

掘金上海经济再起飞

——围绕世博会与迪斯尼的主题投资策略

报告要点

■ 上海经济需要再起飞

上海经济的发展从传统社会到经济起飞再到走向成熟,正是中国工业化道路的一个缩影,一方面对我们研究中国未来的路怎么走有很强的借鉴意义,另一方面,上海作为地区经济的领头羊,其在经济变迁的过程中也遇到了巨大的挑战和机遇。上海在这轮世界经济调整中遭遇到了前所未有的危机,经济下滑速度超过全国的平均水平,如何使下滑的经济重新恢复往日的辉煌是上海的挑战所在,在这种背景下上海的世博会和迪斯尼乐园项目就更加值得期待,这是上海经济发展中未来可见到的两个亮点。

■ 上海经济未来的定位仍是在第三产业

从土地和人口这两大生产要素来讲,上海未来的经济发展仍是在第三产业,而2010年的世博会和随之即将到来的迪斯尼项目都是继续推动第三产业发展的良机。世博会和迪斯尼项目之所以引人关注,不但项目本身的经济效益可观,更重要的是它们的区域特征对一个地区的经济会产生持续和深远的影响,主要表现在短期投资一次性拉动,旅游消费产业的持续性等等,它们对资本市场的影响也是长远的。

■ 世博会和迪斯尼的影响远超奥运会

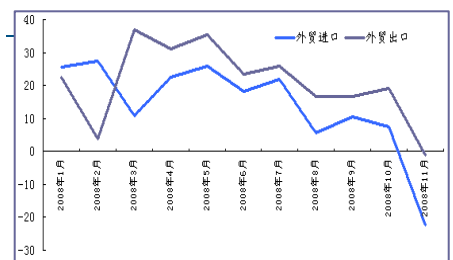
无论是从投资规模还是未来消费支出的预测,这两个项目都远超奥运会。上海世博会的直接和间接投资预期对GDP的贡献为4300亿元,在筹办阶段,投资主要集中在基础设施建设、建筑、房地产开发等方面,其他涉及到的受益行业还包括了食品、造纸印刷、纺织、生活用品、金融不动产、旅游酒店等。按照香港的经验,迪斯尼项目影响最大的是酒店娱乐业,其次是零售,尤其是珠宝业,接下来依次是商业地产、基建和交通运输,这些行业启动的时间业不尽相同。

■ 如何把握上海世博会和迪斯尼的投资机会

我们认为应该从区域特征和产业相关度两个角度出发去把握该主题下的投资机会。区域特征主要由于这两个项目特定的区位所造成的,而产业相关则是由旅游和当地特色经济所决定的。

相关研究

图：上海近期进出口数据



数据来源：长江证券研究部

分析师：

张凡

(8621) 63290499

zhangfan@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖风

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

绪论.....	5
上海经济怎么了.....	5
上海经济再起飞.....	7
上海产业的发展变迁	7
上海城市转型——以现代服务业为主的服务型城市	10
国际大都市发展模式比较	11
上海的机遇与挑战之一：世博会.....	13
世博会是经济、科技、文化的“奥林匹克”盛会	13
世博会是经济进入较高发展水平的标志	15
世博会推动经济发现的历史审视	17
世博会推动经济发展的产业渠道	21
上海世博三部曲之一——投资先行.....	23
上海的机遇与挑战之二：迪斯尼时代	25
迪斯尼的运营模式	25
迪斯尼与资本市场	27
结论.....	32
前期投资拉动	32
消费的持续性	33
主题投资	39
附录 I：上海重点上市公司及行业分析.....	40
上海机场：中国东方的门户	40
上海零售业——潜力无限	44
附录 II：上海重点本地股相关财务数据一览	47
分析师介绍	49
对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部	49
投资评级说明	49

图表目录

图 1: 上海的进出口同比增长数据	7
图 2: 各类产业占 GDP 的比重	8
图 3: 各类产业的发展速度	8
图 4: 六大支柱产业占 GDP 比重	12
图 5: 上海世博会展区图	15
图 6: 1851 年前后英国伦敦世博会前后英国国民收入	16
图 7: 1970 年大阪世博会和 1985 年筑波世博会前后日本 GDP 变化趋势	16
图 8: 1993 年大田世博会前后韩国 GDP 变化趋势	17
图 9: 历次世博会对该国经济的拉动效应	18
图 10: 1984 年新奥尔良世博会: 路易斯安那州第三产业变动情况	19
图 11: 京阪神地区旅客流量变化	20
图 12: 筑波世博会各行业投资额	21
图 13: 筑波世博会对各行业就业的影响	22
图 14: 筑波世博会对各行业产值的影响	22
图 15: 日本世博会批发零售额增长率	22
图 16: 日本 1962-1989 年入境旅游人数	23
图 17: 上海世博会全部投资构成	24
图 18: 迪斯尼公司四项业务贡献占比	27
图 19: 迪斯尼公司股价	27
图 20: 恒生地产指数成分股与恒指收益率对比	28
图 21: 基建类股表现	28
图 22: 基建类股与恒指收益率比较	28
图 23: 零售类股表现	29
图 24: 零售类股与恒指收益率比较	29
图 25: 酒店娱乐类股表现	29
图 26: 酒店娱乐类股与恒指收益率比较	29
图 27: 交通运输类股表现	30
图 28: 交通运输类股与恒指收益率比较	30
图 29: 总体行业公司累积收益率排名	30
图 30: 剔除酒店娱乐后的累积收益率排名	30
图 31: 上海地区星级酒店出租率近期波动较大	34
图 32: 黄金饰品销售是公司的主要收入和利润来源	35
图 33: 消费类商品销售增长均出现下滑, 金银珠宝维持 30% 以上的增速	36
图 34: 新华传媒季度收入 (百万元)	38
图 35: 城镇居民教育文化娱乐消费占消费总额的比重 (百分比)	39
图 36: 虹桥机场和浦东机场通过发达的公路网辐射长三角	40
图 37: 虹桥机场和浦东机场旅客吞吐量变化	41
图 38: 虹桥机场和浦东机场货邮吞吐量变化	41
图 39: 虹桥机场和浦东机场飞机起降架次变化	41
图 41: 四大机场的旅客吞吐量份额比较	42
图 42: 四大机场的货邮吞吐量份额比较	42

图 43: 四大机场的飞机起降架次份额比较.....	42
图 44: 三大经济板块机场的国际旅客比例对比	43
图 46: 预计的上海世博会期间客流来源	43
图 47: 上海社会消费品零售总额及增长情况	44
图 48: 上海与全国城镇居民人均可支配收入对比.....	45

表 1: 各省市今年以来工业增加值	5
表 2: 1991-2007 年上海各产业的产值以及人均产值	7
表 3: 主要时期二、三产业平均增长率	8
表 4: 若干城市功能转型比较分析	11
表 5: 上海市产业发展重点发展目录 (2008)	13
表 6: 世博会与奥运会对比	13
表 7: 世博会主要的典型案例	14
表 8: 1951-1994 年日美部分经济指标比较	16
表 9: 1970 年世博会前后大阪市财政收支的变化	18
表 10: 2000 年汉诺威世博会对第三产业的影响.....	18
表 11: 世博会的召开城市所形成的城市群	20
表 12: 日本两次世博会各项投资费用比重	20
表 13: 上海世博会直接投资规划	24
表 14: 世博会各项投资费用比重	24
表 15: 各地迪斯尼开业时间和规模	25
表 16: 迪斯尼可能带来的商业机会	26
表 17: 行业公司累计涨幅排名	30
表 18: 香港迪斯尼大事记	31
表 19: 上海浦东机场运营数据预测	37
表 20: 上海百货单体店销售前 10 强 (2006)	46
表 21: 国内外人均零售面积比较	46
表 22: 上海重点本地股财务数据	47

绪论

长江证券的策略研究一直以来都以罗斯托工业化理论为核心体系，对经济增长的阶段进行分段研究，因此到目前为止所有的研究都囊括在宏观经济和行业经济的范围内。我们试图从这个报告开始做一些改变，在工业化的研究框架中加入区域经济的内容，从一个区域的角度去观察经济而非按行业观察经济，这是对我们研究体系的一个补充。

为什么研究上海？上海经济从旧社会开始就是中国经济发展的前沿，它的发展似乎预示了中国经济发展的未来。上海经济的发展从传统社会到经济起飞再到走向成熟，也正是中国工业化道路的一个缩影，所以研究它的过去、现在和未来，一方面对我们研究中国未来的路怎么走有很强的借鉴意义，另一方面，上海作为地区经济的领头羊，其在经济变迁的过程中也遇到了巨大的挑战和机遇。上海在这轮世界经济调整中，遭遇到了前所未有的危机，经济下滑速度超过全国的平均水平，如何使下滑的经济重新恢复往日的辉煌这是上海的挑战所在，而另一方面，在今年奥运会巨大的示范效应下，上海的世博会和迪斯尼乐园项目就更加值得期待了，这是上海经济发展中未来可见到的两个亮点，因此，我们也试图从中找到一些投资的线索。

我们认为世博会和迪斯尼是对上海产生深远影响的两个大项目，它们不但可以在一段时间内拉动上海的经济，更是上海向世界展示城市风采的机会，包括经济、社会、文化在内的诸多方面都会引起比较大的改观。我们本文先从上海经济的结构入手，分析第三产业是上海未来重点发展的产业，而在这个过程中世博会和迪斯尼就是对发展服务业最好的促进手段，接下来我们再详细分析世博会和迪斯尼项目对于经济和股市的影响，尤其是对各个行业的影响，并把所能够展示的图表列出来供投资者参考。最后，我们提出了从两个角度来进行主题投资，把投资的思路和线索进行了梳理。对于长江证券重点覆盖的行业公司，我们在附录中进行了详细的分析。

上海经济怎么了

上海经济在 2008 年的全球经济危机中遭受了重大的影响，在最新公布的宏观经济数据中，上海的工业增加值数据位列全国倒数第四，仅为-0.7%。如果说经济危机的影响是全球性的，那么上海经济的下滑速度超过了全国其他大部分省市则让我们有理由重新思考上海经济未来的走向。

表 1：各省市今年以来工业增加值

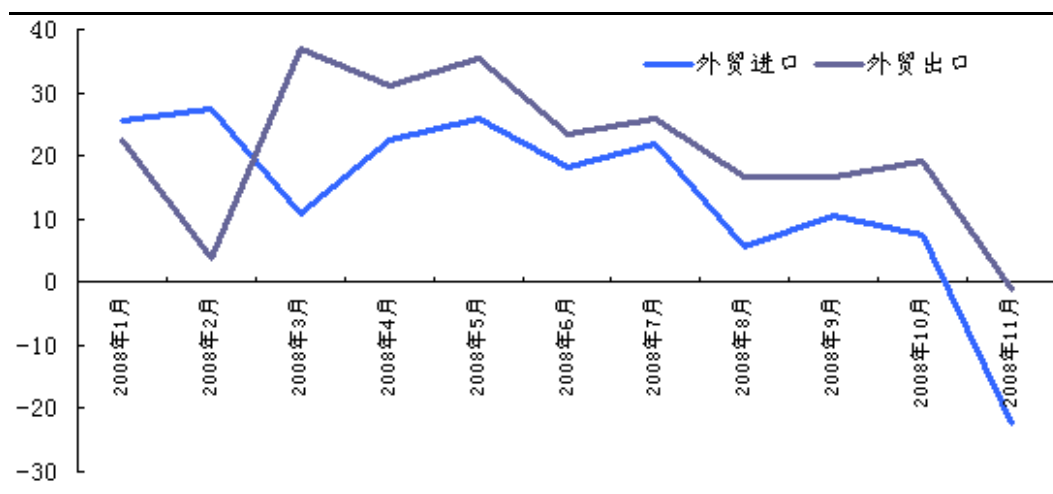
	2008-11	2008-10	2008-09	2008-08	2008-07	2008-06	2008-05	2008-04	2008-03	2008-02
山西	-24.5	-9.9	4.2	12.2	13.9	14.2	16.6	16.2	21.4	20.5
北京	-8.1	-7.6	-6.4	-9.1	2.8	8.3	8.9	9.4	11.6	6.1
宁夏	-4.4	2.2	9	18.3	13.1	14.1	12.5	17.7	17.3	16.6
上海	-0.7	3.1	6	8.8	7.1	9.6	13.4	8.6	12.3	12
贵州	0.7	4	13.2	18.8	19.8	19.4	28.2	18	20.4	-20.7
浙江	0.9	2.2	6.4	6.1	9.8	10.2	12.8	9.6	14.9	10.4

甘肃	5	10.1	13.6	12.5	14.6	11	7	10.1	14.7	9.1
全国	5.4	8.2	11.4	12.8	14.7	16	16	15.7	17.8	15.4
山东	7.2	8	10.7	12.2	15.9	16.9	17.3	18.7	19.8	19.5
福建	7.4	13.2	16.3	14.3	17.3	19.7	20.2	18.5	21.9	21.2
河南	8.1	14.8	21.7	22.2	23.3	24.1	23.9	24.2	22.9	22.8
辽宁	9.1	15	16.9	17.1	16.5	20.2	20.7	19.5	20.3	17.7
江苏	9.2	11	14.3	12.1	15.1	16	17.7	18.2	15.4	13.8
广东	9.6	9.9	12	13.1	11.7	13.1	13.3	13	13.5	12.1
内蒙古	9.8	20.3	28.7	29.2	30.5	28.4	28.4	27.5	28.2	28.8
重庆	9.8	17.9	22.6	24	23	27.3	27.7	23.6	25.3	17.2
西藏	9.8	-11.7	13	4.7	2.8	2.2	3.9	-2.6	15.7	26.1
陕西	9.9	18.1	21.6	24.7	27.3	27.5	21.9	24.5	26.8	27.7
湖北	10.1	10.3	18.7	24.4	25.5	25.4	24.9	24.4	25.6	18.3
云南	10.1	10.1	10.3	18.4	17.2	18.8	13.7	0.1	15.6	6.6
广西	10.2	6.7	18.5	19.8	24.8	28.7	26.3	30.9	25.1	17.1
四川	11.1	15.2	18.1	21.9	18.4	16	3.6	24.6	28.8	26.6
黑龙江	11.2	9.5	17	14.6	14.8	16.3	16.7	13.9	18.8	18.2
河北	12	11.5	7.9	7.3	13.3	23.2	15.3	14.6	15.9	17.8
安徽	14.7	18.2	19.1	19	25.6	26.3	23.6	24.9	27.6	23.4
新疆	15.6	17.1	18.8	17.8	16.3	15.2	13.1	14.3	14.2	17.7
青海	15.8	17.7	18.9	31.6	26.1	29.6	23.2	23.7	21.7	24.7
吉林	16.4	13.2	17.4	15.2	15.3	20.2	20.8	21.9	25.9	23.6
湖南	19.5	21.5	22.1	19	19.5	20.2	22.6	18.7	18	3.4
江西	19.8	20.4	22.5	21	22	23.5	21.2	19.5	22.1	8.3
天津	20	19	21.3	20	21	21.7	21.3	22	20.8	20.1

数据来源：长江证券研究部

1-5 月份上海的经济还延续了持续高增长，工业总产值增幅超过 15%，而 6-8 月份处于增速放缓阶段，工业总产值增幅回落到 10% 附近，而在 9、10 月份则进入了一个暂缓的阶段，工业总产值增幅回落到 10% 以内。在其他经济数据中，我们也看到上海的进出口变化非常快，3 月份以来一直呈现出下滑的趋势，在 11 月份出现了明显的同比负增长。由于上海的港口优势，使得上海本地的经济对外依存度较高，用上海口岸进出口顺差数据计算的上海经济对外依存度为 90%，这说明上海本地经济的对外依存度超过了广东地区。所以这种过于

图 1: 上海的进出口同比增长数据



数据来源: 上海市统计局网站, 长江证券研究部

依赖外部经济的发展模式在 2008 年受到了强烈的外部冲击。一个地区的经济发展和当地的经济发展模式有关, 上海的产业结构和区域经济增长极作用都使得其经济具有更大的波动性, 在经济调整中也调整的比周边地区更为剧烈, 我们看到浙江和江苏的工业增加值在 11 月份都超过了上海, 同时也很明显, 今年以来浙江和江苏的经济波动也较上海小一些。那么在当前这种情况下上海有没有可能改变这种局面, 经济再起飞的契机是什么, 这是我们本文后面要讨论的问题。

上海经济再起飞

上海产业的发展变迁

从区域经济的角度来看, 上海是长三角地区的“增长极”, 对于地区经济的发展起着十分重要的作用, 它的发展必将对整个区域经济产生影响, 而这一发展过程在空间上则体现为区域空间结构的变化, 也就是说, 作为区域经济的空间体现的区域空间结构的演进是区域内城市形成与交互发展的过程, 其最终形态是区域内各城市空间博弈的结果。

上海由于独特的地理位置, 从解放前就是东亚的金融中心之一, 便捷的海陆空交通和东西方文化使得这里更趋向于多元化发展, 因此, 金融、航运、贸易、旅游等产业一直是上海经济的优势。但是上海并没有完全像香港一样依赖于服务业的发展, 上海经济中的第二、第三产业发展比较平衡, 有强大的产业支撑, 而第一产业也在发展, 只是这种发展比较缓慢。

表 2: 1991-2007 年上海各产业的产值以及人均产值

年 份	上海市生产总值	其 中				第三产业	人 均
		第一产业	第二产业	其 中			生产总值
	(亿元)				工 业	建筑业	(元)
1991	893.77	34.06	550.64	514.79	35.85	309.07	6 954
1992	1 114.32	34.16	677.39	636.68	40.71	402.77	8 650
1993	1 519.23	37.82	902.38	846.71	55.67	579.03	11 758
1994	1 990.86	47.61	1 148.45	1 074.37	74.08	794.80	15 352

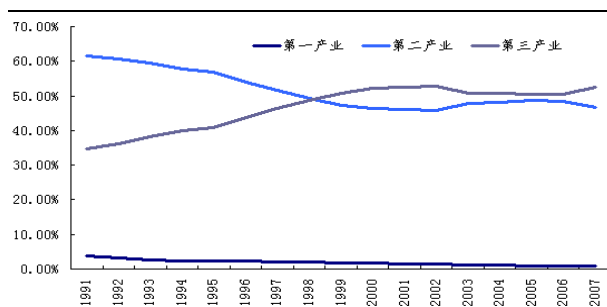
1995	2 499.43	59.82	1 419.41	1 308.20	111.21	1 020.20	19 225
1996	2 957.55	68.72	1 596.72	1 452.79	143.93	1 292.11	22 700
1997	3 438.79	72.03	1 774.02	1 598.91	175.11	1 592.74	26 352
1998	3 801.09	73.84	1 871.89	1 670.19	201.70	1 855.36	29 104
1999	4 188.73	74.49	1 984.64	1 787.98	196.66	2 129.60	31 979
2000	4 771.17	76.68	2 207.63	1 998.96	208.67	2 486.86	36 217
2001	5 210.12	78.00	2 403.18	2 166.74	236.44	2 728.94	39 340
2002	5 741.03	79.68	2 622.45	2 368.02	254.43	3 038.90	43 143
2003	6 694.23	81.02	3 209.02	2 941.24	267.78	3 404.19	50 032
2004	8 072.83	83.45	3 892.12	3 593.25	298.87	4 097.26	59 928
2005	9 164.10	90.26	4 452.92	4 129.52	323.40	4 620.92	67 565
2006	10 366.37	93.80	5 028.37	4 670.11	358.25	5 244.20	75 990
2007	12 188.85	101.84	5 678.51	5 298.08	380.43	6 408.50	

数据来源：长江证券研究部

注：人均生产总值按户籍人口计算，除非特别注明，数字单位为亿元。

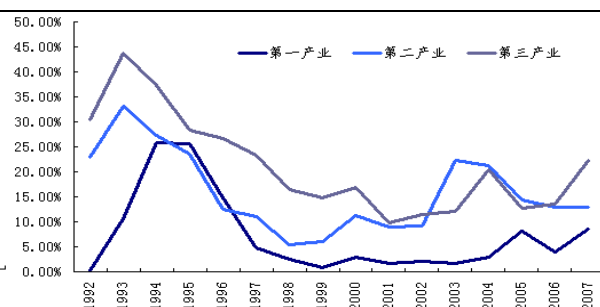
1992-2000 年，在浦东开放的推动下，上海第三产业飞速发展，其占 GDP 的比重从 1992 年的 36.14% 迅速攀升到 2000 年的 52.12%，超过了 GDP 的一半比重。大体可分为三个阶段：第一阶段是“九五”期间，第三产业快速增长，年均增长率 19.59%，远高于同期第二产业 9.27% 的增长率，占 GDP 的比重年均提高 1.7 个百分点。1999 年第三产业比重首次超过第二产业，此后就一直稳定在 50% 以上；第二阶段是“十五”时期，第三产业进入平稳较快增长时期，年均增长率 13.25%，低于同期第二产业 15.21% 的增长率，占 GDP 的比重也从 2001 年的 52.93% 下降到 2005 年的 50.42%，增长明显放缓，在这期间金融业增长放缓是

图 2：各类产业占 GDP 的比重



数据来源：长江证券研究部

图 3：各类产业的发展速度



数据来源：长江证券研究部

造成第三产业占 GDP 比重下降的最重要原因，“十五”以来证券业的大幅萎缩造成金融业占 GDP 的比重急剧下降，从 2000 年的 12.6% 下降到 2005 年的 7.4%，由于 2000 年金融业占第三产业的比重近 25%，金融业占 GDP 比重的大幅度下滑，直接下拉了第三产业占 GDP 的比重；第三阶段是 2006 年至今，第三产业恢复了高速增长，2006-2007 年年均增长率高达 17.84%，远高于同期第二产业 12.93% 的增长率。

表 3：主要时期二、三产业平均增长率

时期	GDP	第二产业	第三产业
----	-----	------	------

“九五”时期	11.52	9.27	19.59
“十五”时期	11.88	15.21	13.25
2006-2007	13.15	12.93	17.84

资料来源：CEIC，长江证券研究部

第二、三产业平衡增长的格局在短中期内将难以改变，进入“十一五”，随着国内外环境变化特别是外资竞争的加剧，以及各类资源的刚性约束，上海制造业为主的第二产业外源性驱动力日趋弱化，2007年工业新开工项目同比下降16.7%，经济发展面临较大转型挑战。第三产业正处于增势强劲阶段。受股改后金融市场的爆炸性增长的推动，第三产业增势强劲。2006-2007年年均增长率高达17.84%，比同期第二产业快了4.9个百分点。2007年，上海金融业增加值1209.08亿元，占全市生产总值的9.9%，比2005年提高了2.5个百分点。在经济增长和产业结构优化中的核心作用得到进一步发挥，成为经济发展的重要内涵。客观地看，第二产业比重下降，主要是受到第三产业增速更快造成的。第三产业增长快，第二产业增长相对慢，在基数接近和两产业比重之和接近100%的现实相对固定的前提下，必然导致第三产业居高不下。

当前上海的第一、二、三产业都在飞速发展，只不过第三产业的发展速度远远超过了第一和第二产业，但是其城乡二元结构决定了上海必须靠二、三产业两轮驱动来获得平衡的发展，郊区必须靠发展制造业，城区则依靠现代服务业。

台湾和韩国在人均GDP达到9000美元时其第三产业占GDP的比重分别为50.0%和55.14%，2007年上海的人均GDP已达9000美元，第三产业占GDP的比重为52.58%，总的来说，上海当前的产业结构变动符合世界产业发展的规律。

上海的城乡二元结构和产业基础决定了上海的产业结构也是有别于其他国际中心城市的特点。上海总面积6787平方公里，郊区面积占到90%，郊区当前和今后的发展必须靠制造业来支撑，但由于上海郊区的成本又相对高于长三角周边地区，所以在发展制造业方面应避免与长三角周边省市产生同质性，应利用上海的人才，资金，科技等方面的优势大力发展现代服务业，在今后一段时间内以现代制造业为主的上海第二产业仍是上海经济发展的重要支撑力量，**嘉定的汽车工业城，金山的石化产业都是这个特征的代表**。上海拥有完整的产业体系和雄厚的制造业实力，这是国外的国际大都市所没有，这也是上海建设国际化大都市的重要基础和独特优势所在。

上海中心城区产业结构水平已经接近世界级城市的水平，中心城市的服务功能也正在逐步加强。目前，上海中心城区第三产业增加值占中心城区总产值的78%，已经达到东京、伦敦1987年时的水平，超过了新加坡2003年的水平，其中黄浦、静安分别达到88.42%和86.30%的水平，已经达到和接近香港2007年的87.9%的水平。对应其中心城区的产业结构，支撑其经济长期发展的选择应是现代服务业。

从以上的分析来看，二三产业两轮驱动推动上海经济发展的格局短期内不会改变，二三产业共同推进上海城乡二元协调发展是增强经济增长抗波动能力的根本保证。上海郊区城市化水平的建设及发展需要代表先进过技术水平的先进制造业，而中心城区的繁荣和功能完善必须加快第三产业的发展特别是现代服务业。第三产业逐渐上升、第二产业比重平稳下降的大趋势不会改变，从产业结构变动的一般规律看，第三产业占GDP比重将逐渐上升，第二产业将逐步下降是一个必然趋势。目前上海中心城区产业结构水平已经接近和达到了国际化大都市

的水平，但全市第三产业占 GDP 的比重还远远低于国际大都市 70%-80% 的水平，上海城市产业结构整体转型还有很长一段路要走。

上海城市转型——以现代服务业为主的服务型城市

经过改革开放 30 年来的发展，特别是经过 20 世纪 90 年代浦东开发以来的跨越式发展，当前上海经济发展正进入一个转型期。从今后几年来看，转型发展将是上海经济发展的主题。如何顺应国内外环境的变化，加快推进经济的全面转型，促进国际经济，金融，航运等“四个中心”和国际化大都市建设，将是决定上海经济再起飞的关键所在。

当前国际产业转移在速度与规模不断扩大的同时，也呈现出新的特点和变化。一是国际产业转移日益向高科技化、服务化方向发展。20 世纪 90 年代以来，全球信息设备制造业直接投资占全球制造业利用外资的比重高达 16.2%，居制造业各行业之首，全球服务业直接投资存量在全球直接投资存量中的比重也从 54% 上升到 67%。其次是生产和服务外包方兴未艾。

上海的机遇：未来上海将承接国际转移的主导产业，产业转移向价值链高端延伸，上海将面临新一轮跨国公司生产与服务外包、研发外包的机遇，同时转移主体逐渐由弱转强，上海已成为引进和承接更高层次高端技术和服务产业，跨国公司总部、研发中心的前沿重地。

国际外包市场规模每年以约 20% 的速度增长。根据联合国贸发会议调查，未来欧洲 500 强企业中的 44% 计划在未来几年时间内外包部分业务。三是产业转移出现向研发中心、地区总部等价值链高端部分延伸的趋势，据联合国贸发会议的研究，目前主要跨国公司的研发活动有 28% 是在海外进行的。其中，亚洲国家特别是中国和印度已成为跨国公司研发活动的重要基地，全世界研发开支最多的公司有一半以上已开始在中国、印度进行研发活动。四是国际产业转移的区域化集中趋势明显，投资重点加速向亚太地区和中国转移。

经过 90 年代以来的持续高速增长，当前上海经济已进一个新的阶段。从历史方位看，主要表现为两个“转化”，从工业化后期向后工业化早期转化，从国内经济中心向国际经济中心转化。

- 2007 年上海按常住人口计算的人均 GDP 已达 9020 美元，参照钱纳里等经济学家提出的工业化一般模式，上海已处于工业化后期与后工业化早期的过渡期。
- 动力机制出现新的变化。经济增长由投资推动主导转变为投资和消费双推动，实现低投资高增长。
- 城市功能迈向新台阶。浦东国际机场、洋山深水港等重大基础设施相继建成，国际航空港和国际航运中心建设加快推进，股票、债券、期货、外汇、资金、黄金等金融市场快速发展，基本奠定了国内经济中心地位。
- 产业结构趋向高级化。第三产业比重止跌回升，持续占据主导地位，先进制造业和现代服务业呈融合发展趋势，生产性服务业成为经济发展的新亮点。
- 对外开放达到新水平。经济开放度大幅度提高，服务业利用外资速度加快，跨国公司地区总部和研发中心进一步集聚。上述趋势表明，当前上海城市发展已进入一个重要的转型时期，能否实现转型是关系到上海经济能否再次起飞的关键。

国际大都市发展模式比较

20 世纪下半叶以来，大力发展以服务业为主第三产业为主的服务型经济，促进城市功能转型是所有重要城市都曾经面对过的难题。具体可分为三种类型。

第一种类型是西方发达国家在工业革命时期崛起的重要城市，都遇到了从工业经济体系向服务经济体系转型的问题。在这一过程中，有的城市转型比较成功，在传统制造业衰退的同时，高级服务业蓬勃兴起，从而迈向了国际大都市的行列，如纽约、伦敦等；东京则演变为一个“全能型”大都市，在现代服务业高度发展的同时，制造业转向以研发、咨询、技术服务为主的生产性服务业，并保留了许多特殊件加工、试验开发制造等高端先进制造功能。有的城市则没有实现充分的转型，出现了主导制造业严重衰退、但新兴服务业并未同步增长的情况，从而导致了这些城市的功能和地位开始逐渐衰落，如底特律、曼彻斯特等。

第二种类型是在 20 世纪中叶高科技产业和信息技术浪潮推动下崛起的城市，主要以美国西海岸的城市带和城市群为代表，包括圣荷塞、洛杉矶、休斯敦等，在转型过程中这些城市以信息化为手段，实现高科技产业、先进制造业比翼齐飞，在短短几十年的时间内，从小城市迅速崛起为国际大都市或者重要的区域经济中心城市。

第三种类型是后发国家（或地区）的重要城市，包括已成功实现转型的城市如香港、新加坡、首尔等。

表 4：若干城市功能转型比较分析

	纽约	东京	伦敦	香港	芝加哥	首尔	新加坡
主导产业	服务业	金融保险、房产、专业服务、广告、旅游	金融保险、批发、信息及商务服务业	金融保险、专业服务、文化信息旅游	金融保险、房地产、商务服务、国际贸易	金融、广告、信用收集、管理	金融、以技术和计算机服务为代表的商务服务
	制造业	服装业、印刷业、小型物品制造	印刷出版、电机电子、机械装备制造	印刷出版、电气工程和机械工程	印刷出版、制衣、电子	信息制造、机械加工	时装、出版和电子工业
衰退并转移的产业	服装制造、金属加工、化工、烟草、纺织	钢铁、化工、纺织、金属制品	制造业全面衰退，特别是服装、家具	劳动密集型制造业、高污染企业	钢铁制造冶金、肉类加工、重化工	电子、电气产业	食品烟草、纺织服装、造船、炼油
转型的推动力	比较优势和全球化的综合作用、地价上涨、土地空间有限	日元升值、地价上涨、法律对制造业的限制、首都优势	全球化影响、比较优势的作、土地价格上涨	大陆的对外开放、转口和对外贸易的发展	制造业比较优势的丧失	工资上涨、韩元升值、高利率和高融资成本、政府的政策导向	政府主导型产业政策、外部环境的变化

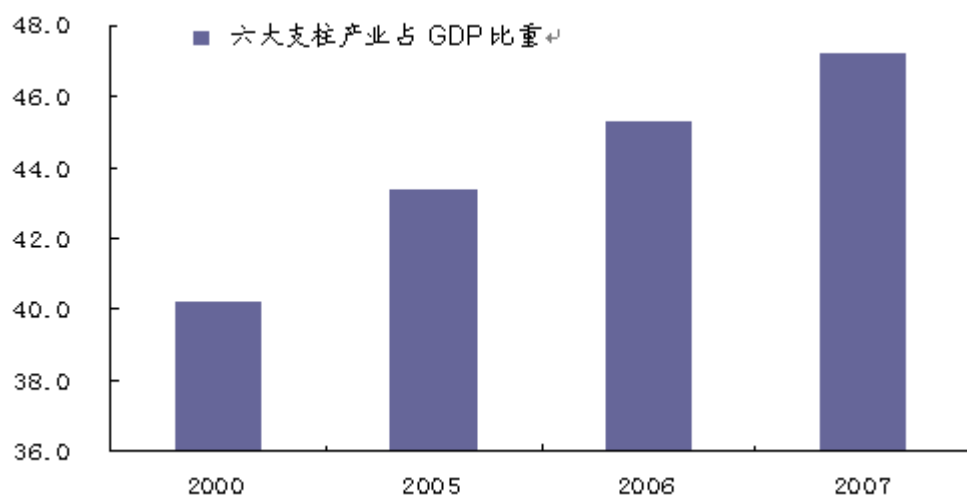
资料来源：长江证券研究部

总的来看，上述三类城市功能转型存在着一些共同的规律，这些城市的经济转型都是在其所处国家或地区由工业经济向服务经济转型的大背景下展开的，转型成功的国际大都市也都曾是航运、贸易、金融、工业高度发达的综合性大都市，服务业在转型前已经具备相当的基础。第三是转型成功的城市并非单一地发展服务业或制造业，而是促进制造业和服务业的融合和渗透，例如东京。第四是转型成功的城市都有充满经济活力的广阔腹地，区域经济圈为转型提供了重要依托。五是成本因素特别是土地成本和劳动力成本是导致制造业衰退并转移的重要因素。

从上述城市功能转型的经验和对比上海的现状来看，上海已经具备了加快提升服务经济的基础和条件，第三产业占有比重持续上升，代表现代服务业和先进制造业的六大支柱产业占 GDP 比重迅速提高。**东京制造业的发展经验也表明，发展服务经济并不等于摒弃制造业，重工作化发展的高级阶段与服务经济发展不仅不矛盾，反而为生产性服务业的发展提供坚实基础，促进了服务经济的快速发展。**上海发展现代服务业的同时发展先进制造业，从历史的角度和现实的角度来讲，都具有可行性。**香港、新加坡等的经验启示我们依托区域经济圈来发展服务经济是一种普遍而可靠的方法。**2008 年 9 月 16 日，《国务院关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》的提出，首次将“长三角一体化”的概念正式进入中央文件，即提升至国家层面，用国家保证的形式进行了确定，并首次明确产业结构以现代服务业为主，这将有利于上海充分发挥长三角乃至全国经济腹地的优势，营造有利于现代服务业发展的软环境，提高服务业与现代制造业的对外辐射力。国际大都市服务经济转型过程中往往会有一种主要的推动力量，这种力量来自于政府的战略性推动与市场比较优势的推动合力。从本世纪初上海市政府规划的上海建设成为国际经济、金融、贸易、航运“四个中心”到上海市规划的“积极推动三二一产业共同发展，在加快服务业发展中推进结构调整，形成服务经济为主的产业结构”再到《上海产业发展重点发展目录（2008）》的制定，上海市政府成为上海经济转型的最有力推动者。

从上述分析中可知，国际产业转移趋于服务化并向以中国为主的亚太地区的流动，上海城市经济发展进入到转型阶段，转型时期各种有利于上海产业升级迈向服务化的有利因素，上海经济再起飞已经初现雏形。

图 4：六大支柱产业占 GDP 比重



资料来源：CEIC，长江证券研究部

注：六大支柱产业为信息产业、金融业、商贸流通业、汽车制造业、成套设备制造业、房地产业

表 5：上海市产业发展重点发展目录（2008）

类别	行业
现代服务业	金融服务业、信息服务业、科技服务业、专业服务业、现代物流业和商贸业、文化服务业、教育卫生体育服务业、其他服务业
先进制造业	电子信息制造业、装备制造业、汽车制造业、船舶和海洋工程产业、石油化工和精细化工工业、精品钢材业、航空产业（民机）、航天工业、信息技术装备、新能源产业、新材料产业、生物医药产业

资料来源：上海市发改委网站

上海的机遇与挑战之一：世博会

世博会是经济、科技、文化的“奥林匹克”盛会

世界博览会是经由国际展览局批准、由主办国政府组织或政府委托有关部门承办的，非贸易性的国际博览会，是世界上最高级别的展览活动，也是各国动员全国力量，全方位展示本国政治，经济，社会，文化和科技等方面成就与发展前景的全球性盛会，被誉为世界经济，科技和文化“奥林匹克”。世博会与奥运会，世界杯一起已成为全球三大顶级盛会。

表 6：世博会与奥运会对比

	世博会		奥运会	
同质性	展示性	是各国企业展示经济，社会，文化和科技成果的盛会	由体育与教育两大概念组成，展示哲学，艺术和体育三位一体	
	竞争性	各国企业科技水平与智慧成果的竞争	不同国家和地区间体育水平和运动成绩的竞争	
	商业性	通过参观门票，纪念品销售，餐饮，旅游收入为举办城市带来直接收益；参展者通过展示高科技实现商业目的	奥运会电视版权收入，国际奥林匹克营销计划，出售门票，发放营业许可证，发行奥林匹克纪念币及纪念邮票实现收入	
	带动性	通过展览场地建设等对建筑、交通、邮电、通讯、餐馆等行业具有强劲的拉动作用，同时推动兴办城市旅游业及周边地区旅游业，会展业的发展	基础设施及环保建设的投入将对交通、邮电、通讯、旅游、餐饮等行业具有拉动作用，同时奥林匹克极具号召力的“人文旅游品牌”，举办城市及国家将成为旅游热点	

差异性	展示主题 的差异	突出科技水平，表现最新成果；关注人类生存和发展面临的新问题，从而解决各国共同关心的可持续发展问题；在实现目标过程中将科学技术，自然环境和人类文明三个互相关联的基本要素自然协调融为一体	突出国家或地区实力，展示民族精神，关注人类健康和运动极限所面临的新问题；弘扬公平竞争的体育道德精神，把团结，友谊与和谐等人文精神凝聚在五环旗下，实现人类和平，进步和文明
	展示项目 的差异	各国企业展示，交流社会，经济，文化和科技成果的盛会，是聪明才智的展示；对新技术，新概念的推广发挥巨大作用	探索和展示了人类体能所达到的极限，从中锻炼人们的意志，增强体质，培育了良好的品德，追求的是“更高，更快，更强”
	后续效应 的差异	能把一个时代的文明成果高度集中起来，通过一个主题思想加以完善化，系统化；展会期间推动科学技术发展和国际经济交流与合作，会后其科技成果一般具备良好的经济成长性	奥运会的效应主要体现在其有效的拉动了主办城市和地区的投资需求以及消费需求，从而拉动经济增长，带动就业水平；在奥运会举办之后，这些效应将变得极其微乎其微

资料来源：上海世博会官方网站，长江证券研究部

世博会按性质、规模、展期分为两类，一种是注册类世博会，展期通常为 6 个月，第 5 年举办一次，另一种为认可类世博会，展期通常为 3 个月。自 1851 年英国伦敦举办第一届世博会以来，全球约有 18 个国家，47 个城市先后举办了 60 多届各种级别的世博会。

表 7：世博会主要的典型案例会

典型案例			
名称	参展者数量	参观人数(万)	标志性名胜
1970 年 3 月 15 日 - 9 月 13 日 日本大阪世博会	76 个国家，4 个国际组织以及 10 个日本政厅（州，市）	4216	天宇阁
1984 年美国新奥尔良世博会	26 个参展国和国际组织	1800	奇妙之墙
1986 年温哥华世博会	100 个国家	2211	世博中心
1992 年西班牙塞维利亚世博会	112 个国家和地区，23 个国际组织，17 个西班牙自治区和 7 家大型跨国公司	4148	科技公园
1998 年葡萄牙里斯本世博会	144 个国家和 16 个国际组织	1010	万国公园
2000 年德国汉诺威世博会	173 个国家，地区和国际组织	1800	

资料来源：上海世博官方网站，长江证券研究部

上海世博会场地位于南浦大桥和卢浦大桥区域，并沿着上海城区黄浦江两岸进行布局。世博园规划用地范围为 5.28 平方公里，其中浦东部分占 3.93 平方公里，浦西部分占 1.35 平方公里，围栏区范围为 3.22 平方公里，计划 2010 年上海世博会展期从 5 月 1 日到 10 月 31 日，持续 184 天。

图 5：上海世博会展区图



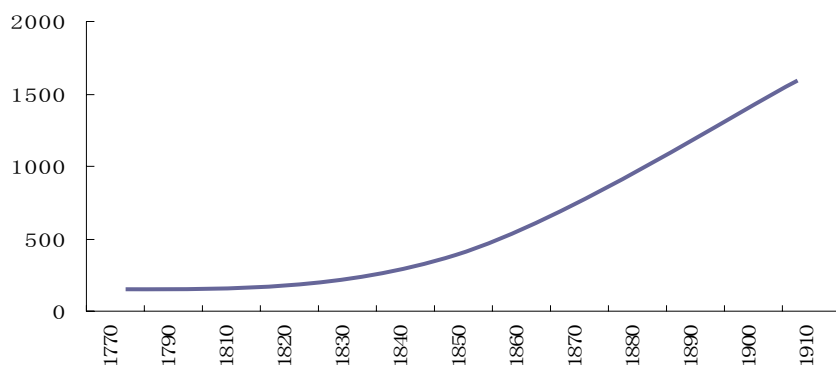
资料来源：上海世博会官方网站，长江证券研究部

世博会是经济进入较高发展水平的标志

世博会是举办国家和城市经济发展水平的反映。从第一届伦敦世博会开始，到二战后的日本，韩国，澳大利亚，都是在经济高速增长成就辉煌时举办世博会的。

早在 1851 年伦敦举办世博会就是英国经过工业革命后经济实力大增之时。英国的国民收入在 1770 年仅为 1.3 亿英镑，到 1831 年，国民收入为 3.4 亿英镑，到举办世博会的 1851 年，国民收入达到了 5.2 亿英镑，在 1851 年的前 80 年和 20 年时间里，经济分别增长了 3 倍和 51% 以上，经济取得了前所未有的进步。而在 1851 年后，至 1901 年，英国国民收入又达到了 16.4 亿英镑，短短 50 年间，英国的经济又增长了 2 倍多。

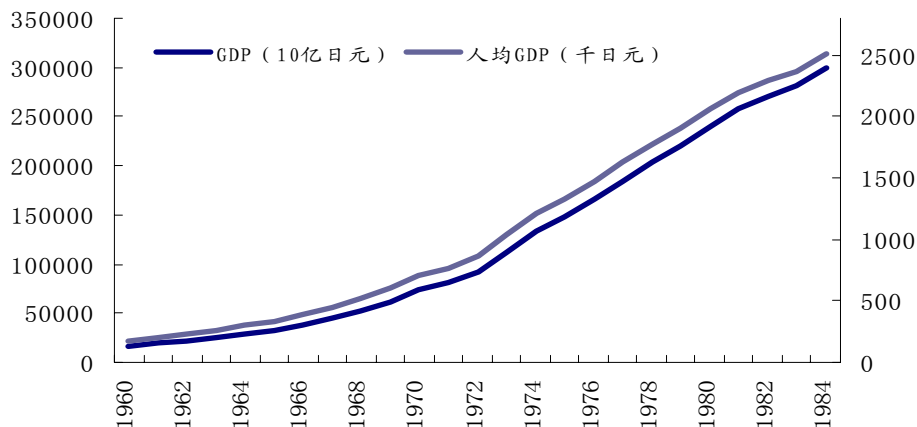
图 6：1851 年前后英国伦敦世博会前后英国国民收入



资料来源：CEIC，长江证券研究部

日本 1970 年大阪和 1985 年筑波世博会，同样也是日本经济强盛的反映。战后日本在 50-70 年代成功实施了“国民收入倍增计划”。到 1953 年，日本的 GNP 就已经超过了 20 世纪 30 年代中期水平的一半，60 年代更是连续超过英、法、德，成为世界第三经济大国。至 1970 年首次举办世博会时，尽管在人均收入上不及美国的一半，但全部 GNP 已经达到 2000 亿美元；产业结构也开始朝更先进的制造业升级，经济增长势头一直保持到了日本筑波世博会。

图 7：1970 年大阪世博会和 1985 年筑波世博会前后日本 GDP 变化趋势



资料来源：CEIC，长江证券研究部

表 8：1951-1994 年日美部分经济指标比较

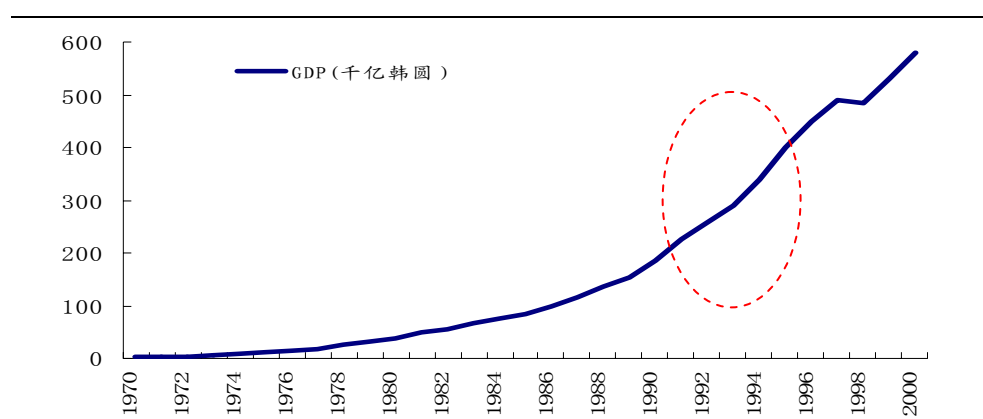
	实际 GDP		名义 GDP		劳动生产率		工业生产	
	日本	美国	日本	美国	日本	美国	日本	美国
1951-1971	9.4	3.3	14.5	6.2	9.7	2.3	13.1	4.1
1971-1995	3.6	2.5	7.7	8.1	4.7	1.0	2.8	2.6
1972-1985	3.8	2.1	10.7	9.9	5.8	0.8	3.2	2.4

1985-1995	3.4	2.9	4.7	6.4	3.6	1.3	2.4	2.1
-----------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：CEIC，长江证券研究部

韩国从 20 世纪 60 年代实施进口替代，出口导向战略，产业结构调整，大胆利用国外先进技术，促进了产业技术的发展，形成了以劳动密集型和技术密集型产业为基础的重化工业主，促进了经济的起飞。80 年代以后，韩国重点发展技术密集型，促进产业结构升级换代。其经济也以 9% 以上的高速度持续增长了近 30 年，到举办大田世博会的 1993 年，韩国人均 GDP 已经接近 1 万美元，形成现代，三星，LG 和 SK 四大集团公司，在半导体，汽车，造船，钢铁，电子，建筑，石化等领域保持了优势。大田世博会后，又于 1996 年加入经济合作与发展组织（OECD）。

图 8：1993 年大田世博会前后韩国 GDP 变化趋势



资料来源：CEIC，长江证券研究部

世博会推动经济发现的历史审视

举办世博会不但标志着经济强劲发展，而且在很大程度上也推动着举办国家，特别是举办城市的经济发展，具体表现在促进举办城市的经济增长，推动产业结构升级和创新，强化周边经济合作，推进城市建设和发展等四个方面。

日本举办 1970 年大阪世博会期间，日本政府投入大量的财政支持。大阪府在申办世博会之前的 1961 年财政收入和支出为 814 亿和 762 亿日元。1965 年申办成功后，1968 年财政收入和支出分别达到了 2782 亿和 2685 亿日元，世博会结束后的 1971 年则分别达到了 9692 亿和 9764 亿日元。财政规模的猛增显然与世博投资建设的举办有直接关系。据估计大阪世博会在整个日本产出的派生生产收入为 15600 亿日元，日本 1970 年的 GDP 为 73.3 万亿日元，世博会的全国 GDP 效应在 2.1% 左右。而在 1985 年筑波世博会，直接相关的支出大约为 11579 亿日元，派生生产收入达到 23163 亿日元，是世博会直接支出的 1.9 倍，而这对日本 1985 年 GDP 的效应为 0.75% 左右。

再以韩国为例，1993 年举办大田世博会的直接支出为 2000 亿韩元，而大田世博会带来的 GDP 收入为 30000 亿韩元，韩国当年的 GDP 为 27.8 万亿韩元，世博会对 GDP 的效应达到 0.72% 左右。

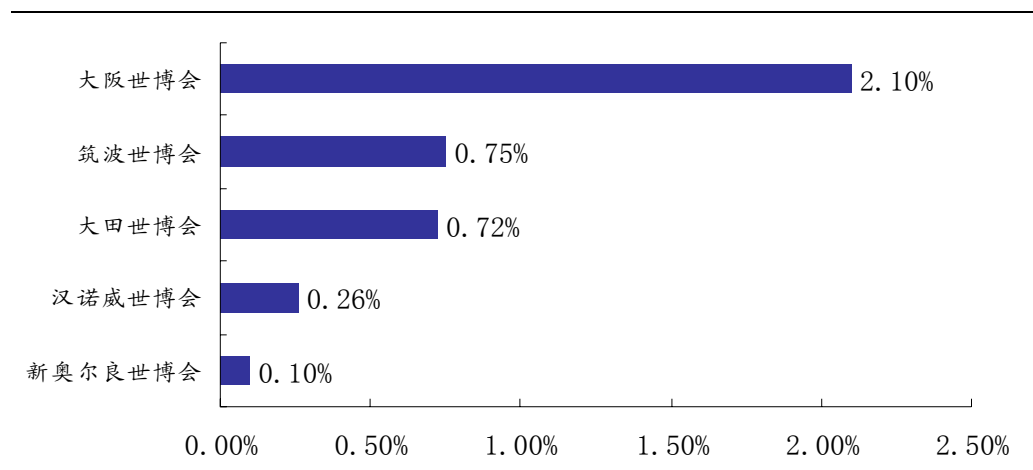
2000 年德国举办汉诺威世博会直接支出为 102 亿马克，而其当年在德国 GDP 上产生的效应约为 170 亿马克，而德国当年的 GDP 为 39699.8 亿马克，世博会对全德 GDP 的效应接近 0.26%，而在公认的最失败的新奥尔良世博会，也实现为占全美 GDP 0.1% 的拉动效应。

表 9：1970 年世博会前后大阪市财政收支的变化

	1961 年（申办前）	1968（申办后）	1971（举办后）
财政收入	814	2782	9692
财政支出	762	2685	9764

资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 9：历次世博会对该国经济的拉动效应



资料来源：中国网，CEIC，长江证券研究部

举办世博会对其举办国家和城市的产业结构而言是一个进行全面调整和升级的大好时机。世博带来的产业结构调整首先是第三产业的比重上升。2000 年汉诺威世博会期间，第三产业比上年增长了 3.2%，速度明显快于全德的三产同期增长率，超出达 2.9 个百分点。作为发达国家，在第三产业比重已经很高，产业结构比较合理的情况下，这样的产业发展速度上的差别还是反映出来世博会效应是相当显著的。

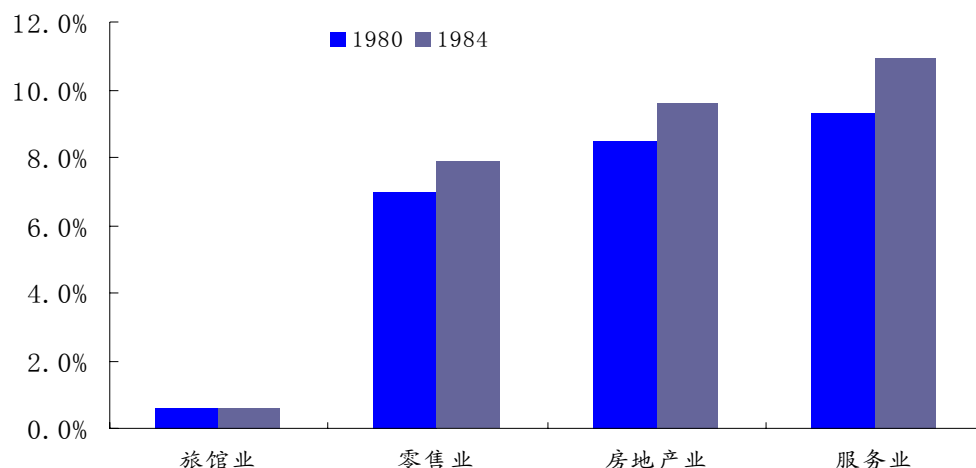
新奥尔良世博会也促进了其所在的路易斯安那州第三产业的发展。特别是旅游，零售，房地产和其他服务业在整个州 GDP 中份额的提高。这些行业总的份额在 1980 年为 25%，到举办世博会时的 1984 年上升到 29%，提高了近 4 个百分点。

表 10：2000 年汉诺威世博会对第三产业的影响

单位：亿欧元	1999	2000	增长 (%)
德国	12628.9	12907.8	2.2
汉诺威	146.9	154.4	5.1

资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 10：1984 年新奥尔良世博会：路易斯安那州第三产业变动情况

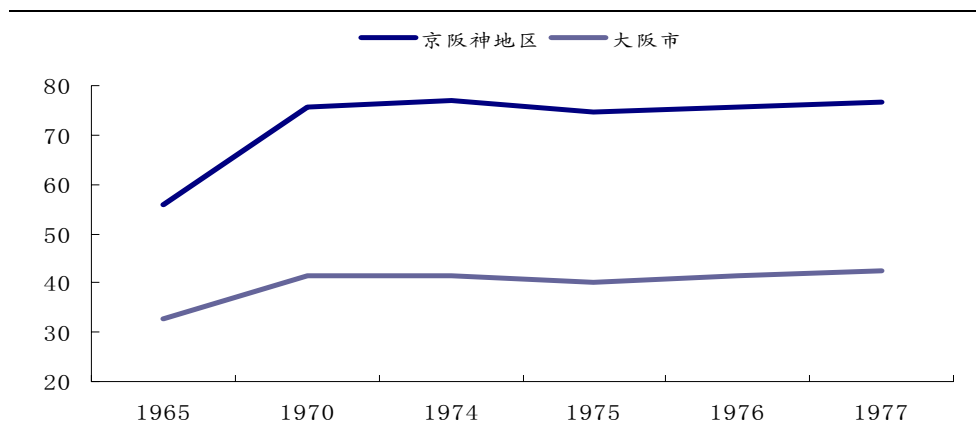


资料来源：CEIC，长江证券研究

世博会也增强了举办城市的集聚和辐射效应，由世博会带动的巨大的商业机会，其影响必须波及周边地区甚至整个国家，从而促进举办城市与周边地区的紧密联系，加强了周边的经济合作，甚至形成区域经济一体化。

以 1970 年大阪世博会为例，1965-1977 年日本京阪神地区和大阪市旅客交通的流量在世博会举办当年和以后年份都有长足增长，尤其是 1965-1970 年时期增长尤为迅速，京阪神地区客流量从 55.8 亿上升到 75.6 亿，大阪市客流量从 55.8 亿上升到 41.4 亿。京阪神地区区域性客流量的增幅为 35%，高于大阪市 27% 的增幅 8 个百分点。从世博带动的收入来看，大阪世博会在全日本产生了 15600 亿日元收入和 5700 亿日元附加值，而大阪本身在其中占了 2000 亿和 700 亿日元，即 12.8% 和 12.3%，分别约有 87.2% 和 87.7% 的收入和增加值溢出到周边地区。1970 年以后，形成了以大阪为中心，半径约为 50 公里的城市圈，以整个亚洲庞大的生产和消费市场为背景，开展贸易活动，形成了世界六大城市圈之一的关西经济带。

在保持和城市产业独特性的同时，日本关西地区的产业也进行了大幅度的调整，由原先的重工业产业为主转变为高科技产业、信息产业、物流产业、商贸产业、会展产业、金融服务产业和环保产业为主的服务型经济，加快了现代服务业的国际化步伐，形成了以大阪为中心，半径约 50 公里的大阪都市圈。

图 11: 京阪神地区旅客流量变化


资料来源: 《世博经济的形成及其对主办国和举办城市经济发展影响的历史审视》, 长江证券研究部

表 11: 世博会的召开城市所形成的城市群

城市群名称	中心	产业优势或区位优势	世博会举办地
美国东北部大西洋沿岸城市群	纽约	美国最大的生产基地和商贸中心, 世界最大的国际金融中心	纽约, 费城
北美五大湖城市群	芝加哥	底特律的汽车工业, 匹兹堡的钢铁工业, 托莱多的玻璃工业	芝加哥
欧洲西北部城市群	巴黎	内含法国的巴黎-里昂-阿费尔城市圈, 德国的莱茵-鲁尔城市圈、荷兰的兰斯塔德城市圈以及比利时的安特卫普城市圈	巴黎, 布鲁塞尔, 汉诺威, 阿姆斯特丹
英国伦敦城市群	伦敦	以伦敦-利物浦为轴线, 沿泰晤士河规划扩展, 是英国产业密集带和经济核心区	伦敦
日本太平洋沿岸城市群	东京	内含东京-大阪-中京城市圈三个都市圈	大阪、爱知

资料来源: 上海世博官方网站, 长江证券研究部

世博会对举办城市的建设具有较长的后续效应, 对城市形象, 设施和环境的改善具有综合性和潜在性的影响, 是主办城市宝贵的资产。

而改善城市环境的最主要的做法还是通过世博会大规模地投资以改善城市的基础设施建设。最近 30 年来, 世博会的基础设施建设改造投资在全部开支中已经成为最大份额。日本 1970 和 1985 年两次世博会中, 在全部举办支出中, 改造基础设施建设已经占了全部开支的 50% 的份额, 光是用于铁路上的投资总额就达到 13719 亿日元, 占当年财政支出的 4%-5%, 此外, 大阪世博会期间其他基础设施建设投入约 6453 亿日元, 使大阪道路、铁路、港湾、机场等基础设施得到全面改造。由于投资巨大, 对筹办世博期间经济增长的拉动效应是具有深刻意义的。

表 12: 日本两次世博会各项投资费用比重

1970 年大阪	1985 年筑波
----------	----------

行业	投资占比 (%)	行业	投资占比 (%)
基础设施建设	50	基础设施	46.7
服务设施	20	服务业	30.1
场地维护	16	建筑业	9.5
行政管理	9	商业贸易	7.7
公关广告	5	机器设备	2.1

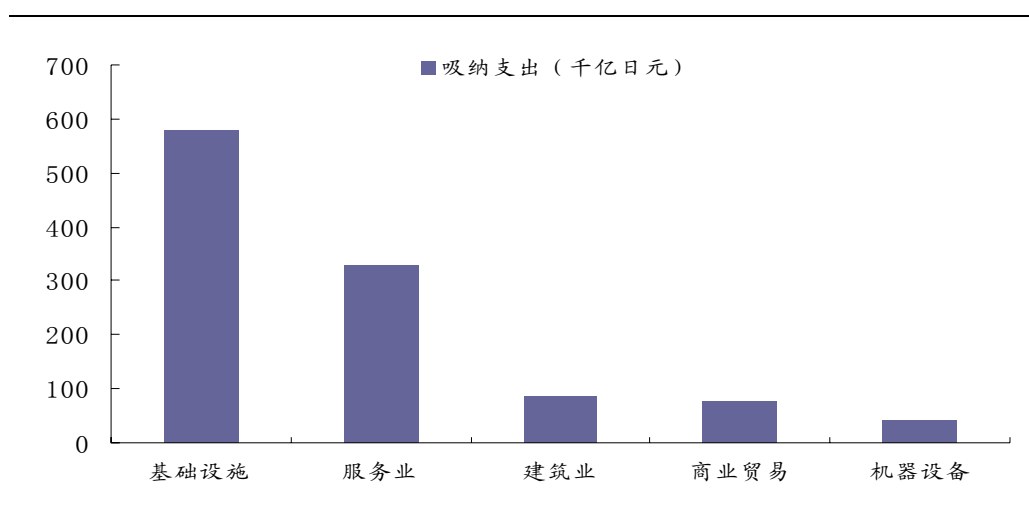
资料来源：上海世博官方网站，长江证券研究部

世博会推动经济发展的产业渠道

与一般经济运行相比较，世博经济更具有一个阶段性的特点。在世博的筹办、举办与会后各个不同阶段，世博对经济的影响具有不同的特点，具体体现到各个产业上。在筹办阶段，经济影响主要表现在大规模投资对经济的拉动作用，具体受益行业有：基础设施、机器设备、建筑、房地产；在举办阶段，主要表现为迅速增长的旅游、会展和消费对经济的拉动，具体受益行业有：旅游、零售、食品、物流；在会后阶段，则主要表现在投资与消费需求的回落和场馆设施的后续利用对经济的影响。

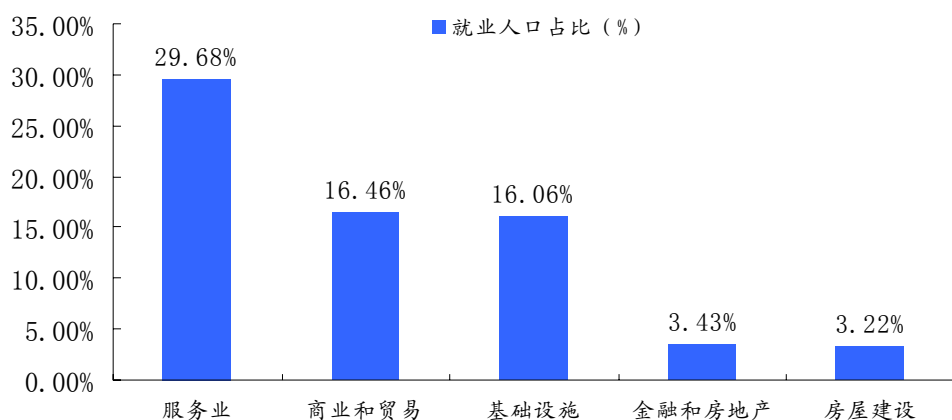
在筹办阶段，投资主要集中在基础设施建设、建筑、房地产开发等方面，但世博对各行业生产和就业的波及效应远比起其直接开支的受益行业来的广泛。日本筑波世博会举办期间，尽管前五大行业（基础设施、服务业、建筑业、商业贸易、机器设备）的直接开支占总开支的 96.1%，但其增加的产值只占总产值的 65%，创造的就业岗位也只占总数 69.2%。涉及的受益行业还包括了食品、造纸印刷、纺织、生活用品、金融不动产、旅游酒店等。

图 12：筑波世博会各行业投资额



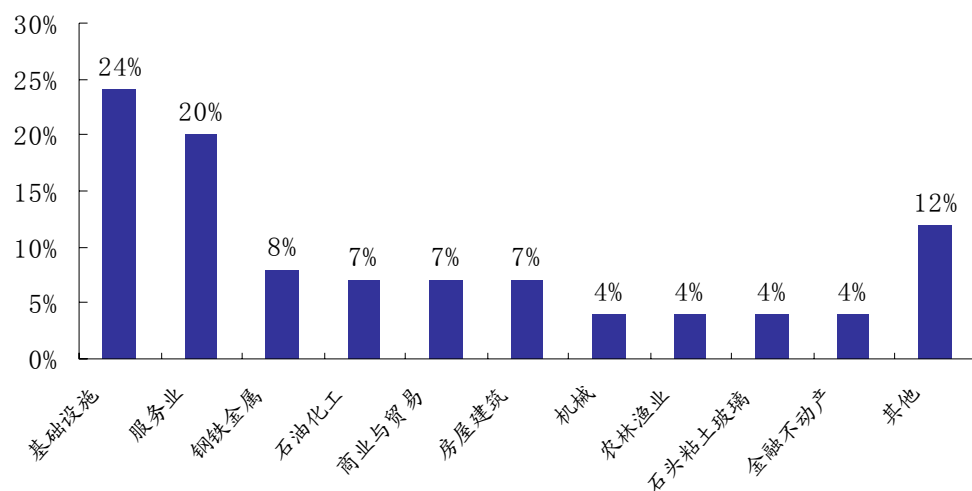
资料来源：《世博会对地区经济发展的影响机理和动作模式分析》，长江证券研究部

图 13: 筑波世博会对各行业就业的影响



资料来源:《世博会对地区经济发展的影响机理和动作模式分析》, 长江证券研究部

图 14: 筑波世博会对各行业产值的影响

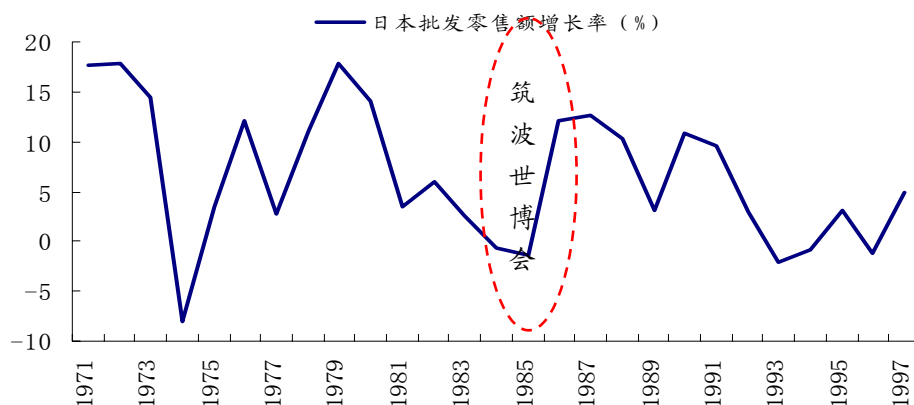


资料来源:《世博会对地区经济发展的影响机理和动作模式分析》, 长江证券研究部

世博召开之时对旅游和零售业为主的消费类行业的拉动最为明显。除了大阪世博会参观人数达到有史以来最高的 6422 万人次, 塞维利亚 1992 年世博会达到 4181 万人次, 还有若干参观旅游人数达到了 2000 万以上的世博会。在旅游收入方面, 最有名的例子来自 1992 年热那亚世博会, 其期间的旅游收入相当于前期投资的 11 倍之多。1998 年里斯本世博会则为当年葡萄牙创造了 66 亿美元的旅游收入。

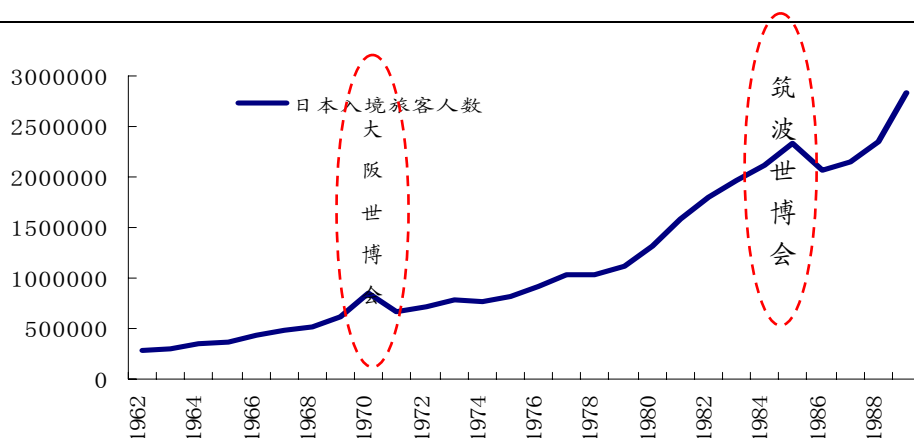
随着旅游业的兴旺, 世博会也给零售, 娱乐和服务产业创造了机会。1970 年大阪世博会会场内外的个人消费、协会及展览馆的运营费等达 4400 亿日元, 而以零售、娱乐和服务业为主的个人消费达到 3300 亿日元, 占 75%。

图 15: 日本世博会批发零售额增长率



资料来源：CEIC，长江证券研究部

图 16：日本 1962-1989 年入境旅游人数



资料来源：CEIC，长江证券研究部

值得注意的是，世博会的旅游资源在会展结束后对旅游业的发展还有很强的后续效应。经典的例子是 1889 年巴黎世博会建造的埃菲尔铁塔，这些建筑在百年之后，仍然发挥着重要效用。正如我们前面所分析的，世博的后续效应远比奥运要强，奥运会的效应主要体现在其有效的拉动了主办城市和地区的投资需求以及消费需求，从而拉动经济增长，带动就业水平；在奥运会举办之后，这些效应将变得极其微乎其微；而能把一个时代的文明成果高度集中起来，通过一个主题思想加以完善化，系统化；展会期间推动科学技术发展和国际经济交流与合作，会后其科技成果一般具备良好的经济成长性。

上海世博三部曲之一——投资先行

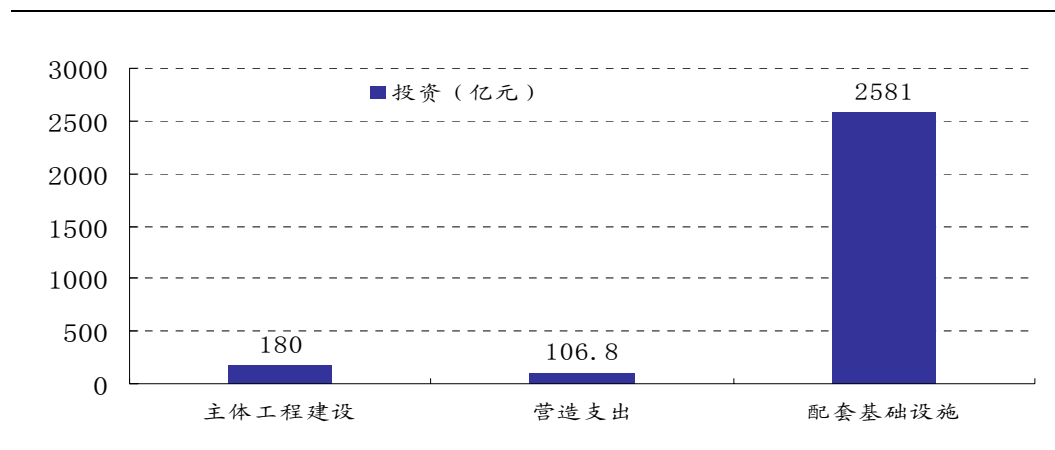
根据我们之前的分析，在世博筹备时期，主要表现为大规模的城市基础设施投资建设。2010 年上海世博会的直接投资包括园区工程建设总收入 180 亿元，运营费用 106.8 亿元人民币，其中中央和上海出资 40%，世博债券 44%，余下 16% 由多种融资方式予以补充，包括项目融资、银行贷款。

表 13：上海世博会直接投资规划

投资金额	投资项目
主体工程建设：180 亿人民币	主题馆、国家馆等各类展馆
	公共活动中心、演艺中心、停车场等相关项目
	文化娱乐、餐饮购物、管理中心等配套设施
世博会营运支出：106.8 亿人民币	园区维护
	开闭幕式等大型活动
	国内外沟通推介与营销
	安全保卫、行政管理

资料来源：世博局，长江证券研究部

而上海世博会的间接投资一般为直接投资包括场馆园区的建设和营运资金的投入，根据经验，城市建设、地铁道路、水运、机场扩建和改造、环保生态、宾馆等间接投资一般为直接投资的 8-10 倍，我们取 9 倍的比例，由于引致的其他配套基础设施投资为 2581 亿左右，总投资计 2867 亿元。如果按照以往世博会投入产出比例 1: 1.5 来推算，预期对 GDP 的贡献为 4300 亿元。

图 17：上海世博会全部投资构成


资料来源：世博局，长江证券研究部

从历次世博会的支出情况来看，场馆建设，交通基建等行业的投资额度占的比重较大，是世博筹备期受益最大的行业。

表 14：世博会各项投资费用比重

	汉诺威	日本	塞维利亚	大田
场馆建设	51%	50%	14%	25%
交通设施建设		37%		

环境整治	31%	10%		
其他	18%	3%	86%	75%
总计	100%	100%	100%	100%

资料来源：上海世博官方网站，长江证券研究部

上海的机遇与挑战之二：迪斯尼时代

迪斯尼是上海另外一个重要的发展机遇。虽然现在迪斯尼项目还未具体落实，但是资本市场对此已经有所反应，投资者对此也寄予较高的期望。在上海建设迪斯尼是大势所趋，这个建设周期比较长，预计为 5-7 年的时间，建成前后对经济的拉动是相当可观的。我们认为迪斯尼项目和世博会一起可能构成上海经济起飞的契机。

迪斯尼的运营模式

迪斯尼在全世界共有五个项目，中国是第六个。从规模上来看，中国应该是仅次于佛罗里达的第二大项目。

表 15: 各地迪斯尼开业时间和规模

地区	时间	占地面积	每年游客人数
洛杉矶	迪斯尼乐园	1955	30 公顷
	迪斯尼加州冒险乐园	2001	
	神奇王国	1971	
佛罗里达	爱波卡特中心	1982	43 平方英里
	迪斯尼-米高梅影城	1989	
	迪斯尼动物王国	1998	
东京	迪斯尼乐园	1983	47.8 公顷
	迪斯尼海洋	2001	
巴黎	迪斯尼乐园	1992	126 公顷
	迪斯尼影城	2002	
香港	迪斯尼乐园	2005	126 公顷
上海	迪斯尼乐园	2012	600 公顷

资料来源：长江证券研究部

为了分析迪斯尼可能带来的机会，我们需要分析一下迪斯尼的商业模式。迪斯尼是一个“品牌乘数型企业”，即用迪斯尼的品牌做乘数，在后面乘上各种经营手段以获得最大的利润。这种经营思想的定形，让迪斯尼开始把大部分利润彻底转向影视产品制作之外。迪斯尼在快乐文化背后附加上了完整的商业文化，将艺术彻头彻尾地商业化。迪斯尼不断推出一部部制作精美的卡通片，每一部影片推出后都要大力宣传去打票房，通过发行拷贝和录像带，赚进第一轮。然后是后续产品的开发，主题公园是其一，每放一部卡通片就在主题公园中增加一

一个新的人物，在电影和公园共同营造出的氛围中，让游客高高兴兴地去参观主题公园，迪斯尼由此赚进第二轮。接着是品牌产品，迪斯尼在美国本土和全球各地建立了大量的迪斯尼商店，通过销售品牌产品，迪斯尼赚进第三轮。这还不够，迪斯尼还在不断地收购电视频道，已经有了卡通电影频道、家庭娱乐频道，甚至还买了新闻频道。借助电视的触角，迪斯尼布下它的天罗地网。去迪斯尼乐园，买迪斯尼卡通，这是美国人的生活习惯之一。

从迪斯尼集团公司的运营方式看，公司的四个主要业务领域的运营如下：

第一，影视娱乐。负责生产各种影片、动画片、电视节目，录制和上演舞台剧。迪斯尼公司在这个产业里属于龙头老大，拥有若干子公司和一批著名品牌，下属的电影制片厂和各种影视机构是美国四大电视网的主要节目供应商，每年共生产 50 多部故事片，还创作大批含有角色形象的电视节目。除自己创作的作品外，公司还购买其他厂商的影视片向影院、电视台和家庭录影带市场销售。集团名下的各个发行、录像、国际公司代理迪斯尼拥有或授予使用权的电影、电视、音像节目在美国和世界各国发行的业务。

第二，媒体网络。公司通常自己出资生产制作节目，或者从其他节目厂商购买节目播放权，并且为播放这些节目的附属台站支付数额不等的补偿金。公司的收入则来自出售节目中的商业广告时间。

第三，主题乐园和游乐场。公司通过各种国内的、国际的广告与促销活动对整个迪斯尼世界的各种游乐项目进行市场营销，以吸引来自各地的游客。每个主题乐园还通过长期协议形式与迪斯尼的其他各公司建立起业务关系。

第四，相关消费产品。公司在世界范围内进行公司创造的各种形象的知识产权交易，并出版图书和杂志。许可发放的品种包括与迪斯尼有关的玩具、礼品、家具、文具、体育用品等。出版类的许可证包括连环画、艺术图画书和杂志的。许可证经营活动的利润主要依靠从批发和零售产品的销售定价中提取固定比例的使用费。除提取使用费外，公司还积极开发拥有自主知识产权的商品，不断寻求可以用于许可证产品的新角色形象，并参与具有许可证意义的出版物的写作和插图的创意工作。此外，公司以“迪斯尼专卖店”向市场直接推出与迪斯尼有关的产品。截至 1999 年 9 月 30 日，专卖店的总数已达 728 家。公司拥有出版社为儿童和家长提供各种图书，出版《趣味家庭》、《迪斯尼历险》和科普杂志《发现》等期刊。公司下属的软件商迪斯尼互动公司，则主要从事开发和营销家庭和学校使用的计算机教育与娱乐软件以及游戏软件。公司还生产教育用的视听产品，其中包括录影带和电影、招贴画和其他教具。因此，我们可以从中总结出迪斯尼项目可能会带动的产业有哪些。

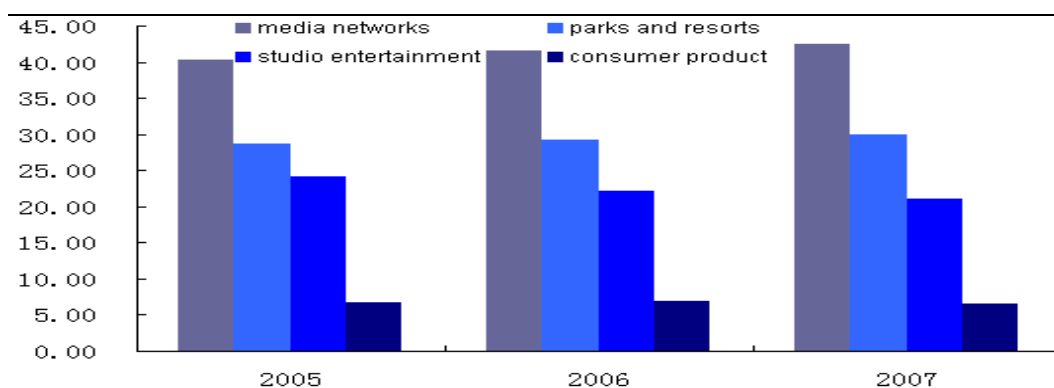
表 16：迪斯尼可能带来的商业机会

业务	可能的商业机会	上海本地股
影视娱乐	出版印刷	新华传媒
媒体网络	有线电视、互联网	东方明珠、广电信息
主题乐园和游乐场	地产、建筑	陆家嘴、浦东金桥、外高桥、张江高科、中华企业、界龙实业、上海建工、浦东建设、隧道股份、申通地铁
相关消费产品	玩具生产以及其他	龙头股份、中国铅笔、九龙山、海欣股份、申达股份
特许经营	品牌授权、广告等	新世界、百联股份、豫园商城、锦江股份、益民商业、友谊股份、上海九百等

资料来源：长江证券研究部整理

在迪斯尼的这四项业务中，收入占比最大的是媒体网络，占其总营收的 40% 以上，而且从近三年的情况来看这个比例一直稳步上升，但是涉及到媒体网络的经营在中国将会管制比较严格，因此这项业务的不确定性也最大。主题公园和游乐场占其营收比重为 29% 左右，并保持持续增加的势头，影视娱乐和相关消费品在其业务占比中近三年则呈现下降趋势。

图 18：迪斯尼公司四项业务贡献占比



表：平均单个项目收益

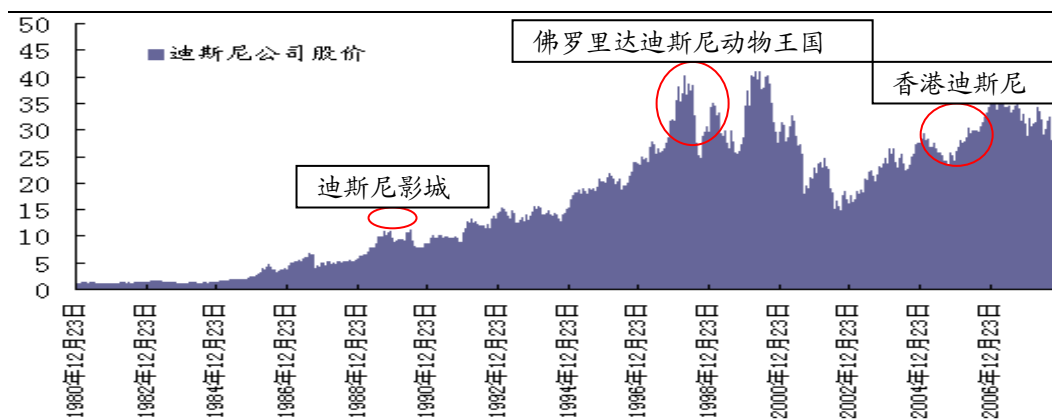
媒体网络	2527.4
主题公园和游乐场	1804.6
影视娱乐	1517.4
相关消费品	425.4

单位：百万美元

数据来源：迪斯尼公司年报，长江证券研究部

所以我们从其业务结构中可以看到将来迪斯尼发展重点的方向。除去媒体网络获批的不确定性，我们预计主题公园和游乐场将在迪斯尼中国占据首要的收入贡献，因此围绕这项业务的相关商业将会受益。

图 19：迪斯尼公司股价

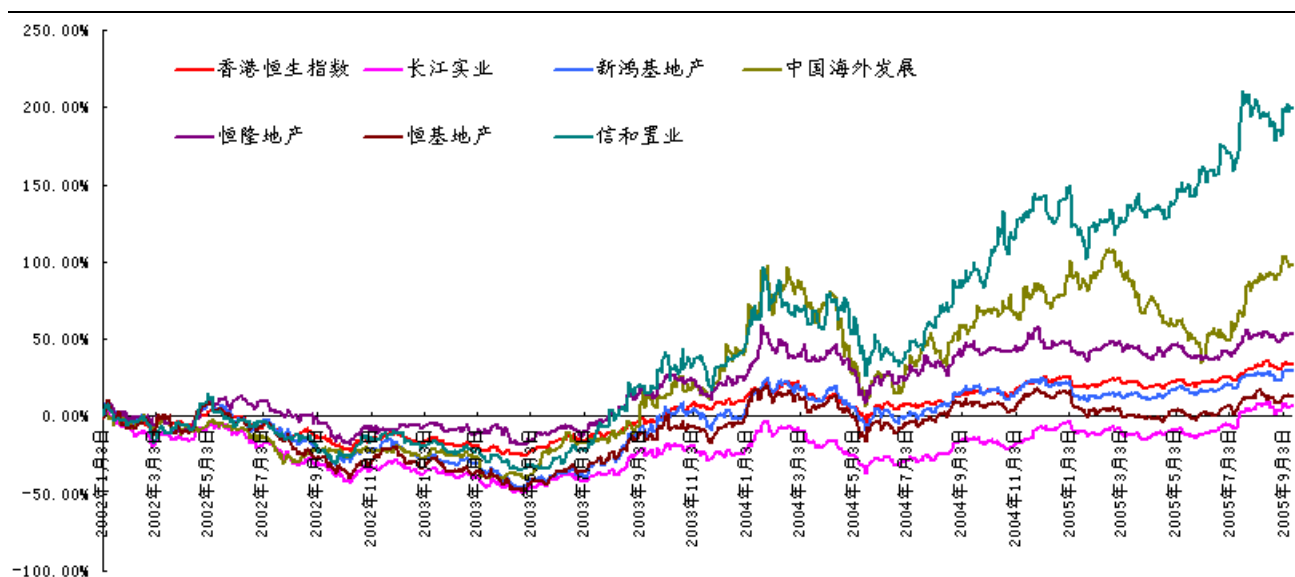


数据来源：Google Finance。

迪斯尼与资本市场

接下来，我们来看看迪斯尼项目在资本市场上是如何反映的。按照一般的逻辑，迪斯尼项目对于地产股无疑是利好的，这里面涉及到土地使用的问题。但是香港迪斯尼比较特殊，香港迪斯尼在协议签订后采用填海的方式进行修建，因此并没有整体利好香港地产。我们把主要地产股和恒生指数的收益率做对比，如下表，不难发现香港地产股的表现大多时候和恒指表现相当，长江实业、恒基地产和新鸿基地产长期表现落后于恒指。这里面表现最突出的是信

图 20：恒生地产指数成分股与恒指收益率对比



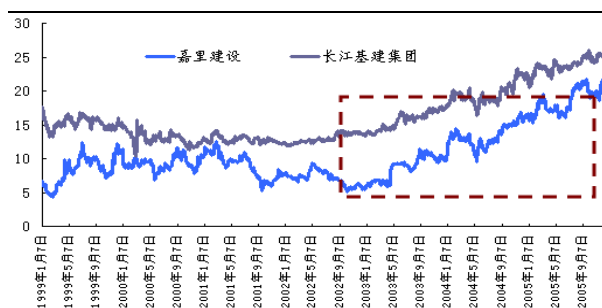
数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

注：采用累积收益率数据，基期是 2002 年 1 月 7 日，迪斯尼开业前 3 年。

和置业，仔细分析其业务后，发现信和置业持有大量的商业物业，特别是酒店、商场和停车场，迪斯尼带来的商业发展给其带来了巨大的利润，我们后面将分析商业零售企业的情况，从中可见商业物业的赚钱能力之强。

在整个迪斯尼的建造过程中，填海用去了相当一部分时间，园区实际建造时间为 2-3 年左右，房地产开发类股虽然表现不佳，但是基建类股却在园区建造期间表现不俗，特别是嘉里建设的收益率远超恒指，另一个基建股长江基建集团虽然表现不如嘉里建设，但收益率也超过了恒指。观察嘉里建设的启动时间，不难发现正是在 2002 年 9 月 10 号左右见底后开始了长达 3 年的上涨过程，所以可以判断基建类股在迪斯尼开工建设时将会有不错的表现，并且能至少持续到园区开业，不过迪斯尼开业后它们的股价就出现了下滑，这个问题我们在后面会一起介绍。

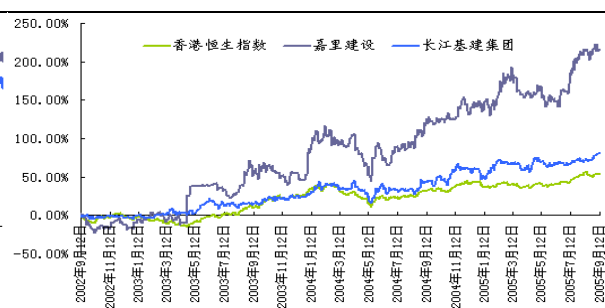
图 21：基建类股表现



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

注：数据从香港和迪斯尼达成协议当年开始

图 22：基建类股与恒指收益率比较



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

注：采用累积收益率，基期为 2002 年 9 月 12 日，前 3 年

零售类股晚于基建类股 1 年开始启动，我们看到下图中红线部分为提前 3 年的时间，而在

提前 2 年时间的阶段股价上涨的幅度非常速度，收益率远远超过恒指。在香港迪斯尼建成前后，市场对于股票的追捧主要是围绕零售，特别是商业百货、珠宝金店，我们看到周生生的涨幅位列这些个股之最，而谢瑞麟虽然后来股价出现下挫，但是在启动的时候表现也远超大盘，其他零售类股则表现各有特色。由于迪斯尼的建设不但考虑本地游客，同时也考虑周边可能的市场范围，因此会带动旅游相关产业的发展，具有当地优势的零售百货企业将会受到外地游客的青睐，这不失为其黄金珠宝类股走俏的一个原因。

图 23：零售类股表现

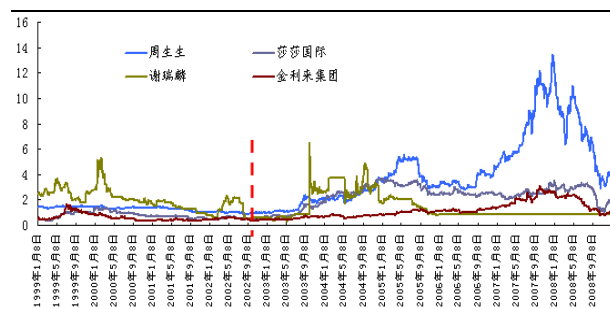
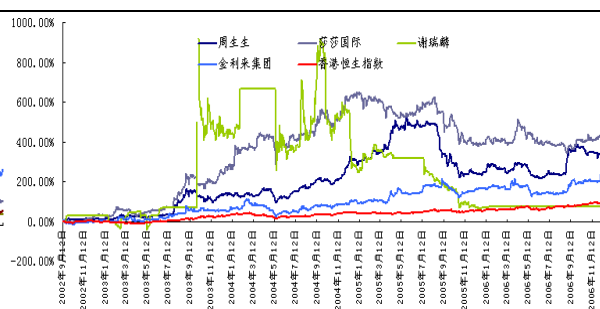


图 24：零售类股与恒指收益率比较



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

注：数据从香港和迪斯尼达成协议当年开始

注：采用累积收益率，基期为 2002 年 9 月 12 日，前 3 年

这里需要特别提到的行业就是酒店娱乐行业，我们在数据中看到，酒店娱乐行业是涨幅最大的行业，它正好提前迪斯尼开业前 1 年启动，与开始建设迪斯尼园区时相比最高涨幅超过 30 倍，远远超过恒指的收益率水平。不过，香港的赌场是其特有的，为旅游业的发展提供了强大的内容服务，这一点上海迪斯尼并不具备相同的素质。关于酒店的投资机会需要说明

图 25：酒店娱乐类股表现

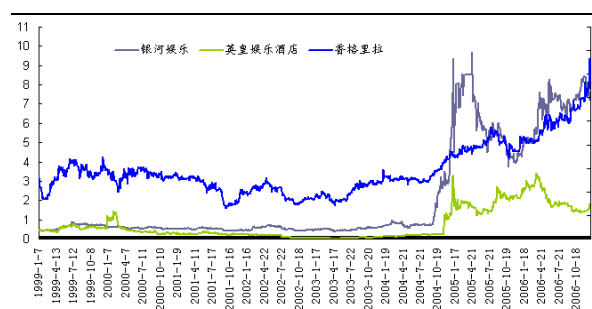
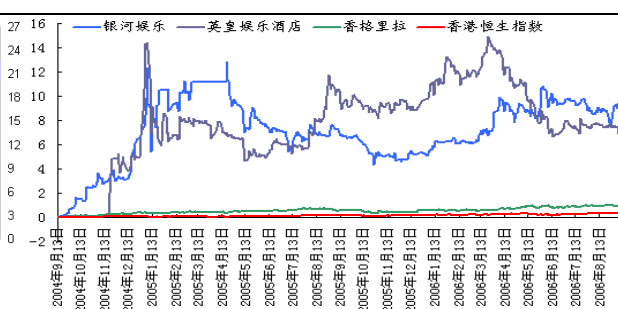


图 26：酒店娱乐类股与恒指收益率比较



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

注：数据从香港和迪斯尼达成协议当年开始

注：采用累积收益率，基期为 2004 年 9 月 12 日，前 1 年

的是，迪斯尼园区里会自建酒店，可能会对外部酒店产生一定的影响，但目前尚不明确酒店的规模，因此无法具体测算。

交通运输类股是迪斯尼受益较小的板块。我们给出了香港地铁公司和国泰航空的股份表现，不难发现，它市内交通的收益程度要超过航空。香港迪斯尼的游客构成中，内地游客占比不小，而且内地游客多选择通过深圳口岸乘地面交通去香港，因此航空受益相对较小。从股价上看，地铁公司于迪斯尼开业当年股价开始启动，在迪斯尼开业后的两年内保持强劲上涨。从收益率来讲，地铁公司略高于恒指，而国泰航空则明显落后于恒指。

图 27：交通运输类股表现

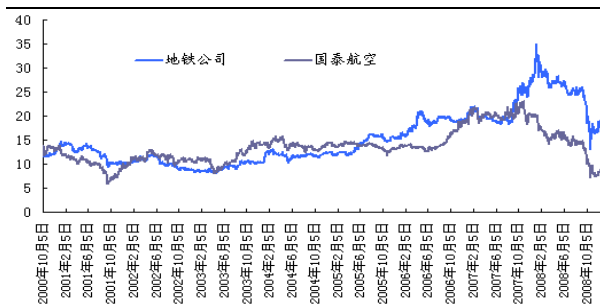
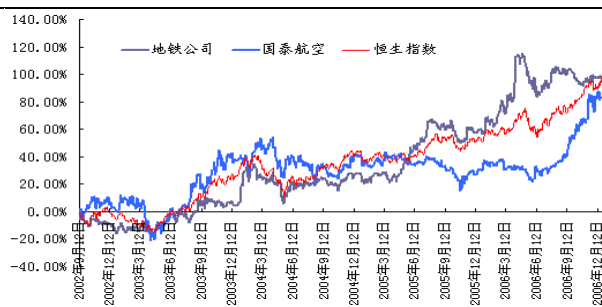


图 28：交通运输类股与恒指收益率比较



数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

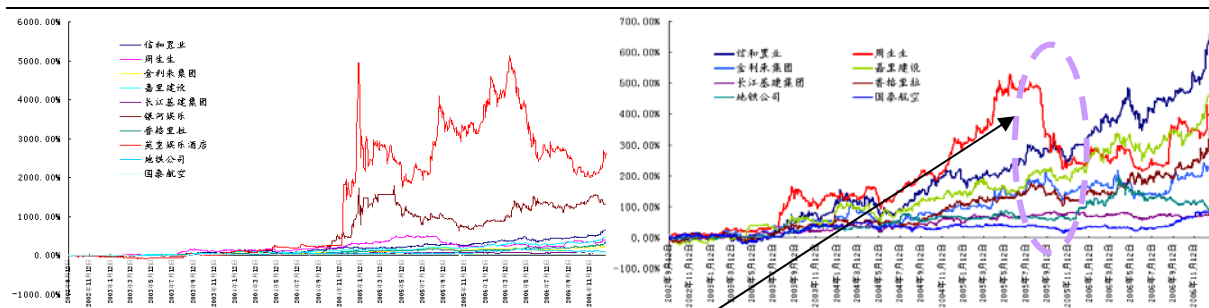
数据来源：Bloomberg，长江证券研究部

注：采用累积收益率，基期为2002年9月12日，前3年

我们把上述的这些行业公司收益率进行排名，会发现截至到迪斯尼开业的2005年9月12日酒店娱乐业的收益率高居榜首，它提前1年开始上涨。如果把酒店娱乐业剔除掉，就会发现其他行业公司的收益率排名中零售居前。这里需要补充的是，在迪斯尼开业前，各类行业都出现了上涨，受益程度不同，但都保持了正收益。而在迪斯尼开业后的1个月时间内，投

图 29：总体行业公司累积收益率排名

图 30：剔除酒店娱乐后的累积收益率排名



数据来源：长江证券研究部

数据来源：长江证券研究部

资者选择获利离场，相关上市公司的股价出现了较大的跌幅。在出现调整之后，商业地产由于受整体宏观经济形势向好的影响，继续创出了新高，而其他股票则在相当长的时间内未能达到前期高点。

表 17：行业公司累计涨幅排名

排名	公司	累计收益率截止到2005年9月12日	提前启动时间	行业
1	英皇娱乐酒店	3630.77%	1年	酒店娱乐
2	银河娱乐	968.63%	1年	酒店娱乐
3	周生生	334.42%	2-3年	商业零售
4	信和置业	289.47%	3年	商业地产
5	嘉里建设	215.79%	3年	基建
6	金利来集团	195.24%	2-3年	商业零售

7	香格里拉	141.18%	2-3 年	酒店娱乐
8	长江基建集团	80.71%	3 年	基建
9	地铁公司	57.97%	2 年左右	交通运输
10	国泰航空	33.06%	2 年左右	交通运输

数据来源：长江证券研究部

上海迪斯尼与香港迪斯尼有较大的不同点。除了园区规划现在未知外（不过预计主要设施项目没有太大的变化），上海迪斯尼项目占地面积更大，未来接纳的游客数量可能更多，由此酒店、交通和百货零售业等行业将明显受益，相关行业公司我们将在后文附录中详细阐述。

表 18：香港迪斯尼大事记

时间	事件
1999.11	公布香港迪斯尼乐园计划
1999.12.10	香港特别行政区政府与华特迪斯尼公司正式签署合约
2000 年夏季	为香港迪斯尼乐园度假区选址进行填海工程
2001.8	罗彬深出任香港迪斯尼乐园行政副总裁及集团行政总裁
2002.11	迪斯尼行政要员公布香港迪斯尼乐园酒店及迪斯尼好莱坞酒店计划
2002.12.12	公布有关发行香港迪斯尼乐园纪念邮票的计划
2003.1.12	华特迪斯尼公司与香港特区政府为迪斯尼首个主题乐园进行动土仪式
2004.7	香港迪斯尼乐园宣布张学友出任乐园名誉大使
2004.9.23	香港迪斯尼乐园睡公主城堡平顶仪式
2004.10.21	香港迪斯尼乐园委任杜汶乐为乐园首任亲善大使
2004.11.22	迪斯尼采用风水师的意见，与香港特区政府宣布香港迪斯尼乐园于二零零五年九月十二日正式开幕
2005.2	香港迪斯尼乐园推出酒店订房热线
2005.4.25	香港迪斯尼乐园与地铁公司为迪斯尼线列车揭幕
2005.5.5	香港迪斯尼乐园参与迪斯尼历史盛事-“全球最快乐庆典”，为期十八个月的五十周年庆祝活动
2005.5.13	香港迪斯尼乐园地铁迪斯尼站落成
2005.8.1	地铁迪斯尼线正式通车
2005.8.16	香港迪斯尼乐园总彩排开始，开放让演艺人员及其家人和朋友在开幕前游览乐园
2005.8.16	迪欣湖活动中心正式向公众开放
2005.9.12	香港迪斯尼乐园正式开幕

资料来源：长江证券研究部整理

结论

不难发现,在当前上海经济下滑的局面下,世博会和迪斯尼项目无疑是推动上海经济再起飞的两个引擎。正如本文前述,上海未来经济的发展突破口仍在第三产业,而在第三产业的发展上,上海目前就有最好的契机,那就是世博会的举办,和紧随其后的迪斯尼的推出。世博会和迪斯尼的项目在时间上具有一定的先后时差,因此无论是从固定资产投资还是旅游消费的角度来讲,对上海的经济产出影响具有持续性。

如果迪斯尼在 2010 年开始建设,那么这种持续吸引效应起码将延续到 2015 年,基础设施建设和消费将使得第三产业上一个台阶,这是我们认为世博会与迪斯尼对于上海最关键的经济效益所在。

世博会将给上海带来产业转型的机遇,而我们如果把眼光放得再远一点,那么我们会看到以上海为首的长三角经济圈的发展同样值得期待。日本 1970 年的大阪世博带来了关西经济圈的长期繁荣,缔造了世界六大城市群之一的日本太平洋沿岸城市群,那么对于上海世博会我们同样可以给与这样的期待。上海和江苏、浙江两省正在联手打造“长三角都市圈高速公路网”。根据上海世博局的统计,大约有六成以上的人会选择到苏州玩,超过 4000 万人次,有近三成的人会选择到苏州周庄、同里等水乡古镇玩,达 2000 万人次。这些水乡古镇抓住机遇,趁势而上,使海内外人提前感受世博会的气氛,这将极大地促进长三角地区的协调合作。随着长三角城际交通基础设施建设的加快和 3 小时交通圈的形成,距上海 300 公里左右范围的苏州、无锡、杭州、嘉兴等城市的酒店宾馆资源完全可以为世博会分担一部分接待压力。

前期投资拉动

前面分析了世博与迪斯尼对于上海乃至长三角的影响,下面我们更具体的分析相关产业的受益。遵循前期投入、中期产出、后期再利用的统一模式,首先关注的是新增项目对投资的拉动。根据世博的投资规划,新增投资除去场馆的直接建筑外,更多的将是城市基础设施的建设。

在直接场馆建设方面。世博会场馆建设工程的面积接近 200 万平方米,占上海建筑业 2007 年完成竣工面积的 4%。投资的关注点主要是在城市基础设施的建设,上海从 04 年开始基础设施投资增速开始提速,并且一直维持在较高位置。根据奥运的投资经验,基础设施投资增速的高峰将出现在奥运举办年之前的第 2 年。我们认为 08 年上海将进入世博的全面建设时期,投资增速也将达到高峰。之后投资增速会有所回落,但由于紧接着又有迪斯尼建设的投入,因此投资增速将继续得以维持在较高水平,投资的周期将被拉长。

在基础设施投资方面,主要是集中在交通运输方面,主要包括地铁轨道建设、机场扩建、隧道越江工程等。邮电通信虽然增长很快,但总量较小。因此根据板块轮动的特征,在世博的前两年,由于预期到投资将会加快推进,相关基础设施建设类的个股会有集中的受益。但必须指出的是,投资毕竟只是一次性的投入,对于当期的拉动明显,但持续性较差,相关上市公司可能会收到订单提升一次性业绩,对持续的业绩增长缺乏保障。与世博会相关的上市公司如下。

上海建工:

属于上海建工集团,公司下属的上海市第七建筑有限公司曾中标世博中心工程施工总承包工程,中标价为人民币 16.57 亿元。母公司上海建工集团承建了世博园区的“一轴四馆”(世博

轴、世博中心、演艺中心、主题馆、中国馆)，同时还承建了虹桥交通枢纽、外滩通道工程、人路越江工程等。

浦东建设：

公司属于上海浦东发展集团旗下，主营公路和市道路投资、市工程施工，沥青摊铺等。公司“小粒径薄层 GSOG 白改黑技术”在世博配套项目推广实施。公司计划利用世博会的机遇进一步扩大在上海市场的份额，并进一步的向长三角拓展业务。

隧道股份：

隧道股份是长三角软土隧道施工领军企业。在上海已建成城市轨道交通隧道里程中，隧道股份占据 52.8%；公司已建成越江隧道占上海市场的近 100%，占全国市场的 90%。公司在软土隧道施工领域有 30 年以上经验，同类企业尚无法撼动其在该领域的领导地位。

根据上海市规划，轨道交通运营里程将从 07 年的 240 公里增至 10 年的 400 公里，12 年超过 500 公里，20 年达到 810 公里。上海总体规划建成 17 条越江隧道，到 2020 年实现中心城区沿黄浦江平均 2 公里有一条过江隧道，预计超过 400 亿总投资。公司将在上海地铁、过江隧道大建设中充分受益。公司 10~12M 大直径泥水平衡盾构主要指标达到国际先进水平并实现了应用，预计 2010 年能够批量生产。大直径泥水盾构可以从两个方面实现增加效益，一是调整盾构产品结构，增加盈利能力；二是盾构国产化后将降低隧道的施工成本。依托雄厚的隧道施工经验，公司向下游运营业务拓张。目前公司在营 BOT 项目 4 个，BT 项目 1 个，07 年贡献利润 1.28 个亿。此外，公司在建 BOT 和 BT 项目各一个，分别于 2012、2009 年投入运营，预计每年贡献净利润 7500 万元、1600 万元。此项业务稳定的盈利能力分散了公司风险。预计公司 08~09 年 EPS 分别为 0.38 元和 0.58 元。

消费的持续性

相对于投资拉动而言，我们更加看好旅游消费的持续性影响。在世博会的当期，大量游客进入上海，世博结束后，一些场馆会作为永久性博物馆，将持续的吸引旅客，而迪斯尼对客的吸引力就更加直接和明显，这一点在香港和世界其他地方的迪斯尼已经得到了验证。

在游客的消费构成中，游客消费主要集中在商业、住宿、餐饮、交通这几大块。而从上海旅产业增加值的构成上来看，交通、酒店、商业、餐饮等也是主要的贡献领域。我们在前面对其他国家举办世博会对产业拉动的分析结论，也显示这些领域受益最为明显。因此，这些行业也是我们投资所重点关注的方向。

酒店业（长江证券研究部 代薇）

世博及迪斯尼带来的旅客潮直接推动的就是酒店行业的发展，上海作为旅游目的地地位的提，将提升当地酒店的入住率和房价水平。香港在迪斯尼推出之后，酒店的入住率和房价水平都上了一个台阶。上海目前酒店的入住率和房价都较香港有较大的差距，也意味着发展的空间仍然很大。

锦江酒店：

公司是上海仅有的一家酒店类上市公司，同时也是中国最大的酒店、餐饮业上市公司，主营酒店管理、餐饮业务。截至 2008 年 9 月末，锦江国际酒店管理有限公司新增星级酒店 7 家，星级酒店总数达到 102 家。

迪斯尼落户与世博会的召开将对上海旅游业构成长期的利好。第一，参考其他国家迪斯尼乐

园带来的年均游客人数，我们预计，上海迪斯尼若落户将新增游客 1500 万人次；第二，带来大量的住宿需求，有效提升上海酒店行业的景气度，我们预计，上海酒店的房价和出租率都将因此得到较大的提升。

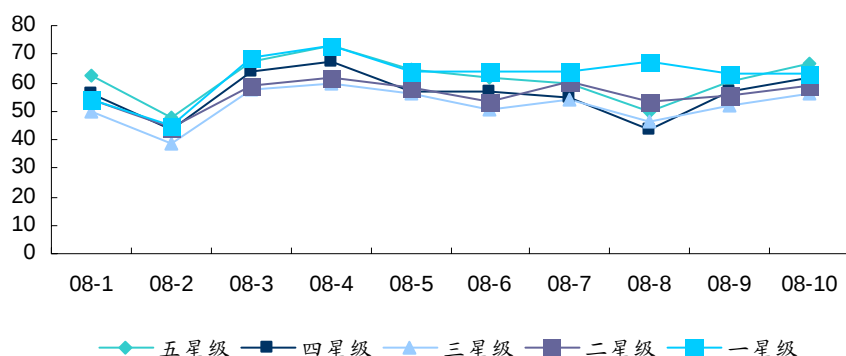
锦江股份在上海地区拥有酒店 10 家，其履约管理的星级酒店和锦江之星管理、特许加盟的经济型酒店的很大一部分也地处上海；餐饮和食品业务的收入也主要来源于上海地区。迪斯尼若落户上海将给上海地区的旅游、餐饮、酒店带来重大发展契机，而锦江股份也将极大受益于此，星级酒店将受益于行业景气提高带来的房价提高与入住率的提升，而经济型酒店将受益于入住率的提升，。

从短期看，尽管公司酒店管理业务优于行业平均水平，受经济减速减缓需求以及高档酒店供给增加较快的影响，但仍面临严峻挑战，增速将可能下滑，而公司参股的锦江之星经济型酒店因其较高的性价比使其受到的冲击可能较小，该部分业绩波动性也相对较小。

同时，我们认为，我国酒店旅游业发展的内在驱动因素并没有减弱，趋势不会改变，现时的冲击只是发展过程中的涟漪，仍旧长期看好酒店旅游业，而锦江股份在其核心竞争能力——“管理、品牌、网络、人才”的加强也成为我们长期看好锦江股份的重要因素。

我们预计，公司 08-09 年每股收益为 0.45 元和 0.50 元，给予“谨慎”评级。

图 31：上海地区星级酒店出租率近期波动较大



资料来源：长江证券研究部

商业零售（长江证券研究部 邵稳重）

上海近几年消费呈现持续增长态势。商业作为旅产业的延伸，是直接受益上海旅的大发展。从香港的经验来看，迪斯尼乐园开园后，香港零售业的增长稳步提升。此外，从香港股市对迪斯尼主题的投资取向来看，商业零售类个股获得了集中的关注，因此这一方向是值得深入挖掘的领域。

我们在寻找投资方向时，一方面关注市场占有率高的商业企业，规模效应会带来竞争优势，另一方面关注有特色品牌经营的商业企业，因为这会对旅客形成额外的吸引力。主要的上市公司有：

百联股份：

百联股份作为全国销售额最大的零售企业，在规模、网点资源方面具有很强的竞争优势，在上海本地也占据垄断地位，市场份额超过 20%。上海单体百货店 10 强中有 3 家（第一八佰伴、东方商厦、东方商厦南东店）为百联旗下门店。同时百联业态涉及连锁百货、购物中心

及折扣店等，这么大体量的零售企业，对上游经销商无疑具有很强的议价能力。

在公司门店中，大约 80% 为自有物业，且多数位于上海的黄金商圈，如南京东路、徐家汇和浦东第一八佰伴等商圈。重自有物业的好处在于，其一，占据核心商圈的稀缺位置，具有较强的防御功能；第二，自有物业门店可以锁定经营中的物业成本，避免了租赁经营中租金成本上升的压力。同时，此部分资产未来具有巨大的重估价值。

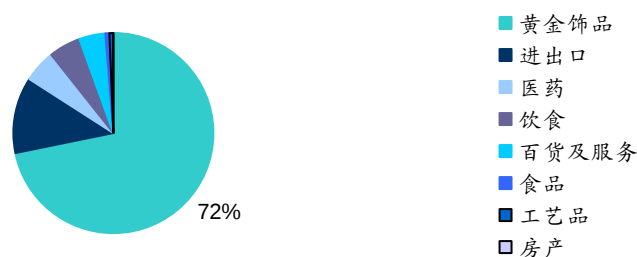
百联股份的不足之处在于，公司国有体制下的管理层激励不足以及国企冗员较多。因此，公司的规模经营效率还没有得到有效的体现。但这说明公司内部提升空间较大。我们认为，随着未来激励机制的改善，公司的经营效率改善空间较大。我们认为，随着上海世博会的临近以及迪斯尼落成，上海消费市场将得到有效刺激，这些有利因素将促动公司收入的增长和业绩的改善。

我们预计，公司 08-09 年每股收益为 0.36/0.40。给与 09 年 15-18 倍 PE，公司合理价值为 7-8 元，给与“谨慎推荐”评级。

豫园商城：

豫园商城是以上海豫园景区为依托发展起来的多元化发展的综合性商业集团，集黄金珠宝、餐饮、医药、工艺品、百货、食品、旅游和房地产等产业为一体，旗下拥有众多以中国驰名商标、中华老字号和百年老店等为核心的产业品牌资源，经营业绩名列全国大型零售企业前列，跻身中国企业 500 强。截至 2007 年底拥有 36 家连锁店、216 家各地加盟商、全国经销网点 400 余家；持股 100% 的亚一金店已拥有 16 家连锁门店、45 家加盟店和 312 个经销网点。

图 32：黄金饰品销售是公司的主要收入和利润来源

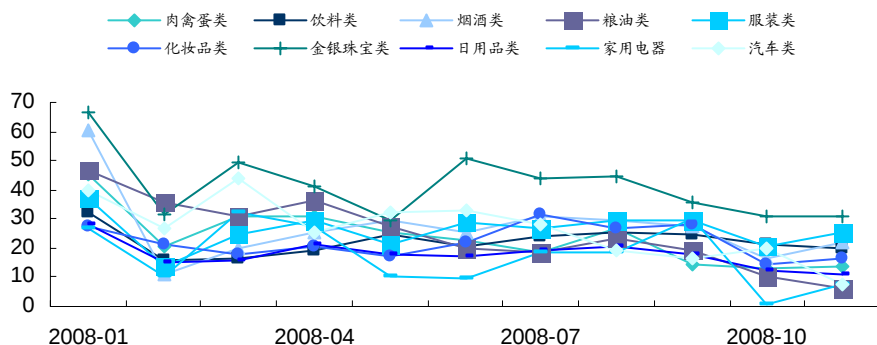


资料来源：公司公告，长江证券研究部

黄金饰品销售占豫园商城主营收入的三分之二以上，且毛利率维持在10%以上，是公司业绩的主要贡献点。我们认为，基于中国人喜爱佩带黄金饰品及增值保值的需求，该部分业务能帮助公司抵御经济周期带来的冲击而获得稳定的收益。

从近年金银珠宝的消费零售额数据看，增速始终保持30%以上，高于绝大多数品类商品的增长速度；从2008年6月开始，主要消费品销售额同比增速均出现了下滑，金银珠宝增速下滑难以幸免，但同比增幅仍旧高于30%。

图 33：消费类商品销售增长均出现下滑，金银珠宝维持 30%以上的增速



资料来源：长江证券研究部

如前文所述，新奥尔良世博会促进了其所在的路易斯安那州第三产业的发展。特别是旅游，零售，房地产和其他服务业在整个州 GDP 中份额的提高。这些行业总的份额在 1980 年为 25%，到举办世博会时的 1984 年上升到 29%，提高了近 4 个百分点；而迪斯尼项目可能给特许经营带来商业机会，包括品牌授权和广告。因此，我们认为，豫园商城将会受益于世博会的举办与迪斯尼的落户。

新世界：地处上海最繁华的商业街南路起点，地理位置优越

公司门店地处上海南京路步行街西端，市中心人民广场北侧，此处交通便利，门前正好为三条地铁交汇处，因而客流充足，优越的地理位置成为公司最大的经营优势。公司门店面积较大，百货营业面积约为 7.7 万平米，超大规模的门店品类齐全，能够满足不同客层的消费需求，具备一站式购物功能，因而揽客能力较强。目前来看，公司单体店销售规模位居全市第二，仅次于百联的第一八百伴。

尽管为单体百货店，但由于新世界每年根据市场变化进行持续的商品结构调整，使得公司每年都能保持稳定的内涵式增长。近几年，公司百货业务由中低档百货向中高档百货的转型效果显著，中高档商品增多。随着上海居民收入的稳定增长，公司门店的内生性增长应该能够得到保证。

新世界的大股东为黄浦区国资委，黄浦区国资委拥有很多优质的商铺，作为一家区属上市企业，存在大股东增持股份和注入优质商业资产的预期。近期，黄浦区国资委已通过上交所买入方式增持新世界股票 106.24 万股。增持后，占公司总股本的比例为 25.19%。

我们预计，公司 08-09 年每股收益为 0.35 元和 0.42 元。给与 09 年 15-18 倍 PE，公司合理价值为 8 元，给与“谨慎推荐”评级。

益民商业：平稳发展的物业

公司已形成“品牌连锁+商业地产出租”的稳健经营模式。公司逐步退出百货经营以后，转向大力发展品牌商业连锁，同时扩展商业地产业务。目前已经在商业连锁领域积累了丰富经验，拥有一批上海知名商业连锁品牌，如古今内衣、天宝龙凤，但整体发展比较平稳。

益民商业采取的是“连锁+商业地产”的稳健经营模式，公司长期投资安全边际较高，但是由于商业地产出租租约一般较长，收入增长短期难以体现；其二，公司旗下的几个连锁品牌，治理结构还有待进一步理顺，延续高速发展目前尚有障碍，这些都预示了公司这两年业绩只

能保持稳定小幅的增长。

我们预计，公司 08-09 年每股收益为 0.17 元和 0.22 元。给与 09 年 15-18 倍 PE，公司合理价值为 5 元，给予“谨慎推荐”评级。

友谊股份：多业态经营的连锁零售商

友谊股份是一家多业态、多品牌运作的大型零售商。公司目前拥有食品超市、建材连锁、连锁百货、购物中心等多种业态。旗下品牌包括：世纪联华、上海联家、联华超市、联华快客、好美家、友谊百货等。其中大型综合超市业务近两年高速扩张取得成功，标超处于向生鲜超市的转型期。百货业处于维持状态，家居专业店、购物中心、折扣店和电子商务面临调整和转型，购物中心业务仍处于培育期。

联华超市大卖场将继续担当盈利明星的角色。标超和便利店一旦调整成功，其丰富的网点资源将迅速转化为竞争优势。好美家完成从全国向长三角的收缩之后，稳定增长也比较确定。南方商城二期购物中心的成功运营，将有效提升公司的百货档次和租金水平。

我们预计，公司 08-09 年每股收益为 0.51 元和 0.60 元。给与 09 年 15-18 倍 PE，公司合理价值为 10 元，给与“谨慎推荐”评级。

交通运输服务业（长江证券研究部 杨志清）

在交通运输方面，主要有城市交通、出租车、机场航空等方面。

上海机场：

如果 2010 年世博新增航空旅客 1600 万，其中国际旅客 400 万，我们假设虹桥机场承担国内旅客 800 万，浦东机场承担国内和国际旅客各 400 万。

表 19：上海浦东机场运营数据预测

预测指标	2008E	2009E	2010E
浦东机场飞机起降架次（万）	27	30	36
飞机起降架次增速	6%	10%	20%
旅客吞吐量（万人）	2900	3045	3806.25
旅客吞吐量增速	1%	5%	25%
货邮吞吐量（万吨）	285	316	354
货邮吞吐量增速	10%	11%	12%

资料来源：长江证券研究部

上海机场是长江证券重点覆盖的上市公司，我们将在附录 I 中给予详细分析。

在城市交通方面，公交、地铁、出租车是主要的运载工具。目前公交作为公益性质，盈利能力较差，而地铁的大部分资产都不在上市公司，因此我们重点关注的方向在出租车运营方面。

目前上海市出租车前三名的分别为大众交通、巴士股份、强生控股。在上海国有资产整合的背景下，强生控股有整合巴士股份出租车资产的可能，如果成行，那么强生控股将成为沪上占有率第一的出租车运营企业。

房地产行业

房地产行业间接受益于世博与迪斯尼的建设,前文中已经提到世博会与迪斯尼都将显著的改变上海的经济和会生活环境,无形中提升城市的价值,对于相关区域的房地产而言,则意味着潜在的升值机会。我们应更多的从地域的角度来看待房地产企业可能的受益。

从区域来看,陆家嘴、张江高科、浦东金桥、外高桥等上市公司经营开发主要集中在上海浦东区域。界龙实业在浦东川沙拥有土地储备,未来迪斯尼的实施对其有可能产生较大影响。

传媒行业（长江证券研究部 代薇）

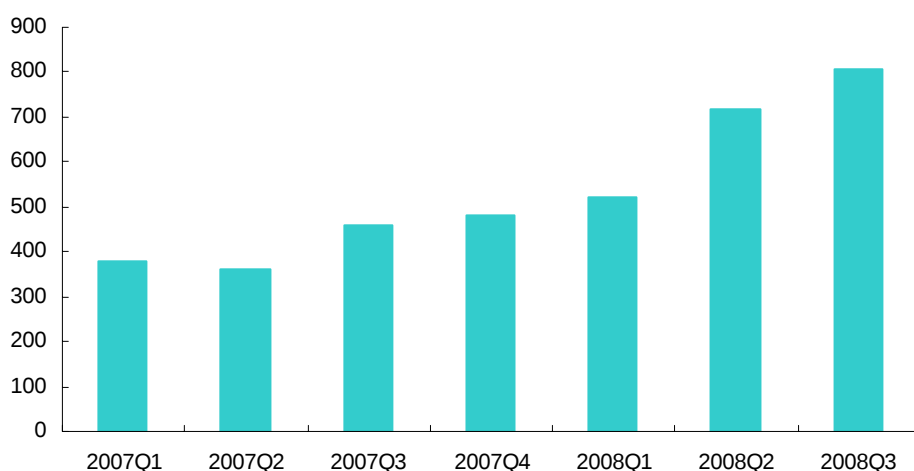
由于在迪斯尼的业务中,文化产业是其重要的一环,媒体网络加上其他文化相关产品占其业务比重高达 65%,同时由于中国媒体的管制十分严格,因此本地的出版传媒企业有可能将受益于该项目。同时,由于世博会的持续时间长达 5 个月,因此传媒企业在其中扮演的宣传角色必定十分重要。

新华传媒:

新华传媒是中国出版发行行业首家上市公司,2008 年完成定向增发后,公司在以图书发行业务为主的基础上,增加报刊经营、报刊发行、报刊广告代理等业务,打造完整的平面媒体经营产业链,进一步提升其平面媒体经营领域的竞争实力。

公司通过核心业务和相关资源的整合,有力促进了业务的发展,目前已形成图书发行、报刊经营、广告代理与物流配送四大业务板块,在上海全市拥有大型书城、中小型新华书店门市等直营网点近 200 家,图书零售总量占上海零售总量的 65%以上;公司拥有《申江服务导报》等多家知名报刊的独家经营权;通过下属的上海中润解放传媒有限公司和上海新民传媒有限公司实现了对上海平面广告市场的整合;同时,新华传媒与所属的风火龙物流公司开创了“发行+物流”的全新配送模式。与报刊等平面媒体的整合,进一步扩充了公司的销售渠道,整个的积极影响正逐步显现,2008 年公司的收入增长明显。

图 34: 新华传媒季度收入（百万元）

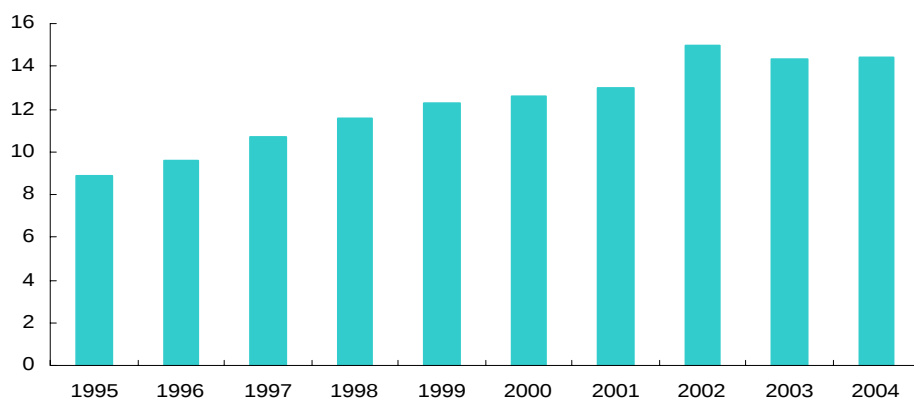


数据来源: 长江证券研究部

随着人民生活水平的提高,消费者用于教育文化娱乐方面的消费在总消费中的比重也逐年增加,并且经济的进一步发展将刺激消费者更多的消费教育文化娱乐产品,因此,新华传媒的

未来发展空间仍然巨大。

图 35：城镇居民教育文化娱乐消费占消费总额的比重（百分比）



数据来源：国家统计局，长江证券研究部

我们预计，公司 08-09 年每股收益为 0.46 元和 0.51 元，给予“谨慎推荐”评级。

东方明珠

公司包括旅游和传媒两大业务，旅游资源主要集中在陆家嘴黄金地段，拥有包括东方明珠电视塔、上海世博演艺中心、渔人码头二期及上海国际会议中心等多项上海标志性建筑和旅游景点。我们认为，旅游业务未来看点有三：一是 2010 年上海世博会有望有利促进公司旅游业务的快速增长，这一点可以从昆明世博会期间观光旅游、餐饮住宿业明显受益中得到佐证。二是公司 09 年将完成东方明珠电视塔下球体改造工程，同时增加相关娱乐项目，这将进一步提升电视塔收入增速。三是公司前期募投项目新建的 3 艘游轮将于 09 年投入营运，连同世博演艺中心，打造一条全新的黄金旅游路线。

对于传媒业务，虽然公司具备无线传输、电视、平面和新媒体（移动电视、手机电视、城市电视、楼宇电视、地铁电视）等多种资源，但传统媒体受此次金融危机影响较为严重，全国广告业务开始萎缩。而处于开创期的新媒体业务，营销费用的扩大和受众人数的有限导致公司 6 家从事新媒体的公司只有 1 家盈利。公司与申通地铁和作推广地铁电视，地铁电视受众人群广大、客户流量高的特点决定了地铁电视有望成为公司传媒业务的新亮点。

东方明珠实际控制人上海文广集团掌控了大量的媒体和内容资源，但受政策监管等因素影响，资产暂无法注入上市公司，待市场和政策改革明朗后，文广集团传媒资源仍有注入上市公司的预期，如能实现有效整合，公司传媒业务有望实现大翻身。

我们预计，公司 08-09 年每股收益为 0.15 元和 0.16 元，给予“中性”评级。

主题投资

在这个主题下我们提出两个方向的投资策略，第一个方向是从区域特征出发，由于在地理位置上世博会、迪斯尼都具有十分鲜明的区位特征，它们的经济影响主要集中在上海，而在上海城区内，越接近世博、迪斯尼区域的上市公司显然将更加受益。从地理上来看，上海世博会会场地位于南浦大桥和卢浦大桥区域，并沿着上海城区黄浦江两岸进行布局，迪斯尼将主要在川沙镇，所以浦东板块或者主要业务在浦东的上市公司要优于其它区域的公司。从这个方向，我们可以找到地理上受益不同的公司，尤其是具有商业地产和土地升值潜力的公司。另

一个方向是从产业受益的角度出发。正如本文前述，这两个项目带来影响最大，持续最长的是旅及消费及相关产业，旅游消费集中在当地特色经济上，香港的经验是黄金珠宝，而上海本地届时也可能出现比较突出的消费行业，我们在前面的公司分析中已经提到。因此我们把酒店、机场、商业零售、交运作为受益最强的产业，其次是建筑、基础设施行业，再次是间接受益的地产、传媒、贸易等行业。

附录 I：上海重点上市公司及行业分析

上海机场：中国东方的门户

地理优势：雄踞长三角的龙头城市

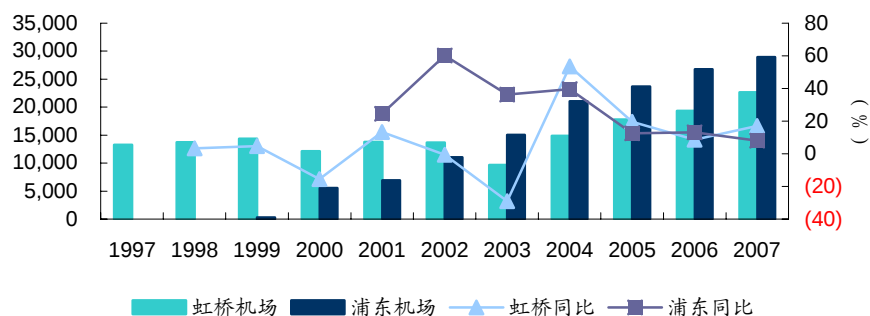
上海位于亚、欧、美三角航线上,占据远东的中心地位,飞往亚洲主要城市只需 2 至 5 个小时,飞往我国南、西、北的主要城市,航程都不超过 4 小时,经济辐射腹地较为广阔。同时,上海作为我国最发达的经济圈长三角的龙头城市,自身具有很强的航空需求,是我国东南沿海主要的货物和客流集散的中心,业已成为多层次的全面对外开放城市。上海机场得天独厚的地理位置使得其所拥有的两家机场虹桥机场和浦东机场在近 10 年以来呈现高速增长的趋势。在三大城市四大机场的市场份额上,虹桥和浦东的旅客吞吐量总和与飞机起降架次总和与首都机场相当,而货邮吞吐量则高达 58%,其中浦东机场就占比 50%,远超过白云机场和首都机场。

图 36：虹桥机场和浦东机场通过发达的公路网辐射长三角



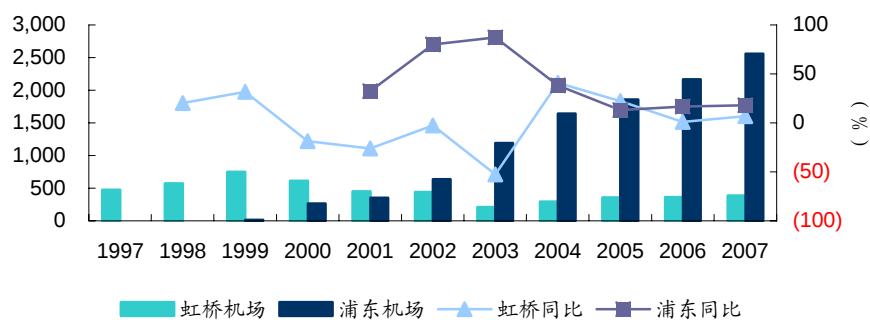
资料来源：长江证券研究部

图 37: 虹桥机场和浦东机场旅客吞吐量变化



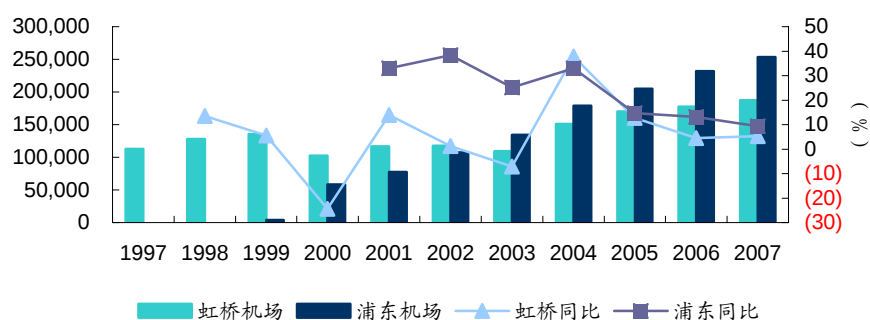
资料来源：长江证券研究部

图 38: 虹桥机场和浦东机场货邮吞吐量变化



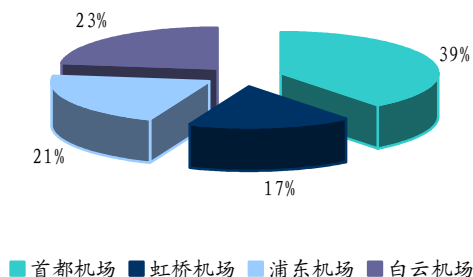
资料来源：长江证券研究部

图 3940: 虹桥机场和浦东机场飞机起降架次变化



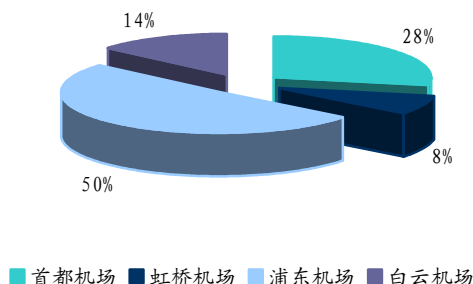
资料来源：长江证券研究部

图 41：四大机场的旅客吞吐量份额比较



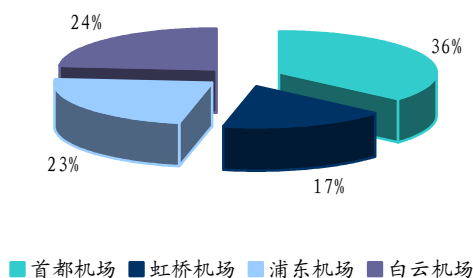
资料来源：长江证券研究部

图 42：四大机场的货邮吞吐量份额比较



资料来源：长江证券研究部

图 43：四大机场的飞机起降架次份额比较

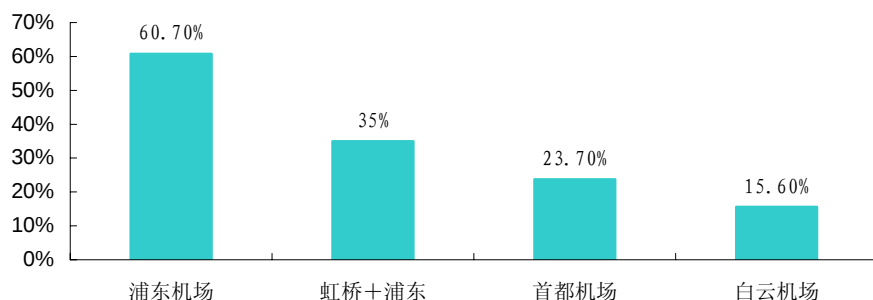


资料来源：长江证券研究部

航权开放优势：有望最先成为世界级航空枢纽

目前上海空港已经向 23 个国家开放了第五航权，国际航线开拓力度较大，是国际化程度最高的机场。浦东机场的国际旅客比例达到 60.7%，而虹桥与浦东加起来也高达 35%，远远超过首都机场和白云机场。根据我们前面对航空枢纽类型的分析，在我国的几大机场中，上海机场有望最先成为世界级航空枢纽。

图 4445: 三大经济板块机场的国际旅客比例对比



资料来源：长江证券研究部

世博会推波助澜——业绩高速增长和资产注入可能双喜临门

大阪在1970年主办世博会，世博会位置离大阪市中心约15km。会展期为183天，预测参观人数为5000万人次，实际达到6421万人次，成为迄今为止参观人数最多的世博会。

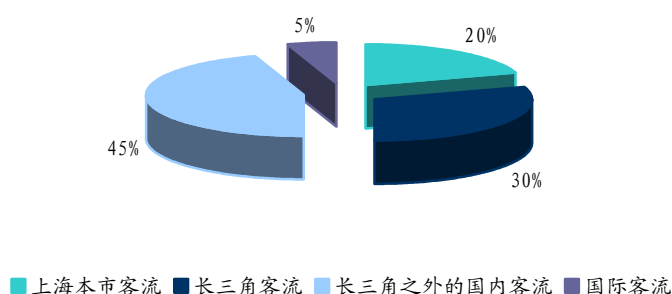
日本爱知世博会于2005年9月底结束，爱知世博会预测参观人数1500万人次，实际达到2200万人次。

2010年上海也将举行世博会，考虑到上海世博会是中国首次举办综合型世博会，步入二十一世纪，世界经济中心逐步向西太平洋转移，中国发展又首当其冲，因而上海世博会会吸引更多的人关注。与其他国家举办的世博会对照，大部分的参观者将来自本国，而中国又是世界上人口最多的国家，因此上海客流规模也可能创世博历史之最。经多方论证预测分析，2010年上海世博客流总量将超过历史上规模最大的大阪世博会，可能会达到7000~8000万人次，日均客流40万人次，高峰日客流60万人次，极端高峰日客流80万人次。

根据客流来源地分布和各交通运输方式的优劣性、供应设施水平的分析，长三角客流主要来自铁路和公路，长三角以外的国内客流主要来自铁路、航空，而国际客流基本来自航空，因此预测上海以外客流来沪交通方式构成为：铁路占45~50%，公路30%，航空20~25%，水路等其他交通方式份额很少。

按照2007年上海两个机场的吞吐量数据为基数，2010年总吞吐量将增加30%-40%，而国际旅客主要在浦东机场起降，浦东机场的国际旅客吞吐量将增长25%-30%。

图 46: 预计的上海世博会期间客流来源



资料来源：长江证券研究部

虹桥机场资产注入上市公司的承诺迟迟没有启动,我们认为这与虹桥机场的扩建有关。扩建工程完工前,施工方案和投资额度均存在着变动的可能,项目报批的 153 亿只是估计投资额,并非最终的投资额,更不是资产价值。因此资产无法进行准确评估,资产注入也就无法进行。现有的虹桥机场资产和新建跑道、航站楼属于一个整体,先行注入现有资产而留下扩建项目的方式是不合适的,并且分两次注入增加了手续的复杂度和成本,从投资者的角度而言,并非是一个最佳的方式。虹桥机场的扩建工程将在 2010 年初完工,以确保世博会期间的使用。根据我们的理解与估计,扩建项目完工后,为了避免同业竞争,将是资产注入启动的最佳时机。因此我们预计,资产注入将在 2010 年正式启动。

上海零售业——潜力无限

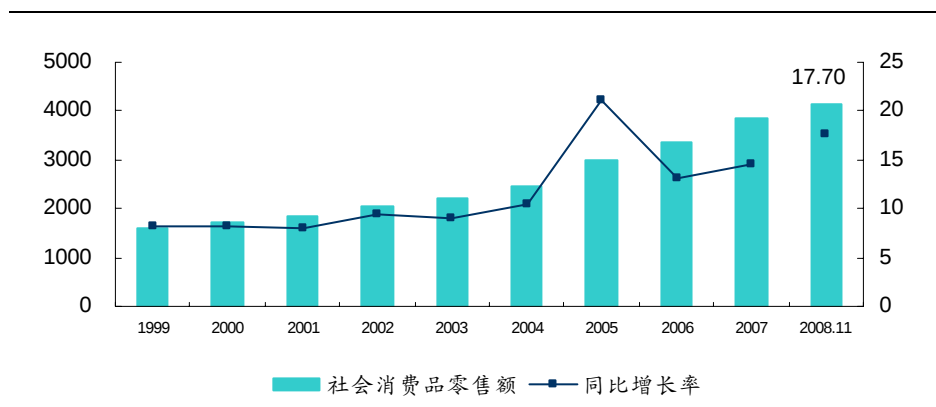
上海现代零售业大致经历了三个发展阶段,第一阶段始于上世纪 90 年代初,大规模的旧城区改造后,新商业网点的兴建使商业规模迅速扩张;第二阶段自 90 年代中期开始,上海通过对外开放引进了新兴零售业态,本土商业也在外资的催熟下加速发展,商业规模进一步扩大;第三阶段为 2000 年至今,随着经济的高速发展,消费水平的提高,加之房地产投资的加速增长,一城九镇建设进入高潮,商业规模再一次迅速扩张,并且出现了商业结构的调整。

目前,上海作为我国最发达的经济区域,也是我国商业最发达的地区之一,无论商业规模还是发展水平,在全国都处于领先地位,可以说,上海零售企业一直在领跑全国零售业。

零售总额长期位居全国第一

2007 年上海社会消费品零售总额达到 3847.8 亿元,占到全国社会消费品零售总额的 4%,继续位居全国第一。庞大的消费品零售额和两位数的高速增长勾勒出了上海零售业的繁荣景象。

图 47: 上海社会消费品零售总额及增长情况

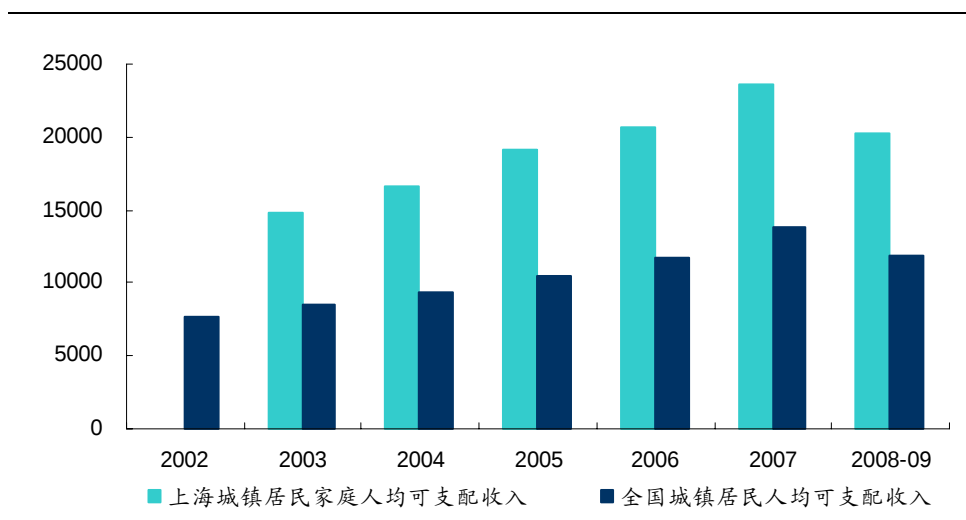


数据来源: 长江证券研究部

高收入支撑消费高增长

目前上海总人口 1858 万人, 占到全国总人口的 1.41%。上海城镇居民的人均可支配收入远远高于全国平均水平, 连续 5 年高达全国城镇居民可支配收入的 1.75 倍, 为零售业的发展提供了重要支撑。由于上海不仅是经济中心, 同时也是旅游城市, 对外来消费的强大吸引力也推动了其消费增长。

图 48：上海与全国城镇居民人均可支配收入对比



数据来源：长江证券研究部

增长速度趋缓、业态发展格局各异

经历了 2005 年的高速发展之后，近两年来上海零售业销售增长明显趋缓。2007 年，标超、大卖场的销售增幅均低于 GDP 的增长。占有较大比重的标超、大卖场、便利店展店速度趋缓，甚至出现了区域性萎缩的局面。

经营管理方式落后、核心竞争力不足的现象普遍存在。据抽样调查资料，上海大卖场、便利店 2007 年的销售利润率仅为 0.06%，而在此之前均为负数，超市的销售利润率由 2006 年的 2.55% 下滑至 2007 年的 1.99%，内资大卖场的资产净利率不足外资的三分之一。

同时由于各业态发展阶段和匹配环境有较大差异，上海零售业态目前发展格局各异，简单归纳如下：

大卖场高速发展、中外零售商竞争激烈

大卖场凭借品类齐全、价格低廉的竞争优势，成为上海零售业中成长最快的业态，但上海的大卖场自产生之日起，就面临着世界零售巨头的强势竞争，随着业态的发展壮大竞争亦在加剧。实质上，外商投资企业已在上海的大型超市中占据绝对的主导地位。数量上，外资共开设大型超市门店 100 家，占总数的 87%。质量上，以坪效为例，外资公司的最高坪效为 5.24 万/平方米，内资公司最高仅达到 3.17 万元/平方米，而两者坪效最低值分别为 2.45 万元/平方米和 1.86 万元/平方米，中外企业力量悬殊可见一斑。

标超沦落，向生鲜超市转型

2007 年上海市标超的增幅仅为 7.65%，标准超市的竞争劣势逐渐凸显，事实上，2005 年上海的标准超市就已经出现了向生鲜超市的转型，推动标超的大规模转型也是上海市政府实事工程之一，目标为 3 年内改造发展近 700 家标准超市。

便利店仍处于调整之中

2006 年上海便利店业终于摆脱长期亏损局面，首次实现了盈利，目前仍处于进一步调整之中。

现代百货业仍处于上升时期

上海百货业经历了上世纪 90 年代的发展低谷之后，由综合百货逐步过渡到专业百货、主题百货发展阶段，定位面向细分市场，服务的目标群体更加明确，差异化竞争取得了良好的经济效益，很多单体店拥有庞大的销售额。

表 20：上海百货单体店销售前 10 强（2006）

排名	企业名称	2008 年 11 月零售额(万元)
1	第一八佰伴	25682
2	上海新世界城	21274
3	太平洋徐汇店	18880
4	东方商厦	11039
5	汇金百货	9001

数据来源：长江证券研究部

未来增长点在于内部调整和改良

上海人均零售面积不仅在国内偏高，甚至高于国外发达城市，基于此角度，上海的商业设施在量上已达到甚至超过饱和状态。

表 21：国内外人均零售面积比较

国内城市	人均面积（平方米）	国际城市	人均面积（平方米）
上海	1.75	京都	1.67
深圳	1.28	大阪	1.52
北京	0.9	北京	1.42
重庆	0.84	伦敦	1.2

数据来源：长江证券研究部

同时，随着上海零售商业面积的持续快速增长，且其增速快于人口增长。零售业的效益已经出现下降。经测算 2007 年零售商业坪效从 2005 年的 0.91 万元/平米降至 0.88 万元/平米。

所以，我们认为，未来上海的商业经营面积总量只可能适度增长，不可能大幅增加，未来的增长点主要在于存量调整，包括商业区域的调整和零售业态的调整。区域调整方面，根据最新的上海市和各区的“十一五”商业规划，到 2010 年上海将形成“多中心、超广域、网络状”的新商业布局体系，其体系将由 10 大都市商业中心、24 个区域商业中心、10 个特色功能区、20 条风情专业街，以及 40 多个新型社区商业中心组建成。围绕这些中心区域，无论从整体商业布局角度，还是具体门店建设，大型化、集中化将成为主流趋势之一。业态调整方面，我们认为，各业态将不断调整创新，紧跟消费者的需求导向。

大卖场仍有增长空间

由于生活节奏较快、私家车拥有量提高等因素，一站式购物仍然为主要的消费需求之一。因此，大型综合超市、家电建材等大卖场仍可能继续增长。但是从空间布局上来说，按照 15

万人一个大卖场的标准，上海的大卖场发展空间已经不大。不过内资超市坪效上与外资超市的差距明显，内资大卖场的资产净利率不足外资的三分之一，这说明内资超市在经营管理上尚有提升空间，我们认为，大卖场下一阶段的增长将主要来自于经营上盈利模式的转变以及管理水平的提高。如大型综合超市通道费用的盈利模式向前台毛利方式的转变，家电大卖场的重组生产线的盈利模式创新等。

便利店调整之后将有新发展

2006 年上海便利店业终于摆脱长期亏损局面，实现了盈利，目前遍布上海大街小巷的便利店也逐渐由圈地运动转向对细分市场的占有，居民区附加水电费等便民功能、商业区增加复印功能等差异化竞争策略将会逐步显现出积极效果。

百货业态出现演变和融合

百货店步入差异化竞争阶段之后，目标市场更加明确，如上海虹桥友谊专门服务于“中产阶级”，太平洋百货、百盛专门为时尚青年消费者服务，各自服务于自己的目标群体，将取得更好的经济效益。同时，百货业和其他业态的渗透也将扩大自己的经营范围，如引进超市热销产品、敞开柜台自选化等，取长补短的业态融合将成为百货店新的盈利增长点。

品牌折扣店将有一个发展高潮

折扣店以经营低价实惠的商品取胜，在人均 GDP 远高于中国的欧美发达国家广受欢迎，占有约 20% 的零售市场份额，而这一业态在国内尚处于萌芽状态。

上海零售业的业态创新一直在全国领先，新型业态奥特莱斯以经营过季折扣商品为主，作为新兴业态具有巨大的市场潜力。尤其上海的标超目前正面临转型，折扣店或将成为转型的重要方向之一。我们认为，上海的折扣店业态将迎来一个大发展的时期。

专业店、专卖店发展前景广阔

居民消费水平的提高对品牌专卖店的需求将持续增长，同时大卖场购物中心的兴起也为专业店、专卖店提供了积聚共生的空间。我们认为，这两方面因素的持续将不断推动专业店、专卖店的繁荣。

我们认为，目前经济增速放缓的宏观背景下，刺激消费必将成为政府工作重点之一，同时世博会的临近也将有效刺激上海消费市场的繁荣，多重利好作用下，上海零售业的增长空间将被充分打开。

附录 II：上海重点本地股相关财务数据一览

表 22：上海重点本地股财务数据

证券代码	证券简称	市盈率	市净率	净资产收益率	每股收益	每股收益
		(2008 前三季)	(2008 前三季)	ROE(2007)	EPS (2008 前三季)	EPS (2007)
600000	浦发银行	14.66	2.85	20.10	1.74	1.26
600009	上海机场	13.59	1.99	15.62	0.34	0.88
600018	上港集团	21.51	2.78	14.28	0.19	0.17
600019	宝钢股份	7.10	1.02	15.22	0.71	0.73
600026	中海发展	7.30	2.09	32.03	1.40	1.38

600150	中国船舶	9.99	3.11	50.54	4.76	5.53
600320	振华港机	14.00	2.53	27.95	0.54	0.65
600628	新世界	26.33	2.58	10.05	0.22	0.29
600631	百联股份	27.00	2.08	8.46	0.23	0.32
600639	浦东金桥	35.63	2.51	7.35	0.27	0.24
600655	豫园商城	10.33	2.48	27.74	0.38	1.26
600663	陆家嘴	37.59	3.45	10.00	0.46	0.40
600748	上实发展	56.25	5.82	10.61	0.19	0.25
600754	锦江股份	22.85	1.21	12.68	0.36	0.44
600820	隧道股份	42.27	3.62	8.81	0.27	0.32
600824	益民商业	40.44	2.89	7.41	0.15	0.15
600825	新华传媒	105.55	8.12	7.91	0.33	0.26
600827	友谊股份	13.68	1.37	13.33	0.39	0.71
600832	东方明珠	37.97	4.13	15.93	0.11	0.33
600834	申通地铁	26.45	3.43	13.45	0.16	0.26
600836	界龙实业	178.99	8.93	5.50	0.01	0.12

资料来源：Wind， 长江证券研究部

分析师介绍

张凡，上海财经大学金融数学硕士，北京航空航天大学数学学士，2006 年 10 月进入长江证券，现为长江证券研究部资深策略分析师，研究领域为国际市场与市场策略，选股与对冲策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。