



汽车、百货双轮驱动把脉区域制高点

——大厦股份（600327）调研快报

2010年10月22日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏	S1480207120048
联系人：高坤	零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320 执业证书编号：S1480109110910

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

问题 1：公司主体百货的经营情况，最新公告的两家门店是否意味着外延扩张的全面展开？

公司三季度的同店增长在 10-15% 的区间范围内，客单价保持在 700-800 的水平。上半年受地铁建设影响的程度不大，预计今年年底恢复路面通车。因为公司拥有 CARTIER、GUCCI、BUBERRY 等国际一线品牌，所以开车出行、购买能力较强的顾客将会带来公司量价齐升的增长。对于最新公告的两个门店而言：

- 大东方伊酷童。近两年风生水起的大型购物中心和城市综合体成为百货业态综合化趋势的重头戏，但在增长极的另一端，走高端路线，做主题店的专业模式则略显滞后。目前百货店内一般意义上的儿童销售区域存在占比小，同质化强等方面的问题。公司充分考虑儿童市场良好的发展前景和儿童产品普遍较高的毛利率水平，今后中长期定位可能突破传统的儿童类商品，转向早教、培育、餐饮等多元化的服务业，形成区域内专业领域的标杆。预计该门店总共 3000 多万装修，明年初开业，目前正在进行招商和前期内部大的基础投入。
- 海门大东方百货。百货面积在 3 万平米，具体门店的经营定位还有待最后的论证。公司首次的跨区外延具有一定的战略意义，未来外延的战略将仍坚持以无锡为核心的二三线城市稳步拓展，不会进行较大规模的跑马圈地。

问题 2：如何看待公司未来汽车 4S 店的发展态势和空间？

虽然说汽车市场今年已经不能延续 09 年的高速增长，但在未来几年仍将回归 15% 左右的常规水平。对于公司的汽车 4S 店和新东方汽车城两种细分业态而言，主要存在以下三方面的发展机遇：首先，被压抑的消费潜力在政策红利的支撑下将有利支撑新车消费（包括升级换代）尤其是高端新车的增速。其次随着车市逐步步入老龄化和成熟化周期，后端服务的比重和毛利率将有突破性的增长，但后服务的发展与不同品牌市场保有量和消费者保养习惯等都有关系。最后，新东方汽车城的建设主要是参考国际汽车商业发展的经验而言，二手车市场也将会有所发展，目前公司旗下的东方汽车已经拥有了相关的经营执照。

未来公司汽车 4S 店的外延扩张在江苏省内仍有较大的发展空间，但是跨区扩张的主要困难主要集中在授权的争取和资金的来源两个方面。门店的扩张规模和速度相对较为被动，很大程度上受制于汽车厂商的布局规划、区域战略和相关的城市规划。此外，专业的当地汽车销售及维修人才也是异地扩张的稀缺资源之一。公司目前平均一个 4S 店的投入在 1000 万以上，单车平均周转 1-2 个月，今后随着业务的整体成熟，将加大全资控股的比例。

问题 3：在超市、电器以及食品等相关行业方面未来的发展战略如何？

公司控股子公司东方百业超市目前拥有 14 家超市门店，收入和利润占比都较小，由于与外资超市存在差距，没有进一步规模扩张的计划；就电器业态而言，虽然目前为止仅有三家，但就无锡区域范围内而言，无论在信誉度还是在市场占有率方面公司旗下的东方电器均好于苏宁、国美等全国性扩张的企业，17%的毛利率水平也远高于行业平均，未来将积极拓展电器领域的市场份额；三凤桥食品作为中华老字号食品之前的市场意识较为薄弱，公司的三凤桥食品公司未来将主要在超市渠道和旅游餐饮渠道两方面进行积极的拓展。

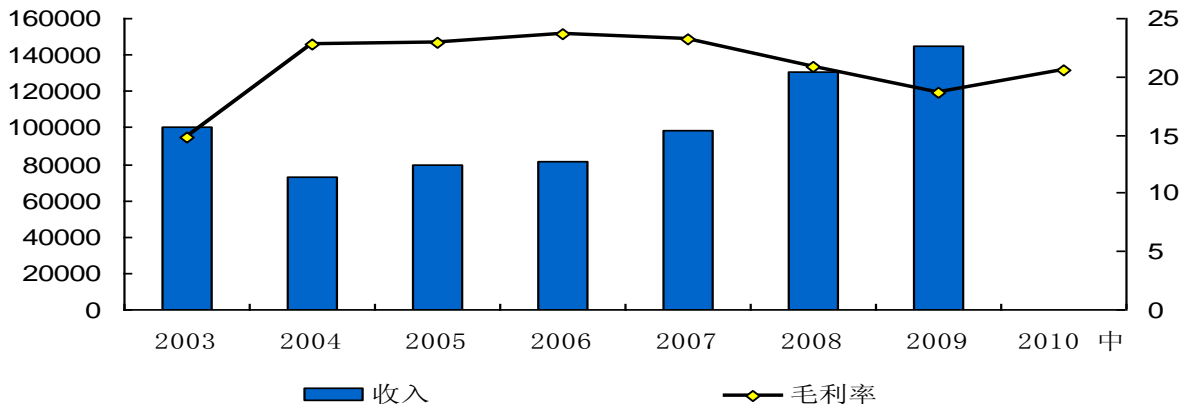
问题 4：在苏浙商业竞争激烈的环境下，公司相对于金鹰、中大、苏宁等相关行业竞争对手的核心优势何在？

无锡作为经济商业较为发达的二线城市，近年来百货单体店的高端定位受到八佰伴和金鹰的挑战，但公司的品牌结构高端化调整实际上是从 2006 年就开始规划，具有一定的先发优势，对于部分奢侈品而言，区域内经营的垄断性和稀缺性形成了竞争者较高的进入壁垒，这与公司整个管理团队的前瞻性眼光密不可分。另外，无论从公司整体的费用控制方面，还是盈利空间狭小的汽车商业部分，公司都明显优于同行的竞争对手，这也一定程度上体现了公司在平稳良性的发展过程中，对费用的良好控制能力。

结论：

1、**前瞻战略引致百货发展制高点。**公司百货发展战略的前瞻性主要体现在两个方面，一个是现有商业大厦品牌结构提档升级的前瞻引致了公司品牌定位的区域制高点。公司商业部分毛利率的变化曲线较好的诠释了其品牌结构提升对盈利能力影响的完整周期，2006 年以前中低档的定位使得公司的毛利率基本维持略高于行业的水平，之后国际一线品牌相继入驻引发的品牌结构调整使得公司的毛利率水平进入了震荡期，随着品牌培育期的渡过和商厦整体定位的成功转型，上半年公司的毛利率已经达到了 20.6% 的水平。

图 1：商业大厦收入及毛利率变化趋势

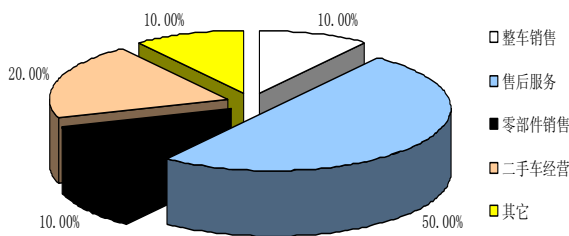


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

另一个是在以大型综合化商业地产为载体的 MALL、城市综合体等业态风起云涌的背景下，公司对细分领域主题百货的积极探索有望成为行业专业化趋势的标杆。童装及其延伸产品、服务的发展空间有望达到年均 30% 以上，但严重的同质化竞争和有限的载体空间使得这一巨大的消费潜力难以在终端市场有效释放。与此同时以北京新世界女子百货和主营黄金首饰的贵友百货为代表的主题百货相继开业一定程度上预示着城市综合体另一端专业百货正在成为另一个新兴趋势并有望延续大型综合百货的高速发展轨迹。公司此举的有益探索分享了专业市场高速增长与百货业态分化趋势的双重红利，并为进一步实现低成本（相对于城市综合体）的连锁扩张奠定市场基础。

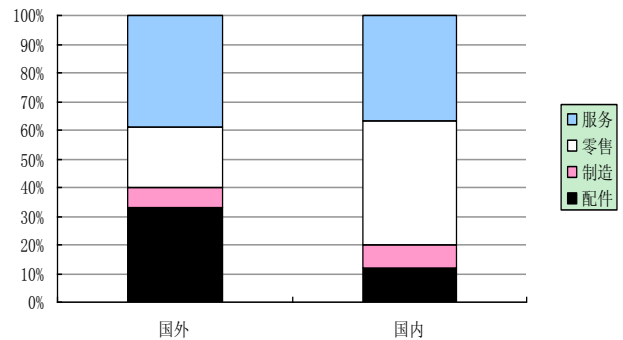
2、把脉汽车生命周期各节点的区域汽车商业龙头。首先从内生增长来看，汽车的消费生命周期主要沿着以下路径循环：“新车购买——后续服务——作为二手车转手——升级换代再次购买新车”。从汽车经销商的利润构成来看，二手车经营为 20% 的占比、售后服务为 50% 的占比，最大的两块利润集中在整个生命周期的中间环节，而这两个环节又直接影响了这一循环传导过程的通常与否。从收入占比来看，我国在后服务方面的占比仅为 12%，相对于国外还有将近 3 倍的发展空间；在二手车市场方面，发达国家的二手车交易规模比新车要高 2-3 倍左右，而我国目前二级市场交易量仅为新车的 23%，同样享有巨大的追赶空间。

图 2：中国汽车经销商利润构成



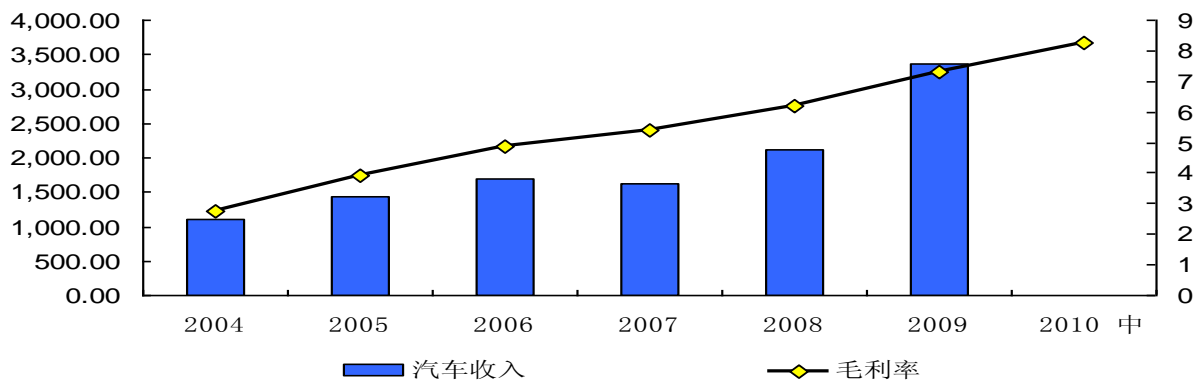
资料来源：东兴证券研究所

图 3：国内外汽车销售来源比例对比



资料来源：东兴证券研究所

图 4：公司汽车经销业务毛利率变化趋势图



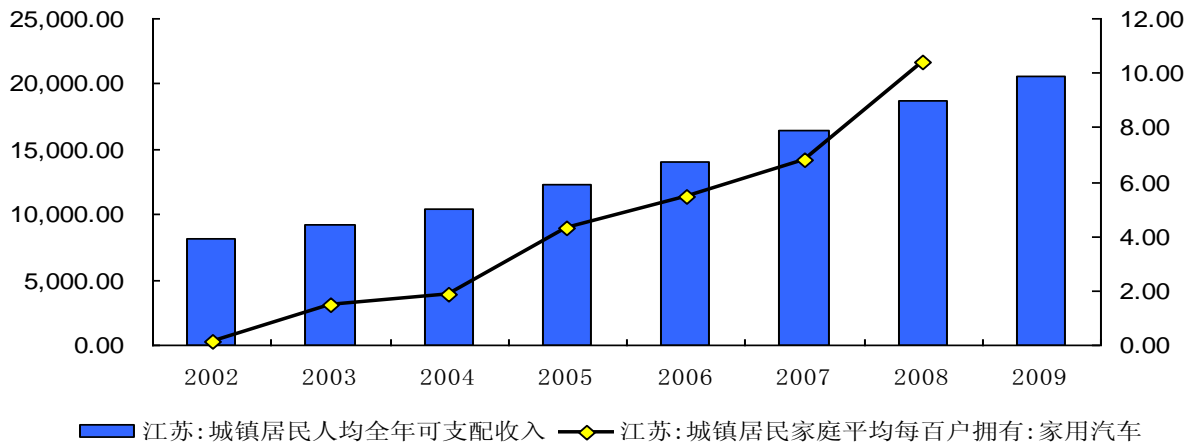
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

但是二手车市场的发展现阶段还受到体制、模式、法律法规等各方面的制约，市场空间的填补将是一个循序渐进的过程，公司新东方汽车市场在明年的建成搬迁将为全新的“无锡二手车模式”搭建探索创新的舞台。而服务环节盈利能力的提升已经在公司的汽车业务发展中充分体现，公司目前 7-8% 的毛利率水平和将近 3% 的净利率水平已经高于同在江浙一带经营的中大股份。

3、区域消费潜力助推汽车经销外延全面迸发。从外延的市场空间来看，虽然汽车厂商的相对强势使得公司汽车 4S 店的扩张步伐较为被动，但是在江苏省内，公司拥有这良好的资金及上游资源，与新纪元整合效应的逐步释放将有效提升自身在汽车产业链中的话语权，从而使得公司在“被扩张”的过程中，一方面凭借龙头地位，也即“区域汽车经销集团”的垄断优势独享了渠道下沉的巨大市场空间；另一方面，网点规模的不断铺设也提升了对上游厂商的议价能力，从而最终获得量价齐升的外延增长。江苏省城镇居民家庭

平均每百户拥有家用汽车数量由 10 年前的不到一辆飞速增长至现在平均 10 辆以上的水平，充分说明了未来外延巨大的市场空间。而就异地扩张而言，实际上是建立在区域做大做强的基础上展开了，如何将省内的“天然资源”通过有效的扩张转化为跨区发展的“自有资源”是公司进一步拓展市场空间的关键所在。

图 5：江苏省城镇居民收入及家庭拥有汽车数量的变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

公司还拥有超市、电器、食品等增长较为稳定的相关行业，三者未来的增幅基本维持在 10-15% 的区间范围内，并可以不同程度上分享通货膨胀所带来的业绩加速。相对而言，我们较为看好三凤桥之一老品牌打造新渠道的战略模式，其有望与“速食主义”时代的消费习惯形成有效的契合和对接。此外，公司在国联信托、江苏银行、广电网络等方面的稳定投资收益也能给公司带来一千多万元的收益。

- 4、**盈利预测与投资评级。**公司坐拥这商业和汽车经销两块业务的“天然垄断”地位，然而江苏省巨大的消费潜力将这一天然优势转化成了公司后续多元化平台纵横延伸的“自有资源”：百货异地扩张序幕的掀开和主题百货的初次探索有效突破了现有单体店的发展瓶颈；汽车 4S 店渠道网络的铺设也在与汽车厂商不断的博弈中，形成量与价的良性循环。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.46 元和 0.55 元，对应 PE 分别为 31 倍和 26 倍，具有一定的估值优势，此轮零售板块的整体调整或成为较好的介入时机。我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

表 1：分行业指标预测

	2008		2009		2010E		2011E	
	收入占比	净利率	收入占比	净利率	收入占比	净利率	收入占比	净利率
百货	31	7.71	26	8.97	29	9.8	27	10
汽车	49	0.44	61	1.63	61	2.8	63	3
家电	11	2.09	7	3.84	6	3.84	5	3.5
超市	5	1.45	3	2.16	2	2	2	2.2
食品饮料	3	3.39	2	3.33	2	3.1	3	3.3

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。