

批零贸易行业

维持

增持

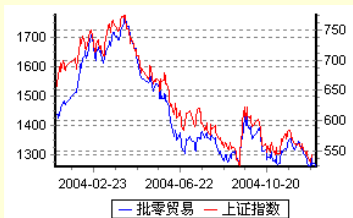
孙鸾

sunluan@csc.com.cn

021-54905324

分析日期: 2005年03月14日

股价表现



行业动态

2004-12-11 零售行业全面对外开放

相关研究报告

2004-12-1 快速增长的中国零售业

行业动态研究报告

批零贸易行业

零售业：加快整合

零售行业不断加快整合速度，优势零售商正逐步从区域性零售商向全国性零售集团转型。从各个业态来看，家电专业连锁业态的集中度最高，04年前六家家电专业连锁商的市场份额达到18.95%，而连锁百货的市场集中度次之，其次是大卖场业态。而折扣店和便利店业态目前仍然处在跑马圈地阶段。

零售行业从生命周期来看，家电连锁业态和大卖场业态目前处于高成长阶段，而连锁百货业态正处于高速成长之后的成熟期，而便利店和折扣店目前主要处于导入初期，还在摸索阶段。

从零售行业的景气周期来看，目前我国零售行业整体处于较快的增长阶段，年增长速度超过GDP增长速度，社会消费品零售总额占GDP的比重稳步增加。在国家政策从投资向消费拉动，以及居民收入稳步增长的现阶段，零售行业的整体形势看好。

从估值水平来看，国内A股零售行业的估值水平整体与欧美市场持平，但是地与香港证券市场的零售行业的水平，因此国内的连锁零售上市公司需要价值重估。

继续看好零售行业龙头企业的未来发展。

	04年	05年	06年	EPS	投资评级
	EPS(E)	EPS(E)	EPS(E)	(E)	
大商股份	0.55	0.71	0.72		买入
南京中商	0.34	0.45	0.54		买入
苏宁电器	1.96	3.09	4.05		增持
华联综超	0.39	0.58	0.76		增持
友谊股份	0.34	0.37	0.41		增持

行业集中度不断提高，连锁零售商从地区零售巨头向全国性连锁零售商转变

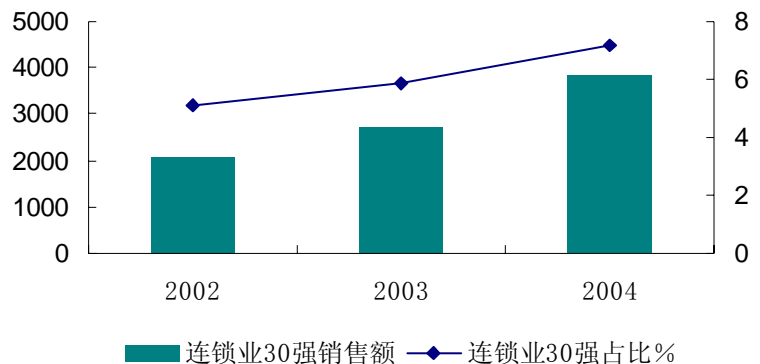
零售行业整体处于整合初期，但是就各业态而言，略有区别。连锁零售行业的市场集中度最高，连锁百货和大卖场行业次之，便利店和折扣店目前阶段初期。

零售行业正处在整合周期的初期，行业集中度不断提高，但各业态的行业集中度又各有不同。兼并收购将成为未来数年零售行业的主旋律。

整体上，我国的零售行业处在完全竞争和兼并阶段之间，市场集中度正在逐步提高。04年我国连锁业继续保持较高的速度增长，体现在连锁业30强的销售收入和门店数继续以两位数增长。全国前30家连锁企业2004年销售额为3845.6亿元，比2003年同比增长32.9%，店铺总数13801个，增长23.8%。而连锁业30强占社会消费品零售总额的比重达到了7.2%。

从2002年到2004年，连锁业30强占社会消费品零售总额的比重不断提高，从2002年的6%到2004年7.2%，表明零售企业加快跑马圈地，零售行业正在加快整合进程。其中，前五强，百联集团、国美电器、大商集团、苏宁电器和家乐福2004年的销售额达到1529.33亿元，占社会消费品零售总额的比重达到2.8%。

图1：商务部连锁业30强销售额持续增长和市场份额



资料来源：商务部

同样，零售行业的各个业态在所处的阶段上仍然有所差异。整体上，我国的零售业仍然与发达国家的零售行业有较大差距。发达国家的零售业基本已经完成整合，行业龙头零售商的市场占有率都达到80%左右。

但是对于刚刚经过10年发展的国内连锁零售行业，整合才刚刚开始。

家电专业连锁业，目前可以认为仍然处在规模阶段。行业龙头如国美、苏宁和永乐电器已初具规模，但是目前仍然处在跑马圈地阶段，各专业家电零售商都致力于新开门店，增加销售收入和抢占市场份额。整体行业都处于高速增长。

专业家电连锁行业目前处于搞扩张阶段，行业前6名的市场份额逐年提高，2004年达到了18.95%。

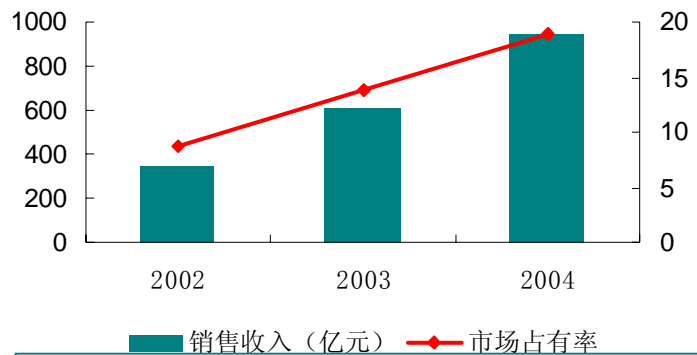
表 1: 我国家电专业连锁销售商

单位: 十亿元

	2004 年			2003 年		
	销售	占总额	门店数	销售	占总额	门店数
国美电器	23.8	4.76	227	17.8	4.1	139
苏宁电器	22.1	4.42	193	12	2.73	148
三联商社	13.2	2.64	254	10.6	2.41	202
上海永乐 家电	13.2	2.64	106	8.8	2.00	55
重庆商社	13.1	2.62	153	6.6	1.50	81
江苏红星 电器	9.37	1.87	120	5.1	1.16	96
前六名统计	94.77	18.95	1053	60.9	13.90	721
市场总额	设 2004 年约增长 15%, 约 5000 亿			439.7		

数据来源: 商务部《2004 全国连锁业前 30 强》, 由于重庆商社和重庆百货发生重组, 因此重庆商社的统计中包含重庆百货的百货销售部分。

图 2: 家电专业连锁行业前六名销售商份额逐步提高



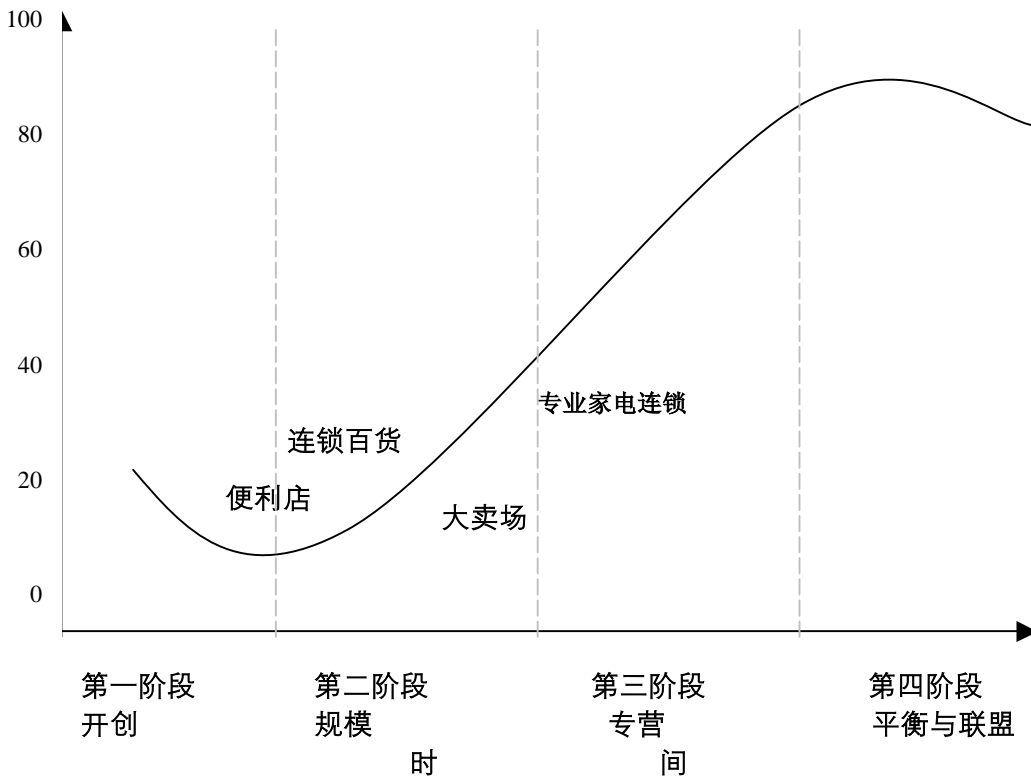
资料来源: 商务部

国内的连锁百货行业 and 标准超市行业已经从收入导向向盈利导向转变, 目前已经率先进入兼并阶段。在经济较为发达的东部地区的核心商圈, 连锁百货和标准超市已经基本完成网点布置, 几乎没有完全空白的市场存在。因此, 连锁百货和标准超市业态已经进入了兼并阶段。如新近完成的百联股份与大商集团的收购; 南京中商 04 年先后收购的徐州百货大楼、连云港百货大楼等。

而国内的大卖场合便利店目前也处于完全竞争阶段, 各零售商纷纷加紧新开门店, 抢占有利位置, 从而增加收入和提高市场分额。

图 3: 零售行业整合周期

行业集中度%



资料来源: 华夏证券研究所

连锁行业频频发生兼并收购，表明连锁零售商正加快整合，从地区龙头零售商向全国性连锁零售商转变。

2003-2005 年零售行业频频发生兼并收购本身也表明，行业正处于整合进程初期，未来数年，兼并收购将会成为零售行业的主旋律。

特别是百联集团和大商集团最近宣布合作，共同组建大商国际有限公司，其中百联集团出资 7.2 亿元，大商集团以大商股份 29.5% 股权以及上华控股出资 2.4 亿元，共同组建注册资本 16 亿元的大商国际有限公司，百联集团、大商集团和上华控股分别占 45%，40% 和 15%。

百联集团与大连大商两家国内规模最大流通企业集团的强强联手，对于进一步做强、做大中国民族商业品牌，提高民族商业参与国际竞争的能力，具有重要战略意义。

表 2: 零售行业 2002 年来发生的兼并收购

收购方	被收购方	股权比例	收购金额	收购时间
百联集团	大商股份			2005.2
大商股份	鸡西商埠、鸡西市世纪大厦	100%	4500 万元	2004.9
	佳木斯百货大楼、华联商厦、吉林市百货大楼	100%	1900 万元	2004.7
	天客隆	92%	10578 万元	2003.3
摩根斯坦利	永乐家电	20%	5000 万美元	2004.9
联华超市	万利福超市	100%	7700 万元	2004.9
	浙江华商	74.5%	3.45 亿元	2002.4
第一百货	东方商厦	100%	资产置换	2004.8
华联超市	华联吉买盛	40%	资产置换	2004.8
亚马逊	卓越网	100%	7500 万美元	2004.8
Tesco	乐购	50%	2.6 亿美元	2004.7
中国鹏润	国美电器	65%	83 亿港元	2004.7
物美	超市发	25.03%	7366 万元	2004.5
金鹰国际	南京新百	16.32%	30056 万元	2004.4
华润万佳	苏果超市	85%	53180 万元	2002.4
华润集团	华润万方	50%	14000 万元	2002

资料来源: 华夏证券研究所

零售行业生命周期

家电连锁和大卖场处于成长期。

虽然商贸行业是最早从农业中分离的行业之一，但是零售行业也在处在不断发展变革中。零售行业不断出现新兴业态，如折扣店、购物中心等。零售行业包含较多的零售业态，如百货、超市、便利店。而超市中又有标准超市和大卖场之分。各种业态形成和发展的时间有先后之别，因此在整个生命周期所处的阶段也有差异。

但是整体上，我国的零售行业落后于国际社会。发达国家，这些业态都已经发展较为成熟，尤其是大卖场等，但是在我国，连锁零售业的发展从上世纪 90 年代才刚刚在国内兴起，因此连锁零售业在我国的发展整体上都处于上升期。90 年代以来，我国的连锁零售业，一直保持两位数的高增长。

零售行业可以大致分为以下业态：家电连锁行业、连锁百货、标准超市和大卖场以及便利店，还有邮购等。

连锁百货业处于成熟期。

便利店和折扣店处于导入期。

家电连锁零售行业，我国还处于成长期。无论是整个行业，还是龙头家电连锁零售企业都处于高速发展中。但是在美国等发达国家，Bestbuy 等三大专业零售商的市场份额超过 80%，已经进入成熟阶段；

大卖场业态与家电连锁零售企业的发展状态类似，目前也处于成长期。各零售巨头纷纷加快门店扩张，抢占市场；

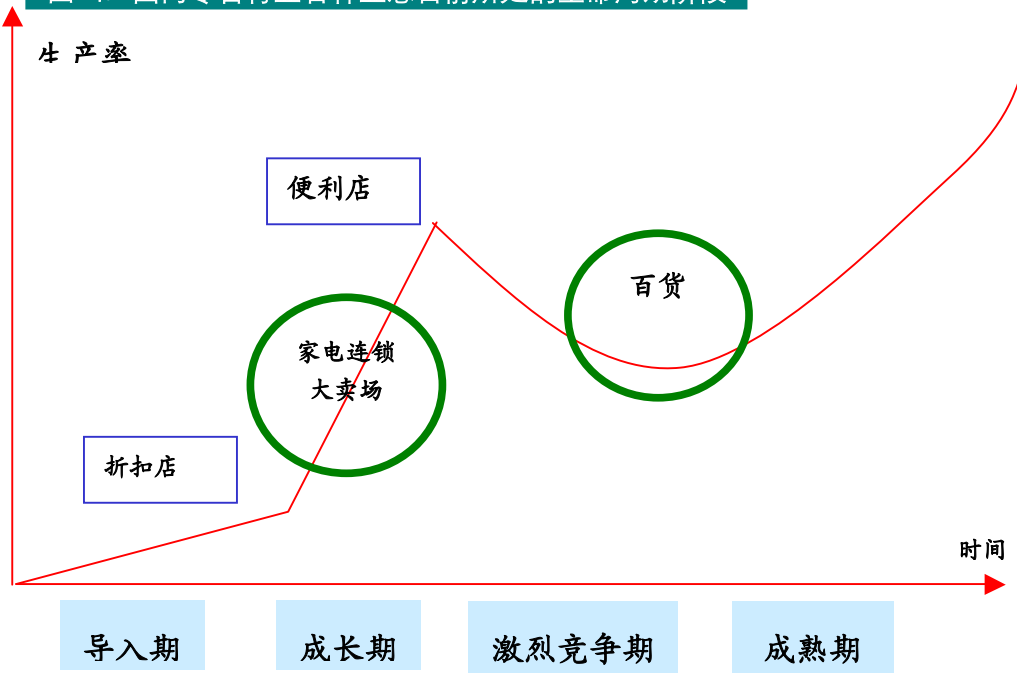
连锁百货业，我国在经历了 90 年代单体百货的增长和衰退后逐步转入连锁百货经营，目前正处在激烈竞争的成熟阶段，经过竞争后生存下来的百货零售商目前发展较为稳定；

而标准超市业态，是国内最早引入的现代零售业态，但是在东部的重点城市，由于网点覆盖密集，形成过度竞争，目前已经处于成熟和衰退阶段；但是在西部地区，标准超市仍然有发展潜力；

国内的便利店业态，目前也处于成长期阶段，由于尚未形成足够规模，国内的便利店还没有盈利，处于初创阶段。

而折扣店业态，目前在国内尚处于导入期，由于目前门店较少。

图 4：国内零售行业各种业态目前所处的生命周期阶段



资料来源：华夏证券研究所

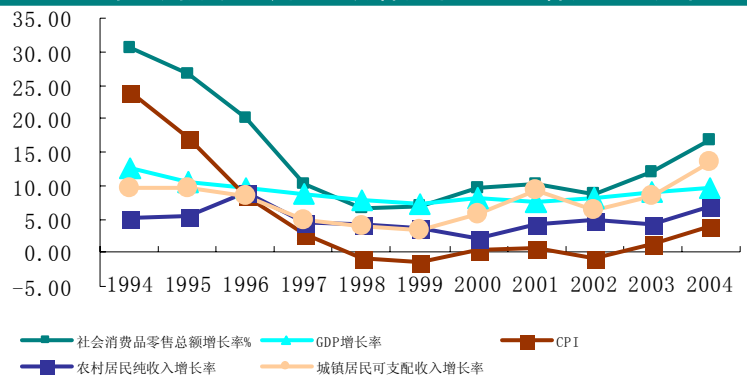
零售行业处于景气周期上升阶段

零售行业整体仍然处于景气周期的上升阶段。

社会消费品零售总额随着整体经济的增长而稳定增长，对 GDP 贡献率稳步提高

从 1994 年到 2004 年，中国经济一直保持着稳定增长，而社会消费品零售总额也随之增长，从 1994 年的 12462.1 亿元到 2004 年的 53590 亿元，首次超过 5 万亿元，平均年增长速度超过 10%。零售行业的增长速度超过 GDP 增长。

图 5：我国社会消费品零售总额增长率、GDP 增长和居民收入



资料来源：华夏证券研究所

从社会消费品零售总额占 GDP 的比例来看，虽然我国社会消费品零售总额占 GDP 的比重从 1993 年逐步提高，从 1993 年的 36.1% 逐步提高到 2004 年的 39.5%，但仍然没有超过 40%。而美国社会消费品零售总额占 GDP 的比重在 60% 以上，因此我国社会消费品零售总额的增长仍然具有相当的空间和实力。

表 3：我国社会消费品零售总额和 GDP 增长

单位：亿元

年份	社会消费品零售总额	GDP	社会消费品零售总额占 GDP 比率% (贡献率)
1993	12462.1	34560.5	36.1
1994	16264.7	46670	34.9
1995	20620	57494.9	35.9
1996	24774.1	66850.5	37.1
1997	27298.9	73142.7	37.3
1998	29152.5	76967.2	37.9
1999	31134.7	80579.4	38.6
2000	34152.6	88254	38.7
2001	37595.2	95727.9	39.3
2002	40910.5	103553.6	39.5
2003	45842	116694	39.3
2004	53590	136515	39.5

资料来源：华夏证券研究所

推动社会消费品零售总额继续上涨的动因:

中国经济整体仍然处在上升轨道中,而社会消费品增长仍然有上升空间;

中国经济将会继续保持一个较快速度发展,将会带动社会消费品零售总额继续增长。长期以来,我国是一个主要靠投资来拉动经济,因此社会消费品对宏观经济的贡献度远远低于全世界平均水平。因此,社会消费仍然有相当的增长空间,

居民消费升级带动零售行业的增长;

2003年,中国人均GDP达到1090美元,国内居民的财富积累达到了消费升级的临界点。我国人均消费从2003-2020年将增长10.8%,新的消费高峰就要来临,消费结构将不断改变。基于对消费全面启动的预期,出现了以住房和汽车消费为代表的消费升级,经济增长的主要动力已由投资拉动转变为消费拉动,随着居民收入水平提高和消费环境的改善,在2020年之前,城镇居民消费结构将从小康型工业品消费逐步转向比较富裕型服务类消费,农村居民消费结构将从温饱型农产品消费品为主向小康型工业品消费为主。

但是,居民收入增长速度显著低于GDP增长速度和社会消费品零售总额增长速度,从而制约了社会消费的进一步增长。从图1中可以看出,长期以来,我国农村和城市居民收入的增长速度都低于GDP增长率和社会消费品零售总额的增长率。

估值

我国的零售行业整体估值水平低于香港水平,继续看好零售行业的龙头上市公司。

从沃尔玛和家乐福分别在美国和欧洲证券市场的表现来看,市盈率水平大致与国内持平。由于欧洲经济不景气,家乐福法国市场年年业绩下滑,因此家乐福的市盈率略低。

但是在香港市场,零售行业上市公司受到投资者的热烈追捧,市盈率整体水平超过国内A股水平。物美商业动态市盈率达到35倍,而国美电器借壳上市的市盈率达到了76倍多。

因此,国内A股对于零售行业上市公司存在低估,这意味着国内零售行业存在着价值重估的过程,应该增持零售行业上市公司。

表 4: 国内零售行业上市公司股值

名称	代码	评级	2004EPS	2005EPS	2006EPS	股 价		2004P/E	2005P/E	2006	
						1/3/05	目标价			P/E	2004P/B
大商股份	600694	买入	0.55	0.71	0.72	12.33	14	22	17	17	2.19
重庆百货	600729	买入	0.41	0.36	0.41	6	9	15	17	15	2.01
ST 渤海	600858	买入	0.15	0.35	0.40	4.78	6	32	14	12	4.42
中化国际	600500	买入	0.95	0.65	0.90	10.2	12	11	16	11	3.30
友谊股份	600827	增持	0.31	0.35	0.41	7.1	8.5	23	20	17	2.09
华联超市	600825	增持	0.26	0.36	0.45	6.8	8	26	19	15	1.44
华联综超	600361	增持	0.39	0.58	0.76	7.28	11.6	21	23	17	2.55
南京中商	600280	买入	0.34	0.45	0.54	8.37	9.5	25	19	16	2.01
百联股份	600631	中性	0.15	0.25	0.30	6.57	6.5	44	26	22	1.91
新世界	600628	增持	0.27	0.30	0.40	6.81	9	26	23	17	2.01
小商品城	600415	增持	0.91	1.30	1.47	29.36	33	32	23	20	4.47
苏宁电器	002024	增持	1.96	3.09	4.05	51.18	56	28	19	13	6.24
平均								25.41	19.6	16	

资料来源:华夏证券研究所

表 5: 零售行业估值的国际比较

	代码	2005/3/07 股价	2003 每 股收益	2003 年每 股净资产	2003 P/E	2004 P/E	市净率
沃尔玛(美元)	WMT	53.1	2.22	10	23.92	22	5.31
家乐福(欧元)	CARR.PA	40.05	2.23	11.14	17.96	17	3.60
物美商业(港元)	8277	13.3	0.38	4.3	35.00	32	3.09
联华超市(港元)	00980	9.1	0.33	3.02	27.58	27	3.01
国美电器(港元)	00493	7.6	0.1	Na	76.00	29	Na

资料来源:华夏证券研究所

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行或者财务顾问服务。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，需注明出处为华夏证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

华夏精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
 追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
 强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
 注重研究、沟通、推介能力的全面发展
 发扬敬业精神，发扬团队精神

关于华夏证券研究所

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
 第一家与保险公司签约的证券研究机构
 第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
 第一批拥有博士后科研工作站

2003年证券研究机构宏观经济预测第一名
 2003年证券研究机构上市公司业绩预测第二名
 2003年中国证券业协会研究成果评比获奖最多的证券研究机构
 2003年投资组合收益率达到47.91%，超越上证综合指数37个百分点

地址

北京

华夏证券研究所

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：（8610）6517-8899

传真：（8610）6518-0322

上海

华夏证券研究所

中国 上海 200025

徐家汇路550号宝鼎大厦1001

电话：（8621）6445-0038

传真：（8621）5490-5471