

2010-08-30

行业研究 / 深度研究

商贸零售

增持/ 维持评级

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhqz.com

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018
+755-82080081 gengbh@lhqz.com

联系人

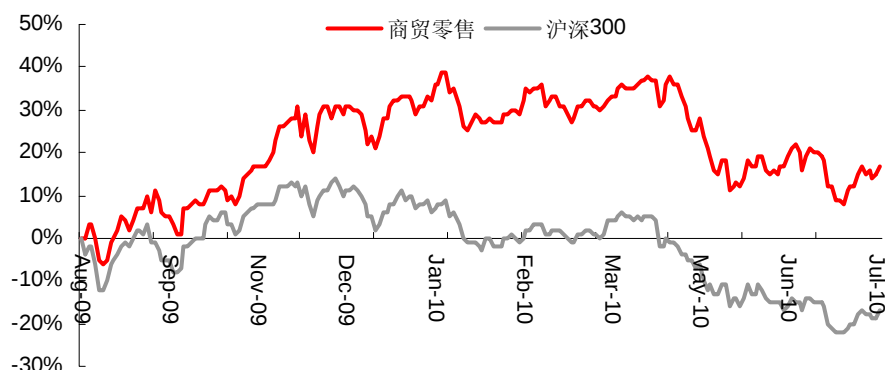
李珊珊

+755-82084411 liss@lhqz.com

梅花香自苦寒来

- 痛苦蛰伏是国内上市超市企业在过去几年经营状况的真实写照，而这恰恰是超市行业从跑马圈地式的外延扩张向供应链管理转型必须付出的痛苦代价。
- 我们看好经济结构转型带来超市行业复兴的第一个理由，在于**分配制度改革—>中低收入人群收入增加—>必需品消费弹性增加—>超市收益**。日本 70 年代实施收入倍增计划期间，低收入人群最为受益，73-82 年间超市行业收入增速整体高于百货行业。类似的情况在中国重现的可能性很大。
- 我们看好经济结构转型带来超市行业复兴的第二个理由，在于**城镇化进程拓展零售行业的外延空间**。我们预计新增城镇人口导致社销规模扩大 2-2.4%，而中西部更高达 3.5-5.3%，其中河南、四川、湖南、三省社销增量超过 100 亿元。
- 联华超市在过去经历的困难很多是国内 A 股超市目前所遭遇的，在外延扩张遭遇瓶颈、外资企业挤压的情况下，通过**针对性的外延扩张、不遗余力的后台建设和兼并收购**实现了华丽转身，目前国内超市的经营策略多有异曲同工之处。
- 外资超市作为本土企业发展的拦路虎，虽然在物流配送建设上面具有天生的劣势，但凭借极高的品类管理水平、强大的后台管理能力、核心商圈选址和高成本拓店模式，平均单店销售达 5 亿元，5 倍于 A 股超市门店。国内超市企业差异化竞争和加强物流配送建设可能成为破敌利器。
- 受“猪通胀”的干扰、资源品价格改革对物价的拉动效应等，2011 年全年 CPI 预测为 3.2%，农产品价格上涨带动的通胀行情下，反应到超市的同店增长拉动将更为真实。我们测算未来三个半年周期内超市行业的同店增长分别为 7.11%、8.55%和 5.90%，CPI 的上涨对超市业绩形成直接利好。
- 在经历了资本市场多年的戴维斯双杀之后，我们认为超市行业无论是基本面还是市场情绪都已经处于底部，我们推荐包括华联综超、友谊股份、武汉中百、步步高、新华都及人人乐的主题投资机会。

最近 52 周股价表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

投资聚焦

中国的超市行业经历了前期快速粗犷的跑马圈地后，开始注重内功修炼，行业竞争力开始提升。而无论是收入分配计划抑或是城镇化的推进或是 CPI 的上涨，都对超市行业形成直接利好。

在经历了资本市场多年的戴维斯双杀之后，我们认为超市行业无论是基本面还是市场情绪都已经处于底部，我们推荐包括华联综超、友谊股份、武汉中百、步步高、新华都及人人乐的主题投资机会。

1. 经济结构转型，体制改革释放制度红利

2010 年上半年经济形势的诸多表象与潜在问题昭示着近 10 年中国原有经济发展方式“投资拉动和出口拉动”正在走向终结。收入分配、财富分配体制改革将推动消费需求自主性上升；以城镇化投资替代“铁公基”投资将推进中西部城镇化进程。

中低端收入人群的收入增加和中西部消费总量的扩容成为超市行业实质性利好。

2. 从外延到内生，行业的基本面拐点显现

超市行业第一轮发展周期伴随的是跑马圈地的外延扩张模式，并于 04、05 年达到顶峰；随着外资超市的进入、区域竞争激烈程度加强，业内公司普遍进入蛰伏期，06 之后的企业发展开始进入注重内功修炼、塑造核心竞争力的第二轮发展期。

在经历了 4 年的痛苦转型后，我们认为业内公司的竞争力开始提高，行业基本面拐点已经出现。

3. 通胀压力重现，CPI 上涨成为催化因素

根据华泰联合宏观组的观点，未来 1 年多的时间里，国内通胀的主要推动因素来包括“猪通胀”的干扰、资源品价格改革对物价的拉动、灾害性气候和国际农产品出口减少等，2011 年全年 CPI 预测为 3.2%，年中达到峰值 4.5%。

由于超市以食品销售为主，同店增长率和 CPI 走势必然呈现明显的相关性，在本轮以农产品价格上涨带动的通胀行情下，反应到超市的同店增长拉动将更为真实。

结构转型与超市复兴

分配制度改革利好超市行业

经济结构转型对超市行业的第一个利好在于：分配制度改革—>中低收入人群收入增加—>必需品消费弹性增加—>超市收益。

对于中国经济结构转型的必要性和紧迫性这一点上，我们相信大家并无太多分歧，我们对超市行业看好，也是基于中国改革收入和财富分配模式、稳定经济主体收入的预期。相较于再分配制度改革的时间点（这可能更多的是宏观研究、政策研究团队的工作任务），我们更关注的是如果再分配制度改革出台，会对中国消费产生如何影响，什么样的行业更为受益。

从日本当年推进收入倍增计划的经验来看，国民收入和私人消费支出复合增长率接近同期 GDP 增速，中低收入者收入增速更快，必需消费迅速增长。我们判断一旦中国开始推进累死的收入分配制度改革，可以预见的是，**未来居民收入增速将加快，而中低收入者人群最为受益，由于这部分人群对必需品消费的弹性更高，将导致必需品消费需求的更快释放。**

收入倍增计划在日本

国民收入倍增计划（Income Doubling Programme）是日本 1960-1970 年间的经济发展计划。通过实施“国民收入倍增计划”，日本国民的收入水平提前完成了翻番，各行业也获得了迅速的发展。受益于国民收入的提高和居民闲暇时间的增多，消费品以及服务行业迅速增长，出现“消费革命”和“大众消费社会”。

表 1：收入倍增计划在日本

实施时间	任务	目标	实施结果
	1、充实社会资本		
1960.12-1970	2、产业结构高级化	1、高速增长	1、七年 GDP 复合增长率 11.6%
(实际于 1967 年完成目标)	3、推进贸易与国际经济协作	2、提高生活水平	2、七年国民收入 11.5%
	4、提高人的能力和振兴科学技术	3、充分就业	3、10 年间实际工资平均增长 83%
	5、二重结构缓和及社会稳定		

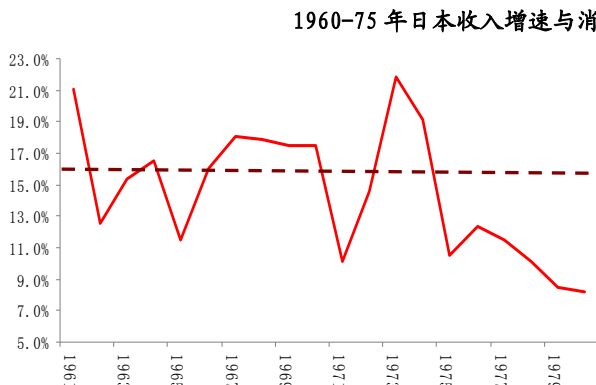
资料来源：华泰联合证券研究所

收入倍增计划及之后相继推出的经济社会发展计划和新经济社会发展计划促使日本 1960-75 年经济快速发展。其中有两点对中国有参考价值：

一，经济、人口面临某些临界点时，赶超经济发展方式逐步改变：1）1960s 初人均 GDP 达到 3000 美元；2）经过战后近 10 多年的恢复性增长，劳动力短缺的状况开始改变，劳资纠纷增加；3）1970 年前后，日本人口结构出现拐点，劳动人口所占比重开始下降。

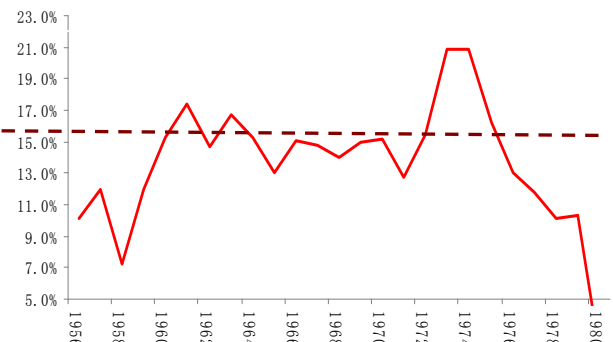
二，经济发展方式改变中，国民收入和私人消费 CAGR 接近同期名义 GDP CAGR；中低收入者收入增速比高收入者快，必需消费迅速增长。

图 1：1961-1980 日本国民可支配总收入增速



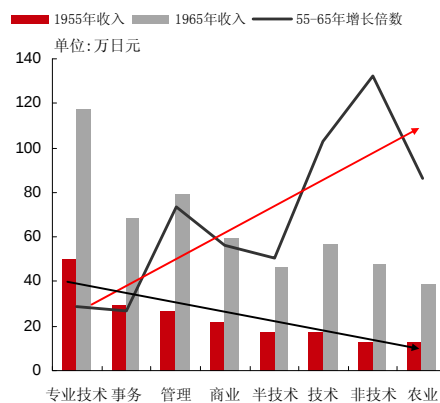
资料来源：华泰联合证券研究所，Wind

图 2：1955-1980 日本最终私人消费支出增速



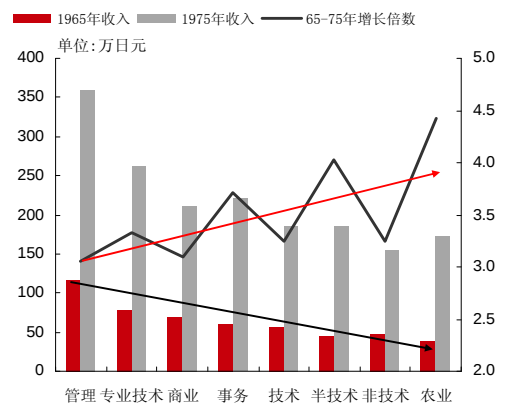
资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 3：1955-1965 日本各职业收入变化



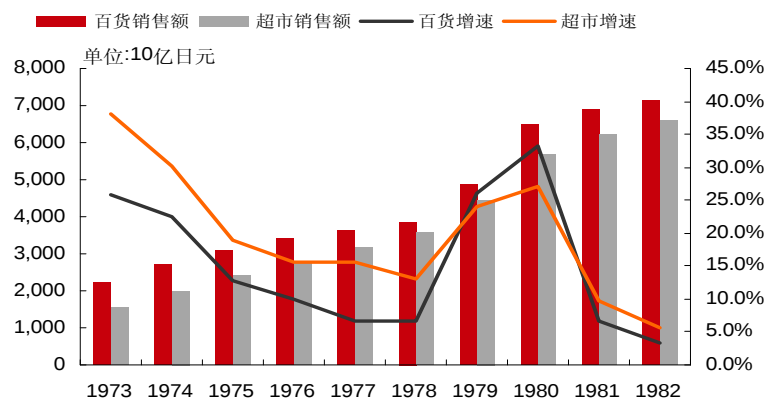
资料来源：华泰联合证券研究所，Wind

图 4：1965-1975 日本各职业收入变化



资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 5：1973-1982 日本超市行业销售增速明显快于百货行业增速



资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

低收入人群必需品消费弹性更大，因此 73-82 年间日本超市行业收入增速整体高于百货行业

收入倍增计划在中国

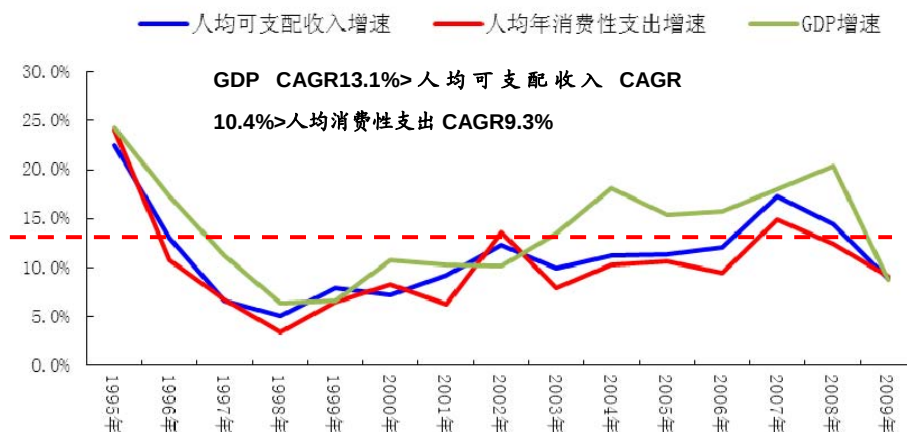
在过去一段时间里，由于初次分配制度的不合理，中国人均可支配收入增长长期落后于 GDP 增长；而再分配制度的不合理，加重了两极分化现象，收入越低的人群收入增速越慢，抑制了消费。

2010 年，李克强在《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》中强调“我国已进入只有调整经济结构才能促进持续发展的关键时期”，而提高居民特别是中低收入居民的收入水平，是促消费、扩内需，调结构的关键。随着“十二五”的临近，我们预期更多收入分配政策的切实落实已经迫在眉睫。

图 6：1995-2009GDP 增速》城镇人均可支配收入增速》城镇消费支出增速

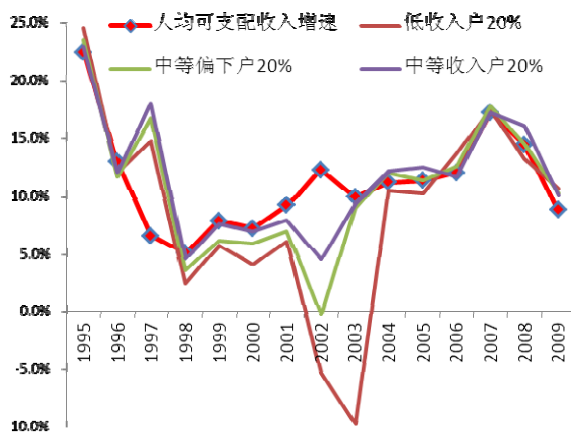
初次分配制度不合理导致
GDP 增速快于居民收入增速

再次分配制度不合理导致贫
富差距、两极分化加剧



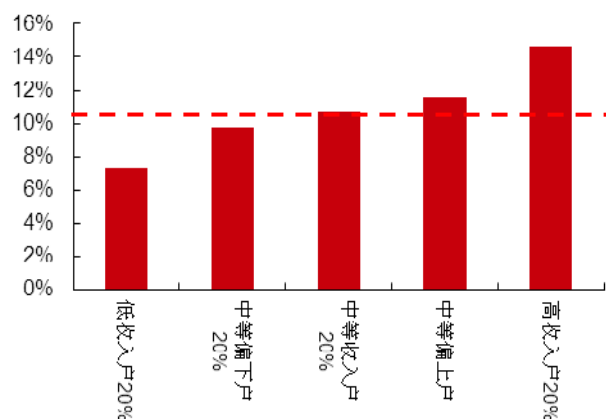
资料来源：华泰联合证券研究所，Wind

图 7：1995-2009 城镇各收入户人均可支配收入增速



资料来源：华泰联合证券研究所，中国国家统计局

图 8：1995-2009 城镇各收入户人均可支配收入增速 CAGR



资料来源：华泰联合证券研究所，中国国家统计局

表 2：04 年至今近期出台的收入分配政策，旨在提高中低收入人群收入

涉及领域	政策内容	实施结果
社保	2008 年 11 月，提高低收入群体等社保对象待遇水平，增加城市和农村低保补助，继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。2010 年 1 月 1 日起，提高企业退休人员基本养老金水平，提高幅度按 2009 年企业退休人员月人均基本养老金的 10% 左右确定	晚年后顾之忧之消费需求
保障性住房	2010 年，5 月 19 日，建设部与各个地方政府签订了 2010 年保障房工作目标责任书。2010 年，全国共建设各类保障性住房和棚户区改造 580 万套，改造农村危房 120 万户	释放消费需求
最低工资	2004 年劳动和社会保障部颁布《最低工资规定》。要求最低工资标准每两年至少调整一次。 2004、2005、2006 年这三年，全国各省区市平均调整了 1.9 次。2007 年，2008 年分别有 29、20 个省区市上调增加消费能力最低工资标准。2010 年已陆续有 24 个省区市上调最低工资标准，平均 23% 的涨幅明显高于往年水平	
收入分配	2007 年 11 月，十七大报告对“初次分配注重效率”，“再分配注重公平”的提法作了重要修正：“初次分配和再分配都要处理好效率和公平的关系”。 《2009 年深化经济体制改革工作的意见》第六条提出，加快就业和收入分配制度改革，提高城乡居民收入水平和消费能力。加快推进医药卫生、教育、文化、社会保障、住房等民生领域改革。 2009 年政治局会议上提出收入分配制度改革的总体措施：着力提高低收入者收入水平，扩大中等收入者比重，有提高低收入者收入效调节过高收入，取缔非法收入。 《2010 年政府工作报告》关于改革收入分配制度提出：一要逐步提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。加大财政、税收在收入初次分配和再分配中的调节作用。创造条件让更多群众拥有财产性收入。二要深化垄断行业收入分配制度改革。三要进一步规范收入分配秩序。保护合法收入，调节过高收入，取缔非法收入，逐步形成公开透明、公正合理的收入分配秩序，坚决扭转收入差距扩大的趋势。 十二五规划中负责收入分配改革的小组正在制定一份完整的收入分配改革规划，2011 年两会期间，中国收入分配改革有望明确方向和时间进程。	水平，扩大中等收入者比重
家电下乡补贴	家电下乡：从 2007 年 12 月开始，在山东、河南、四川 3 省试点家电下乡工作；2008 年 12 月起第二批家电下乡刺激了三四线市场乡试点范围新增 10 个省；2009 年 2 月起，在其余 13 个省推广家电下乡，并取消零售限价、执行补贴限价	对家电的需求
个人所得税	2008 年，个人所得税起征点由 1600 元调高为 2000 元	减轻税负

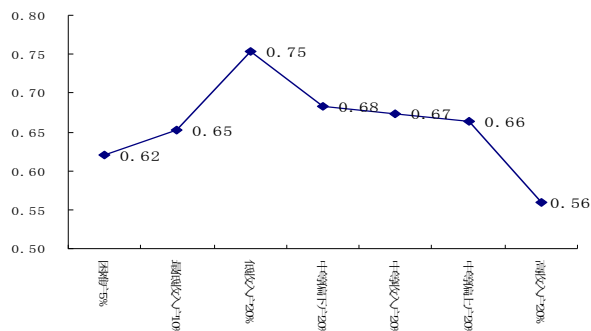
资料来源：华泰联合证券研究所

这样的直观感受应该是大家所熟悉的，如“随着农民工收入的增加，其将增加对鸡蛋、奶类等的消费”，我们根据统计局公布的不同收入人群对各个品类消费需求的时间序列数据，测算了不同收入水平下对各个品类的收入-需求弹性，并印证了这样的观点：一旦如日本当年一样的收入倍增计划在国内推进，由于中低收入户对必需品消费的需求弹性更高，其收入的提高更能促进必需消费品的需求，进而促进超市发展。

今天的低收入户可能成为明天的中等收入户，而在这一收入增加的过程当中，根据收入-需求弹性曲线，食品、服装，家庭设备用品的弹性逐渐升高，这表明同样百分比的收入增长变化，收入越低的阶层必需消费品需求的增量越大。

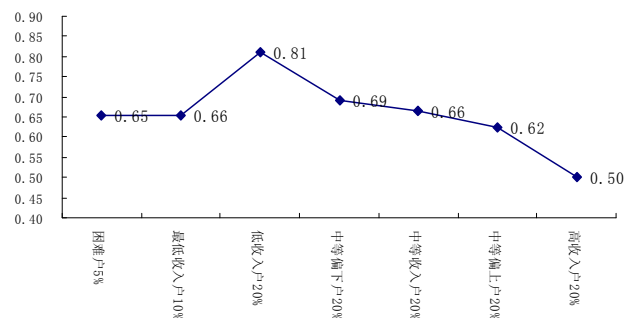
从长期来看，最低收入户、困难户对三类商品的需求弹性都低于低收入户的平均水平，这意味着最低收入户脱贫之后，收入增长变化将带来显著的必需消费品需求增长。

图 9：不同收入户对服装的收入-需求弹性



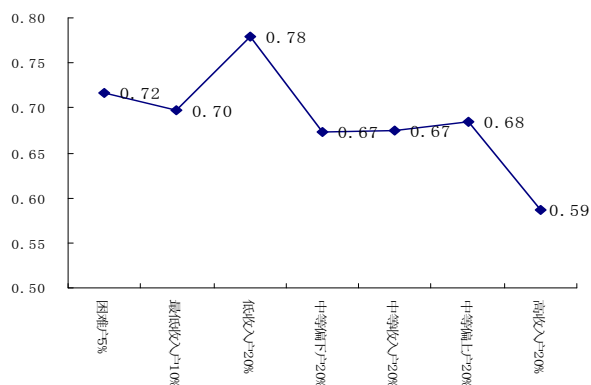
资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 10：不同收入户对家庭设备用品的收入-需求弹性



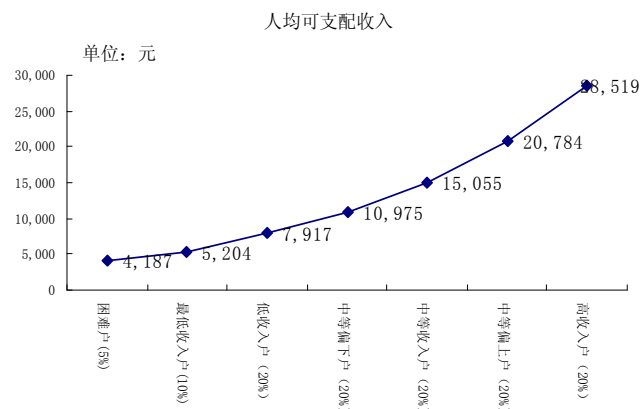
资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 11：不同收入户对食品的收入-需求弹性



资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 12：2008 年城镇各收入阶层的人均可支配收入



资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

城镇化进程拓展外延空间

城镇化是调结构、扩内需的战略重点，因为 1) 推动与工业化相结合的城镇化才能维持投资发动机运转，促进就业和增收，进而促进消费；2) 新增城镇人口增加了城镇社会消费品需求；3) 与承接东部产业转移相结合的中西部城镇化促进区域平衡发展；4) 农村人口的减少利于农民享受更多资源和农业规模化发展。

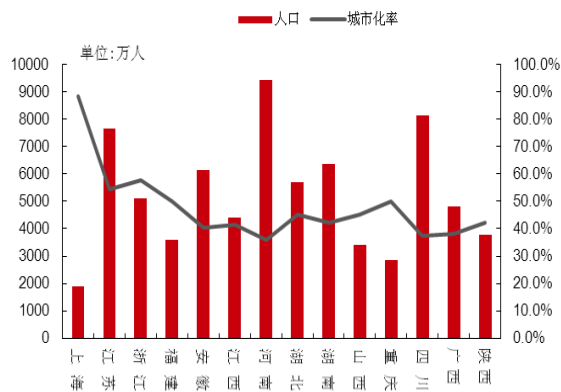
目前即便是城镇化率最高的东部省份，56%的城镇化率也低于国外发达国家平均 80%的水平，而中、西部分别目前的城镇化率只有 43%，38%，过去几年中湖南、河南、安徽、四川年均新增城镇人口过 100 万。我们估算新增城镇人口导致社销规模扩大 2-2.4%，而中西部更高达 3.5-5.3%，其中河南、四川、湖南、三省社销增量超过 100 亿元，安徽、广西社销增量也接近 100 亿元。

城镇化进程的推荐意味着零售行业外延空间的增长，包括百货、超市、家电等所有零售业态都将受益匪浅。

湖南、河南、安徽、四川
年均新增城镇人口过
100 万

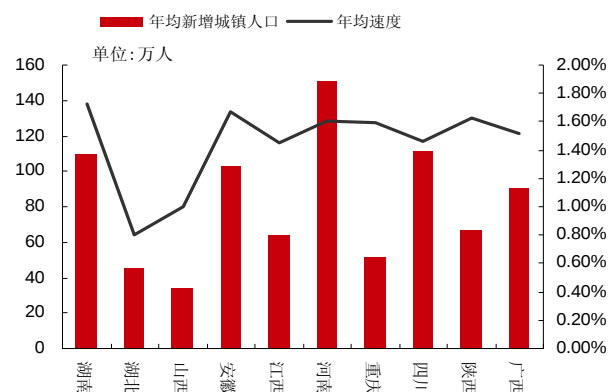
河南、四川、湖南、三省
城镇化推动社销增量超
过 100 亿元

图 13：2008 年部分省份人口和城镇化率



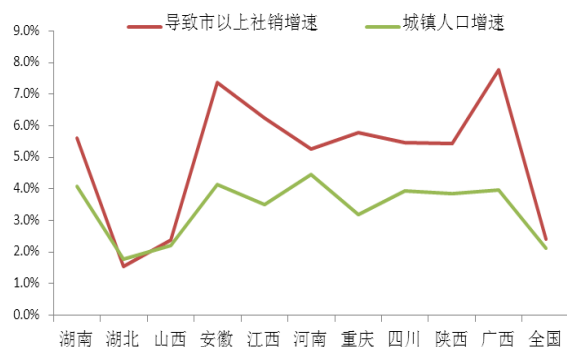
资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 14：2005-2008 中西部各省城镇化年均速度



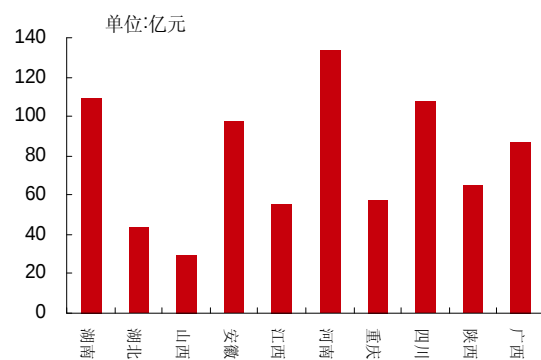
资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 15：城市化导致城镇人口和市以上社销的增速



资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 16：新增城镇人口导致年均新增市以上社销

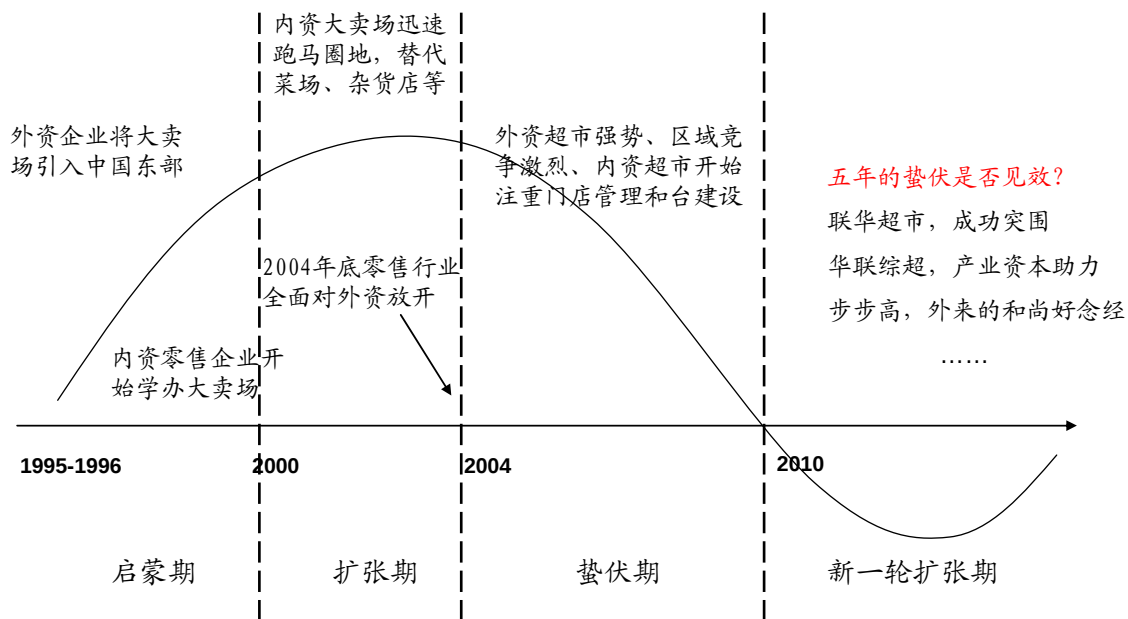


资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

跑马圈地到内功修炼

中国超市行业在过去十几年间的发展经历了从顺风顺水的跑马圈地到竞争加剧后的迷失彷徨的转变。由于不能像百货一样依托稀缺商圈、攫取垄断地租、享有较高进入壁垒；也不像家电连锁行业一样，行业整合基本完成、寡头垄断享受渠道溢价，05年至今的超市企业在外忧（外资超市的进入）、内患（跨区扩张不顺、门店经营管理水平提升不明显）下已经经历了长时间的蛰伏。

图 17：中国超市行业发展周期图



资料来源：华泰联合证券研究所

但从行业发展规律来看，我们对于行业的整合过程并不悲观，国内的百货、家电行业等都经历过痛苦的蛰伏期，超市企业在过去的几年里已经不仅仅依靠单一的外延扩张发展，其在门店精细化管理、物流配送体系的建设等方面的投入在过去几年中已经明显增加。

目前市场对超市企业竞争力的诸多担心主要源于 A 股上市的超市企业在最近几年平淡的经营状况和业绩表现，但从发展阶段较快、H 股上市的联华超市来看，其已经基本完成了从扩张到蛰伏到新一轮扩张的蜕变，而联华的成功路径很有可能是 A 股超市企业未来的发展轨迹。

我们判断未来国内跨区域超市龙头将会越来越多，但受制于供应链管理水平和外资超市的压力，如沃尔玛一样的全国连锁型企业很难出现。东、中、西部企业将呈现不同的发展格局，兼并收购成为东部地区集中度提升的主要手段，中西部地区企业外延扩张仍有空间。而在强大的外资超市压力下，所有超市企业在门店管理、配送体系建设等后台建设的投入都必将大幅增加，差异化竞争将成为中资企业与外资超市的破局利器。

东部看整合、中西部看增长

东部地区由于收入水平较高，超市业态的发展领先于其他地区，除外资超市将东部重镇作为布点首选区域以外，包括联华、物美、苏果、华润等国内超市巨头也广有布点，时至今日市场竞争已经非常激烈。

我们在表三列举了近年来国内超市资本运作的案例，其中绝大多数兼并收购均发生在东部区域。超市行业在东部的的发展已经进入借力资本市场的整合阶段。

表 3：02 年至今国内超市兼并整合案例

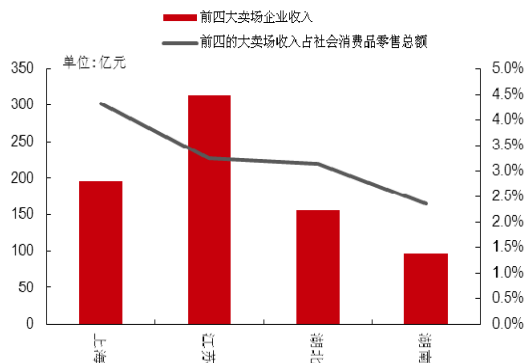
收购方	收购时间	被收购方	内容
特易购	2004-2007	乐购（顶新集团）	先后以 1.4 亿和 1.8 亿英镑收购乐购 50%、40% 的股权。
沃尔玛	2007	好又多（BHCL）	计划分两个阶段进行，第一阶段先以 2.64 亿美元收购 35% 股权；第二阶段对非直营店进行产权清理、整改，达到要求后再收购。 2010.2 沃尔玛宣布第二阶段收购延期
物美	2008-2010	浙江供销超市，老大房	1.5 亿元收购供销超市 54% 的股权，然后通过供销超市收购老大房 51% 的股权
物美	2006-2009	美廉美	先后以 3.7 亿元和 7.99 亿元收购美廉美 75%、25% 的股份
物美	2010	易初莲花	收购易初莲花天津 4 家门店
联华超市	2005	世纪联华、无锡中百	收购世纪联华 80% 股权，以及无锡中百超市 14 家超市门店
联华超市	2009	华联	收购华联超市 100% 股权，在上海当地市场份额增加到 30%
乐天	2009	时代超市	以 49 亿港元全面收购时代超市，进军江苏二三线市场
华润万家	2007	家世界	收购家世界 100% 的股权，家世界超市在华北、西北及东北地区内 16 个城市经营逾 50 间大卖场，其中在天津、西安、咸阳及兰州处于市场领先地位
华润创业	2002-2009	苏果超市	先后三次出资获得苏果超市 73.5% 股权，苏果超市是江苏省最大的连锁零售企业，在江苏经营 65 间综合超市、58 间超级市场及 191 间便利店

资料来源：华泰联合证券研究所

中西部区域的市场竞争程度弱于东部地区，集中度提升空间较大。即便在各拥有一家超市上市公司的湖北、湖南两地，前六大超市企业规模占社消比例也仅为上海的 60% 和 50%；在竞争最为激烈的中部省会城市武汉、长沙，虽然超市门店覆盖人数已经达到或超过上海、深圳的水平，但上海的门店多是收入 3 亿元以上，面积 1 万平方米以上的大店，覆盖能力更强，而武汉、长沙多是内资超市门店，收入不到 1 亿元，面积在 2 千到 8 千平方米，覆盖能力弱。

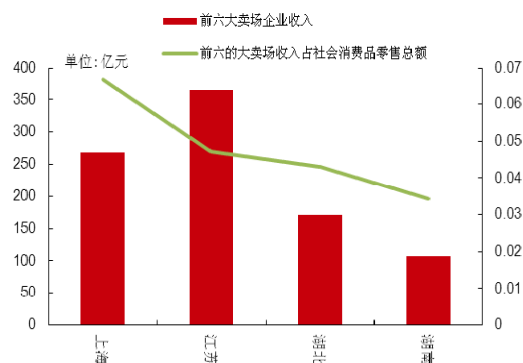
不过即便如此，随着外资超市开始向中西部省份扩张，中西部的超市企业纯粹依靠外延扩张式的发展已经难以为继，差异化竞争和后台建设对他们来说也越来越重要。

图 18：江苏、上海、湖南、湖北前四大卖场市场占有率



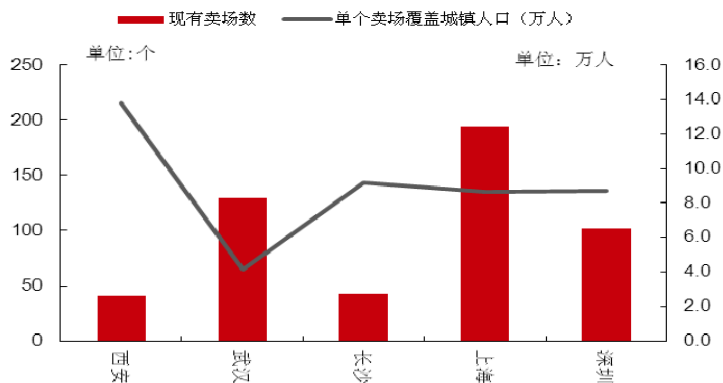
资料来源：华泰联合证券研究所，联商网

图 19：江苏、上海、湖南、湖北前六大卖场市场占有率



资料来源：华泰联合证券研究所，联商网

图 20：一二线城市大卖场数及其覆盖人数



资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报，联商网

中资超市，谁能复制联华超市的成功？

因为中国经济起飞是由东向西，而零售业态也是顺应当地经济和社会的发展由东到西发展，这个过程每个阶段东部企业都比中西部企业要领先几年。联华超市在过去经历的一些瓶颈和困难很多是目前国内 A 股超市所遭遇的，因此联华超市的成功道路对 A 股公司的借鉴意义更大。

2005 年起，联华超市在华东地区的“跑马圈地”扩张开始遭遇瓶颈。由于外资超市将华东作为扩张首选，区域内竞争愈发激烈，此前联华在快速扩张中并未同步跟进的后台建设成为软肋。为了应对竞争，联华在 2005 年以后的策略可以总结为**针对性的外延扩张、不遗余力的后台建设和兼并收购**：

- 1、在外延扩张方面，公司加强了在强势区域（江浙沪）的布点、减少其他区域的布点，力争实现规模效应；
- 2、在后台建设方面，公司斥巨资建造常温配送中心、物流基地、冷链仓库等，提高自采、直采比例，提高配送比例等；

发展阶段领先的联华超市成功实现由跑马圈地向后台建设的模式变革

3、在兼并收购方面，05 年联华超市整合世纪联华、09 年收购华联超市后占据上海 30%以上的市场份额、目前友谊股份（联华超市在 A 股的载体）正在停牌筹划重组事项，为上海另一家超市企业华联吉买盛的整合注入提供了可能。

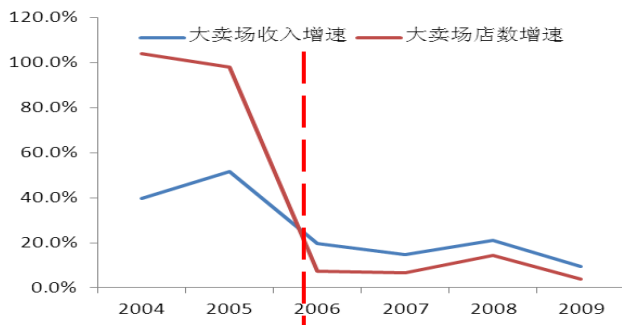
从业绩表现来看，虽然 06 年联华超市净利润率水平跌至历史最差水平，但从 07 年开始起公司业绩逐年回升，竞争力不断加强，目前公司在上海市场份额超过了 30%，在江浙沪地区极具市场影响力。

表 4：04 年至今联华超市后台建设措施

2004	2005	2006	2007
1、加强自有品牌开发，自有品牌数达 1、与 IBM 合作建立供应链管理平台 B2B 项目； 2000 种； 2、启动供应商管理的库存系统（VMI），转加快，配送差错率降低 91.89%至 0.03%，商品损耗率降低 94.67% 到 0.0016% 提高存货周转率和补货及时率	2、常温配送中心改造，集中配送能力提高，存货周	1、B2B 项目导致订单满足率上升 10% 2、提高集中配送比例。杭州物流中提高当地生鲜集中采购 心三业态统一配送，新增 6000 种商 品集中配送，提高要货满足率	

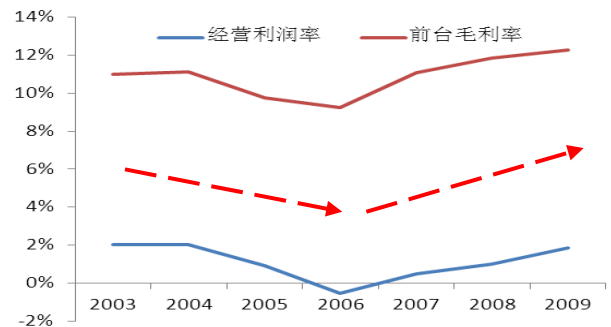
资料来源：华泰联合证券研究所

图 21：06 年后联华大卖场扩张明显放缓



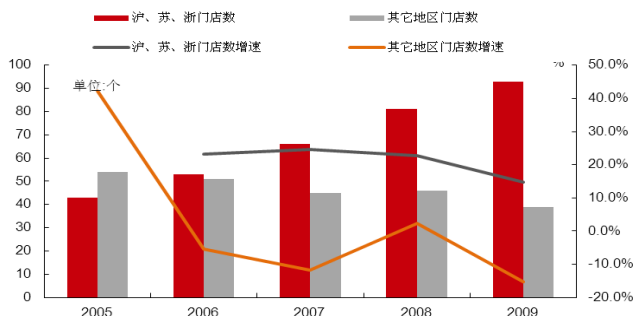
资料来源：华泰联合证券研究所，公司公告

图 22：联华大卖场经营利润率、前台毛利率



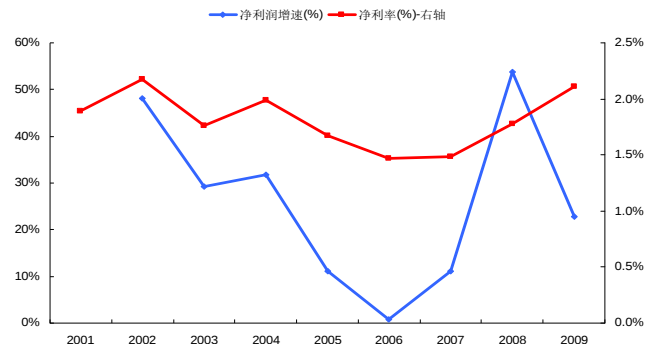
资料来源：华泰联合证券研究所，公司公告

图 23：联华大卖场沪、苏、浙门店数 vs 其它地区门店数



资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

图 24：联华超市净利润增速及净利率



资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

外资超市，强大的单店规模效应

如果说联华超市的成功对于 A 股其他超市具有借鉴意义的话，那么外资超市在国内的强势则更有拦路虎的意味。虽然外资超市全国布点的模式下，其在物流配送建设上面具有天生的劣势，但凭借着强大的单店规模效应，外资超市在与国内超市竞争当中占据了明显的上风。

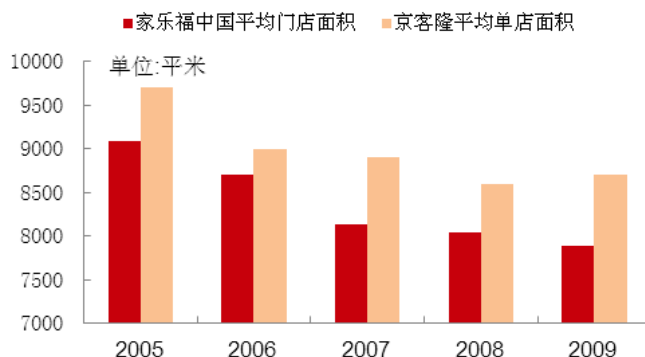
根据家乐福、联华超市年报和调研情况，外资超市的单店面积平均在 2 万平左右，而坪效方面，家乐福在国内超市的坪效大约在 2.5 万元左右，其在北上广深四地的 50 多家门店坪效甚至高达 4 万元，其他区域坪效也达到了 2 万元，这一坪效水平基本上代表了外资超市在国内的平均水平（在中国，家乐福的坪效略低于大润发、略高于沃尔玛）。

巨大的单店面积和高额的坪效结合下，外资超市的单店年销售收入通常在 5 亿元左右，这相当于 5 个国内大卖场（通常 8 千平方米*1.25 万坪效）的收入之和，以家乐福和沃尔玛各超过 140 家门店测算，无论是从采购总量还是单店采购效率来看，外资超市都相对国内超市具备了明显的规模优势，因而其能在与供应商的谈判中占据优势地位就很容易理解了。

我们认为外资超市坪效较高有以下几个原因：

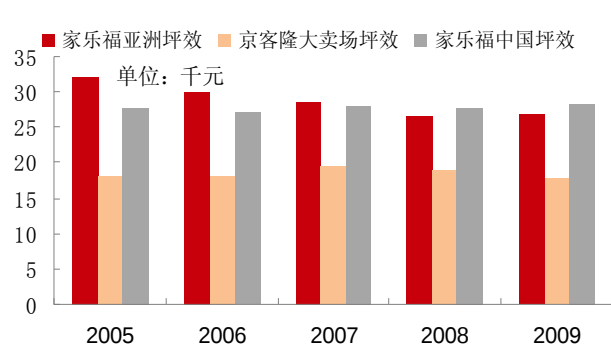
- 1、品类管理水平高：作为超市行业的鼻祖，外资企业在多年来建立了与厂商的良好合作，拥有完备的数据化电子化品类管理系统，更熟悉消费者购买行为和目标客群的需求，因而在外资超市的购物感受一般都强于国内超市；
- 2、强大的后台管理能力：我们认为后台管理能力不仅体现在信息系统软件等设备上，更多的还体现在公司管理体系与软件的契合程度，是一种软实力。后台管理能力越强，其能管理的商品品类越多、单店的开店面积越大，非食部分销售占比就越大，而非食部分销售比例的提升是拉升客单价、提高毛利率的重要途径；
- 3、商圈定位和高成本拓店模式：外资超市多在核心商圈开店、且门店装修、宣传和投资更大。核心商圈虽然租金高，但人流多，非食消费偏向性强；高装修费和广告费可以加强集客效应、提供更好的消费体验并刺激消费。

图 255：店均经营面积变化及比较



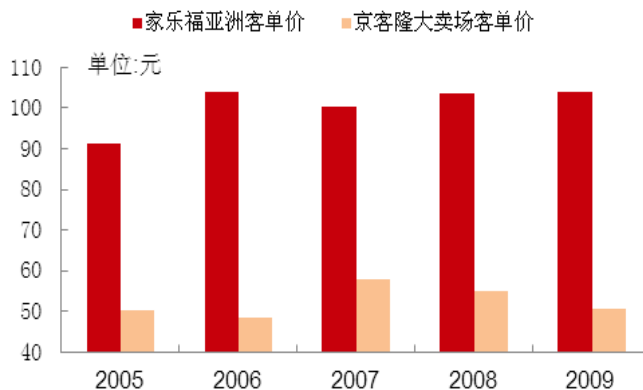
资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

图 26：坪效变化及比较



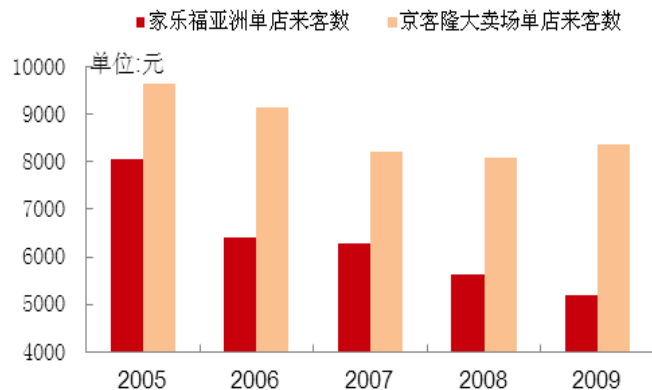
资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

图 27：客单价变化及比较



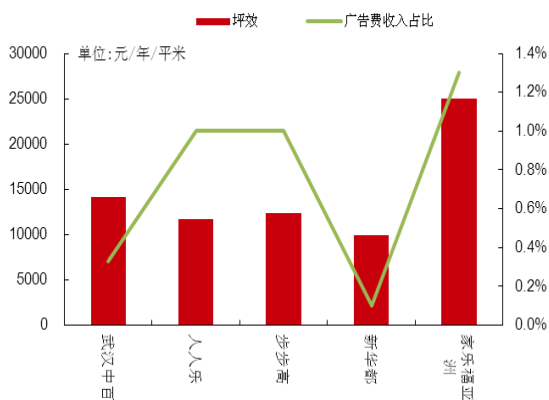
资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

图 28：店均来客数变化及比较



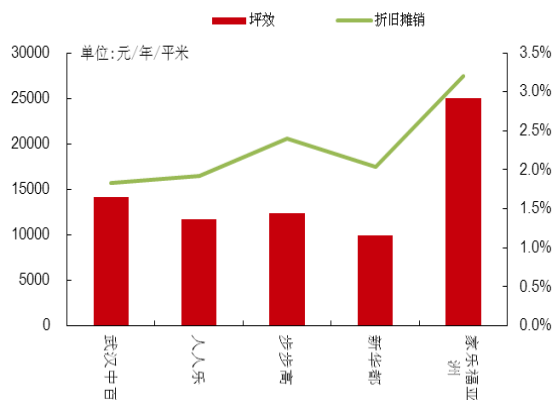
资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

图 296：坪效 vs 广告费用收入占比



资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

图 7：坪效 vs 折旧摊销收入占比



资料来源：华泰联合证券研究所，公司年报

CPI 上涨成为催化剂

“猪通胀”、资源价格改革推高 CPI

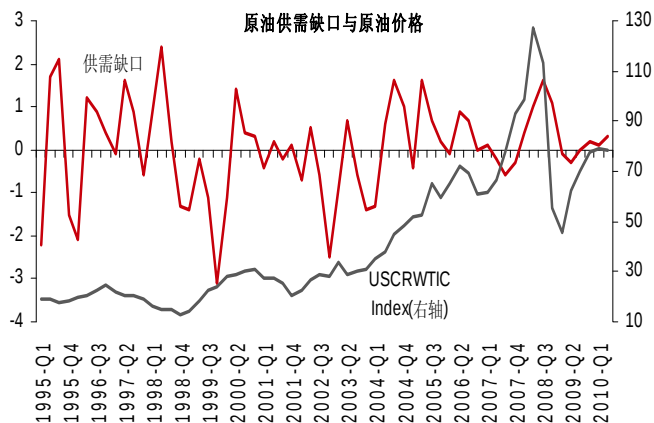
根据华泰联合的宏观组的预测，未来 1 年多的时间里，国内通胀的主要推动因素来自于粮食价格上升的预期，“猪通胀”的干扰，以及资源品价格改革对物价的拉动效应等。（本篇报告仅摘录华泰联合宏观组的预测结论及部分实证，具体信息请查询报告《通货膨胀的长期逻辑与短期因素》2010-8-22）2011 年全年 CPI 预测为 3.2%，年中达到峰值 4.5%。

图 31：猪粮比已达盈亏平衡，还将继续向上



资料来源：华泰联合证券研究所宏观组预测

图 32：原油供需缺口与原油价格



资料来源：华泰联合证券研究所宏观组预测

表 5：玉米价格变动对 CPI 的影响 (%)

	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	2011 年 4 季度
假设玉米价格下跌 10%	0.57	0.25	0.59	1.67	0.37	-0.54
假设玉米价格下跌 5%	0.99	0.66	1.01	2.15	0.78	-0.18
假设玉米维持目前价格不变	1.41	1.06	1.43	2.63	1.19	0.18
假设玉米涨价 5%	1.83	1.46	1.85	3.11	1.60	0.54
假设玉米涨价 10%	2.25	1.86	2.27	3.59	2.01	0.90
假设玉米涨价 15%	2.68	2.27	3.11	4.56	2.83	1.62

数据来源：华泰联合证券研究所宏观组

表 6：劳动者报酬上涨对 CPI 的影响

	劳动报酬上涨 20%对 CPI 的拉动
CPI	8.62%
食 品	5.82%
衣 着	0.28%
居 住	1.50%
家庭设备用品及服务	0.09%
医疗保健	0.20%
交通通信	0.26%
教育文化娱乐服务	0.45%
其他商品与服务	0.03%

数据来源：华泰联合证券研究所宏观组（用 2005—2008 年数据测算，计算权重经修正）

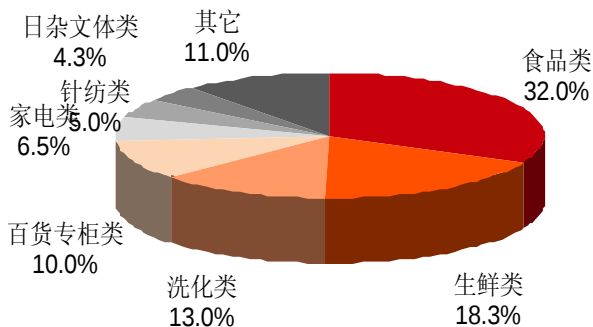
农产品带动的通胀行情对同店增长拉动更为真实

根据我们的调研经验，面积在 8000 平方米左右的国内超市，销售收入当中的食品占比一般达到 50%左右，CPI 特别是食品价格 CPI 对超市收入影响极大。京客隆、

华联综超、联华超市、武汉中百等四家超市成熟门店同店增长（SSS）与 CPI 及食品 CPI 的相关性均值分别达到 91.6%和 85.8%。

在本轮以农产品价格上涨带动的通胀行情下，反应到超市的同店增长将更为真实，从而对超市企业业绩形成直接拉动。我们根据宏观组对未来一年 CPI 的预测及其与超市行业的同店增速（SSS）的相关性进行了模拟假设，以半年为周期的接下来三期超市行业同店增长将达到 7.11%、8.55%和 5.90%。

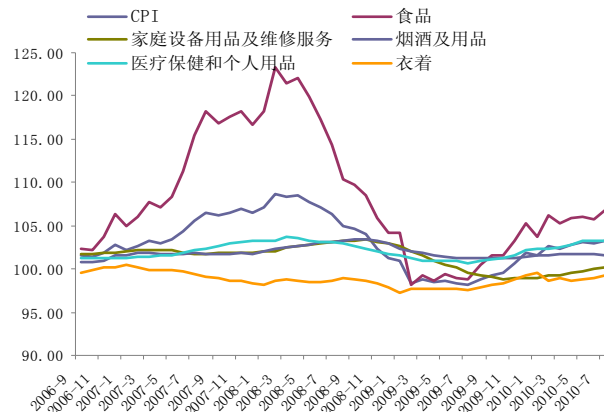
图 33：国内标准大卖场销售结构（参考步步高、人人乐等）



资料来源：华泰联合证券研究所，公司公告。

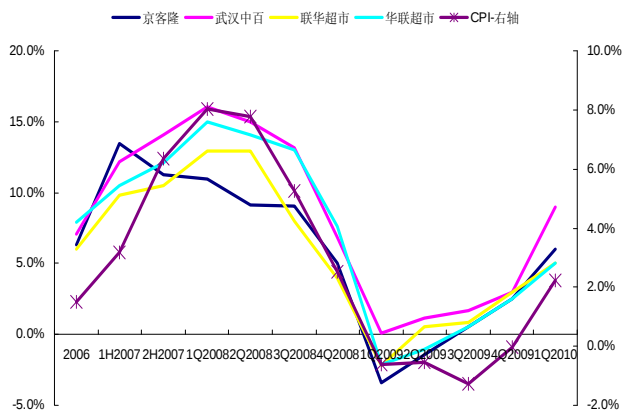
注：便利店食品销售比例更高，同店增长受 CPI 影响更大

图 34：食品价格上涨成为此轮 CPI 上涨的推手



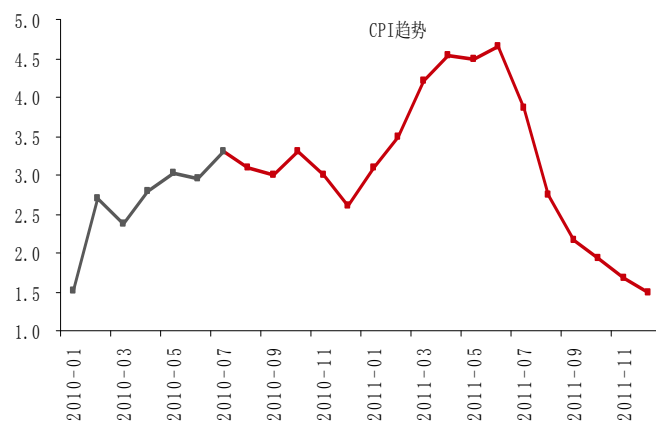
资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

图 35：四家上市公司同店增长与 CPI



资料来源：华泰联合证券研究所，公司公告。

图 36：至明年底的 CPI 趋势预判



资料来源：华泰联合证券研究所，CEIC

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com