

2006-12-11

邵稳重

(8627) 65799539

shaowz@cjsc.com.cn

商业零售行业

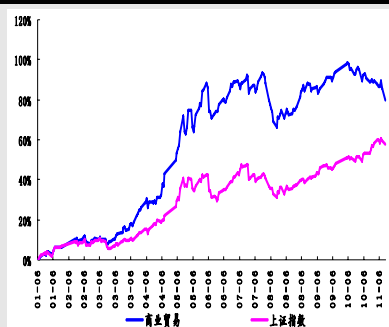
维持“看好”评级

超预期的业绩增长源自激励改善和并购重组

——商业零售业 2007 年度投资策略

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000759	武汉中百	推荐
600697	欧亚集团	推荐
600859	王府井	推荐
600327	大厦股份	推荐
600858	银座股份	谨慎推荐
600729	重庆百货	谨慎推荐



相关研究

20061027《欧亚集团:业绩承诺厘清增长路径、股改凸现公司并购价值》

20061018《武汉中百股东会以及三季度报告快评》

20061009《王府井:成功完成全国连锁布局的唯一一家内资百货运营商》

20060811《武汉中百 2006 中报快评:厚积薄发的优质零售企业》

20060809《欧亚集团:欧亚商都和欧亚大卖场将支撑公司业绩快速增长》

20060629《重庆百货:门店网络优势明显、资产整合仍有待时日》

20060614《欧亚集团:蓄势待发的长春商业龙头》

20051221《商业零售业:走进并购新时代》

报告要点

● 快速增长的宏观经济为消费持续增长奠定了宽松的外部环境

我们认为,受益于宏观经济和居民可支配收入的持续快速增长,零售业赖以发展的消费环境依然良好,我们预计未来 2-3 年零售业将处于持续的高景气状态,社会消费品零售将保持 13% 的增长。

● 零售行业扩张加速,商业租金上涨将侵蚀零售企业的部分盈利

随着连锁零售企业持续的开店和整个商业物业价格的上涨,零售企业的租金成本也不断上升。我们研究后认为,租金的上涨将是一个趋势,而只有销售能够实现持续快速增长的零售企业才能消除租金上涨对成本带来的影响。

● 各零售子行业增长不一,连锁超市仍然能够保持高速发展势头。

零售各个子行业的发展态势差别很大:1) 百货业由于受到选址难和资本支出较大的限制,内生增长将是百货企业增长的主要方式;2) 连锁超市业不仅享受行业增长,还在蚕食传统零售渠道的市场份额,其高增长的势头将得到维持;3) 家电零售业处于寡头垄断的竞争格局之中,产品和服务的同质化难以在短期改变,由于传统家电产品销售放慢,整个家电零售增长趋缓。

● 零售公司业绩超预期增长的驱动力源自激励改善和并购重组

自 2006 年初以来,整个零售行业板块上涨 80%,超过同期上证指数 56% 的涨幅。我们认为,资本市场基本反映了未来 2 年零售行业稳定增长的预期。零售业 2007 年的投资机会不在于零售行业高景气预期,而在于零售企业超过预期的业绩增长。

● 超预期的业绩增长之一:管理和激励的改善是第一推动力

零售业是一个进入壁垒很低的行业,同时也是一个管理难度非常大的行业,因为零售业每天都在竞争,都需要不停地关注消费者消费习性和需求的变化,零售业作为一个竞争非常惨烈的行业,对主要管理团队的激励是最重要的一个因素。从这个角度出发,我们非常关注市销率很低而激励有望在 2007 年得到有效改善的公司,这些公司包括:东百集团、武汉中百、王府井等。

● 超预期的业绩增长之二:重组与整体上市将是第二推动力

零售公司除了能够通过持续成功开店和不断提升内部管理效益实现收入和盈利的持续成长以外,还可以通过收购整合的方式实现裂变式的成长,这主要体现在收购整合和整体上市。值得我们关注的公司有:重庆百货、银座股份、新华百货等。

核心观点:

1) 零售业的高景气度将得以有效持续, 但资本市场基本上反映了零售公司业绩的预期增长; 2) 2007 年零售上市公司的投资机会不在于行业景气, 而在于超过市场预期的业绩增长; 3) 业绩超过市场预期的增长来自于上市公司的激励改善以及大股东的资产注入和整体上市; 4) 我们不仅要投资激励有望在 2007 年得到有效改善的公司 (买入市销率很低而激励有望在 07 年得到改善的公司), 也要关注并购重组或整体上市带来的投资机会。

正文目录

正文目录	1
一、快速增长的宏观经济为消费持续增长奠定了宽松的外部环境	1
1、2007 年 GDP 增速将由 2006 年的 10.5% 回落到 9.5% 左右	1
2、2006 年和 2007 年城乡居民实际可支配收入将保持不低于 10% 的增长	1
3、2007 年社会消费将保持 12-13% 的增长, 较 2006 年 13-14% 的增速略微下降	2
二、零售行业扩张加速, 连锁超市增长势头强劲	2
1、零售行业增长稳定, 连锁企业扩张加速	2
2、商业租金的上涨将给整个零售企业带来租金成本的刚性上涨	3
3、各零售子行业增长不一, 连锁超市仍然能够保持高速发展势头	7
三、零售公司增长的驱动力: 激励改善+并购重组	9
1、市场基本反映了未来 2 年零售行业稳定增长的预期。	9
2、超预期的业绩增长之一: 管理和激励的改善是第一推动力	11
3、超预期的业绩增长之二: 重组与整体上市将是第二推动力	13
4、超过预期的业绩增长凸现一些零售上市公司投资机会	13
四、长江证券重点零售公司推荐	13
1、武汉中百: 快速成长之中的日用品分销商连锁龙头	13
2、欧亚集团: 被市场忽视的区域商业明珠	14
3、王府井: 成功完成全国连锁布局的唯一一家内资百货运营商	15
4、重庆百货-大股东重庆商社整体上市将带来交易性机会	16
5、银座股份: 大股东山东商业总公司的整体上市将带来交易性机会	16

图表目录

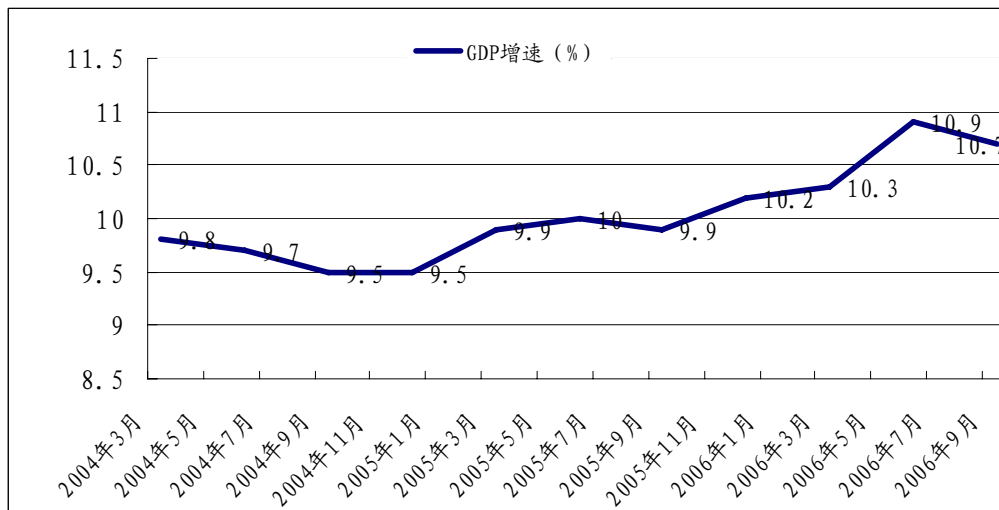
图 1: 2004 年初以来 GDP 增长变化	1
图 2: 近两年我国城镇家庭人均可支配收入	1
图 3: 2004 年初以来社会消费品零售总额增长变化	2
图 4: 2001 年至 2005 年我国零售业百强总销售额变动	2
图 5: 2001 年至 2005 年零售百强企业销售额比例	3
表 1: 中国一线城市商业地产价格 (元/平米)	4
图 6: 全国 35 个主要城市商业地产价格走势	4
图 7: 北京、上海、深圳和广州等四个一线城市商业地产价格走势	4
图 8: 中国商业租金价格指数	4
图 9: 联华超市 (0980HK) 收入和成本变动	5
图 10: 联华超市 (0980HK) 租金和人工占比	5
图 11: 物美商业 (8390 HK) 收入和成本变动	6
图 12: 物美商业 (8390 HK) 租金和人工占比	6
表 2: 商务部公布的消费品市场 600 种主要商品供求情况 (单位: 种)	8
图 13: 商务部公布的消费品市场 600 种主要商品供求情况 (单位: 种)	8
图 14: 2006 年 1-11 月份商业零售板块与整个市场对比	9
图 15: 2006 年度 1-11 月国内 A 股市场各行业板块增长情况	9
表 3: 商业零售行业估值水平及 EPS 比较	10
图 16: 华联综超与沃尔玛过去 10 年毛利率 (净利率) 变动情况	11
表 4: 物美商业和百盛商业的同店增长概况:	12
表 5: 2007 年应该重点关注的零售上市公司	13

一、快速增长的宏观经济为消费持续增长奠定了宽松的外部环境

1、2007 年 GDP 增速将由 2006 年的 10.5% 回落到 9.5% 左右

我们简要跟踪了自 2004 年以来各月 GDP 增长的变化（图 1），我们发现，我国 GDP 增长自 2005 年第一季度开始提速，尽管不同的月份 GDP 增长率有一些波动，但从整体而言，可以看出持续增长的趋势，2006 年连续三个季度 GDP 增长率都超过 10%。

图 1：2004 年初以来 GDP 增长变化



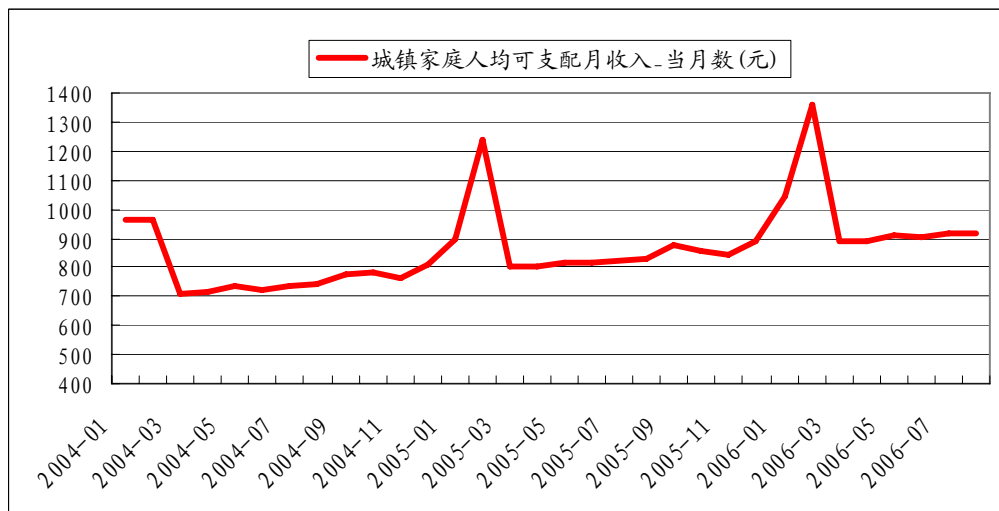
来源：CEIC

基于 2006 年前三季度强劲的经济走势，我们预计 2006 我国 GDP 增长率应该可以达到 10.5%，而由于受到美国经济放缓以及我国宏观调控的影响，预计中国 2007 年 GDP 增长率降为 9.5%。

2、2006 年和 2007 年城乡居民实际可支配收入将保持不低于 10% 的增长

自 2004 年以来，各月城镇居民收入呈现稳定增长趋势。我们跟踪了 2004 年 1 月以来城镇家庭人均可支配收入的变化情况，我们发现，除了在每年春节前后城镇家庭人均可支配收入会出现一个明显的峰值，其他月份的数据都呈现出一个较为平稳的增长趋势。

图 2：近两年我国城镇家庭人均可支配收入



来源：CEIC

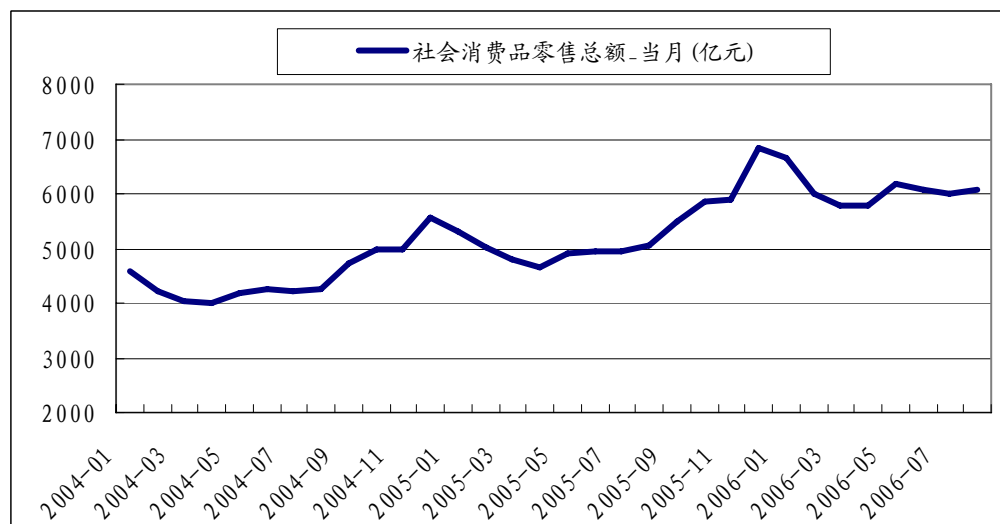
我们认为，受惠于经济增长和政府部门出台的调整收入分配关系、增加中低收入

入者收入举措的影响。2006 年和 2007 年城乡居民实际可支配收入将保持不低于 10% 的增长。

3、2007 年社会消费将保持 12-13% 的增长，较 2006 年 13-14% 的增速略微下降

自 2004 年初以来，我国社会消费品零售总额呈现稳定增长态势。社会消费品零售总额的月度数据呈现出明显的季节性，节假日尤其是春节对消费品零售总额的影响非常显著，但是，消费品零售总额从长期来看一直保持着良好的攀升趋势，各月度数据与往年同期相比都有不同幅度的增加。

图 3：2004 年初以来社会消费品零售总额增长变化



来源：CEIC

因此，我们认为，受益于宏观经济和居民可支配收入的持续增长，零售业赖以发展的消费环境依然良好，我们预计未来 2-3 年零售业将处于持续的高景气状态。预计社会消费品零售将保持 13% 的增长。

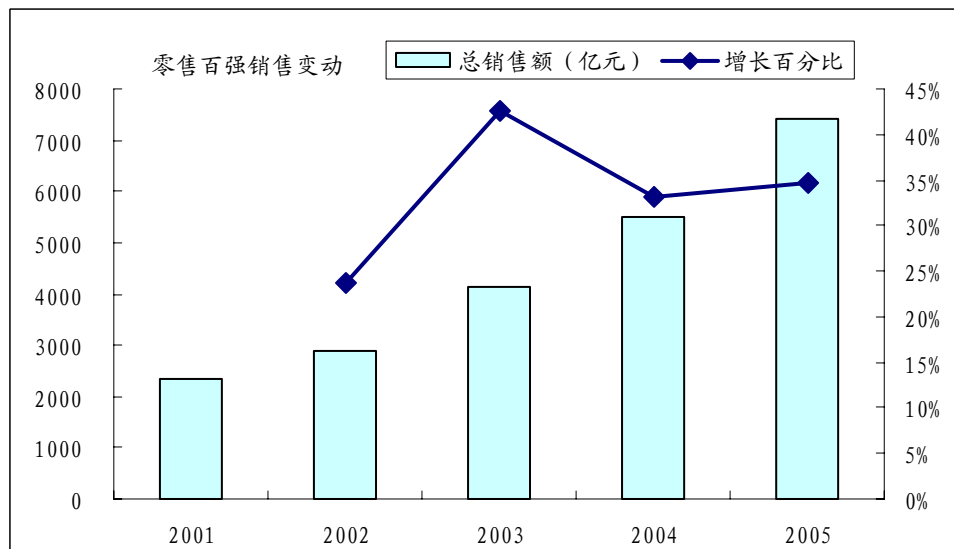
二、零售行业扩张加速，连锁超市增长势头强劲

1、零售行业增长稳定，连锁企业扩张加速

国家商务部每年公布上一年度零售百强企业排名，通过对比 2001-2005 年我国零售业百强的统计数据，我们可以看到我国大型零售企业呈现出企业规模不断扩大、市场集中度不断提高、竞争日趋激烈的特点。

根据商务部的统计，近五年来，我国零售业百强规模扩张加速，百强零售企业销售额从 2001 年 2,342 亿元增加到 2005 年的 7,405 亿元，4 年间复合增长率高达 25.88%。

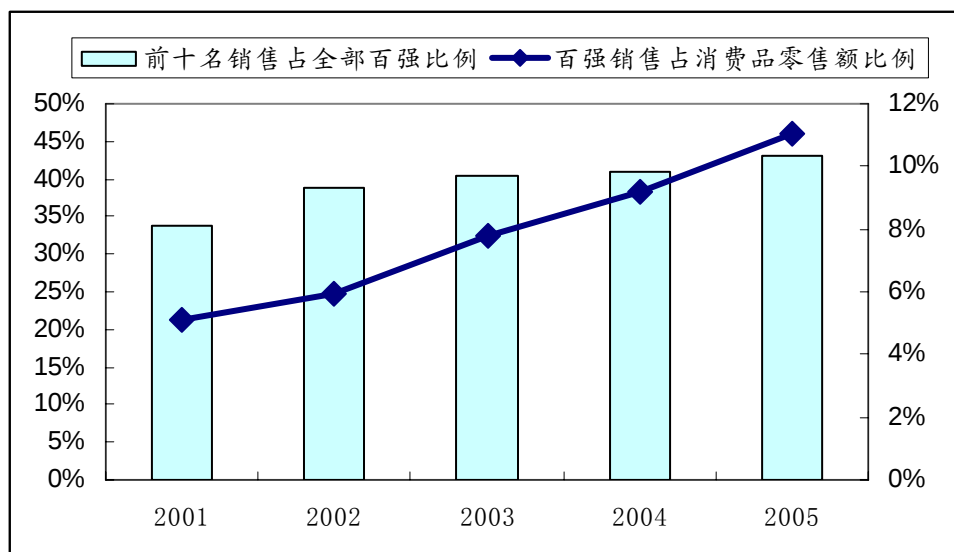
图 4：2001 年至 2005 年我国零售业百强总销售额变动



数据来源：商务部

同时，我们发现零售企业市场集中度也在不断提升，这可以从百强前 10 位企业占全部百强零售企业销售的占比以及全部百强零售企业销售占整个社会消费品零售额的占比逐年提升中看出。

图 5：2001 年至 2005 年零售百强企业销售额比例



数据来源：商务部

根据统计，从 2001 年到 2005 年间，相对于上一年，分别有 16 家、16 家、26 家、22 家和 20 家新的商业企业入围商务部零售企业百强，也就是说平均每年有五分之一的商业零售企业退出百强榜，如此高的“零售百强换手率”表明我国零售企业的市场竞争异常激烈。

2、商业租金的上涨将给整个零售企业带来租金成本的刚性上涨

在整个零售行业持续向好，收入和盈利快速增长的同时，零售行业也面临一个整体的挑战，那就是商业租金的持续上涨将部分地侵蚀零售行业企业的利润空间。

我们研究发现，随着连锁零售企业持续的开店和整个商业物业价格的上涨，零售企业的租金也不断上涨。

自 2001 年至 2004 年，我国商业地产价格就持续上涨，而 2005 年开始则呈现一

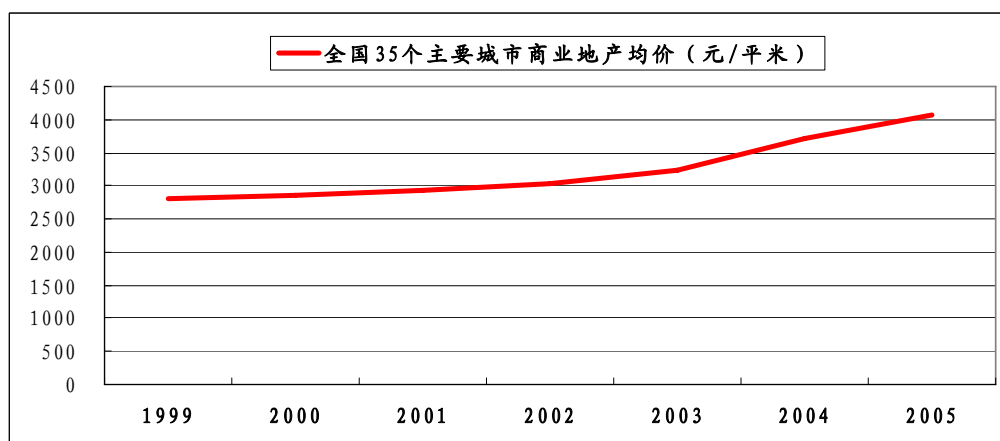
个加速上涨的态势，全国 35 个主要城市商业地产平均价格突破每平方米 4000 元。

表 1：中国一线城市商业地产价格（元/平米）

年份	全国 35 个主要城市商业地产均价	增长率	北京	上海	深圳	广州
1999	2799	n. a.	11170	6831	5503	4304
2000	2859	2.1%	6915	5111	5718	4294
2001	2938	2.8%	7166	6156	5818	4262
2002	3041	3.5%	7892	4968	5802	4200
2003	3225	6.1%	10189	6462	6256	4211
2004	3704	14.9%	8220	8827	6756	4537
2005	4081	10.2%	13828	7101	7582	5366

数据来源：CEIC

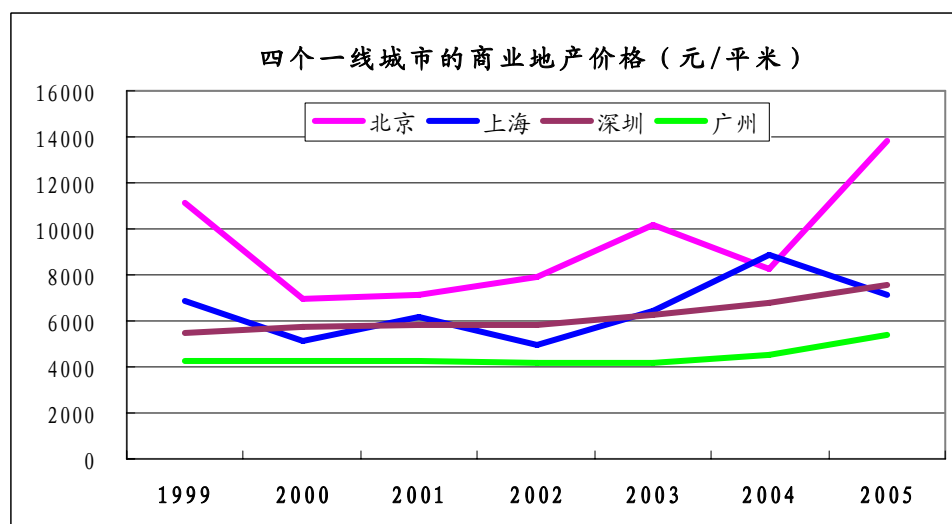
图 6：全国 35 个主要城市商业地产价格走势



来源：CEIC

再分地域来看，北京、上海、深圳和广州等四个一线城市中（图 7），2005 年，只有上海商业地产价格较上年有所下滑，但总体趋势仍然是向上，而北京和深圳的商业地产价格则一路持续上扬。

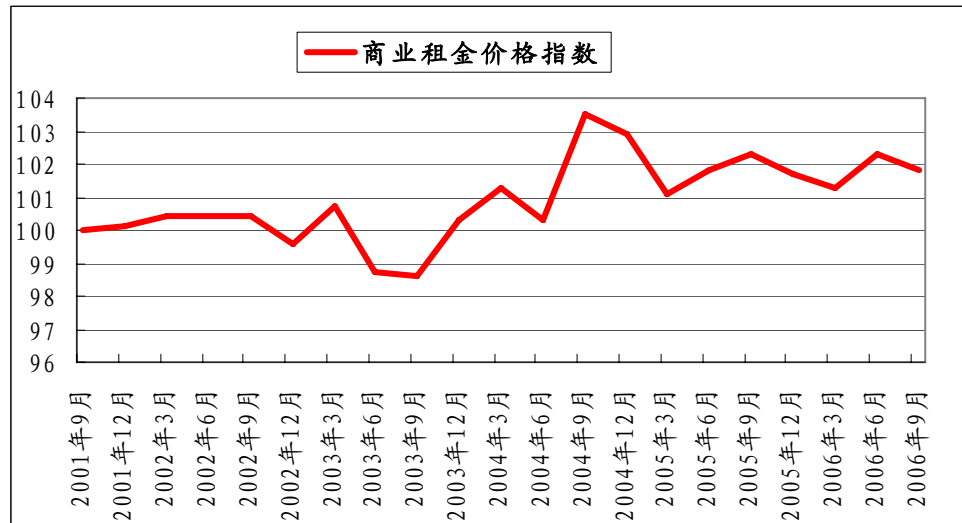
图 7：北京、上海、深圳和广州等四个一线城市商业地产价格走势



来源：CEIC

而商业物业租金价格指数（图 8）也显示，自 2003 年第二季度租金价格指数探底 99 以来，一直在 102 的高位徘徊。

图 8：中国商业租金价格指数

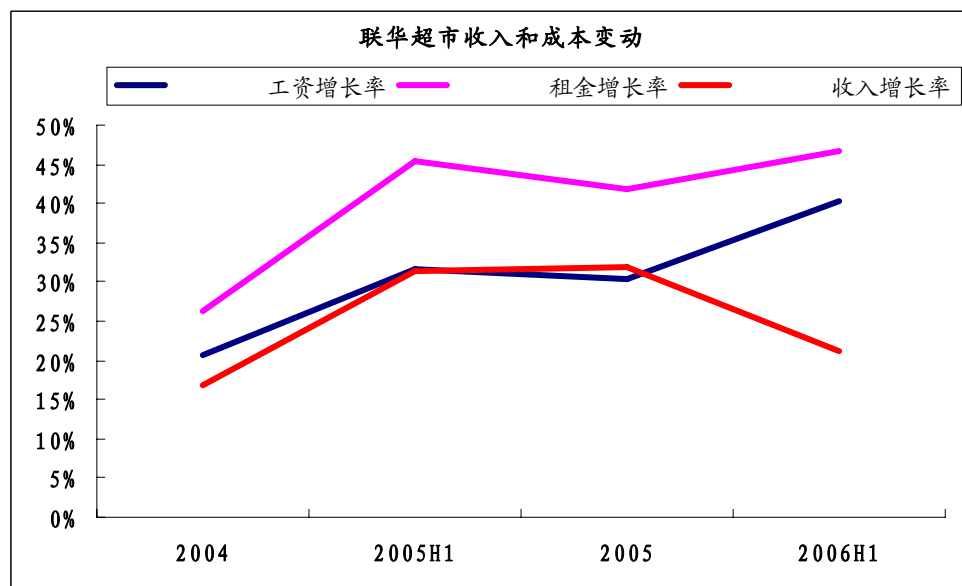


来源：CEIC

我们研究后认为，租金的上涨将是一个趋势，而只有销售能够持续快速增长的零售企业才能有效消除租金上涨对成本带来的影响。

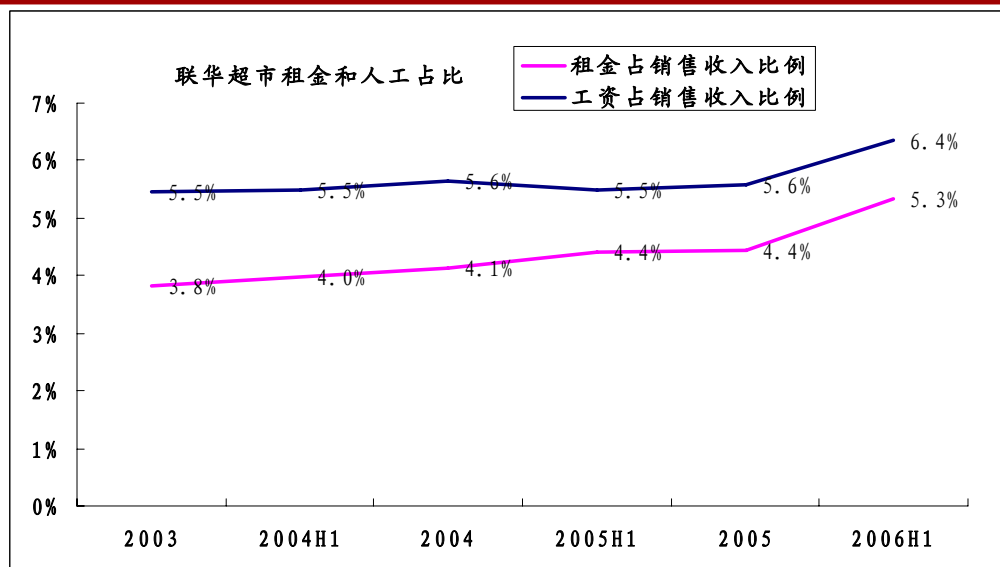
例如，尽管租金持续上涨，但由于销售增长强劲，物美商业（8390HK）的租金和人工费用比率基本维持平稳不变；但联华超市（0980HK）由于销售增长低于租金和人工上涨，造成租金和人工费用比率上升。

图 9：联华超市（0980HK）收入和成本变动



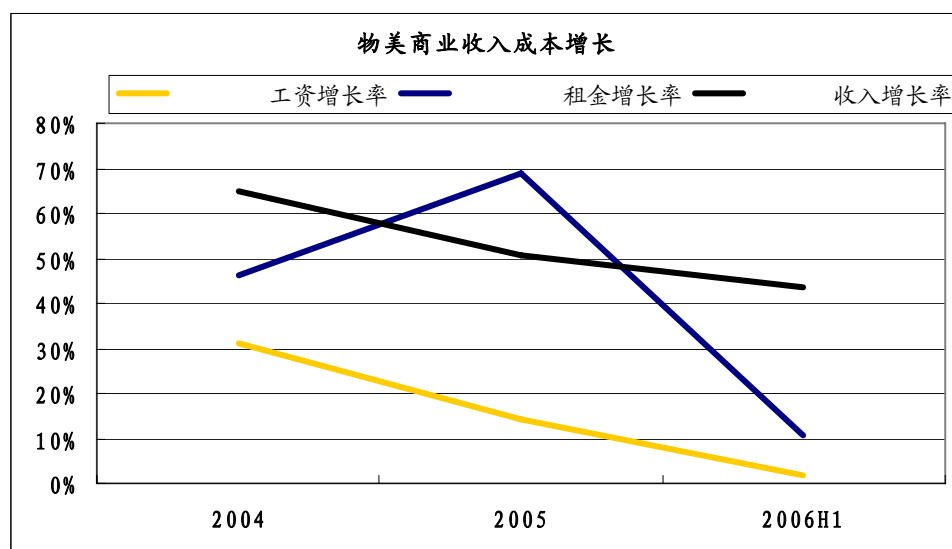
来源：公司公告，长江证券整理

图 10：联华超市（0980HK）租金和人工占比



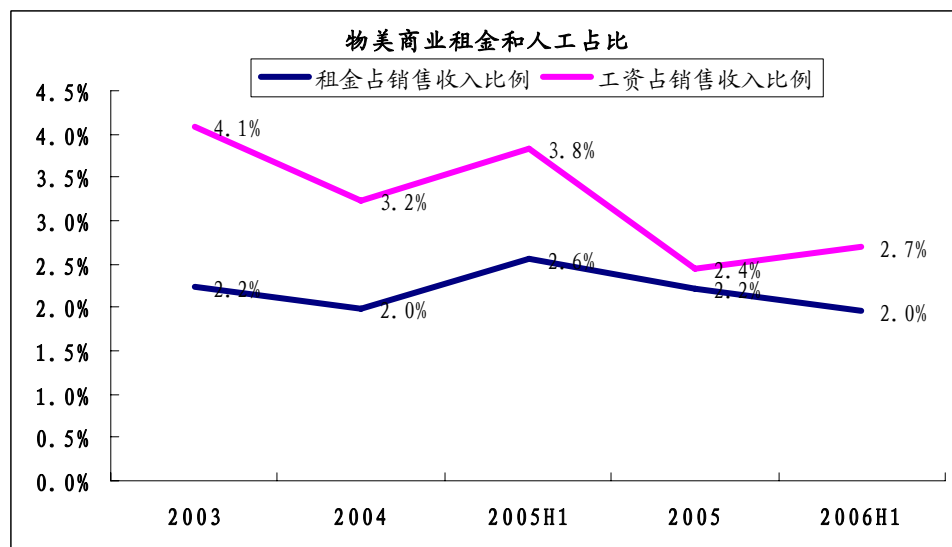
来源：公司公告，长江证券整理

图 11: 物美商业 (8390 HK) 收入和成本变动



来源：公司公告，长江证券整理

图 12: 物美商业 (8390 HK) 租金和人工占比



来源：公司公告，长江证券整理

因此，我们不仅关注能够不断开店实现持续扩张的连锁零售企业，更要关注零售企业的“老门店”是否能够实现销售同比增长，只有“同店销售”能够保持持续增长的企业才能有效抵免租金上涨给公司盈利产生的影响。

3、各零售子行业增长不一，连锁超市仍然能够保持高速发展势头

1) 百货业：内生增长将成为未来业绩增长的主要因素

- 外延扩张难度较大。

由于受到选址难度大和资本支出大的限制，百货门店数量的增长速度要慢于超市和电器专业连锁店的扩张。例如，一般区域百货运营商每年的展店计划是 1 家，如广州友谊；而全国连锁的百货店如王府井和大商股份等每年的展店速度也就是 2-3 家，远远低于连锁超市每年 10-20 家、连锁家电运营商每年 100 家左右的拓展速度。

- 内生增长显著

尽管百货运营商的外生增长有限，但是百货业的内生增长则非常显著，这是因为百货门店的辐射区域广，一个经营比较有特色的百货门店能够辐射当地大半个或整个城区。我们预计区域龙头百货企业未来 2-3 年能够保持收入 15-20% 的增长，而利润则能够保持 20-30% 左右的增长。

- 市场竞争度弱于超市和电器连锁

尽管百货企业开新店较难，资本投入大、成熟期长，但一旦开店成功，则防守性也很强，短期内，竞争对手很难夺取成功门店的客流量。

而百货业态市场竞争的激烈程度要远远弱于食品超市和家电连锁零售商，这不仅是因为百货店开店难度较大，而且强势外资百货运营商尚未大规模进入百货领域。

因此，我们看好两类百货类上市公司：一类是已经成功实现跨区域经营的全国连锁零售商，另一类是各个区域的龙头百货企业。

2) 食品超市业：规模扩张将极大地刺激连锁超市的业绩增长

- 连锁超市将享受行业替代性增长

我们认为连锁超市行业销售将维持 15-20% 的增长。这主要是：连锁超市销售不仅享受零售行业整体 12-13% 左右的增长，还将替代原有传统零售渠道的增长。

- 专业化的连锁超市运营商将在竞争中取胜

——境外零售巨头的重点拓展领域主要在省会城市以及经济发达地区。以直辖市、省会城市为代表的一线城市人均收入高、消费能力强，因而是境内外超市零售商竞争的主要领域。

——二三线城市存在较大的市场空间。尽管二三线城市的消费能力不如一线城市，但二三线城市超市的竞争要远远弱于一线城市，且二三线城市零售领域存在较大的替代性增长空间。

- 连锁超市的区域密集扩张模式优于全国扩张模式

——采购成本低。超市多为区域采购，大量中小供应商均为当地企业，规模化采购降低“进货成本”

——配送成本低。在目前国内物流成本较高的情况下，区域密集开店的优势还在于可以有效降低配送成本。

——各地区消费习惯的不同契合区域化经营。由于中国人多地广，不同的区域有不同的消费习惯和饮食偏好，因此，区域超市零售商更能够把握当地居民的消费习性。

此外，我国超市内生增长空间也非常巨大

- 综合毛利率仍然存在提升空间：

第一，由于我国日用品行业存在供过于求的态势，这就决定日用品生产商对零

售渠道上产生一定的依赖。

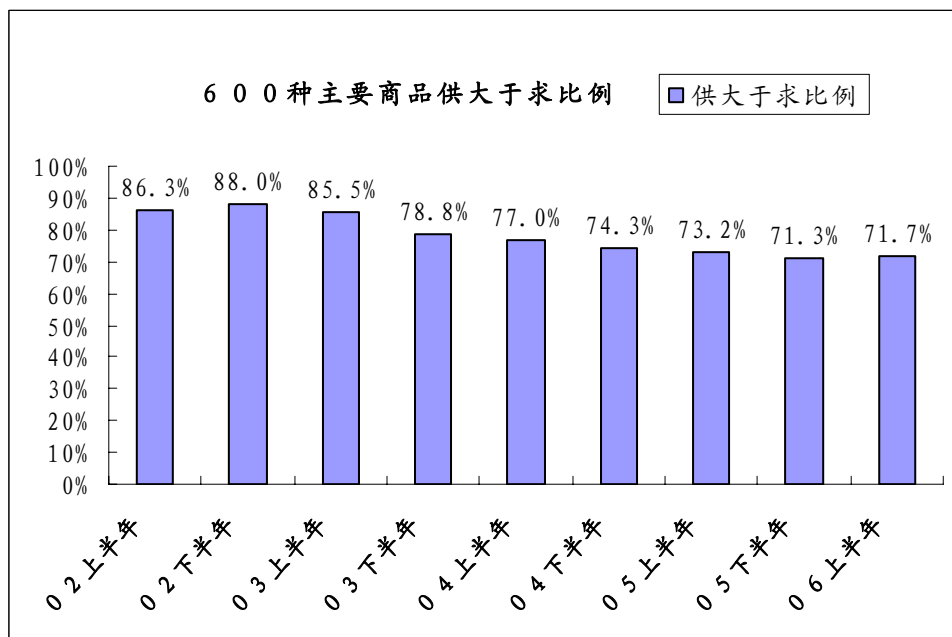
根据国家商务部统计,在 600 种主要商品中,大约有 70%以上品种处于供过于求状态。

表 2: 商务部公布的消费品市场 600 种主要商品供求情况 (单位: 种)

	2002		2003		2004		2005		2006
	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
供大于求	518	528	513	473	462	446	439	428	430
供求平衡	82	72	87	127	138	154	161	172	170
供小于求	0	0	0	0	0	0	0	0	0
供大于求比例	86.3%	88.0%	85.5%	78.8%	77.0%	74.3%	73.2%	71.3%	71.7%

来源: 国家商务部

图 13: 商务部公布的消费品市场 600 种主要商品供求情况 (单位: 种)



资料来源: 国家商务部

第二, 由于我国日用品生厂商分散且弱小, 缺乏品牌的支撑, 使得生产商在与零售商的博弈中始终处于弱势地位。

第三, 尽管存在行业供过于求和激烈的市场同质竞争, (相对于家用电器生厂商而言) 但我国日用品生产商的毛利率仍然维持在一个相对合理的水平, 因此, 日用品生产商仍存在被挤压的利润空间。

● 费用率将维持不变的水平

第一, 租金和人工费用有上升的趋势, 这是受到商业地产价格和租金提升的负面影响, 而人工费用也会随着经济的发展和零售企业扩张需求而上涨; 第二, 行政管理和促销费用率将下降。这是由于随着规模扩张, 单个门店所分担的行政管理和促销费用将下降。整体而言, 我们认为零售企业整个费用率将维持不变并略有下降的态势。

3) 电器连锁零售商: 供应链管理优秀的企业将胜出

● 行业增长趋缓。

根据有关部门统计, 2000 年, 我国家电销售额约为 2980 亿元, 2005 年则达到 5850 亿元, 5 年符合增长率约为 14.5%。这种高增长来自于传统家电的销售增长, 我们预计未来几年我国传统家电的销售增速将减缓, 而数字娱乐电子产品的销售将保

持高速增长，因此预计未来几年我国家电零售市场将保持 10-12% 左右的市场增长。

● 寡头垄断下的同质竞争将得以持续

——国内主要电器连锁零售商已经形成寡头竞争趋势。目前，国内的国美、苏宁和五星等几大家电连锁零售商的市场份额逐步上升，已经形成寡头竞争之势，我们认为，家电零售行业的竞争最终将在这几大巨头之间展开。

——产品同质化严重，差异化经营存在困难。由于家电产品多属于耐用消费品，产品的同质化也非常严重，在目前这个阶段，很难实现零售企业差异化经营，价格战仍然是最主要的竞争武器。

● 全国连锁经营模式优于区域扩张的模式

由于家电产品多为全国性品牌，而产品的同质化造成零售服务经营的同质化，价格成为经营的主要利器，因此，规模经济效益明显优于区域经营特色

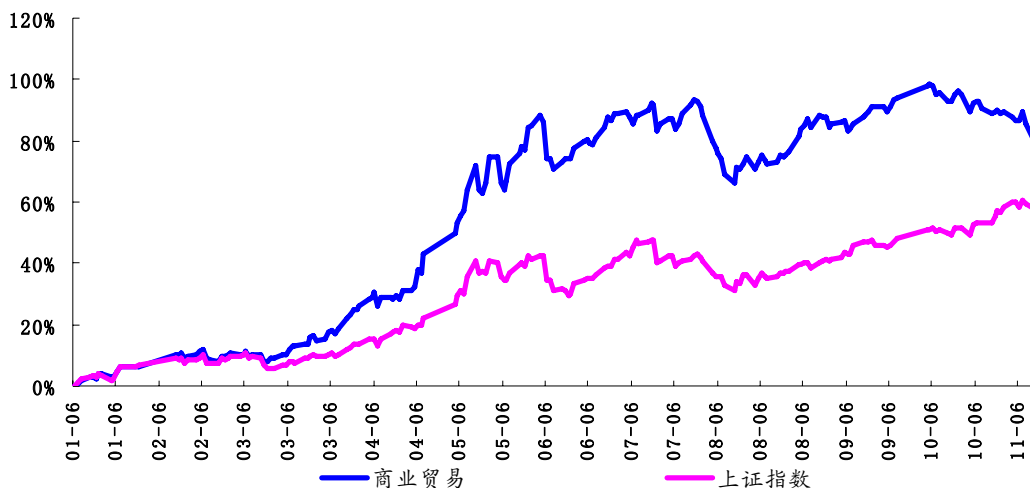
三、零售公司增长的驱动力：激励改善 + 并购重组

随着零售行业景气度的持续，市场已经对零售行业的增长有着良好的预期。我们认为，资本市场基本上消化了零售业未来行业成长的业绩。因此，我们认为零售业 2007 年的投资机会不在于零售行业带来的高景气预期，而是零售行业超过预期的业绩增长。

1、市场基本反映了未来 2 年零售行业稳定增长的预期。

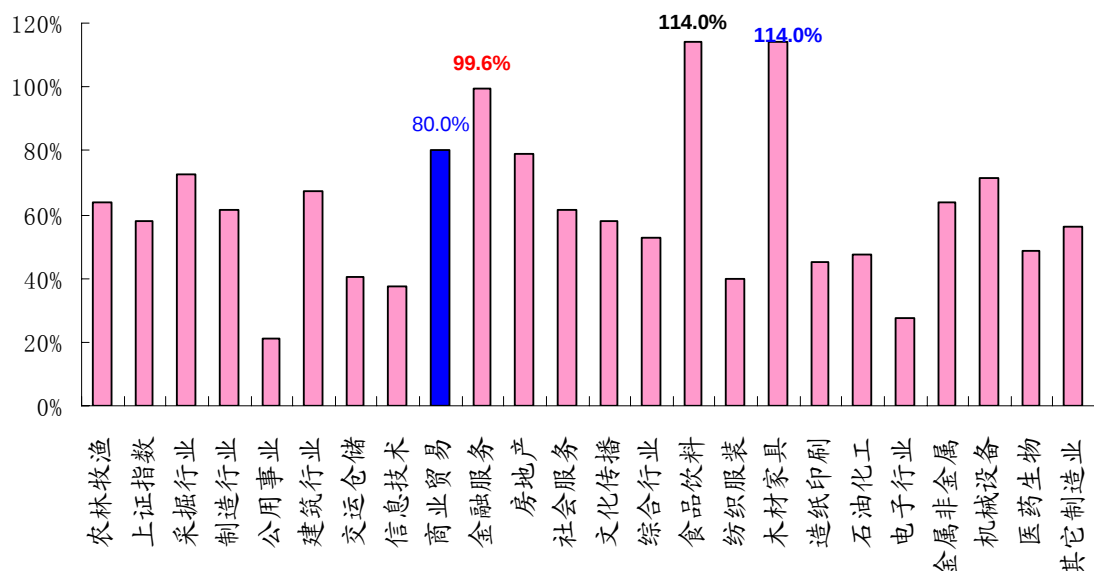
2006 年，整个商业零售板块表现抢眼，动态来看，根据 wind 资讯统计，2006 年 1-11 月，商业零售板块整体增长 80%。远远高于同期上证指数 56% 的涨幅，在 23 个行业中涨幅据第三位（木材家具只有宜华木业，不具代表性），仅仅次于食品饮料（上涨+114%）和金融服务（上涨+99.6%）的涨幅。

图 14：2006 年 1-11 月份商业零售板块与整个市场对比



来源：Wind

图 15：2006 年度 1-11 月国内 A 股市场各行业板块增长情况



来源: Wind

从估值来看,一方面,根据11月13日收盘测算,2007年、2008年国内A股市场的平均PE值为18倍和14倍,而零售板块07和08年的估值也为19倍和16倍,稍稍高于市场的平均水平。从业绩来看,2006年前三季度零售板块平均EPS为0.104元,较同时期A股市场EPS 0.116元的平均水平低12%(表3)。

考虑到零售行业尚处于景气状态,我们认为这个估值比较合理。

表3: 商业零售行业估值水平及EPS比较

	PE (05)	PE (06E)	PE (07E)	PE (08E)	PB (06Q3)	EPS06Q3
金属、非金属	12.80	10.42	8.85	7.51	2.17	0.191
采掘业	14.69	12.77	11.00	9.43	2.87	0.559
造纸、印刷	16.47	13.93	9.68	7.76	1.84	0.092
电力、煤气及水的生产和供应业	17.12	14.97	12.39	10.16	1.79	0.131
制造业	21.10	16.29	12.76	10.59	2.79	0.120
纺织、服装、皮毛	27.32	17.83	12.53	9.11	2.90	0.064
机械、设备、仪表	26.68	17.94	13.93	11.22	2.80	0.112
交通运输、仓储业	21.95	18.96	17.50	13.84	2.62	0.185
建筑业	29.07	20.09	15.74	12.61	2.02	0.138
房地产业	28.98	20.55	15.09	11.73	2.59	0.143
石油、化学、塑胶、塑料	24.06	20.89	14.23	12.55	3.14	0.118
其他制造业	46.53	21.22	13.78	9.32	2.35	0.043
社会服务业	29.07	22.82	18.57	15.49	2.84	0.099
农、林、牧、渔业	30.35	23.22	16.76	13.99	5.05	0.053
金融、保险业	31.97	23.74	19.49	16.04	3.74	0.017
批发和零售贸易	33.76	24.19	18.93	15.70	3.66	0.104
医药、生物制品	30.47	25.60	18.27	15.46	2.65	0.158
信息技术业	29.94	26.79	20.97	17.39	3.04	-0.021
电子	42.07	27.16	23.77	15.14	2.42	0.053
木材、家具	41.69	28.29	20.04	16.55	3.05	0.094
综合类	52.44	28.60	21.49	18.02	9.40	0.069
食品、饮料	49.23	32.60	25.50	21.28	4.08	0.106

传播与文化产业	68.04	40.75	34.00	23.66	4.65	0.031
平均	31.56	22.16	17.19	13.68	3.24	0.116

资料来源：WIND，长江证券研究所；截止日期：2006-11-13

我们认为，经过近一年的持续挖掘，市场上已经对主要零售公司未来 2 年收入和盈利增长情况有了清晰的预期。所以，我们认为目前的估值已经涵盖 07-08 两年行业增长的预期。

因此，我们认为，只有超越市场预期的业绩增长，才是 2007 年零售业的投资机会。

2、超预期的业绩增长之一：管理和激励的改善是第一推动力

我们认为，内生增长将是零售公司增长的主要方式，而公司内生增长的主要驱动因素就是公司管理和激励的持续改善。

1) 公司激励的改善。

我们认为，零售业是一个进入壁垒很低的行业，同时也是一个管理难度非常大的行业，以一个大型综合超市为例，大约陈列 20000 多种的商品，涉及到商品的采购、配送、上架陈列、促销和条码管理等十几个具体环节，工作非常精细。

和大多数竞争性消费品行业一样，商业零售企业最重要的要素是人，是非常专业、非常敬业的管理团队，因为零售业每天都在竞争，都需要不停地关注消费者消费习性和需求的变化，需要精耕细作、老老实实做事的管理人。因为零售业竞争非常激烈，零售企业赚的就是“辛苦钱”。例如，根据我们调研，一般零售企业每天的营业时间超过 12 个小时以上，而且几乎没有什么节假日休息时间。

因此，零售业作为一个竞争非常惨烈的行业，对主要管理团队的激励是最重要的一个因素。我们认为，由于国有控股，在股权分置改革以前，应该说许多零售上市公司管理团队的激励机制是不足的。

股权分置改革，特别是股改方案中增加了股权激励计划承诺事项以后，在制度层面将给上市公司带来两个方面的变化：一是完善了公司的激励制度；二是以市场化的目标来考核上市公司管理层。股权分置改革以后，由于股权的进一步分散，以流通股股东为主体的投资人逐渐以市值的增长作为考核上市公司的主要指标。我们认为，这两个因素对上市公司的正面影响是巨大的。

激励制度改善的方式有：董事会对公司高管人员实行股权或股票期权激励，高管人员直接或间接持有上市公司一定比例的股权。

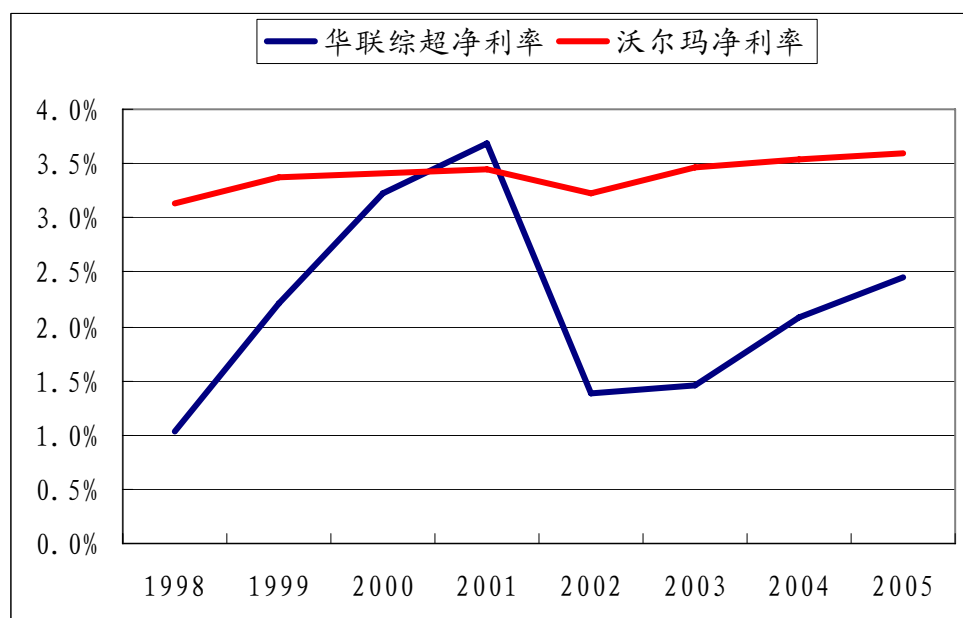
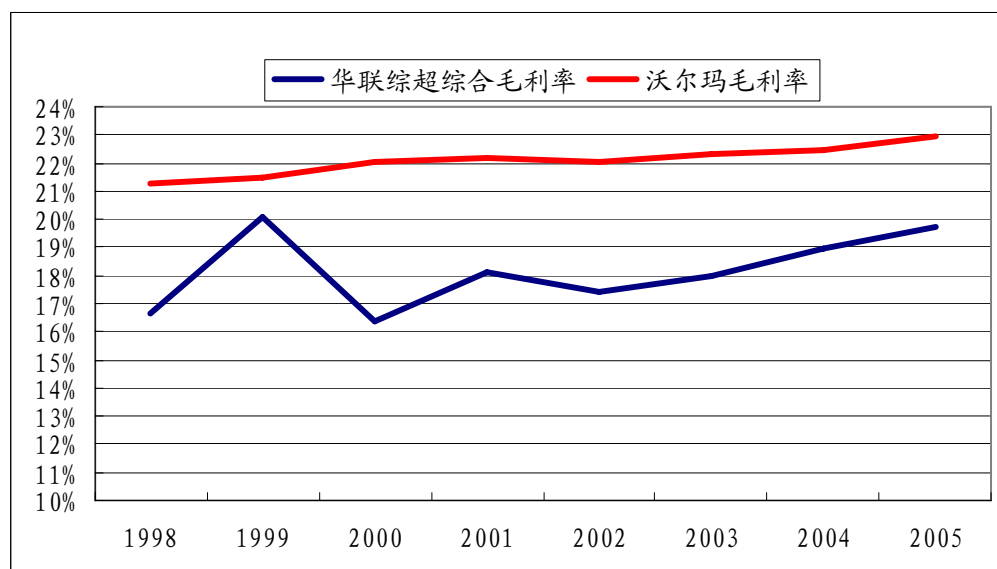
2) 有效激励驱动下的管理改善。

如前所述，管理对于一个零售企业来说更加重要，因为零售业的毛利率和净利率都不高，任何一个环节出现问题，成本控制不严，企业就会亏损。正如业内人士所说，“零售业的利润不是挣来的，而是省出来的。”

如果一个零售企业激励到位，则管理人员会加强每个环节的管理，这就会有效避免“跑冒滴漏”现象的发生，把费用“节约”成利润。

目前来看，国内零售企业与国际企业的差距很大，比如，国内超市的毛利率大约为 18-19%，而国际优秀零售企业的毛利率大约为 22-23% 左右，大约相差 4 个百分点；而净利率一般为 2-2.5 之间，比国际零售企业低 1-1.5 个百分点。

图 16：华联综超与沃尔玛过去 10 年毛利率（净利率）变动情况



我们认为，这些差距的存在，表明国内零售企业仍然有很到的业绩改进空间，潜力巨大。

而有效激励驱动下的管理改善还体现在：扩张的持续性与有效性（开店的成功率），零售企业除了实现持续的内生业绩增长以外，持续的扩张是收入和业绩不断增长的重要途径。

我们关注两个方面：一是开店的成功率，我们认为，一个大型综合超市门店在开业后的 1-2 年内应该能够实现盈亏平衡，而一个百货门店在开业后 3 年内应该能够实现盈利。如果达不到这个要求，或者不能形成这种趋势，则我们认为公司门店的扩张没有取得成功，表明公司扩张的持续性和有效性不足。

其二，我们关注同店销售的变化。一个管理优良、成熟的连锁企业，应该能够实现同店销售的持续增长，一般地，同店销售能够达到 5-10% 的增长是可行的。

表 4：物美商业和百盛商业的同店增长概况：

	物美股份 (8277HK)	百盛商业 (3368HK)
--	---------------	---------------

期间		
2006 中期较上年同店增长	9.17%	17%
2005 年较上年同店增长	7.5%	19.1%
2005 中期较上年同店增长	7.7%	n. a.

来源：公司公告

3、超预期的业绩增长之二：重组与整体上市将是第二推动力

零售公司除了能够通过持续成功开店和不断提升内部管理效益实现收入和盈利的持续成长以外，还可以通过收购整合的方式实现裂变式的成长，这主要体现在：

1) 收购整合

随着零售公司规模扩张的需要，一些公司开始通过收购区域性的零售企业来实现扩张，如物美商业收购新华百货等。收购带来的正向效应为：有效弱化已有的激烈竞争；形成规模经济效应，有效降低采购和配送环节的成本。

2) 整体上市

整体上市则可以带来更加明晰的增长。由于许多上市公司大股东拥有良好的资产，为了改善公司治理，消除关联交易，上市公司大股东将逐步将优质零售资产注入上市公司。因此，我们非常关注银座股份和重庆百货等公司大股东可能的资产注入或整体上市带来的投资机会。

4、超过预期的业绩增长凸现一些零售上市公司投资机会

基于以上的分析，我们认为 2007 年零售行业投资机会在于两个方面：一方面是激励和管理改善带来的业绩超预期增长，另一方面在于资产重组带来的投资机会。

第一类机会比较大的公司有：王府井、武汉中百、欧亚集团、东百集团、大厦股份等；第二类机会比较大的公司有：重庆百货、银座股份、新华百货、合肥百货等。

表 5：2007 年应该重点关注的零售上市公司

公司名称	关注理由	说明
王府井	激励改善	如华平入主，预计会给上市公司带来很大激励改善
东百集团	激励改善	大股东承诺一旦政策允许，则推行股权激励
武汉中百	激励改善	大股东承诺一旦政策允许，则推行股权激励
南京中商	激励改善	大股东承诺一旦政策允许，则推行股权激励
重庆百货	资产注入	大股东在 2005 年收购时承诺，尽快解决同业竞争
银座股份	资产注入	大股东在收购和股改时承诺，尽快解决同业竞争
新华百货	激励+资产注入	我们预计物美入主会在这两个方面有所动作
大厦股份	激励改善	我们预计钧瑶集团和管理层会对激励有合理的安排
欧亚集团	股权分散	业绩增长清晰，低估；有并购价值
合肥百货	低市销售	区域龙头，有并购价值

资料来源：长江证券整理

四、长江证券重点零售公司推荐

1、武汉中百：快速成长之中的日用品分销商连锁龙头

- 公司已成为具备竞争优势的区域日用品分销商龙头

公司是华中地区规模最大、最具专业化的区域日用品连锁分销商，基于以下几个原因，我们有理由相信公司已经形成相应的竞争优势：

1) 公司战略清晰简单、管理团队资深并富有经验；2) 优质的门店网络奠定先行者优势；3) 一定销售规模形成“叫价能力”。

● 成熟的商业模式以及连锁可复制性使得未来增长愈加清晰

由于连锁可复制，公司未来的增长模式仍然非常清晰：1) 外生增长空间巨大。仅仅就湖北二三线城市而言，目前尚有大量的地县级城市可以开设大卖场；2) 公司内生增长潜力也巨大。比较同等业态、同等模式和同等规模的超市运营商发现，武汉中百的净利率较同业低 1-2 个百分点。

● 大股东行为将对未来业绩产生正面影响

由于股权分置改革后大股东对属下 3 家商业上市公司的重新定位，预计大股东随后的一系列措施将影响公司的经营，这包括：1) 成立商业控股公司短期影响正面但长期影响中性偏负面；2) 向大股东定向增发流通股对公司整体业绩摊薄不大；3) 大股东推行股权激励制度将成为公司业绩增长催化剂。

● 值得长线投资的战略品种 建议买入并长期持有

公司的投资价值明显，亮点很多：1) 资本市场上真正的连锁超市公司并不多；2) 低市销率不仅表明公司增长潜力巨大，还意味着公司并购价值显著；3) 与同类公司相比具有较大估值空间。

我们预计 2006 至 2008 年公司收入将保持 22%、18% 和 15% 的高增长，对应的每股收益分别为 0.23 元、0.31 元和 0.38 元，05-08 年净利润的复合增长率约为 38%，我们给予 30x2007EPS 的估值，合理估值应为 9.3 元，作为一个可以不断连锁复制的战略品种，重申长期“推荐”评级。

2、欧亚集团：被市场忽视的区域商业明珠

● 公司已经成为长春地区商业零售业的领跑者

欧亚集团起源于长春市汽车城百货商店，经过多年的发展，已经成为吉林地区最大的商业零售企业。公司在当地已经形成一定的竞争优势：1) 旗舰门店欧亚商都占据了长春市的最好商圈，并拥有最好的客流量；2) 公司拥有经验丰富、稳定的管理团队；3) 在当地形成了良好的口碑和品牌。

● 旗舰门店欧亚商都是公司收入和盈利的支柱，随着商品结构调整的完成，将保持持续的内生增长

公司属下的旗舰店欧亚商都是长春地区最大的单体百货店，这个商场是公司 1993 年上市时候募集资金项目，经过 1993 年的初建和 1998 年、2003 年的两次扩建，欧亚商都已经形成 13 万平米的百货 MALL 城。目前，欧亚商都 1-5 层经营中高档百货（营业面积约 6 万平米），6-10 层对外出租形成当地人流最旺的电脑城和美食城。

我们认为，欧亚商都一站式的购物优势使得其已经成为长春市民购物的首选之地，随着商品结构调整的完成，经营业绩将保持持续的内生增长

● 欧亚卖场是公司未来几年业绩增长的发动机

欧亚卖场地处长春市南郊，占地 36 万平米（已开发 28 万平米），建筑面积约为 43 万平米，是一个三层的大型购物中心。

我们认为，基于以下两个方面原因，欧亚卖场未来的收入和业绩将保持快速增长：

一是成熟期的内生增长。据我们了解，欧亚卖场目前的平均租金水平为近 30 元

/平米，具有较大的提升空间，一般地，随着购物中心人气的积聚和商圈的逐渐成熟，物业出租方会持续地提高租金。

二是经营面积扩大带来的外生增长。自 2000 年动工以来，欧亚卖场目前已经建设完了 3 期，合计建面 43 万方，公司计划在剩余的土地上再建造 27 万方的购物中心，主要定位于餐饮、娱乐和酒店。

此外，四平欧亚商都开业后经营稳定，竞购沈阳联营商场正在紧锣密鼓地进行之中。

● 公司已经成为资本市场上“最便宜”的零售股

根据公司股改说明书的承诺：如果公司在 2006-2008 年中任一年度经审计的净利润较上一年度增长低于 20% (不含 20%)；则再向流通股股东追加送股 1687 万股。

如果根据这个承诺，公司未来三年（2006-2008）的净利润应该不低于 5923.87 万元、7108.64 万元和 8530.37 万元。摊薄后对应每股收益分别为 0.37 元、0.45 和 0.54 元。

而我们预计实际业绩增长将超过公司承诺，3 年符合增长率应该在 25% 以上。预计 2006、2007 和 2008 年的分别为 0.38 元、0.47 元和 0.60 元。从 05 年到 08 年利润的复合增长率约为 25%。

欧亚集团成为最便宜的百货零售股，吸引力非常明显。我们维持推荐评级

3、王府井：成功完成全国连锁布局的唯一一家内资百货运营商

● 已经初步搭建了全国百货连锁平台

公司已经在全国十几个重点城市的主要商圈搭建了百货门店网络，并且，这些门店已经或正在步入成熟期。公司下一步将以每年 2-3 家的速度在未开店的省会城市开设百货门店，逐步成为连锁全国的百货运营商

● 早期的跨区域开店已经形成了先行者优势。

1) 我国百货门店的跨区域经营非常不易，必须克服商圈资源缺乏、供应商资源缺乏和当地水土不符等三大障碍。公司异地开店的成功，意味着公司管理团队已经成功地克服了异地开店的障碍，表明公司经营管理能力优于同业。

2) 公司是目前唯一一家定位于中高端的内资连锁百货运营商。我们认为，公司已经形成了一定的先行者优势。

● 未来几年将是公司业绩高速增长期

未来公司业绩增长主要依赖于：1) 前几年新开百货门店成熟期已经到来；2) 公司处置和剥离不良非商业零售资产使得投资性亏损的消除。

● 北京奥运和外资参股将给公司经营带来一定的正面促动

2008 年北京奥运会无疑会给商业零售、服务业的消费带来较大的促动，基于以下的判断，我们认为公司将从中获益：1) 公司将在北京拥有 5 家主要百货门店，且大都位于中心位置；2) 地域特色明显。由于公司的主要门店位于北京王府井步行街，王府井的品牌影响力和辐射力较强，是外地游客来北京旅游购物的首选。

● 外资入股会带来公司治理水平和激励机制的根本改变

根据有关媒体报道，公司大股东正在与包括美国华平基金等境外产业基金洽谈外资战略入股王府井的相关事宜，从上市公司股改方案由非流通股股东向流通股股东送股改变为非流通股股东向流通股股东巨额派现来看，我们认为这种可能性非常大。对此，我们认为对公司的正面影响非常巨大：1) 外资产业基金的入股可以有效提高公司的管理和治理水平；2) 可以极大地完善公司的激励制度。王府井的目前的管理团队非

常优秀，这可以从他们 1996 年就开始走出北京实施百货异地连锁扩张并取得相应成功中得到印证，但是，由于国有控股，我们认为他们的激励制度是不足的。而外资的战略入股将会推动公司尽快建立和健全有效的激励制度，提升公司长远的经营业绩。

- 给予公司 25-30x 2007EPS 估值 “谨慎推荐” 评级

我们预计公司业绩将保持持续增长，2006-2008 年的 EPS 分别为 0.36 元、0.58 元和 0.70 元。按照目前市场上同类公司的估值，我们认为可以给予王府井公司 25-30x 2007EPS 估值。考虑到股改含权（每股送 3 元），合理估值区间为（17.5-20 元）。给予“谨慎推荐”评级

4、重庆百货-大股东重庆商社整体上市将带来交易性机会

- 重庆百货多年精心布局拥有的门店网络和商圈资源已经形成一定的先行者优势

重庆百货目前同时拥有百货、超市和电器连锁 3 大业态。经过多年的苦心经营，重庆百货一共拥有 22 家百货门店（其中 1 家为贵州遵义门店）和若干超市和电器门店，其中，百货店为公司收入和利润的主要来源，而超市目前为微利状态，电器销售则基本上处于保本经营状态。由于百货业对商圈（地段、物业）的要求较高，重庆百货已经在当地占据了良好的商圈，先人一步，以较低的成本占据了优质的商圈，使得重庆百货已经在当地形成一定的先行者优势。

- 重商社与重百的资产整合 2007 年有望实施

在当地政府的大力撮合下，2005 年，重庆商社通过受让股权成为重庆百货的第一大股东，由于重庆商社旗下的新世纪百货以及重庆商社电器公司与重庆百货经营着相同的零售业态，因此，在收购报告书和近期的股权分置改革中，重庆商社均承诺在 2 年内尽快解决双方同业竞争问题。

据了解，重庆商社旗下的新世纪百货以及重庆商社电器公司资质均较佳。由于新世纪百货的定位与重庆百货相近，均为大众百货，重组合并为一公司以后，不仅会带来采购成本的降低，还会在一定程度上实行错位经营，消除原来的相互竞争，提升毛利率和降低经营费用。

我们预计，可能会采取由上市公司向大股东定向增发的方式注入资产。我们认为这会增厚上市公司每股业绩，带来一些交易性机会。

- 大股东重庆商社整体上市将带来投资机会

不考虑大股东的整体上市，重庆百货未来几年公司业绩将保持稳定小幅增长态势。预计重庆百货 2006 年至 2008 年的 EPS 分别为 0.43、0.49 和 0.55 元，如考虑到大股东商业资产注入，则会增厚原有的经营业绩。给予谨慎推荐评级。

5、银座股份：大股东山东商业总公司的整体上市将带来交易性机会

- 银座股份资质较佳，业绩增长预期清晰

银座股份原为山东商业总公司借壳注入 3 家百货门店资产，目前在山东济南、泰安、东营等地县级城市拥有 9 家百货门店。公司百货门店主要经营中高端时尚百货，因而盈利能力较强。根据公司股改承诺，从 2006 年到 2008 年，业绩将保持不低于 25% 的增长。

- 大股东拥有 15 家商业门店，潜力巨大

银座股份大股东山东商业总公司除了持有银座股份股权以外，还另外拥有大约 15 家百货门店，由于山东经济发达，地级城市发展比较平衡，具有较强购买力的富裕阶层人数较多，因而这些门店盈利潜力巨大。

- 大股东对银座股份实施资产注入的可能性很大

一方面，为解决大股东山东商业总公司与银座股份的同业竞争问题，另一方面，大股东要提高在银座股份的持股比例，我们认为银座股份通过向大股东实施定向增发的方式注入已有百货门店的可能性较大。

- 把握整体上市的交易型机会

根据公司股改承诺，我们预计银座股份 2006-2008 年 EPS 分别为：0.48 元、0.60 元和 0.73 元。给予“谨慎推荐”评级。

长江证券有限责任公司 研究所

上海

汉口路 130 号 5 层

邮政编码 200002

联系人 杨靖凤 (研究产品发布)

联系人 归浩明 (机构客户服务)

电话 (8621) 63217917

电话 (8621) 63516121

传真 (8621) 33130730

传真 (8621) 51062920

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,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,我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。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,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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有,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所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

“长江证券研究”系列

行业报告系列: 行业深度、行业快评、行业月度报告

公司报告系列: 公司深度、公司跟踪、公司新股分析、公司快评

策略报告系列: 即时报告,专题报告(宏观、市场、产业选择、基金、固定收益、投资组合、金融产品与创新、估值及投资理念),定期(月度、季度、半年度、年度)和专题投资策略报告

综合报告系列: 晨会纪要、研究报告周报、重点跟踪公司投资评级、投资策略日刊、理财顾问产品、课题研究以及其它报告

印刷产品系列: 长江证券投资策略报告、长江证券研究年报、精品报告单行本

