

博时基金 BOSERA FUNDS

www.bosera.com 95105588 博时一线通

信而有徵 铸就纯债

博时信用债纯债债券型证券投资基金

8月9日—9月5日各大银行券商有售

基金代码: 050027



# 便宜? 商业零售难获基金芳心 抄底! 产业资本垂涎控股大权

产业资本与基金投资出现分歧的根本原因在于久期约束不同,前者投资时间多在5年以上,而基金经理考核期较短

证券时报记者 杜志鑫

零售行业曾经风光无限,但光环正在褪去。

家电销售巨头苏宁电器预计净利润同比下降29.49%,卜蜂莲花上半年亏损净额达7870万元,成商集团净利润下降28.6%,人人乐上半年归属于上市公司股东的净利润亏损5500万元-6500万元……随着半年报披露,零售行业的危机浮出水面。

祝义才获得控制权的南京中商也占据了南京核心商圈。有研究员表示,南京中商自有物业面积30万平方米,其中南京中央商场自有门店面积6.3万平方米,按照每平方米4万元计算,该物业价值24亿元,再考虑南京中商持有的南京太平洋百货、淮安店、徐州店等自有物业价值,南京中商自有门店价值就在60亿元左右,目前南京中商市值仅39.36亿元。

对于增持人人乐,永辉超市高管在接受媒体采访时也表示,买入是为了长期投资,看好人人乐的网点资源并希望可以“做朋友”,未来永辉超市还可能继续增持人人乐。

事实上,除了产业资本,基金等金融资本也认可部分商业零售公司具有资产重估价值,这其中尤其是自有物业较多,并占据某些城市核心商圈的百货公司更有机会。

有些公司已经占据了非常好的商业地段,并且拥有自有物业,而这一地段已不能再建商业百货大楼,这些公司具有无可复制的要素,而其市值要远远低于物业价值,比如重庆百货。

意欲在争夺控股股权

产业资本频频举牌、增持的另一个原因是,这些商业零售公司股权结构分散,产业资本有意争夺控股股权。万定山表示,一般情况下,被举牌的公司股权结构会比较分散,产业资本举牌,对这些公司的治理结构和业务改善可能会有相应动作。张君儒也认为,产业资本除了财务投资之外,也有争夺公司控股股权的目的。

纵观近年举牌商业零售公司,以茂业百货最为成功。2005年,原成商第一大股東迪康集团自愿转让股权,茂业系成功收购成商集团;2008年四季度,茂业举牌渤海物流、深国商、商业城3家上市公司。其中,茂业为了获得对渤海物流的控制,与其原大股东新长江投资沟通协商后,新长江投资又主动转让了7%股权,茂业成功控制了渤海物流。不过,茂业举牌深国商和商业城遭到了两家公司大股东的抵制,在无法获得控制权的情况下,茂业逐渐减持了深国商,茂业获得了超过300%的回报。

茂业实际控制人黄茂如曾表示,茂业频频举牌主要是趁市场处于低点、A股跌至1600点左右做出的决策,同时也是看好同行业公司的发展。

此外,在2011年,银泰百货在二级市场举牌鄂武商A,其控股股东武商联也和银泰百货展开了鄂武商A的控股股权争夺战。

招商证券零售研究员杨夏也表示,产业资本举牌和增持,一般是

股合理估值为60元。

鄂武商也有地处优质商圈的物业。资料显示,鄂武商在解放大道武汉广场商圈拥有3家百货店,合计建筑面积约20万平方米。前门为过江地铁出站口,后门为已经开通的高架城铁,地段极为优越。再加上2011年开业的位于同一商圈的武汉摩尔,鄂武商已经占据了武汉市最优质的商圈,并形成局部的商圈垄断。

祝义才获得控制权的南京中商也占据了南京核心商圈。有研究员表示,南京中商自有物业面积30万平方米,其中南京中央商场自有门店面积6.3万平方米,按照每平方米4万元计算,该物业价值24亿元,再考虑南京中商持有的南京太平洋百货、淮安店、徐州店等自有物业价值,南京中商自有门店价值就在60亿元左右,目前南京中商市值仅39.36亿元。

对于增持人人乐,永辉超市高管在接受媒体采访时也表示,买入是为了长期投资,看好人人乐的网点资源并希望可以“做朋友”,未来永辉超市还可能继续增持人人乐。

事实上,除了产业资本,基金等金融资本也认可部分商业零售公司具有资产重估价值,这其中尤其是自有物业较多,并占据某些城市核心商圈的百货公司更有机会。

有些公司已经占据了非常好的商业地段,并且拥有自有物业,而这一地段已不能再建商业百货大楼,这些公司具有无可复制的要素,而其市值要远远低于物业价值,比如重庆百货。

意欲在争夺控股股权

产业资本频频举牌、增持的另一个原因是,这些商业零售公司股权结构分散,产业资本有意争夺控股股权。万定山表示,一般情况下,被举牌的公司股权结构会比较分散,产业资本举牌,对这些公司的治理结构和业务改善可能会有相应动作。张君儒也认为,产业资本除了财务投资之外,也有争夺公司控股股权的目的。

纵观近年举牌商业零售公司,以茂业百货最为成功。2005年,原成商第一大股東迪康集团自愿转让股权,茂业系成功收购成商集团;2008年四季度,茂业举牌渤海物流、深国商、商业城3家上市公司。其中,茂业为了获得对渤海物流的控制,与其原大股东新长江投资沟通协商后,新长江投资又主动转让了7%股权,茂业成功控制了渤海物流。不过,茂业举牌深国商和商业城遭到了两家公司大股东的抵制,在无法获得控制权的情况下,茂业逐渐减持了深国商,茂业获得了超过300%的回报。

茂业实际控制人黄茂如曾表示,茂业频频举牌主要是趁市场处于低点、A股跌至1600点左右做出的决策,同时也是看好同行业公司的发展。

此外,在2011年,银泰百货在二级市场举牌鄂武商A,其控股股东武商联也和银泰百货展开了鄂武商A的控股股权争夺战。

招商证券零售研究员杨夏也表示,产业资本举牌和增持,一般是

“一颗红心,两手准备”:对于股权分散的公司,产业资本最希望拿到控股权;否则,就充当财务投资的角色。

大商股份营业收入很高,利润却很低,未来有提升空间。”茂业系相关负责人张凤伟在接受证券时报记者采访时表示。至于投资目的,张凤伟表示,茂业是基于股票研究进行的财务投资。

数据显示,2011年大商股份收入位居A股零售类上市公司第二名,营业收入约有300亿元,其净利润率仅有0.9%,市销率在同行中最低。

此外,还有基金公司研究员表示,产业资本的目标公司除了股权分散,还存在管理问题,一旦产业资本成功获得控股权,通过改善公司治理,提高经营效率,目标公司的价值也会获得重估。

以成商集团为例,茂业在获得成商集团控制权后,成商集团效益曾明显提升。数据显示,在被茂业整合前一年,成商集团净利润率仅0.84%,在被茂业整合后,成商集团2011年的净利润率接近10%,茂业国际2011年净利润率为6%。

远水难解近渴 基金冷落零售股

虽然认可部分零售公司的资产重置价值与长期投资价值,多数基金经理仍表示短期内不会介入零售股,原因何在?

多位基金经理表示,零售股现在正面临较大压力,除了今年宏观经济下滑带来的负面影响,零售业还面临商业模式更新和竞争加剧等负面因素;另一方面,由于基金有业绩压力,与产业资本投资的出发点和时间期限不同,因此,在看不到中短期利好和业绩大幅上涨时,基金难以出手投资零售股。

深圳一家资产管理规模前10的基金公司的基金经理表示,产业资本抄底,一是看中商业公司的物业重估价值,二是争夺控股权,作为金融资本的基金看中的却是这些公司二级市场的表现,当然,产业资本在二级市场频频举牌也是一件好事情,说明产业资本的价值观和基金不一样,但是最终会使这个市场达到均衡。

上述资深基金经理还表示,基金投资受时间限制,一般基金选择投资标的会看1年业绩,再看长远一点的,基金经理也就看到第2年,在两年时间内,如果看不到零售业绩有增长,如果耗在这上面,基金业绩不好,老板也会开掉我”。另一方面,在二级市场,无论是普通投资者,还是基金经理,都希望看到趋势性的东西,但目前却看不到零售板块上涨的趋势。

另一家基金公司的机构投资部负责人说:我们的考核和产业资本不一样,产业资本的投资期限最短也在5年左右,但是基金经理考核短期是1年,中长期也就是3年,久期约束不同,因此,基金的投资模型和产业资本不一样。”

杨夏认为,基金和产业资本的诉求不同,基金投资偏重于短期,更希望看到利润增长,但产业资本看重重置成本,一般会买入自有物业较多的公司,或取得控股权后改变公司经营,提高效率。

不过,也有业内人士表示,如果把时间拉长看,未来产业资本增持或举牌的公司有戏,因为重置成本基本上就是二级市场的底线。



张常春/制图

## 零售行业四面楚歌谋求变局

证券时报记者 陈春雨

多家零售上市公司纷纷发债和收缩战线来应对危机,但面对竞争加剧、人力成本上升、电商兴起等诸多因素冲击,挑战仍十分严峻。

购物中心遍地开花 竞争加剧利润下滑

零售业面临的困境,既有经济周期因素,也有结构性因素。”博时基金特定资产管理部副总经理万定山表示,在经济下滑的背景下,零售业难有起色,更加严峻的问题是,目前新建的购物中心对零售带来了前所未有的压力。

从短期来看,经济减速带来的影响波及了所有行业,零售业首当其冲。7月经济数据原显示,社会消费品零售总额同比增长13.1%,较6月的13.7%出现下滑,衰退的消费需求增长直接影响了行业的盈利水平。

零售行业的特征之一是费用较为固定,当行业增速在10%-20%时,公司业绩增速可以保持在20%,但当行业增速下滑到个位数时,个股利润增长就可能是负数。”大成基金零售研究员张君儒认为。

如果说经济周期的影响终会过去,那么结构性失衡则是零售业挥之不去的阴影。

张君儒表示,2007年开始,在行业景气度高涨的带动下,零售业进入快速扩张阶段,2010年后商业地产大行其道,造成眼前行业供过于求的状况。目前仅上海就有购物中心80余家,未来在建的还有30-40家,按照国际标准,这需要上海有5000万人均收入5000美元以上的消费力来支撑,但现阶段上海常住人口才2300万人。供给饱和的特征在成都、沈阳、西安等二线城市也非常突出。

长期来看,零售行业的商业模式也受到市场的质疑。一方面网络消费迅速崛起,据国际数据中心发布的消息,2011年中国网民在线交易额达到7849.3亿元,比2010年增长了66%,远远高于同期中国社会消费品零售总额实际增长率11.6%;另一方面,百货也面临品类的分离,家电、服装、化妆品逐渐脱离原有的商场渠道,大量的品牌企业开始设立专卖店、街边店——家电卖场率先“出走”,随后是服装,如美特斯邦威、森马,以及部分化妆品店,如香港莎莎。

此外,渠道过长、中间环节过多

也是零售业固有病症。如今商场的衣服动辄上千,但实际上出厂价格与终端价格相差高达5-10倍。”张君儒说,这部分差价最终落入各级代理商手中,尤其是百货业态又采取联营扣点经营模式,供应链食利环节过多导致终端价格过高。这也是电商新渠道能够瓜分市场的重要原因,新渠道的供应链更短,效率更高,价格更低。

人力成本提升 连锁超市成重灾区

在诸多挑战中,对零售影响最大的是人力成本的上升。

近日,德勤和中国连锁经营协会联合在京发布《2012中国零售力量》。报告称2011年连锁零售企业人工费用上涨26%,租金成本上涨10%,这给净利润率长期仅有1%-3%的零售业带来了极大挑战。

该报告对超市、百货、便利店、家电卖场177家企业的调查显示,员工工资都占到成本的40%以上。超市和百货最大的成本费用是员工工资,排位第二的是房租。

根本原因还是房地产价格的上涨”,万定山表示,房价上升导致生活成本上升,生活成本引发工资增长,企业生产成本提高,终端商品价格上升,通货膨胀呈螺旋式发展,加重了零售企业的负担,“人工、房租、水电涨价全赶在一起,压缩了零售行业原本就微薄的利润”。

在这场生产成本的大战中,超市面临的困境远远大于百货业,因为超市是劳动力更为密集的行业。

以永辉超市为例,半年报显示其上半年净利润为2.6亿元,同比下降28.76%,但为员工支付的现金高达7.9亿元,同比增加74.35%,公司经营规模扩大、职工薪酬增长所致。很明显,员工工资的增长速度远远超过公司净利润”,一位行业分析员表示,前两年永辉超市员工工资和股东利润还维持1:1的关系,现在已经上升到2:1,意味着股东要赚两亿元,必须承担4亿元的工资支出。

可预见的是,超市员工收入处在上升通道中。招商证券零售行业分析师杨夏认为,目前超市职工的税后工资约为1500元,就员工而言绝对收入不高,但是对于企业来说还要负担五险一金的费用,实际支

出更大,如果未来员工收入上涨500元至2000元,意味着企业的人力成本要上涨20%,对于人力成本占总费用的40%的超市来说,利润挤压不可小觑。

目前,国内各大超市已经以收缩战线的形式来应对困境,上半年多个城市都出现了超市“关门”现象,如永辉超市上半年关闭1家门店,人人乐上半年关闭3家门店,百佳关闭了在上海的首家高端超市和1家百货超市。

未来方向: 细分市场 提高产业链效率

穷则变,变则通。未来零售业将何去何从?鹏华基金商业零售研究员刘国丰提出,渠道的核心是运营效率,以最低的成本满足人们的购物需求,运营效率最高的渠道模式将有较大的发展空间。

目前百货业以联营为主,即通过出租场地招厂商和代理商进店,通过征收租金、返点、通道费实现盈利。这种模式的问题在于供应链过长,价格虚高,未来企业必须发展自有品牌,甚至建立自营直销模式。”张君儒说,提高自有品牌比例,意味着提高毛利率。据记者了解,目前王府井和大商股份都在尝试做自营采购和自有品牌,但在这两部分总体所占比例还较小。

而对于超市而言,最主要的是做大规模,然后提高周转率。沃尔玛就是依靠高周转率赢得市场,一般超市的存货周转率是50天,沃尔玛为30天左右,其凭借的是精细化管理和超高的执行力。

日本零售市场也可借鉴。据杨夏介绍,日本零售也经历过3个阶段,首先是大百货概念,所有商品都能在商场买到;随着商品品类的丰富,人们收入提高,交通设施完备,食品、家电、家居用品逐渐分离,各个业态百花齐放;现在又进入第三个阶段——全品类阶段,百货商场开始卖家电和食品,超市开始卖衣服,一站式购物成为新的卖点。但与第一阶段不同,当下商场以消费层级进行划分,有针对性地为富裕阶级、中产阶级和平民化消费提供服务。

此外,根据现代人的时间充裕度也有划分,忙碌的时候在家附近的大型超市和便利店进行消费,周末可以开车到购物中心,吃喝玩乐一应俱全。而将行业细分做到极致的日本零售市场,渠道层级也较少,要么是供货商直接和零售商对接,要么是一个巨大无比的商社承担多个行业的代理工作,中间环节最多两到三级,供应链效率得以提高。

被产业资本增持的公司及持股情况

公司	前几大股东名称	持股数(万股)	持股比例
大商股份	大连大商国际有限公司	2585.96	8.8%
	大连国商资产管理股份有限公司	2509.3	8.54%
南京中商	祝义才	5295.8	36.89%
	江苏地华实业集团有限公司	4232.9	29.49%
鄂武商A	武汉商联(集团)股份有限公司	10229	20.17%
	浙江银泰百货有限公司	7306.6	14.4%
	湖北银泰投资管理有限公司	4167.1	8.22%
东百集团	深圳钦舟实业发展有限公司	6018.9	17.54%
	福建丰琪投资有限公司	1722.2	5.02%
中百集团	武汉商联(集团)股份有限公司	6924.9	10.17%
	新光控股集团有限公司	4837	7.1%
汉商集团	武汉市汉阳区国有资产监督管理办公室	4647.5	26.62%
	阎志	482	2.76%
	卓尔控股有限公司	267.5	1.53%

数据来源:公开资料 杜志鑫/制表 张洁/制图