



联合证券  
UNITED SECURITIES

## 寻找区域商业的整合者

吴红光  
零售行业研究员  
+021-58767640

May 2008



# 主要内容

---



- 放缓与下降失之毫厘但谬以千里
- 寻找区域商业的整合者才是正途
- 百货A股具估值优势及如何定价
- 谁才应该是我们重点关注的标的

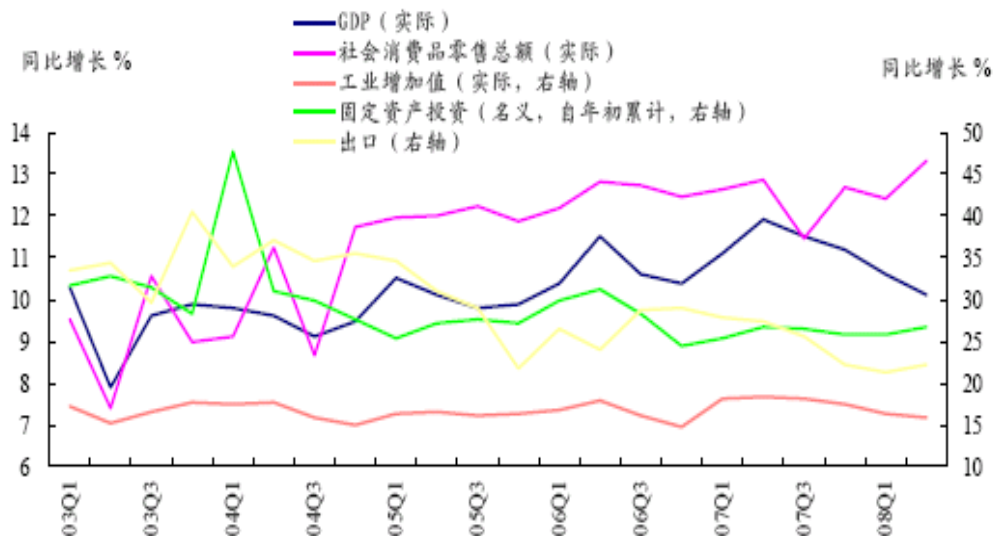
## 放缓与下降失之毫厘但谬以千里

---



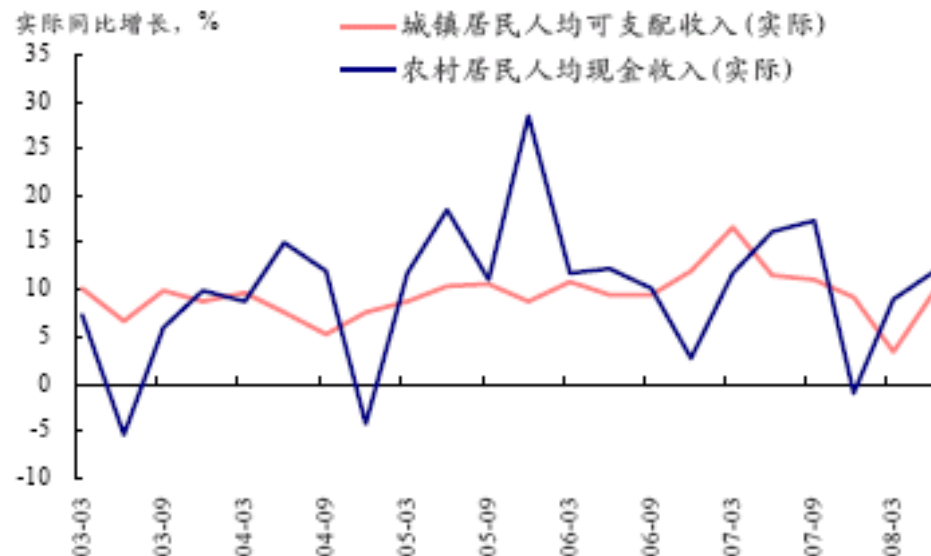
- **2008年百货业仍可获得较高增长**
  - 谁才是受冲击最大的消费群体
  - 5月增速放缓但6月后消费回升
  - 品牌和个性化消费品仍是赢家
  - 百货和品牌专卖店仍平稳增长
- **百货业增速放缓2009年或将出现**

# 放缓与下降失之毫厘但谬以千里



2008年通胀率预期在6.8%，GDP增长10%左右. 短期经济不恶化为零售业保持较高增长提供保障

居民收入增长水平下降和物价上升有可能对消费带来不利冲击, 但最终结果仅仅是2009年开始消费增速将放缓.

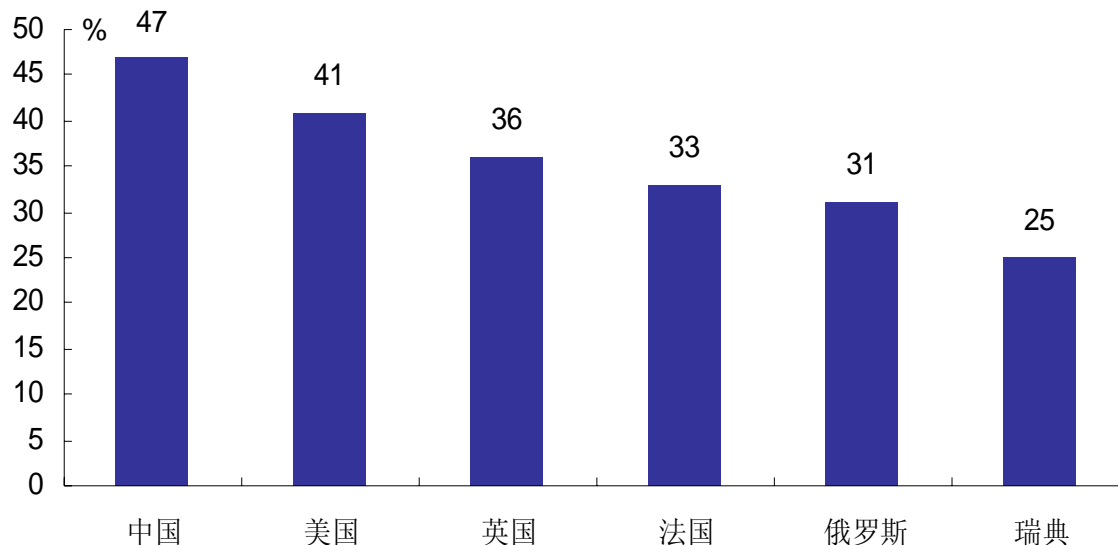


# 放缓和下降失之毫厘但谬以千里

我国各阶层平均家庭可支配收入增长 (单位: 元)

	最低	低	较低	中等	较高	高	最高
占中国人口百分比	10%	10%	20%	20%	20%	10%	10%
2000年	2653	3634	4624	5898	7487	9434	13311
2001年	2803	3856	4947	6366	8164	10375	15115
2002年	2409	3649	4932	6657	8870	11773	18996
2003年	2590	3970	5377	7279	9763	13123	21837
2004年	2862	4429	6024	8167	11051	14971	25377
2005年	3135	4885	6711	9190	12603	17203	28773
2006年	3569	5540	7554	10270	14049	19069	31967
2000-2006年复合年增长	5.07%	7.28%	8.52%	9.68%	11.06%	12.44%	15.72%

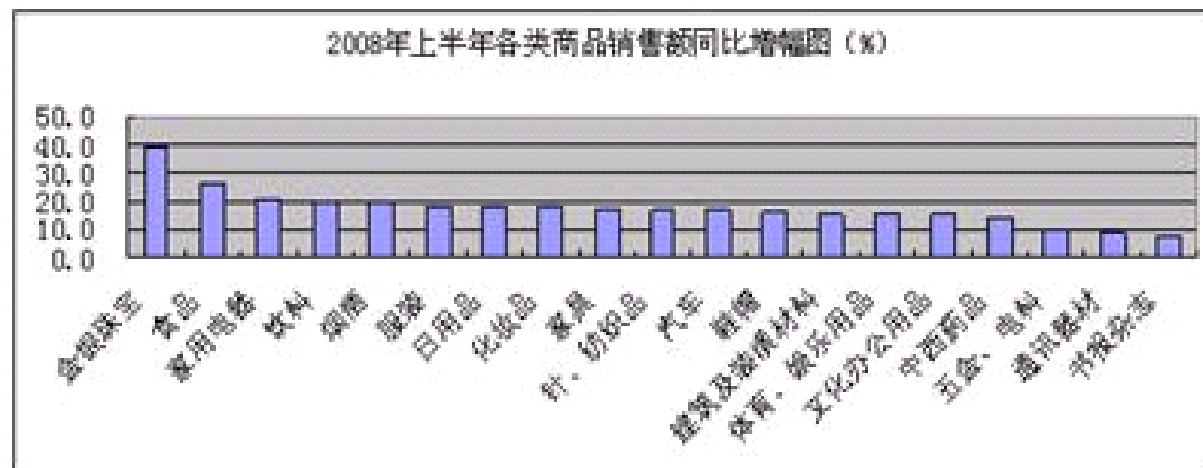
全球主要代表国家各国基尼系数对比



国内目前社会发展现状:

- 收入差距两极分化严重
- 中产阶层迅速崛起
- 中高收入群体受冲击最小

## 2008年上半年核心商业零售企业增长



2008年1-6月各品类增长:

粮 油: 33.1%

肉 禽 蛋: 28.9%

服 装 类: 25.5%

黄金珠宝: 43.9%

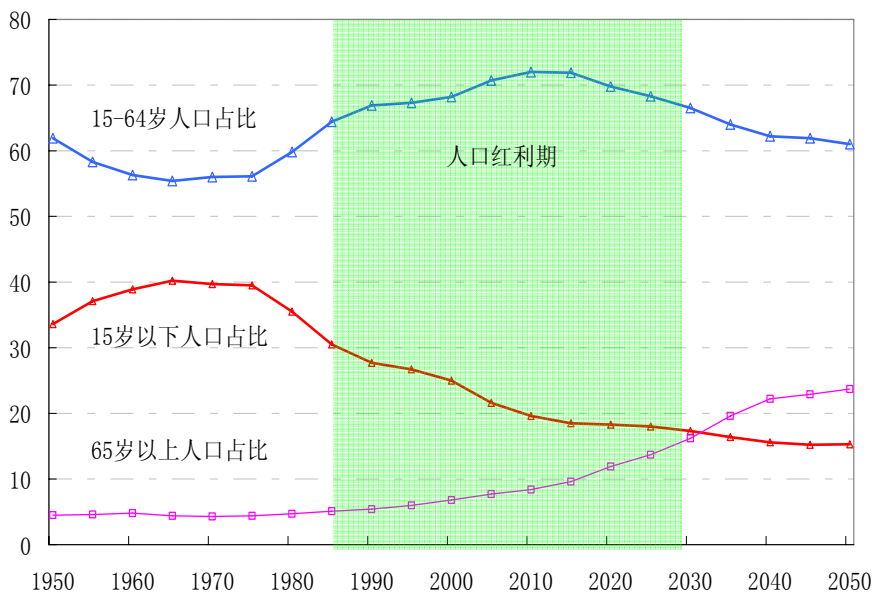
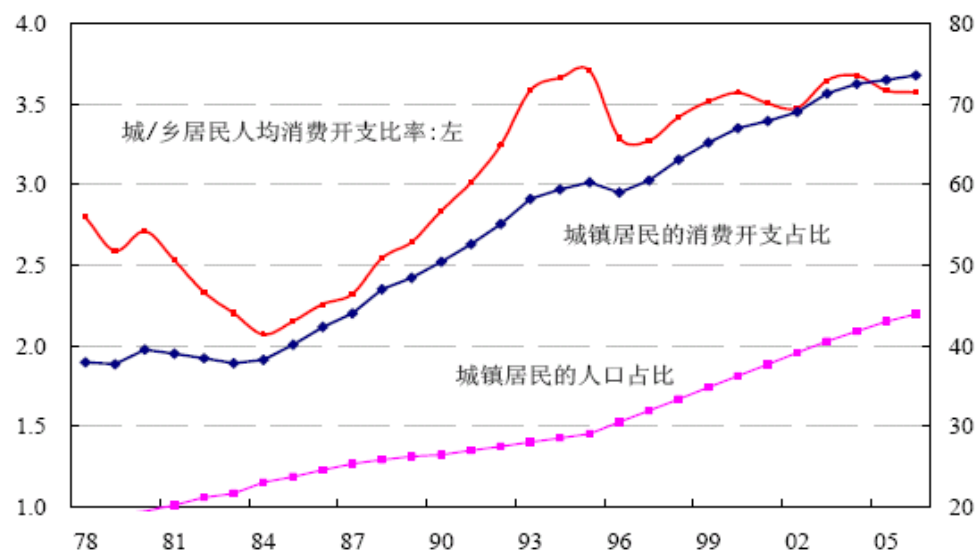
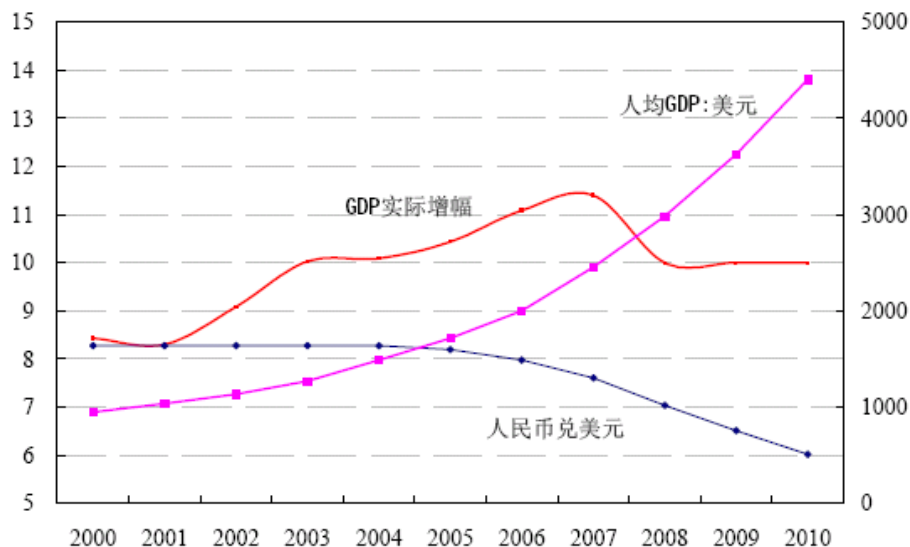
化 妆 品: 21.2%

家用电器: 18.3%

日 用 品: 19.2%

建筑装潢: -1.8%

# 放缓与下降失之毫厘但谬以千里

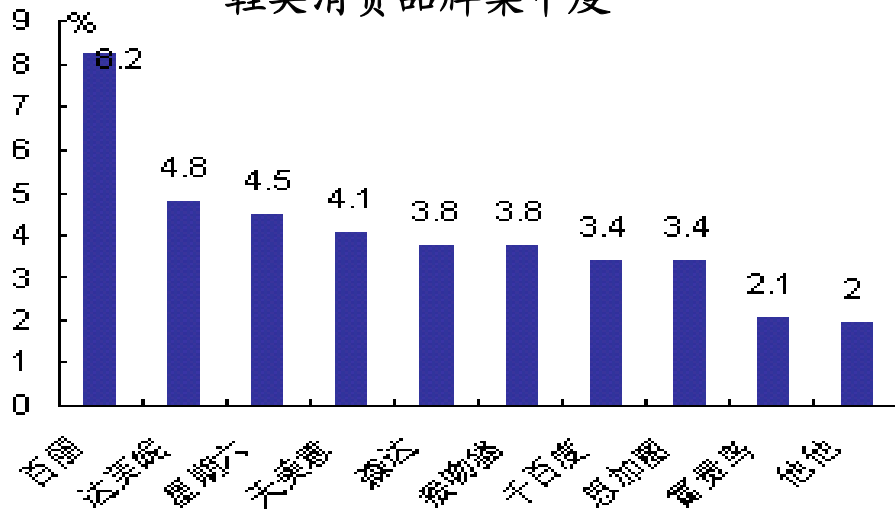


百货业增速放缓但难以下降:

- 我国经济仍未来仍保持较快增长
- 2007年、2010年人均GDP分别达2500美元、4500美元
- 品牌、个性化消费仅仅刚刚开始
- 城镇化推动百货业增长
- 人口红利期持续时间长

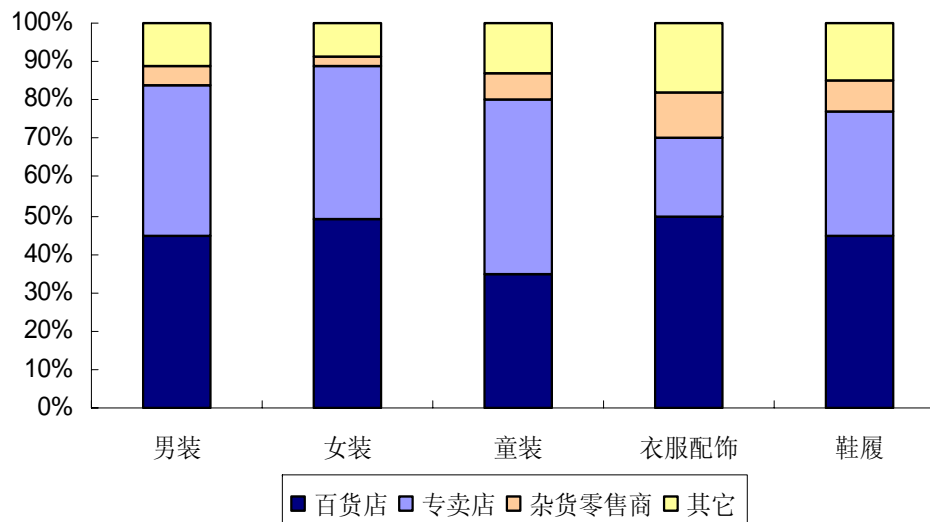
# 放缓与下降失之毫厘但谬以千里

鞋类消费品牌集中度



品牌个性化消费习惯一旦形成很难  
在短期得到改变

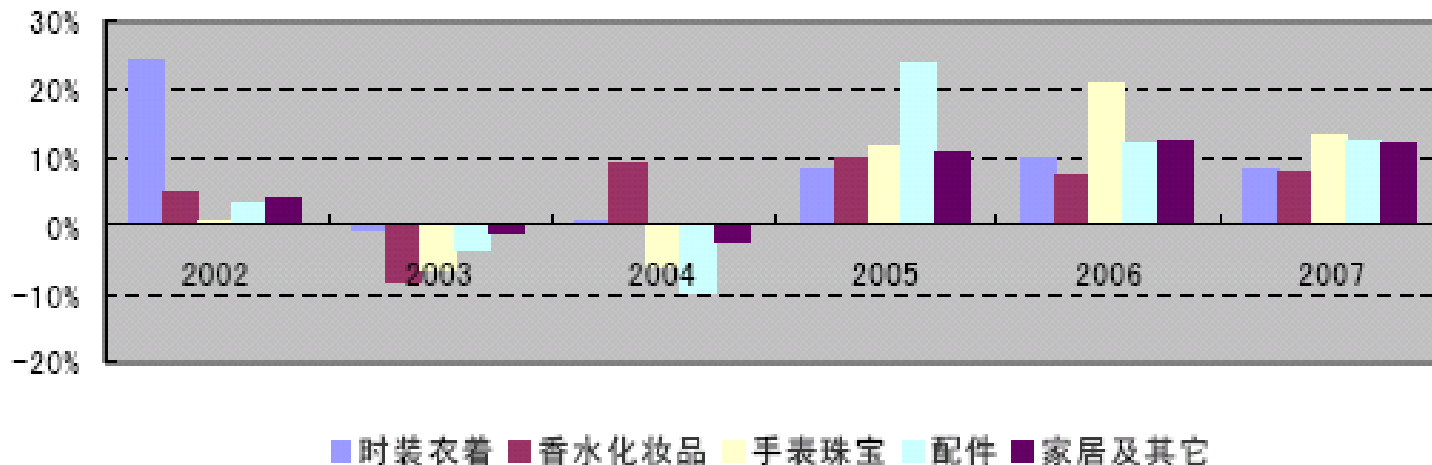
百货和品牌专卖成为消费升级的最大受益者





# 放缓与下降失之毫厘但谬以千里

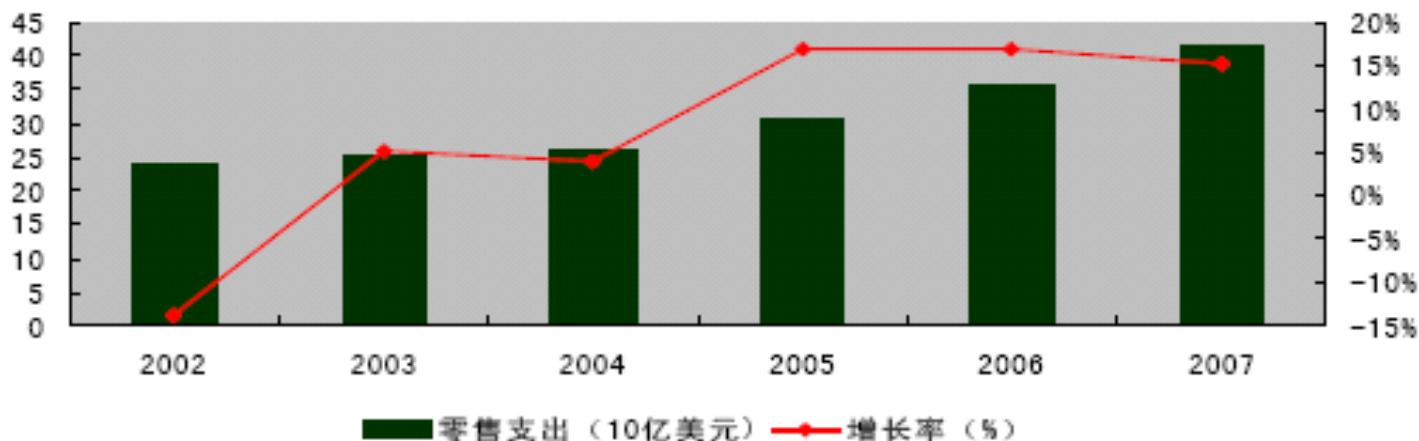
全球奢侈品支出增长



- 中国是全球奢侈品消费增长最快的国家

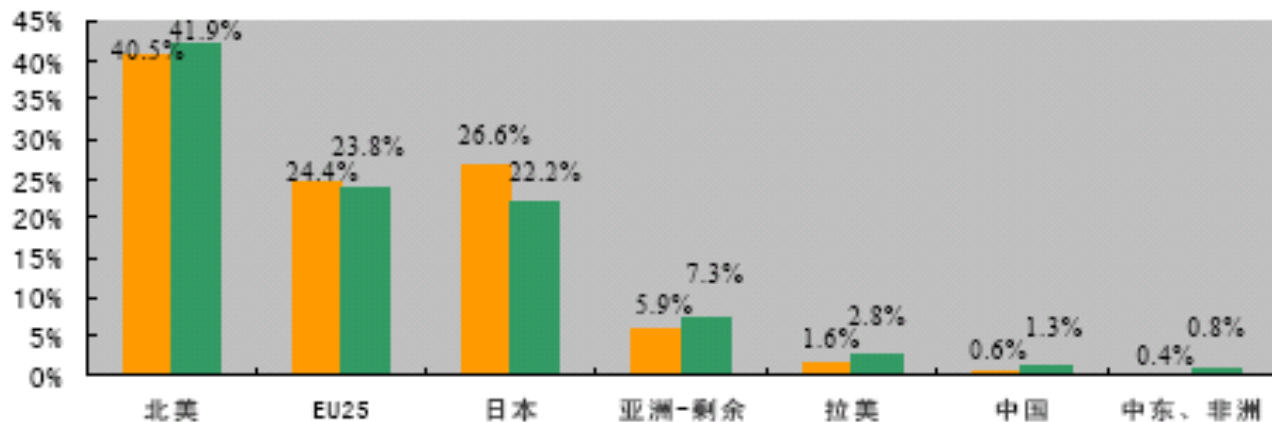
- 服饰、手表、香水等奢侈品上的消费04年60亿美元，07年80亿美元，累计增长33%

亚太地区奢侈品零售支出及增长



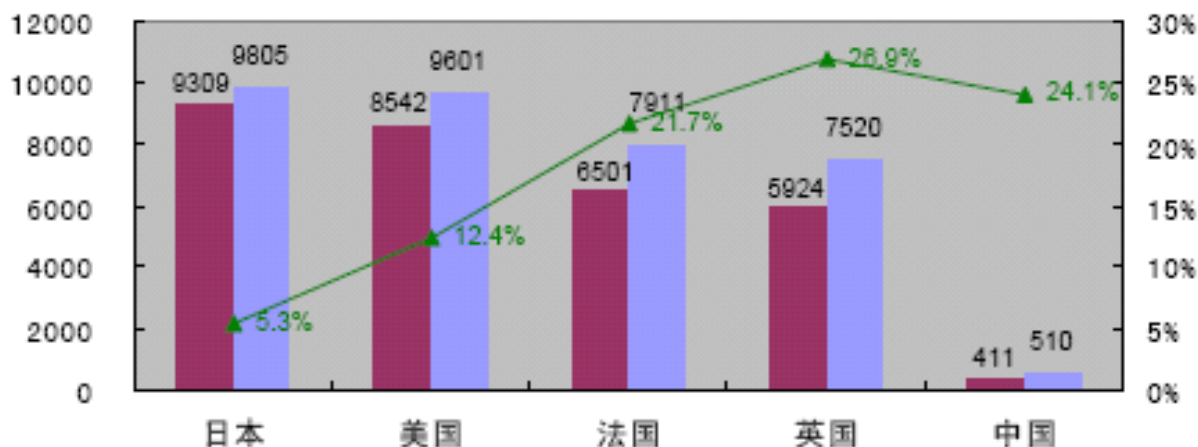
# 放缓与下降失之毫厘但谬以千里

全球百货市场地区份额



- 中国人均零售额增速很快，03-07年复合增长31%

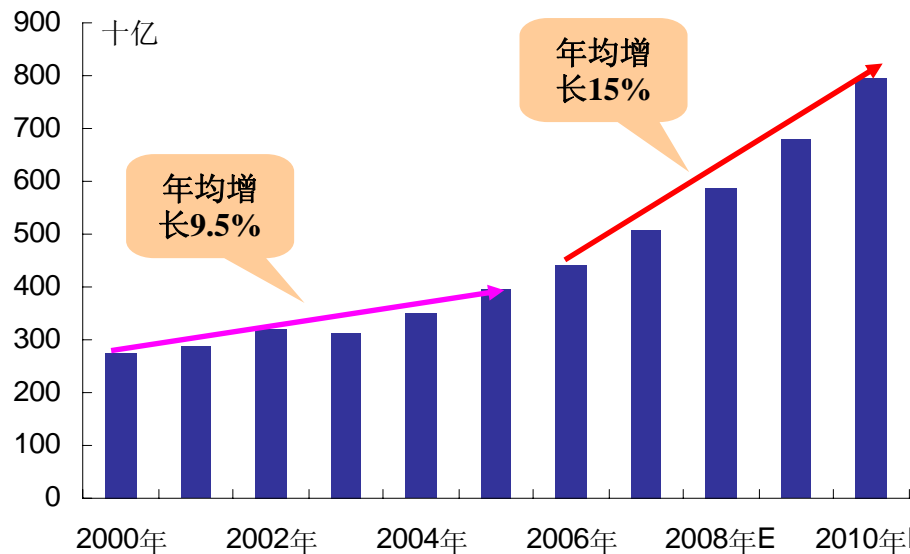
各国人均零售额（美元）



- 基数依然较小，07年仅为929美元，低于世界平均水平
- 1659美元

# 放缓与下降失之毫厘但谬以千里

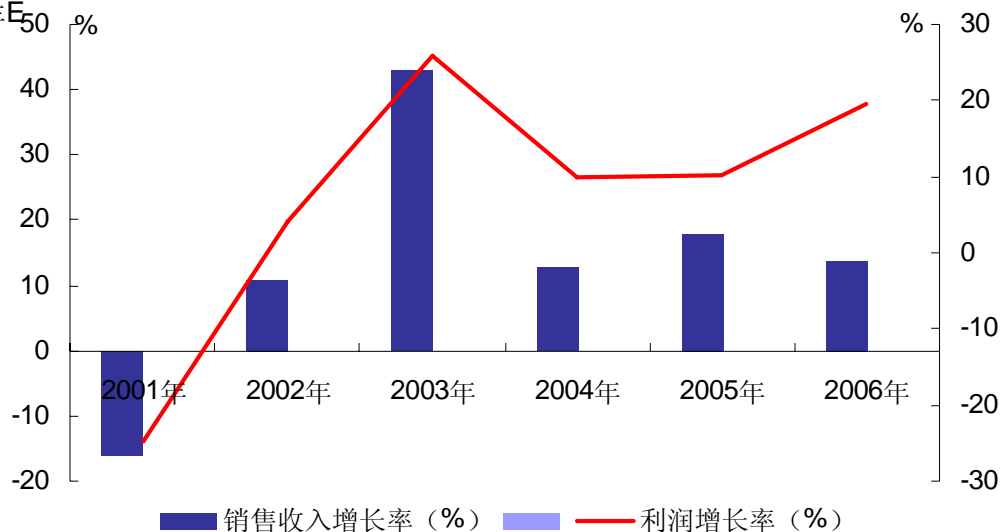
我国百货市场销售额历年增长及预期



- ▶ 2004-2006年，百货A股销售收入、净利润和净资产收益率年均复合增长分别达到19%、58%和22%
- ▶ 2007年，我国百货A股业绩增长超过50%，扣除非经常性损益和异动，实际增长35%左右

- ▶ 预计未来3-5年，我国百货上市公司业绩年均增幅在20%-30%

全国大中型百货零售企业盈利增长情况



# 寻找区域商业的整合者才是正途

---



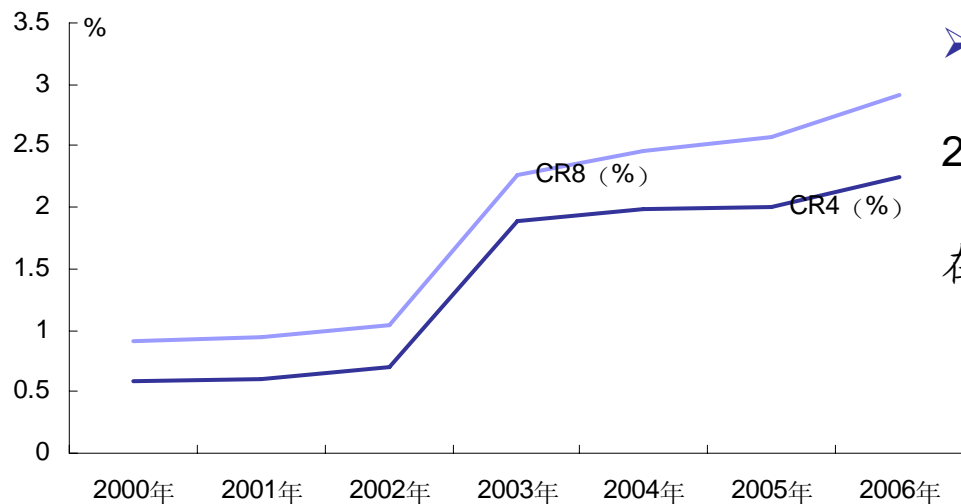
## ■ 区域整合是零售业长期格局

- 全国竞争格局并未出现
- 区域整合阶段仍将持续

## ■ 寻找优质区域的百货整合者

- 百货市场容量居前的区域
- 优质区域潜在或显著龙头

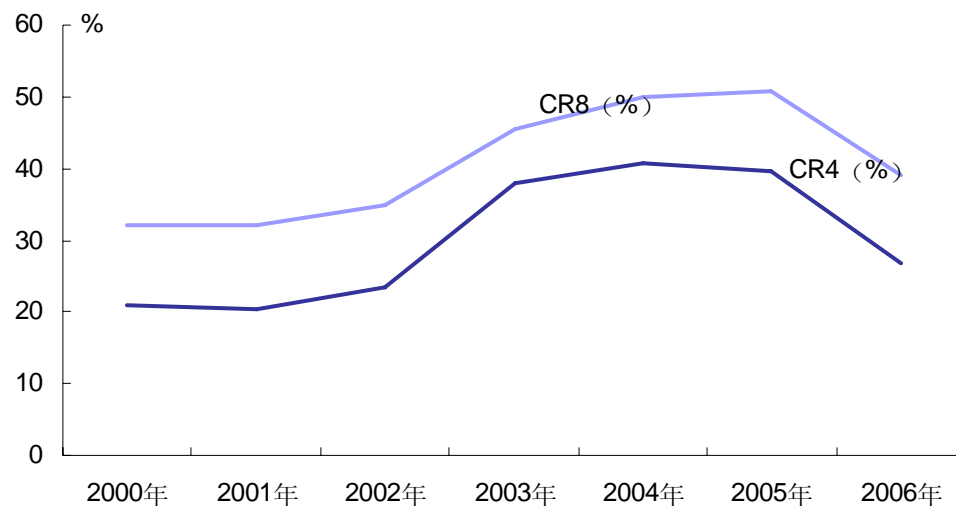
## 2000-2006年中国百货零售行业市场集中度



▶ 2000-2006年，我国百货市场CR4由0.59提升到2.25，CR8由0.91提升到2.92，市场分散但集中度在逐渐提升

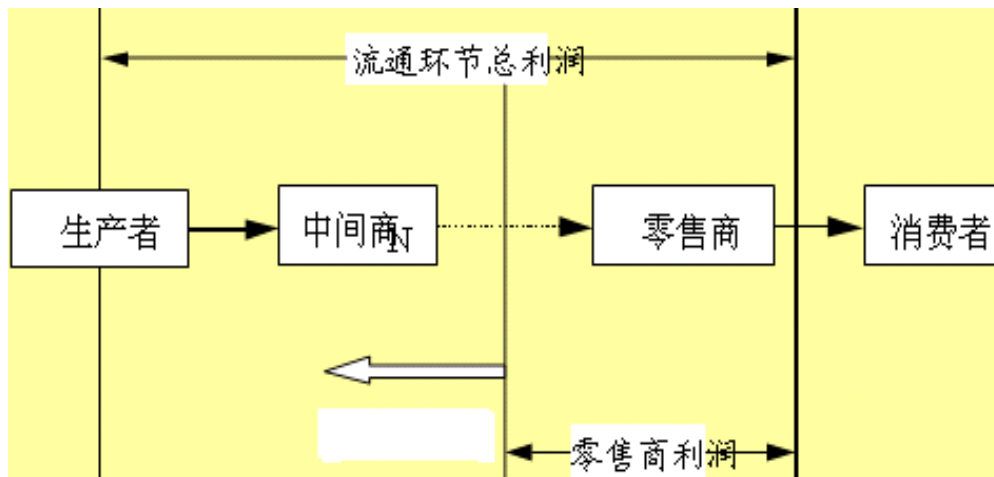
▶ 2000-2006年，百货百强CR4由20.89提高到26.8，表明强弱两极分化严重，大公司规模日渐接近

## 2000-2006年中国百货零售百强企业市场集中度



# 寻找区域商业的整合者才是正途

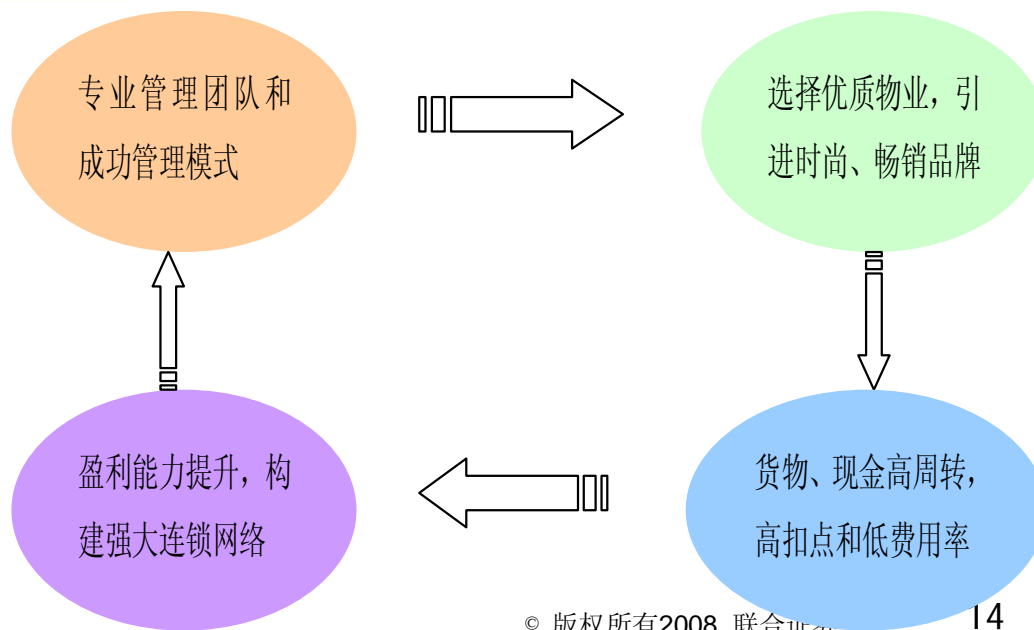
市场控制力是我们选择优质零售公司的主要标准



- 零售的核心在于对终端的有效控制
- 市场控制力决定百货商盈利和发展

## 百货市场控制力要素：

- 区域市场容量（区域市场容量大小决定零售商发展空间）
- 网点选址（优质网点日益稀缺）
- 网络构建（渠道控制增强提升谈判力）
- 门店管理（产品结构调整和促销以营造购物气氛）
- 物业属性（自有物业长期看优于租赁）

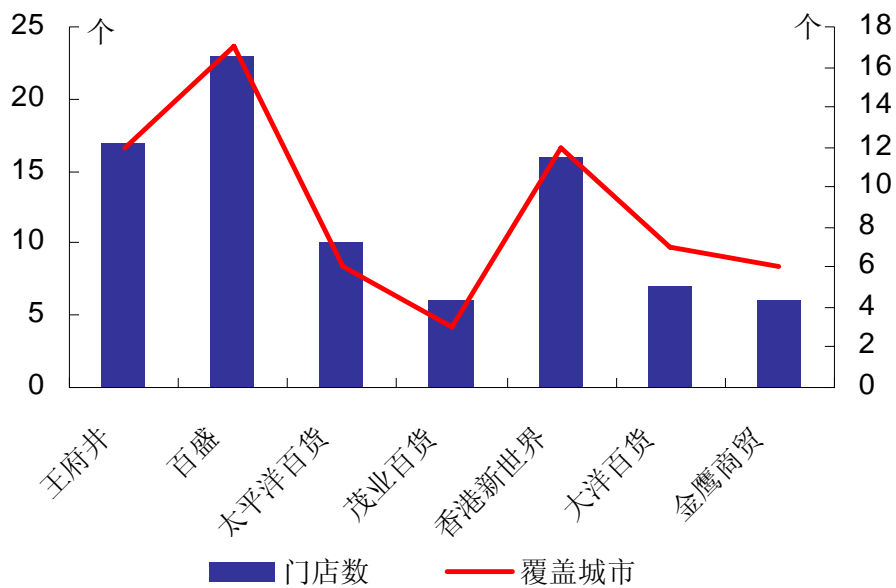


## 限额以上百货零售企业主要经济指标表现

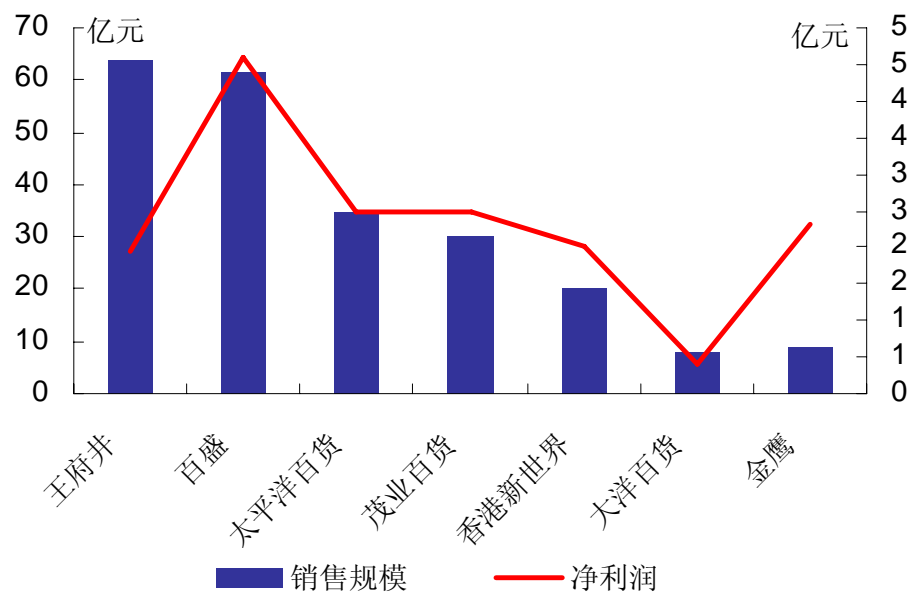
指标	单位	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
门店总数	个	1550.00	2129.00	3016.00	3853.00	5149.00
增速(%)			37.35	41.66	27.75	33.64
营业面积	万平方米	334.60	456.00	670.20	868.90	1033.50
增速(%)			36.28	46.97	29.65	18.94
从业人数	万人	10.87	12.20	16.60	18.10	20.20
增速(%)			12.24	36.07	9.04	11.60
销售总额	亿元	484.70	596.50	929.80	1275.30	1519.30
增速(%)			23.07	55.88	37.16	19.13
零售额	亿元	431.90	524.30	799.50	1084.10	1298.60
增速(%)						
利润总额	亿元	8.00	10.20	12.70	17.35	31.17
增速(%)			27.50	24.51	36.58	79.68

资料来源：中国统计局，联合证券研究所整理

全国品牌连锁百货零售商网点规模

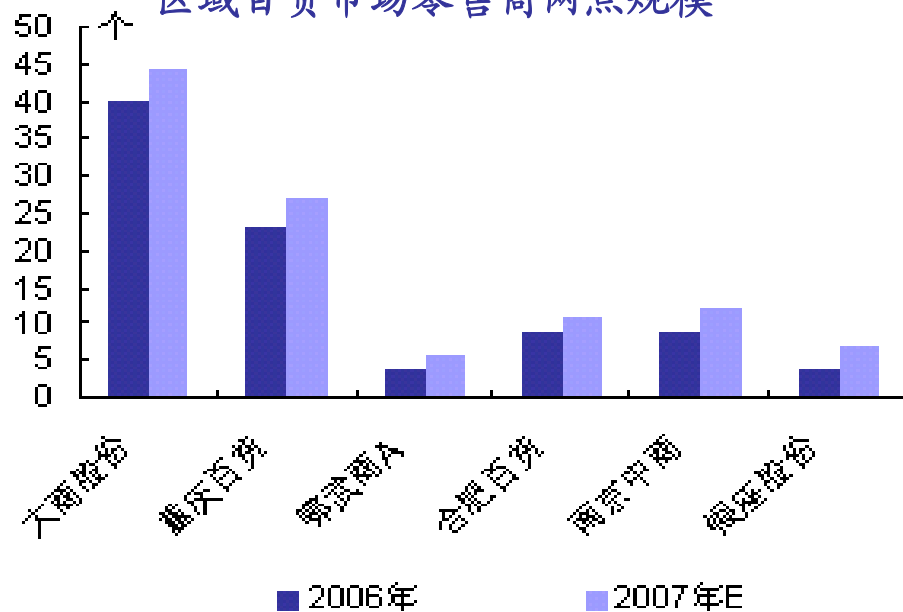


全国品牌连锁百货零售商盈利

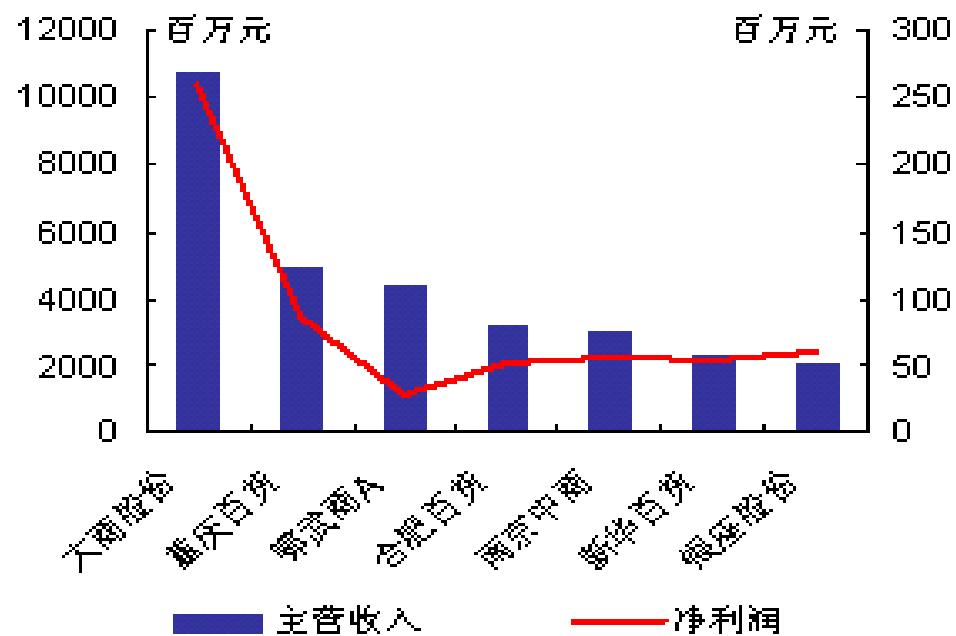




区域百货市场零售商网点规模



区域百货市场零售商盈利



## 百货A股具估值优势及如何估值

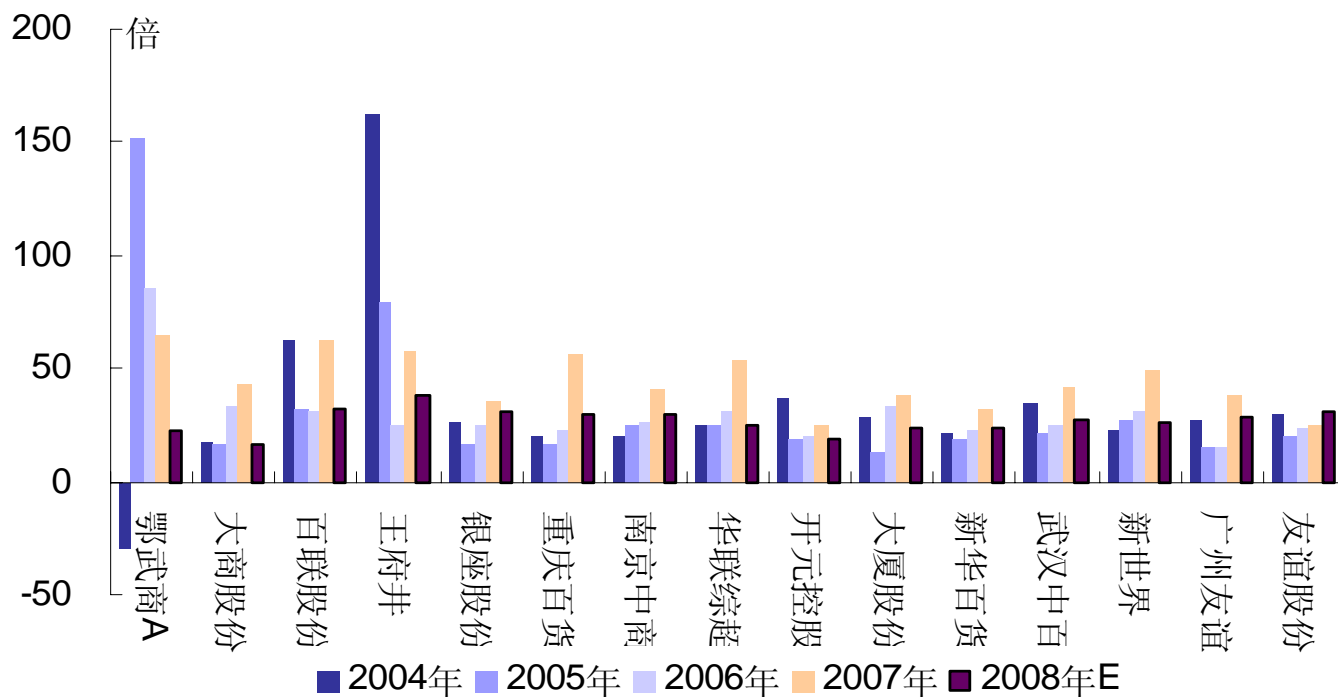
---



- 熊市“VS”牛市
- A股“VS”H股
- 产业资本定价
- 欧美日百货股

## 熊市“VS”牛市：

- 2004-2008年，百货A股的估值水平虽在2006、2007年上升，但2008年又回归到2004年水平
- 百货A股估值水平并未出现较大提升，重点公司估值与其未来3年35%-40%的成长性并不匹配



表：百货A/H股估值对比

	PS (倍)		EV/EBITDA (倍)		PE	
	2007年	2008年E	2007年	2008年E	2007年	2008年E
金鹰商贸	2.48	1.94	17.40	13.38	31.62	24.70
百盛集团	3.40	2.61	27.08	20.77	45.75	32.87
银泰百货	2.23	1.71	13.93	12.35	19.45	14.41
新世界百货	2.91	2.33	23.79	19.04	53.08	36.61
<b>加权平均</b>	<b>2.98</b>	<b>2.32</b>	<b>22.93</b>	<b>17.95</b>	<b>40.93</b>	<b>29.59</b>
王府井	1.59	1.34	24.61	18.93	53.30	32.85
鄂武商A	0.93	0.68	9.65	6.89	48.50	19.40
百联股份	1.61	1.36	13.27	10.62	38.41	28.58
重庆百货	0.79	0.58	18.99	14.61	43.47	30.43
大商股份	0.74	0.55	11.28	9.40	36.42	28.85
合肥百货	0.70	0.56	9.83	7.87	27.67	23.47
银座股份	1.61	1.26	19.26	14.27	24.84	19.92
南京中商	0.58	0.52	8.72	6.98	48.86	25.19
成商集团	2.68	1.73	18.09	12.06	50.08	25.51
<b>加权平均</b>	<b>1.32</b>	<b>1.05</b>	<b>16.11</b>	<b>12.44</b>	<b>42.12</b>	<b>27.79</b>

资料来源：Wind资讯，联合证券研究所

## A股“VS”H股：

- 百货A股PE并未出现溢价
- PS、EV/EBITDA 估值倒挂仍持续
- 百货A股估值相对更有吸引力

- PS、EV/EBITDA可真实再现百货股的价值
- 百货A/股估值倒挂难持续，A股后续业绩增长潜力巨大：
  - 股权激励刺激业绩释放
  - 员工成本、折旧摊销率将降低
  - 所得税率统一
  - 网点基础好

表:百货A/H2007年部分财务指标对比

	毛利率 (%)	ROE(%)	员工(个)	折旧摊销 (百万)	人工成本 (百万)	销售收入 (百万)	综合所得 税率(%)	折旧摊销/销 售收入(%)	人工成本/ 销售收入 (%)
金鹰商贸	22.80	24.19	2900	55	113	4858	35.51	1.14	2.33
百盛集团	20.30	26.70	6700	114	268	9003	22.84	1.26	2.98
银泰百货	23.60	10.13	710	38	64	3851	27	0.99	1.65
新世界百货	26.59	35.32	3198	97	147	3694	14.97	2.64	3.99
鄂武商A	18.07	14.60	8821+ 1673	135	209	5362	33.03	2.52	4.06
王府井	18.04	15.20	10431 +4513	158	433	8561	32.88	1.85	5.1
百联股份	21.56	12.77	6640 +2280	297	537	8429	24.57	3.52	6.37
重庆百货	18.00	13.94	6709 +965	94	260	5486	19.42	1.71	3.66
大商股份	17.11	10.52	29711+2504	291	796	14969	36.92	1.94	5.32
合肥百货	14.83	9.52	5379+1216	62	113	4001	33.64	2.52	5.23

资料来源:Wind资讯,联合证券研究所整理

© 版权所有2008 联合证券

表：美国百货股估值对比

	市值 (十亿元)	P/E (倍)	ROE (%)	P/B (倍)	市现率 (倍)	PS (倍)	EV/EBIT DA(倍)	PEG (倍)
Sears	14.00	16.54	10.87	1.5	-13.4	0.42	5.45	1.58
Kohl's	14.50	12.95	20.41	2.86	-23.91	1.24	7.04	0.75
Macy's	11.50	14.62	8.16	1.17	-42.86	0.45	6.28	0.94
J.C. Penney	11.50	9.45	26.64	2.97	-17.81	0.54	5.31	0.64
TJX Companies	12.80	20.63	33.08	8.83	-125.66	0.86	8.93	1.24
Saks Inc.	3.10	111.68	2.76	1.4	-46.99	0.48	17.06	4.37
<b>行业平均</b>	<b>67.40</b>	<b>16.6</b>	<b>14.3</b>	<b>3.83</b>	<b>-19.5</b>	<b>0.75</b>	<b>8.35</b>	<b>1.32</b>

资料来源：YAHOO财经，联合证券研究所

- 发达国家百货股成长性已难以为继
- 发达国家百货股于市场平均水平存在**50%以上溢价**



## 谁才是我们重点关注的投资标的

---

### ■ 三维选股

- 网点布局好（区域、选址、覆盖等）
- 门店管理好（招商、产品、气氛等）
- 投资时间好（估值、成长、治理等）

### ■ 六朵金花

- 成商集团
- 鄂武商
- 大商股份
- 王府井
- 银座股份
- 百联股份

### ■ 增选品种

- 南京中商
- 欧亚集团

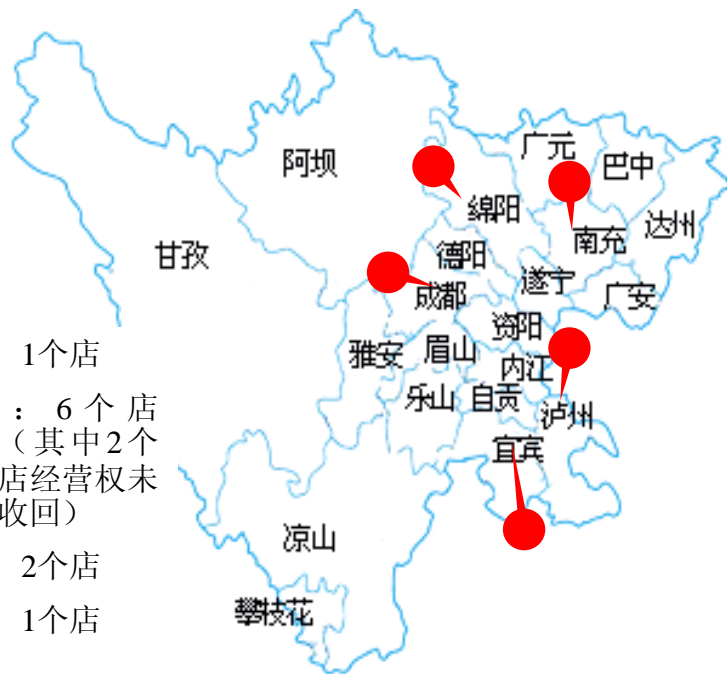
# 谁才是我们重点关注的标的

表：重点零售股盈利预期及估值对比

证券 代码	公司 名称	每股收益 (元)			PE(倍)			PEG (倍)
		2007年E	2008年E	2009年E	2007年E	2008年E	2009年E	
600828	成商集团	0.36	0.70	1.16	50.08	25.51	15.40	0.51
000501	鄂武商A	0.20	0.36	0.50	48.50	26.94	19.40	0.97
600694	大商股份	1.03	1.20	1.60	36.42	31.26	23.44	1.21
600631	百联股份	0.32	0.38	0.46	38.41	32.34	26.95	1.54
600859	王府井	0.68	1.20	1.50	53.30	30.12	24.09	1.33
600858	银座股份	0.57	0.70	0.92	37.25	30.16	22.95	1.24
600280	南京中商	0.30	0.50	0.87	48.86	29.22	16.79	1.40
600697	欧亚集团	0.49	0.72	0.94	40.55	27.60	21.14	1.35
000417	合肥百货	0.27	0.32	0.45	27.67	23.47	16.69	0.92
600729	重庆百货	0.49	0.70	0.85	43.47	30.43	25.06	2.17
600361	华联综超	0.42	0.56	0.73	34.16	25.34	19.44	1.20
000516	开元控股	0.53	0.64	0.73	17.49	14.58	12.67	1.17
600327	大厦股份	0.26	0.43	0.57	40.31	24.19	18.25	1.20
600785	新华百货	0.62	0.80	0.90	29.84	23.13	20.56	1.24
000759	武汉中百	0.38	0.46	0.65	29.63	24.48	17.32	1.46
600628	新世界	0.29	0.45	0.55	33.28	21.44	17.55	2.20
000987	广州友谊	0.80	1.00	1.20	22.35	17.88	14.90	1.12
600827	友谊股份	0.71	0.47	0.57	18.73	28.45	23.46	1.25

© 版权所有 2008 联合证券





绵阳: 1个店  
 成都: 6个店  
 (其中2个店经营权未收回)  
 南充: 2个店  
 泸州: 1个店

●省会成都:

春熙路商圈---太平洋百货\春南店  
 盐市口商圈---盐市口一\二期  
 二线新商圈---九眼桥\温江\武侯  
 二线新商圈---南部店\火车北站

●二线城市

泸州店\南充1、2店\绵阳店

- 公司成为四川百货领导者无悬念
- 市场控制力日益增强
- 提高其佣金率趋势显著



**表1: 成商下属资产价值评估**

成商下 属资产	地理 位置	建筑面 积 (万平米)	占地面 积 (万平米)	市场价值 (亿元)
盐市口一期店	锦江区东御街19号	5.39	1.96	21.06
盐市口二期店	锦江区东御街19号	20.00	1.00	32.68
成商成都北站店	金牛区公交路2号	0.72	0.30	1.83
成商南充店	顺庆区人民中路1号	2.51		3.22
成商绵阳店	涪城区成绵路 136 号	2.17	0.78	1.52
太平洋百货春熙路店	锦江区总府路12号	2.99	0.45	8.12
其它物业				18.00
商业物业合计				86.43
+其它资产				5.00
-公司负债				8.79
公司资产价值				82.64
折合每股(元)				40.51

● 优质资产为其盈

利改善提供空间

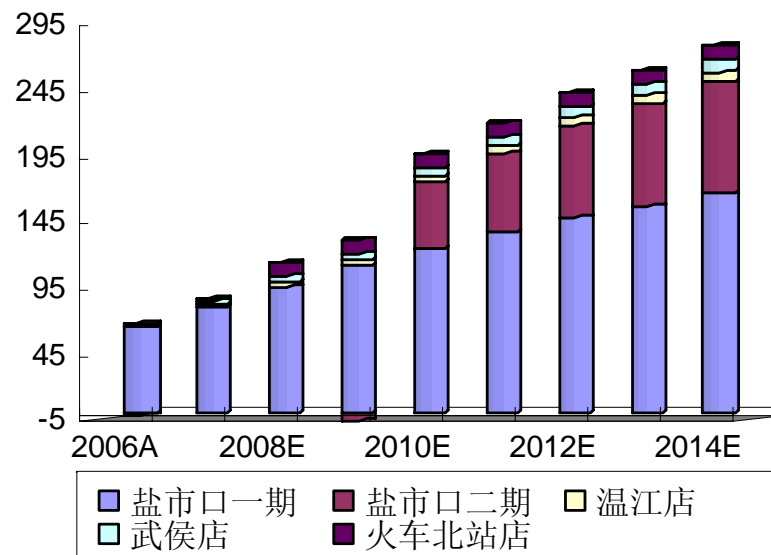
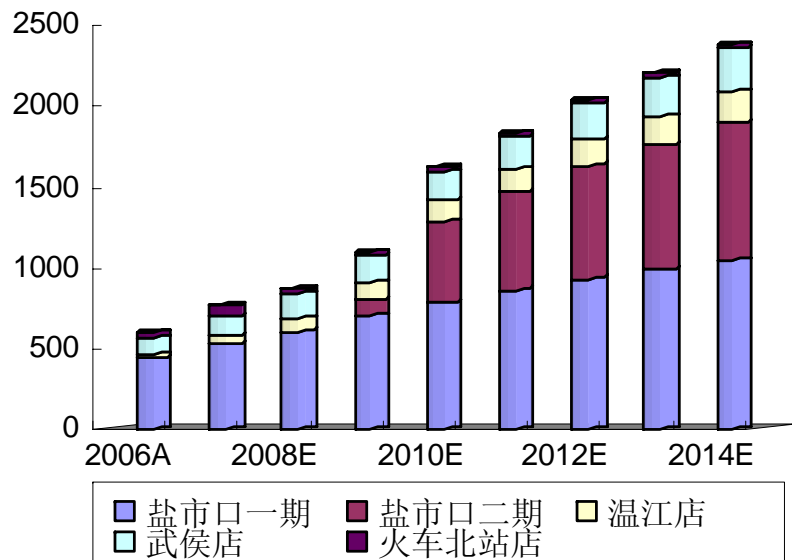
● 资产折旧基本完

成提高其未来盈利

● 商业网点拓展提

供基础

资料来源: 茂业国际招股说明书, 联合证券研究所估算



表：太平洋百货春熙路店盈利预期（单位：百万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入	26.00	26.00	26.00	26.00	26.00	1300.00	1430.00	1544.00	1668.00
毛利	23.40	23.40	23.40	23.40	23.40	338.00	371.80	401.54	433.67
净利润	11.70	11.70	11.70	11.70	11.70	130.00	143.00	154.44	166.80
贡献EPS（元）	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.64	0.70	0.76	0.82

资料来源：联合证券研究所测算

- 2010年年底收回此店后，经营面积由2.5万平扩大到3.3万平
- 年收入将在13亿以上，净利润约在1.2-1.4亿之间
- 折合每股贡献0.6-0.7元EPS
- 目前仅计算1000万利润,2亿价值,而实际价值24亿以上,应该贴现



## 项目介绍:

该项目地处成都市正中心，建筑面积24万平，其中6万平百货，6万平住宅，12万平甲级写字楼和五星级酒店

## 投资计划:

项目投资预计12亿元，2008年7月底开工，建设周期2年，其中，百货部分2009年国庆节开业

表：盐市口二期商业地产开发项目对公司收入和业绩的贡献（单位：百万元）

		2009年E	2010年E	2011年E	2012年E	2013年E	2014年E
住宅销售	收入		160	160	160	0	0
	毛利		80	80	80	0	0
	净利润		48	48	48	0	0
写字楼出租	收入		83	86	89	89	92
	毛利		42	43	45	45	46
	净利润		25	26	27	27	28
百货业务	收入	100	500	600	700	770	847
	毛利	20	140	168	196	216	238
	净利润	-5	50	60	70	77	85
酒店业务	收入		50	90	108	124	124
	毛利		23	41	49	56	56
	净利润		-10	-5	22	25	25
合计	收入	100	793	936	1057	983	1063
	毛利	20	284	332	369	316	339
	净利润	-5	113	129	166	129	137
贡献EPS（元）		-0.02	0.56	0.63	0.82	0.63	0.67

资料来源：联合证券研究所整理估算

表：九眼桥地产项目的盈利预期（单位：百万元）

		2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
百货业务	销售收入	50	300	390	449	493	543
	毛利	9	57	78	90	99	109
	净利润	-5	10	20	31	39	46
住宅销售	销售收入		280	280	280	0	0
	毛利		140	140	140	0	0
	净利润		84	84	84	0	0
合计	销售收入	50	580	670	729	493	543
	毛利	9	197	218	230	99	109
	净利润	-5	94	104	115	39	46
贡献EPS（元）		-0.02	0.46	0.51	0.57	0.19	0.23

资料来源：联合证券研究所整理

表：2008-2011年公司利润表预期（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1356	1606	2074	3697	5667
其中：零售业	1356	1604	2070	3122	5049
营业成本及税金附加	1333	1317	1690	2957	4450
销售费用	110	72	83	139	199
管理费用	37	38	59	78	111
财务费用	33	29	30	33	31
投资收益	74	50	128	0	0
营业利润	109	199	340	490	876
营业外收支净额	11	-5	-5	-5	-5
税前利润	120	194	335	485	871
所得税	48	49	90	131	235
少数股东损益	-1	3	10	18	33
净利润	72	143	235	336	603
其中：零售业	72	102	133	214	388
<b>EPS（元）</b>	<b>0.36</b>	<b>0.70</b>	<b>1.16</b>	<b>1.65</b>	<b>2.97</b>
<b>其中：零售业（元）</b>	<b>0.35</b>	<b>0.50</b>	<b>0.65</b>	<b>1.05</b>	<b>1.91</b>

资料来源：联合证券研究所估算



联手共创财富 合智同迎辉煌

谢谢!

United Securities Co., Ltd.

