

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。

## 产业资本频频出手抄底

近期,产业资本频频出手抄底零售股。

7月27日,茂业系买入大商股份4.5%的股份;8月6日至8月13日,开元投资副董事长曹鹤玲耗资6000多万元买入开元投资1172.83万股;8月10日,湖北首富阎志买入汉商集团4.29%的股份;8月16日,福建丰琪投资举牌东百集团。与此同时,文峰股份、王府井、南京中商等零售公司纷纷被大股东增持。

2011年12月,浙江民企新光控股举牌中百集团,新光控股总裁虞云新表示:“我们希望与中百集团展开合作,实现产业资本与商业资本的对接。”在更早的2011年3月,银泰系在二级市场上增持鄂武商A,使得鄂武商大股东武商联与银泰系展开了控制权争夺战,在4个月的时间里,鄂武商大股东寻找到7位一致行动人、重组停牌一次,最终以至少逾10亿元的现金代价暂时稳住大股东地位。

即使竞争对手之间也在买入对方股票,2012年半年报显示,永辉超市在二季度买入人人乐216万股。

## 看中资产重估价值

茂业系、银泰系等产业资本频频出手抄底零售股,最重要的原因是看中这些公司的物业处于较好商业地段或其具有的渠道价值。

博时基金特定资产管理部副总经理万定山表示,现在很多零售股估值便宜,具有资产重估价值,即这些零售公司的资产已等于甚至超过其市值,而且其资产还能产生现金流,账面上还有现金。

大成基金行业研究员张君儒表示,虽然零售业短期面临困境,零售股整体被低估并处于底部,在未来,经济一旦好转,零售公司业绩也会好起来;而且,商业零售公司现金流非常充沛,一些公司股价与经营性净现金流的比例为六七倍,也就是说,从现金流的口径看,产业资本把钱投下去,六七年就能收回成本。另外,被产业资本举牌的公司都拥有较好的物业,这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。

## 意在争夺控股权

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。”

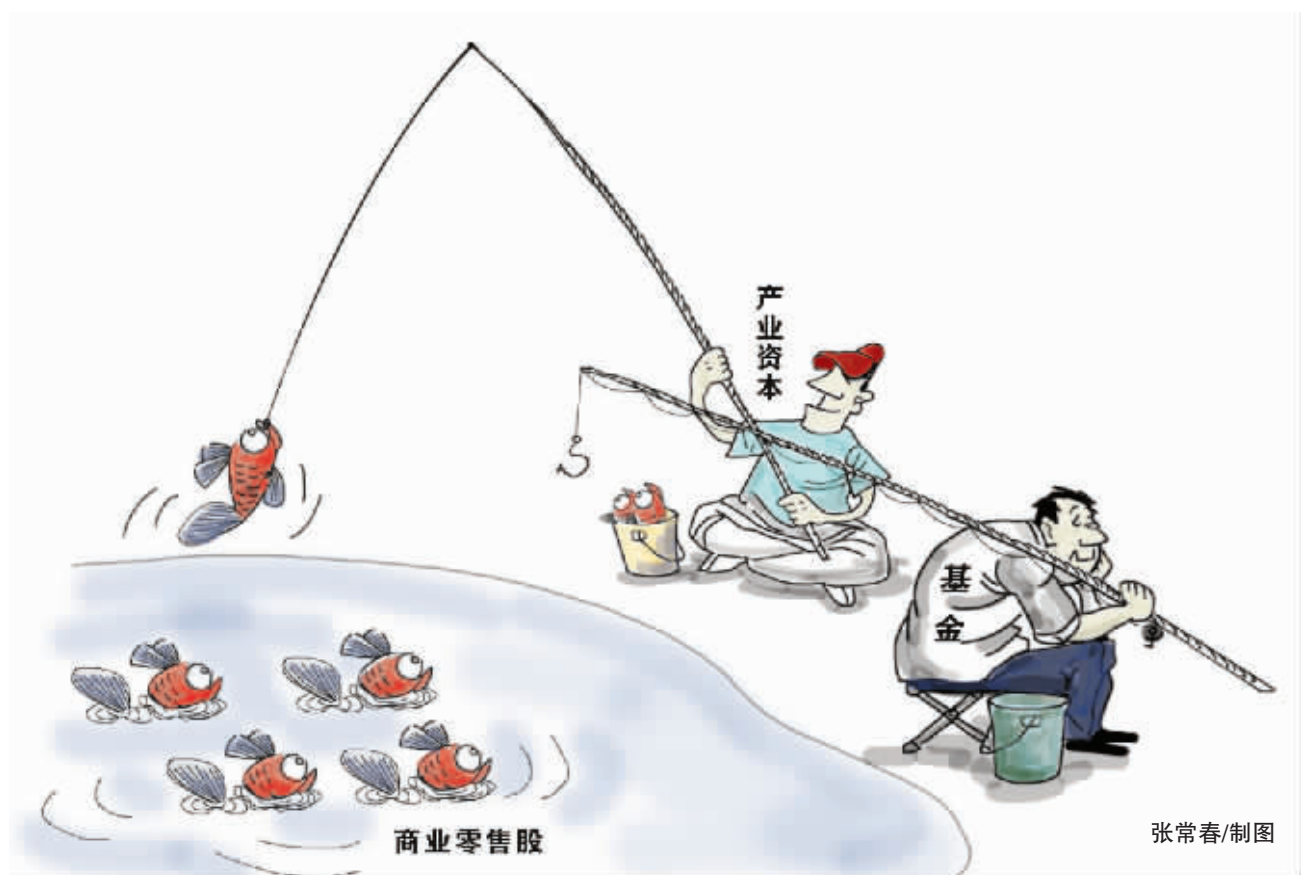
杨夏认为,基金和产业资本的诉求不同,基金投资偏重于短期,更希望看到利润增长,但产业资本看重重置成本,一般会买入自有物业较多的公司,或取得控股权后改变公司经营,提高效率。

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。

## 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%
	大连国商资产经营管理有限公司	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



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。

如果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

也是零售业固有症结。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,排名第二的是房租。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。

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方式来应对困境,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。

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

此外,渠道过长、中间环节过多