

零售行业 2008 年深度报告

以通胀为主线，把握奥运和体制变革两个投资主题

欧亚菲 零售业 首席研究员

电话: 020-87555888 - 641 eMail: oyf@gf.com.cn

行业持续稳定增长

2008 年由于受到 2007 年密集宏观调控政策的滞后作用以及世界经济趋缓等因素的影响, GDP 增速可能略有回落, 但仍将保持 11% 左右的高增长, 本轮经济扩张性增长周期不会结束。消费需求是三大需求中拉动经济增长最积极有效和最不易产生负面影响的因素, 也是结构调整和政策鼓励的着眼点, 因此, 2008 年消费需求仍将呈现稳步上升的走势, 继续提升对经济增长的贡献率。基于此, 我们预计扣取价格因素影响, 整体消费与零售额未来五年内的复合增长率将达到 13% 以上, 未来国内消费市场总体形势仍然乐观。

以通胀为主线，把握奥运和体制变革两大投资主题

从宏观经济方面而言, 我们认为明年国内仍将处于可控的温和通胀中, 我们认为 08 年仍需要关注那些能在温和通胀中显著受益的零售企业。按企业来看, 我们认为销售规模大、品牌影响力强、集约化管理能力强和自有物业比重较高的企业在通货膨胀背景下, 其巨大的销售规模、提升的毛利率和稳定可控的成本可以使得企业盈利增长更快。我们认为 A 股和港股上市公司中具有上述特征的企业主要有王府井、南京中商、金鹰商贸 (3308.hk)、武汉中百、苏宁电器、新华百货、广州友谊、百丽国际和中国铅笔。无疑, 北京零售企业将是奥运经济中最大的受益者, 在该主题投资下, 我们认为最值得投资的零售企业为王府井和华联综超, 同时部分专营奥运特许商品和专营体育用品的企业也将受益, 相关企业主要包括李宁 (2331.hk) 以及百丽国际 (1880.hk)。

零售业作为国退民进的行业, 受国家政策管制相对较小, 同时相关的产业资本在零售行业的投资也加大了投资力度, 因而我们认为未来几年零售行业仍将会有更多的并购出现, 这将导致区域内商业资产重组的活跃。基本上, 地方国资均希望通过先行进行重组, 提升所辖上市零售企业质量, 再引入外资战略投资者, 以获取更高的收购溢价。我们认为 08 年在商业资产重组方面具有较强的确定性, 同时公司增长处于上升通道的公司为王府井、银座股份、重庆百货和武汉中百。对于上海的零售企业而言, 基本上在商业资产注入的时机选择上具有共同性, 上海零售企业的国有属性决定了上海国资委采取审慎的态度, 并有先解决重点企业的问题, 基于此我们建议投资者仍重点关注百联股份和友谊股份。在体制变革方面, 除了资产重组外, 股权激励对于零售企业的经营绩效有显著的影响。我们认为随着证监会关于上市公司股权激励实施办法完善, 零售企业的净利润率将得到显著提升。基于此, 现阶段我们建议重点关注已经推出股权激励方案的东百集团和苏宁电器。

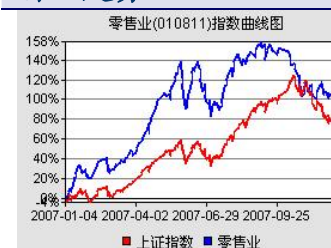
行业评级

买入 

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-1.11%	-17.71%	122.02%
上证综指	-9.06%	-6.65%	133.47%

目录索引

一、行业持续稳定增长.....	4
(一) 2007 年行业景气度续创新高	4
(二) 千家核心商业企业零售指数快速增长	4
(三) 消费者信心指数创近三年来的新高	5
(四) 消费环境的改善将推动行业持续稳定增长	5
二、通胀周期中的零售业	6
(一) 温和通胀推动零售企业收入和净利润比翼双飞	7
(二) 通胀周期中零售企业的选择	9
三、奥运效应与体制变革两个投资主题	10
(一) 奥运效应与零售企业的选择	10
(二) 体制变革中的零售企业	11
把握区域内商业资产重组的质量与发展潜力	11
内外资零售企业经营绩效对比	15
实施管理层激励前后公司经营绩效对比	16
四、行业投资策略与重点公司推荐	17
(一) 行业投资策略	17
(二) 重点公司	17

图表索引

图1: 批发零售贸易业2006-2007.11零售总额及同比增长率	4
图2: 2007年1-9月份千家核心企业主要零售业态增长速度	5
图3: 通胀周期与零售子行业投资选择	7
图4: 北京2008奥运前后批发贸易零售业总额及同比增速	11
图5: 区域型公司综合竞争力判断标准	12
表1: 零售行业2004-2007前三季度主要财务指标	7
表2: 连锁百货子行业2004-2007前三季度主要财务指标	8
表3: 连锁超市子行业2004-2007前三季度主要财务指标	8
表4: 专业连锁子行业2004-2007前三季度主要财务指标	9
表5: 1988 年汉城奥运前后韩国股指与相关分类指数对比(年涨幅) ..	10
表6: 2000 年悉尼奥运股指与相关分类指数对比(年涨幅)	10
表7: 北京2007年前三季度社会消费品零售总额及分类别商品增	11
表8: 2006中国城市竞争力: 60个城市综合竞争力及各项指标排名	12
表9: 20家零售公司当地竞争环境综合排名	13
表10: 07年前三季度主要财务指标	14
表 11: 2007 年前三季度各子行业内外资龙头公司主要经营指标对比 ..	15
表 12: 广州友谊 2003 和 2004 年主要经营指标对比	16

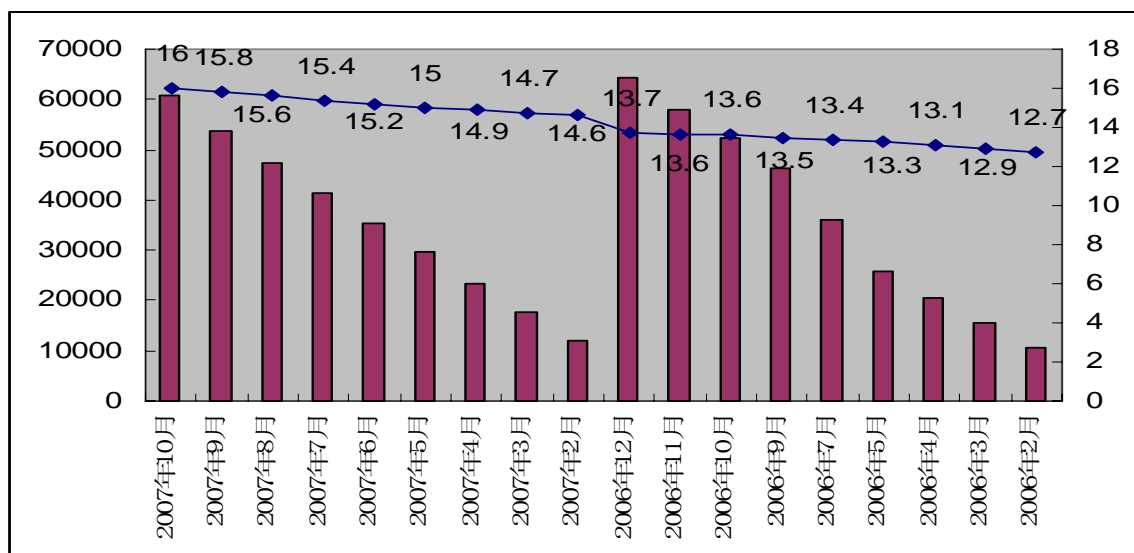
表 13: 新华百货 2006 和 2007 年前三季度主要经营指标对比.....	17
表 14: 重点跟踪公司 07-09 盈利预测与投资评级.....	21

一、行业持续稳定增长

（一）2007 年行业景气度续创新高

1至10月份累计我国社会消费品零售总额已达72090亿元,比去年同期增长16.1%。10月份社会消费品零售总额为8263亿元,同比增长18.1%。综合判断,我们预计全年将实现社会消费品零售额88941.2亿元,同比增长16.4%,比上半年加快1个百分点,比2006年增幅提高2.7个百分点,这是1997年以消费品零售额名义增长的最快速度。考虑到今年物价涨幅较大,消费实际增长大约在12.8%左右,高于去年同期0.2个百分点。

图1: 批发零售贸易业2006-2007.10零售总额及同比增长率



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）千家核心商业企业零售指数快速增长

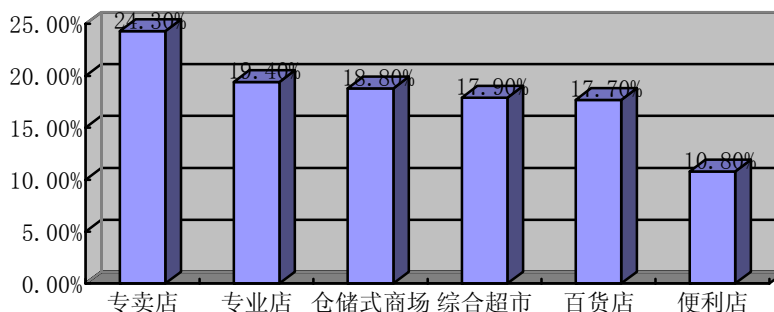
据商务部市场运行司监测,2007年1-9月份全国千家核心商业企业零售指数同比增长17.1%,其中9月份同比增长18.3%,比8月份上升0.2个百分点。另根据中华全国商业信息中心对百家重点大型零售企业的销售统计,2007年10月份百家重点零售企业实现销售总额243.8亿元,比去年同期增长20.74%,其中零售额216.9亿元,同比增长24.31%。增速较

分商品类别看,1-9月份全国千家核心商业企业金银珠宝、汽车和家具零售指数分别同比增长43.6%、36.7%和26.3%。而食品、服装、家用电器三大类商品依然是居民消费支出的主要组成部分,三类商品零售额占零售总额的比率分别为:22.0%,19.1%和14.0%,共占零售总额的55.1%。

分零售业态看,专卖店零售指数同比增长24.3%,增幅居各业

态之首,专业店和仓储式商场零售指数同比分别增长 19.4%和 18.8%。大型综合超市、百货店零售额依然保持稳步增长,零售指数分别同比增长 17.9%和 17.7%;便利店零售指数同比增长 10.8%,增幅最小。

图2: 2007年1-9月份千家核心企业主要零售业态增长速度



数据来源: 中华全国商业信息中心、广发证券发展研究中心

分地区看,中、西部地区核心零售企业零售指数分别同比增长 22.8%和 22.7%,明显高于东部地区的 17.0%。1-9 月份,东、中、西部地区累计零售指数同比增长分别 16.1%、20.5%和 19.6%。中西部地区潜在市场巨大,随着经济的快速发展,预计该地区零售额将继续保持高速增长。

(三) 消费者信心指数创近三年来的新高

消费者信心不断增强、未来预期向好是促进消费快速增长的重要原因。在多种因素的促进下,2005 年以来消费者信心指数呈现稳步提高的走势,今年消费者信心指数更是逐季升高,今年一、二、三季度分别为 95.8、96.8 和 97.0,目前的消费者信心指数是近三年来的最高水平。国家信息中心研制的消费景气灯信号系统显示,今年三季度在七大类影响消费变化的因素中,预期因素是对消费需求快速增长影响最大的因素,综合得分为 20 分,构成预期因素的“消费者信心指数”和“未来收入信心指数”双双处于增长最快的红灯区。宏观环境因素、市场因素和收入因素依次得 18 分、18 分和 16 分,影响作用位居第二、第三和第四位。国内经济持续高增长、收入水平不断提高、人民币升值以及中国在世界经济中的地位提高是消费者信心持续走高的主要原因。

(四) 消费环境的改善将推动行业持续稳定增长

2008 年由于受到 2007 年密集宏观调控政策的滞后作用以及世界经济趋缓等因素的影响,GDP 增速可能略有回落,但仍将保持 11%左右的高增长,本轮经济扩张性增长周期不会结束。消费需求是三大需求中拉动经济增长最积极、最有效、最不易产生负面影响的因素,也是结构调整和政策鼓励的着眼点,因此,2008 年消费需求仍将呈

现稳步上升的走势，继续提升对经济增长的贡献率。一方面缘于本轮经济景气周期起始于 2002 年三季度，距今已有 5 年多的时间，但是居民消费需求启动升温是在 2004 年以后，消费启动晚于经济启动使消费增长更具持续性和扩展空间。此外，消费主要是个人行为，一旦居民收入积蓄达到相当的水平，消费结构升级、消费热点转换往往具有较强的延续性，不会因外界因素干预而简单停止，而 2008 年仍处于经济增长的上升阶段，消费的增长势头更不会减弱。其次，奥运会将拉动中国经济当年增长 0.3 个百分点。除了投资的拉动外，从前期准备到举办奥运会，无论是广告业、旅游业、餐饮业、商业等都将开辟新的增长空间。奥运会期间，来自世界各地和中国 30 多个省份的数以万计观众将大幅增加所在地旅游、餐饮、住宿、通讯和交通、文化娱乐和其他各项服务消费的支出，这将极大地促进服务消费的快速增长。同时，城乡居民收入增势良好将支持扩大消费。2007 年上半年城市居民每百元收入带来的消费增量是 55.4 元，比 2000 年提高 18 元。农民收入增长对消费的带动作用更大，2007 年上半年农民每百元收入带来的消费增量是 79.9 元，比 2000 年提高 30.6 元。2008 年我国城乡居民收入前景依然乐观，将继续支持消费的增长。同时，国家在医疗、教育、养老和住房保障等社会保障制度改革上一直在持之以恒的投入和采取措施解决，这也将解决居民消费的后顾之忧。基于此，我们预计扣除价格因素影响，整体消费与零售额未来五年内的复合增长率将达到 13% 以上，未来国内消费市场总体形势仍然乐观。

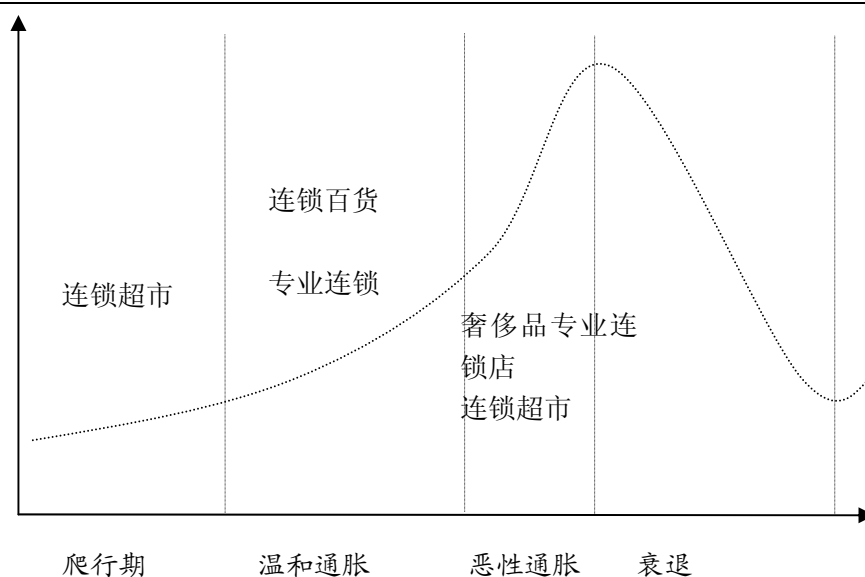
二、通胀周期中的零售业

在 20 世纪 80 年代以后日本通货膨胀期间，百货店的高端消费品销售非常看好，路易威登等国际奢侈品品牌商纷纷到日本开店，形成东方奢侈品大市场神话。但随着通货膨胀加剧，百货店的前景开始分化，一部分是奢侈化，一部分属社区化，差异化特性定位不清晰的百货店一年不如一年，同时百元店的数量开始上升。而百货业在 1991 年销售额达到顶峰 9.7 兆日元以后，平均年增幅为 10% 以上，但到 2004 年降到 7.8 兆日元，13 年间降幅为 19.6%。在减少的销售额中，减少最多的是服装，占 45%，其中男装减少最多，占 21%，直到 2006 年才开始复苏。

由于不同的零售子行业在通胀周期的不同阶段，会表现出不同的收入和利润高增长阶段，故我们建议投资者在通胀周期的不同阶段，选择不同的零售子行业进行投资。

从宏观经济方面而言，我们认为明年国内仍将处于通胀周期中，但预计通胀仍处于可控的温和通胀中，我们认为 08 年我们仍需要关注那些能在温和通胀中显著受益的零售企业。

图 3: 通胀周期与零售子行业投资选择



数据来源：广发证券发展研究中心

（一）温和通胀推动零售企业收入和净利润比翼双飞

通货膨胀对企业的业绩影响是双向的：一方面居民消费和投资意愿增强，会推动企业业绩增长；对于下游消费品行业，我们的结论是消费品增速与商品零售价格呈正比。我们用社会消费品零售总额名义增速减去商品零售价格指数得到社会消费品的真实增速。社会消费品真实增速与商品零售价格指数呈正相关关系，这主要是因为高商品零售价格指数时期往往也是经济较景气的时期，居民可支配收入的增长也往往较高，从而带动消费的增长。具体到零售行业而言，居民消费持续增长有利于提高商业企业的收入和盈利。

我们从上市公司三季报的数据来看，零售行业的业绩增速呈递增趋势。

表 1: 零售行业 2004-2007 前三季度主要财务指标

指标名称	20043Q	20053Q	20063Q	20073Q
主营业务收入（百万元）	1551	1991	2423	2944
主营业务收入增长率	43.44	24.92	11	15.53
净利润（万元）	2687	3765	5439	8429
净利润同比增长率	95.79	291.72	33.02	115.4
每股收益（元）	0.13	0.17	0.19	0.25
每股经营性现金流量	0.52	0.47	0.48	0.47
净资产收益率（%）	3.75	4.66	4.73	7.94
销售净利率（%）	2.5	2.79	2.88	3.51

销售毛利率(%)	18.82	18.58	19.02	21.92
资产负债率(%)	55.12	55.94	57.47	58.57
存货周转率(%)	9.26	10.44	11.65	11.7

数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

我们分别统计了2004-2007年连锁百货、连锁超市和专业连锁行业的经营情况,可以发现在目前温和通胀阶段,连锁百货行业的利润提升幅度最大。

按零售行业各细分子行业来看,物价的温和上涨对于百货行业最为有利。因为国内百货业普遍采用厂商联营模式,物价整体上涨也带来高档服装、化妆品等“奢侈品”价格的温和上涨,体现在百货公司财务中就是销售收入增加,毛利提升。但随着通胀的加剧,居民对耐用消费品的消费将呈下降趋势,从而会影响到行业收入的增长。

表 2: 连锁百货子行业 2004-2007 前三季度主要财务指标

指标名称	20043Q	20053Q	20063Q	20073Q
主营业务收入(百万元)	1499	2035	2312	2701
主营业务收入增长率	74.33	41.92	14.57	15.54
净利润(万元)	2894	4407	5906	7781
净利润同比增长率	15.68	71.92	55.27	85.00
每股收益(元)	0.14	0.19	0.23	0.30
每股经营性现金流量	0.37	0.40	0.64	0.57
净资产收益率(%)	4.14	5.71	6.72	8.42
销售净利率(%)	2.21	2.34	2.66	3.24
销售毛利率(%)	15.73	15.52	15.75	19.50
资产负债率(%)	49.99	49.43	53.78	56.17
存货周转率(%)	11.28	14.16	15.27	13.79

注: 以连锁百货销售收入比重超过50%的22家上市公司

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

而对于超市行业来说,通胀初期,影响中性,但在通胀中后期,超市企业则可获得更快的利润增长。因为超市经营的产品主要为居民日常生活用品和食品,消费需求刚性,消费者对于价格的上涨敏感性不是很高。而超市企业又以进销差价为主要盈利,因此进货价格的上涨可以通过提高出售价格向下传导。在通胀初期,价格上涨幅度不大,超市为保持竞争力,可能会内部消化一部分上涨,但在通胀加剧之后,整个市场均开始上调价格,并且存货还具有一定的升价潜力,因而连锁超市回呈现收入和毛利均快速增长的情况。

表 3: 连锁超市子行业 2004-2007 前三季度主要财务指标

指标名称	20043Q	20053Q	20063Q	20073Q
	Q	Q		Q
主营业务收入(百万元)	5404	6868	7832	9225
主营业务收入增长率	14.15	21.93	11.25	25.92
净利润(万元)	5740	7053	8768	14773
净利润同比增长率	43.29	46.00	37.03	34.06
每股收益(元)	0.18	0.23	0.23	0.38

每股经营性现金流量	0.79	1.27	1.96	2.36
净资产收益率(%)	5.76	6.86	6.44	8.15
销售净利率(%)	1.04	1.17	1.45	1.74
销售毛利率(%)	12.90	13.10	14.29	19.15
资产负债率(%)	63.28	64.24	64.40	64.72
存货周转率(%)	7.33	9.32	7.85	8.37

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

而对于专业连锁店来看，主要取决于所经营的产品的特性，目前上市公司的专业连锁产品均为家电或者通讯类或珠宝等奢侈品产品。我们认为除白色家电由于市场集中度较高，毛利率将呈上升趋势外，其余家电类和通讯类产品毛利率提升空间有限，但通讯产品连锁行业市场渗透率仍较低，销售收入仍将保持高速增长。而珠宝和手表类产品的专业连锁行业由于产品本身具有升值特性，在整个通胀周期中将保持收入和利润快速增长。

表 4：专业连锁子行业 2004-2007 前三季度主要财务指标

指标名称	20043 Q	20053 Q	20063Q	20073 Q
主营业务收入(百万元)	3923	5370	8371	11204
主营业务收入增长率	109.11	24.13	39.33	19.28
净利润(万元)	4459	7255	13245	28383
净利润同比增长率	24.18	27.27	30.59	63.67
每股收益(元)	0.38	0.36	0.24	0.27
每股经营性现金流量	0.93	-0.04	0.45	0.01
净资产收益率(%)	8.49	9.58	8.26	9.37
销售净利率(%)	1.05	1.07	0.97	1.39
销售毛利率(%)	8.56	8.99	8.55	10.20
资产负债率(%)	67.26	74.53	72.45	68.22
存货周转率(%)	7.52	6.39	5.82	5.51

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

注：未包括珠宝等奢侈品专业店

(二) 通胀周期中零售企业的选择

按企业来看，我们认为销售规模大、品牌影响力强和成本控制能力强的企业在通货膨胀背景下，其巨大的销售规模和提升的毛利率可以使得企业盈利增长更快。我们认为在选择所投资的企业中，应注重选择以下三个要素均具备的企业。

- 自有物业比重较高，最好是 50%以上，或所经营的产品具有保值功能
- 品牌至少在区域内具有影响力
- 连锁经营模式已经形成，企业集约化管理能力强

我们认为 A 股和港股上市公司中具有上述特征的企业主要有王府井、南京中商、金鹰商贸、武汉中百、苏宁电器、新华百货、广州友谊、百丽国际和中国铅笔。

三、奥运效应与体制变革两个投资主题

（一）奥运效应与零售企业的选择

1996年亚特兰大奥运会，为佐治亚州带来了51亿美元的总效益；2000年悉尼奥运会，给澳大利亚新南威尔士州带来了63亿美元的收益。由此可见，奥运经济的收益规模呈现出逐年扩大的趋势。统计显示，在过去6届奥运会中，奥运东道国股市在奥运前均有大幅上涨。1984年美国洛杉矶奥运会之前的18个月，美国标准普尔500指数上涨了26%；新兴市场国家韩国在1988年汉城奥运会举办前两年，股市涨幅为462%；1992年西班牙巴塞罗那奥运会之前18个月，西班牙IBEX35指数大涨33%；1996年美国亚特兰大奥运会前18个月，标准普尔500指数上升45%；2000年悉尼奥运会前两年，股市上涨幅度达到25%；2004年希腊雅典奥运会前18个月，ASE指数上升32%。

具体到零售行业指数来看，1988年汉城奥运会，韩国股市连涨三年，涨幅分别为68.9%、98.29%和70.51%，零售业指数表现出色，特别是奥运当年零售指数超过韩国综合股指74.38%。

表5：1988年汉城奥运前后韩国股指与相关分类指数对比（年涨幅）

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
韩国股指							
KOSPI	68.90%	98.29%	70.51%	-1.08%	-23.39%	-10.13%	8.68%
Index							
韩国零售业							
指数	71.00%	86.26%	144.89%	-7.57%	-20.73%	-27.90%	-4.33%

数据来源：bloomberg、广发证券发展研究中心

同样，2000年悉尼奥运会，澳大利亚股市稳步上涨数年，商业指数跑赢综合指数。

表6：2000年悉尼奥运股指与相关分类指数对比（年涨幅）

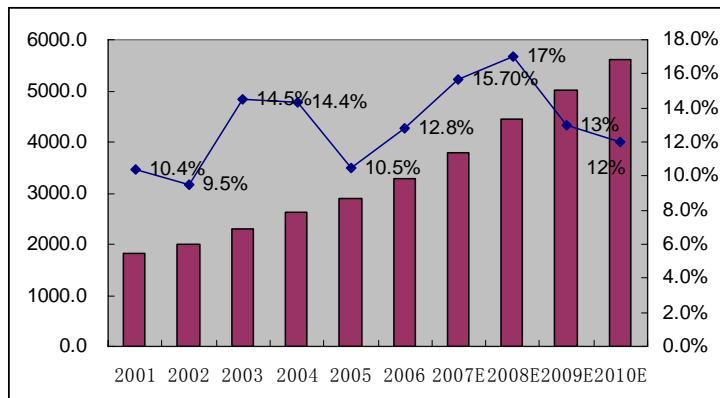
年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
澳大利亚												
综合指数	40.24%	-12.00%	15.18%	10.06%	7.91%	7.53%	12.05%	0.07%	6.50%	-11.43%	11.11%	22.60%
商业	43.22%	-21.17%	26.06%	63.00%	71.21%	15.72%	36.75%	6.43%	-16.97%	-23.78%	-12.78%	5.78%

数据来源：bloomberg、广发证券发展研究中心

北京无疑是奥运经济中的最大受益者。2006年北京社会消费品零售总额为3275.2亿元，同比增长12.8%。而今年前三季度北京累计实现社会消费品零售总额3109亿元，同比增长15.2%，我们预计08年北京批发贸易零售业的增幅将达到17%。

无疑，北京零售企业将是奥运经济中最大的受益者，在该主题投资下，我们认为最值得投资的零售企业为王府井和华联综超，同时部分专营奥运特许商品和专营体育用品的企业也将受益，相关企业主要包括西单商场和李宁（2331.hk）以及百丽国际（1880.hk）。

图4: 北京2008奥运前后批发贸易零售业总额及同比增速



数据来源: 北京统计局、广发证券发展研究中心

表7: 北京2007年前三季度社会消费品零售总额及分类别商品增速

单位: 亿元	2007 年 1-9		2006 年	
社会消费品零售额	3109.0	15.2	3275.2	12.8
吃类	781.5	13.8	813.8	8.7
穿类	288.1	13.1	312.8	11.1
用类	1779.1	18.3	1841.3	12.4
燃料	260.3	2.8	307.3	31.4

(二) 体制变革中的零售企业

零售业作为国退民进的行业,我们认为受国家政策管制相对较小,因而近几年零售业的并购也非常活跃,而相关的产业资本在零售行业的投资也加大了投资力度,因而我们认为未来几年零售行业仍将会有更多的并购出现,这将导致区域内商业资产重组的活跃。基本上,地方国资均希望通过先行进行重组,提升所辖上市零售企业质量,再引入外资战略投资者,以获取更高的收购溢价。

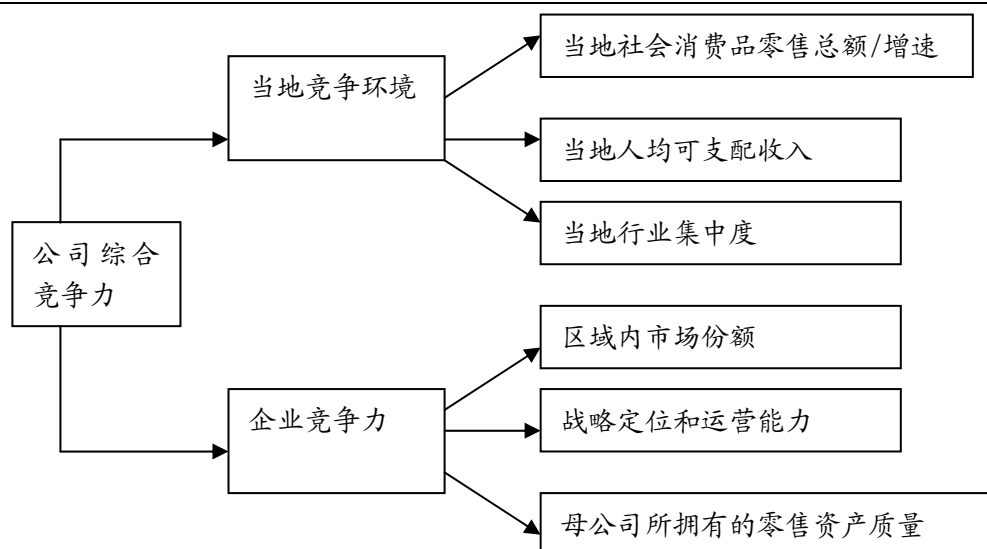
把握区域内商业资产重组的质量与发展潜力

我们在选择具有重组预期的区域型零售公司时,必须综合考虑公司的竞争力,我们认为从当地市场环境和企业竞争力两个方面考察公司是比较合适的。

当地市场环境我们主要选择三个指标,即当地社会消费品零售总额和增速、当地人均可支配收入和当地人均商业网点面积,前两个指标主要考察当地消费市场的容量和增长潜力,后一个指标主要是考察当地市场竞争激烈程度。而考察企业竞争力我们主要考虑三个因素,即企业在区域内的市场份额、企业的战略定位和经营管控能力和企业母公司所拥有的零售资产质量。

零售企业的获利能力与区域市场的份额密切相关。在前几年,一些企业追求快速发展,四处出击,而管理能力则在快速扩张中稀释。企业虽然扩大了,但没有形成有效的市场规模,没有形成规模效益。一个做强的企业,应在目标市场中,占有较高的市场份额,它的各种资源才可以集约,形成合力。大的市场份额和高的顾客忠诚度相辅相成;区域型零售企业在业态选择上,多选择了各种业态多元化发展的方式,但从实际效果来看,在一个业态上作强,更能提升企业价值。而企业经营管控能力决定了公司内生增长能力,我们可从企业自身的各项财务指标对企业的经营管控能力进行判断;母公司所拥有的零售资产质量决定了公司外延扩张的成本和潜力,我们倾向于选择拥有大量优质零售资产的企业。

图5：区域型公司综合竞争力判断标准



数据来源：广发证券发展研究中心

按照证监会行业分类，共有 59 家商业零售企业，我们主要选择以百货、综合超市、和连锁专业店的零售企业，并结合 2006 年中国城市竞争力 33 个城市的综合竞争力排名，我们选择了其中比较有代表性的 18 家零售公司。

表 8：2006 中国城市竞争力：60 个城市综合竞争力及各项指标排名

城市	综合竞争力	增长指数	规模指数	效率指数	效益指数	结构指数	质量指数	就业指数
香港	1	198	1	1	10	2	2	33
台北	2	196	5	3	1	4	4	50
上海	3	141	2	12	69	3	11	1
北京	4	154	3		68	1	12	2
深圳	5	19	6	17	77	13	3	3
广州	6	67	4	18	30	5	14	5
高雄	7	197	13	6	4	12	6	75
澳门	8	81	43	2	7	68	1	116
新竹	9	193	48	4	2	29	5	84
基隆	10	192	56	13	3		8	19
杭州	11	46	9	24	63	15	17	8
宁波	12	50	19	8	80	30	13	6
苏州	13	22	17	15	58	28	16	15
台南	14	194	37	20	5	40	10	38
天津	15		7	41		8		
厦门	16	33	29	14	40	23	15	42
大连	17	41	14	21	43	27	24	14
无锡	18	27	18	16	70		20	10
沈阳	19	59	11	38	34	14	62	30
青岛	20							17
珠海	21							

武汉	22							
东莞	23	4	22	5	191	47	18	4
佛山	24	60	12	10	153	24	40	27
南京	25	79	10	54	74	17	26	7
济南	26		20					
成都	27							
长春	28							
长沙	29	55	35	44	20	25	30	25
哈尔滨	30	45	25	64	22	16	53	32
中山	31	11		7	159			9
福州	32	155	32	37	50	39	27	21
西安	33					6		18
重庆	34							

资料来源：2006年《城市竞争力蓝皮书：中国城市竞争力报告No.4》

经过综合排名，我们认为济南、无锡、南京、广州、武汉、成都、重庆和杭州、银川几个市场增长潜力较大，竞争压力适中。我们建议重点关注这些地区的零售企业。

表 9：20 家零售公司当地竞争环境综合排名

证券代码	证券简称	所在城市	2006 年社会消费品零售总额	2006 年社会消费品零售总额增速	该城市人均可支配收入	人均商业网点面积	综合排名
600858	银座股份	济南	939.3	16.3	15261	0.88	1
600327	大厦股份	无锡	959.47	16.4	17772	1.05	2
600280	南京中商	南京	1166.85	16.1	17538	1.2	3
600682	S 宁新百	南京	1166.85	16.1	17538	1.2	3
000987	广州友谊	广州	2180	14.5	19851	1.45	4
000501	鄂武商 A	武汉	1293	14.6	12935	0.9	5
000759	武汉中百	武汉	1293	14.6	12935	0.9	5
600828	成商集团	成都	1155.3	14.9	12789	0.95	6
600814	杭州解百	杭州	1112.37	14	19027	1.1	7
600785	新华百货	银川	160.96	14.1	10025	0.65	8
600693	东百集团	福州	472.41	15.3	14162	0.90	9
000564	西安民生	西安	776.2	16.7	10905	0.93	10
600729	重庆百货	重庆	1404	14.5	11526	0.95	11
000715	中兴商业	沈阳	1048.7	14.6	11652	0.90	12
600628	新世界	上海	3360.41	13	21069	1.75	13
600631	百联股份	上海	3360.41	13	21069	1.75	13
600621	中国铅笔	上海	3360.41	13	21069	1.75	13
000417	合肥百货	合肥	384.31	18.5	10995	0.90	14
600697	欧亚集团	长春	424.8	13.5	12829	0.92	15
000796	宝商集团	宝鸡	160	14.6	9451	0.87	16

数据来源：各城市统计局、广发证券发展研究中心

从净资产收益率来看，高于 10% 的公司共有 8 家，分别是银座股

份、*ST 成商、广州友谊、中国铅笔、重庆百货、新华百货、王府井和大厦股份，而主营业务收入和净利润增长率均有 30%以上增长的公司有 8 家，分别是中国铅笔、武汉中百、王府井、*ST 成商、通程控股、东百集团、银座股份和杭州解百，从市销率和 07 年市盈率等估值指标看最具有吸引力的是新华百货和南京中商。从控股股东拥有的商业资产质量和确定性来看，王府井、重庆百货、银座股份、中国铅笔、新世界、百联股份、友谊股份和武汉中百较好。

表 10: 07 年前三季度主要财务指标

证券简称	控股股东 是否拥有 零售资产	PS	07PE	净资产 收益率 (ROE)	销售 净利 率	销售 毛利 率	期间 费用 率	资产 负债 率	存货周 转天数	主营业 务收入 增长率	净利润 增长率
新世界	上海黄浦区国资委/有	4.14	43.91	6.55	7.34	34.08	22.37	58.53	10.99	-0.20	-5.28
百联股份	百联集团/有	2.65	59.61	6.07	3.82	26.65	20.15	58.05	9.11	-8.69	29.03
广州友谊	无	3.67	45.13	13.93	7.98	24.49	11.32	44.61	19.61	28.49	30.18
通程控股	无	2.10	32.52	3.96	2.50	23.54	19.88	56.51	57.02	38.12	88.30
S 宁新百	金鹰商贸/有	3.01	49.73	7.94	6.60	23.54	16.53	52.20	30.93	-45.22	-16.56
东百集团	无	3.10	51.41	9.35	5.44	23.15	14.23	60.93	95.25	34.02	42.67
宝商集团	海航集团	3.13	78.90	1.97	1.27	22.88	20.43	46.09	86.49	15.60	956.24
西安民生	海航集团	2.14	45.78	3.13	2.93	20.50	15.31	46.37	9.87	1.46	21.73
友谊股份	百联集团/有	0.35	39.88	7.89	1.41	20.21	18.30	66.33	37.65	9.62	106.56
杭州解百	无	2.01	64.97	9.80	4.83	19.89	11.33	40.31	11.30	30.09	48.85
鄂武商 A	武汉商联/整合	1.48	55.59	5.54	1.49	19.72	13.14	68.76	13.20	13.14	11.66
新华百货	物美商业/有	1.11	29.67	11.57	3.97	19.32	12.94	46.43	29.60	13.10	64.51
中兴商业	银泰百货/潜在收购	1.78	35.67	7.39	3.49	19.16	13.31	27.84	14.53	10.24	12.13
王府井	北京国资委/有	1.93	69.63	10.04	2.64	18.87	13.71	61.19	26.73	42.02	48.18
*ST 成商	茂业百货/有	2.36	51.75	21.32	5.28	18.72	14.55	81.75	28.24	38.64	205.67
南京中商	江苏地华/有商业地 产	0.77	41.22	5.58	1.47	18.58	15.77	77.36	66.07	17.27	7.64
武汉中商	武汉商联/整合	0.81	49.88	3.46	0.88	18.53	16.90	73.20	40.64	16.92	66.36

银座股份	山东商社/有	1.86	41.66	22.34	3.78	17.91	11.35	69.80	9.77	32.42	88.26
武汉中百	武汉商联/整合	0.79	47.03	8.99	1.62	17.28	14.72	69.19	33.73	42.06	69.94
欧亚集团	无	1.66	43.87	8.12	3.35	15.77	9.15	61.69	20.28	29.35	32.08
重庆百货	重庆商社/有	1.07	51.16	11.78	2.07	15.10	12.01	63.53	35.40	11.84	22.37
合肥百货	无	0.85	42.44	6.84	1.78	15.04	11.84	60.73	31.14	26.94	71.40
大厦股份	无	1.24	43.97	10.05	2.74	12.84	7.96	55.65	33.60	3.36	29.32
中国铅笔	上海黄浦区国资委/有	0.77	52.69	11.82	1.51	8.38	4.96	62.20	48.47	43.03	61.02

数据来源: wind 资讯、广发证券发展研究中心

注: 按照 2007 年 11 月 30 日收盘价计算

通过综合以上指标, 我们认为 08 年在商业资产重组方面具有较强的确定性, 同时公司增长处于上升通道的公司为王府井、银座股份、重庆百货和武汉中百。对于上海的零售企业而言, 基本上在商业资产注入的时机选择上具有共同性, 上海零售企业的国有属性决定了上海国资委采取审慎的态度, 并有先解决重点企业的问题, 基于此我们建议投资者仍重点关注百联股份和友谊股份。

内外资零售企业经营绩效对比

在体制变革方面, 除了资产重组外, 股权激励对于零售企业的经营绩效有显著的影响。由于零售企业的管理具有明显的精细化特征, 我们认为内外资企业经营效率的差异主要体现在管理上, 而管理的问题通常又与体制有相当大的关联。我们对比了不同所有制下的零售企业的经营绩效, 从而可以发现相近规模, 定位趋同和管理经验相近的零售企业之间因体制问题而存在明显的经营业绩差异。

表 11: 2007 年前三季度各子行业内外资龙头公司主要经营指标对比

	连锁百货		连锁超市	
	王府井	百盛集团	武汉中百	物美商业
主营业务	全国连锁百货	全国连锁百货	区域连锁超市	区域连锁超市
主营业务收入 (万元)	627332	608728	528945	577472
净利润 (万元)	16572	49612.4	8564	23513.6
员工成本 (万元)	30347	19526.9	19825	15014
门店数量	17	25	70 仓储/422 便民	77 仓储/425
单位面积销售收入 (万元/平方米)	1.1	1.13	-	-
同店销售增长 (%)	15%	19.6%	10%	8.9%
销售毛利率 (%)	18.87	20.08	17.28	16.7
期间费用率 (%)	13.71	10.08	14.72	11.7
销售净利率 (%)	2.64	8.15	1.62	4.07

存货周转率 (%)	10.10	6.25	8.00	19.21
净资产收益率 (%)	10.04	27.3	8.99	12.45

数据来源: Wind 资讯、广发证券发展研究中心

我们通过对比发现,内外资企业在期间费用控制能力,特别是人力成本上的控制是导致企业盈利能力出现较大差别的主要原因。同时我们对比了实施管理层激励前后公司的经营绩效,同样证明了公司的费用控制情况是导致公司业绩差异的主要原因

实施管理层激励前后公司经营绩效对比

目前国内零售企业中公布了股权激励方案的公司有东百集团、苏宁电器,但两家公司均未获得证监会的正式批准。而对管理层实施了管理层激励,如提取奖励基金的公司则有广州友谊和新华百货两家公司,我们通过对比两家公司实施管理层激励前后的经营绩效,发现管理层激励的实施能有效地提升公司业绩,实现管理层与股东的双赢。

广州友谊于2004正式实施按照2003年年度股东大会审议通过的《股权激励办法》规定,一旦董事会确定的年度业绩目标被实现,公司将提取一定的激励基金并按岗位绩效考核结果进行奖励分配,其中对高中层管理人员的奖励为50%按二级市场价格购买本公司流通股股票、50%发放现金。我们将公司的2003年经营业绩与2004年经营业绩进行对比,发现公司经营效率大幅提升,其中销售毛利率提升了0.76个百分点,而同期销售费用率在新拓展正佳广场店的情况下还下降了0.78个百分点,自2004年后,公司在每年保持一家新门店开出的情况下,销售费用率呈逐年下降趋势,截至到2007年前三季度,销售费用率为11.33%。

表 12: 广州友谊 2003 和 2004 年主要经营指标对比

	2003	2004
单位面积销售收入 (万元/平米)	2.56	2.97
销售毛利率 (%)	18.72	19.48
期间费用率 (%)	16.66	15.88
销售净利率 (%)	4.19	4.45
净资产收益率 (%)	6.4	7.65

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

新华百货于2006年底通过了公司先推出了奖励基金计提方案。根据公司奖励基金奖励办法,公司将于2006年度按照净利润的10%计提奖励基金,并于2007-2008年净利润增长超过10%以上时,分别按照不超过净利润增长额的一定比例计提奖励基金。公司提取奖励基金,有效的激励了管理层提高运营效率,提升了公司净利润率。我们对比公司2006年和2007年前三季度经营指标可以发现,公司的期间费用率大幅下降了2.41个百分点,从而使得公司净利润率上升了1.24个百分点。

表 13: 新华百货 2006 和 2007 年前三季度主要经营指标对比

	20063Q	20073Q
单位面积销售收入 (万元/平米)	1.63	2.11
销售毛利率 (%)	16.93	19.33
期间费用率 (%)	15.35	12.94
销售净利率 (%)	2.73	3.97
净资产收益率 (%)	7.31	11.57

数据来源: 公司定期报告、广发证券发展研究中心

我们认为随着证监会关于上市公司股权激励实施办法的完善, 零售企业的净利润率将得到显著提升。基于此, 现阶段我们建议重点关注已经推出股权激励方案的东百集团和苏宁电器。

四、行业投资策略与重点公司推荐

(一) 行业投资策略

行业从 10 月份开始一直到明年的三月份, 均将进入旺季。我们认为行业的表现将逐步走强, 将行业的评级调高至买入, 建议投资者增加行业配置。在投资企业的选择上, 我们建议投资者以通胀为主线, 并把握奥运和体制变革两个投资主题。我们结合这三个投资要素, 重点推荐 A 股的南京中商、王府井、百联股份、中国铅笔、武汉中百、重庆百货和苏宁电器。重点推荐港股的金鹰商贸和百丽国际。

(二) 重点公司

南京中商

公司前三季度实现主营业务收入 26.15 亿元, 同比增长 17.27%。三季度单季度实现主营业务收入 7.93 亿元, 环比增长 1.19%。主营业务收入增长平稳。其中新街口总店实现主营业务收入 11.68 亿元, 同比增长 14.28%, 实现净利润 4333.7 万元, 同比增长 20.7%。总店增长略低于预期, 主要源于总店管理费用较同期有 2361 万元的增加额, 费用率同比增长 1.07 个百分点。该费用得增加主要源于淄博店开业以及淮安和宿迁项目已经开始进入项目设计阶段, 带来部分费用的结转。前三季度公司财务费用为 4216 万元, 较去年同期同比增长了 27.5%, 主要源于公司在建的房地产项目所需要的资金带来的财务成本。预计, 08 年中豪项目地产销售预收款的回收将降低公司财务费用。

作为一家中型的, 定位于江苏省及邻近省份的区域型连锁百货商, 我们认为公司的发展前景值得期待。从发展模式上, 我们认为公司选择区域连锁发展, 增强了公司成功的概率。对公司而言, 其一, 区域内消费者的消费习惯基本接近, 易于连锁; 其二, 区域内供应商资源可以充分实现各门店的共享, 区域内发展可以避免竞争对手的直接打

击,同时也可以利用区域优势对竞争对手取得竞争优势。其三,对于没有全国性品牌知名度的百货商,在本区域内更容易借助核心门店的品牌打造良好的品牌形象。其次,在连锁管理模式上,经过几年时间的摸索,公司目前基本确立了连锁百货门店的经营模式,实现了原来以分离的子公司开发管理模式向总部门店制管理模式转变。一方面,连锁门店开发中心可以专注于新门店的选址和筹建;另一方面,集团职能部门对各门店的日常经营情况直接进行管理,减少了管理层次,同时可以利用中央商场总店的销售规模降低异地门店得招商难度。同时,为了缩短新开门店得盈利周期,公司对于新开门店采取了从门店店长到楼层经理的正职由总部派出,副职在当地招聘的模式。通过该模式,可以充分利用这些人员的门店经营经验,并能够对当地招聘人员进行考察和培养。公司计划将这批人员作为新开门店初期专门的经营管理人才,以提高门店的存活度和缩短门店的盈利周期。

再者,从百货门店经营的情况来看,通常一个门店的培育时间需要三年左右的时间。从公司门店的经营时间来看,开店时间为3年以上的门店有3家,开业时间在1-3年的有5家,低于1年的有1家。从门店经营情况来看,经营时间在三年以上的三家门店均实现了盈利,而经营时间短于3年的门店中,徐州店不考虑或有负债和计提因素已经实现盈利。基于以上判断,我们认为08年将成为公司的经营拐点。

通过多年的经营实践,公司逐步树立了“立足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”的发展战略。通过与公司管理层的沟通和对公司部分门店的实地调研,我们认为在连锁百货经营方面公司的业绩拐点已经出现,同时公司庞大的自有物业和正在开发的商业地产为公司投资提供了安全边际。结合公司业绩承诺和各门店经营情况,我们预测公司07-09年EPS分别为0.44、0.67和1.00元,对应的PE分别为40、27和18。09年业绩预测中未包含地产项目带来的利润。从公司估值角度来看,公司目前是行业中最有吸引力的公司之一。我们给予买入评级,半年年内目标价格为30元,一年内目标价45元。

王府井

公司前三季度实现主营业务收入62.73亿元,同比增长42.02%。实现净利润16571.6万元,同比增长48.18%。公司业绩强劲增长势头延续。公司业绩增长符合我们一直以来对公司各门店逐步进入盈利贡献期的判断。以成都店为例,2007年上半年该门店实现主营业务收入7.13亿元,约同比增长22%,实现净利润8810.7万元,同比增长111%。净利润率为12.3%较06年的7.15%提高约5.15个百分点。该门店于1999年开业,经过约8年时间的逐步培育而不断爆发出超出市场预期的业绩增长。该门店的增长案例表明,公司不仅具有强大的异地拓展能力,而且能够不断的提升门店的经营水平,从而保持旺盛的生命力和成长性。这也进一步验证了我们对公司经营能力的判断。我们认为公司旗下各门店中,长沙店、包头店、重庆沙坪坝店等均具有成长为第二个成都店的潜质。公司门店的梯队的形成将使得

公司可以长期保持高速增长。同时通过增持成都店股权，预计每年可新增净利润 2500 万元以上。对成都店的增资意味着公司将加快在包括成都在内的西南地区的发展，以巩固在成都地区的优势地位。不仅在西南的同城门店数量增加，在包头和北京公司已选好新门店地址，预计两新门店最迟将在明年开业。同城门店集中度的提升而产生的协同效应，将使得公司的利润加速增长。而北京门店数量的进一步增加，使得公司在奥运中的受益将远远超过我们的预期。根据公司最新经营进展，我们调高公司 07-08 年 EPS 至 0.60、1.00 和 1.47 元，分别较原盈利预测调增 13.2%、13.6%和 20%。公司作为百货行业当之无愧的龙头，同时将显著在奥运中受益，我们维持买入评级，目标价格为 60 元，对应得 08 年 PE 为 60 倍。

中国铅笔

由于目前我国处于负利率时代，而金银珠宝首饰除具有艺术功能，同时兼具投资功能，使得该类产品今年以来一直保持快速增长，07年1-8月份，金银珠宝累计销售增速为53%，远高于其他产品。我们预计08年国内仍将处于资产价格膨胀和负利率的时期，故金银珠宝产品仍将保持40%以上的快速增长。同时受美元贬值影响，以黄金为主的产品价格也呈上升趋势。金价已从6月底的695美元/盎司上涨到800美元/盎司，其他珠宝价格也有10%-20%左右的涨幅。

中国铅笔控股子公司老凤祥(持股比例：50.44%)为国内是金银首饰业的龙头品牌，具有159 年历史。2006年老凤祥黄金饰品为23吨，而全国黄金消费为240吨，公司占有近10%的市场份额，是业内龙头。同时老凤祥品牌名列世界品牌实验室最新公布的“2007年度中国500最具品牌价值排行榜”第221位，较06年的第293位提升了72位，而品牌价值也提升至31.25亿元。但公司不局限于目前在黄金饰品的龙头地位，积极向时尚品牌转型，以吸引更多的年轻消费者。公司今年推出的情人节系列和夏季推出的爱情的海的阳光系列，均获得市场好评，吸引了更多的年轻消费者。同时，公司为了充分发挥现有设计师团队的优势，计划以知名设计师名字推出相关系列产品，以提升产品设计附加值。

为了适应更年轻的消费者需求，公司 2007 年的主要工作为扩展产品线。从以黄金、铂金饰品为主的连锁商，扩展到包括钻石、翡翠、珍珠等镶嵌类珠宝饰品在内的综合黄金珠宝连锁商。公司的目标是黄金、铂金、镶嵌、珠宝零售比例达到 40: 25: 30: 5。目前公司已经建立了珍珠和玉石类产品的在产地的采购渠道，同时正在争取成为戴贝尔斯的大陆一手看货人，以降低钻石采购成本，为 2010 年老凤祥钻石类饰品实现 10 亿元的销售目标而努力。公司目前拥有 55 家银楼(上海地区 50 家)，70 多家专卖店和 895 家经销商，公司仍采取批发和零售兼营的方式，短期内快速扩大经销商队伍，长期着力于自营开店和现有店面的潜力提升，以加快公司发展。

我们认为随着国内资产价格的膨胀和我国目前处于负利率时代的现实，公司所处行业将维持高度景气。同时公司具有较强的品牌优

势和渠道优势，公司未来三年可维持 50%以上的复合增长率。我们预计 07-09 年 EPS 为 0.38、0.60、0.85 元，基于公司在行业内的优势地位和公司处于快速发展周期，我们给予公司买入评级，对应目标价格为 24 元。

金鹰商贸

公司是一家立足江苏，拓展全国的连锁百货公司。目前拥有 12 家门店，其中已开业门店 9 家，除开西安 2 家、昆明 1 家门店外，其他门店均位于江苏省内。公司门店定位为做当地最好的百货门店，主要目标客户为中高收入阶层。我们认为公司能够在江苏省内乃至未来在全国扩张成功，主要源于公司的连锁管理模式较为成功。公司采取由发展部负责新开门店的选址，集团各职能部门直接对门店进行管理的方式来保证公司门店的定位、装修、招商与后续的经营管理都能得到总部的支持，也使得各门店可以获得更多的招商资源。公司在江苏省外新开的西安高新店预计今年仍略有亏损，但从经营情况来看，预计明年可以实现扭亏。而昆明店则成功的引进了 GUCCI、HERMES 等国际一线品牌，后续 HUGO BOSS 等品牌进驻的可能性也较大。如果明年西安店和昆明店能够实现盈利，则表明公司跨区域扩张能力得到验证，公司的估值水平可以得到进一步提升。

公司上市后同店销售可比增长一直保持在 15% 以上。我们认为通过调整商品结构带来的客单价提升，是公司同店可比增长持续提升的主要动力。南京总店、西安高新店、扬州店 2007 年中期的客单价同比增长分别达到 18.7%、28.9% 和 17.6%，而同期销售收入同比增长则分别为 22.5%、24.3% 和 36.2%。南京总店目前客单价最高，达到 592 元，其他较高的有南通店、扬州店和西安高新店，分别达到 484 元、359 元和 379 元。从城市的可支配收入和经济容量来看，我们认为西安高新店、扬州店完全有能力在近一两年内达到南通店水平。定位于中高段客户的百货门店，客单价在 500 元比较理想。从各部门的趋势来看，我们认为老门店依靠客单价提升，仍有较大的增长潜力，而新开门店则可通过提升客单价和客流量双向受益。

按公司已披露信息，公司目前已选址但尚未正式开业的门店主要有淮安店、南京珠江路 1 号店和盐城店。这三个门店均将在 08 年开业。其中南京店为租赁门店，盐城和淮安店为自有物业。同时公司预计可在 08 年完成对南京新百的股改，如果股改完成，公司可获得对南京新百的控制权。从长远看，预计南京新百下辖的两家门店将有纳入公司的可能。对于新百的东方商城已经开始进行商品调整，将打造成与南京目前最高档的德基广场档次相当的门店，以保持公司做当地最高端的百货门店的定位。公司还计划在南京总店位置进行金鹰三期的建设，预计该项目 08 年开工，10 年可以投入使用，预计将可使总店营业面积由目前的 2.5 万平方米增加至 5.5 万平米。同时，公司还计划继续在省内其他城市继续新设门店，包括无锡、常州以及南通新开门店。我们预计公司 08-10 年间每年可保持新增经营面积 6 万平米的速度，维持 40% 的外延式扩张速度。

我们初步预计公司 07-09 年的每股收益为 0.21、0.29 和 0.41 元，

对应的 07-09PE 为 35、25 和 18 倍。我们认为公司跨区域扩张成功的能力正在得到验证，且公司未来具有良好的成长性，给予 08 年 40 倍 PE，目标价格为 11.6，较一线龙头股百盛的估值仍有 80% 的折扣。

百丽国际

百丽国际是内地最大的女装鞋零售商，截至 2007 年 6 月底，其自营零售网点达到 4816 间，比 2006 年底增加 988 间。公司目前经营 8 个鞋类品牌，其中下属四大品牌 2006 年在内地市场占有率达到 17.7%。同时，公司还是耐克及阿迪达斯两大运动品牌在内地最大的零售代理商。2006 年公司的销售收入是 2004 年的 7.16 倍，利润是 2004 年的 13 倍，百丽能够维持高速增长，我们分析主要缘于公司采用纵向一体化的连锁商业模式、产品定位覆盖面广，多品牌策略运营非常成功、具有渗透整个价值链的规模效应、经验丰富的管理团队以及采用了轻资产运营策略。

2007 年上半年公司共实现销售收入 51.31 亿元，同比增长 56.3%，其中鞋类业务实现销售收入 28 亿元，同比增长 35.9%。公司实现净利润 10 亿元，较去年同期的 4 亿元，增长 140.8%。上半年毛利率为 51.6%，较去年同期的 61.3%略有下降，主要源于公司运动服式业务的销售比重提升，同时运动服式的毛利率较鞋类业务毛利率所致，公司在 08 年应对奥运会的举办，预计运动类服饰的销售比重将持续提升，故公司未来毛利率仍会小幅下降。

为了维持公司的快速发展，百丽在上市之后进行了多项收购，主要为收购 FILA 运动业务、妙丽中高端女鞋和江苏森达，进军男鞋业务。

FILA 是全球知名的品牌，产品种类繁多，包括鞋类、服装、配件和运动器材。FILA 品牌是公司首个与合营伙伴共同拥有的自有运动品牌，公司预计通过 2-3 年时间将其培育成为一个较为成熟的运动品牌。由于该品牌未来 2-3 年均处于培育期，我们预计对公司收入和盈利贡献有限。

而对于妙丽女鞋，公司计划在 2008 年整合其现有零售店铺并改善供应链效率，预计 08 年实现销售额约为 3 亿港元，全年净利润率约为 10%，可给公司带来三千万利润，整体利润占比较小，但我们判断随着该品牌在国内的认知度的提高和公司积极的营销推广，我们预计 09 年销售收入可提升至 5 亿港元，净利润率提升到 15% 以上。

我们认为对于公司影响较大的是所收购的森达男鞋业务。考虑到其自有工厂与自有店铺，森达业务将自成体系独立运营。在 2008 年，公司计划将森达原有的以生产为主导的经营模式转换为以市场为主导的经营模式，同时改善供应链效率，预计其全年营业额约为 10 亿人民币，净利润约为 1 亿人民币。通过收购公司 08 年可实现外延增长 15% 左右，同时国内良好的消费环境可使得公司保持 30% 以上的内生增长。同时，公司未来仍会延续收购路线，不断地收购相关的鞋类和运动服饰业务以保持公司在国内市场的龙头地位。

我们预计公司 07-09 年每股收益为 0.21、0.32 和 0.45 元，未来三年可保持 50% 以上的复合增长率，我们给予龙头公司 08 年 50 倍 PE，对应的目标价格为 16 元，建议买入。

表 14: 重点跟踪公司 07-09 盈利预测与投资评级

公司名称	EPS			净利润增长率			PE			投资评级
	07E	08E	09E	07E	08E	09E	07E	08E	09E	
全国性连锁百货										
600859 王府井	0.53	1.00	1.47	116.33	88.68	47	77.8	41.2	28.0	买入
3368 百盛集团	1.20	1.62	2.11	55	35	30	72.5	53.7	41.2	买入
600631 百联股份	0.37	0.45	0.58	33.90	25.32	28.89	53.8	44.3	34.3	买入
600694 大商股份	1.05	1.41	1.73	28.19	24.33	22.7	43.0	32.0	26.1	持有
综合超市										
000759 武汉中百	0.33	0.45	0.58	40.93	36.70	24.3	50.3	36.9	28.6	买入
600361 华联综超	0.57	0.77	0.87	22.19	37.79	25.8	50.6	37.5	33.2	短持, 长买
600827 友谊股份	0.5	0.7	0.88	21.74	44.88	18.6	38.4	27.4	21.8	持有
8277 物美商业	0.28	0.39	0.49	47.00	40.00	25.00	26.4	19.0	15.1	买入
0980 联华超市	0.46	0.51	0.56	5.00	10.00	10.00	25.7	23.2	21.1	持有
区域零售										
600280 南京中商	0.44	0.67	1.00	15.00	52.00	49.00	41.5	28.5	19.2	买入
600875 新华百货	0.70	0.95	1.20	59	35.7	26.3	32.7	24.1	19.0	买入
3308.hk 金鹰商贸	0.21	0.28	0.35	41.00	35.00	25.00	39.9	29.9	23.9	买入
000987 广州友谊	0.75	1.00	1.22	27.11	33.33	22.5	44.0	33.0	26.9	短持, 长买
专业连锁										
002024 苏宁电器	0.85	1.12	1.5	105.43	94.08	22.95	72.6	55.1	41.1	买入
1880.hk 百丽国际	0.21	0.32	0.45	75	50	42	50.5	33.1	23.6	买入
0493.hk 国美电器	0.28	0.38	0.45	15.00	35.00	20.00	63.8	47.0	39.7	买入

数据来源: 广发证券发展研究中心、Wind 资讯

以 2007 年 12 月 05 日收盘价计算

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。



相关研究报告

2007 年第四季度零售行业投资策略报告	欧亚菲	2007-09-24
2007 年零售行业第一季度业绩综述	欧亚菲	2007-05-10
2007 年第二季度零售行业投资策略报告	欧亚菲	2007-03-25
2007 年零售行业跟踪报告-春节销售情况综述	欧亚菲	2007-03-01
2007 年零售行业投资策略	欧亚菲	2006-12-25

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

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。