



华泰联合证券

HUATAI UNITED SECURITIES



# 雾里看花与水中望月 ---零售行业研究方法探讨

吴红光 耿邦昊

Jul 2010

# 目 录

---

- 行业篇：黄金十年初上路
- 公司篇：黑匣子与魔术师
- 策略篇：黑马斑马与白马

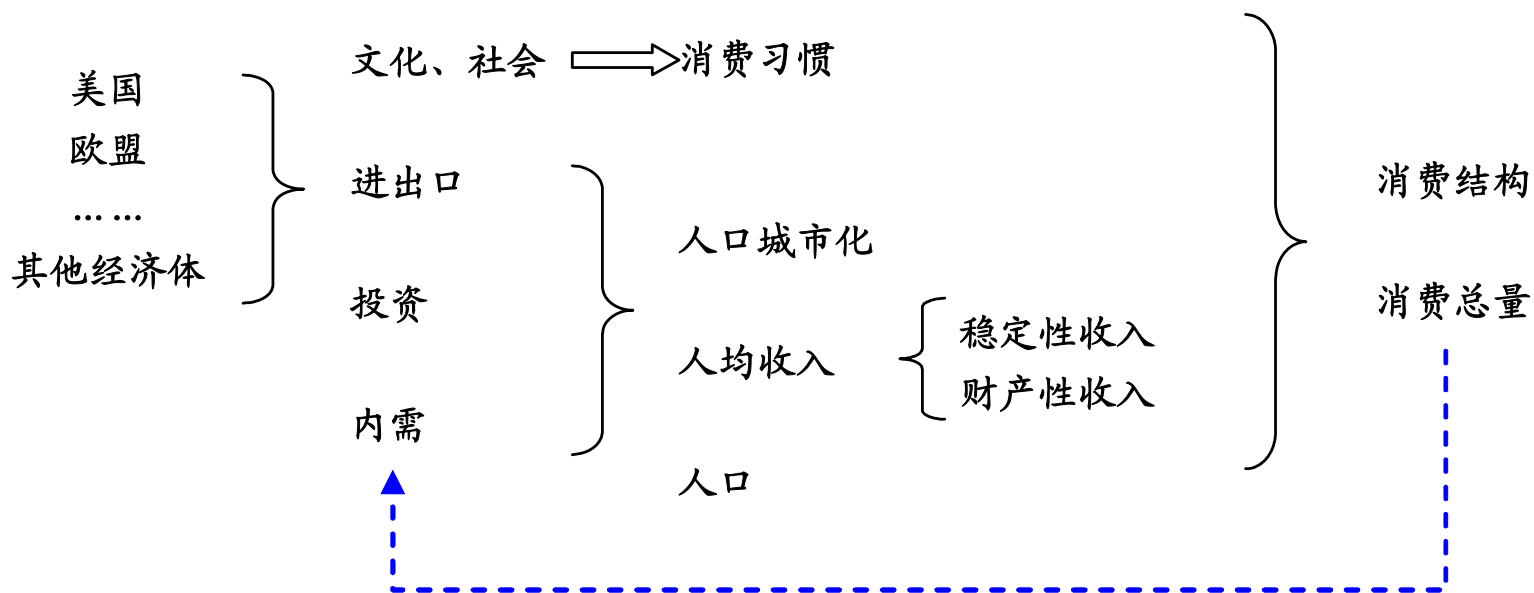
# 行业篇：黄金十年初上路

---

- 需求：消费能力和消费意愿
- 供给：低集中度与区域差异
- 政策：面子政策和实效政策
- 业态：业态分类和盈利本质

# 消费能力和消费意愿

- 经济增长方式的转变：消费占在GDP中占比仅为36%，长期提高潜力巨大
- 人口数量与结构：城市化带来主力消费人群数量的增加、人口红利
- 收入水平：人均可支配收入的提高
- 消费倾向提升：产品档次提升、更新换代等
- 个人信贷：放大消费与购买力



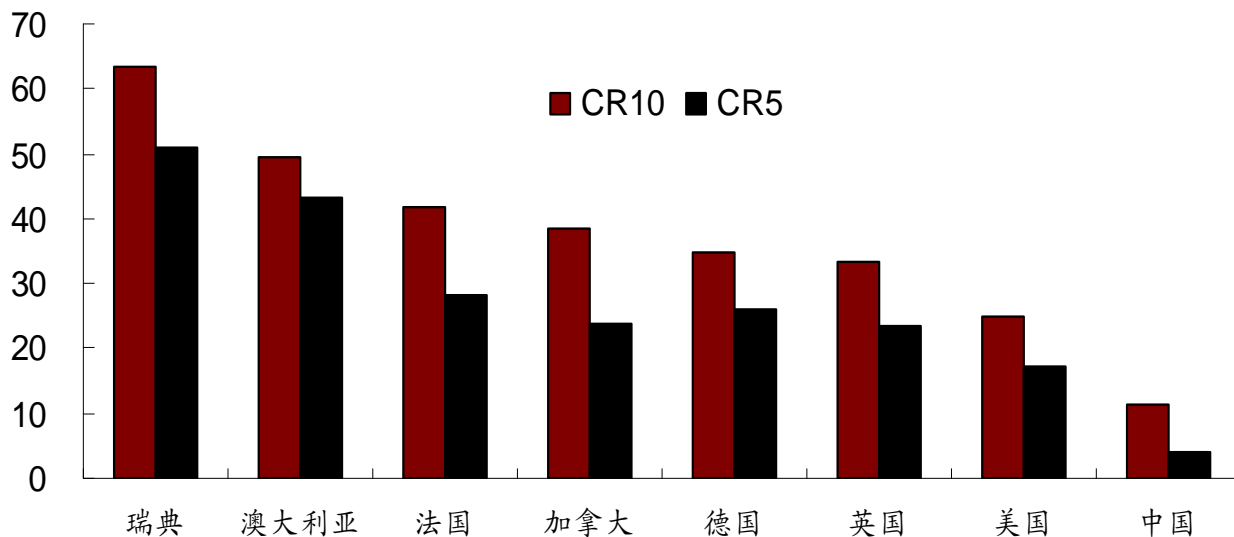
# 低集中度与区域差异

## ➤ 行业集中度较低

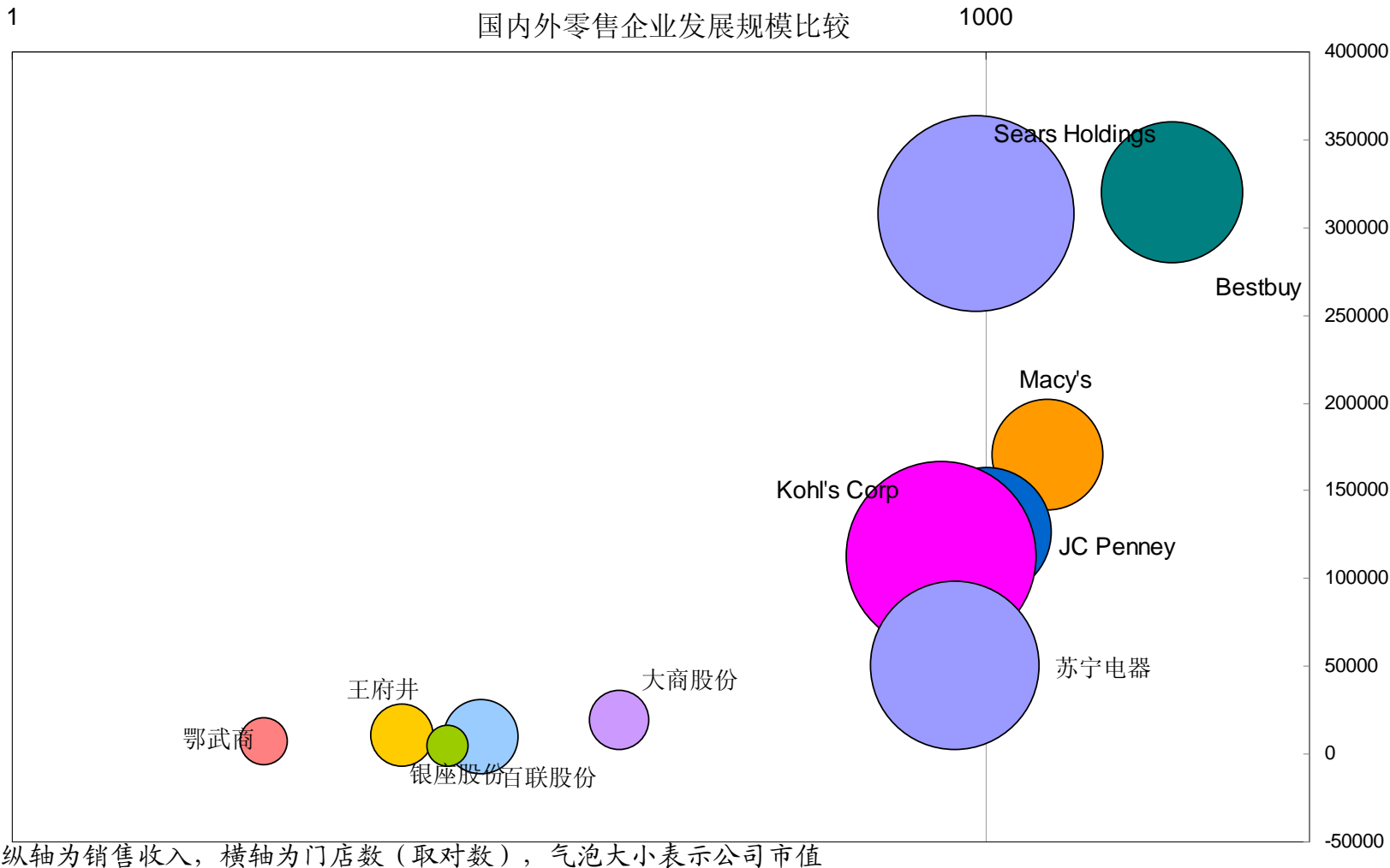
✎ 行业仍处在区域分割、连锁化程度较低的阶段，连锁企业受益于规模效应将逐渐壮大，行业集中度将逐渐提升

## ➤ 区域差异明显

✎ 东部地区零售相对发达、集中度较高、竞争激励，中西部地区及部分东部三四线城市还存在大量市场空间



# 低集中度与区域差异



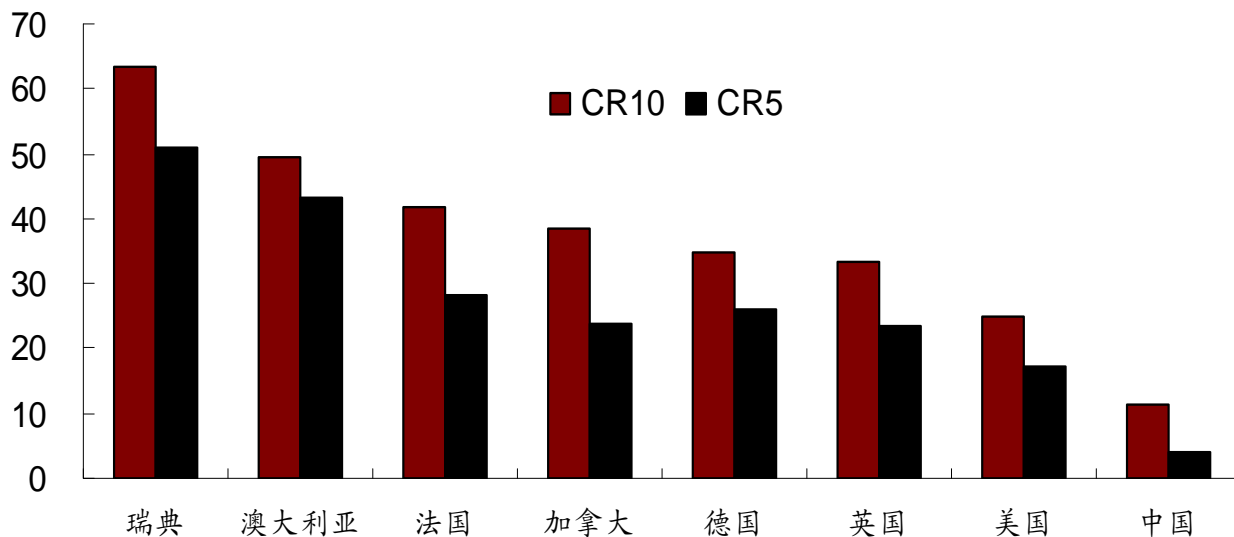
# 低集中度与区域差异

## ➤ 行业集中度较低

✎ 行业仍处在区域分割、连锁化程度较低的阶段，连锁企业受益于规模效应将逐渐壮大，行业集中度将逐渐提升

## ➤ 区域差异明显

✎ 东部地区零售相对发达、集中度较高、竞争激励，中西部地区及部分东部三四线城市还存在大量市场空间

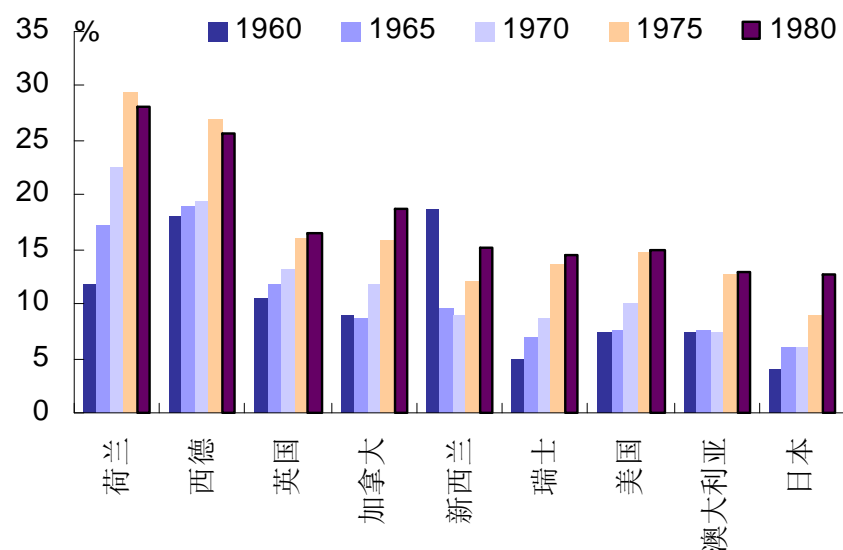
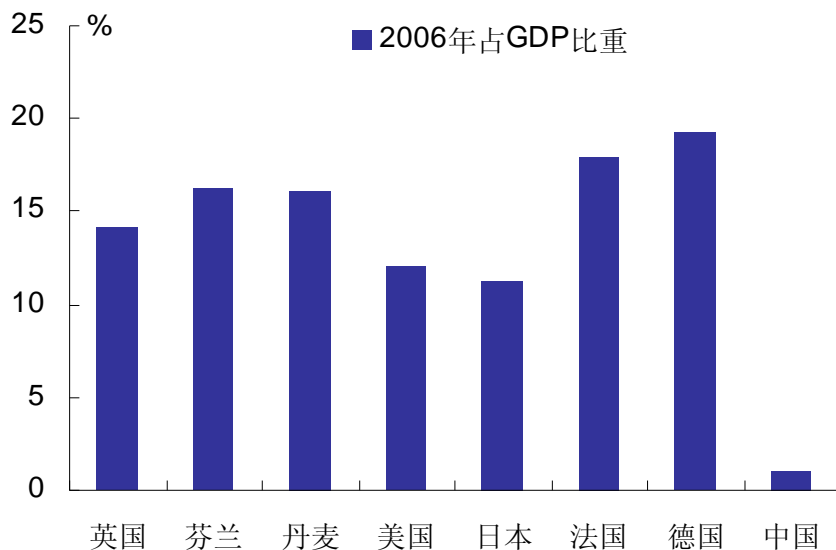


# 面子政策和实效政策

➤ 国内消费滞后重要原因在于资源过度向工业部门集中，加之社会保障不健全造成居民减少消费以增加储蓄、通过个人储蓄构建理应由社会承担的未来保障。

➤ 中国能否真正实现向消费型社会的转变，取决于政府能否快速出台系列实质性措施以提振居民实际收入，并改善社保体系，解决教育、医疗、住房3座大山对消费的压制

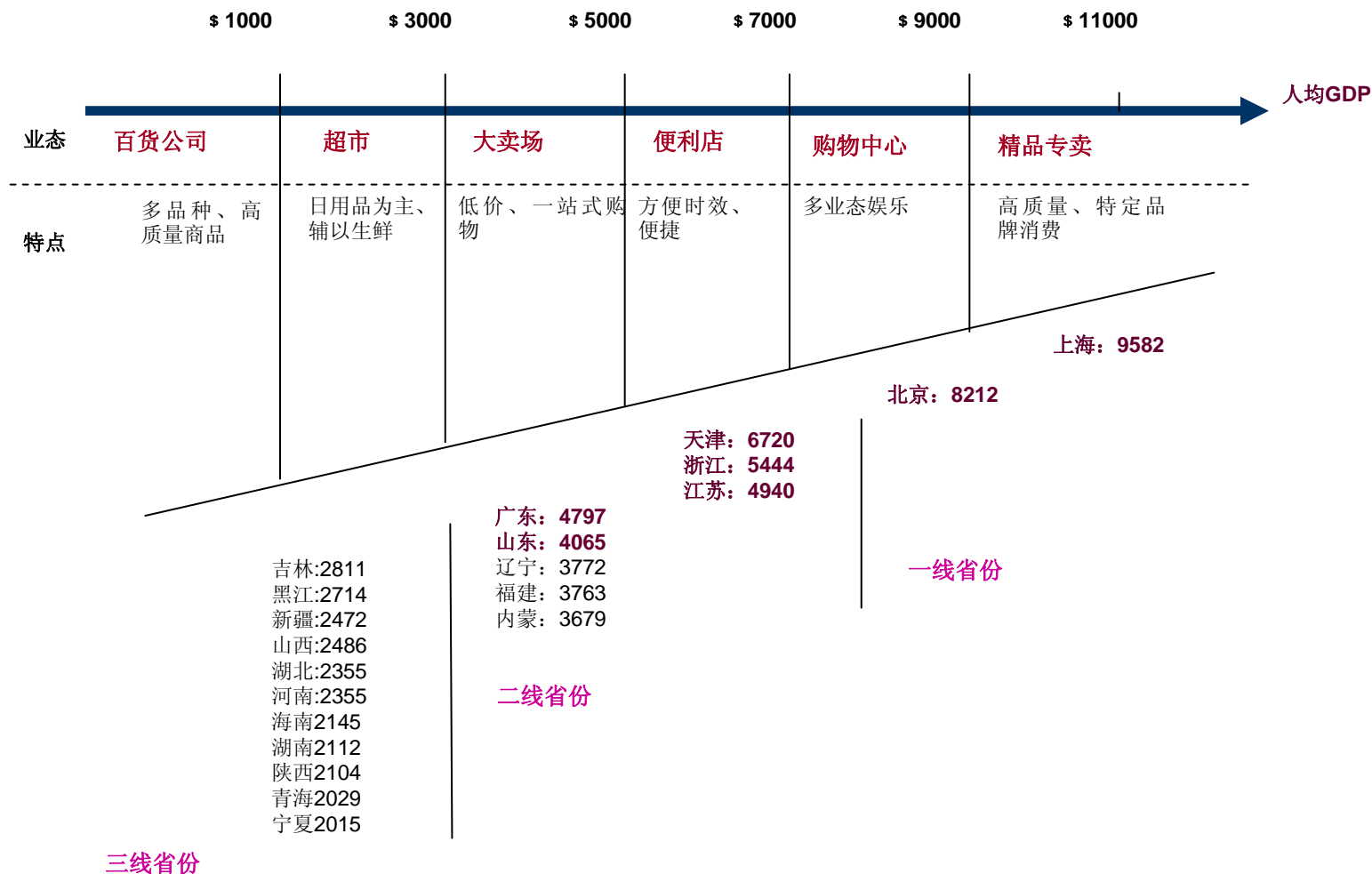
**图：1960-1980 年各经合组织成员国社会保障支出占 GDP 比**



资料来源：OECD，联合证券研究所整理



# 业态分类和盈利本质



# 业态分类和盈利本质

- 主要业态
  - 百货、购物中心
  - 超市
  - 专业连锁
- 主要业态特征概述

业态	选址	商圈与目标客户	规模	商品售卖方式	服务功能
超市	市、区商业中心、居住区	辐射半径2公里左右，目标顾客以居民为主	营业面积6000平方米以下	自选销售，出入口分段，收银台统一结算	营业时间12小时以上
大型超市	市、区商业中心、城郊结合部、交通要道及大型居住区	辐射半径2公里左右，目标顾客以居民、流动顾客为主	实际营业面积6000平方米以上	自选销售，出入口分段，收银台统一结算	设不低于营业面积4%的停车场
百货店	市、区级商业中心、历史形成的商业聚集地	目标客户以追求时尚和品位的流动顾客为主	营业面积6000至20,000平方米	柜台销售和开架面售相结合方式	注重服务、设餐饮、娱乐等服务项目和设施
专卖店	市、区级商业中心、专业街以及百货店、购物中心内	目标客户以中高档消费者和追求时尚的年轻人为主	根据商品特点而定	柜台销售或开架面售方式，商品陈列、照明、包装、广告讲究	注重品牌声誉，从业人员具备丰富的专业知识，提供专业性服务

# 业态分类和盈利本质

	经营模式	经营商品	收入来源	盈利本质
百货公司	联营(80%)	服装等大部分商品	扣点	垄断地租
	自营(10-15%)	珠宝、化妆品等	进销差价	
	出租(5-10%)	出租柜台或场地	租金	
国内超市	自营	食品及各类日常用品	进销价差、供应商返利、通道费收入	供应链效率
家电连锁	自营为主、小家电联营	家电		

	国际百货（以玛莎为例）	国内百货
联营\自营比例	80% 自营	80% 联营
产品品类数量	6000种	20000种以上
参与供应链程度	专门设立技术开发部门进行产品创意和设计	不参与
毛利率	37%	20%左右
净利率	15%	4.5%
盈利本质	供应链效率	垄断地租

# 重点关注指标

## 宏观经济指标

- 消费
  - ☞ 社会消费品零售总额和名义/实际增速
  - ☞ 人均GDP、人均社会消费品零售总额
  - ☞ 消费率（消费/GDP）、城市化率、人口结构
  - ☞ 各个地区的社会消费品零售总额及其增速
  - ☞ 限额以上批发零售企业零售额同比增速
  - ☞ 消费支出结构、恩格尔系数
  - ☞ 消费者信心指数
- 收入
  - ☞ 人均可支配收入和增速
- 物价
  - ☞ RPI、CPI
- 景气
  - ☞ 行业景气指数

## 区域经济指标

- 购买力增速：
  - ☞ 人均可支配收入增速在全国的排位
- 消费能力增速：
  - ☞ 当地社会消费品零售总额绝对额及其增速在全国的排位
- 城市化率先行指标：
  - ☞ 固定资产投资增速在全国的排位
- 业态发展趋势：
  - ☞ 当地GDP及其增速、人均GDP

# 难点

---

- 数据较难取得且有效性差
- 对经济结构的判断和把握
- 对政策的跟踪和理解程度

# 公司篇：黑匣子与魔术师

---

- 自下而上的方法论
- 基本面的深刻分析
- “博弈”，其乐无穷

# 自下而上的方法论

---

“零售公司就是黑匣子，想给你看哪一面就是哪一面” —— 某基金经理

“零售公司全都是魔术师，捏业绩就像捏面团一样” —— 吴红光

➤Q1: 行业好，公司就会好？

➤Q2: 银座股份与合肥百货有什么区别？

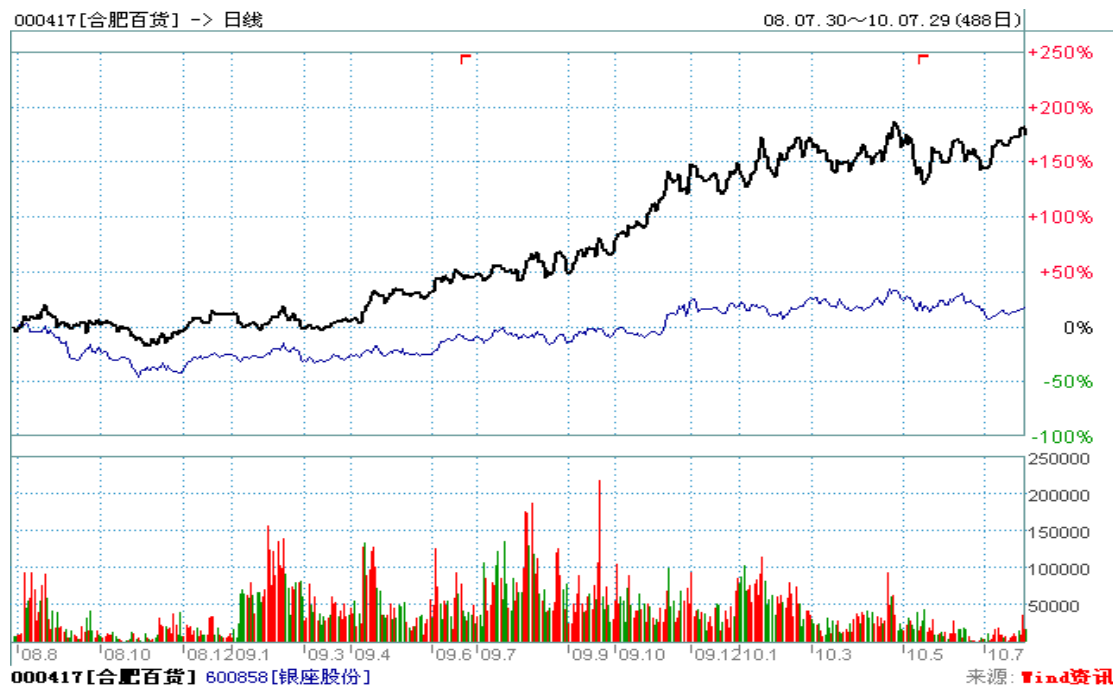
# 自下而上的方法论

## 银座股份

- 山东区域龙头，区域控制力极强
- 09年收入52.4亿元，毛利率18.68%
- 09年净利润1.12亿元

## 合肥百货

- 安徽区域龙头，区域控制力极强
- 09年收入58.9亿元，毛利率16.51%
- 09年净利润2.01亿元





# 基本面的深刻分析

---

- 寻找产业整合者
- 寻找体制革新者
- 寻找业态创新者

# 寻找产业整合者

表：区域垄断和品牌连锁型零售商特征对比

	优质区域领导者	全国品牌连锁
特点	网点覆盖宽度和广度都相对领先，在当地竞争优势显著	品牌认知度高，管理模式先进，一般定位为中高档
盈利模式	在所在区域的行业地位突出，依托区域强势地位获得供应商、消费者认同和依赖	依托全国性连锁分销网络和市场认知度获得供应商、消费者认同和依赖
要求	区域市场网络健全，渗透率高，在当地居民心中拥有较高品牌忠诚度	品牌认知度高，档次定位合理，购物环境良好，品种丰富，拥有广泛的消费群体
百货业代表	重庆百货、鄂武商、银座股份	大商股份、百盛、王府井、太平洋百货
超市业代表	武汉中百、步步高、物美商业	联华超市、华联综超

资料来源：联合证券研究所

## 行业整合趋势：

➤ 产业整合者在逆境中壮大

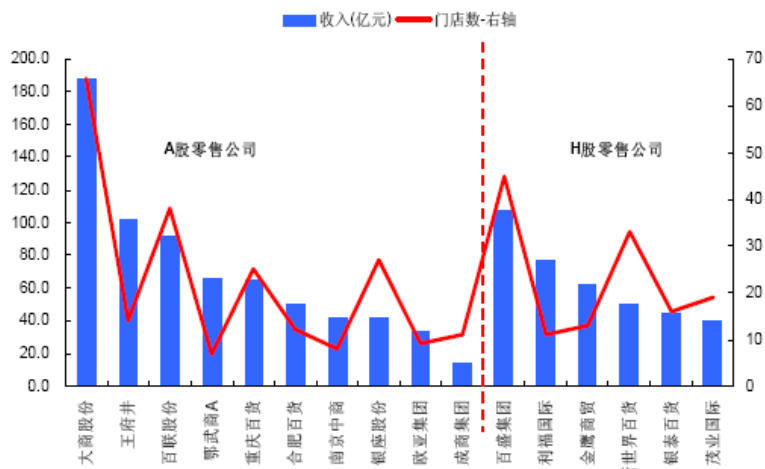
➤ 区域整合将成为重组主流

我们的观点是：优质区域市场领导者难能可贵，实现成功跨区域扩张的全国品牌连锁零售公司更是极具产业整合王者之相的霸者

# 寻找体制革新者

由于历史发展的原因，中国许多零售企业存在许多体制问题，国内零售企业背负着冗员、激励机制等众多包袱，“戴着镣铐舞蹈”；

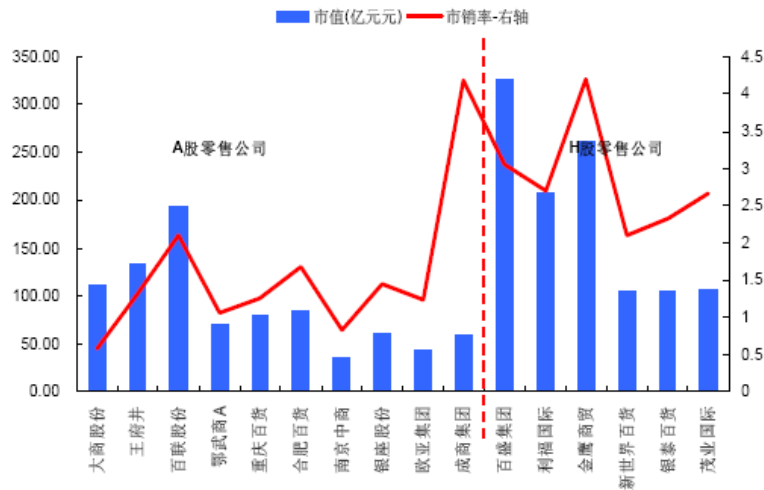
图：A H 股零售公司规模比较



资料来源：华泰联合证券研究所

从收入规模和门店数来看，A股公司与港股公司并无太大差距

图：A H 股零售公司市值比较

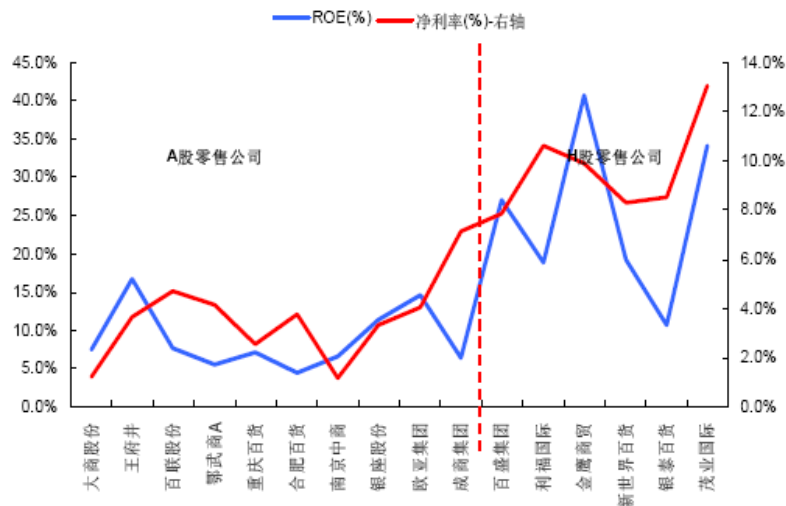


资料来源：华泰联合证券研究所

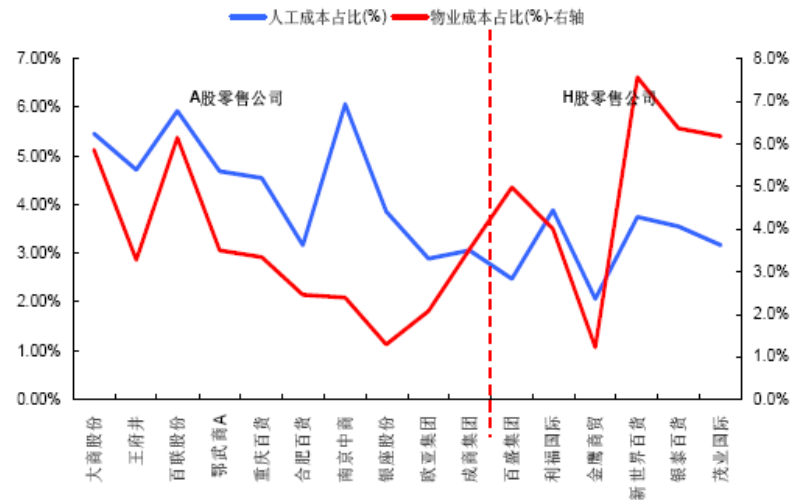
# 寻找体制革新者

但是随着市场化程度的提升，体制桎梏已经开始有破除迹象。与港股公司相比，中国零售企业实际盈利能力提升空间巨大。

图：A H 股零售公司盈利能力和资产效率比较



图：A H 股零售公司大类成本比较



资料来源：华泰联合证券研究所

A股公司无论是净利率还是资产收益率，都与港股公司相差甚远

资料来源：华泰联合证券研究所

A股公司普遍占据物业成本优势，但冗员压力较重

# 寻找业态创新者

表：人均GNP与业态的关系

人均GNP	发展蓬勃的业态	消费特性	台湾各业态兴起时间及人均GNP
1000	百货公司	喜爱多种商品、高品质商品	1964年，956美元
3000	超级市场	重方便、快速、清洁、卫生	1973年，3046美元
6000	便利商店	要求便利、时效、明亮卖场	1977年，6333美元
10000	量贩店	追求大量购买、低价商品	1981年，10202美元
12000	购物中心	多元化购物便利、讲究品味气氛	1984年，12490美元
15000	精品专卖店，DIY， Home Center，Non-Store Retailing	个人休闲时间增多，讲求个性化、 品味化、希望自己动手做。	2004年，15156美金

资料来源：华泰联合证券研究所整理

➤ 不同收入水平下，消费者对商品的需求各不相同，因而相应的产生对各业态的不同需求，各个时期发展最快的业态必然是最符合当时的收入水平和消费习惯的业态，而收入水平的提高又对原有业态产生了新的冲击，具备发展创新业态能力的企业才能立于不败之地。

# “博弈”，其乐无穷

---

零售公司具备了做“坏人”的天然条件

- 行业盈利水平一般单现金流充裕
- 体制束缚严重，激励制度不足
- 销售情况难以实施监控
- 现行会计准则下披露信息极差

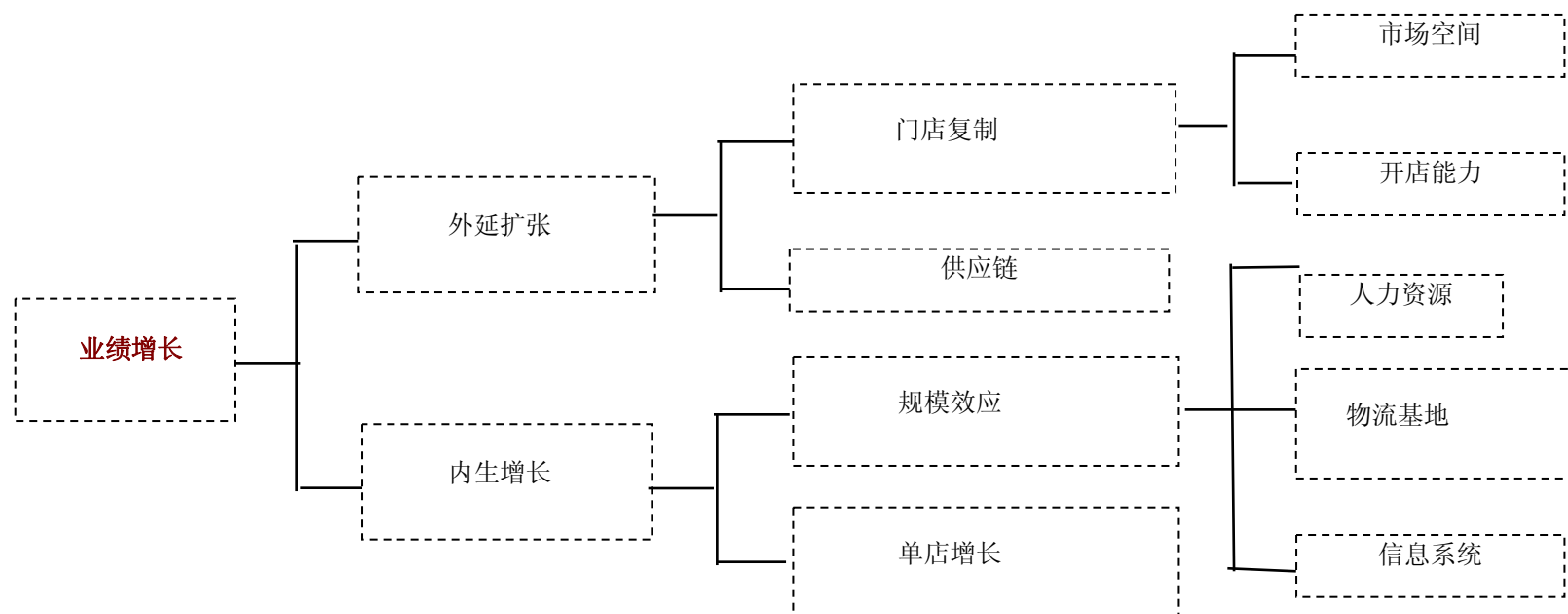


- 零售企业的利益诉求
- 实现利益诉求的方式

# 重点关注指标

## ➤ 业绩增长来源

- ⌘ 外生性增长：对新型连锁型零售商来说，通过扩张门店数目和扩展门店面积可以达到短期内快速外生性增长；
- ⌘ 内生性增长：通过扩大规模，降低单位员工成本、租金成本、和仓储物流信息费用，可以提高单位面积利用效率、降低成本，达到内生性增长
- ⌘ 其他影响因素：对于零售企业来说，由于门店增长产生的开办费摊销，和由于较高的资产负债率带来的借款利息，是影响损益的其他重要因素



# 难点

---

- 上市公司信息获取很难
- 利益博弈需要大智慧



# 策略篇：黑马斑马与白马

---

- 黑马机会，坏公司坏股票
- 斑马机会，好公司坏股票
- 白马机会，好公司好股票

# 策略篇：黑马斑马与白马

## A阶段：谁是黑马

- 零售公司具有大量资产（隐性资产）；
- 公司经营状况差，存在历史包袱（冗员、坏账、资金压力大）
- 大股东持股比例较低，且无力扶持公司

- 存在被收购、整合、改制的可能
- 成为频繁炒作的标的

- 不确定性强、风险高、收益高

## B阶段：寻找拐点

- 公司经历收购、整合等事件，新股东入主；
- 出现拐点性事件如裁员、处置不良资产等；
- 公司资产状况得到优化配置，业绩释放回归合理化

- 公司价值逐渐为市场认可，业绩提升、估值回归的戴维斯双击

- 有一定不确定性、可能存在较大的时间成本、收益较高

## C阶段：专注经营

- 公司成为白马公司，经营稳健、扩张成功率高，从同行中脱颖而出；

- 公司受市场追捧，享受溢价

- 风险较低，机会通常来自于市场犯错和估值修复

# A阶段，谁是黑马

➤ 黑马公司的机会其实来源于信息优势，对重组、并购等重大事件的提前了解

图：历年来我国零售业收购部分案例

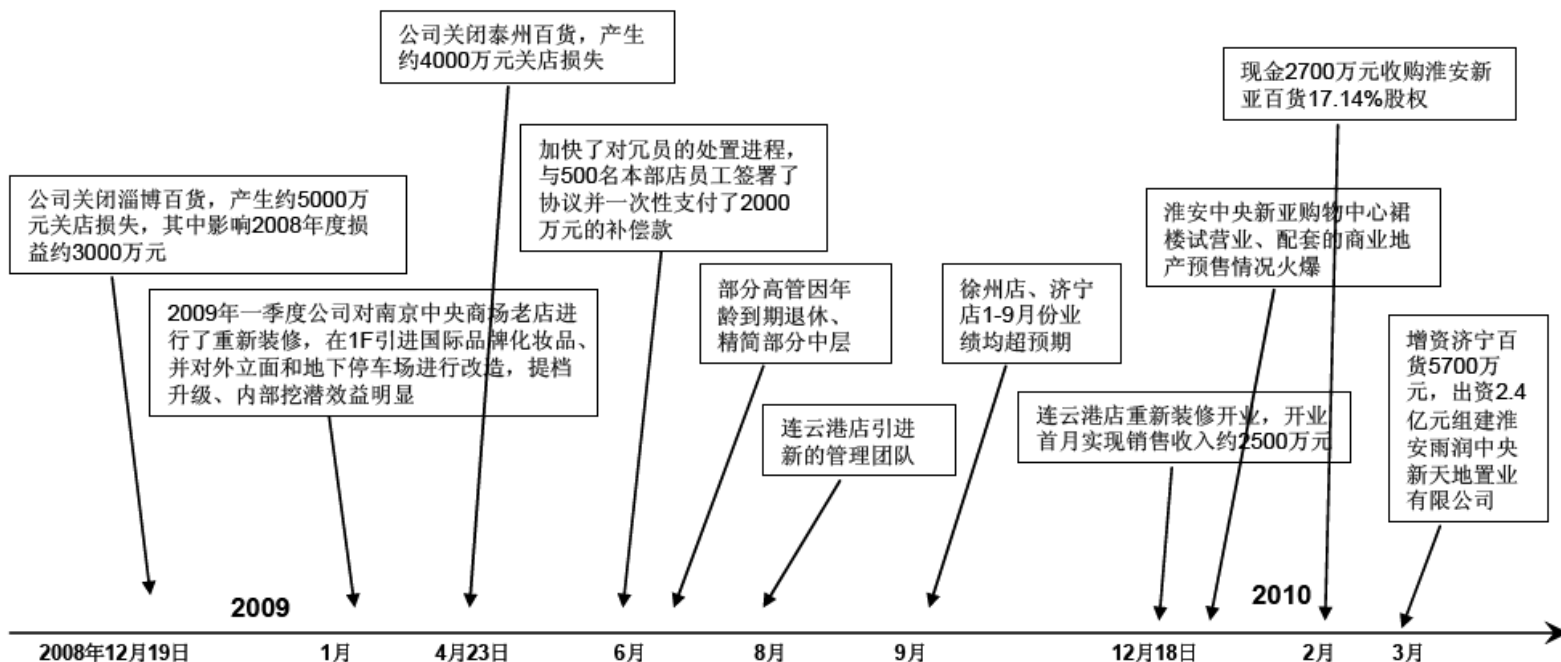
收购方	被收购方	举牌时间	投资金额(百万元)	持股比例	收购对应PS	收购对应PE
金鹰商贸	南京新百	2003.08	518.7	30.13%	0.57	21.56
雨润集团	南京中商	2004.05-2009.07	570.0	47.43%	0.43	21.14
茂业国际	成商集团	2005.06	435.2	74.85%	0.51	主业亏损
	渤海物流	2008.01	70.2	6.68%	1.31	310.74
	泰州一百	2009.09	277.0	97.30%	0.99	155.42
银泰百货	鄂武商	2005.07	462.1	20.24%	0.49	16.27
	百大集团	2005.12	486.3	27.73%	1.34	61.43
	中兴商业		96.3	5.00%	0.85	25.02
	金华银泰	2009.10	47.0	40.00%	-	主业未有经营
	仙桃商城	2009.12	177.0	65.80%	1.34	12.23
银座股份	石家庄东购	2009.09	550.0	55.14%	-	27.6
深圳琪创能	商业城	2008.11	33.0	3.00%	0.63	主业亏损
广百股份	新大新	2009.06	184.0	99.00%	0.24	7.98
华润集团	深圳万佳	2001.09	460.0	72.00%	0.32	19.80
	西安爱家	2008.06	600.0	100.00%	0.50	-
物美集团	超市发	2004.04	700.0	25.00%	0.13	18.40
	美廉美	2006.04	280.0	68.00%	0.25	25.60
	新华百货	2006.04	176.7	27.70%	0.28	11.64
百胜集团	南宁百盛	2008.10	60.0	30.00%	1.00	-
武汉中百	重庆山城	2006.06	16.8	100.00%	0.06	主业亏损
乐天	万客隆	2008.01	640.0	49.00%	-	主业亏损
大商股份	儒商百货	2005.12	300	100.00%	0.01	1.2
	河南正弘	2008.07	5.0	100.00%	0.12	主业亏损
	自贡千盛	2008.01	222.51	100.00%	3.71	主业亏损

资料来源：华泰联合证券研究所

## B阶段，寻找拐点

拐点信号：裁员、处置资产、充分利用自有物业扩张

图：雨润入主南京中商轨迹图

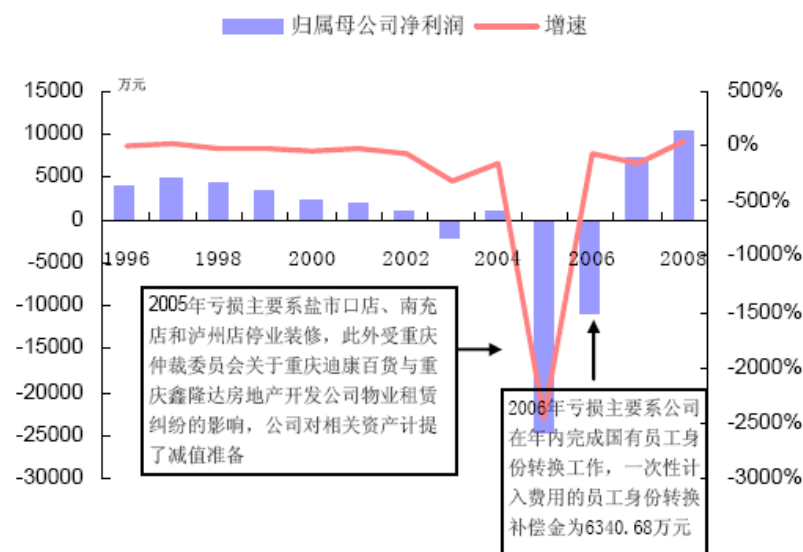


资料来源：华泰联合证券研究所

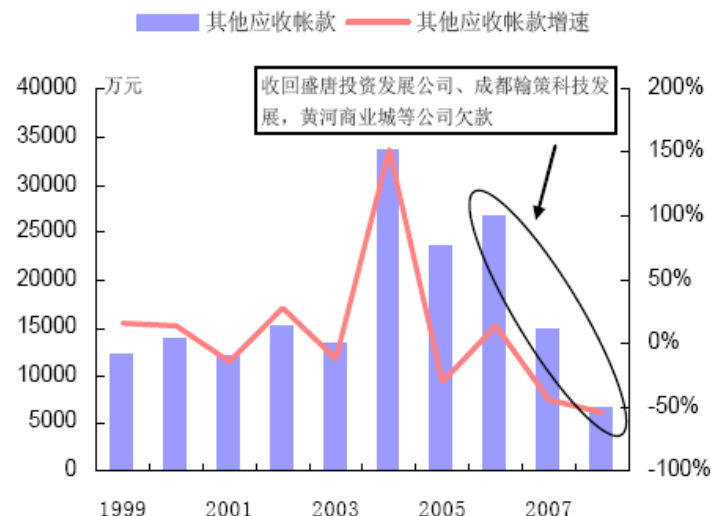
# B阶段，寻找拐点

拐点信号：裁员、处置资产、充分利用自有物业扩张

图：茂业国际入主成商轨迹图



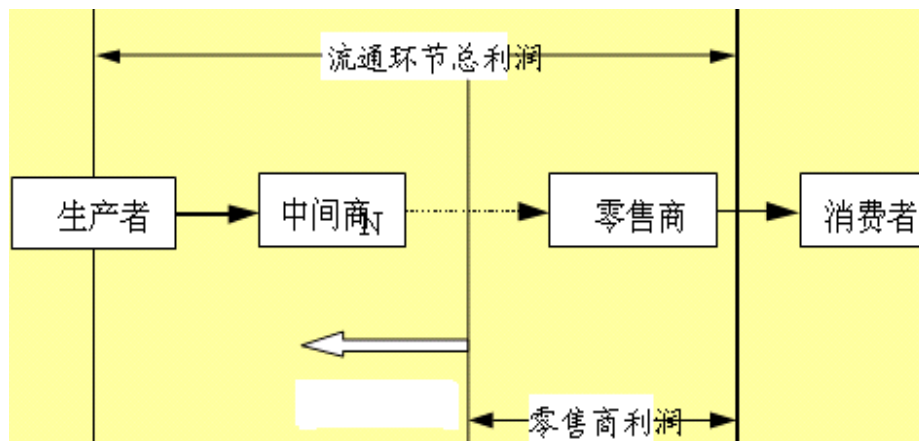
资料来源：华泰联合证券研究所



资料来源：华泰联合证券研究所

# C阶段，专注经营

市场控制力是选择白马公司的主要标准

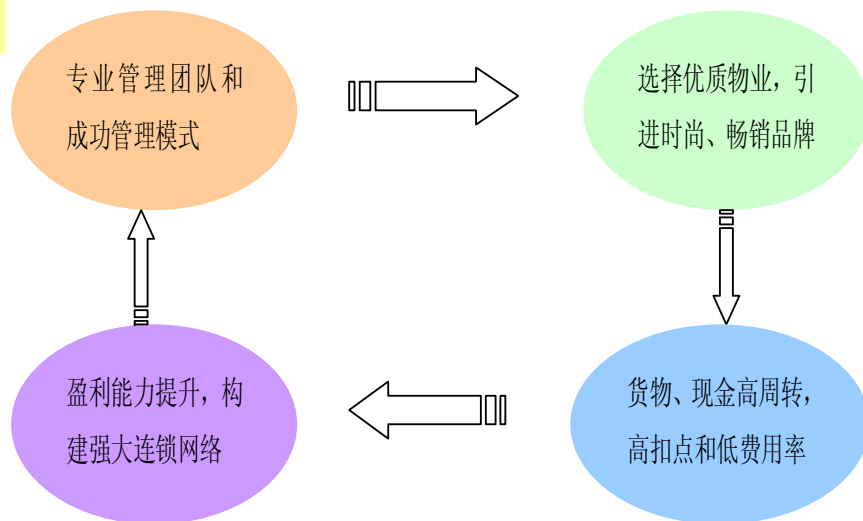


➤零售的核心在于对终端的有效控制

➤市场控制力决定百货商盈利和发展

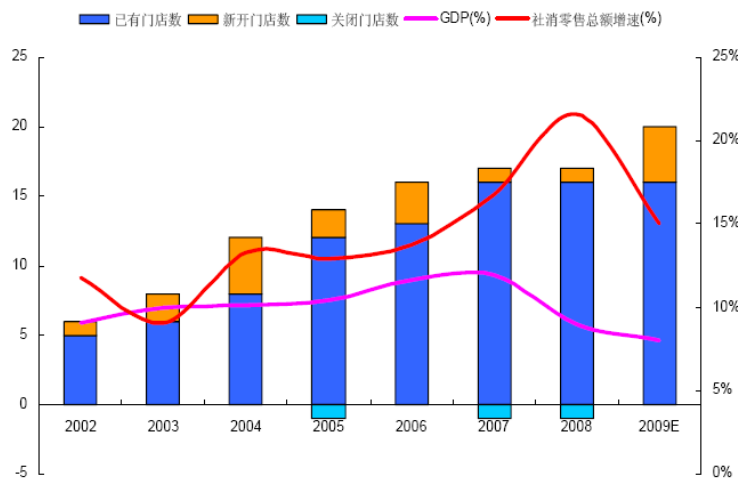
百货市场控制力要素：

- 区域市场容量（其决定零售商发展空间）
- 零售网点选址（优质网点资源日益稀缺）
- 连锁网络构建（渠道渗透率决定谈判力）
- 下属门店管理（精细化以提升盈利能力）
- 商业物业属性（自有物业最终优于租赁）



# C阶段，专注经营

图：王府井成功实现异地扩张

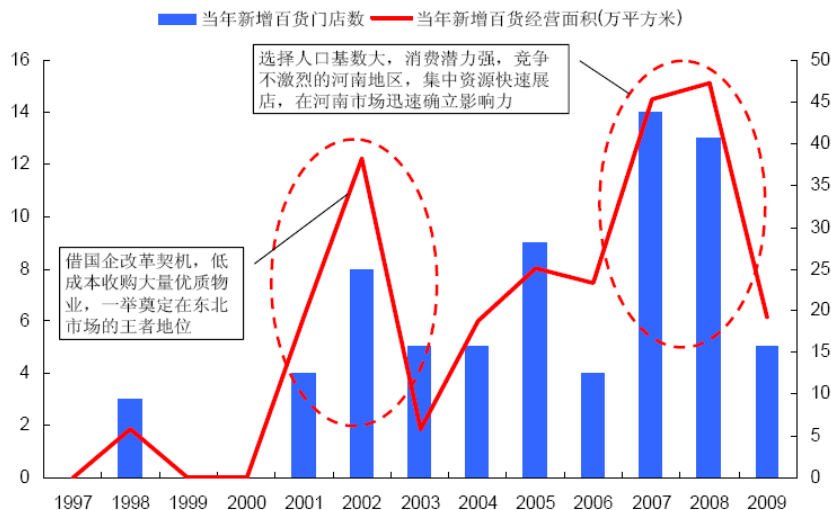


资料来源：华泰联合证券研究所

客观的评价，不可否认大商股份在历史上的道德风险对流通股东利益存在一定损害，但仅从经营能力来评判，公司已经从同行中脱颖而出，成为国内百货龙头

王府井作为第一家成功的全国性百货，对行业把握独到，每每在行业低谷期扩张，享受行业繁荣带来的巨大收益

图：大商股份称霸东北、河南



资料来源：华泰联合证券研究所



致 谢