

超市行业2011年度投资策略

“扩张”是短期主旋律，“供应链”是未来竞争核心

推荐（首次）

行情走势图



相关研究报告

研究员

何苗 联系人
S1060110070153
0755-22625790
Hemiao160@pingan.com.cn

聂秀欣 研究员
S1060208050096

- 超市行业规模将延续五年翻一倍的趋势。超市行业在2004-2009年五年间规模翻了一番，这种规模扩张趋势将在下一个五年得到继续。消费能力方面，人均消费有望继续保持每年13%的增长势头；主营毛利率尚无法覆盖费用率，而业内公司依靠收取‘琳琅满目’的费用来支撑毛利率，盈利能力仍有提升空间；与沃尔玛在美国68%的市场占有率相比，中国前四名超市仅占中国市场的40%，市场集中度仍有很大提升空间。
- 2011年，超市行业受“消费结构调整”与“通胀”两大因素推动，有望继续跑赢指数。“消费结构调整”将推动超市企业进一步细化超市业态分类，以满足不同人群的需求，从而提升业绩；随着食品和生鲜价格的不断上升，超市“抗通胀”的特性，越来越明显的体现出来，2011年超市类股票有望进一步成为“首选”品种。
- 现阶段规模‘扩张’仍是中国超市的主旋律。超市“谋求低价”，所以规模和供应链管理至关重要，但现阶段高效的供应链仍处建设初期，主要原因是：1）区域集中的规模优势尚未出现；2）与供应商的‘合作博弈’尚未建立；3）高效的信息技术尚未普及至整条供应链。
- 投资建议：首选区域型超市，其次筛选优质“同质区”。中短期内，区域性的超市可以充分发挥连锁的规模优势，其表现出了较好的成长性和盈利能力。对于同质区的筛选，考虑同质区的饱和度及消费能力，我们推荐区域型超市中的武汉中百及步步高。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS（元/股）					PE（倍）				评级
		2010-11-18	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E		
武汉中百	000759	13.99	0.38	0.41	0.52	0.67	36.8	34.3	26.8	20.8	强烈推荐	
步步高	002251	26.00	0.61	0.69	0.89	1.10	42.6	37.9	29.3	23.7	推荐	
新华都	002264	22.32	0.64	0.53	0.81	1.04	34.7	42.1	27.5	21.5	暂无	
人人乐	002336	25.72	0.77	0.62	0.84	1.18	33.6	41.2	30.6	21.8	推荐	
华联综超	600361	11.22	0.13	0.19	0.29	0.39	89.5	58.8	39.1	28.7	暂无	
友谊股份	600827	19.79	0.40	2.41	2.49	2.82	49.7	8.2	7.9	7.0	推荐	

正文目录

一、	行业趋势：规模将 5 年翻一倍	4
1.1	根本驱动因素在于消费	4
	■ 城镇化发展带动顾客规模扩大	4
	■ 人均收入提高，单一顾客消费额提高	4
1.2	超市将更加‘强大’——从传统行业多分一杯羹	5
1.3	通胀——正面刺激行业发展	8
	■ 扩大销售规模，提高毛利额	8
	■ 向供应商转嫁产品“提价”成本，扩大毛利率	8
	■ 大量应付账款增加无形收益	8
二、	行业基本要素：规模和供应链是最重要的竞争优势	8
2.1	规模效应成就了超市的‘低成本’运作	8
	■ 规模效应带来议价能力提升	8
	■ 沃尔玛采取‘渗透式’扩张以发挥出集中优势	8
2.2	通过供应链获得更低的成本	10
	■ “规模”并不是一切	10
	■ 从供应链中寻找‘更低的’成本	11
三、	寻找中国的‘沃尔玛’	14
3.1	短期内供应链效应无法尽显	14
3.2	寻找‘中国的沃尔玛’，从区域性超市开始	15
四、	行业公司推荐	16
	■ 武汉中百：白马更‘白’	16
	■ 步步高：值得期待的黑马	18

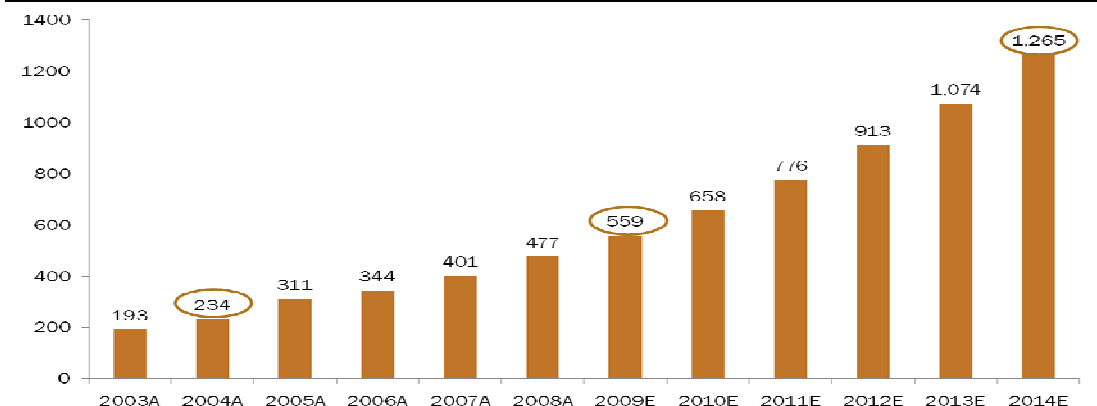
图表目录

图表 1 超市规模将五年翻一倍（单位：亿元）	4
图表 2 未来 5 年中国城镇人口数量预测	4
图表 3 美国：随着人均可支配收入的增长，综合商品店销售占社零额的比重增加	5
图表 4 我国城镇居民人均总收入不断提高	5
图表 5 超市在各种零售业态中更注重低价	6
图表 6 超市细分业态相对于主要竞争对手的优势	6
图表 7 “传统采购模式”与“农超对接模式”对比	6
图表 8 美国大型超市扩张速度较其他业态更快	7
图表 9 不同零售业态毛利率比较	8
图表 10 1975 年沃尔玛门店分布图	9
图表 11 1978 年沃尔玛门店分布图	9
图表 12 行业主营业务毛利率低于费用率	10
图表 13 知名超市向供应商收费对比	11
图表 14 供应链成本分解	11
图表 15 超市交易成本所对应的会计科目	11
图表 16 中国超市应付账款周转天数	12
图表 17 传统与现代供应商管理对比	13
图表 18 配送中心帮助平滑需求，减小库存波动	13
图表 19 2009 年各公司向前五供应商采购占比	14
图表 20 中国的物流成本处于高位	15
图表 21 超市扩张的‘同质区’与‘异质区’	15
图表 22 区域型的超市盈利能力更强（调整后主营利润率）	15
图表 23 区域型超市表现出更好的成长性	16
图表 24 中国超市行业集中度(CR8=60%)	16
图表 25 武汉中百与步步高拥有相近的同质区	17
图表 26 武汉中百物流中心的位置示意图	18
图表 27 调整期的步步高业绩表现不佳	18

一、行业趋势：规模将5年翻一倍

近年，中国超市占社会消费批发零售总额的比重一直稳定在5.3%左右。在2004年到2009年五年时间里，超市行业规模翻了一倍多，预计到2014年超市的规模将达到1265亿，将再翻一倍！

图表 1 超市规模将五年翻一倍（单位：亿元）



资料来源：中国连锁经营协会，平安证券研究所

1.1 根本驱动因素在于消费

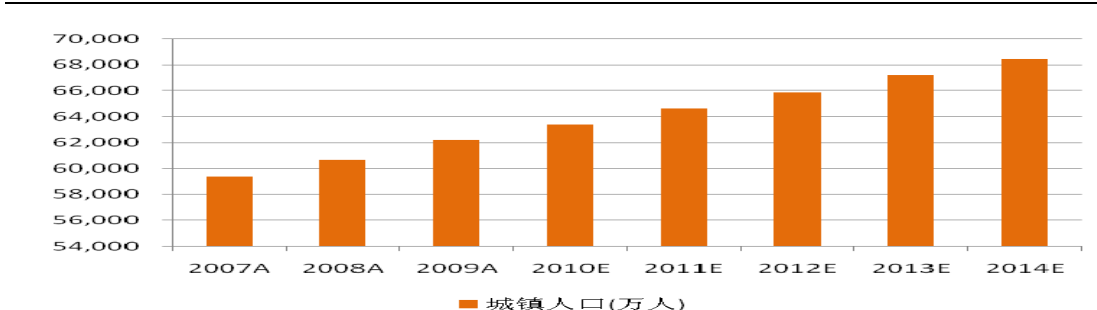
超市收入=顾客数量×单一顾客消费。我们预计未来5年城镇人口将比目前增加约10%，超市顾客数量也将增加；而人均收入的持续增长有效支撑顾客消费额的提高。

■ 城镇化发展带动顾客规模扩大

截至2009年底，中国城镇人口6.22亿，城镇化水平46.6%。中国城镇化率逐步接近中等收入国家的平均水平。近5年来，中国城镇化率年均增加0.9%。中国已经初步形成以大城市为中心，中小城市为骨干，小城镇为基础的多层次的城镇体系。中国官方2010年3月29日公开表示，中国快速城镇化的趋势将保持15至20年的时间，未来5、6年内，中国城镇化水平将达到并超过50%，进入城市社会。

根据城镇化增长预计，假设未来5年人口增长速度保持不变，五年后城镇人口将增加6000万，占比约10%。

图表 2 未来5年中国城镇人口数量预测

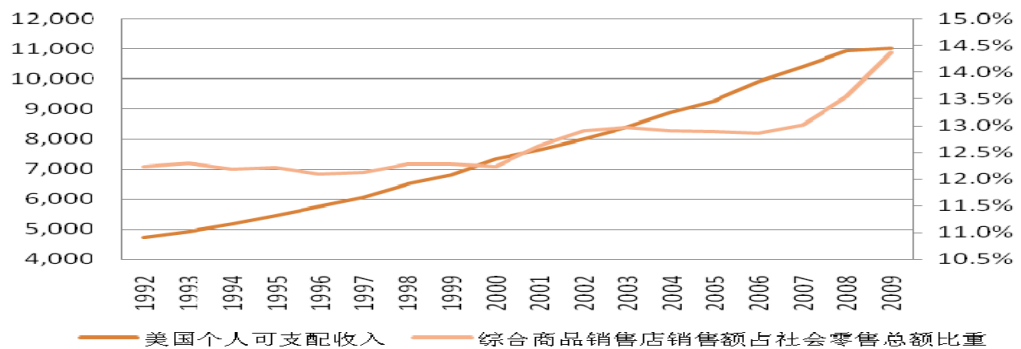


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

■ 人均收入提高，单一顾客消费额提高

人均收入的提高是超市行业的另一个重要推动力。近年，美国平均人口增长率仅为 1%，且超市行业较为成熟，故我们可以认为，美国超市行业销售增长主要依靠人均超市消费额的增长。2009 年，美国人均可支配收入为 1.1 万美元，而人均超市消费额仍然快速增长，并未达到其天花板；而目前，中国城镇居民人均可支配收入约为 0.25 万美元，人均总收入平均年增长率约 13% 左右，从目前情况看，中国人均可支配收入达到美国水平前，人均超市消费额增长很难达到天花板。

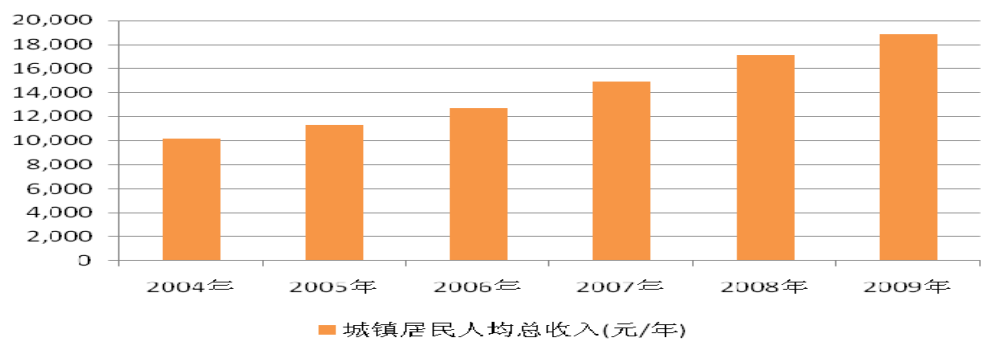
图表 3 美国：随着人均可支配收入的增长，综合商品店销售占社零额的比重增加



注：综合商品销售店主要是：百货店和超市。

资料来源：NRF，平安证券研究所

图表 4 我国城镇居民人均总收入不断提高

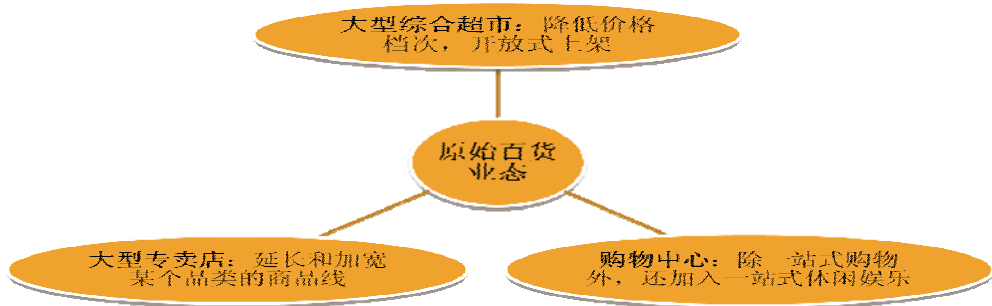


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

1.2 超市将更加‘强大’——从传统行业多分一杯羹

从超市的发展来看，超市其实是低价百货。超市就是在传统百货的基础上降低价格档次，并采取开架自选模式。沃尔玛英文全称是‘Wal-Mart discount department store company’其中‘discount’（折扣）是超市区别于其他业态的关键。

图表 5 超市在各种零售业态中更注重低价



资料来源：平安证券研究所

与竞争对手相比，超市更有优势。目前竞争对手主要是农贸市场和街边杂货店。超市品类齐全的“一站式购物”概念、价格优势和品质保证等，都具有更大的竞争优势。以农超对接为例，超市通过直接向农民采购，可以向消费者提供品种多样且价格便宜的产品。

图表 6 超市细分业态相对于主要竞争对手的优势

超市业态	主要竞争对手	超市优势
社区便利店	街边杂货店	便利、质量保证
大卖场与标超	农贸市场	价廉、质量保证、一站式购物服务
高端超市	百货、专营店	一站式购物服务

资料来源：平安证券研究所

图表 7 “传统采购模式”与“农超对接模式”对比

	传统采购模式	农超对接模式
采购流程	农民在田间地头采摘 ↓ 菜贩子到地头收菜 ↓ 运送到当地集货场 ↓ 大菜贩统一收菜 ↓ 汇总送到大型批发市场 ↓	农民田间地头采摘 ↓ 合作社或供销社收货区 ↓ 摆到超市货架销售

超市到批发市场采购 ↓ 摆到超市货架销售		
运输时间	超过 3 天	24 小时之内，甚至十几个小时
成本售价	中间环节每过一道收都会加价 5%-10%	超市售价下降 15%左右

资料来源：《中国商贸》2010.7，平安证券研究所

从美国的零售业发展现状来看，大型超市扩张速度优于其他几种零售业态。我们认为超市在美国零售业的发展状况将在中国重演，原因主要是：

- 1) 超市出售的多是生活必需品，品牌溢价较低，同质化严重，客户更关心的是‘价廉物美’。大型超市依靠规模优势，可以为消费者提供足够低价的商品。
- 2) 中国超市正在努力将价值链延伸至上游，比如说农超对接。在这种情况下，超市在生活必需品方面的优势将比以往更强。

图表 8 美国大型超市扩张速度较其他业态更快

Store Format	Stores In 2001	Stores In 2008	CAGR
Warehouse Clubs	907	1,187	3.92%
Supercenters（大型超市）	1,583	3,253	10.84%
Dollar Stores	13,151	19,974	6.15%
Mass Merch	6,421	6,594	0.38%
Supermarkets	30,682	32,304	0.74%
Drug	39,660	37,700	-0.72%
Convenience	124,516	144,875	2.19%
Toy	2,458	999	-12.07%
Pet	1,328	2,565	9.86%
Bookstores	1,613	2,522	6.59%
Office Supply	2,816	3,699	3.97%
Electronics	8,598	8,157	-0.75%
Hardward Home Improvement	14,309	17,806	3.17%
Liquor	41,169	43,080	0.65%

资料来源：Nielsen(2009)，平安证券研究所

1.3 通胀——正面刺激行业发展

通胀对超市行业的刺激主要在三方面体现：

■ 扩大销售规模，提高毛利额

不言而喻，通胀对刺激商品价格上升，在提高超市进货成本的同时，也提高了超市的绝对毛利额。

■ 向供应商转嫁产品“提价”成本，扩大毛利率

超市所面对的上游分销商和生产商大部分是分散的，溢价能力较低的。通胀带来商品成本增加，但采购议价时，超市作为强势的销售终端有可能将部分“提价”成本向上游分销商和生产商转移。

■ 大量应付账款增加无形收益

超市大多拥有大量的应付给供应商的账款，且中国超市的账期普遍较长（60天左右），若维持高位通胀，超市将无形受益。

二、 行业基本要素：规模和供应链是最重要的竞争优势

超市的溢价较低，需要低成本运作。超市出售的是必需消费品，需求变化小，同质化严重，溢价相对较低。与传统的百货业相比，超市行业的毛利率低 2%-3%。如果无法实现低成本运作，超市将举步维艰。

图表 9 不同零售业态毛利率比较



资料来源：CCFA，平安证券研究所

2.1 规模效应成就了超市的“低成本”运作

■ 规模效应带来议价能力提升

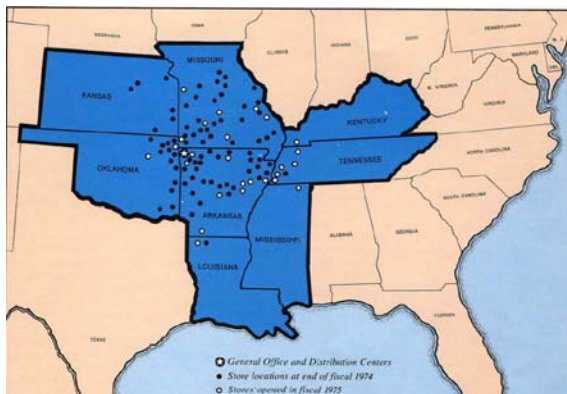
超市并不从事生产，营业成本由采购成本和物流成本构成。采购成本直接体现公司的议价能力，而公司对上游的议价能力又与规模紧密相关。随着规模的扩大，成本逐渐被分摊，议价能力也逐渐提高，随之而来的是毛利率的上升。

■ 沃尔玛采取“渗透式”扩张以发挥出集中优势

沃尔玛从“一个点”做起。沃尔玛最早的一家店在美国的中部阿肯色州，此后的门店扩张中，沃尔玛始终坚持从这“一点”发散开来，并没有出现大的区域跨度。到 1975 年，沃尔玛的开店区域主要集中在 Arkansas 和 Missouri，少量覆盖周围的 6 个州。到 1978 年，沃尔玛完成了以 Arkansas 原配送中心为中心的区域性格局。

区域布局开店保障了沃尔玛规模优势和供应链优势的充分发挥。与沃尔玛相比，家乐福的‘跳跃式’扩张较难发挥出连锁的集中规模优势。相比之下，沃尔玛快速扩张期的毛利率波动更小，销售和利润更具有持续的上升动力。

图表 10 1975年沃尔玛门店分布图



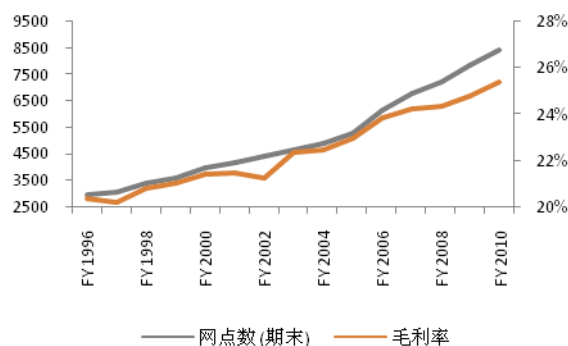
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 11 1978年沃尔玛门店分布图



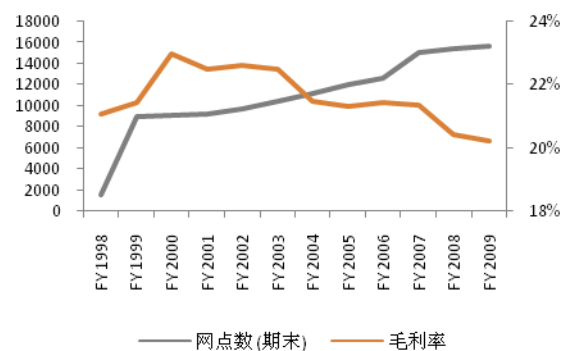
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 12 采用渗透式扩张的沃尔玛毛利率稳步上升



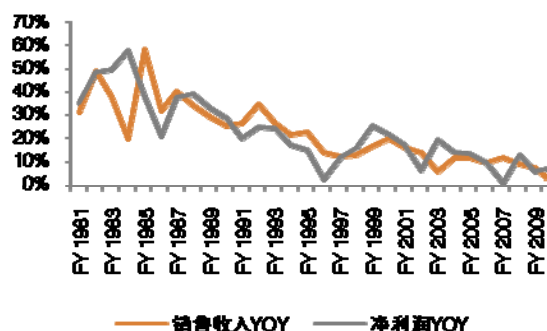
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 13 “跳跃式”扩张的家乐福毛利率波动较大



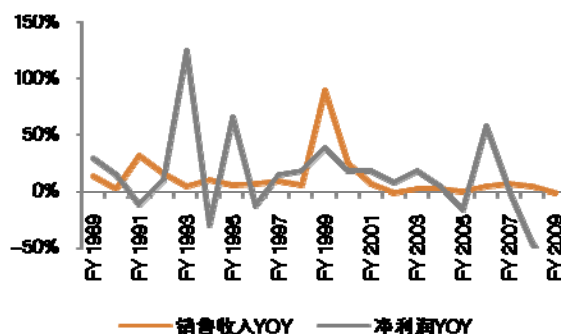
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 14 沃尔玛销售收入，净利润增速较高且波动小



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 15 家乐福销售收入增速小，净利润波动大



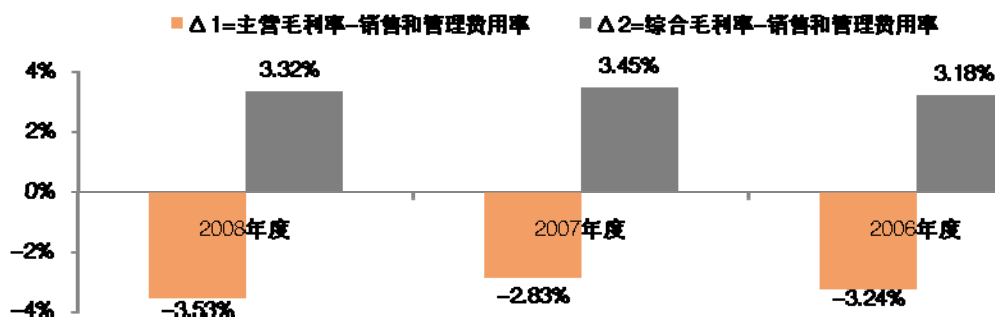
资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 通过供应链获得更低的成本

■ “规模”并不是一切

中国超市行业不乏全国性的超市，比如华联综超。虽然已经具有一定的规模优势，但超市企业主营毛利尚无法弥补费用，盈利还需依靠收取供应商的各种费用。进入超市的主要费用有：进场费、端头费、堆垛费、DM费、年节费、店庆费、年底返利、帐期（提前结帐费）、毛利补偿费、生鲜产品还有补损费等。行业平均收取的费用额占收入的30%以上。

图表 12 行业主营业务毛利率低于费用率



资料来源：Wind，平安证券研究所

沃尔玛却与众不同的采用了“零”费用，沃尔玛在几大超市中的供应商收费最低。原因在于，沃尔玛对供应商采取“合作博弈”的态度，转而向供应链中节约成本。

图表 13 知名超市向供应商收费对比

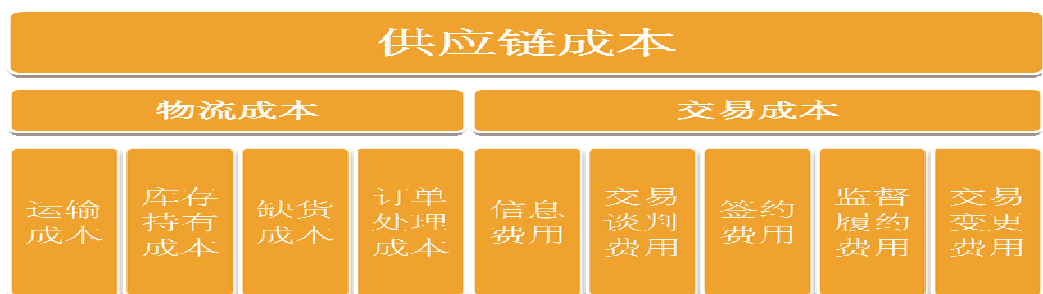
	好又多	麦德龙	沃尔玛
进场费	300 元/条码	1500 元/条码（总进场费不少于 1 万元）	无
端头费	300 元/半月	1500 元/次（每次 14 天）	无
堆垛费	500 元/半月	1500 元/次（每次 14 天）	无
DM 费	500 元/次 （每次 14 天）	1500 元/次 （每次 14 天）	每种 2000 元/次 （端午和春节）
年节费	500 元/次	无	无
店庆费	500 元/次	无	无
年底返利	2%以内	2%以内	2%以内

资料来源：平安证券研究所

■ 从供应链中寻找“更低的”成本

供应链成本主要包括物流成本和交易成本。物流成本直接反应购销差价，而交易成本则与销售费用和管理费用相关。超市行业中销售费用是主要费用，约占销售收入的 13%左右，其次是管理费用，约占销售收入的 3%左右。我们发现沃尔玛通过供应链的“合作博弈”和“直接转运”有效控制了成本。

图表 14 供应链成本分解



资料来源：平安证券研究所

图表 15 超市交易成本所对应的会计科目

交易成本科目	交易成本明细	会计科目
事前交易成本	广告宣传费、展览费	销售费用
	调研人员差旅费	销售费用
	信息搜寻费 咨询费	销售费用
	通讯费、印刷费	销售费用
	信息系统设备折旧	管理费用
	合同谈判成本 业务招待费、差旅费	销售费用

事后交易成本	签订合同成本	谈判人员工资	销售费用
		业务招待费、差旅费	销售费用
		签约人员工资	销售费用
	激励成本	价格优惠	财务费用
		现金实物奖励	营业外支出
	监督成本	监督人员的工资、差旅费	销售费用
		其他考核成本	销售费用
	交易变更费用	违约金	管理费用
		律师费用、诉讼费用	管理费用
	公共关系费用	变更损失成本	营业外支出
		业务招待费、差旅费	销售费用或管理费用
		公关人员工资福利	销售费用或管理费用

资料来源：平安证券研究所

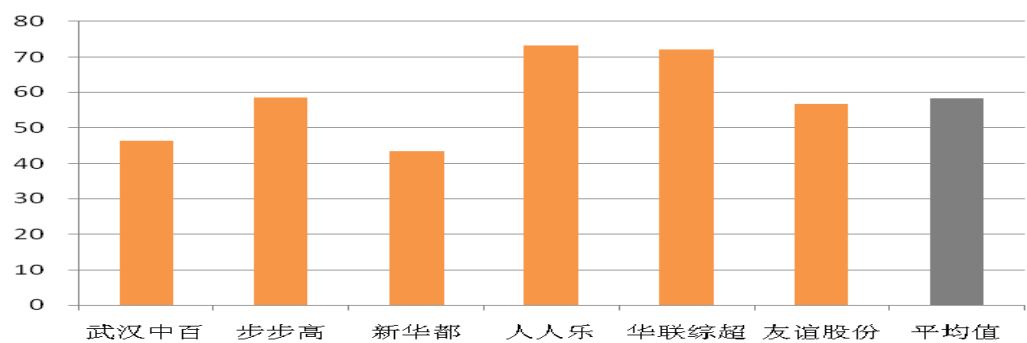
● “合作博弈”获得更低交易成本

目前中国超市对供应商的态度较为强势，主要体现在应付账期较长和向供应商收取费用繁多。

我国的应付供应商账款期限较其他国家长（行业平均：2006年71天；2008年66天；家乐福应付账款周转天数约为50-60天，而沃尔玛的账款则始终保持在40天左右），占用供应商账款作为公司营运和再投资资金的空间有限。尤其是在经济波动加剧的时期，应付账款和预收款的波动性较大，产生资金风险。

与中国超市不同的是，沃尔玛倾向于现代供应商管理策略采取零进场费策略，加强与供应商的合作。沃尔玛的策略保证了供应商能合理获利和周转，从而使沃尔玛供应商管理和信息技术的使用向上游有效延伸。

图表 16 中国超市应付账款周转天数



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 17 传统与现代供应链管理对比

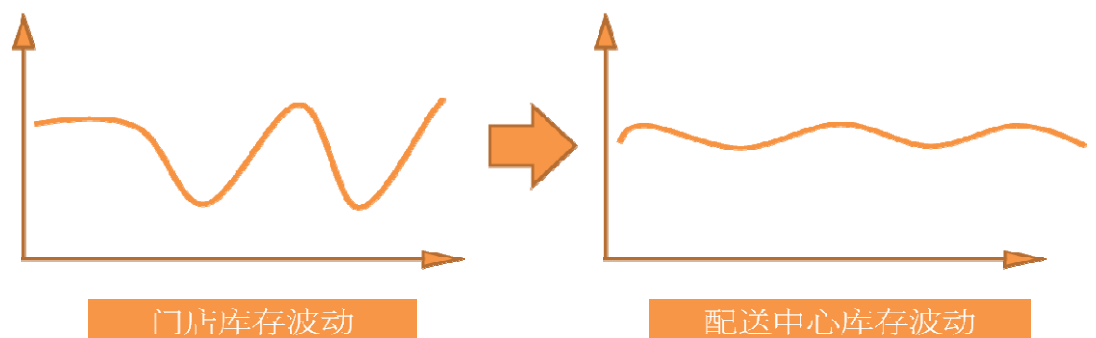
因素	传统供应链管理	现代供应链管理
供应市场的竞争特性	基于价格	合作的、基于技术的
供应商选择基准	基于价格的竞争	强调产品、价值和服务
合同性质	短期/一次交易	长期/合作协议
信息传递及管理	单向的、封闭的	开放的、透明的
对能力计划的态度	独立的	在战略问题上共担责任
产品交货	不稳定、交换频繁	JIT, 协商基础上的小批量, 动态的稳定
交易处理	秘密的非合作博弈	基于双赢的合作降低成本
产品质量	不信任的质量检测	为实现零缺陷而共同努力
R&D	按要求提供规定产品	共同参与R&D
供应商数量	大量	少而精
供应商范围	主要在国内	全球化
压力水平	低:容易寻找替代商	高:通过持续改造, 采用更好的工艺和原材料降低成本

资料来源: 平安证券研究所

● “直接转运”战略将物流成本降到极限

中国超市绝大多数采用第三方物流, 而沃尔玛在美国本土通过直接转运战略降低了 3% 的销售成本。直接转运战略即, 物流配送中心是协调点而不是储存点。通过库存协调, 达到风险分担的目的。商品在库存中调控并直接运送至零售终端, 在仓库停留的时间一般不会超过 12 个小时。这种策略限制了库存成本并限制了提前期。

图表 18 配送中心帮助平滑需求, 减小库存波动



资料来源: 平安证券研究所

直接转运战略启动的条件较为苛刻, 需要满足以下条件, 我们认为, 在这方面中国公司还有很长的路要走。

- **需要大规模支撑。**沃尔玛配送系统辐射了沃尔玛的 8000 多家门店, 只有在门店足够多的情况下, 直接转运战略才可以实施。目前, 沃尔玛在中国只能采取的物流配送模式是自己取货和供应商送货, 规模瓶颈就是其中的原因之一。

- **需要足够的启动资金。**为了实施直接转运战略，沃尔玛构建自己的物流配送体系，沃尔玛现拥有的庞大运输团队包括 6500 辆卡车及 55000 辆拖车。早在上世纪 80 年代，沃尔玛投建商用卫星系统，成为全球第一个采用卫星定位的企业。
- **延伸至上游的 IT 系统。**IT 系统存在的意义在于最大化上下游的信息流，达到降低长鞭效应和增强系统性规划的目的。

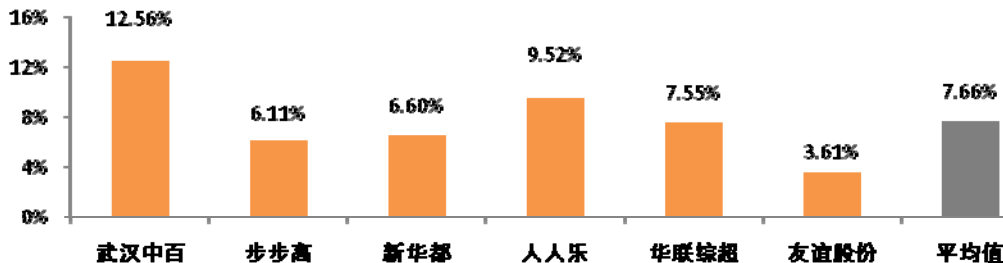
三、 寻找中国的“沃尔玛”

我们认为寻找中国的沃尔玛需要从规模和供应链方面着手，但是短期内来看供应链提高较难，且中国的渠道空间广阔，扩张会是目前超市发展的主旋律。比较沃尔玛和家乐福后，我们认为‘渗透式’的扩张模式更加符合连锁模式的发展路径。

3.1 短期内供应链效应无法尽显

期待超市主动放低姿态较为困难，供应商的议价能力有待提高。中国目前供应商众多且规模不一，强势供应商少之又少，单单沃尔玛在中国的供应商就超过 2 万家。这种环境下，超市有足够的选择空间，可以不需要通过经营供应链而获得议价优势。对于处于成长期的中国超市来说，无疑是有吸引力的。

图表 19 2009年各公司向前五供应商采购占比

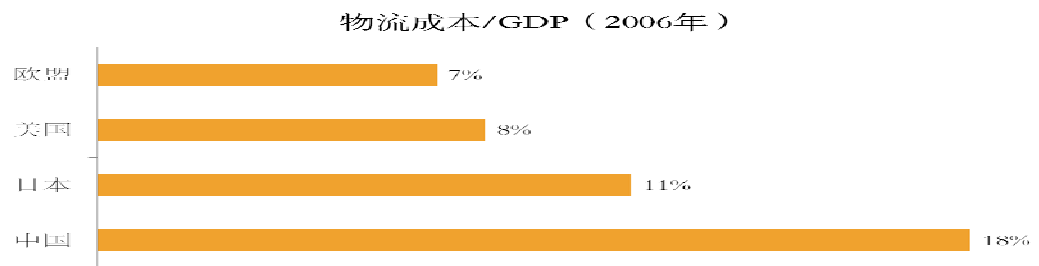


资料来源：公司公告，平安证券研究所

物流系统的建设非一朝一夕可以完成。研究沃尔玛的直接转运战略可以发现，有效的物流系统最根本的是依赖集中效应，无论是配送网店的集中还是信息系统的集中。反观中国超市行业，配送网点和信息系统都还无法做到有效的集中。而造成集中效应无法有效的原因是：

- 1) 中国较大的区域差异导致了超市网店间的集中效应减弱
- 2) 供应商的信息系统建设多数还处于初期，信息瓶颈导致信息无法有效的集中。

图表 20 中国的物流成本处于高位



资料来源：KPMG(2008), 平安证券研究所

3.2 寻找中国的“沃尔玛”，从区域性超市开始

中国广阔的市场空间决定了外延式扩张是超市目前的主旋律。观察沃尔玛的扩张策略发现，沃尔玛采取的是同质区的渗透式扩张。反观中国超市，亦有采取渗透式扩张的超市，比如武汉中百、步步高和新华都。

图表 21 超市扩张的‘同质区’与‘异质区’

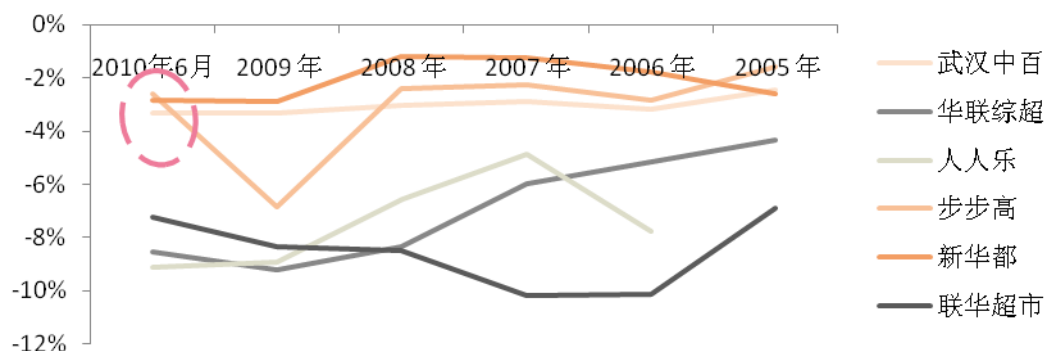
	定义	特点	扩张策略	代表超市
同质区	经济、政策差异较小且地理位置相近	可以发挥协同效应	渗透式	武汉中百、步步高、新华都
异质区	经济、政策差异较大且地理位置较远	较难发挥协同效应	跳跃式	华联综超、联华超市、人人乐

资料来源：平安证券研究所

区域性超市依托“集中”优势，表现出了更好的成长性和盈利能力。背后的原因是：

- 通过某一地区的规模优势来扩大市场占有率
- 可以发挥多个店之间的协同效应，达到成本最大化分摊的目的，提供超市需要的‘低价’商品

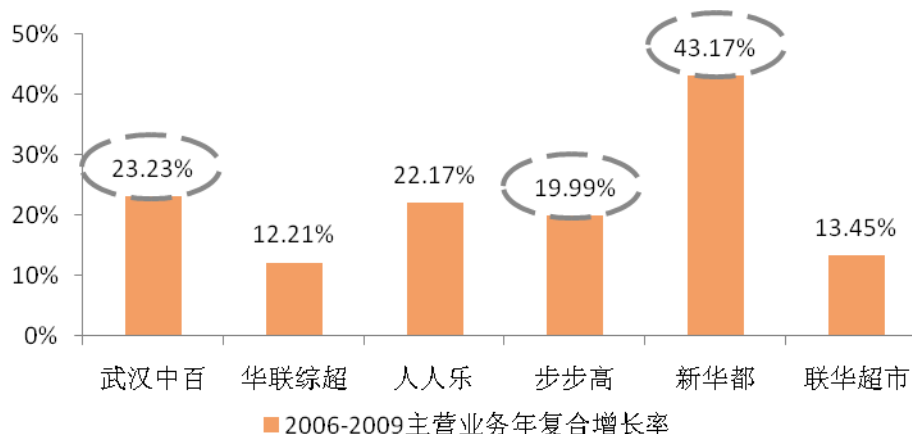
图表 22 区域型的超市盈利能力更强（调整后主营利润率）



*调整后主营利润=主营毛利-销售费用-管理费用

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 23 区域型超市表现出更好的成长性



其中：武汉中百、步步高、新华都为区域型超市；华联综超、人人乐和友谊股份下的联华超市在全国扩张。

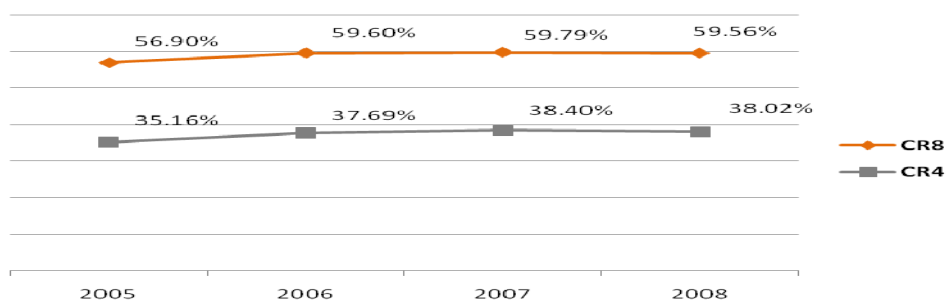
资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、 行业公司推荐

超市行业是可以高度集中的行业，其背后原因是超市销售的是必需消费品。在发达的零售市场中，单家超市的市场份额可以达到约 70%。以美国沃尔玛为例，其在美国的市场份额（市场指：超市和百货等的综合市场）为 68%，而家乐福在法国的市场份额也达到了 25%。（以销售净额计算）。

但是，目前中国超市行业集中度尚低，超市公司仍有很大的发展空间。近几年，排名前八的超市类企业大约占据 60% 左右的市场份额，前四名企业的市场份额接近 40%。市场份额超过 10% 的企业只有两家（华润万家和联华超市）。

图表 24 中国超市行业集中度(CR8=60%)



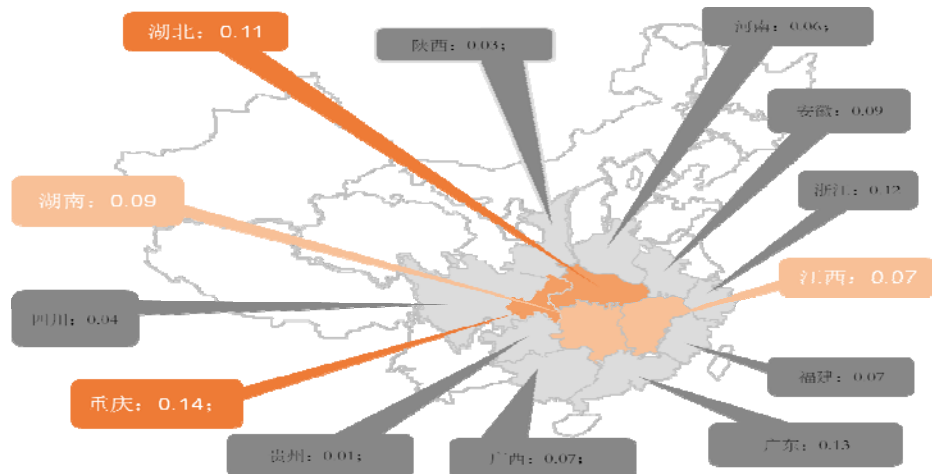
资料来源：CCFA, 国家统计局

■ 武汉中百：白马更“白”

武汉中百是一匹白马。我们认为，武汉中百是目前上市的区域性超市中与沃尔玛最为相似，也是最有发展潜力的公司，理由是武汉中百拥有最好的同质区。超市在做同质区选择的时候，需要考虑到

同质区的质量。同质区的质量由消费能力和竞争环境决定。消费能力是零售业的重要驱动因素，而竞争环境决定了超市能否快速扩大占有率，发挥出规模优势。

图表 25 武汉中百与步步高拥有相近的同质区



*图中数字为各区域超市相对饱和度：超市面积/（城镇人口×人均收入）；此指标是相对指标，单个数字无实际意义。

资料来源：国家统计局，平安证券研究所

白马更“白”。依托区域优势和后台管理能力，明年武汉中百的毛利率还将提升1%-2%。

- 强势区域扩张尚未结束。虽然武汉的大卖场超市供给饱和，但是湖北的二三线城市的空间依然广阔，预计尚存空间140多家，公司依然可以受用2-3年。公司在湖北地区的渗透力会愈发强大，议价能力也会随之提高。
- 配送中心的建设使毛利率提升更加值得期待。

武汉中百计划2011年底前完成四个新物流配送中心（襄樊、恩施、咸宁、浠水）的建设。四个物流中心分别都位于湖北省与临近省份交界处，新物流中心的建设，为公司未来向邻近省份扩张奠定了后台基础。而大型超市行业中这种“后台先行”的扩张模式，在国际上已被证明是成功率更高的。

直接向生产商采购可跨越中间的分销环节，从而降低成本提升毛利率，一般毛利率可提升近一倍以上。目前中国超市的物流中心主要服务于自采商品，物流中心的建设为自采比例的提升提供了空间。沃尔玛的自采比例达到了75%，武汉中百目前约3%-4%，尚有很大的提升空间。

2010年中期，公司的毛利率显著提升0.9个百分点，其中2季度提升幅度更是达到了1.1个点，主要得益于不断进行的品类调整和直采比例加大。预计2011年公司的直采比例上升至7%，相比2010年上升1.5个百分点，从而带动毛利率上升约1%。

图表 26 武汉中百物流中心的位置示意图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

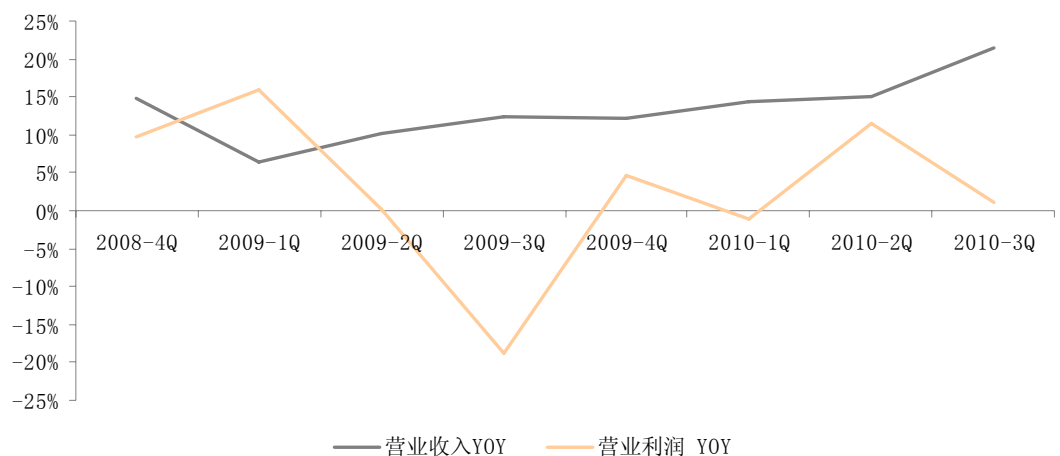
■ 步步高：值得期待的黑马

2010年步步高超市业务处于调整期，公司聘请的外籍管理团队尚在磨合过程中。今年主要的工作是改造主要门店，开店的速度放缓。

我们认为，超市行业正在“跑马圈地”之时，管理层能够沉下心来做内部改造提升，实属有胆有魄之举。虽然门店改造进度比预计的要慢，外籍团队磨合的时间比预想的要长，但我们也看到，外籍团队在品类管理、采购管理、供应链管理等方面已经为公司带来了更优的改变，而这些改变对业绩提升的推动作用在门店全部改造完毕后才能全部体现出来。

我们认为，公司超市的优化将在明年中期接近尾声，且公司近期目标仍然是争取长沙市场和湖南三四线城市市场（这两个市场均可实现快速扩张），2011年拐点可期。预计改造后的门店在现有基础上销售额提升8%左右（金海店已经改造，销售提升了20%）。

图表 27 调整期的步步高业绩表现不佳



资料来源：Wind，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257