

零售行业并购大戏开幕，投资机会凸显

背景：武商联要约收购鄂武商、华润收购洪客隆等事件表明零售企业通过并购整合实现裂变式增长已成为常态。近期 A 股市场经过前期调整，估值接近历史低位。在行业估值底部，往往是并购整合多发期，若上市公司成为被并购对象，其股价也将呈现爆发式上涨。我们通过回顾 2003 年至今二级市场并购案例，试图从对比客观指标筛选具有潜在被并购、被整合价值性的零售上市公司。

研究结论：

- **并购为跨区域扩张提供长期动力：**受供应商授权限制，中国百货区域性格局明显，且百货门店资源稀缺，核心商圈核心地段具有不可复制性和排他性，同时百货规模决定对上游供应商和下游消费者议价能力。考虑到零售业市场集中度较低，竞争激烈、网点资源稀缺，区域割据明显等特点，区域龙头若想突破扩张瓶颈，并购整合是时效性最快一种方式，考虑到物业成本不断上升，未来将会享受商业地产重估带来资产溢价，有效降低跨区域并购风险。
- **并购标的具备诸多共性：**上市公司股权较为分散，且大股东持股比例低，获得第一大股东的资金成本较低；主业清晰、历史包袱轻，质地优良；拥有得天独厚门店位置和经营网络，其自有物业重估价值远远高于资产净值（具有较高安全边际）；规模较小，管理不善，成长性与资产质量不匹配，表现为财务指标上低 P/B、低 P/S，市值不高等。
- **并购前后公司股价异动：**并购带来股价上涨主要表现两阶段：一是二级市场抢筹阶段；二是并购成功后对标的公司业绩改善预期。第一阶段收购尤其是要约收购中，通常会发生多方争夺控制权而在二级市场抢筹情况，股权争夺越激烈，股价上涨空间越大；第二阶段并购重组成功后，资本市场对标的公司未来经营存在明显改善预期，股价也会超预期上涨。
- **价值低估，并购可能正当时：**目前百货零售行业估值处于历史低位，是产业资本并购最佳时机。零售企业并购后获得规模经济，降低采购和配送成本，并能迅速获得当地供应商和及其庞大而稳定客户资源，短期内迅速提升对供应商议价能力，**建议关注鄂武商（未评级）、欧亚集团（未评级）、银座股份（未评级）、合肥百货（未评级）、东百集团（未评级）、津劝业（未评级）、友好集团（未评级）、杭州解百（未评级）**等公司。
- **投资风险：**并购时间，员工安置问题、被并购重组方态度、并购后公司业绩提升空间等存在不确定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王佳

商贸行业高级分析师

8621-63325888 × 6074

wangjia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860510120020

联系人

欧阳婧

8621-63325888 × 6046

ouyangjing@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区

中国/A 股

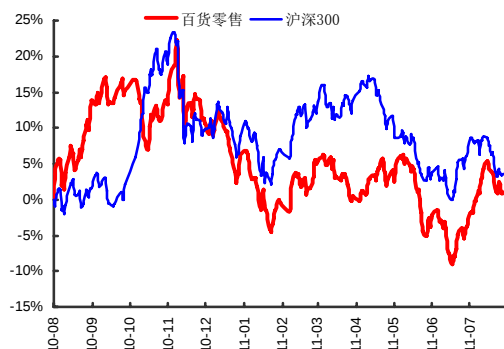
行业

零售

报告发布日期

2011 年 8 月 5 日

行业表现



资料来源：WIND

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1. 零售并购大潮来袭.....	4
2. 并购成为当下零售业扩张的上选.....	4
2.1 行业集中度偏低，整合势在必行.....	4
2.2 并购较自身扩张更具时效性，易于快速获得规模效应.....	4
2.3 市场区域饱和，扩展遭遇瓶颈.....	5
2.4 降低跨区经营风险.....	5
2.5 并购重组将受到政策大力扶持.....	5
3. 把脉产业资本的嗅觉.....	6
3.1 并购标的具备诸多共性.....	6
3.2 并购，“物美”更要“价廉”.....	10
4. 鹬蚌相争，渔翁获利.....	11
5. 熊途漫漫，并购正当时.....	13
6. 谁会是零售业的下一个香馍馍.....	14
7. 投资建议.....	16
8. 风险提示.....	16

图表目录

图表 1 限额以上企业销售增速快于社会商品零售增速	4
图表 2 2010 年零售百强中外资企业与内资企业增速对比 (%)	5
图表 3 2003 年至今二级市场并购情况概览	6
图表 4 并购标的公司大股东持股比例情况 (%)	7
图表 5 并购标的公司前十大股东持股比例情况 (%)	7
图表 6 并购标的公司被并购前最近一期销售净利润率 (%)	8
图表 7 并购标的公司被并购前三年增长率 (%)	8
图表 8 并购标的被并购前总市值 (亿元)	9
图表 9 样本公司特性统计	9
图表 10 并购标的当期 TTM 市盈率 (剔除负值和微利)	10
图表 11 并购标的当期市净率	10
图表 12 并购标的当期市销率	11
图表 13 鄂武商 A 遭并购阶段股价走势	11
图表 14 百大集团遭并购阶段股价走势	12
图表 15 成商集团遭并购阶段股价走势	12
图表 16 并购高发期都发生在熊市末期	13
图表 17 零售股目前市盈率已经接近谷底	14
图表 18 上市公司物业重估及取得控股权最低资金	15
图表 19 财务及治理指标	16
附表 1 2004-2010 年零售行业主要并购概览	17

1. 零售并购大潮来袭

近几年，随着资本市场的快速发展，资源整合逐步加快，零售行业并购发生的频率和涉及资金规模均呈现走高的趋势（见附表）。其中一些并购涉及上市公司的，往往在短期内对二级市场股价产生较大的影响，并带来事件性的获利机会。我们认为，从短期来看，资本市场的低迷为产业资本并购提供了绝佳的机会，同时也会给二级市场带来一些获取相对甚至绝对收益的机会。从中长期来看，零售业的并购大潮才刚刚开始，未来这样的机会可能不断涌现。

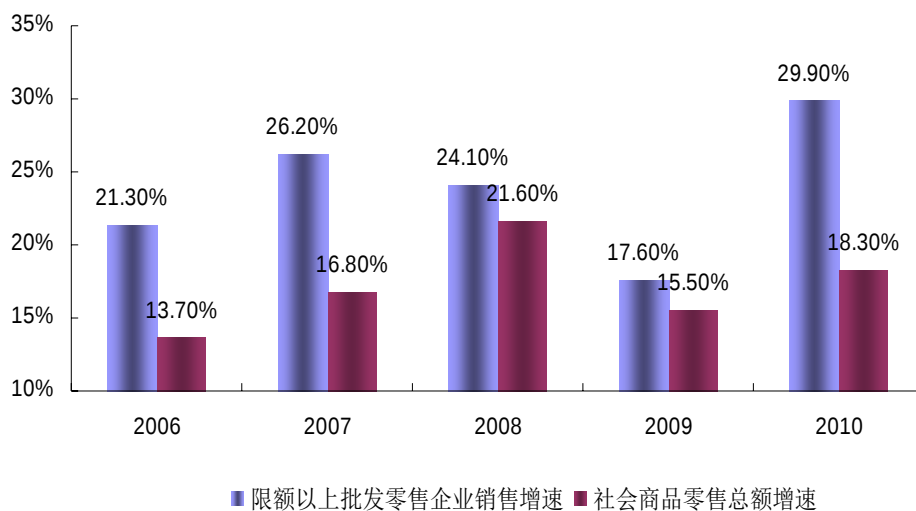
2. 并购成为当下零售业扩张的上选

对于零售企业而言，集中度的提高主要依赖自身外延扩张和横向并购两种模式。我们认为，在目前的竞争环境下，选择合适的时机进行并购对于有扩张意愿的企业而言是更为明智的选择。

2.1 行业集中度偏低，整合势在必行

从国际比较来看，我国行业的集中度普遍偏低，其中又以地产、零售等行业为甚。国内零售企业规模普遍偏小：2009 年美国零售百强销售额占社会商品零售总额的比例高达 38.01%，而同期我国零售百强占比仅为 10.83%。2010 年国内最大零售商苏宁电器销售和资产规模分别为 WALMART 的 1/20 和 1/3。通过企业相互间优胜劣汰来完成行业集中度由低到高的过程，将是未来行业发展的必然趋势，零售行业的整合已经“箭在弦上”。

图表 1 限额以上企业销售增速快于社会商品零售增速



资料来源：国家统计局 CEIC

2.2 并购较自身扩张更具时效性，易于快速获得规模效应

在扩张方式选择上，规模效应越明显的行业，越倾向于通过并购来迅速扩大市场份额同时降低边际成本。零售行业最重要的竞争力在于对上游供应商和下游客户的议价能力，规模越大议价能力越强，这一特点决定了并购会在短期内带来极大地协同效应，从而迅速占领市场。

2.3 市场区域饱和，扩展遭遇瓶颈

零售业整合的另一个动力来源于门店资源的稀缺和不可复制性。优质门店具有排他性。随着境内外大型零售商的扩张，网点逐渐饱和。尤其在一些一二线城市的黄金商圈，并购几乎成为获取该类资源的唯一途径。

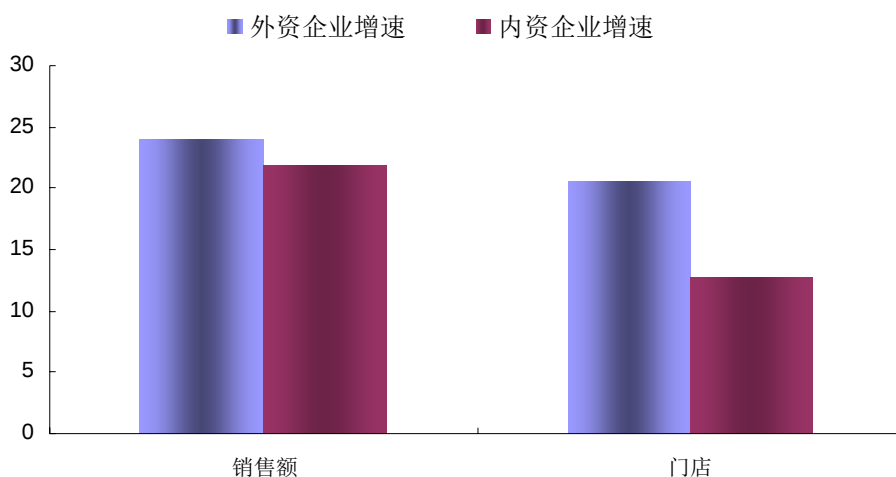
2.4 降低跨区经营风险

在研究零售企业的过程中，经常会发现一些企业在大本营经营“风生水起”，但是走出去却显得“举步维艰”。究其原因：一是走出去之后面对当地原有企业缺乏“先发优势”；二是对当地的消费习惯、政府关系等存在“水土不服”，中国幅员辽阔，这个现象尤为严重。通过并购企业可以便捷地获得相应的供应商和客户资源，规避地方保护等带来的不利影响，降低跨区经营风险。

2.5 并购重组将受到政策大力扶持

从 2004 我国零售对外开放以来，外资在国内零售业的扩张步伐逐年加快。2010 年零售百强中，外资企业销售额所占比重达到 23.2%，比 2009 年提高 5.3%，外资企业增速持续高于国内企业。为了应对外资的竞争，打造具有国际竞争力的“商业航母”，各级政府对零售行业的整合都抱以积极支持的态度。

图表 2 2010 年零售百强中外资企业与内资企业增速对比（%）



资料来源：中华全国商业信息中心 东方证券研究所

3. 把脉产业资本的嗅觉

3.1 并购标的具备诸多共性

从 2003 年至今，A 股市场上曾经被举牌或者并购的零售企业共有 12 家（以下简称标的公司）。其中涉及协议并购 8 起，要约收购 6 起。标的出让方多为地方国资委或者国有企业。并购国资下属企业成功与否很大程度上取决于当地政府的态度，对于同一地方政府管辖内的企业要么都成功（如南京、西安）要么都失败（如武汉）的可能性较大。同时，对于国有控股的企业，协议并购的成功概率远远高于要约收购。

图表 3 2003 年至今二级市场并购情况概览

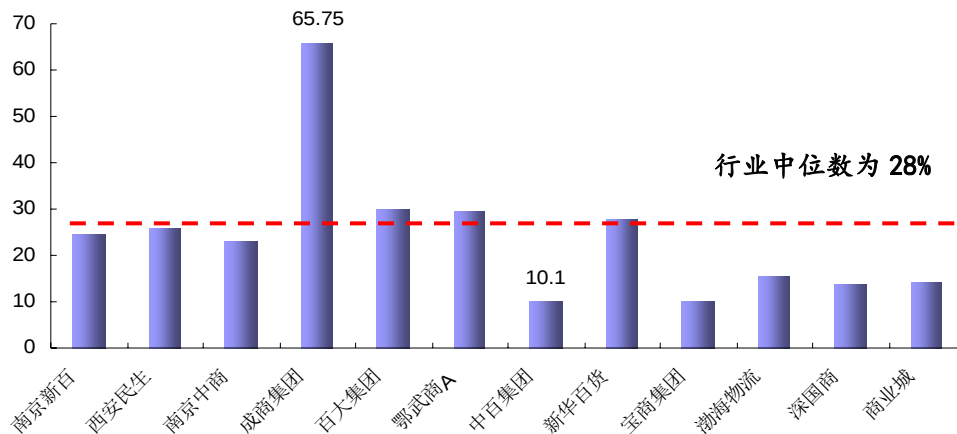
并购标的	收购方	并购发生时间	意向收购方式	收购结果	出让方公司性质
武汉中百	湛江平泰（银泰）	2006.4-2007.3	要约收购	未成功	国有
	浙江华睿（传闻）	2010.10-		未成功	
鄂武商	银泰集团	2005.10-2006.12	要约收购	未成功	国有
		2011.2-			
百大集团	银泰集团	2005.7-2007.12	要约收购	未成功	国有
南京中商	雨润集团	2004.11-2005.12	要约收购	成功	国有
南京新百	金鹰集团	2004.2-2005.2	要约收购	成功	国有
深国商	茂业集团	2004.2	要约收购	未成功	国有
渤海物流	茂业集团	2006.8	要约收购	成功	国有
商业城	茂业集团	2006.5	要约收购	未成功	国有
西安民生	海航商业	2005.9-2006.6	协议并购	成功	国有
宝商集团	海航商业	2008.11	协议并购	成功	国有
	九鼎集团	2008.1	协议并购	未成功	国有
新华百货	物美集团	2008 年 10 月	协议并购	成功	国有
成商集团	茂业集团	2008 年 10 月	协议并购	成功	民营
	迪康药业	2003 年 8 月	协议并购	成功	国有

资料来源 东方证券研究所

通过分析，我们发现并购标的通常具有以下共性：

- 1、目前或者曾经是区域龙头，拥有核心商圈商业物业。由于核心商圈物业的稀缺性。掌握了位置较佳的物业，就掌握了其所辐射的商圈，以及商圈所在地巨大的物流和人流。并购这样的企业一方面可以继承商业物业背后巨大而又稳定的消费；另一方面即使未来经营得不到改善，仍可以享受商业地产的重估价值，大大降低并购的风险。上述并购标的均在当地核心商圈拥有物业。
- 2、被举牌的公司，大股东持股比例普遍不高，且多为国有股（成商集团第一大股东持股比例较高，但属于协议收购）目前 A 股零售板块第一大股东持股比例的中位数为 28%，而上述 12 家公司中有 8 家低于行业中位数。

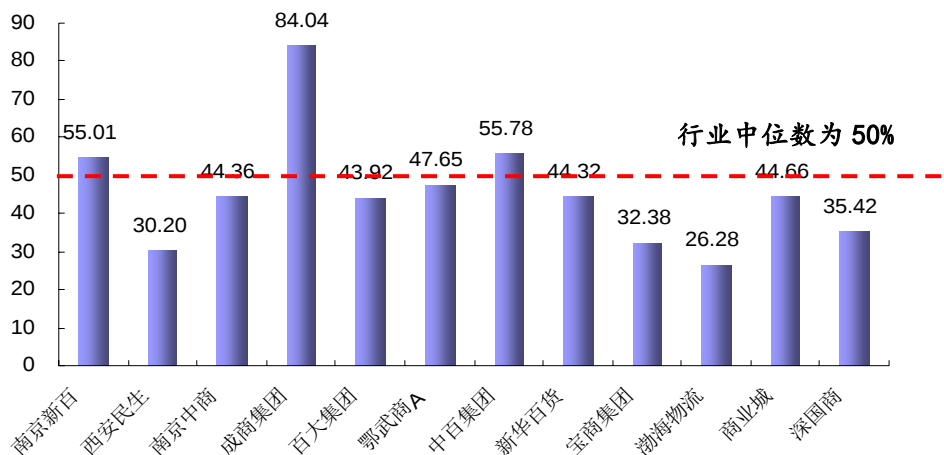
图表 4 并购标的公司大股东持股比例情况 (%)



资料来源: wind, 东方证券研究所

3、股东持股比例分散。并购标的持股分散, 有利于并购方各个击破, 降低并购成本。(主要是针对要约收购) A 股市场零售股目前前十大股东持股比例中位数为 50%, 而上述公司中有 9 家在并购发生前的持股比例低于 50%。

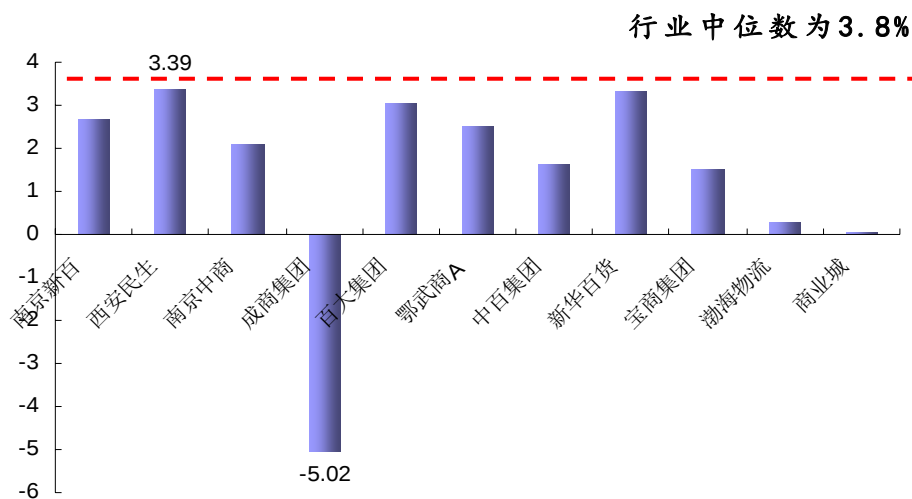
图表 5 并购标的公司前十大股东持股比例情况 (%)



资料来源: wind 东方证券研究所

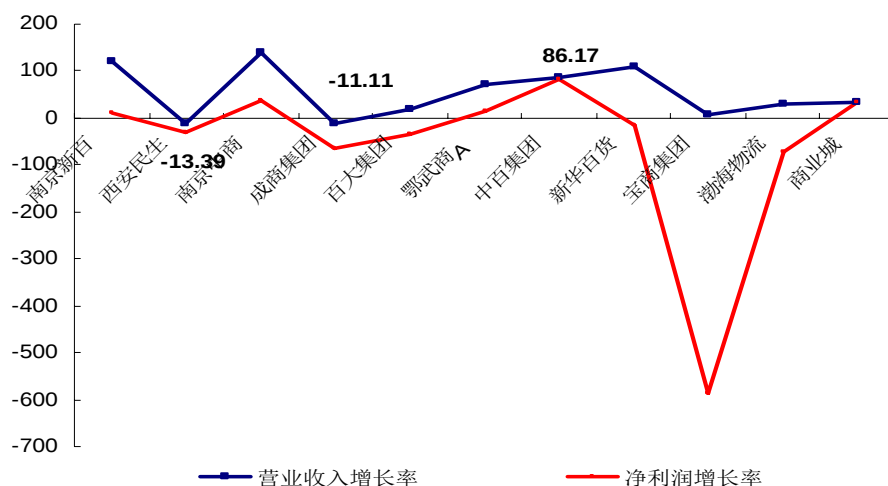
4、主营业务经营不善。统计了在二级市场发生并购或举牌的公司并在并购最近一期财报的净利润率区间为-5.02%—3.39%。均低于板块净利润率中位数 3.6%, 仅西安民生和新华百货净利润率高于 3%。此外, 上述公司在被并购前三年的净利润增长率均低于收入增长率, 也从另外一个侧面反映出其盈利能力较弱。

图表 6 并购标的公司被并购前最近一期销售净利润率（%）



资料来源: wind 东方证券研究所

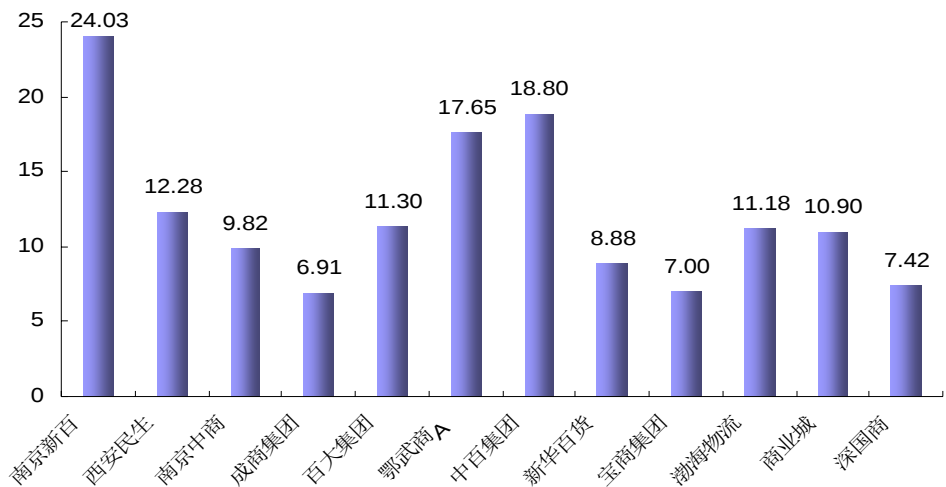
图表 7 并购标的公司被并购前三年增长率（%）



资料来源: wind 东方证券研究所

5、**弥补并购方的薄弱环节，而非锦上添花。**产业资本倾向于在自身不擅长的领域和地区寻找并购目标，以迅速弥补其弱势环节，谋求全面发展或者全国化布局。如银泰对武汉中百和鄂武商连续出击，正是在其自身扩张（武汉银泰）出师不利的情况下做出的决策。

6、**总市值较小，并购成本相对较低。**目前零售行业 A 股的总市值中位数为 43 亿，并购标的市值最大的仅为 24 亿。

图表 8 并购标的被并购前总市值（亿元）


资料来源：wind 东方证券研究所

图表 9 样本公司特性统计

标的公司	大股东持股比例低于 28%	持股分散 前十大持股 低于 50%	当地拥有 优质物业	弥补薄弱 环节	市值小	盈利能力差 净利润率低于 3.8%
武汉中百	▲		▲	▲	▲	▲
鄂武商		▲	▲	▲	▲	▲
百大集团		▲	▲		▲	▲
南京中商	▲	▲	▲	▲	▲	▲
南京新百	▲		▲		▲	▲
西安民生	▲	▲	▲	▲	▲	▲
宝商集团	▲	▲	▲	▲	▲	▲
新华百货	▲	▲	▲	▲	▲	▲
成商集团			▲	▲	▲	▲
深国商		▲	▲		▲	▲
渤海物流	▲	▲	▲	▲	▲	▲
商业城	▲	▲	▲	▲	▲	▲

资料来源：wind，东方证券研究所

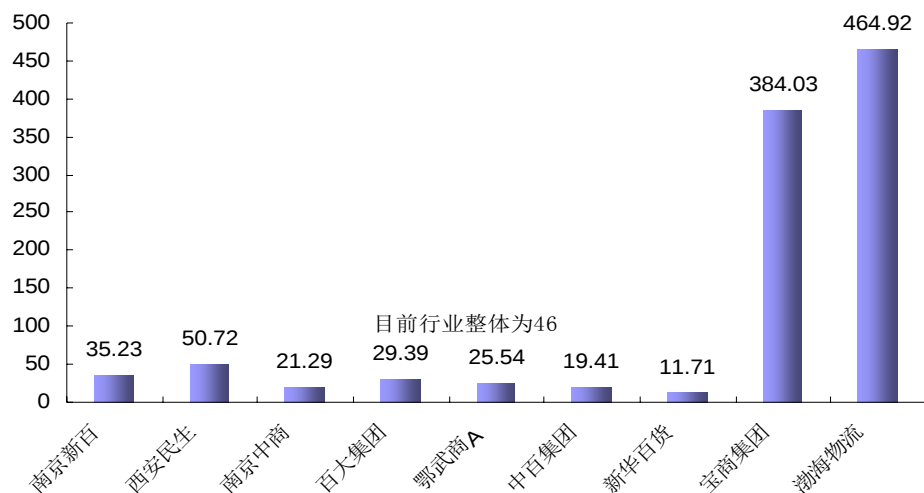
综上，我们分析认为那些规模较小，但主业清晰、历史包袱轻，质地优良，仅因为管理不善导致短期成长性与资产质量不匹配的公司可能易于成为并购标的，表现为财务指标上就是低 P/B、低 P/S，市值不高，这些公司往往拥有得天独厚的门店位置和经营网络，其自有物业重估价值远远高于资产净值（具有较高安全边际）。此外，基于并购成本的考虑，股权较为分散，且大股东持股比例低，也是产业资本考虑的一个重要因素。

3.2 并购, “物美” 更要 “价廉”

从产业资本的收购时机看,其对于成本的控制有很高的要求,通常在估值足够低廉的时刻才会进入。大部分公司在被并购时点**市销率低于 1, 市盈率低于 30, 市净率低于 2**, 而目前 A 股零售板块¹经过长达 8 个月的调整之后整体市销率,市盈率,市净率仍然高达 1.55, 46 和 3.67。

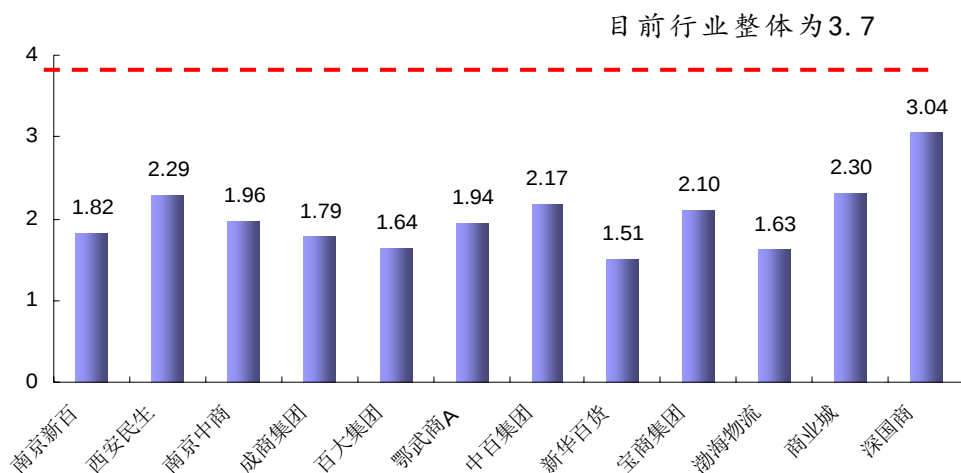
由于二级市场具有很好的流动性,选择在二级市场低迷时介入对于产业资本而言可谓进可攻、退可守。即使未来整合遇到阻力,仍然可以作为权益投资,获取二级市场差价。

图表 10 并购标的当期 TTM 市盈率 (剔除负值和微利)



资料来源: wind 东方证券研究所

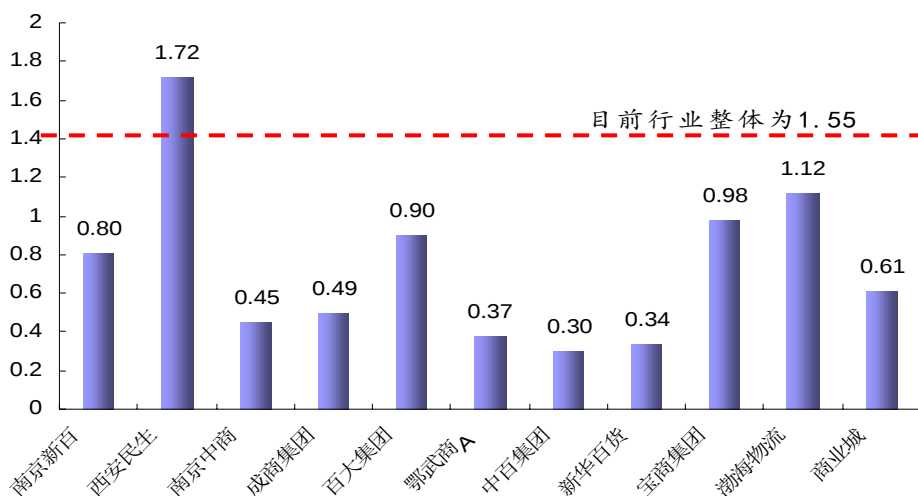
图表 11 并购标的当期市净率



资料来源: wind 东方证券研究所

¹ 报告中零售板块均采用百货零售指数

图表 12 并购标的当期市销率



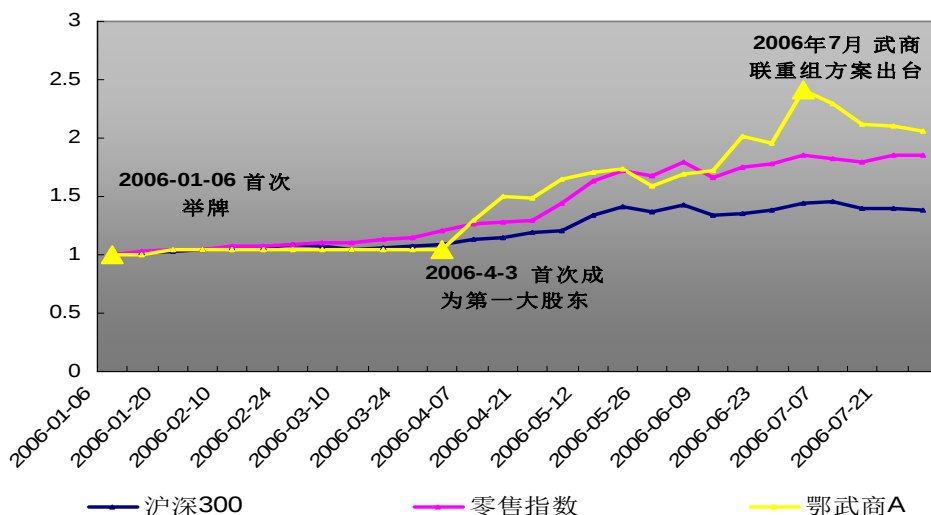
资料来源: wind 东方证券研究所

4. 鹬蚌相争，渔翁获利

回顾 2003 年至今主要的并购交易，在并购进行过程中不同程度的出现股价大涨的情形，尤以要约收购为甚。

2006 年 1 月 6 日，银泰首次举牌鄂武商 A，但 2006 年 4 月之前一直表示不会争夺控制权。4 月 3 日经过 4 次举牌首次成为第一大股东，收购战正式打响，直至 2006 年 7 月武汉商联重组方案出台，其间在二级市场多次收购，与武汉国资委交替成为第一大股东。鄂武商 A 的股价涨幅达到 137%，同期沪深 300 和零售指数的涨幅分别为 43.7% 和 85%，超额收益显著。

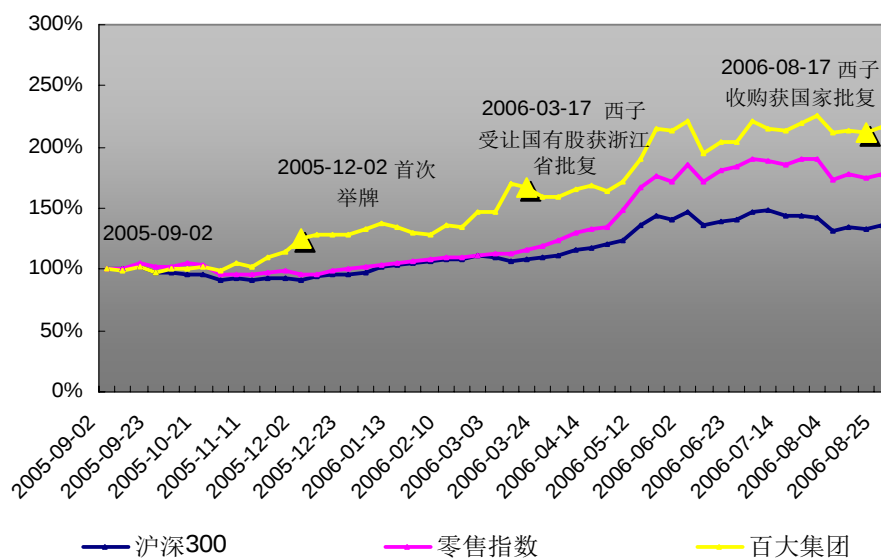
图表 13 鄂武商 A 遭并购阶段股价走势



资料来源: wind 东方证券研究所

银泰对百大集团的收购始于 2005 年 9 月，从 2005 年 12 月 3 日银泰在二级市场首次举牌至 2006 年 8 月 25 日发布第 13 次举牌公告，百大集团在此期间绝对涨幅高达 72%，而同期沪深 300 涨幅为 49%，超额收益达到 23%。

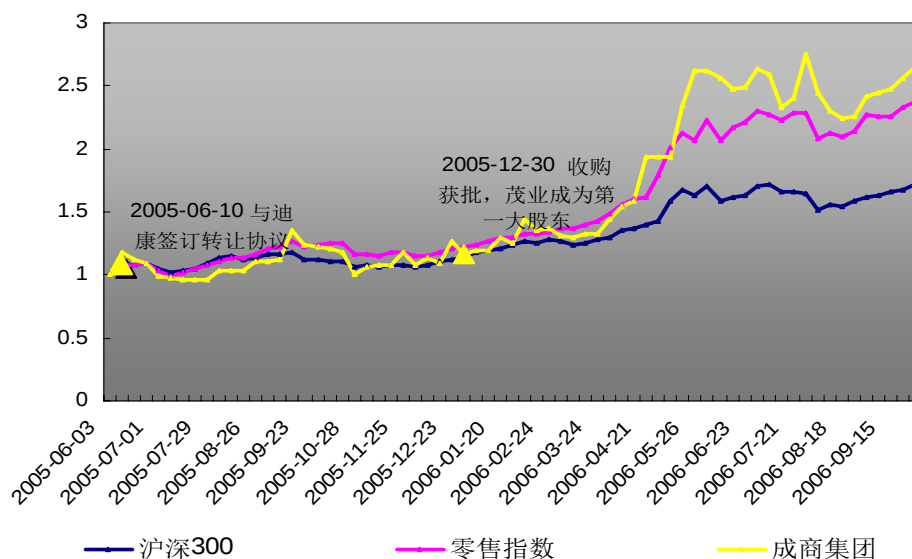
图表 14 百大集团遭并购阶段股价走势



资料来源 wind 东方证券研究所

茂业收购成商集团采用的是协议受让，在成为第一大股东之前，几乎没有超额收益，但在之后一年时间内，超额收益显著。

图表 15 成商集团遭并购阶段股价走势



资料来源 wind 东方证券研究所

我们认为，并购过程中的超额收益主要来源于以下三个方面：

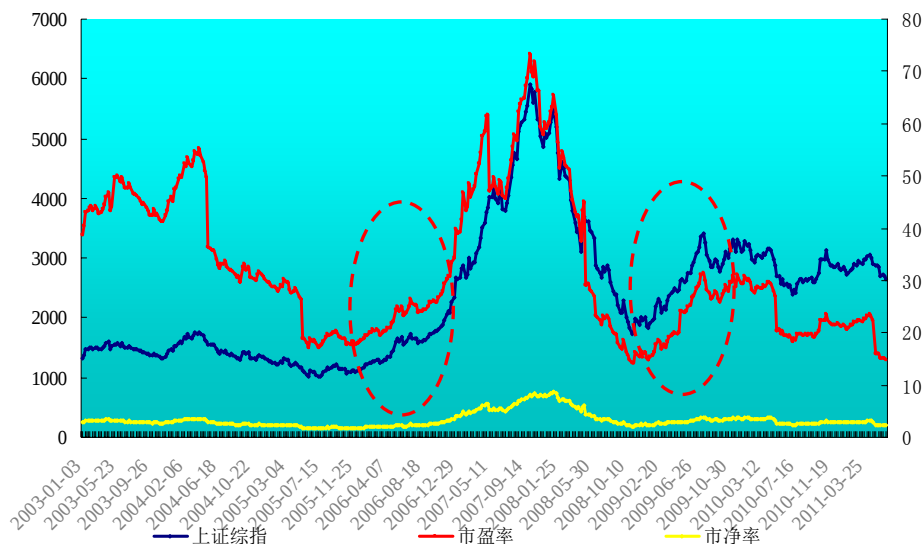
- 1、在并购尤其是要约收购的过程当中，通常会发生多方争夺控制权而在二级市场抢筹的情况，可能导致股价短期内出现大幅上涨。典型的如银泰收购鄂武商，举牌次数多达 14 此。此情况适用于要约收购。股权争夺越激烈越有利于股价上涨。
- 2、由于并购方经营能力多优于标的公司。资本市场对标的公司被并购后经营业绩抱有较强的改善预期。此原因在协议并购中占主导。该因素带来的超额收益相对滞后，主要发生在并购成功后。
- 3、上市公司方面希望提高股价来阻止收购，增加收购者的成本，因而有做业绩的动力，这个动机可能在控制权争夺陷入胶着状态时尤为明显。典型的如鄂武商、南京新百、百大集团等。

5. 熊途漫漫，并购正当时

A 股两次规模较大的并购潮，均出现在熊市末期。市场的特点表现为市盈率、市净率达到历史地位，与此同时。市场开始出现公司增持回购，二级市场举牌并购等频繁发生，这正是产业资本抄底的特征。产业资本对宏观经济的实际情况，以及所在行业景气程度，比二级市场的投资者更加了解，举牌和并购体现了产业资本对二级市场估值和公司价值的认可。

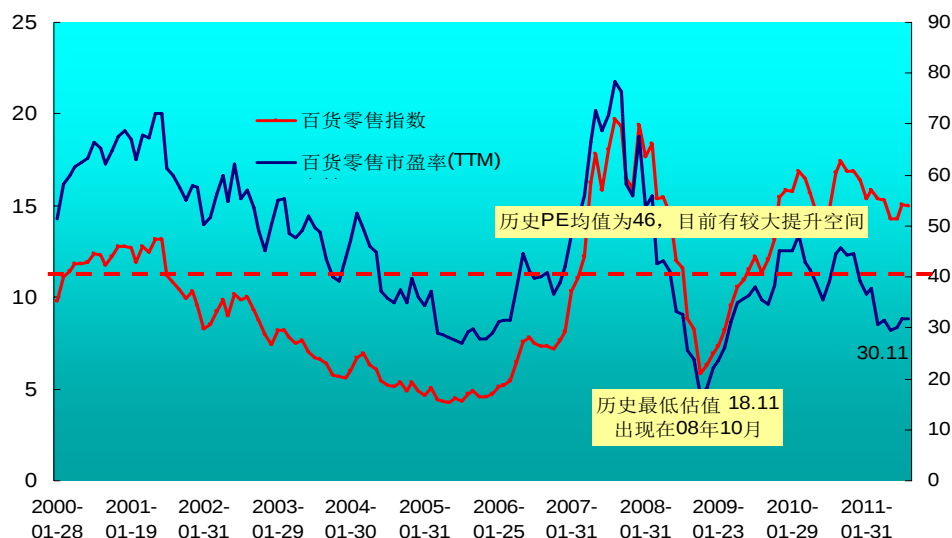
零售行业也不例外。最早的较为集中的一次举牌潮发生在 2005 年年底，当时正值熊市末期，上证指数跌至 1000 点以下，接连发生了银泰系举牌百大集团、鄂武商 A；金鹰举牌南京新百，江苏雨润举牌南京中商等并购事件。第二次大规模举牌潮出现在 2008 年下半年，市场深陷金融危机，茂业集团从 2008 年 8 月开始接连举牌渤海物流，商业城、深国商等。物美、海航商业先后收购新华百货和宝商集团。

图表 16 并购高发期都发生在熊市末期



资料来源：wind 东方证券研究所

图表 17 零售股目前市盈率已经接近谷底



资料来源 wind 东方证券研究所

今年以来 A 股市场持续低迷。就大盘而言，目前 A 股的市盈率不足 16 倍，甚至低于 05 年和 08 年。从零售板块来看，尽管指数绝对点位较高，但市盈率为 30 倍，远低于 2000 年至今的平均水平（46 倍），价值凸显。

6. 谁会是零售业的下一个香馍馍

下面我们通过考虑并购成本、资产重估溢价率、资产质量、大股东持股比例等来梳理出百货零售股中具有并购价值的公司。

- 1、**市值较小，并购成本低**：第一大股东持股比例相对较低，产业资本取得公司控股权所需资金相对较低，并购成功概率高。我们梳理上市公司中发现取得成本小于 12 亿（43*28%）以下公司，被并购可能性较大。
- 2、**本身经营情况一般，盈利能力与资产价值不匹配**，体现在净利润率低，市销率低等。
- 3、**股东持股分散**，有利于并购方各个击破，进一步降低收购成本。
- 4、**第一大股东及第二股东股权比例相差较小**：上市公司前几大股东势均力敌，目前正处于争夺控制权胶着状态，即若二股东二级市场增持，对第一大股东控股权产生威胁，若原有股东抵制，股权争夺将在现有股东中展开。
- 5、**净资产重估溢价率高**：由于百货公司物业大都位于核心商圈的黄金地段，因此百货公司先发优势具有明显的排他性和防御性。我们对公司的固定资产(房产、土地等自有物业)进行评估,对重估资产溢价率进行分析，发现自有物业比重较高公司，每股净资产溢价率也相对较高。

图表 18 上市公司物业重估及取得控股权最低资金

公司	物业面积	自有物业面积	重估价值（亿）	成为第一大 股东所需资 （亿）	每股净资 产重估	每股净资产	重估溢价率	所在 城市
王府井	81	20.9	60	82	3.4	8.42	-59.65%	北京
大商股份	318	150	150	11	21.36	11.12	92.09%	大连
鄂武商 A	37.86	24.6	120	18	12.62	3.37	274.58%	武汉
广百股份	34.45	9.33	40	26	6.82	4.5	51.50%	广州
广州友谊	8	6	30	41	4.54	4.28	6.08%	广州
欧亚集团	88	88	81	10	33.96	5.54	513.04%	长春
重庆百货	97	75	115	75	13.73	5.89	133.05%	重庆
银座股份	130	45	90	13	11.07	7.43	49.03%	山东
合肥百货	34.47	19.63	50	22	4.19	2.43	72.52%	合肥
东百集团	19.2	7	21	6	3.79	2.02	87.63%	福建
友阿股份	18.43	8.365	25	31	2.87	4.76	-39.80%	长沙
商业城	21.1	21.1	30	5	8.41	2.65	217.36%	沈阳
中兴商业	24	24	50	10	14.99	3.61	315.21%	沈阳
南京新百	7.6	6.9	25	7	1.9	2.9	-34.60%	南京
南京中商	32.2	20.5	72	13	7.98	4.48	78.11%	南京
津劝业	7.4	7.4	20	4	2.56	1.34	91.05%	天津
友好集团	29.6	24.5	50	7	10.43	3.34	212.30%	新疆
南宁百货	10.5	4	10	4	0.93	1.27	-26.71%	南宁
杭州解百	-	14.23	60	7	17.26	2.08	729.87%	杭州
上海九百	-	14.55	42	7	9.48	1.48	540.80%	上海
百大集团	25	10	45	10	5.2	2.49	109.03%	杭州
深国商	13.6	13.6	30	8	5.93	0.24	2369.83%	深圳
天虹商场	97	7	30	75	-1.05	8.27	-112.70%	深圳
豫园商城	13	13	80	28.4	1.74	3.18	-45.21%	上海
新世界	21	21	80	13.8	9.22	3.6	156.16%	上海
益民集团	16	16	65	18	7.87	1.85	325.42%	上海

资料来源：wind, 东方证券整理

通过梳理以上指标分析，筛选出百货零售股上市公司中，大商股份、鄂武商、欧亚集团、银座股份、合肥百货、东百集团、商业城、中兴商业、南京中商、津劝业、友好集团、杭州解百、上海九百、百大集团、深国商、新世界、益民集团等公司具有被并购的价值性。

但从被并购的实际运行情况来看，有些上市公司并购重组正在进行中或者已经完成，标的再次并购重组可能性小；另外有些上市公司大股东强势，不愿意失去控股地位，产业资本收购可能性大大降低，另外上海本地股如新世界、益民商业、上海九百等由于国资背景较强，未来大股东注入资产可能性较大，产业资本收购可能性较小。

以上符合被并购的上市公司中，虽然大商股份、南京中商、商业城、中兴商业、百大集团等等符合上述指标。但大商股份 2008 年底引进战略投资者，且大股东较为强势，短期被并购可能性较小；南京中商由于雨润已经取得控制权，未来继续被并购可能性较小；商业城国有股已经转让给产业资本，目前已经完成改制，短期新产业资本介入可能性较小；中兴商业由于股权之争，第一大股东沈阳国资委较为强势，原产业资本中信资本、银泰集团及新纪元被迫退出，短期内新产业资本重新介入可能性不大；深国商公司股权几经变更，由潮汕人获得控制权，短期内再次变更股权可能性较小。建议关注鄂武商、欧亚集团、银座股份、合肥百货、东百集团、津劝业、友好集团、杭州解百等。

图表 19 财务及治理指标

证券简称	自有物 业	总市值 (亿)	前十大 股东持 股比例 (%)	大股东 持股比 例 (%)	市销率	市净率	市盈率	销售净 利率 (%)
		<43	<50%	<28%	<1.55	<3.7	<46	3.80%
友好集团	▲	35.5	40.29	17.70	1.16	3.35	31.17	3.62
银座股份	▲	56.3	47.01	19.49	0.60	2.56	53.60	1.39
长百集团	▲	14.3	32.24	11.07	4.28	14.91	-29.01	-15.30
昆百大 A	▲	13.3	40.94	31.13	0.94	2.25	55.64	1.99
东百集团	▲	28.9	44.79	17.51	1.51	4.12	30.20	5.33
合肥百货	▲	92.2	56.63	23.99	1.11	5.87	18.96	5.20
津劝业	▲	26.4	28.22	14.96	4.41	5.03	382.21	1.13
鄂武商	▲	86.2	58.52	18.42	0.86	5.26	29.95	3.59
欧亚集团	▲	43.3	45.79	22.83	0.76	4.72	31.50	3.17
杭州解百	▲	22.6	39.33	29.24	1.14	3.49	31.74	3.37

注：标黄代表该项指标符合条件

资料来源：wind 东方证券研究所

7. 投资建议

目前 A 股市场低迷，赚钱效应不强，事件性机会成为获取超额收益的重要途径。零售板块估值处于市场历史地位，对产业资本具备吸引力，预期在短期内并购事件将频繁出现，我们通过回顾 2003 年至今二级市场并购案例，试图从比客观指标筛选具有潜在被并购、被整合价值性的零售上市公司，建议关注鄂武商（未评级）、欧亚集团（未评级）、银座股份（未评级）、合肥百货（未评级）、东百集团（未评级）、津劝业（未评级）、友好集团（未评级）、杭州解百（未评级）等公司。

8. 风险提示

在具体关注投资某一并购重组股票时，需要重点关注以下方面问题：一是并购时间，二是并购后员工安置问题；三、被并购重组方态度；四是并购后公司业绩提升空间等。我们认为部分公司在以上四个封面，透明程度较低，尤其是重组时间很难确定，业绩提升空间难以预测。因此需关注相应的投资风险。。

附表 1 2004-2010 年零售行业主要并购概览

并购时间	并购事件概览
2004 年 5 月	金鹰通过二级市场收购南京新百
2004 年 7 月	TESCO 收购乐购连锁超市 50% 的股权。
2004 年 8 月	物美收购日本的第一大零售商旗下超市天津大荣
2004 年 9 月	统一超商将斥 6 亿人民币巨资参股诺玛特
2004 年 9 月	联华斥资 7700 万元收购石家庄万利福超市集团
2004 年 11 月	大商重组石家庄北国人百集团
2004 年 12 月	王府井百货并购双安商场
2004 年	物美正式接管北京超市发
2004 年	南京中商资产收购徐州百货大楼
2006 年	大韩民国株式会社新世界收购上海易买得超市 14.8% 的股权
2006 年 2 月	北京物美收购北京美廉美连锁商业 75% 权益
2006 年	大商集团收购河南郑州“金博大”
2006 年	北京物美收购银川新华百货
2006 年	华夏西部经济开发有限公司收购昆明百货大楼
2006 年 8 月	北京物美收购江苏时代超市 (12 亿元人民币)
2007 年 3 月	华润集团收购天津家世界超市
2007 年 5 月	正大收购 18 家易出联花上海店铺
2008 年 6 月	华润全资收购西安爱家超市
2008 年 7 月	家乐福 4000 万元收购广州家广超市
2008 年 8 月	“茂业系”举牌深国商、商业城、渤海物流
2008 年 9 月	物美 1.51 亿元收购浙江供销超市 545 股权
2008 年	华联 2000 万元收购崇明县供销超市
2008 年	大商集团相继收购正弘国际名店、许昌鸿宝百货
2009 年 9 月	茂业国际收购秦皇岛金都购物广场、山西省太原百货
2009 年 11 月	福建东百收购福建乐天百货 100% 股权
2009 年 12 月	南京中商：1.8 亿控股徐州中央国际广场
2009 年 12 月	合肥百货收购安徽乐普生百货 46% 股权
2010 年 1 月	物美收购天津卜蜂莲花
2010 年 4 月	大商集团手头微笑堂商
2010 年 4 月	振华百货收购天津百货大楼 60% 股权
2010 年 8 月	春天百货收购贵阳国贸广场
2010 年 8 月	银泰百货收购合肥华侨广场 51% 股权

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，我司持有欧亚集团（600697.SH）股票5867712股，占总股本3.69%；

截止本报告发布之日，本公司仍持有欧亚集团（600697.SH）达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn