经济因出口复苏再次进入经济高速增长。

表 1: 快速成长期中的各阶段特征

期间	阶段	阶段特征
1980-1983	平稳成长期	新世界、乐天、美都波三大百货店仍占据着统治地位。
1984-1987	扩张期	1.建设公司投资的店铺有现代百货店(1985)、livedoor 百货店(1986)等； 2.不动产公司投资新开的店铺有永丰百货店(1983)、汝矣岛百货店(1983)、Universe 百货店(1984)、crystal 百货店(1985)、palace 百货店(1985)等。
1988-1996	地域拓展与热潮期	1.“乐天购物中心”增设了“乐天世界”室内娱乐设施，新开了 2 号店-蚕室店； 2.现代百货店的贸易中心店、1989 年 sampoong 百货店、1991 年乐天的永登浦店、1992 年美都波的上溪店相继开业； 3.1989 年朝阳流通集团在首尔火车站开店以来，进一步增加了在主要火车站的百货店； 4.乐天购物 1991 年在永登浦站开了第一家店后，发展较为顺利，1994 年和 2003 年又分别在清凉里和大邱站开了分店。

数据来源：广发证券发展研究中心

一般认为韩国真正进入罗斯托(Rostow)所说的“高度大众消费时代”是20世纪80年代。这一时期，韩国百货店迅速增长，成为流通业的主角，以往集中于首尔的大型百货店开始发生巨大变化，如进入江南地区和地方城市开店、通过与海外百货店合作引进其先进的经营方法、海外品牌的输入等。尽管一些不动产公司经营的百货店倒闭，但1980-1983年，新世界、乐天、美都波三大

百货店仍占据着统治地位，因而这一时期被称为平稳的成长期。

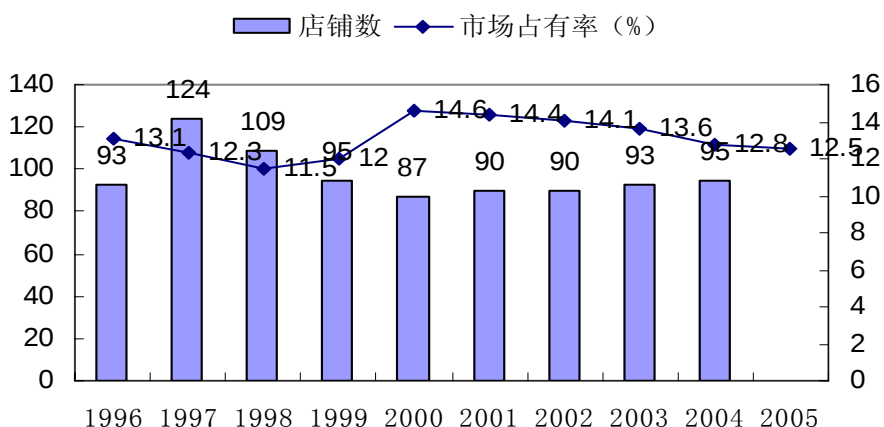
1984-1987年，建设公司和不动产公司积极参与百货店事业，不断进行门店扩张。20世纪80年代中期以后，随着人口增加、人口由市中心向郊外转移，以及公路网与地铁网更加完备，首尔商圈不断扩大和分化，以市中心为核心的百货店开始在次中心区开店，1988-1996年可以说是百货店热的时代。

与此同时，首尔以外地区的百货店也获得了长足发展。大邱的大邱百货店(1969年创立)、东亚百货店(1972年创立)在20世纪80年代后迅速成长。20世纪90年代后半期是百货店的鼎盛时期，年销售额增长率在30%-40%，前三家百货店均从首尔向地方辐射分店，百货店企业达到38家。

(三) 变革期(1996-2006 年)

20世纪90年代中期，韩国百货店数量激增，竞争日趋白热化，一些缺乏资金实力的百货店开始破产。1995年8月-1998年4月间有24家企业共计52家店铺破产。1998年就成了韩国百货店有史以来销售额降幅最大的一年，也是业界重组的一年。1998年韩国百货店销售额同比下降9.8%。市场占有率也从12.3%降至11.5%。地方百货店和中小百货店的效益滑坡尤为严重。三大百货店因新店开张和接管不良企业等因素，销售额只有小幅增长。1998年新开百货店仅有乐天的光州店等2家。

图 5: 韩国百货店铺数量及市场占有率



数据来源：广发证券发展研究中心

1999年由于收入增加，大伤元气的消费者心理很快得以恢复，百货店销售额同比增长7.4%，达12兆7千亿韩元，这与宏观上的景气上升，百货店为区别于折扣店采取专门化、高档化经营路线，以及通过提供赠品、强化促销等因素不无关系。乐天、现代、新世界三大百货店的销售额同比增加了27%以上，乐天总店1999年销售额突破1兆韩元，创下了国内百货店单店的记录。由于因资金状况不佳而暂时没有开业的新店重新开业、乐天接管Chong的Bluehill和东亚城后开出盆唐店和富坪店，在一山还新开了大型店。因此，三大百货店的市场占有率超过60%，百货业寡占趋势进一步加强。

表 2: 韩国三大百货店销售额（单位：亿韩元）与市场占有率变化

项目	1999	2000	2001	2002	2003
乐天	38307	50759	57894	69177	70565
现代	27346	31984	34928	37886	38361

新世界	14018	16726	21696	22600	20685
合计	79671	99469	114518	129663	129611
市场占有率	66%	72%	74%	75%	74%
乐天占有率	29%	34%	34%	38%	40%

数据来源：日本现代流通研究所（注：表内数据是扣除附加税后数据）

2000年韩国百货店销售额再创新高，为15兆2千亿韩元，同比增长19.7%。三大百货店的市场占有率从1999年的66%上升到2000年的72%。强者对市场的控制力得到进一步巩固。新世界百货店99年接收的森安百货店重新亮相，2000年又新开了江南店；乐天百货店以江南为中心开设了3家店铺，实现销售额5兆多韩元，现代百货店在蔚山新开了东区店，同时追加了对弥阿店的投资；盖乐利百货店也接管了大田的2家东洋百货店，店铺总数增加到7家。

2001年业界重组告一段落，但折扣店持续增长。电视购物、网络购物等无店铺零售的迅速壮大下，百货店为了确保市场地位，积极强化以QR (Quick Response快速响应)为核心的SCM(Supply Chain Management供应链管理)和基于顾客差别化管理的CRM(Customer Relationship Management客户关系管理)，减少不必要的酬宾活动和赠品提供，开设VIP室，创办免费的文化中心等，加入百货店协会的全部92家店铺的销售额达到17兆9百亿韩元，同比增长12.4%，结构改革的效果得以显现。受2000年11月实施的减免特别消费税措施的正面影响，大型家电、珠宝和高级手表、毛皮、高尔夫用品的销售额增加，对利润的贡献也增加，三大百货店的市场占有率进一步提高。

2001年美都波百货店和Nucore百货店被卖掉后，认识到经营危机的地方百货店立即效仿大邱百货店委托新世界经营的方式，纷纷委托首尔的都心百货店进行经营，第二次结构改革很快完成。在第一次结构改革中，现代百货店曾引起关注，在第二次结构改革中，乐天与Seibuzone的实力得到增强，尤其是处于首位的乐天其市场占有率持续扩大，百货店业从三足鼎立走向乐天一家遥遥领先的态势。面对乐天的独霸形势，预计2-4位的百货店会从商品供应、物流、人才交流、文娱活动促销等多方面加强合作，联手构筑共同防御战线。

表 3：韩国百货店兼并重组主要事例

被接管企业	接管企业	内容
美都波百货店（3家店铺）	乐天购物	芦原店经过改造后于2002年9月开张；明洞店改为乐天 metro 于2003年开业；清凉里店要建成居住一体型复合设施。
nucore 百货店（9家百货店铺和17家超市中心）	seibuzone	商讨按不同的店铺来进行出售的方式
城市百货店	现代百货店	Rodamco 公司收购后将其租赁给现代百货店经营，租期为20年，2003年8月开张
大邱百货店	新世界百货店	一2003年2月乐天百货店大邱火车站店开业为契机，大邱百货店委托给新世界经营

数据来源：韩国连锁店协会、广发证券发展研究中心

2003年拥有折扣店“E-mart”的新世界百货店的销售额和纯利润超过了乐天，成为22年来的第一次。销售额为5803亿日元(其中75%来自E-mart)、纯利润为301亿日元。另外，乐天与新世界在首尔市最繁华的明洞街区展开了

百货店大战。乐天将与总店相邻的原美都波百货店改换为面向青年人的时尚专门店大厦-“Yuang PLAZA”，将原哈恩比特银行改造为国内最大的名品馆(高级专门店大厦)-“AVENUEL”。至此，乐天总店的总卖场面积达到25000平米。而新世界为实现“梦幻百货店”的经营构想，不仅购买了比邻总店的土地，瞄准青年人建立了新馆，而且对旧馆进行了改造，进一步充实高级品牌。

(四) 海外拓展期（2007 之后）

《日本经济新闻》2006年11月1日报道，韩国乐天百货于10月31日正式宣布，将在北京开设百货店，目标是在2008年北京奥运会开幕之前开业。这是韩国百货公司首次进入中国市场。乐天选择此时进入中国市场不外乎有如下原因：一是瞄准2008年北京奥运会和2010年在上海举办的世界博览会这两大商机。二是乐天集团认为，随着中国经济的持续高增长，中国正刮起一股“韩流”，如果在中国开设百货店，中国的“韩流迷”，特别是其中的富有阶层不出国门就可以跟上韩剧中的流行趋势，购买韩国商品。三是乐天百货在商品采购、开发和广告宣传方面都拥有丰富经验。四是韩国国内市场已经饱和，百货店业总体增长速度日益减缓。中国是亚洲仅次于日本的第二大零售市场，目前中国零售市场正以每年20%左右的速度增长。而与之形成对比的是，韩国市场在2008年前的年增长率预计仅为2.5%。五是业态间的竞争白热化。2002年，折扣店进入韩国流通产业九年之后，销售额首次超过百货店，攀升至韩国国内零售销售额第一位。折扣店逐渐发展成为流通产业的核心，其销售结构也逐渐从以食品类为中心扩大到家电产品领域。折扣店的迅猛发展大大挤压了百货店的市场空间。由于以上原因，再加上韩国地价又持续上升，乐天百货进军中国市场成为理所当然的选择。

图 6: 韩国各业态市场占有率（百货不含大型市场）

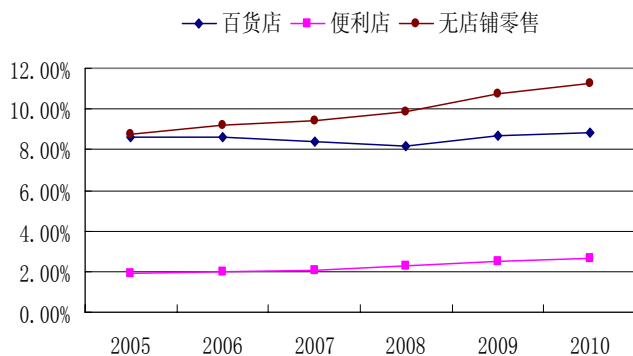
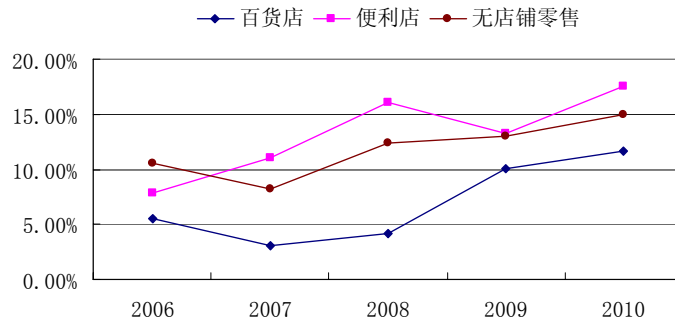


图 7: 韩国各业态增长率



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

表 4: 韩国企业海外拓展案例

日期	公司	事件
1997 年	韩国新世界	在上海设立第一家易买得超市
2006 年 10 月	乐天百货	在北京开设百货店
2007 年 9 月	乐天百货	成立乐天银泰百货北京店

数据来源：广发证券发展研究中心

二、韩国零售业态的特征分析

（一）零售业的两极化现象严重

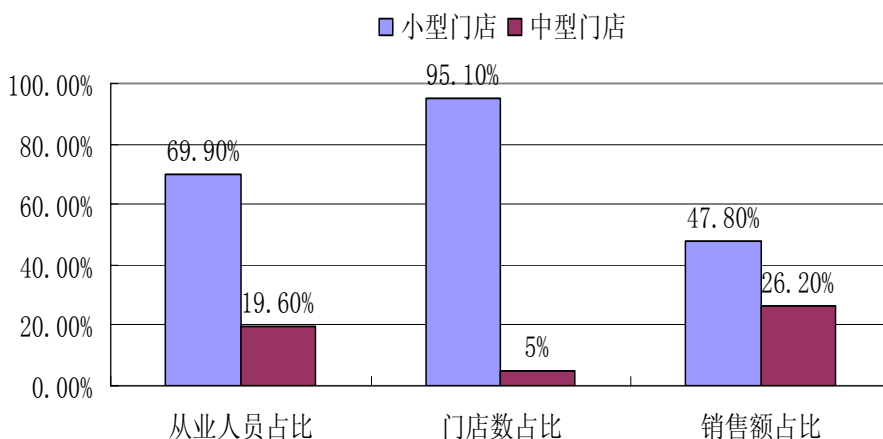
不同规模的零售业两极化现象严重。小型零售业的人均销售额在1997年以后一直处于5000万韩元的水平。而从业人员超过20名以上的大型零售业的人均销售额却不断增长，2003年为17300万韩元，是此时小型零售业的3倍以上。大型零售企业与小型零售企业间投资的差距也在2003年急剧加大。大型零售企业2003年的有形资产比上年增加了9.9%，而小型零售企业有形资产投资则减少了17.9%。

不同零售业态两极化严重。大型廉价店、便利店、无店铺销售等业态的销售额增长很快。在经济不景气的情况下，大型廉价店的销售额在2003年达到195000亿韩元。而商品交易市场的销售额则从1998年的206000亿韩元持续减少，2000年只实现了149000亿韩元，营业收益率只有2%。这种两极化现象从1980年以来一直存在，2002年后的经济不景气，使这种差异进一步扩大。

（二）中型零售店比重小

90年代中后期，流通市场开放后，小型零售店大量退出，但比重仍然很高，作为零售中坚力量的中型零售店比重却很小。小型店铺(雇佣4人以下)拥有的零售业从业人员占总数的69.9%，中型店铺(雇佣5-49人)只占19.6%。小型店铺数占零售店总数的95.1%，中型店铺只占不到5%。中型店铺的销售额占总量的26.2%，有近一半的销售额是由小型零售店实现的。

图 8: 中型零售店占比相对较小



数据来源：广发证券发展研究中心

（三）新型业态增长迅速

1996年，韩国市场完全开放后，超市发展速度开始减缓，大型廉价店和便利店等新业态迅速发展。从表5可以看出各类店铺在销售额上的变化。

表 5: 各零售业态批发、零售额指数变化

项目	百货店	大型廉价店	超市	便利店	其他零售业
----	-----	-------	----	-----	-------

1996 年	93.3	20.1	111.4	83.3	97.9
2000 年	100	100	100	100	100
2004 年	95.1	176.8	89.8	147.6	86.2
变化率	1.90%	779.60%	-19.40%	197.20%	-12.00%

数据来源：韩国统计厅、广发证券发展研究中心

从店铺数的变化也可以清楚地看出大型廉价店的高速增长势头。

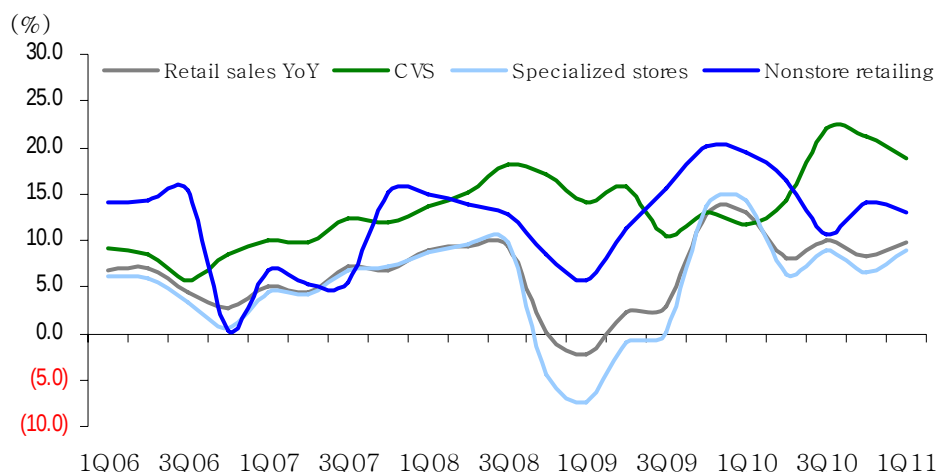
表 6：韩国各业态店铺数量变化情况

年份	百货店	大型廉价店	便利店	小型零售业
1996 年	109	28	1885	705916
2004 年	95	275	82	625986 (03 年)

数据来源：韩国统计厅、广发证券发展研究中心

2006年以后，无店铺销售和便利店业态销售保持强势增长态势。

图 9：无店铺和便利店业态06年以来季度销售表现



数据来源：新韩证券、广发证券发展研究中心

(四) 韩国零售业市场表现突出

从韩国零售业指数来看，韩国零售业增长强劲，尤其是在80年代中后期，韩国经济由政府主导型经济体制为民间主导型经济体制，并陆续推出一系列贸易投资自由化政策之后，零售业增长有加速趋势。90年代中后期，韩国百货店数量激增，竞争日趋白热化，一些缺乏资金实力的百货店开始破产，随之而来的是兼并重组不断增加，市场集中度逐渐提升。行业继续维持强劲增长之势，受97-98年金融危机影响，韩国零售业有了微幅调整，之后继续保持高增长。

从微观层面来看，韩国新世界百货除了在97-98年金融危机以及08-09年美国次债危机影响增幅下降较大外，其他年份均保持高速增长，尤其是在90年代中后期和21世纪初，增速曾高达40%以上。随着行业集中度的不断提升，新世界毛利率呈逐渐提升之势，2010年毛利率高达33.7%。

图 10: 韩国零售业指数

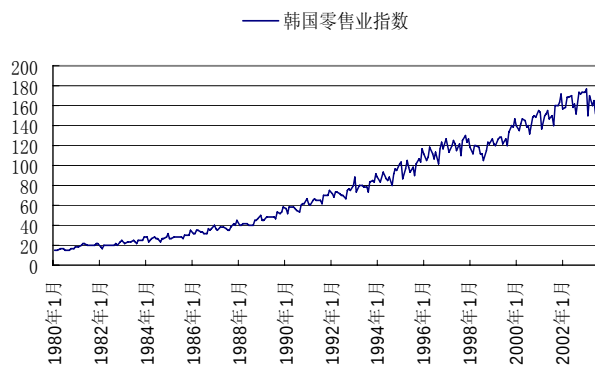
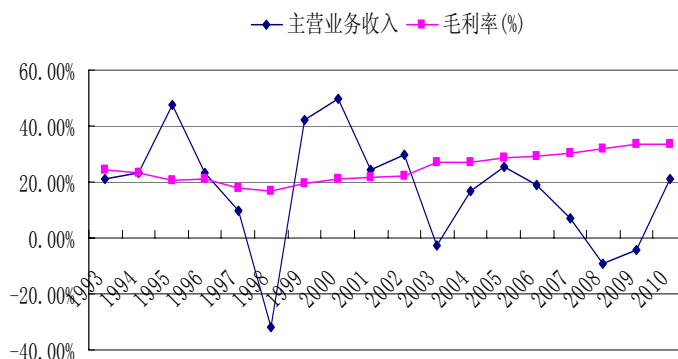


图 11: 韩国新世界营业收入增长率及毛利率



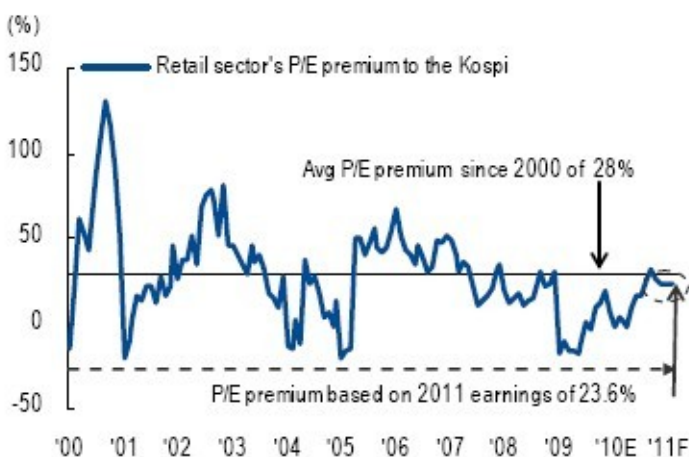
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

行业的高速增长,促使零售业估值逐渐提升,从2001年最低点的5P/E,提升至2008年的20左右P/E。从零售业P/E相对于KOSPI的估值溢价来看,平均溢价水平达到20%左右,在01-08年之间,除了01、04、05年等个别年份短期估值低于KOSPI之外,其他年份均有较大幅度估值溢价。

图 12: 韩国 KOSPI 及零售业 P/E



图 13: 韩国零售业相对 KOSPI 的估值溢价



数据来源: Woori I&S Research Center、广发证券发展研究中心

三、中国和韩国零售业所处阶段比较

零售业的发展与其经济发展阶段具有明显的相关性。韩国经济经历了高速增长和市场开放及资本自由化阶段后,便利店、廉价店等新业态大量进入,给韩国以大型百货店和商品交易市场为主导业态的传统零售业态带来了冲击。新型业态基本是模仿国外业态形式或随外资进入的,大型廉价店等新业态在本土化适应过程中不断调整,形成韩国特色。将韩国零售业态置于经济发展过程来考察,会发现与日本战后经济发展的阶段性以及现代零售业态的发展轨迹和政府政策规制的方向具有极大的相似性,我国也呈现出与其相似的特征。

从人均收入水平来看,我国目前处于韩国80年代末和90年代初的水平。我国2010年城镇人均收入已经达到3200美元,与韩国87年的收入水平相当,增速也与韩国当时的收入增速相似。

图 14: 韩国人均收入及增长率

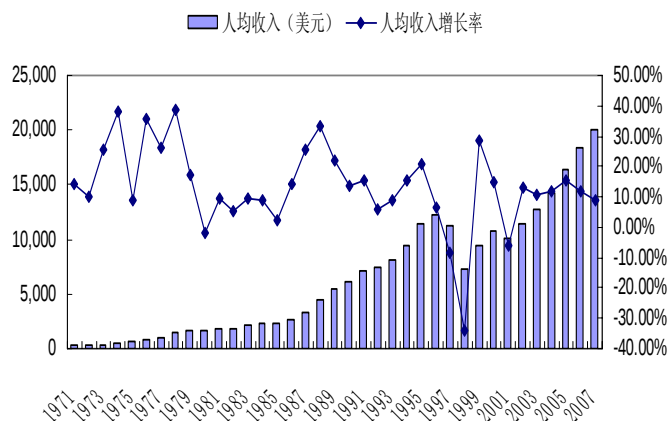
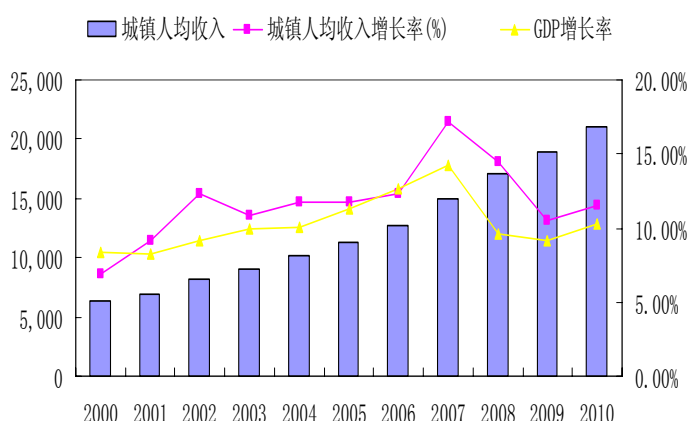


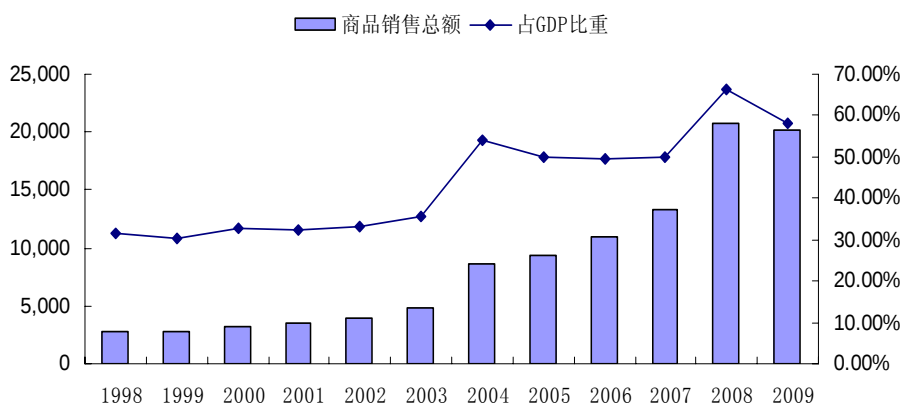
图 15: 中国城镇人均收入及增长率



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

从批发及零售总额占GDP的比重来看,我国商品销售额占GDP比重在2003年之前一直比较平稳,从2004开始迅速增长,占比从35.58%迅速提升至2004年的54.06%,到2008年占比高达66.13%。1994年,韩国批发和零售业的产值占国内生产总值比重为43.33%,从这个角度来看,我国零售业目前处在韩国90年代中后期的水平,行业快速增长,韩国百货店数量激增,竞争日趋白热化,一些缺乏资金实力的百货店开始破产,优胜劣汰逐渐体现,近几年流通领域并购重组事件逐渐增多,百联重组、物美购并湖州老大房、京东商城购千寻网、海航商业入驻天津国际商城、王府井收购程度百货股权、西单收购新燕莎、沃尔玛完成好又多收购等,流通领域兼并重组,成为调结构、转方式的重要手段,行业集中度逐渐提升。

图 16: 商品销售总额及占 GDP 比重



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

从政策角度来看,80年代末到90年代初,韩国政府放宽对流通业规制,才使流通环境有了很大的改善。此时,以罗特购物、和成产业及新世界为代表的大型百货店与国外流通企业(主要是13本企业)合作,引入现代百货店和大型综合店(GMS)等现代零售业态的开店及经营技术。便利店这种连锁方式经营的业态,也是在这一时期发展起来的。开放政策使韩国零售业发生了巨大的变化。

为实现流通产业振兴与均衡发展,韩国政府在1997年4月制定并开始实施《流通产业发展法》。该法主要包括:流通产业发展计划;振兴流通产业的具

体政策；巩固流通产业发展的基础；优化中小流通企业结构；违反规定的处罚规则。韩国产业资源部为进一步完善“流通产业法”，在2001年7月开始实施《流通产业发展法修订案》，该修订案的目标是增强流通产业的竞争力，放松对流通产业的规制。从《流通产业发展法》到其修订案，逐渐放宽了对大型店铺的限制，同时将实现中小零售业现代化的政策也列入了法律中，希望能提高流通产业的效率，使大型店铺和地方性中小型零售业均衡发展。政策上的推动对韩国零售业的快速发展起到重要作用。

我国在2004年之后零售市场也逐渐对外开放，国外新型业态大量进入，同时国内零售业其也向大型化、连锁化方向发展。2004年政府制定了《流通业改革发展纲要》，后来又陆续实施了流通业《内贸十一五规划》、《内贸十二五规划》等等措施，对国内零售业的发展起到重要促进作用。

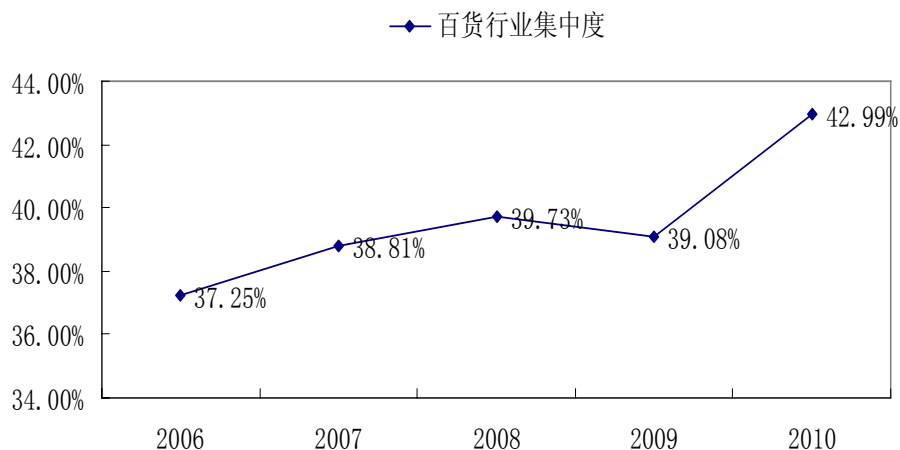
表 7：外资企业在中国门店扩张情况

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
家乐福	9	6	0	8	6	15	14	20	19	23	19	25
沃尔玛	2	2	9	7	8	11	13	15	29	20	55	46
乐购	3	2	4	5	7	5	9	5	8	7	13	21
大润发	1	8	8	12	8	8	12	9	18	16	20	17
永旺	0	0	0	3	1	1	2	0	3	4	4	6
欧尚	1	0	2	1	3	4	1	2	6	12	2	6
麦德龙	2	2	7	1	2	5	4	6	4	1	4	6

数据来源：广发证券发展研究中心

从上市公司销售额衡量的百货行业集中度来看，除了2009年有小幅波动之外，前五名百货公司占比呈现逐渐上升趋势，尤其是在2010年集中度大幅提升，达42.99%。韩国零售业2003年，前三大百货公司集中度已达74%，与其相比，中国百货业集中度仍然偏低，未来集中度有望逐渐提升。

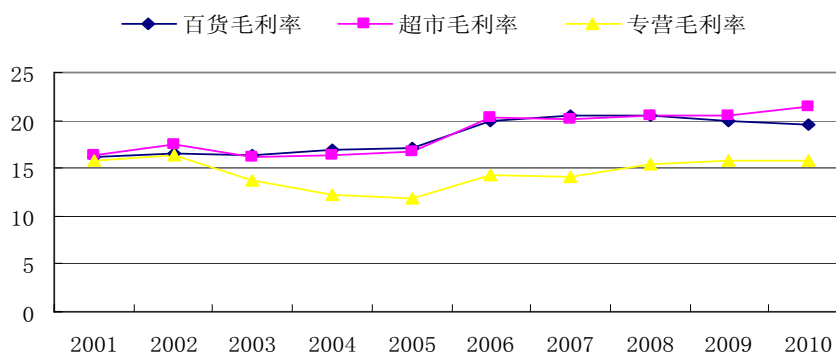
图 17：中国百货业集中度不断提升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

从以上四个角度我们看出，中国零售业与韩国零售业存在一定的相似性。总体上来看，中国处在韩国90年代中期左右的水平，零售业高速增长，兼并重组事件逐渐增加，未来百货业集中度将逐渐提升，毛利率也将会不断提高。

图 18：中国百货业毛利率和净利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、我国百货业未来发展机遇

韩国零售业经历了导入期、成长期、变革期以及海外拓展期,中国零售业也将会在快速成长中不断变革,行业集中度在变革中逐渐提升,将会表现出与韩国相似的趋势性特征。目前中国百货业面临了超市、网购等其它业态的竞争,同时面临租金成本及人力成本上涨的压力,需要通过多方面努力来寻求快速发展。

(一) 高端化定位、多元化经营

百货店的作用在于打造都市文化的时代亮点,对消费者来说,百货店的最大魅力在于它是一年四季都可以提供各种引领时尚且富有个性的商品的场所。韩国各大百货店目前已将大型化、复合化和高级化作为其基本战略。在谋求对既存店进行扩充改造的同时,各企业都制定了新开大型复合式店铺的计划。

表 8: 韩国百货公司高端化措施

年份	公司名称	高端化措施
2000	新世界百货	新世界江南店设有高速公路公共汽车终点站、“永丰文库”大型书店、CD 专门店、由 6 个馆构成的中央电影院、JWmarriott 饭店等,江南店外观非常时尚,酷似歌剧院,是韩国第一个欧式建筑风格的百货店。
2007	现代百货	现代百货店实施战略重心的转移,“从量的扩大转入质的充实”,不追求店铺数量,注重探索生活提案型百货店的具体模式。
2009	乐天百货	乐天在首尔的弥亚和釜山的海云台等地开设 5 家这类店铺,这些店铺几乎均并设有大型饭店、免税店、折扣店、专门店摩尔、电影院等设施。

数据来源: 广发证券发展研究中心

在韩国,根据是否经营名品(高级品牌)可以将百货店分为“高级百货店”和“一般百货店”,对于高级百货店来说,名品所发挥的差别化作用是巨大的。一方面,在消费需求两极化的快速发展过程中,高收入阶层的自我价值感日益提高,国内消费市场全面高级化,高级百货店进入全盛时代。奢侈品市场快速增长对名牌的挑剔程度有增无减。对流行很敏感的中产阶层紧随高收入阶层的消费行为,普通消费者也追赶这种消费潮流。另一方面,折扣店等新业态快速成长,为了与之抗衡,百货店努力把名品作为差别化的强有力手段。基于上

述原因，大型百货店都把海外高级品牌的引进、名品规划组合作为经营工作的重点。

图 19：2003 年韩国百货单店名品市场占有率

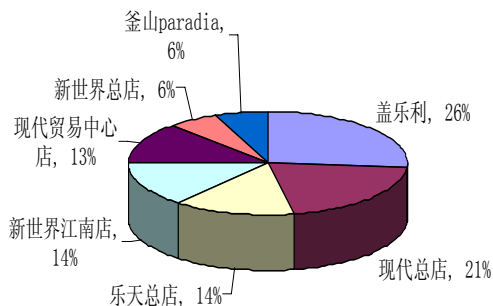
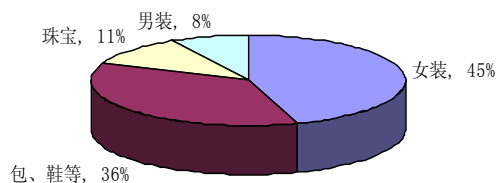


图 20：2003 年韩国百货商品类别构成



数据来源：广发证券发展研究中心

2006年3月22日是乐天百货店名品馆“AVENUEL”开业周年，据统计，该年的销售额为1250亿韩元，日均销售额达3亿多韩元；年来店顾客总数为106万人，日均客数达3000多人，其中约370人购买了名牌商品，日均客单价约为95万韩元；从顾客的年龄结构看，30~39岁的最多，占37%，其次是40~49岁、50~59岁和20~19岁，分别占18%、18%和15%。

多元化经营也是百货店发展趋势，现代百货不断把百货店发展成集购物、休闲、娱乐和社交于一体的综合场所。同时，各百货店还在积极与各种新兴的流通手段和方式接轨。目前新世界百货和乐天百货都已拥有自己的大型超市，并有意在该领域扩大投资，增加网点。新世界百货今年上半年的利润增长居业界之首，这完全归功于超市的扩张和销售增长。该公司下属的“E-mart”已成为韩国超市的领头羊。另外，现在韩国五大百货公司都已建成了自己的“网上分店”，开始网上购物服务。现代百货期望这三种方式能够互相补充、互相促进，以达到相乘的效果。

（二）跨区域拓展和并购能力是取胜之道

从韩国的发展趋势我们看出，韩国零售业在1996年开放之后，迎来了外资的大量进入，在给本国零售业带来竞争的同时也促进了本国零售业的发展。随着韩国零售企业的不断成熟以及国内市场的日渐饱和，韩国零售企业开始谋划走出去战略。

与韩国不同的是，中国存在大量的二三线城市，大城市周边还有较大的郊区有待进一步开发。中国是二元化经济极度显著的国家，经济的二元化导致消费的多层次化以及消费的先后差异，中国还有很多二三线城市有待进一步开拓，零售业未来仍可保持较高的增速。这给中国零售企业发展开辟了很大空间，同时由于消费层次的差异，也为百货企业多元化经营提供了良好条件。随着一线城市逐渐饱和，零售企业向二三线城市开拓的力度和速度都将加大。

表 9：2007 年中国各区域零售企业数及从业人数

区域	零售企业数	占比	从业人数（万人）	占比
东部	93266	64.20%	127.2	68.30%

中部	28976	19.90%	33.3	17.90%
西部	23124	16.90%	25.7	14.85%

数据来源：广发证券发展研究中心

东部零售业网点分布密集、企业规模较大、绩效相对优良的特征更加显著。但从2008年零售连锁百强的数据来看，中西部地区零售业发展迅速，区域差距在不断的缩小。2008年，入围零售业连锁百强的东部企业达到73家，比2006年减少2家；中部由14家上升至15家，西部由11家上升至12家。东部73家百强零售企业共完成销售额7962.4亿元，占零售业连锁百强的60.2%，比2007年下降1.7个百分点，中西部所占份额分别上升1.3和0.4个百分点。

目前中国零售业成长与变革并存，为了在激烈的竞争中求得发展，各百货企业除了通过区域拓展来实现持续高增长外，未来具有并购和整合能力的企业最终将获得快速发展。

表 10：近年来国内并购事件

公告日期	获得方	标的出让方	交易标的	股权比例	总价值(万元)
2005-4-29	重庆百货	杨家坪百货公司	重百九龙百货有限公司股权		600
2006-6-30	百联股份	长江投资(600119)	宁波波长发商厦有限责任公司 80%股权	80%	11715
2007-1-9	欧亚集团	沈阳市和平区国有资产管理办公室	沈阳市联营公司 60%股权	60%	25000
2007-1-10	大商股份	大连和平商业广场有限公司	大连银泰百货有限公司 40%股权	40%	0.00
2007-1-10	大商股份	北京银泰太平洋百货有限公司	大连银泰百货有限公司 60%股权	60%	0.00
2007-1-10	大商股份	王立涓等 91 位股东	伊春市百货大楼有限责任公 100%股权	100%	1600
2007-5-19	百联股份	上海德泓投资有限公司	百联中环购物广场有限公司 49%股权	49%	45963
2007-7-10	欧亚集团	沈阳市和平区国有资产管理办公室	沈阳市联营公司 40%股权	40%	13921
2009-4-16	合肥百货	海南康宏行房地产经营有限公司	安徽乐普生百货有限责任公司 40%股权	40%	6000
2010-4-23	鄂武商	十堰佳宏达五金有限公司等公司	湖北省十堰市人民商场股份有限公司	100%	13077
2011-2-11	大商股份	淄博商厦股份有限公司	淄博商厦有限责任公司 60%股权	60%	60000
2011-2-22	天虹商场	深圳市宝安宝利来实业有限公司	深圳市公明天虹商场有限公 100%股权	100%	100
2011-2-28	重庆百货	重庆商社(集团)有限公司	重庆商社新世纪百货有限公司 61%股权	61%	227232
2011-2-28	重庆百货	新天域湖景投资有限公司	重庆商社新世纪百货有限公司 39%股权	39%	145279
2011-3-11	百联股份	上海百旌置业有限公司	百联金山购物中心有限公司 100%股权	100%	16830
2011-3-22	成商集团	菏泽交通集团总公司	菏泽惠和商业中心有限公司 90%股权	90%	13410
2011-3-29	徐家汇	英商京世国际投资股份有限公司	上海汇金百货有限公司 27.5%股权	27.5%	49000
2011-4-16	东百集团	武汉新世界千姿百货有限公司	厦门新世界百货有限公司 100%股权	100%	900

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（三）百货企业经营重心逐渐高端客户及服务品质转移

消费的满足来自于两个方面，从购买产品中获得的满足感与服务所带来的满足感。百货店销售中有个30/70法则，即最重要的30%顾客创造整个销售额的约70%。为确保并持续发展与这30%顾客的关系，韩国大型百货店纷纷通过各种手段提高服务质量，稳定重点客户。

表 11：韩国百货企业服务品质逐渐提升

百货店名称	营销战略内容
-------	--------

乐天百货	乐天乐天称本公司 VIP 顾客为 MVG。要成为 MVG 必须年消费 1500 万韩元、购物 18 次以上。乐天每年为 MVG 选择主题，并开展切合主题的文娱活动。2004 年的主题是“康乐”，在 MVG 休息室不仅提供哈夫茶(一种保健茶)，而且提供“冥想长廊”等与“康乐”有关的多样化服务。还创办了月刊杂志《AvenueL》，免费提供给 MVG 会员。
现代百货	现代将消费 3000 万韩元以上的顾客组成茉莉俱乐部，俱乐部成员分为三个级别，按级别提供差异化的服务。对最高级别的成员除了提供海外免费旅行券，名品、陶瓷展等服务外，甚至还提供高尔夫课程、法律与理财等方面的服务。此外，还创刊了《Style H》杂志，作为奖品无偿提供给 VIP。
新世界百货	新世界自 2000 年开始以 VIP 为对象实施了 CRM。在向 VIP 提供文娱公演、饭店料理讲座、时装表演招待、宝石展招待、会员休息室等一系列优惠措施的同时，2003 年 3 月又增加了由专职女性介绍进口名品、衣料、生活用品等高收入阶层喜好的商品的服务。
盖乐利	盖乐利给 VIP 提供商品券、餐厅优惠券等。预计今后将扩大到健康检查券、济州岛旅游券、赠送机票等。此外，盖乐利每年招待 VIP 两次时装表演，每年 12 月还招待 VIP 一场音乐会。2004 年开始提供 VIP 专用的配有私人沙发的客房服务，并在那里向顾客进行名牌新款时装推介。

数据来源：广发证券发展研究中心

为争夺高端客户，各百货店都在服务上很下工夫。除了专用停车场、随用停车场、专用休息室、平时打折、赠送纪念品等通行做法外，还附设一些独特的服务。

百货店营销的效果是显著的，据统计,新世界百货店2003年秋季定期降价期间，10%最重要顾客的花费占了其全部营业额的46%；而乐天的MVG占乐天卡会员的比例只有0.3%，其消费金额竟为全部销售额的6%以上，30%最重要顾客创造了高达70%的销售额。

图 21：乐天新概念复合生活馆



数据来源：广发证券发展研究中心

图 22：韩国新世界艺文空间



数据来源：广发证券发展研究中心

中国百货企业经营中心也在逐渐高端客户及服务品质转移，国内百货店针对VIP客户可以办理VIP卡、金卡、白金卡等以便享受更多优惠服务。另外，随着百货店竞争逐渐激烈，购物的服务性附加值有所增加，体验式消费不断增多。

五、投资建议

中国零售业正在经历成长与变革的交织期，与韩国90年代中期的发展阶段非常类似。韩国零售业的发展进程为中国零售业的发展及投资提供了较好的借鉴。

纵观韩国零售业发展进程，我们发现零售业态的发展与其经济发展阶段具有明显的相关性。韩国经济经历了高速增长和市场开放及资本自由化阶段后，便利店、廉价店等新业态大量进入，给韩国以大型百货店和商品交易市场为主导业态的传统零售业态带来了冲击并促进了行业的变革，从而形成韩国特色。在变革的过程中，行业维持强劲增长之势，集中度不断提高，毛利率也逐渐提升。从资本市场来看是股价的大幅上扬以及估值的不断提升。

参考韩国零售业发展趋势，我们建议投资者沿着几条主线进行配置：

- 1、不断进行区域拓展和具有并购能力的公司，重点推荐王府井；
- 2、经营中高档商品的百货公司和专业连锁店，如：友阿股份、首商股份、广州友谊、潮宏基、老凤祥等；
- 3、具有大集团小公司特征，有潜在被并购或资产注入可能的公司，如新华百货、南京中商、成商集团、渤海物流、鄂武商。

风险提示

成本大幅上涨、行业增速下滑和竞争加剧

广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。訾猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zimeng@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423。

相关研究报告

2010 年中国连锁百强企业经营情况点评_行业跟踪分析报告	訾猛	2011-04-01
进口关税下调，奢侈品消费有望逐步内移_行业跟踪分析报告	訾猛	2011-06-22
不惧乌云压顶，着眼于行业集中度提高带来的投资机会_行业中期策略	欧亚菲	2011-06-27

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。