

超市及专业连锁行业

返璞归真，把握行业增长的原动力

——2009 年度超市及专业连锁行业投资策略

投资要点

- 在过去数年里造就零售行业高增长神话的 CPI 浮云散去之后，零售行业正在加速向行业的本原和内在发展驱动力回归。零售企业绩效的增长归根到底还是要靠一个一个门店去开拓、一个一个细节去经营来实现的，经济危机的冲击使得零售企业过去热衷的、也较容易获得的外延式扩张模式难以维持，催生了向更考察企业管理能力和核心竞争力的“内向扩张模式”的提前转变。
- 基于这一观点，我们认为现阶段考察零售企业，除了传统的销售收入增长、同比增速等指标之外，应该加大对于能够集中企业管理能力和产业链整合能力的一些经营指标，如毛利率、存货周转、商品结构、供应链整合能力等的关注。
- 在行业层面，我们和市场的普遍观点并无不同，相信长期来看，支撑商业零售行业快速发展的大背景还在，但是短期之内一些和零售行业成长相关的指标却不乐观。
- 但是在业态层面，虽然行业还会继续发展，各业态之间的份额和各自的增长性我们相信会发生一些变化。我们从品类和需求特性、产业链特点、竞争状况、成本特点几个方面对比了超市和专业连锁业态，我们相信，从具体企业经营的角度来看，毫无疑问存在着经营细致、绩效良好的超市企业，如武汉中百和步步高；但是无论从眼下的竞争、未来走出去的潜力，还是产业链上下的整合等中长期角度来看，超市行业可能都存在着较大的先天瓶颈。而专业连锁行业眼下虽然经受着经济放缓、房地产销售下滑、消费推迟的考验，但是从竞争、外延式拓展、产业链整合的角度来看，存在着明显的优势和空间。所以我们一方面建议投资者充分信任上市的这些优秀零售企业自身调节适应危机的能力，但是要用发展、宽容的眼光看专业连锁，用“短视”、挑剔的目光看待超市。
- 发展的眼光之下，我们看好苏宁电器和宏图高科未来“内向扩张”的潜力以及品类延展、门店拓展的扩张空间；“短视”的挑剔眼光之下，我们为看好武汉中百密集的网络和较高的生鲜占比在消费低迷的时候的价值。


东方证券
ORIENT SECURITIES

郭 洋

连锁行业高级分析师

8621-63325888 × 6073

guoyang@orientsec.com.cn

王 佳

百货行业高级分析师

8621-63325888 × 6074

邓宏光

研究主管

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

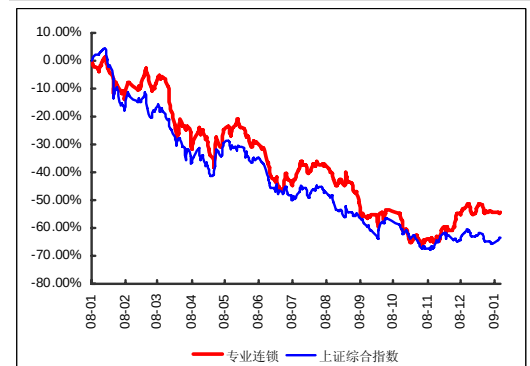
行业

连锁行业

报告日期

2009 年 01 月 14 日

行业表现



资料来源：WIND，东方证券综合分析

重点公司盈利预测及投资评级

重点公司	07EPS	08EPS(E)	09EPS(E)	股价	评级
苏宁电器	0.49	0.78	1.10	17.3	买入
宏图高科	0.18	0.51	0.86	9.67	买入
武汉中百	0.38	0.30	0.39	9.49	增持
步步高	0.91	1.25	1.59	42.75	中性
新华都	0.91	0.59	0.77	18.49	中性

资料来源：公司数据，东方证券综合分析

相关研究报告

- 《苏宁电器：战略稳健，优势明显》 2008 年 03 月 04 日
- 《步步高：区域市场也能高成长》 2008 年 06 月 06 日
- 《业态发展阶段决定投资价值》 2008 年 06 月 21 日
- 《新华都：基数小，增长快》 2007 年 07 月 31 日
- 《宏图高科：其实是个超市》 2008 年 08 月 08 日
- 《海印股份：商业经营稳健》 2008 年 10 月 17 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

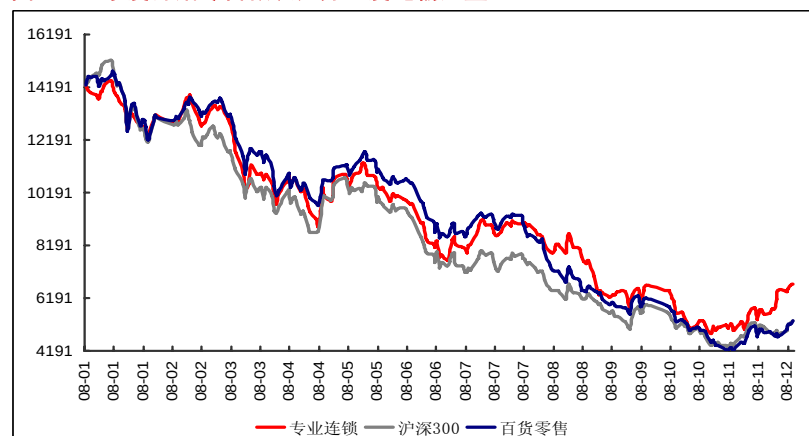
目 录

投资要点:	1
一、何谓返璞归真?	3
二、长期利好未改, 中短期挑战仍在	6
三、为什么更看好专业连锁?	10
四、2009 年行业经营预测	13
五、个股推荐	14
1、苏宁电器	14
2、宏图高科	16
3、武汉中百	17

何谓返璞归真？

纵观 2008 年零售行业 A 股上市公司的估值和走势，“刚性不刚”的特征在下半年开始逐渐显露出来。三季度整个零售板块的走势一度跑输大盘接近 10%，只是到了 11 月之后由于超市/专业连锁板块的突出表现才使得零售指数的表现逐渐追平大盘。

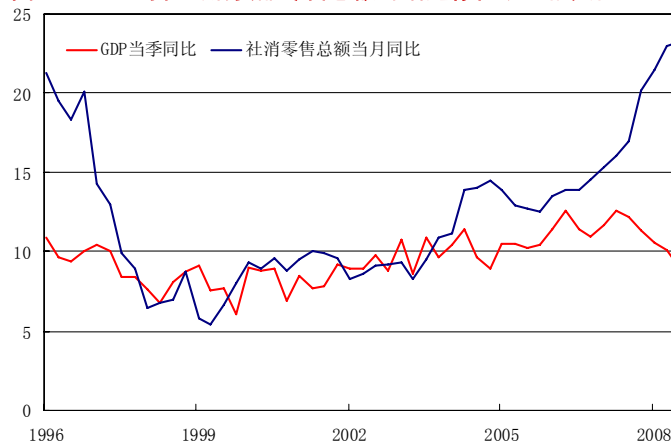
图 1：三季度开始零售板块走势一度跑输大盘



数据来源：WIND，东方证券综合分析

股票的走势不过是对于实体经济的映射，反映了市场对于宏观经济增长放缓向下游消费传导的担忧。从历史上 GDP 增速和社会消费品零售总额增速一直较为相关的走势来看，这种担忧不无道理，过去两年内，在股市财富效应和 CPI 的推动下，社会消费品零售总额的增速已经背离 GDP 的增速很远。

图 2：GDP 与社会消费品零售总额的增速存在明显相关性

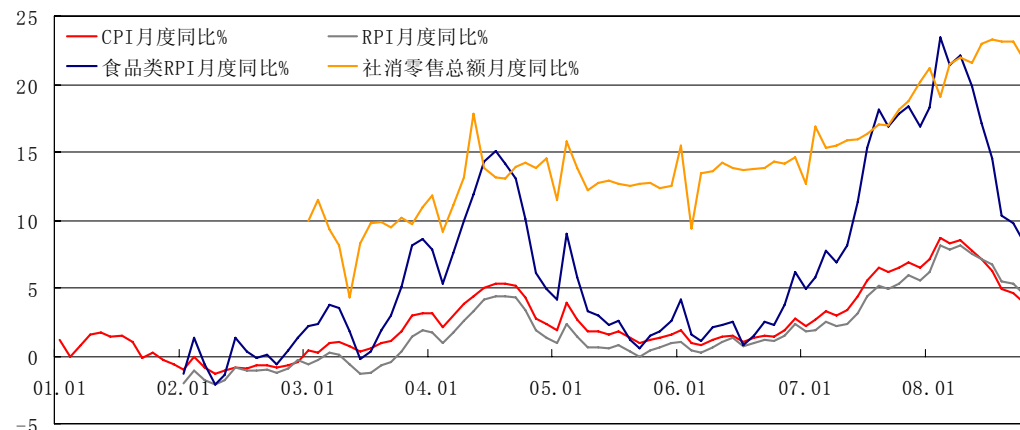


数据来源：WIND，东方证券综合分析

在过去数年里造就零售行业高增长神话的 CPI 浮云散去之后，零售行业正在加速向行业的本原和内在发展驱动力回归。我们相信，零售企业绩效的增长归根到底还是要靠一个一个门店去开拓、一个一个细节去经营来实现的，未来数个季度内市场对于零售行业的认识也将存在一个逐步“返璞归真”的过程。

浮云一，CPI 推动的高增长。上半年受到食品类 CPI 快速攀升的驱动，CPI 一度高达 8.7%。社会消费品零售总额同比增速达到了 20%+；随着下半年食品等主要品类价格的逐步回落，社会消费品零售总额同比增速开始进入下降通道。

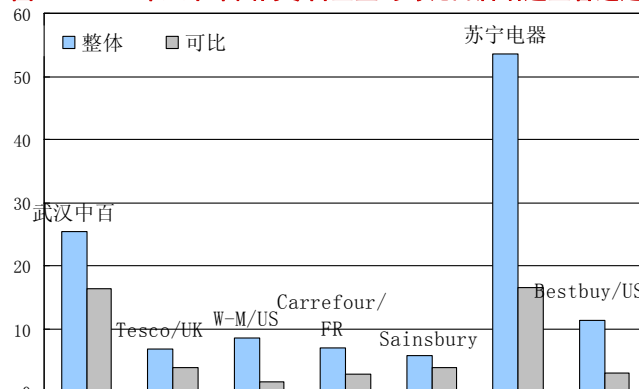
图 3：CPI、RPI vs 社会消费品零售总额增速



数据来源：WIND，东方证券综合分析

浮云二：同样得益于 CPI 的推动，过去几个季度主要零售企业，尤其是超市企业，也呈现了显著高于常态的可比门店同比增长速度。从三季度开始，在对于金融危机向下传导的恐慌和 CPI 下滑的双重打击下，主要零售企业可比门店同比增速均出现了较为明显的下滑。

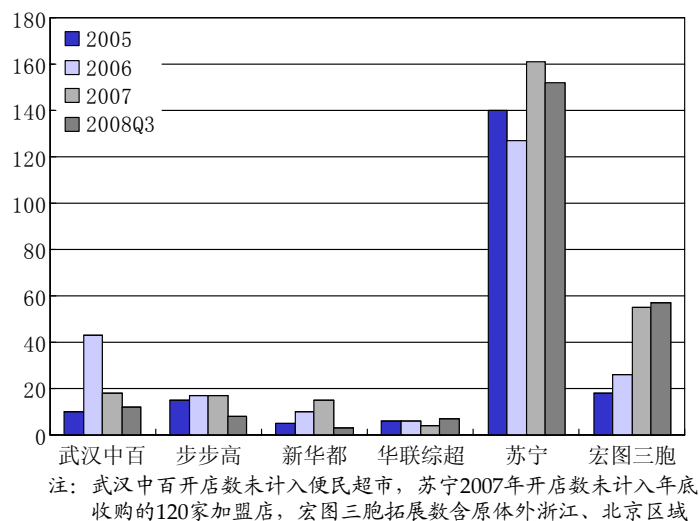
图 4：2008 年上半年国内零售企业的可比门店增速显著超越国外同行



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

浮云三，持续高速的外延式扩张。过去数年，无论是超市类企业还是专业连锁企业，都维持了较为高速的外延式扩张势头。但是到 2008 年，超市类企业外延式拓展的速度明显放慢，即便是今年刚刚上市融资、资金充沛的步步高和新华都也不例外。我们相信其中的原因除了房地产市场的不景气导致商业物业推迟交付之外，主要原因还在于，企业在尽量规避市场不景气造成的盈利周期拖长的风险。

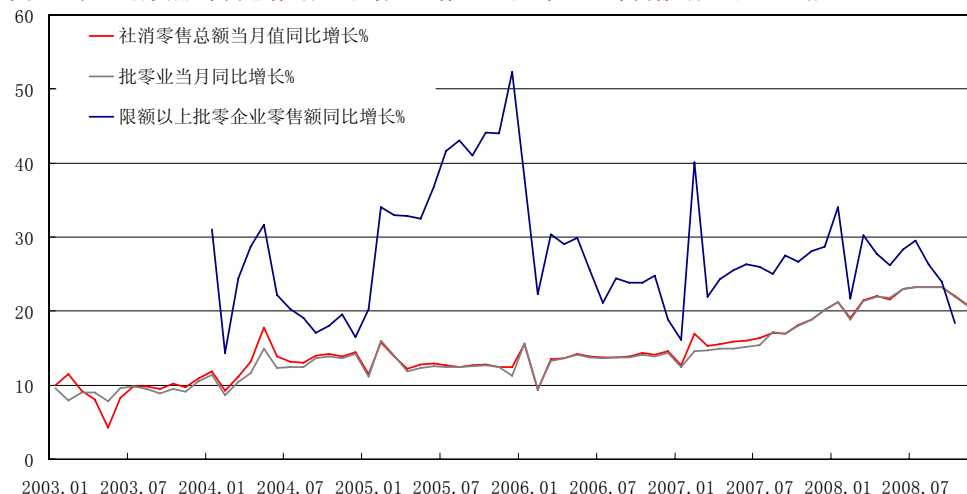
图 5：超市类企业开店速度开始放慢，专业连锁基本稳定



数据来源：公司公告，东方证券综合分析

浮云褪去的结果就是销售数据的持续下滑。从三季度以来的销售数据来看，零售行业的销售增速正在逐月加速下滑。其中限额以上批零企业的销售增速下滑尤为明显，显示大型连锁零售企业受到宏观经济下滑的冲击较小型批零企业更甚。

图 6：社会消费品零售总额增速放缓，限额以上批零企业零售额增速明显下滑



数据来源：WIND，东方证券综合分析

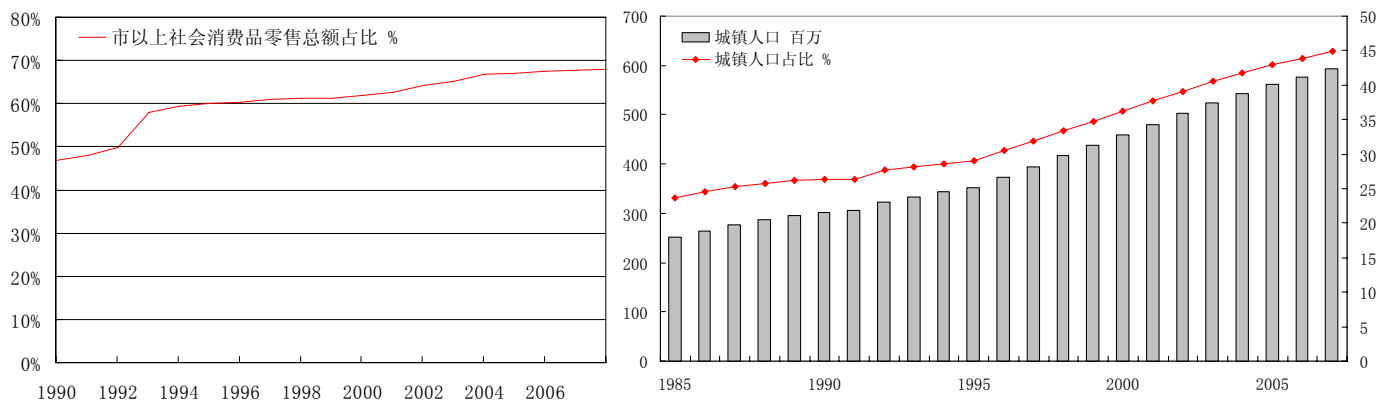
我们相信，在这样一个不景气的周期中，零售企业会更多地转向向内寻求增长，其主要手段将会有：管理改善，通过管理体系和运营流程的改善优化来降低费用，提高效率；供应链整合，通过和上游的合作来压缩供应链层级，或者加强定制包销、自有品牌以提升毛利率；压缩费用，尤其是人工、租金和营销这三块弹性较大的费用。我们原本判断本土零售企业“内向式扩张”的战略转变会在2010年后，但这次的危机无疑催生了这个返璞归真的周期的提前到来，当外部的浮云都散去之后，企业自身的策略、管理水平和业态特点才真正成为体现公司核心能力、驱动公司成长的原动力。

长期利好未改，中短期挑战仍在

宏观方面，大的趋势没有改变：尽管 GDP 和社会消费品零售总额的增速都出现了放缓的迹象，我们相信无论从总量指标还是人均指标来看，国内零售市场仍然处于一个大的上升周期之中，存在极大的提升空间。

首先，我国 65% 以上的社会消费品零售总额在城市实现，而支撑城市消费的城市人口仍在不断的增加中；十七届三中全会提出“着力破除城乡二元结构、促进土地使用权流转、提升农民收入、建立健全农村基础公共服务体系和保障体系”等政策，将会在中长期内提升城镇和农村人口的消费能力和消费率；结合近期推出的鼓励商业流通渠道向城镇和农村市场拓展、家电下乡等消费激励政策，我们相信三、四线城市及以下的消费将会伴随着现代零售业态的逐渐进入而出现显著增长。

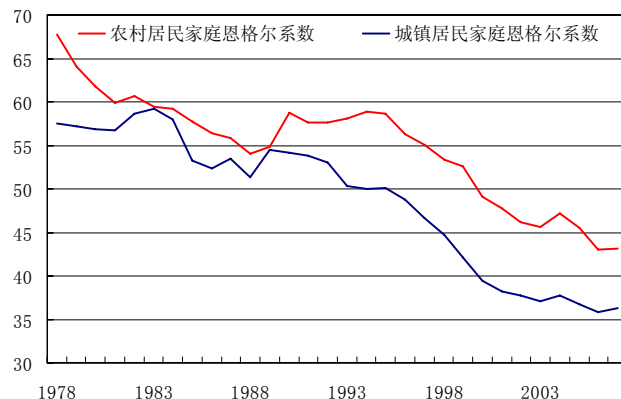
图 7：支撑零售行业向好的大趋势没有变



数据来源：WIND，东方证券综合分析

其次，城乡居民家庭的恩格尔系数仍在持续下降中，显示随着居民收入水平的提升，用于食品消费的开支下降之余，用于日用品、家电、旅游等方面的消费开支正在快速上升。

图 8：城乡居民家庭恩格尔系数持续下降



数据来源：WIND，东方证券综合分析

再次，我国工业化的进程仍在持续，世界工厂的地位并未改变。并且由于人民币的升值、海外市场需求的萎缩等因素，国内制造企业对于本土市场的开拓将越来越积极。就像 10 多年来家电制造企业的快速发展和品牌集中推动了苏宁、国美这样的专业连锁渠道快速取代了传统家电流通渠道一样，制造企业的向内转必然导致国内市场的竞争加剧和品牌集中度的提升，相应地，也同样会呼吁零售业态的不断出现和演变，在新的产品市场形成新的流通模式和龙头企业，带动零售额持续增长。

图 9：多数消费品制造业的品牌集中度仍有很大提升空间，将推动零售业的发展

指标	食品制造	日化用品	文教用品	纺织服装	农副食品	饮料制造	PC制造	电视机	手机制造
企业数	6767	1463	4112	14794	18592	4516	182	425	286
销售收入	28112797.9	7952474.2	8115946.4	30238259.3	82187928.5	23318136.5	31986783.5	10381758.5	18610339.6
平均销售收入	4154.4	5435.7	1973.7	2044.0	4420.6	5163.4	175751.6	24427.7	65071.1
利润总额	1830465.2	810874.2	171456.7	1240048.1	3820859	2249832.9	659453.4	188479	631761
平均利润	270.5	554.3	41.7	83.8	205.5	498.2	3623.4	443.5	2209.0

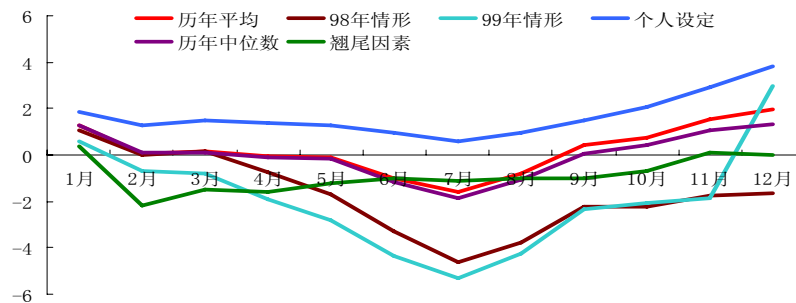
统计时间：2008年5月 单位：万元

数据来源：WIND，东方证券综合分析

但是和零售业发展比较相关的一些因素并不乐观：

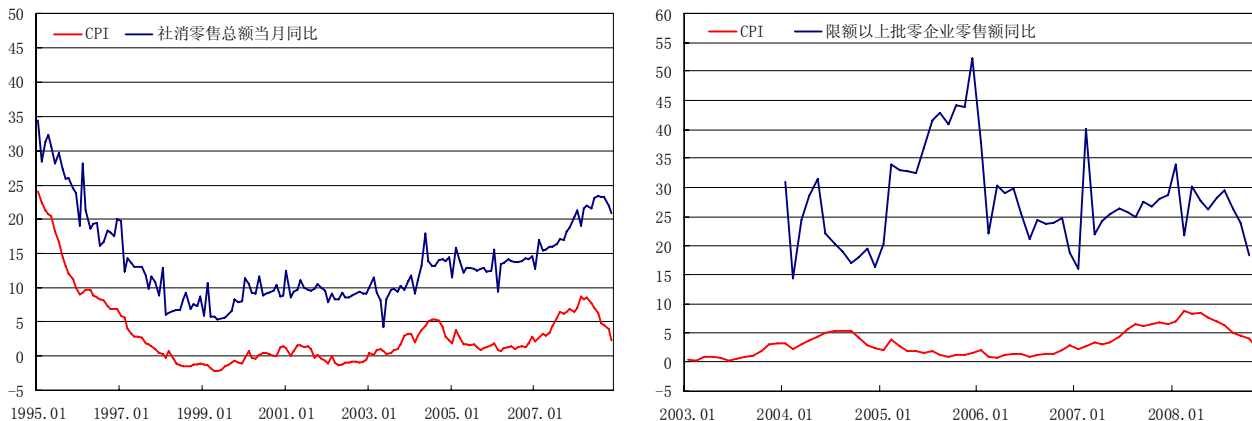
CPI 方面，从历史上的相关关系来看，限额以上零售企业对于 CPI 的敏感度更高。根据我们宏观经济组对于 2009 年的预测，全年的 CPI 值将维持在 2% 以下。那么我们保守预计，2009 年相关上市公司的销售额同比将由于 CPI 的下滑而下降 5-6 个百分点。

图 10：2009 年 CPI 将维持在低位，对零售行业的增长形成冲击



数据来源：WIND，东方证券综合分析

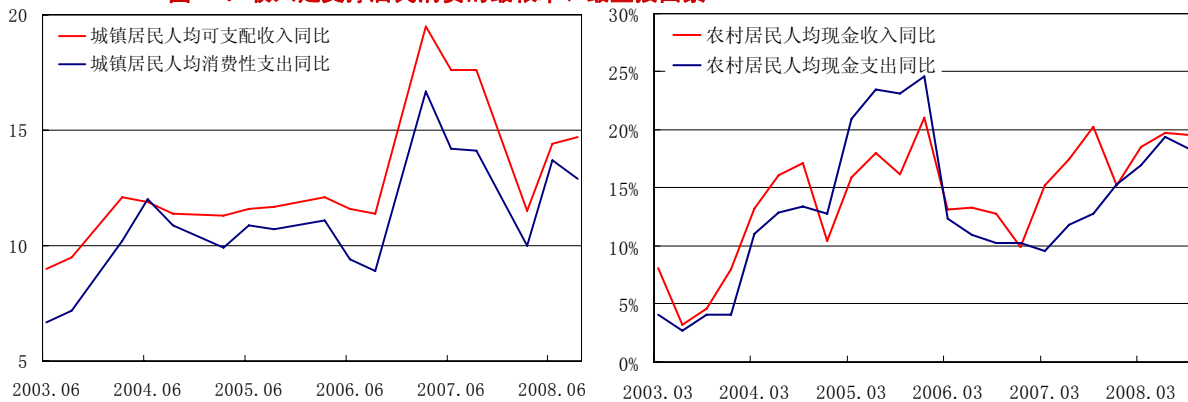
图 11：限额以上企业对于 CPI 更为敏感



数据来源：WIND，东方证券综合分析

收入方面，我们对比了城乡居民的收入和支出数据，从两者的相关性来看，支出的增速通常略滞后于收入的增速变化，并且往往弹性更大，显示收入是支撑消费者支出的最核心最直接的因素。

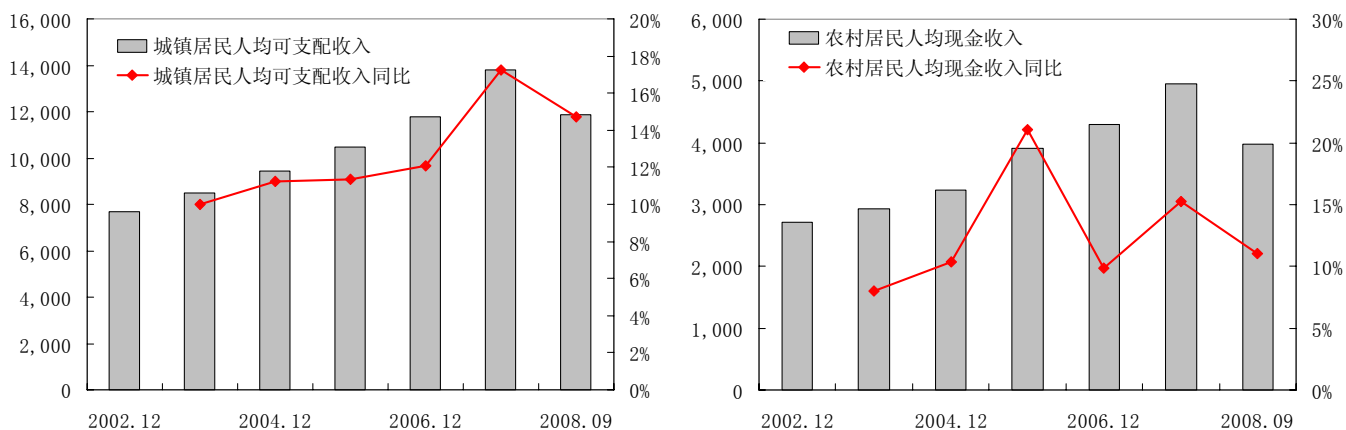
图 12：收入是支撑居民消费的最根本、最直接因素



数据来源：WIND，东方证券综合分析

但是 2008 年中，股市在年初达到了 6124 点历史高点之后的快速俯冲和持续震荡使得中产阶级在过去数年间积攒起来的财富受到了极大的冲击，12 月份统计的结果是平均每个 A 股账户亏损 38 万元左右；随后而来的全球金融危机也终于以超过大家预期的力度传导到国内的实业领域，造成工厂倒闭和对未来收入的预期普遍下降，并且这一现象在沿海经济富裕、商业繁荣的区域表现的尤为突出。虽然从 2008 年的统计数据来看，城镇家庭人均可支配收入和农村居民人均现金收入的绝对值都还在增长，但是增速双双出现了显著的下滑。我们预计至少到明年 2 季度之前，这一下滑的趋势可能仍会延续。

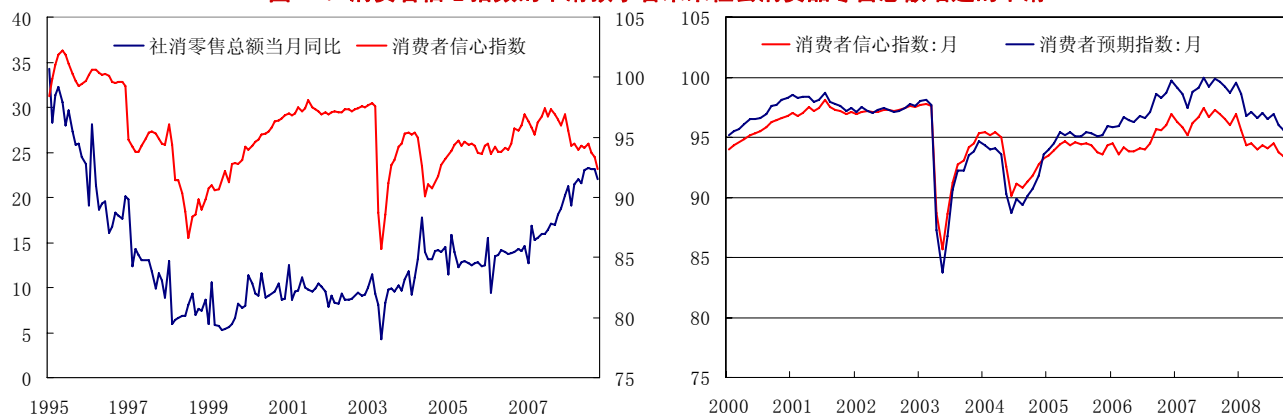
图 13：城乡人均收入增速出现了明显的下滑



数据来源：WIND，东方证券综合分析

伴随着收入增速的下滑，消费者信心指数和预期指数已经出现了明显的下滑。我们拟合了社会消费品零售总额增速和消费者信心指数的历史走势，显示消费者信心指数的走势往往领先于前者走势 1 个季度左右，而信心指数出现趋势性的反弹则通常需要 2 个季度以上的时间。也就是说，未来 2-3 个季度内，如果宏观经济没有出现明显好转并显著提振消费者的信心，那么零售市场的形势将不容许我们太过乐观。

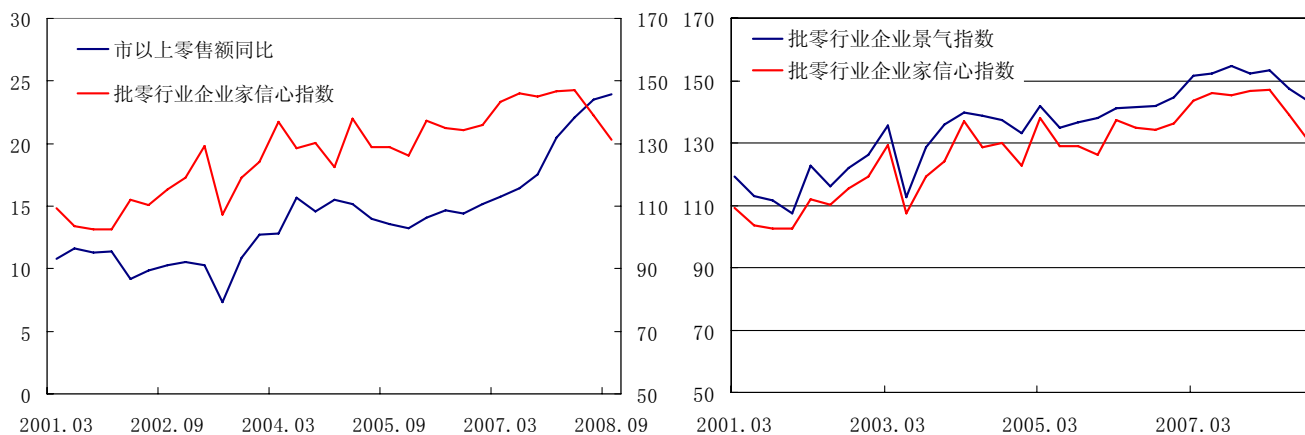
图 14：消费者信心指数的下滑预示着未来社会消费品零售总额增速的下滑



数据来源：WIND，东方证券综合分析

我们也拟合了零售额增速和批零行业企业家信心指数，经验显示企业家的信心指数和零售额的增长呈现明显的相关关系。而 3 季度以来，零售行业企业家信心指数也已经出现了较为明显的下滑，在我们和有关公司的高管、店长的交流中，均可以明显地感受到大家对于明年行业增长不确定性的担忧。相应地，各企业对于明年的外延式拓展规划均显得格外谨慎。相关上市公司中，除苏宁明确表示明年仍将按照既定的 200 家规划开店之外，其余各公司均或多或少地调低了开店规划。因此，我们对于明年外延式扩张所推动的行业增长作了较大幅度的下调。

图 15：企业家信心指数预示未来数季度行业增长不容乐观



数据来源：WIND，东方证券综合分析

整体而言，我们相信驱动中国零售行业演变和发展的外在因素并没有发生根本的变化，宏观经济虽有所放缓但仍将以 8% 以上的速度增长，国内巨大的人口基数和快速增长的消费力为正在经历海外市场萎缩痛苦的制造企业提供了新的舞台。驱动行业发展的内在因素方面，按照零售业发展与宏观经济发展相匹配的规律，随着人均 GDP 和购买力的提升，新的业态还在不断被引入和快速发展，旧有的业态也在演变求生存，连锁化、专业化两大取向，行业企业的规模和盈利能力也一定会再上台阶。

但是，CPI、收入增速等外部因素的阶段性波动确实也对零售企业的生存和发展形成了冲击和挑战。一些不适应行业发展规律的、经营个体分散的老业态加速衰退，如传统的 3C 产品流通渠道；一些购销规模仍不够体现效益的企业在激烈竞争中更快地失去市场份额，如一些业态单一、网络未臻完善的超市企业；一些管理过于粗放，扩张过于激进的企业可能面临管理失控和资金链断裂的风险；

还有一些模式创新的企业被证明与行业特点和产品特性不能匹配而需要做出调整。我们始终认为，对于零售行业企业，既要着眼于其自身的经营管理能力和目前的盈利状况与市场份额，更应该从行业、业态发展趋势的角度，关注其中长期的发展前景和潜力。基于此，我们对于行业细分业态的观点是：用发展的眼光看专业连锁，用“短视”的目光看待超市。

为什么更看好专业连锁？

2008 年中期策略中，我们对比了超市和专业连锁在盈利能力、成长路径、替代能力、产业链控制力和竞争能力等 5 个方面的特点，当时的结论是专业连锁在各个方面均存在比较明显的优势。具体比较如下图所示。

图 16：专业连锁 vs 超市

3C（家电） 连锁	基本特点					
	选址	营业面积	目标顾客	服务	商品	售卖方式
专业店	市、区级商业中心及百货店、购物中心内	1000-1500左右的社区店；1500-3000的商圈店；3000以上的旗舰店	有目的选购某类商品的流动顾客为主	要求从业人员有丰富的专业知识	特定品类商品，体现专业性、深度和品种丰富度	柜台或开架销售
盈利能力	成长路径	替代能力	产业链控制力	竞争能力		
国外先进企业毛利率18-25%之间，净利率2.8-3.5%之间。 国内企业毛利率9.6-12%之间，净利率1.6-3%之间。 随着销售规模的扩张和边际效应的体现，盈利能力仍有大幅上升空间。	主要依靠外延式增长，以及合理的门店和配送中心布局来体现边际效应获取内生增长。 从2004-2007年实际拓展情况来看，外延式增长速度很快，因而未来内生性增长也应该能够明显体现。	专业性越强，进入门槛越高，替代能力也越强，替代速度也会更快。 二线以下城市面临消费习惯培养的问题。	家电市场一线和多数二线城市市场已经基本形成寡头竞争的局面。 对上游供应商的议价能力和控制力极强。能够通过价格、促销等手段引导下游消费者。	受到产业布局和需求结构影响，我国家电市场形成了独特的渠道模式，无强势外资竞争。 行业企业之间的竞争愈加理性。		
超市（标超/大卖场）	基本特点					
	选址	商圈	目标顾客	规模	商品	售卖方式
标超	市、区商业中心、居住区	辐射半径2公里左右	商圈居民	6000平米以下	生鲜、包装食品、日用品等	自选、开架、统一收银
大综超	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公里以上	商圈居民+流动顾客	6000平米以上	大众化衣、食、日用品，自有品牌比重较大	自选、开架、统一收银
盈利能力	成长路径	替代能力	产业链控制力	竞争能力		
国外先进企业销售毛利率20%+，净利率介于1.3-3.5%之间。 国内企业销售毛利率介于12-15%之间；净利率1.4-3.9%之间。 销售净利率提升空间有限。	主要依靠外延式增长，以及合理的门店和配送中心布局来体现边际效应获取内生增长。 受竞争和资金影响，实际外延式拓展速度较慢。	一线城市成为日常食品、家用等快速消费品的主流渠道。 二线及以下仍面临着传统渠道的竞争。 取代旧渠道是一个漫长的过程。	上游极其分散，目前国内企业的规模难以影响和控制上游制造商，也不能引导下游需求。	管理、规模相对落后于外资企业。 一线城市和富裕二线城市面临外资强势竞争，市场份额逐渐缩小。 二线及以下城市尚有发展空间。		

数据来源：WIND，东方证券综合分析

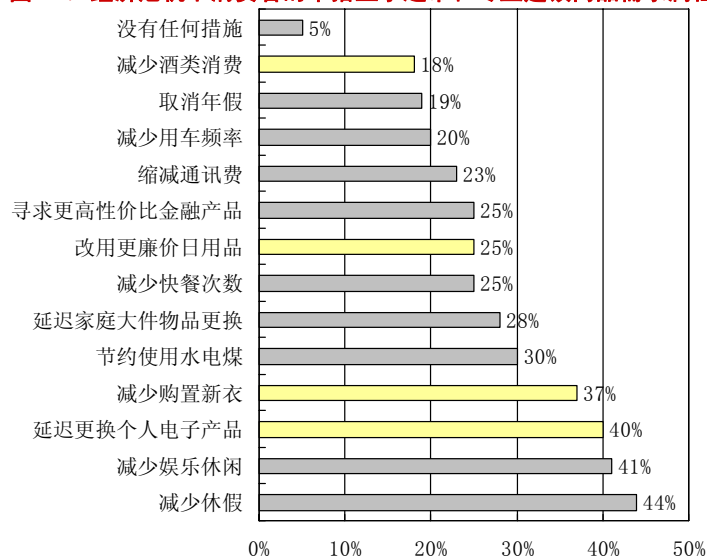
5 月份让我们做出如此判断的另一个重要因素是当时高企的 CPI，当时我们的担忧是，如果 CPI 继续走高，超市顾客中的一部分可能因为购买力与价格的矛盾而向其它渠道转移，毕竟在湖南、湖北、江西、福建等省份的二三四线城市，消费者的价格敏感度显著高于一线城市，并且这些市场确实存在具备价格优势和便利度优势的替代产品和替代渠道。

然而，计划永远快不过变化，随着下半年宏观经济从通胀向通缩的快速转化，CPI 进入下行通道，食品价格的快速回落，我们也很高兴地看到我们上述担忧落空了。但是我们仍然维持相对看好专业连锁的观点，除了上面比较过的核心竞争力因素之外，主要的依据在于两者的商品结构、商品需求特性的差异，产业链以及行业竞争格局的不同。

品类和需求特性方面，虽然通常意义上，超市的品类被认为基本是食品和生活必需品因而刚性比较强。但是我们梳理了一般大卖场的 10 多个主要品类，也和多个店长进行了交流，我们的观点是，严格意义上讲，大卖场中超过 70% 销售占比的品类都存在较明显的需求弹性，或者说，那些季节性特征较弱的商品都具备较强的需求弹性，而压缩空间较小的也仅限于生鲜等品类。如果消费者对于未来收入的预期进一步下滑，我们相信城镇消费者在超市的消费量具备进一步被压缩的空间。

相反地，专业连锁所运营的商品虽然普遍被认为是非必需品，但是我们认为，家电、3C 品类的非必须性主要体现在时间的可延续性上，也就是说，可以推迟消费，但并非绝对不需要。以尼尔森最近对国内消费者所做的调研结果为例，可见大卖场和专业连锁之间商品需求属性的这种差异。

图 17：经济危机下消费者的举措显示超市和专业连锁商品需求属性的差异



数据来源：AC Nielson，东方证券综合分析

以家电为例，虽然苏宁受到房地产市场销售显著下滑的影响而出现了同比负增长的现象，但是“肉都还在锅里”，当住宅价格调整到位触底回升、销售出现反弹的时候，家电类的需求必然也会出现报复性的反弹，推后的购置需求都会集中体现出来；在国美放慢脚步的时候，苏宁并没有放缓拓展节奏，而是把碗做得更大一点，当市场反弹时将会获得更大的市场份额。我们近期和一些家装公司的管理人员的交流中也感觉，其实家装、家具和家电受到房地产下滑的冲击并没有想象中强烈。市场旺盛时，30%-40%左右的需求是投资性需求，业主通常不会装修、配置家电家具；但现在投资性需求被逐渐挤压掉了，真正有刚需的购房者还是会购买、装修、配家电；家装公司的感觉是原来 100%*60% 和现在 40%*100% 的关系，相差并不如想象般悬殊。

产业链方面，专业连锁上下游的集中与超市上下游的分散形成了鲜明的对比。作为世界的工厂，中国的家电与 PC 制造业经过 10 余年的发展和竞争，已经形成了非常集中的品牌格局。家电、PC 产品这种高度标准化、规模化生产、高品牌集中度的特点对下游渠道存在着连锁化经营、专业化细分的内在动力，推动和支持着专业连锁企业快速地复制、拓展；而与家电、PC 和手机等标准化特性突出的产品相比，超市主要商品如食品、饮料、日化、服装等的标准化程度较低，上游制造商之间的整合难度极大。尤其是占据超市较大销售比重的食品饮料和副食品品类，由于产业布局的历史原因以及更上游原材料的分散特点，始终难以集中，直接导致超市企业在每个区域需要面对数千家的不同的供应商（或其区域内的代理），规模效应难以体现，商品管理难度极大。其次，家电、PC 的品质和消费感受易于客观量化和改进，从全世界范围来看都有比较统一的标准和偏好，区域

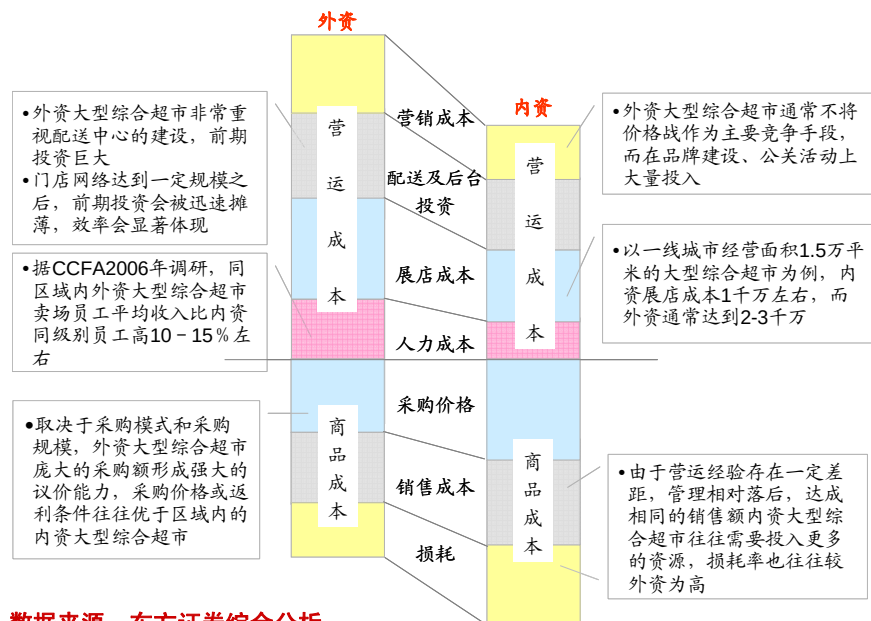
之间不存在大的差异；而食品饮料、日化等产品的口味和偏好更为主观，在中国各区域市场之间存在着难以统一和量化的差异；食品饮料低价值、易腐坏、难运输的特点也为超市企业跨区域的尝试制造了难度。换句话说，家电、PC类产品的高技术含量、标准化需求、规模化生产的特点支持专业连锁快速发展，而食品、饮料、家用的低技术含量、差异化的需求、零散化生产、难保存和运输的特点不支持超市企业快速向外发展。

竞争方面，本土超市企业显然面临着较专业连锁企业更为强烈的外部竞争。专业连锁企业目前主要的竞争对手是在电脑城各个分散经营、规模细微、极不规范的商户、二三线以下城市的制造商经销渠道和一些传统家电零售通路。家电、3C产品的标准化、规模化和高技术含量特点本质上是排斥这些传统渠道分散、不规范、多层次的模式的。并且随着经济危机向需求的传导，这种排斥已经开始快速显现出来，表现在传统渠道商户的经营越来越难，海龙等电脑城开始降租；另一方面，来自国外的竞争者如百思买虽加快了扩展步伐但仍然未能形成显著威胁。

超市企业的竞争状况则完全不同，食品生鲜家用等品类上游制造商的分散仍然对于小型、分散的传统渠道形成支撑，有价格优势、灵活经营的小商户们活得并不太差；而且超市企业同时面对的是全球扩张、规模庞大、管理先进的家乐福沃尔玛们。

成本方面，2006年我们曾经大概分解对比过内外资超市的主要成本差别。如上图所示，2005-2006年的时候，外资超市在自然扩张的同时着力于建立后台体系，形成了较高的资本性支出；而当时内资企业虽然在商品成本上并不占优，但它们在营运成本上则存在比较明显的优势，从而得以轻装上阵，以较低的成本在区域内快速圈地。但是2007年以后，外资企业通过收购等手段快速扩张了购销规模，商品成本上的优势愈加明显，对前期后台投资的摊薄效应也开始显现。所以现在当外资超市也开始以价格竞争作为常态经营手段的时候，区域内的本土超市可能会面临前所未有的巨大压力。

图 18：内外资超市成本构成对比



数据来源：东方证券综合分析

换句话说，和专业连锁企业形成竞争的传统渠道在加速衰败下去，外资竞争者还没有成长起来；而和超市形成竞争的传统渠道还在较好地活着并等待着接纳那些因收入下降、价格敏感度上升而回流的消费者，同时主要的竞争者外资超市在购销规模、门店层面和价格纬度的竞争压力越来越强大。

综上所述，我们认为从具体企业经营的角度来看，毫无疑问存在着经营细致、绩效良好的超市企业，如武汉中百和步步高；但是无论从眼下的竞争、未来走出去的潜力、产业链上下的整合等中长期角度来看，超市行业可能都存在着较大的先天瓶颈。而专业连锁行业眼下虽然经受着经济放缓、房地产销售下滑、消费推迟的考验，但是从竞争、外延式拓展、产业链整合的角度来看，存在着明显的优势和空间。所以我们一方面建议投资者充分信任上市的这些优秀零售企业自身调节适应危机的能力，但是要用发展、宽容的眼光看专业连锁，用“短视”、挑剔的目光看待超市。发展的眼光之下，我们看好苏宁电器和宏图高科未来“内向扩张”的潜力以及品类延展、门店拓展的扩张空间；“短视”的挑剔眼光之下，我们最为看好武汉中百密集的网络和较高的生鲜占比在消费低迷的时候的价值。

2009 年行业经营预测

前文主要是从行业、业态、竞争的角度阐述了我们对于专业连锁和超市两大零售业态的一些基本观点，具体到 2009 年行业经营的走势，结合以上对于外延式增长、毛利率和费用的判断，我们认为 2009 年上半年可能是零售业继续下滑的半年：企业开店意愿继续保持谨慎使得外延式增长进一步放缓；企业倾向于在淡季装修改造现有门店可能也会对收入造成一定影响；春节旺季之后可能需要维持一定的促销力度才能在淡季推动销售额的同比增长；旺季之后，高毛利品类商品、企业客户的占比可能下滑，加上促销的开展，超市企业整体毛利率可能会有一定程度的下降；虽然租金会出现一定程度的回调、人工费用的增速也会放慢，但是我们预计费用的降低可能将难以抵销毛利额增速下滑对净利润的影响。

2009 年下半年如果宏观经济、消费者信心指数出现一定的回升，我们不排除三季度零售企业会加快展店的速度，其中专业连锁可能反弹更快，因为开店成本低、装修期短、毛利率对于规模也更为敏感，同时专业连锁企业可能受益于三季度的暑促。下半年我们相信行业收入的同比增速会比上半年有所上升，但可能仍会低于 2008 年的数据。正如前文提到零售企业逐渐转向管理要效益的阶段，我们建议投资者在同比数据之外，加大对于毛利率、存货周转、品类占比这样一些反映管理能力和产业链整合能力的经营指标。

个股推荐

苏宁电器 002024.SZ

- ✓ 家电消费是推迟不是取消，放缓的需求会出现反弹；
- ✓ 现有的购销规模下，有足够的空间去提升内生指标，如毛利率、存货周转、资金周转等；
- ✓ 在产业链上处于强势地位，具备很强的整合能力，可望通过压缩层级提升毛利；
- ✓ 家电品类的竞争对手国美和 3C 品类的对手传统渠道均呈现颓势，可望获得更多市场份额；
- ✓ 战略清晰稳健，管理细致人性化，团队凝聚力高；
- ✓ 估值相对较低。
- ◆ 房地产销售的回升不确定性仍高；
- ◆ 3C 品类的运营仍在摸索中。

附表：苏宁电器财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	13598	17837	20693	25184	营业收入	40152	55106	66591	78197
现金	7465	8018	7591	9149	营业成本	34347	46372	55543	64764
应收账款	108	146	188	214	营业税金及附加	154	276	333	391
其它应收款	69	152	170	194	销售费用	2986	4739	5594	6412
预付账款	1022	2342	3163	4105	管理费用	494	744	832	938
存货	4553	6704	9138	10978	财务费用	-88	-128	-85	-74
其他	381	476	443	542	资产减值损失	10	3	5	6
非流动资产	2631	4708	6592	8067	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	3	3	2	投资净收益	0	-1	-1	-0
固定资产	1869	3650	5313	6635	营业利润	2250	3099	4370	5759
无形资产	374	493	652	859	营业外收入	35	26	29	28
其他	387	561	624	571	营业外支出	44	24	27	32
资产总计	16230	22545	27285	33251	利润总额	2241	3101	4372	5755
流动负债	11391	14094	18501	20091	所得税	718	744	1049	1381
短期借款	140	175	2077	1154	净利润	1523	2357	3323	4374
应付账款	3146	4011	4582	5181	少数股东损益	58	38	44	47
其他	8104	9907	11841	13756	归属于母公司净利润	1465	2319	3279	4327
非流动负债	11	6	7	8	EBITDA	2380	3419	4960	6593
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.78	1.10	1.45
其他	11	6	7	8	主要财务比率				
负债合计	11402	14099	18507	20099	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	204	243	287	333	成长能力				
股本	1442	2991	2991	2991	营业收入	61.1%	37.2%	20.8%	17.4%
资本公积	216	216	216	216	营业利润	100.4%	37.7%	41.0%	31.8%
留存收益	2966	4997	5285	9612	净利润	103.4%	58.2%	41.4%	32.0%
归属母公司股东权益	4624	8203	8491	12819	获利能力				
负债和股东权益	16230	22545	27285	33251	毛利率	14.1%	15.8%	16.6%	17.2%
现金流量表					净利率	3.6%	4.2%	4.9%	5.5%
单位: 百万元					ROE	31.7%	28.3%	38.6%	33.8%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	-94.6%	415.8%	131.0%	112.9%
经营活动现金流	3496	1861	3224	4897	偿债能力				
净利润	1523	2357	3323	4374	资产负债率	70.3%	62.5%	67.8%	60.4%
折旧摊销	218	447	676	908	净负债比率				
财务费用	-88	-128	-85	-74	流动比率	1.19	1.27	1.12	1.25
投资损失	0	1	1	0	速动比率	0.79	0.79	0.62	0.71
营运资金变动	1749	-882	-694	-312	营运能力				
其它	95	65	4	-1	总资产周转率	3.20	2.84	2.67	2.58
投资活动现金流	3496	-2661	-2659	-2506	应收账款周转率	382	410	377	367
资本支出	1362	2381	2279	2032	应付账款周转率	13.60	12.96	12.93	13.27
长期投资	0	2	-1	-0	每股指标 (元)				
其他	4858	-277	-381	-474	每股收益	0.49	0.78	1.10	1.45
筹资活动现金流	-141	1178	-1172	-1006	每股经营现金流	1.17	0.62	1.08	1.64
短期借款	-136	35	1902	-923	每股净资产	1.55	2.74	2.84	4.29
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	721	1550	0	0	P/E	35.31	22.32	15.78	11.96
资本公积增加	-721	0	0	0	P/B	11.19	6.31	6.09	4.04
其他	-5	-407	-3074	-82	EV/EBITDA	19	13	9	7
现金净增加额	1998	378	-607	1386					

数据来源：东方证券综合分析

宏图高科 600122.SH

- ✓ 在做一件符合行业规律的事：渠道扁平化和品类专业化两大连锁行业发展规律构成长期利好；
- ✓ 行业经验丰富，长期跟踪产业发展、技术创新的趋势，熟悉厂商推新策略，理解产品；
- ✓ 总部统一谈判 + 周采、地采的采购方式兼顾规模、品类丰富度、地区需求差异和毛利率；
- ✓ 快进、快出的海鲜模式确保存货高周转，跌价风险最小化；
- ✓ 不同的采购渠道和方式、不同的运营方式使得宏三与家电连锁在产品层面基本错开正面竞争；
- ✓ 市场集中度仍低，传统渠道在危机中加速衰落；
- ✓ 产业的高技术含量、高关联度和量产特点提供进一步挤压上游层级或者横向拓展品类的空间；
- ✓ 进销差价、定制买断、无偏向导购的独特模式契合成熟市场模式，卖场控制力强；
- ✓ 专业服务能力基本成型，已形成盈利，未来可望成为新的增长点；
- ✓ 农村包围城市，重点布局的二三线城市竞争相对少，费用低，毛利率可能更高；
- ✓ 积极参与电脑下乡，可望凭借在东部二三线城市的广泛布局和专业服务能力受益更多；
- ✓ 刚刚增发成功，资金较为充沛，外延拓展资金无虞；
- ✓ 2009 年开店主要集中在已有门店区域，费用率会出现明显下降；
- ✓ 目前估值仍低。
- ◆ 业务涵盖连锁、地产、制造和投资，略显庞杂，连锁主业地位仍不够突出；
- ◆ 信息披露有待加强。

武汉中百 000759.SZ

- ✓ 区域内根基扎实，门店密集，而且仓储、便利店网络互补性强，对消费者黏度高；
- ✓ 真正刚性需求的生鲜食品品类占比较单纯运营大卖场的同行为高，更好地抵御消费收缩；
- ✓ 管理细致，战略稳健。
- ◆ 跨出区域存在瓶颈，重庆区域扭亏进程未知；
- ◆ 估值略高，回调买入。

附表：武汉中百财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表					单位: 百万元	
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E		
流动资产	1268	2228	2866	3432	营业收入	6959	8517	10488	12542		
现金	463	1215	1664	2001	营业成本	5752	7033	8666	10356		
应收账款	12	23	24	31	营业税金及附加	41	50	61	73		
其它应收款	20	41	43	55	营业费用	722	882	1085	1292		
预付账款	127	179	206	255	管理费用	256	311	378	445		
存货	643	770	930	1089	财务费用	43	16	8	4		
其他	3	0	0	0	资产减值损失	4	3	4	3		
非流动资产	2054	2265	2467	2689	公允价值变动收益	0	0	0	0		
长期投资	111	123	118	120	投资净收益	22	0	3	4		
固定资产	1442	1681	1928	2192	营业利润	163	222	288	372		
无形资产	139	136	132	129	营业外收入	7	4	5	5		
其他	362	326	289	248	营业外支出	2	1	1	1		
资产总计	3322	4493	5333	6121	利润总额	169	225	292	376		
流动负债	1754	2360	2861	3395	所得税	42	56	73	94		
短期借款	201	201	201	201	净利润	126	169	219	282		
应付账款	695	1013	1190	1389	少数股东损益	1	1	1	1		
其他	858	1145	1469	1806	归属母公司净利润	126	168	218	281		
非流动负债	542	518	694	737	EBITDA	355	368	448	552		
长期借款	242	368	469	550	EPS (元)	0.38	0.30	0.39	0.50		
其他	300	150	225	188							
负债合计	2296	2878	3555	4133	主要财务比率						
少数股东权益	21	22	23	24	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E		
股本	335	561	561	561	成长能力						
资本公积	396	633	633	633	营业收入	29.2%	22.4%	23.1%	19.6%		
留存收益	274	400	562	770	营业利润	70.0%	36.5%	29.6%	29.1%		
归属母公司股东权益	1005	1594	1756	1964	归属于母公司净利润	53.3%	33.4%	29.8%	28.9%		
负债和股东权益	3322	4493	5333	6121	获利能力						
					毛利率	17.3%	17.4%	17.4%	17.4%		
					净利率	1.8%	2.0%	2.1%	2.2%		
					ROE	12.5%	10.5%	12.4%	14.3%		
					ROIC	14.9%	20.5%	29.1%	42.3%		
					偿债能力						
					资产负债率	69.1%	64.0%	66.7%	67.5%		
					净负债比率	19.28%	19.77%	18.85%	18.16%		
					流动比率	0.72	0.94	1.00	1.01		
					速动比率	0.35	0.62	0.68	0.69		
					营运能力						
					总资产周转率	2.17	2.18	2.13	2.19		
					应收账款周转率	375	414	387	395		
					应付账款周转率	8.53	8.23	7.86	8.03		
					每股指标 (元)						
					每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.30	0.39	0.50		
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.85	1.32	1.29	1.43		
					每股净资产 (最新摊薄)	1.79	2.84	3.13	3.50		
					估值比率						
					P/E	25.29	31.70	24.43	18.95		
					P/B	3.17	3.34	3.03	2.71		
					EV/EBITDA	15	15	12	10		

数据来源：东方证券综合分析

分析师承诺

郭洋：连锁行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn