

零售业 2011 年投资策略

零售商的商业地产机遇

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260208020271

明年行业仍将保持快速增长

展望明年,我们认为国家收紧货币政策和采取价格管制,将有利于将通胀控制在合理范围,这将有利于稳定消费者预期,对于保持消费持续稳定增长将起到积极作用,我们预计明年社会消费品零售总额增速仍将保持在18%以上。

零售商的商业地产投资机遇

产业转型和消费升级将加大商业地产的需求,而目前低估的商业地产为零售商进入该领域提供了良好的机会,零售商进入该领域主要有两种模式,一种模式为拿地自建自用,主要代表零售商为银座股份、欧亚集团、百联股份等公司,一种模式为百货和商业地产开发并举,主要代表为成商集团和南京中商。我们更看好第二种模式。

投资建议

从行业来看,我们仍然最看好百货行业,我们认为超市行业将受到价格管制影响。我们建议重点关注行业内重资产公司,在未来行业租售比不断提升情况下,他们在长期将受益更大,且不用受制于租金水平提升的压力。我们重点推荐的公司包括小商品城、成商集团、银座股份、南京中商。同时行业内低估的品种在业绩增速超预期情况下,会有较大的投资机会,明年一季度我们重点推荐广州友谊,同时可以关注中兴商业。区域角度来看,我们认为估值合理,明年受益于西安园林博览会的西安民生可重点关注,同时友好集团目前估值逐步回落,已经进入合理投资区域。新华百货作为明年二季度的重点品种,建议在明年一季度开始关注投资机会。广百股份建议关注集团三旧土地改造为上市公司提供优质商业物业机会。行业龙头方面,我们仍然长期推荐王府井、苏宁电器。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
王府井	46.37	1.05	1.2	1.7	44	39	27	1.4	60	买
成商集团	21.77	0.45	0.72	1.00	62	51	30	1.1	25	买
小商品城	35.29	0.68	0.77	1.5	52	46	24	0.9	42	买
南京中商	30.14	0.3	0.5	1.2	100	60	25	0.6	42	买
广州友谊	28.35	0.79	0.95	1.3	36	30	22	1.0	39	买
银座股份	29.19	0.4	0.8	1.3	73	36	22	0.4	35	买
新华百货	31.88	1.11	1.20	1.57	29	27	20	0.8	45	买
西安民生	8.98	0.18	0.2	0.33	50	45	27	1.2	11	买
苏宁电器	13.82	0.63	0.58	0.80	22	24	17	0.6	19	买
潮宏基	37.88	0.71	0.67	0.98	53	57	39	0.9	50	买

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

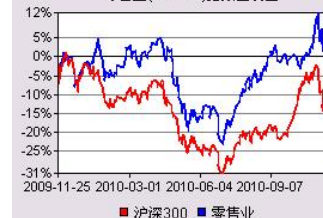
买入

前次评级

买入

行业走势

零售业(010811)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	4.96%	12.76%	6.22%
沪深 300	-7.40%	13.38%	-11.19%

目录索引

一、 行业销售持续向好	4
(一) 行业销售持续回升	4
(二) 百家重点零售企业销售呈现出较强的季节性特征	5
(三) 消费者信心有所回落	6
二、 投资主题: 零售商的商业地产投资机遇	6
(一) 产业转型和消费升级下商业地产机会凸现	6
(二) 商业物业价值低估, 为零售商提高自有物业比例提供了良好机遇	9
(三) 模式一: 零售商的拿地自建自用模式	12
(四) 模式二: 百货和商业地产开发并举模式	14
三、 投资策略	16
(一) 投资组合建议	16
(二) 重点公司点评	16
小商品城	16
成商集团	17
王府井	17
广州友谊	18
银座股份	18
南京中商	19

图表索引

图 1: 社会消费品零售总额 2007-2010.10 同比增长率	4
图 2: 2007.01-2010.10CPI 指数	5
图 5: 2005-2010.10 消费者信心和消费者预期指数	6
图 7: 日本 1957 - 1997 薪酬占 GDP 比例	7
图 8: 日本 1955 - 1997 第三产业占 GDP 比例	7
图 9: 日本 1970 - 2009 商业物业投资回报	7
图 10: 产业结构	8
图 11: 我国人均 GDP 及劳动者薪酬占 GDP 比例	8
图 13: 我国 03 - 08 商铺出租面积	8
图 14: 2003 - 2009 我国商场租金比较	8
图 15: 苏宁及国美租售比	9
图 17: 1986 - 1995 英国商业地产价格变动图	9
图 18: 1985 - 1998 英国新建商业物业	9
图 19: 1985 - 1995 英国商业地产租金价格变动	10
图 20: 我国房屋销售价格指数	11
图 21: 我国土地交易价格指数	11

图 22: 美国 2003 - 2009 物业投资平均总回报	11
图 23: 我国房屋租赁价格指数	11
图 24: Tesco 06-10 门店数量	12
图 25: Tesco 06-10 营业面积	12
图 26: Tesco 1994 - 2010 自有商业地产	12
图 27: Tesco 2001 - 2010 年房地产投资 (十亿英镑)	13
图 28: 零售商的百货加商业地产模式	18
图 1: 社会消费品零售总额 2007-2010.10 同比增长率	4
表 1: 2009-2010.10 限额以上企业主要商品类别销售增幅	4
图 2: 2007.01-2010.10CPI 指数	5
数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心	6
图 5: 2005-2010.10 消费者信心和消费者预期指数	6
数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心	6
图 7: 日本 1957 - 1997 薪酬占 GDP 比例	7
图 8: 日本 1955 - 1997 第三产业占 GDP 比例	7
图 9: 日本 1970 - 2009 商业物业投资回报	7
图 10: 产业结构	8
图 11: 我国人均 GDP 及劳动者薪酬占 GDP 比例	8
图 13: 我国 03 - 08 商铺出租面积	8
图 14: 2003 - 2009 我国商场租金比较	8
图 15: 苏宁及国美租售比	9
图 17: 1986 - 1995 英国商业地产价格变动图	9
图 18: 1985 - 1998 英国新建商业物业	9
图 19: 1985 - 1995 英国商业地产租金价格变动	10
表 2: 1994 年英国 18 家主要零售商自有商业地产比例 (按账面净值计算)	10
图 20: 我国房屋销售价格指数	11
图 21: 我国土地交易价格指数	11
图 22: 美国 2003 - 2009 物业投资平均总回报	11
图 23: 我国房屋租赁价格指数	11
图 24: Tesco 06-10 门店数量	12
图 25: Tesco 06-10 营业面积	12
图 26: Tesco 1994 - 2010 自有商业地产	12
图 27: Tesco 2001 - 2010 年房地产投资 (十亿英镑)	13

一、行业销售持续向好

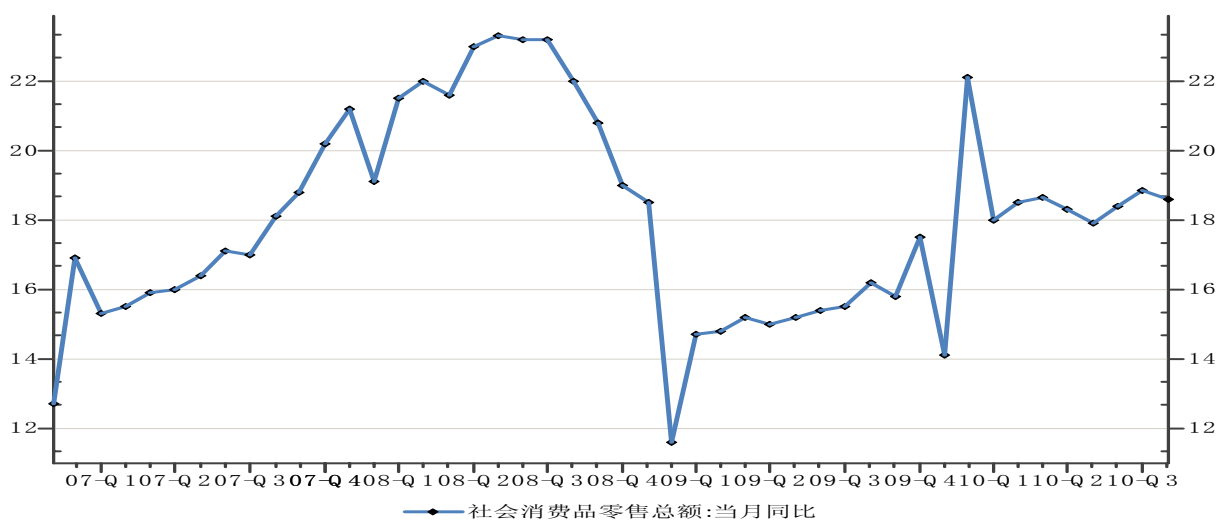
(一) 行业销售持续回升

1-10月累计，社会消费品零售总额 125313 亿元，同比增长 18.3%，与 1-9 月持平。其中限额以上企业（单位）商品零售额 46331 亿元，增长 29.3%，与 1-9 月份持平。

10 月份，城镇消费品零售额 12396 亿元，同比增长 18.9%；乡村消费品零售额 1889 亿元，增长 16.8%。按消费形态分，10 月份，餐饮收入 1681 亿元，同比增长 19.4%；商品零售 12604 亿元，增长 18.5%。在商品零售中，限额以上企业（单位）商品零售额 5382 亿元，增长 29.6%。

10 月份扣除石油和汽车的限额以上企业实现商品零售额同比增长 27.43%，比 9 月份单月回落 1.23 个百分点，但高于 07 年更高通胀水平下的同期数据。10 月份数据的回落主要受中秋假期因素影响，合并 9 月和 10 月数据来看，同比增速为 28%，是 10 年各月数据新高，实现了高基数下的高增长。

图 1：社会消费品零售总额 2007-2010.10 同比增长率



数据来源: Wind 资讯

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

分类别看，10 月份，限额以上批发和零售业中，粮油类增长 27.3%，服装类增长 32.6%，日用品类增长 26%，家用电器和音像器材类增长 22.6%，金银珠宝类增长 45.6%，与 9 月相比金银珠宝和家用电器回落较为明显。

表 1：2009-2010.10 限额以上企业主要商品类别销售增幅

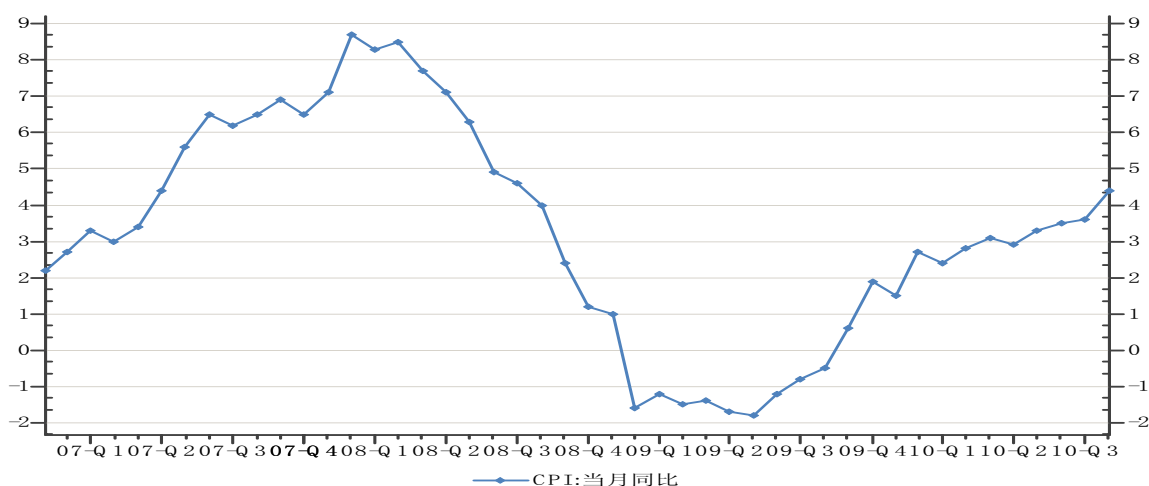
	091Q	092H	Jul-09	093Q	09A	101Q	102Q	Jul-10	Aug-10	093Q	Oct-10
粮油类	9.6	11.2	13.3	12.8	14.0	18.4	23.4	26.1	27.3	22.3	27.3
服装类	15.6	18.0	19.1	16.9	18.8	23.9	24.0	25.8	22.9	24	32.6
化妆品类	14.8	18.2	21.7	17.2	20.3	17.6	16.0	16.9	17.7	16.3	15.4
金银珠宝	11.8	10.4	28.7	15.6	18.4	15.5	48.7	44.2	36.2	43.4	45.6
日用品类	10.9	14.0	16.3	14.2	15.6	22.4	26.9	24.1	22.6	24.9	26

体育娱乐用品类	8.4	7.9	10.3	7.8	9.1	13.3	22.9	14.6	11.9	18	20.6
家用电器和音像器材类	1.4	0.6	12.0	5.1	8.0	6.9	28.3	25.6	25.6	28.1	22.6
文化办公用品类	6.5	3.7	3.8	4.6	6.7	18.3	24.6	22.7	24.8	23.1	24.4
家具类		22.8	33.3	30.5	42.5	32.3	37.6	35.9	40.4	38.4	35.8
通讯器材	-7.5	-8.4	-7.8	-7.0	1.3	-4	19.7	11.2	21.9	17.9	23.3
石油及石油制品	-0.8	0.3	5.0	1.5	1.1	2.9	38.0	29.1	26.6	35	31
汽车	11.1	18.5	23.8	18.1	32.0	24.5	34.9	27.6	35.2	34.9	32.2
建筑及装潢材料		10.8	12.6	17.3	25.8	21.1	31.9	28.2	28.3	31.6	30.1

数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

同时全国居民消费价格总指数回升速度加快，9-10 月份分别上升 3.6% 和 4.4%，目前仍属温和通胀，随着国家采取价格管制和货币政策收紧，预计未来 CPI 指数继续快速上升的可能性较小，明年保持温和通胀可期，我们预计明年社会批发零售贸易业的零售总额仍将保持在 16% 以上的增速。

图 2：2007.01-2010.10CPI 指数



数据来源：Wind 资讯

数据来源：Wind 资讯、广发证券发展研究中心

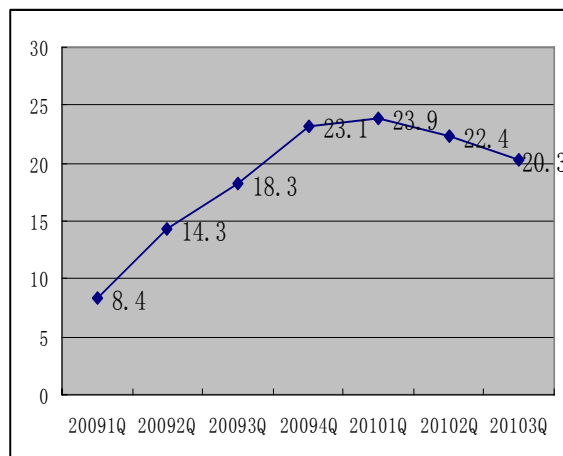
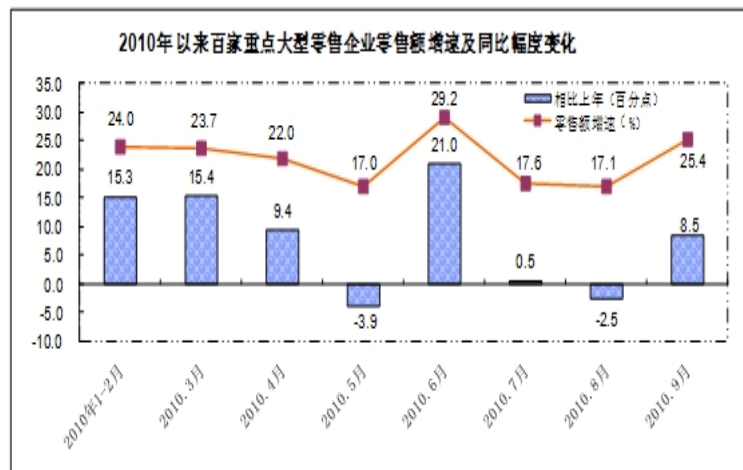
（二）百家重点零售企业销售呈现出较强的季节性特征

从前三季度累计情况看，百家大型零售企业零售额累计同比增速达到 22.3%，高于上年同期 9.1 个百分点，继续保持平稳较快增长。但二三季度表现出较强的季节性特征，增速逐季回落。我们认为可能主要受到三线城市消费和网络消费增长更快的影响。

其中，金银珠宝类、食品类、家用电器类和服装类增速提高幅度较大。金银珠宝类累计增长 34.42%，食品类累计增速达到 26.5%，家用电器类累计增速达到 22.0%，服装类累计增速达到 25.4%，高于 2009 年同期 12.0 个百分点。日用品类和化妆品类增速提升幅度较小。其中，日用品类累计增速为 20.9%，而化妆品类累计增速为 17.3%，与 2009 年同期持平。

图 3：2009 年以来百家重点大型零售企业零售额增速及同比幅度变化

图 4：2009 年以来重点大型零售企业零售额各季度累计增速



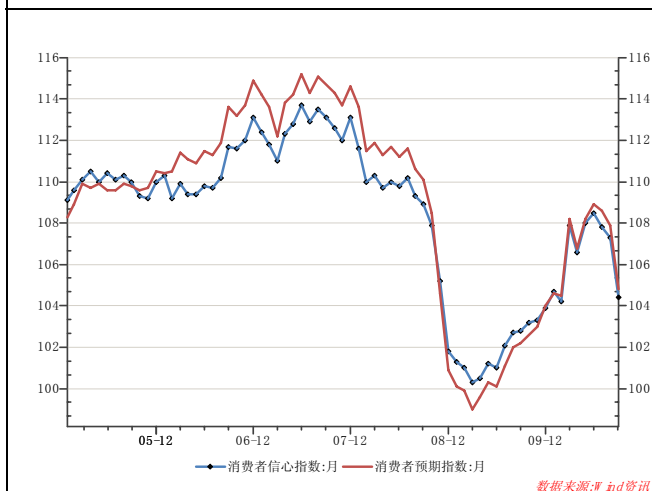
数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

根据中华全国商业信息中心对全国部分重点大型零售企业的销售统计, 2010 年“十一”黄金周期间(10 月 1 日-10 月 7 日)销售总额比去年“十一”黄金周期间同比增长 22.0%, 其中零售额同比增长 21.5%, 增速相比上年同期上涨了 3.7 个百分点。

(三) 消费者信心有所回落

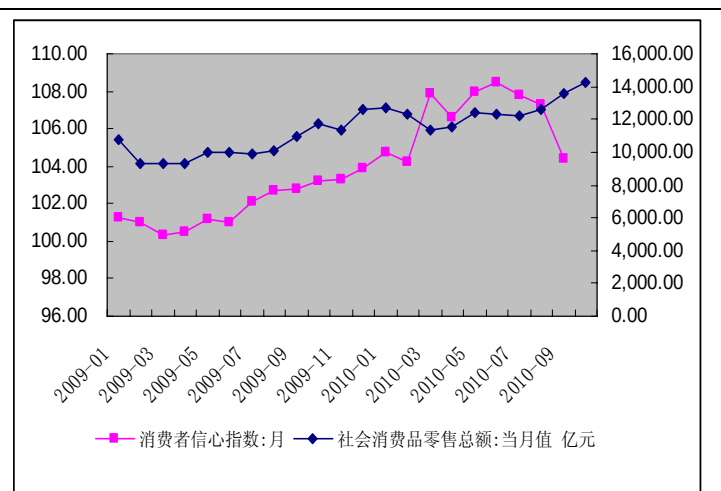
消费者信心指数进入四季度后有所回落, 我们认为主要是较高的通胀预期影响了居民对未来的消费信心, 同时也可能反映出未来通胀有可能走低。

图 5: 2005-2010.10 消费者信心和消费者预期指数



数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

图 6: 2009-2010.10 月度社会消费品零售总额和消费者信心指数



二、投资主题: 零售商的商业地产投资机遇

(一) 产业转型和消费升级下商业地产机会凸现

商业地产的长期走势与国家经济发展息息相关, 消费升级和国家产业转型

都必然拉动国内对商业地产的需求并将提升单位面积产值,从而提高商业地产的回报率。

从日本1963年开始的消费升级及经济结构转型的经验来看,人均收入的提高,零售业的繁荣,也给日本商业物业投资带来了较高的回报。1970-1975年,东京中心区物业投资回报率达到22%,其中年均租金回报率为10.5%,而年均物业增值率为11.5%。

图 7: 日本 1957 - 1997 薪酬占 GDP 比例

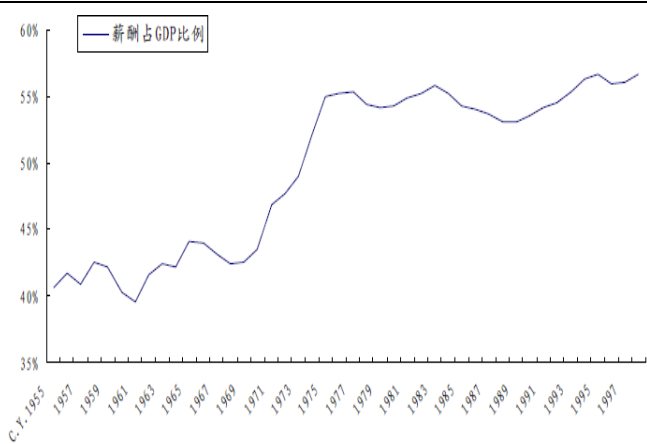
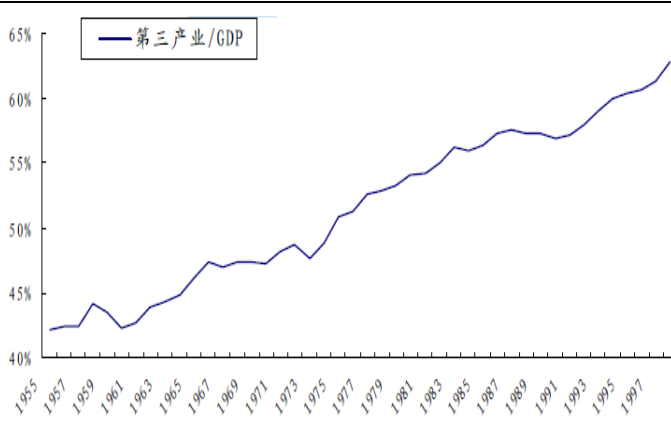
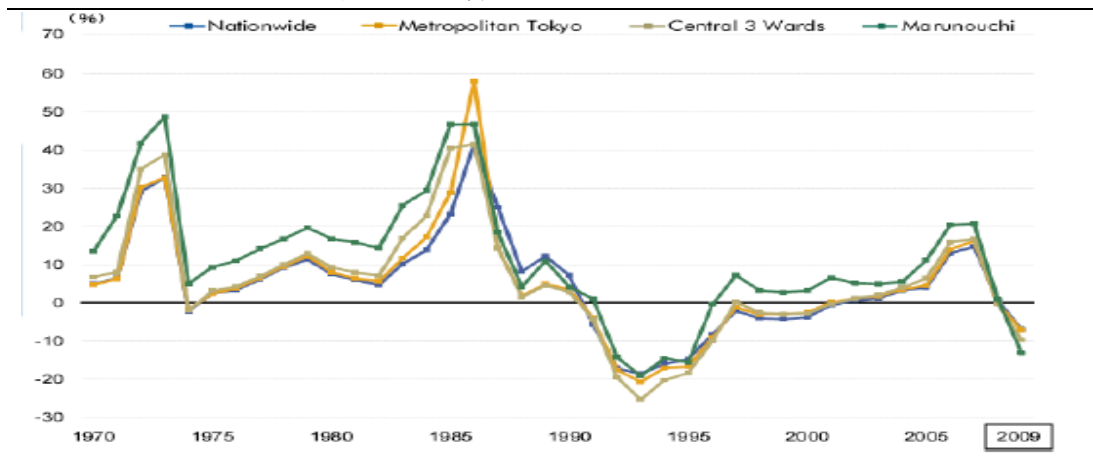


图 8: 日本 1955 - 1997 第三产业占 GDP 比例



数据来源: 日本统计局, 广发证券发展研究中心

图 9: 日本 1970 - 2009 商业物业投资回报



数据来源: CBRE, 广发证券发展研究中心

随着人均GDP的稳健上涨,我国劳动者薪酬占GDP比例也从2007年起不断提高,消费者有更多的可支配收入,恩格尔系数的降低也会使得消费者对于中高档商品的需求越来越旺盛。从与日本的对比来看,从70年代开始日本居民薪酬占GDP的比例开始大幅度提高,到80年代初提升了10个百分点以上,达到55%,与此同时该国第三产业比例也从45%提升至60%以上。中国经济的增长方式已经到达一个转折点,依靠增加资源和人力投入的经济增长方式已经较难持续下去,产业结构将发上较大的变化,经济中第三产业占比将逐步提高,经济亦将从外向型经济转向内需服务型经济。随着第三产业占比的逐渐提升,服务业对GDP增长的贡献也将会上升,这都将进一步加大对商业物业的需求。同时从十二五规划来看,加大居民收入占GDP比例应是结构转型能否成功的重点,而从08年开始我国劳动者薪酬占GDP的比例也已经开始触底回升,如

果按照居民收入增速比例要高于GDP增速来看，我国劳动者薪酬占GDP的比例未来至少可提升至30%以上，这将大大拉动消费和服务行业的发展，提高商业物业的需求，从而拉高商业物业的回报率。

图 10: 产业结构

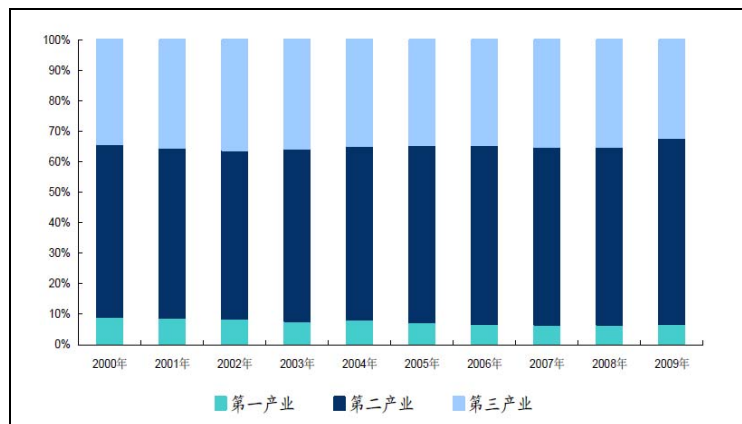
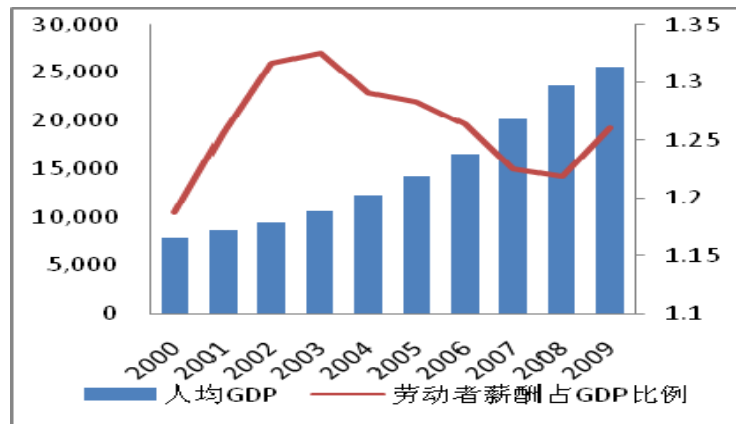


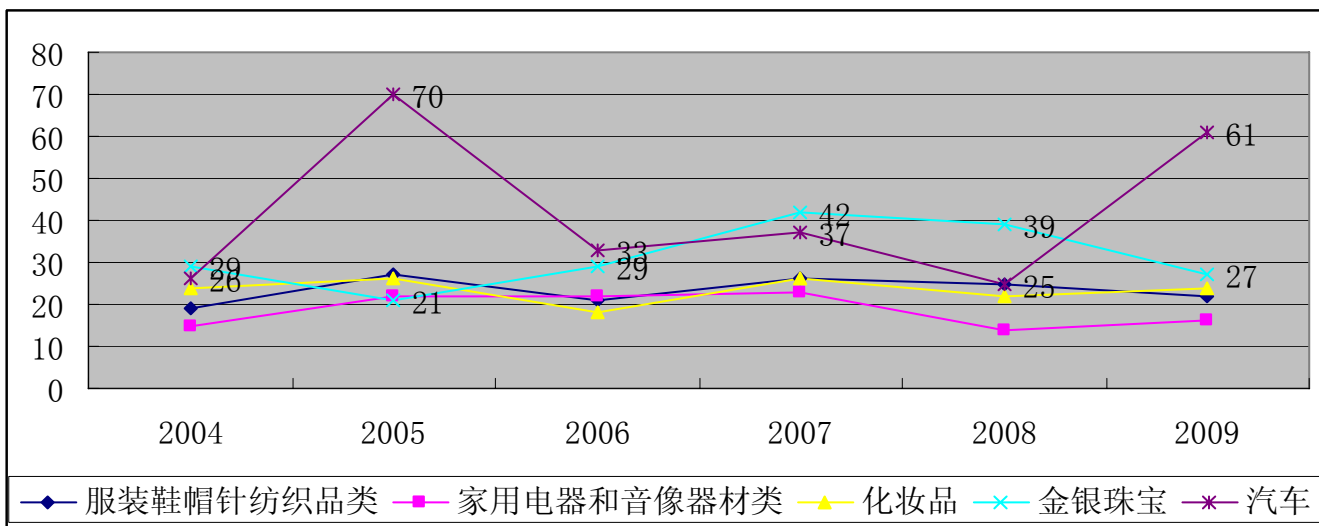
图 11: 我国人均 GDP 及劳动者薪酬占 GDP 比例



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

法国巴黎百富勤(BNP)《中国消费前景》中提出，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，同时消费结构将不断改变。从2004年到2009年公布的限额以上零售销售额增长分类来看，代表消费升级的化妆品、金银珠宝、汽车等产品销售额保持较为高速的发展且增长最为明显，我国已经进入新一轮的消费升级。

图 12: 2004-2009 限额以上企业主要商品类别销售增幅 %

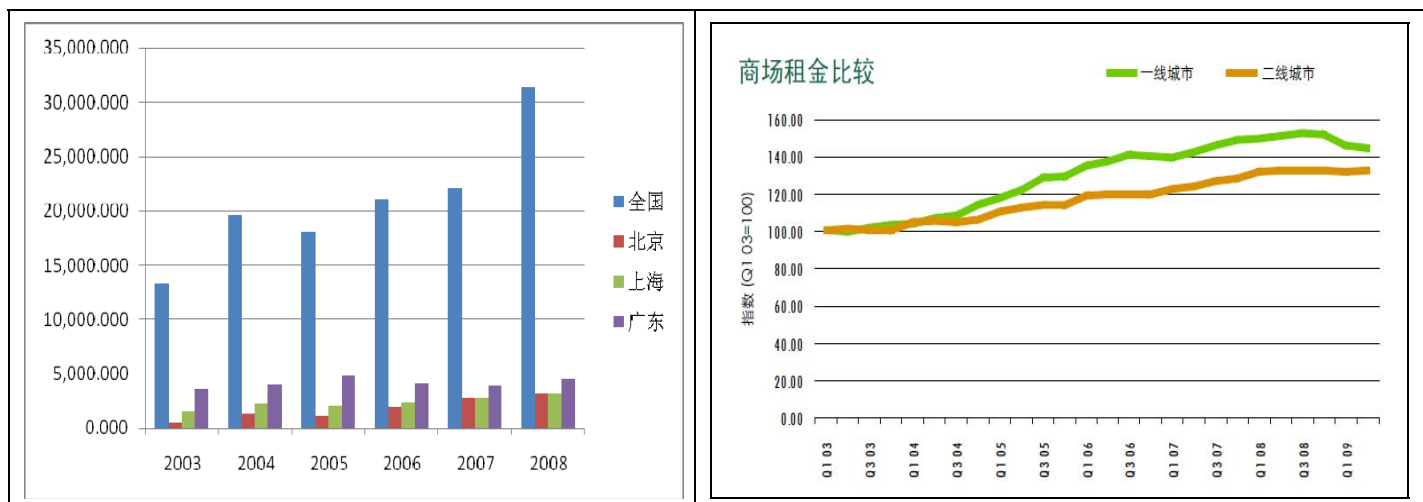


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

而从这轮04年开始的消费升级的过程中，我们已经可以看到，我国商业物业无论是出租面积还是租金水平都迅速增长，其中一线城市物业租金水平上涨了40%以上。两大电器零售巨头苏宁和国美的租售比也由04年的2%和1.68%上涨到了4.29%和4.67%，租金水平的迅速上涨的幅度远远超出了零售商销售增长的幅度，零售商的成本压力也随之增大。

图 13: 我国 03 - 08 商铺出租面积

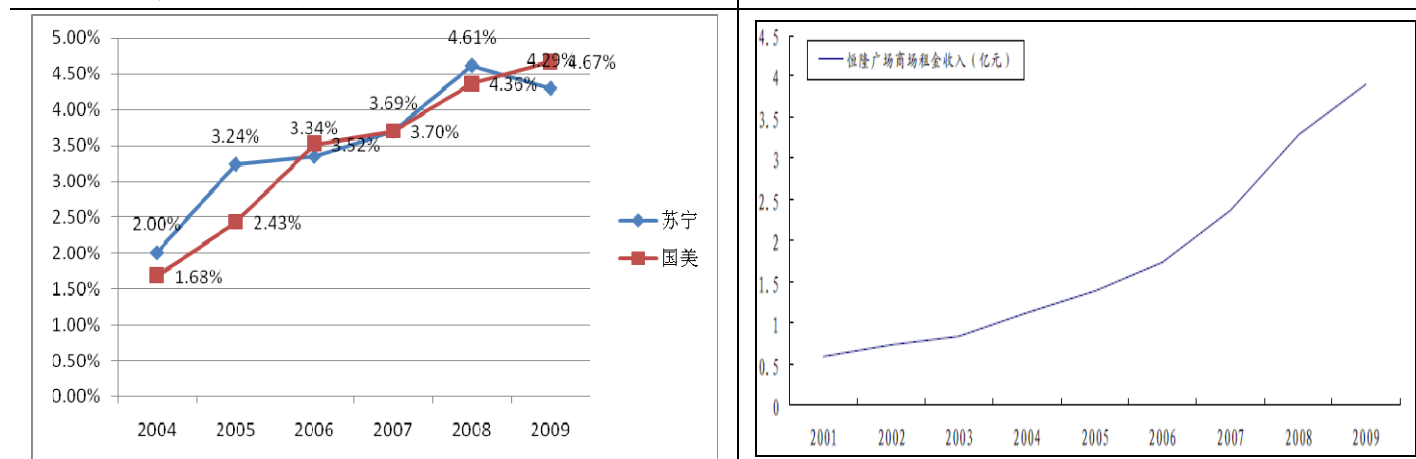
图 14: 2003 - 2009 我国商场租金比较



数据来源: CBRE, 广发证券发展研究中心

图 15: 苏宁及国美租售比

图 16: 2001-2009 年上海恒隆广场租金收入



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

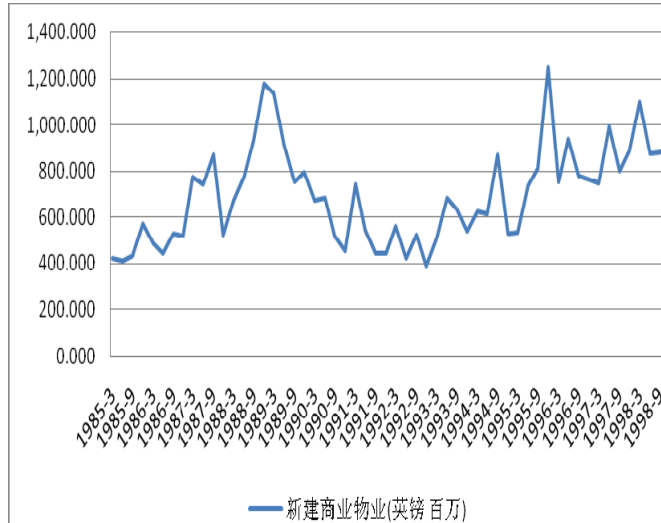
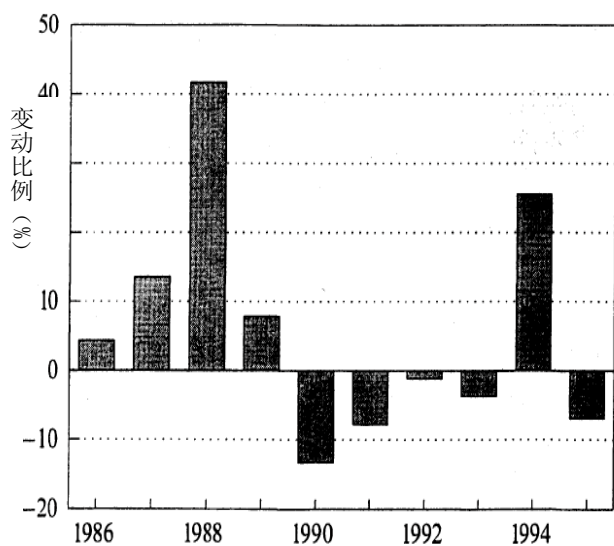
我们认为,随着我国城市化进程的进一步加速,居民可支配收入的增长,消费升级势头将会继续,而这也必将拉动商业物业的需求及价值的持续增长。

(二) 商业物业价值低估, 为零售商提高自有物业比例提供了良好机遇

上世纪 80 年代中期起, 欧美许多国家房产迅速升值, 其中商业物业首当其冲。据统计, 1986 - 1988 年两年期间英国商业地产价格上涨了 42%。与此同时从 1985 年开始, 新建商业物业价值就开始迅速增长, 在物业价格暴涨前新建了大量商业物业的公司获得了巨大的资产升值, 同时避免了伴生的租赁价格大幅提高带来的经营成本大幅上升的压力。

图 17: 1986 - 1995 英国商业地产价格变动图

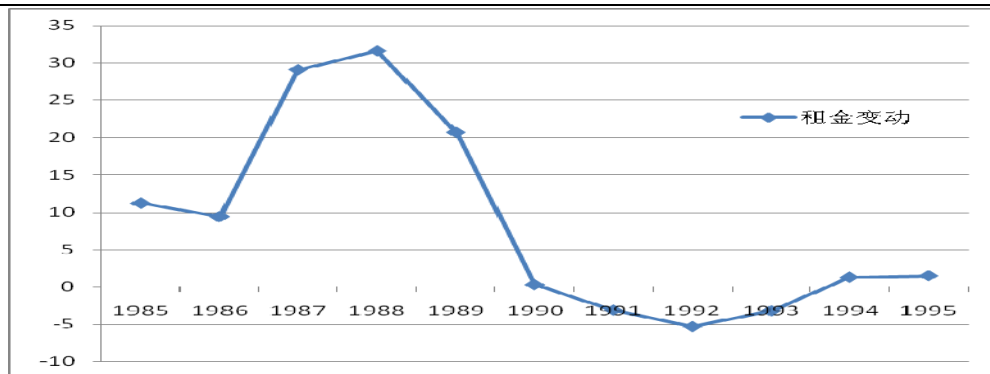
图 18: 1985 - 1998 英国新建商业物业



数据来源: Guy (1997)、CEIC、广发证券发展研究中心

在地产价格增值的同时也推动了租金价格的大幅上涨。1986 - 1988 年两年内, 租赁价格累计上涨了 60.1%。零售商成本也随之大增。

图 19: 1985 - 1995 英国商业地产租金价格变动



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

上世纪 80 年代初以短期租赁迅速占领有利商圈大肆扩张的零售商 Isosceles 就是这轮地产升值中的受害者。曾经一度被英国媒体称为“space bandits”（场地强盗）的 Isosceles 只拥有旗下小部分位于城郊及乡镇的超市物业, 在面对租金不断上涨及 1988 - 1992 年期间零售萧条的双重压力下, 不得不关闭旗下 15 家门店以度过难关。

从上世纪 80 年代末 90 年代初英国的经验来看, 随着房地产价格的上涨, 租金也会随之水涨船高, 从而大大影响依靠租赁物业扩张发展的零售企业利润率。因此, 在物业升值的预期下, 现金流充裕的零售商选择自购自建商业物业有利于企业稳定成本以及享受由其带来的资产增值。而与之相反, 当物业开始贬值, 拥有大量自有物业的零售商则将面临资产贬值带来的风险。

表 2: 1994 年英国 18 家主要零售商自有商业地产比例 (按账面净值计算)

公司名称	自有商业地产比例%	公司名称	自有商业地产比例
William Morrison	90.4	Kingfisher	73.9
W H Smith	90.3	Iceland	69.2
J Sainsbury	85.6	MFI	62.7

Tesco	85.2	Marks& Spencer	59.5
Great Universal Stores	83.7	Asda Group	57.3
Boots	82.1	John Lewis	57.0
Sears	81.7	Burton Group	38.9
Argyll Group	81.1	Isosceles	34.9
Kwik Save	77.0	Storehouse	26.3

数据来源: Guy (1997), 广发证券发展研究中心

从我国目前情况来看, 我国许多区域的房地产市场上仍然是商住倒挂现象严重, 往往住宅价格上涨的速度要远远超过商业用房的速度, 且波动幅度也相对更大。这种趋势同样表现在土地价格以及租赁价格上。

图 20: 我国房屋销售价格指数

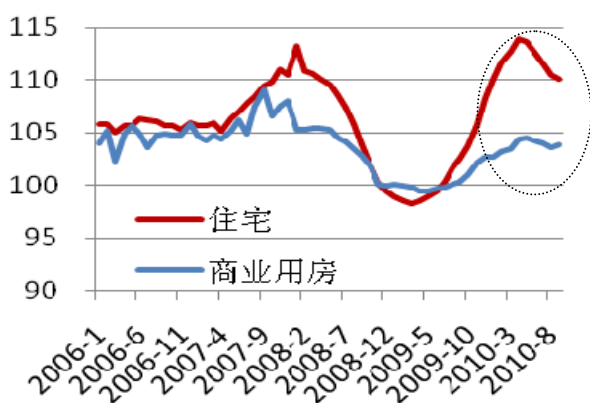
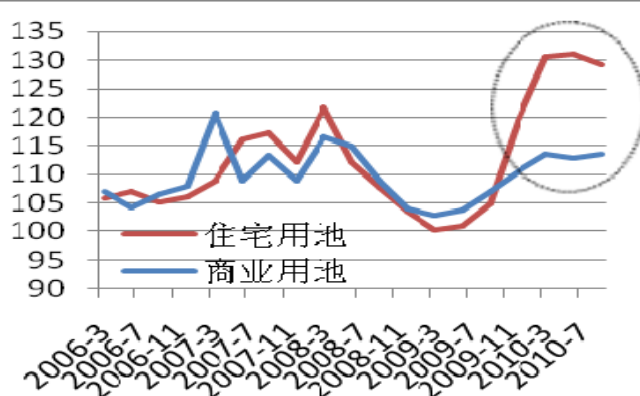


图 21: 我国土地交易价格指数



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

而从发达国家的市场情况来看, 商业地产价格通常高于住宅。2003年 - 2009年, 美国零售物业投资平均回报始终高于住宅投资回报。因此, 我们认为目前这种价格倒挂现象从长期来看是不可持续的。随着城市化进程到达一定程度城市达到饱和的时候, 住宅需求的增量将会逐渐减少, 而城市核心商圈土地的稀缺性将会得到体现, 优质商业物业长期将具有较大的升值空间。

图 22: 美国 2003 - 2009 物业投资平均总回报

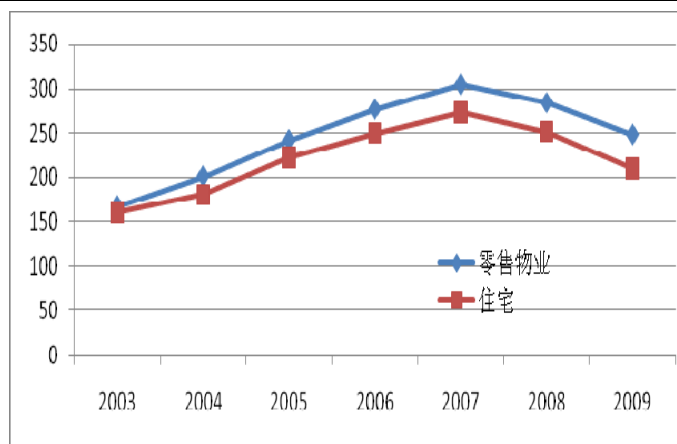
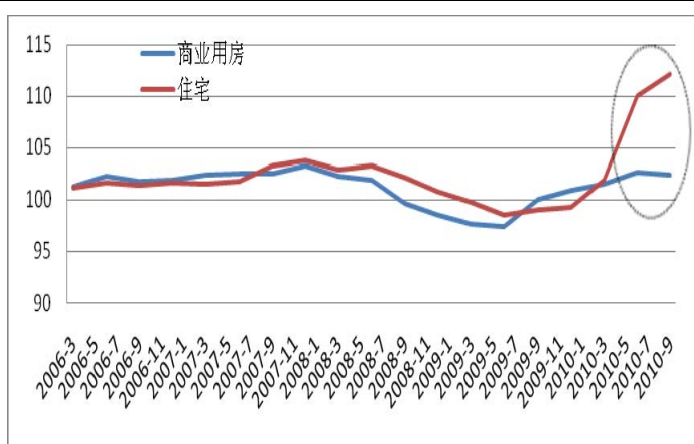


图 23: 我国房屋租赁价格指数



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

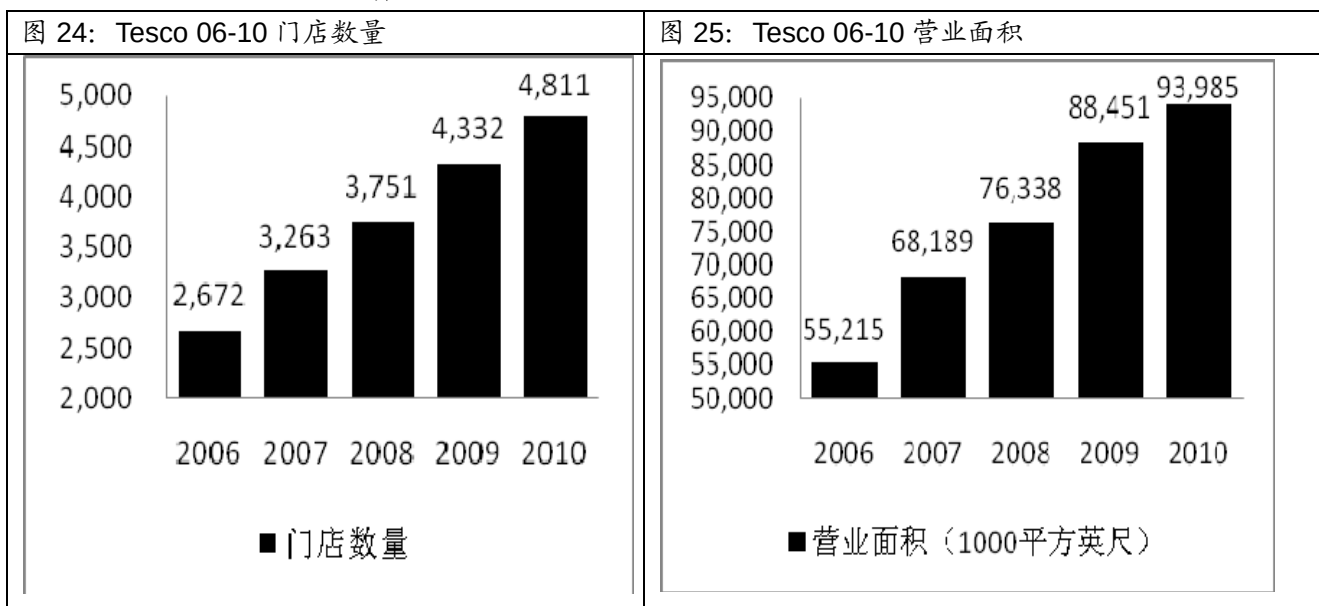
当然, 与住宅市场简单的“拿地、建设、销售”有所不同的是, 承载百货、

超市、城市综合体的零售物业相较于在经营过程中增添了培育这个环节。对于零售物业来说，如果业态定位准确、商铺经营良好，物业自身价值也会得到提升。而这个能够创造价值的培育过程是可以不断循环重复的，正是这个培育环节的存在，使得商业物业的增值过程不仅可以和住宅一样享受地价上涨和内部经营带来的超额受益外，还可以享受物业内所承载的业态创造价值的能力升级而带来的回报。因而零售商在目前商业物业价值仍然低估的情况下，选择低估物业不仅通过培育可以提高物业价值，同时也避免了未来物业价值提升之后租金大幅度提高的困境。

（三）模式一：零售商的拿地自建自用模式

Tesco（乐购）成立于1932年，是拥有47万员工、4811家门店，业绩遍布14个国家和地区的世界三大零售商之一。在门店扩张的选择上，Tesco从上世纪80年代起就一直坚持圈地自购自建门店的发展战略。根据集团2010年年报，按门店数量计算，公司70%以上的物业为自有，物业市值超过346亿英镑。此外，集团还设立了资产收购委员会用于解决新门店物业选址、计划、建设、购买以及可能由此带来的财务风险等问题。

在中国Tesco同样坚持了拿地自建模式，目前乐购在中国已经拥有了88家门店，其中大部分门店为自有，未来五年乐购还将投资214亿元在中国自建门店。



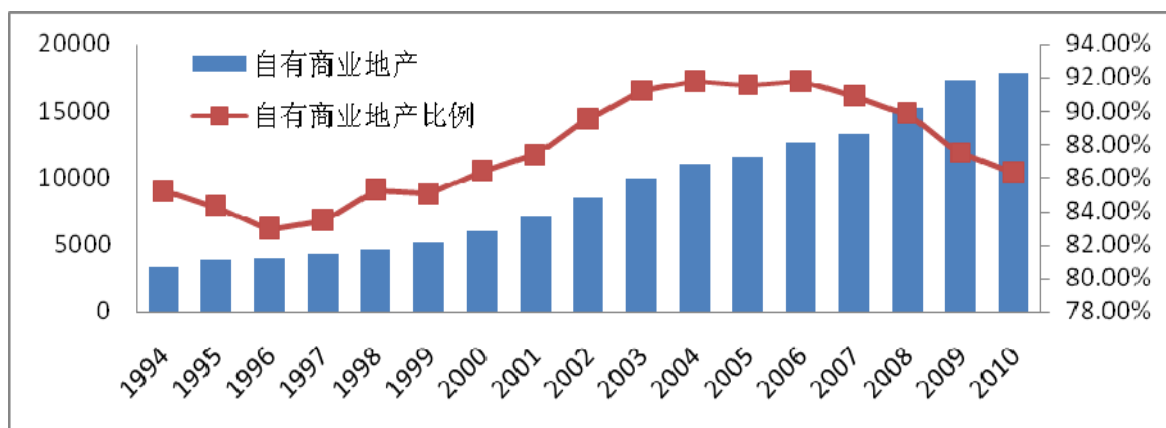
注：会计期间为3月1日至次年2月28日。

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

在1994-2010年十七年期间，公司自有商业地产比例始终高于82%，并于房市价格达到顶峰的2006年增长到了91.77%。而公司自有商业地产账面价值也从1994年的33.13亿英镑迅速增长到178.55亿。从商业地产比例的变化来看，变动趋势与房地产市场价格变动基本趋同。

以2006-2010年为例，在房地产迅速贬值的大背景下，公司在扩张过程中增加了大量租赁门店，公司自有物业比例也从高峰期的91.77%回落到了86.32%，而租售比也从0.91%上涨到了1.63%。

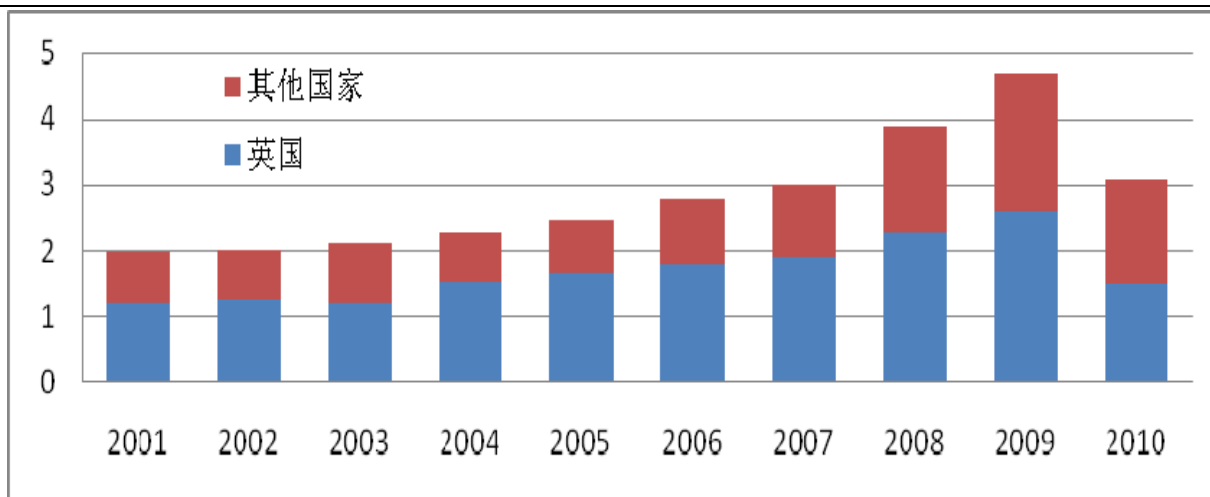
图 26: Tesco 1994-2010 自有商业地产



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

公司总裁 Terry Leahy 在 2010 年年报中指出“公司将会坚持以固定资产为支撑的发展战略，我们长期看好这一战略带来的前景，这一优势也已经体现在我们报表中。当前疲软的房地产市场对我们来说是个收购优质物业的良好时机。”

图 27: Tesco 2001 - 2010 年房地产投资 (十亿英镑)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

从公司长期发展历史来看，公司自有物业水平一直高于 80%，而拥有如此高比例的商业物业让公司在房产波动过程中能不受租金变动影响，从而保证了利润率的相对稳定。而超市+地产的发展战略在控制了成本的同时也给企业带来了效益。其名下物业市场价值达到了 346 亿英镑，是账面价值的 1.9 倍，自用以外用于向外出租的物业也给企业贡献了 8.38 亿英镑约 1.47% 的收入。同时，公司的市场表现也远优于行业平均水平。2009 年，公司平均 PE 为 17.22，PB 值为 2.35，远高于可比行业指数的 PE 值 13.54 以及 PB 值 2.02。

表 1: Tesco 2006-2010 业绩一览 (英镑 百万)

	2006	2007	2008	2009	2010
主营收入	39454	42641	47298	53898	56910
净利润	1576	1899	2130	2138	2336
净利率	3.99%	4.45%	4.50%	3.97%	4.10%
房地产 (账面净值)	13748	14598	16903	19809	20685
投资性房产	745	856	1112	1539	1731

租金支出	360	394	520	738	927
租售比	0.91%	0.92%	1.10%	1.37%	1.63%
租金收入	252	302	455	585	838
占主营收入比重	0.64%	0.71%	0.96%	1.09%	1.47%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

国内类似的公司主要包括银座股份、鄂武商、欧亚集团、百联股份等自有物业比例超过 50%，且目前新扩张均以自购土地或收购物业为主的重资产公司。尽管这些公司短期因为资本投入较大，导致未开发土地的无形资产摊销和财务费用高企消耗了公司的当期利润，但我们以 2-3 年的时间对公司价值进行审视时，公司一旦进入盈亏平衡点，盈利将有巨大的爆发性，其中在建物业面积增幅越大，竣工时间能在 2011 年为主的公司的业绩爆发性最大。

表 2： 部分零售公司自有物业和在建物业比重

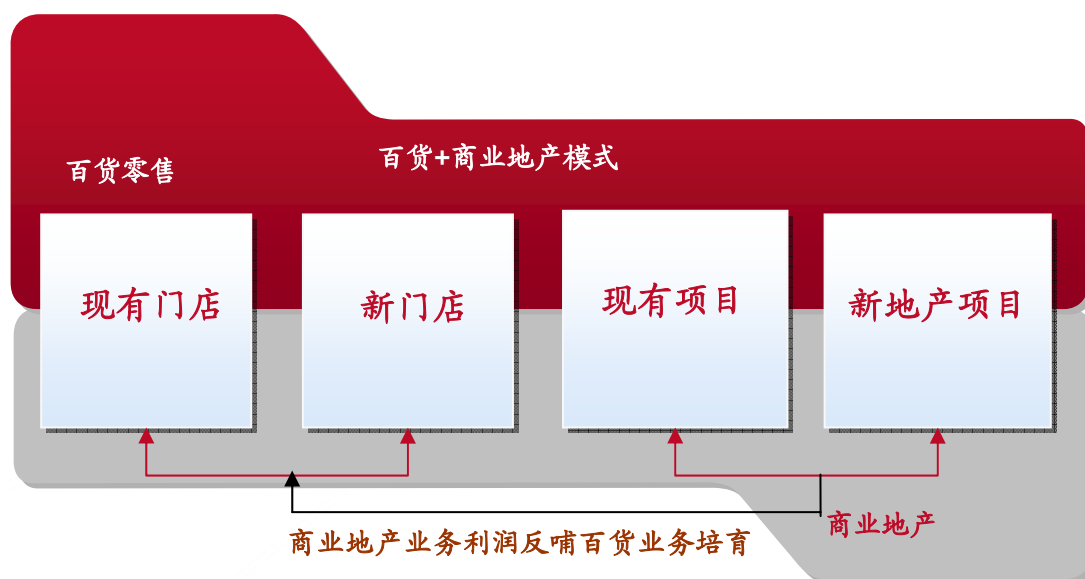
	自有物业面积 (万平方米)	自有物业面 积占比	在建物业面积 (万平方米)	在建物业面积较 当前自有物业面 积增长幅度	在建物业竣工 后自有物业面 积占比
银座股份	35	50%	约 70	100%	65%
鄂武商	14.42	52%	27.04	187%	75%
欧亚集团	78	100%	15	19%	100%
新百联股份	123	88%	15	12%	89%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(四) 模式二：百货和商业地产开发并举模式

茂业股份是国内以百货和商业地产开发并举发展的零售商，公司目前在全国经营和管理 22 家门店，门店建筑面积达到 701,363 平方米，其中 87.2%为自有物业。公司未来将通过充分利用存量土地和收购新项目相结合来获取高于行业平均的盈利水平和投资回报，使之形成良性循环循环。茂业国际 2009 年年报显示商业地产综合净利率为 30%，远远高于连锁百货行业平均 5%的净利润水平，也高于目前连锁百货行业盈利水平最高的金鹰百货 15%的水平，原因是公司通过出售或者出租其他非自用的写字楼、酒店等商业资产，从而降低自用的百货物业折旧成本，这将节约 10-30%的综合成本，成本优势无疑有助于在激烈的竞争中以价格战获得更大的市场份额，从而提升盈利水平。

图28： 零售商的百货+商业地产模式



数据来源：广发证券发展研究中心

相较于模式一，该模式由于出售部分商业地产面积，将大大降低公司的财务费用压力，同时可以加快项目的周转率，提高复制速度，以较低成本迅速进入新的区域。从目前各地政府的推地政策来看，政府为加大经济结构转型，推动第三产业的发展，均会以较低的土地成本，以城市综合体形式推出大量土地，这无疑也给以这种模式发展的零售商提供良好的低成本复制机会。以万达为例，我们可以看出，万达所获取的土地的楼面地价均低于单纯的房地产项目的土地成本。

表 3： 万达部分项目获取成本

时间	项目名称	区域	土地面积	建筑面积(万平方米)	地价(亿元)	楼面价(元/平米)
2010年4月8日	厦门湖里万达广场	厦门市湖里区	12.92	40.32	8.73	2165
2010年5月19日	廊坊金光道万达广场	廊坊市金光道	12.15	48.59	7.24	1489
2010年4月30日	长沙开福万达广场	长沙开福区	12.18	80.38	26.50	3297
2010年6月2日	武汉经开万达广场	武汉经济技术	11.99	35.98	3.60	1000
2010年6月18日	常州万达广场	常州市新北区	7.44	29.77	2.79	937
2010年6月28日	福州仓山万达广场	福州市仓山区	12.63	50.51	9.47	1875

数据来源：各网站、广发证券发展研究中心

A股成商集团和南京中商是该类模式最佳投资公司，一方面他们均为民营企业，且集团有房地产开发经验，再者，他们自身拥有大量的历史廉价土地，这部分隐含的巨大利润将在未来陆续释放，从长期来看，他们布局的西南区域和中部区域都是中国未来经济发展的重点区域，目前的低成本进入为未来的快速增长奠定了良好的基础。

三、投资策略

（一）投资组合建议

从我们跟踪的限额以上零售企业扣除石油、汽车和建材行业数据9-10月份增速来看,我们认为行业上市公司在四季度将继续保持较高的销售增速。同时今年的低温天气,也为行业保持较快增长创造了有利条件,使得今年折扣力度远低于去年。展望明年,我们认为国家收紧货币政策和采取价格管制,将有利于将通胀控制在合理范围,这将有利于稳定消费者预期,对于保持消费持续稳定增长将起到积极作用,我们预计明年社会消费品零售总额增速仍将保持在18%以上。从行业来看,我们仍然最看好百货行业,我们认为超市行业将受到价格管制影响。我们建议重点关注行业内重资产公司,在未来行业租售比不断提升情况下,他们在长期将受益更大,且不用受制于租金水平提升的压力。我们重点推荐的公司包括小商品城、成商集团、银座股份、南京中商。同时行业内低估的品种在业绩增速超预期情况下,会有较大的投资机会,明年一季度我们重点推荐广州友谊,同时可以关注中兴商业。区域角度来看,我们认为估值合理,明年受益于西安园林博览会的西安民生可重点关注,同时友好集团目前估值逐步回落,已经进入合理投资区域。新华百货作为明年二季度的重点品种,建议在明年一季度开始关注投资机会。

行业龙头方面,我们仍然坚持推荐王府井、苏宁电器。超市行业主要建议关注步步高、人人乐明年改善情况。

（二）重点公司点评

小商品城

市场经营业务未来两年将持续快速增长,2011-2012年市场面积增幅分别达到41%和26%,公司租金存在市场招标价与政府指导价的差别,从长期趋势来看,平均租金将持续稳步提升。公司日前公布的三期五区的租金定价方案市场化定价幅度超出市场预期,我们认为虽短期原有市场租金提升空间幅度有限,但未来增加的面积租金市场化定价幅度继续超预期的可能性仍然较大。

整合义乌散落在小商品城市场周围的专业街市的空间巨大,周边众多的专业街市从政府城市规划角度,最终都将逐步进入小商品城所经营市场范围。从公司规划来看,仍然预留了与目前小商品市场占地面积相当的土地储备,公司未来市场面积扩张空间仍然巨大。

大股东资产注入,大股东恒大体外有89万平米,1万多个商位。主要经营副食品市场和家具市场。由于公司帐面现金充裕,我们预计该部分市场以现金收购方式进入市场的可能性较大

义乌贸易转型试验区将进一步公司增强所经营的市场对商户的吸引力,该方案已经经过各个部委反馈,目前正在发改委会签,预计年内有望出台。方案对出口主要是简化通关手续,有可能直接减免小商户生产环节增值税,这将有利于增厚商户利润,也将进一步支撑公司租金的上涨。

考虑到租金收入提升超出预期,我们上调公司 11-12 年每股收益。预计

2010-2012 年 EPS 分别为 0.78、1.50、1.90 元，其中主业收益分别贡献 0.62、1.30 和 1.70 元（其余为地产收入贡献），复合增长率超过 50%。按照 11 年主业 35 倍，房地产 10 倍，上调目标价至 44 元。

成商集团

公司三季度实现营业收入 3.74 亿元，扣除汽车销售收入同比增速在 20% 以上，实现归属母公司净利润 2563 万元，同比增长 90%，好于我们和市场预期。由于低毛利的汽车销售业务剥离，导致公司三季度毛利率提升了 3.7 个百分点，但从母公司综合毛利率来看，三季度较去年同期增加了 0.17 个百分点，较上半年毛利率有所改善。从费用来看，公司销售费用较去年同期绝对数有小幅下降，而管理费用基本与去年持平，体现了公司一贯的成本控制能力。

太平洋春熙店谈判已进入最后阶段，预计 11 月末谈判结果将落地。同时从经营层面上，公司邀请国际零售专家多角度优化商品组合，将有利于盐市口店平销提升。盐市口二期规划在近期也将有最终定论，项目的重新启动和容积率的改善有利于公司长期发展前景。

考虑到太平洋百货合同到 2010 年底第二期协议到期，我们假设公司可以如期收回经营权或提高租金水平，维持 2010-2012 年公司 EPS0.45、0.72 和 1.00 元。基于看好西部地区的经济增长前景和消费升级的进程，同时公司未来发展战略清晰，后续新增门店较多，可分享到西部消费升级带来的客流和客单价提升，我们维持公司买入评级和目标价 25 元，对应 2011 年 35 倍 PE。太平洋经营权的正式收回或租金水平提升将是公司股价的催化剂

风险提示：春熙路店未能如期收回或租金水平低于预期

王府井

公司三季度实现营业收入 31.91 亿元，同比增长 24%，环比二季度同比增长 8.99%，实现营业利润 1.21 亿元，同比增长 31.6%，实现净利润 9753.86 万元，同比增长 36.2%，但由于成都店净利润增速较大，同比增长 183.2%，导致实现归属于母公司净利润增速为 22.4%，略低于预期。由少数股东权益推测，成都店前三季度净利润达到 1.86 亿元，占公司净利润总额的由去年的 30% 提升至 49%。成都店净利润大增主要是由于成都店控股的太原店在三季度大幅减亏，同时成都店内生增长仍然保持强劲态势。

公司三季度毛利率同比下滑了 0.09 个百分点，主要是公司提升门店定位，引入奢侈品牌等毛利率相对较低产品所致。但管理费用率较去年同期降低 0.99 个百分点，导致公司净利润率仍提升了 0.27 个百分点。三季度在北京新开两店，首日销售额均超过 200 万，而四季度公司新开门店较少，且百货大楼南楼加固完成重新开业，将有利于提升四季度业绩贡献。我们对公司四季度的业绩增长仍有足够的信心。公司国庆黄金周期间销售额为 5.75 亿元，同比增长 35%，符合我们预期，超出市场预期。公司目前又新签了大庆和福州项目，继续保持稳步扩张的态势。公司日前停牌处于非公开发行方案公布前夕，我们认为本次非公开发行可能全部收购成都店的少数股东权益，这将进一步增强公司未来的盈利能力。

考虑到少数股东权益增加较多，我们调低 2010 年 EPS 为 1.25 元。暂维持 2011-2012 年 EPS 为 1.7 和 1.94，公司作为连锁百货龙头，抓住 09 年的

机遇逆势扩张，未来仍将保持有序扩张状态，维持买入评级，考虑北辰股权，按 11 年 35 倍 PE，目标价 60 元。

广州友谊

公司前三季度实现营业收入 24.65 亿元，同比增长 20.21%，实现净利润 22995 万元，同比增长 20.53%。三季度单季度实现营业收入 7.74 亿元，同比增长 16.97%，实现归属母公司净利润 5657 万元，同比增长 17.07%。在三季度世贸店重装开业和总店内部装修调整下，凭借良好的成本控制能力，仍然实现了净利润增速快于营业收入增速。由于促销结算方式原因，三季度公司毛利率较同期下降了 1.63 个百分点，这部分毛利将延后到四季度结算。从费用率来看，尽管三季度有新开店因素，但营业费用率和管理费用率分别下降了 0.12 和 0.64 个百分点。

公司国庆期间销售理想，销售同比增长 30% 以上，同时世贸男士馆在 10 月份日销售额维持在 80 万左右，由于毛利率较高，预计今年该馆可实现盈亏平衡，同时珠江新城国金店也将在 11 月中旬开业，目前进入最后装修调整阶段，该店我们预计培育期在三年左右。

我们维持 2010-2012 年 EPS 为 0.95、1.30 和 1.58 元的盈利预测，公司良好的经营能力和较强的成本控制能力，使得公司仍能保持较好的内生增长，同时公司接连扩张，有利于提高市场对公司长期保持较快发展的信心，我们认为这将有利于公司估值水平的提升。我们看好公司 2011 年的快速增长潜力，维持公司买入评级和目标价 39，对应 11 年 30 倍 PE。

风险提示：竞争加剧销售增长低于预期、新开门店培育周期过长

银座股份

2010 年三季度公司实现营业收入 20.79 亿元，比上年同期增长 72.35%；扣除淄博和东购店合并影响，公司营业收入同比增长 40.50%；实现归属于母公司所有者的净利润 2412 万元，与上年同期基本持平。三季度营业收入和净利润环比二季度分别增长 9.5% 和 48.9%，已经显示出明显的改善。三季度的业绩改善主要源于三季度毛利率环比提升了 0.34 个百分点，同时营业费用率下降了 0.9 个百分点。尽管管理费用率仍然环比提升了 0.25 个百分点，但仍然主要是新增的未开发土地的摊销成本。

公司同时公告在河北张家口租赁门店，面积为 55000 平米，每天每平方米租金未超 1 元，表明公司继续加大在河北扩张力度，从项目租金成本来看，表明尽管在异地，但公司低成本获取物业的能力仍然较佳。

公司三季度业绩改善明显，公司今年已充分反应快速扩张带来的各项成本，未来增速有望提升，我们仍维持公司 2010-2012 年盈利预测，预计 EPS 为 0.70、0.85 和 1.20 元。但我们仍然看好公司的发展模式、公司在山东的区域品牌以及不断提升的经营管理能力，预计随着公司前期门店逐步进入业绩释放期，公司仍然有望获得超预期的利润增长，同时公司未来仍有注入银座商城的预期。基于此，我们维持公司买入评级和目标价 35 元，对应 11 年 40 倍 PE，对应 11 年 PS1 倍。

风险提示：新开店培育周期过长，新建门店迟迟不能开业

南京中商

公司前三季度实现营业收入 34.34 亿元，同比增长 13.11%，实现归属于母公司的净利润 1752 万元，同比增长 3.05%。其中三季度实现营业收入 10.11 万元，同比增长 9.24%，实现归属于母公司的净利润 1196 万元，同比增长 7.13%。

公司三季度费用率较以往有显著改善，费用率提高幅度已经低于前两个季度，表明公司内部员工分流调整已经趋于稳定。同时毛利率继续改善，表明公司今年以来在总店进行的品牌结构调整效果已经开始显现。

公司在进行内部调整同时，对子公司进行增资以增加公司股权比例，目前淮安、洛阳等子公司股权持股比例均提高到 90%以上。同时公司继续加大商业地产的投资力度，淮安购物中心项目已经开业，同时继续通过下属子公司竞拍土地(2010 年 10 月 8 日公告下属泗阳雨润中央新天地置业公司以 1.88 亿元竞得泗阳县 94267 平米综合用地)。从战略上，这符合公司“以本埠零售单体店为龙头，以百货连锁经营、房地产开发为两翼”的既定战略，公司可以以开发购物广场或城市综合体模式，为自身百货业态经营提供优质物业，并锁定经营成本，具有积极作用。

2010 年仍然是公司经营调整年，但随着员工问题的逐步理顺，公司将迎来后续期间可持续的费用下降和业绩释放。我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.5 元、1.20 元和 1.60 元。虽然 2010 短期估值偏高，但公司 ps 偏低且业绩弹性极大，目前已经进入最佳投资区域，建议买入。

风险提示

- 1、消费增速低于预期;
- 2、行业竞争加剧，行业经营成本加大

广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2009 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名，2007 年度今日投资最具独立见解分析师。

相关研究报告

零售行业（010811）四季度投资策略_行业跟踪分析报告	欧亚菲	2010-09-28
零售业 2010 年中期投资策略_行业跟踪分析报告	欧亚菲	2010-06-17
零售业（010811）_行业跟踪分析报告	欧亚菲	2010-04-22

广发证券——行业投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。