



中国超市的突围之路

超市处于高景气度

2011 年我们将迎接中国消费市场的又一个兴旺年头，同时感受中国零售业的蓬勃生命力。2010 年，我们看到了诸多百货企业的华丽成长、超市企业的卧薪变革，以及专业连锁的专注，我们有理由相信，2011 年中国的零售行业将是一个百花齐放的年份。在通货膨胀、低端消费崛起的大背景下，快速消费品零售行业作为零售业重要的组成部分，经历了一段时间的养精蓄锐和积极调整，部分企业 2011 年将重新具备投资价值。

在通胀背景下，快速消费品行业的复苏明显，月度增速呈加快趋势；我国快速消费品只有 45% 是通过现代流通渠道分配，中国的快速消费品渠道建设仍有很大的空间；城市化进程带来的新型城市和城市新兴地带是快速消费品流通渠道的孵化器；十二五扩大内需、提高低收入群体的收入水平等政策支持快速消费品市场需求；新农村建设成为超市企业的发展展开新的风景线。

推荐渠道下沉的区域超市龙头

中国二元社会结构决定城市化必须就地解决，特殊的土地供应制度决定了大城市的扩张具有有限度，中小城市是未来中国城镇化的主流；中小城市由于生活成本较低蕴含着更大的消费潜力，而现代流通渠道对这部分市场的仍较为忽视，我们认为中资超市企业应该暂时回避竞争过于激烈的 1、2 线城市，采取渠道下沉的方法获得超预期成长；大规模、多区域扩张对于实力尚弱的中资超市企业而言过于冒险，中国的超市企业应该采取自下而上渗透的方法；外资超市的疯狂布点并不可怕，外资超市在中国发展前景并不乐观。

我们推荐新华都和武汉中百，建议关注步步高。

新华都所在的福建省县域经济发达，新华都与竞争对手采取错位竞争，在相对缓和的竞争环境里获得较好的盈利能力和快速扩张；2011 年公司业绩有较大的弹性，主要来自于 2009-2010 年高速扩张带来的业绩释放效应、关闭亏损门店、毛利率的持续上升和费用的加强控制；股权激励使公司 2011 年业绩表现锦上添花，公司 2011 年业绩高增长基本确定。

武汉中百是 A 股超市企业里面核心竞争力最为突出的企业。随着公司不断的渠道下沉、物流完善、稳健扩张，公司 2011 年盈利能力将不断提高。公司的 2011 年业绩成长更多来自于内生性成长，这往往会超出市场的预期。公司采用向周边省晕染渗透的方式扩张，这一外延扩张方式可以最有效的降低跨区域流通带来的各种风险，有望获得成功。

我们同时建议关注步步高，作为“农村包围城市”战略的典型代表，公司表现出来的创新精神、创业激情及智慧和魄力都值得我们对公司未来的发展充满期待。

商业零售

增持

维持

张新红

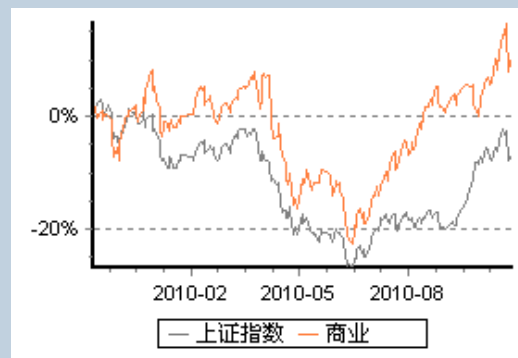
zhangxinhong@csc.com.cn

010-85130996

执业证书编号：S1440110070038

发布日期：2010 年 012 月 20 日

行业表现





目 录

前言	1
一、超市行业 2011 年投资机会显现	1
1、快速消费品行业复苏明显	1
2、快速消费品零售渠道在中国仍有很大的发展空间	2
3、城镇化进程是快速消费品通路孵化器	3
4、新农村建设是另一道风景线	3
5、十二五规划将着力于扩大内需	4
二、超市行业投资策略——推荐渠道下沉的区域超市龙头	4
1、低端消费崛起	4
2、城市化向城镇化转变	5
3、中小城市居民的消费能力被低估	6
4、中资超市的突围之路——自下而上的渗透	7
5、外资超市看起来很强大	8
三、在思索中寻找	10
1、扩张模式	10
2、成长能力分析	12
3、盈利方式和盈利能力分析	13
4、关于供应链管理	13
5、其他财务指标分析	15
四、推荐公司	16
1、武汉中百	16
2、新华都	17
3、步步高	18
4、永辉超市	18



图表目录

图 1: 商务部千家商业企业中超市企业的销售额增速	1
图 2: 限额以上食品、日用品月度销售增速对比	1
图 3: 超市企业销售额增速和 CPI 关系	2
图 4: 社会零售总额和 CPI 增速关系	2
图 5: 食品和日用品的 CPI	2
图 6: 超市和食品价格的正向关性	2
图 7: 百强快消品企业的门店数量和销售收入	3
图 8: 各个区域超市龙头	3
图 9: 中国城市化进程	3
图 10: 中国城镇住宅销售面积及增速	3
图 11: GDP 和收入增长对比	5
图 12: 城乡居民收入增速	5
图 13: 超市门店增速	12
图 14: 收入增速	12
图 15: 超市的运营结构	14
表 1: 扩内需增加收入的各项政策	4
表 2: 提高低收入群体收入水平的措施	5
表 3: 中国的行政区划	6
表 4: 沃尔玛的发展历程	7
表 5: 百强零售企业中, 中资和外资超市情况对比	8
表 6: 外资超市全球扩张遇到障碍	10
表 7: 区域扩张和全国扩张型企业比较	11
表 8: 主要超市企业渠道下沉程度	11
表 9: 各超市企业门店增长速度	12
表 10: 中资超市盈利模式和盈利能力比较	13
表 11: 供应链管理比较	15
表 12: 财务指标对比	15
表 13: 武汉中百财务预测摘要	16
表 14: 新华都财务预测摘要	17
表 15: 超市类上市公司的盈利预测和估值	19



前言

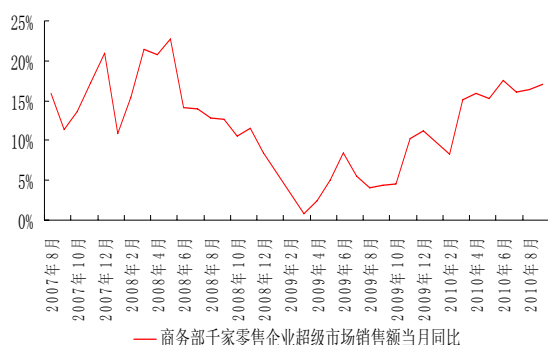
2011 年我们将迎接中国消费市场的又一个兴旺年头，同时感受中国零售业的蓬勃生命力。2010 年，我们看到了诸多百货企业的华丽成长、超市企业的卧薪变革，以及专业连锁的专注，我们有理由相信，2011 年中国的零售行业将是一个百花齐放的年份。在通货膨胀、低端消费崛起的大背景下，快速消费品零售行业作为零售业重要的组成部分，经历了一段时间的养精蓄锐和积极调整，2011 年将重拾投资价值。

一、超市行业 2011 年投资机会显现

1、快速消费品行业复苏明显

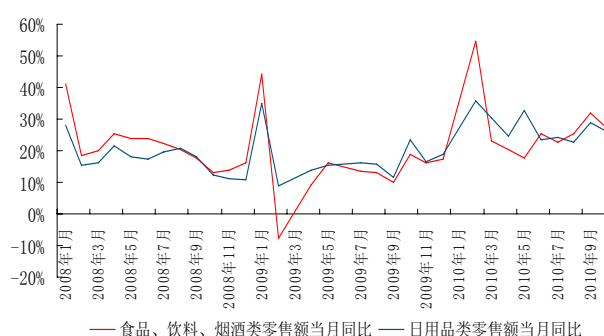
经历了 2009 年的低迷，2010 年快速消费品行业复苏明显。根据商务部千家商业零售企业统计数据，9 月份超市企业的销售额同比增长达到 17%，呈持续走高的趋势。根据统计局公布数据，限额以上食品类和日用品类的 1-10 月份累计同比增长分别达到 23.7%和 27.5%。10 月份单月分别同比增长 27.3%和 26.0%，恢复态势明显。

图 1：商务部千家商业企业中超市企业的销售额增速



数据来源：商务部

图 2：限额以上食品、日用品月度销售增速对比



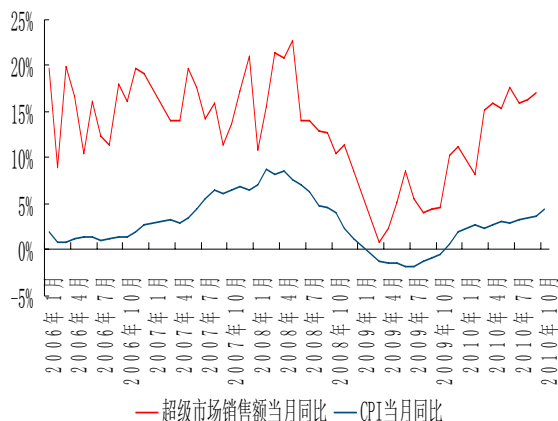
数据来源：国家统计局

众所周知，CPI 与超市企业销售及利润正相关性非常明显。CPI 与超市景气度为什么呈正相关性是个有趣的问题。我们分析主要是有以下原因：（1）超市的盈利模式是购销差价，购与销之间有一定的时间差，这使得超市企业以一定的价格购进商品后，随着通货膨胀因素的加入，卖出商品的时候能够进一步提高售价，享受通货膨胀带来的时间差好处。（2）CPI 的构成中，食品占到 30% 以上的权重，而在超市的销售结构中，食品一般占据 50% 以上，因此 CPI 和超市的销售构成有很好的重合度，两者的正相关关系明显。（3）在通胀预期来临之时，往往会刺激居民的消费欲望，屯米、屯面、屯油等现象在现代社会还是时有发生。

2010 年 10 月份 CPI 同比上涨 4.4%，比 9 月份涨幅扩大 0.8 个百分点，创 25 个月新高。2010 年四季度以及 2011 年 CPI 都有可能维持在高位，尤其是食品和农产品价格，涨幅惊人。对于超市企业而言，同店增长将持续提高，2011 年是个好年头。

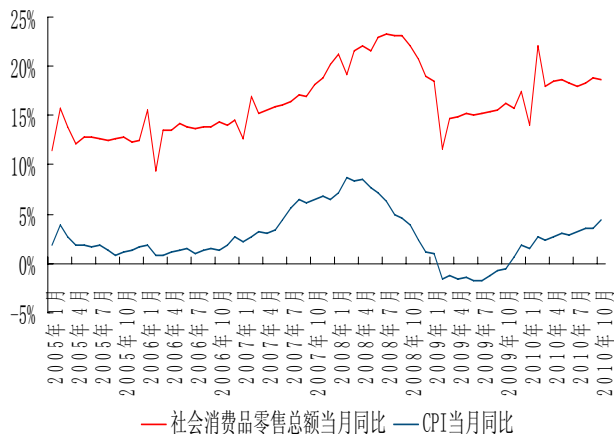


图 3： 超市企业销售额增速和 CPI 关系



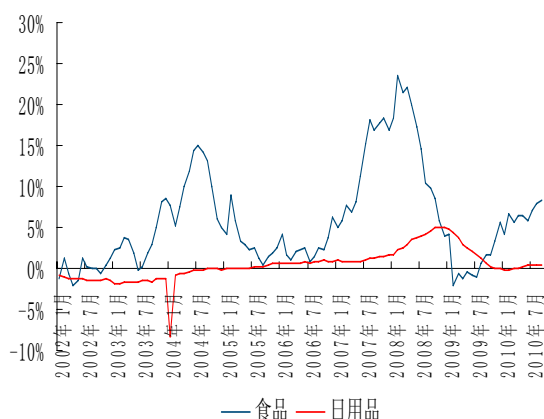
数据来源：商务部 国家统计局

图 4： 社会零售总额和 CPI 增速关系



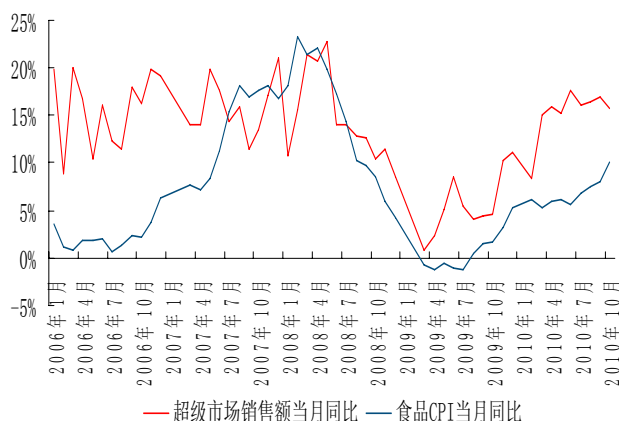
数据来源：国家统计局

图 5： 食品和日用品的 CPI



数据来源：国家统计局

图 6： 超市和食品价格的正向关联性



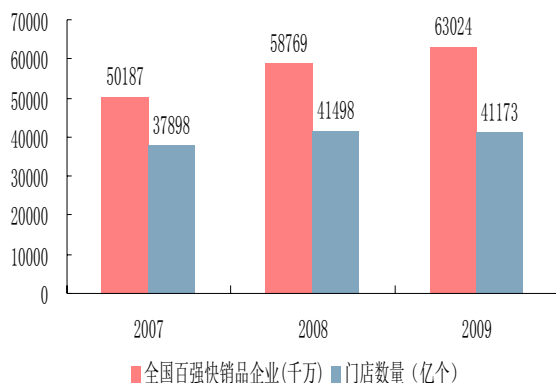
数据来源：国家统计局

2、快速消费品零售渠道在中国仍有很大的发展空间

根据中国连锁经营协会统计，2009 年全国百家快消品企业实现销售收入 6302 亿元，门店总数达到 41173 家，分别同比增长 10.2%和 9.5%。在中国，现代零售通路仅占居民快速消费品消费总额的 46%，以杂货店、售货亭和农贸市场等为代表的传统零售商依然占据着食杂零售市场的主导地位，因此大多数零售商将继续通过增加店铺数量以及多业态的纵深发展来增强他们在这个高速增长市场中的地位。新兴城市及城市的新兴地带是快速消费品流通渠道持续不断的培育基地。目前，中国还没有形成在全国范围里具有绝对地位的零售商，但是区域零售商的竞争力正在不断增强，而且他们在一些区域市场中往往具有明显的优势。”

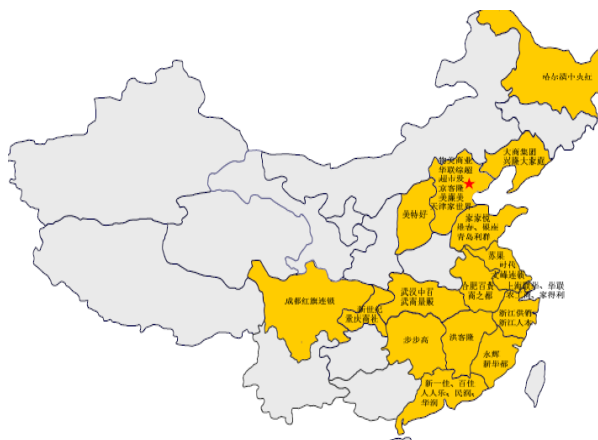


图 7：百强快消品企业的门店数量和销售收入



数据来源：中国连锁经营协会

图 8：各个区域超市龙头

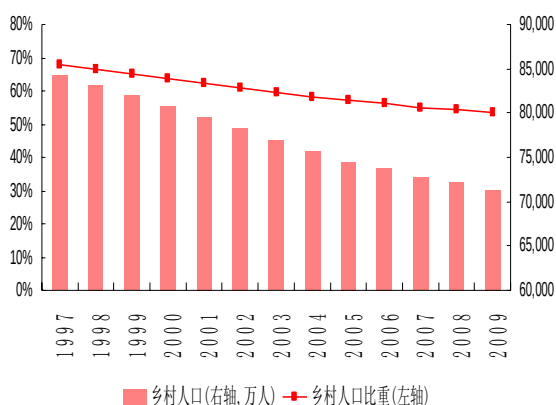


数据来源：中信建投证券

3、城镇化进程是快速消费品通路孵化器

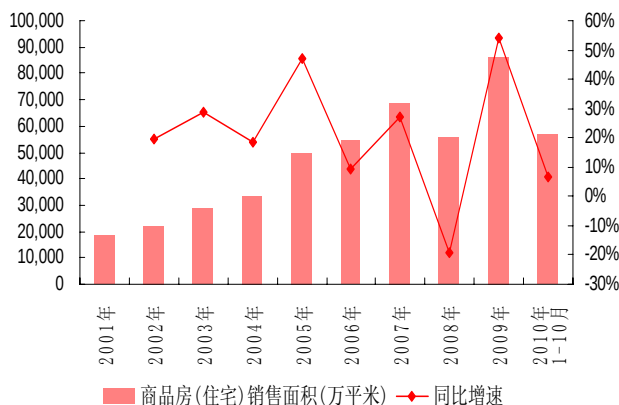
城镇化进程带来快速消费渠道的替代转移，快消品零售通路的扩大很大程度上需要通过城市的载体实现。因此中国的城镇化进程是超市行业发展的重要支撑。快速消费品大多是与人们生活密切相关的必需品。由于其收入弹性较小,因此其景气程度与中低收入人群的关系更为密切。目前我国有农民 7.13 亿,这部分人的消费习惯和收入状况决定了快速消费品的成长空间。按照我国目前城镇化率的速度,每年大约有 1500 万农民成为城镇新居民,从每年我国商品房中住宅面积的销售中看出,09 年住宅销售为 8.6 亿平方米,以按照目前我国人均住宅面积 30 平米计算,每年新入住居民大约为 2800 万,这部分增量居民带来的快消品消费增长。

图 9：中国城市化进程



数据来源：WIND

图 10：中国城镇住宅销售面积及增速



数据来源：WIND

4、新农村建设是另一道风景线

当前农村行政村众多,农村人群比较分散,以村庄为界导致村民之间生产、销售和购物都不能互相流通,人流量少,消费群体少,这种单一小规模行政村对零售店的发展存在阻碍。农民集中居住是社会经济发展的必



然趋势,是社会主义新农村建设的重要方面。自然村的农民集中到小区或者中心村居住,以达到有效节约利用土地、优化基础设施配置、改善农村居住环境和整体面貌的目的。农民集中居住这一创新性新农村建设模式最早在东部沿海发达地区的农村得到施行和发展。尤其在江苏、上海、浙江等一些东部沿海发达地区已经初具规模,取得了很好的社会综合效应。新农村建设使农民与现代化流通企业的距离拉近。当人口与购买力逐步集中,大型的快速消费品连锁企业便有了生存的土壤,而新农村建设伴随的农村工业化,也将是农民的收入水平大大提高。因此,中国的新农村建设未来也为快速消费品流通渠道的发展带来契机。

5、十二五规划将着力于扩大内需

2010年12月27日,十二五规划建议公布,其中提出扩大内需成为重中之重,《建议》强调,要建立扩大消费需求的长效机制,包括积极稳妥推进城镇化、完善收入分配制度、发展新型消费业态,促进消费结构升级等。发改委等部门正抓紧研究调整和优化国民收入分配格局的思路。收入不足是制约我国消费的根本原因。国家正在制定的收入分配改革方案有望很快公布,将涉及工资集体协商、垄断性行业员工收入增长机制、同工同酬等方面。同时要提高企业退休人员养老金和社会优抚对象待遇水平,提高中低收入者收入水平,落实在义务教育学校、公共卫生与基层医疗卫生事业单位实施绩效工资的政策。继续加大强农惠农政策力度,促进农民持续增收。

表 1: 扩内需增加收入的各项政策

政策着力点		具体内容
城镇	提高养老金	2010年1月1日起,养老金将提高10%,实施全国统一的城镇企业职工基本养老保险关系转移接续制度。
	新医改	全民医保,解决“看病贵”;建基本药物制度,治药价虚高;基本公共卫生服务均等化,保社会公平;推进公立医院改革,破解“以药养医”;基本医疗卫生制度成公共产品
	上调工资最低水平	2010年共有27个省区市上调或计划上调最低工资标准。江苏省是2010年第一个上调最低工资标准的省份。1月23日,江苏省宣布2月起上调最低工资标准,涨幅超过12%。此后,浙江、广东、福建、上海、天津、山西、山东等地相继跟进,调整幅度都在10%以上,一些省份超过20%。今年共有27个省区市上调或计划上调最低工资标准。
农村	推行社会保障	新型农村养老保险制度2009年开始试点,试点覆盖10%的市、县、镇。建立基本账户和个人账户相结合的农村居民社会养老保险制度,统一制定城乡社会保险关系转移、衔接办法;公共财政要全过程支持农村社会养老保险制度建设,降低农民参保门槛,提高保障水平;坚持政府统一管理,个人缴费、集体补助、政府补贴的农村养老保险筹资模式。
	增加农民收入	通过减轻农民负担、提高农产品收购价格、扩大各类补贴等增加农民收入

数据来源: 中信建投整理

二、超市行业投资策略—推荐渠道下沉的区域超市龙头

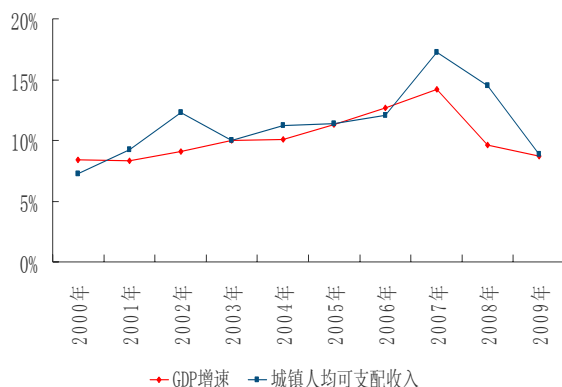
1、低端消费崛起

影响消费的最主要的因素是收入,低收入人群的边际消费倾向大于富人的边际消费倾向,因此增加农民收入是扩大农民消费需求也是扩大社会总需求的关键。提高中低收入居民的收入,释放城乡居民消费潜力是扩



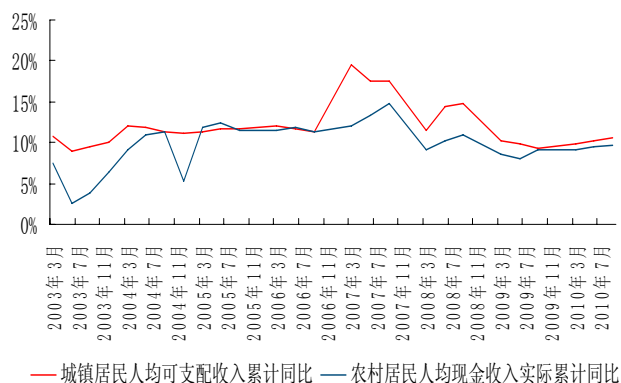
大内需的重要内容。低收入群体的恩格尔系数较高，在很长时间内快消品将占据其消费较大部分，重视并且挖掘这部分人群的消费潜力，是快消品企业不可避免的重要课题。

图 11: GDP 和收入增长对比



数据来源：国家统计局

图 12: 城乡居民收入增速



数据来源：国家统计局

为增加低收入人群的收入水平，主要着眼点改善低收入群体收入水平的收入分配体制改革诸项细则将陆续出台。其具体内容主要包括扩大劳动在初次分配中的比重、调节贫富差距、保障农民工工资收益等等。

表 2: 提高低收入群体收入水平的措施

措施	具体内容
最低工资上调	《最低工资规定》，最低工资标准每两年至少要调整一次，2006 年 12 月全国总工会（下称“全总”）曾要求，3 年之内各地最低工资标准达到当地社会平均工资的 40%以上。从目前来看，一些地方还未达到这一比例。今年上调或计划上调最低工资标准的省市区共有 27 个
建立工资正常增长机制	要建立以一线工人为主的企业工资正常增长机制。在企业提高经济效益的基础上，提升一线工人的收入水平。扭转劳动报酬在初次分配中的比重下降的趋势。
社保体系城乡一体化	探索社保体系城乡一体化，建立正常的养老金调整机制。着力保障和改善民生，提高政府保障能力，健全覆盖城乡居民的社会保障体系。
税收制度调节分配	人力资源与社会保障部正在制定中的《工资条例》；人社部正在研究提高个人所得税起征点，减轻普通劳动者的税务负担。实现同工同酬，实现财富的公平分配
提高农民工收入	设立农民工最低工资标准，市场引导企业合理涨工资，增加欠薪逃债罪避免拖欠农民工工资。增加农民工农业收入及工资性和财产性收入。

数据来源：中信建投整理

2、城市化向城镇化转变

中国的城镇化有漫长的道路要走。中国城乡二元社会结构的大背景注定了进程的其特殊性。中国的城市化不仅是人口与产业的集聚过程，而且也是进城农民的市民化过程。中国的城市化既要摒弃过去那种城乡分割式的城市化模式，即将广大农民排除在城市化进程以外的城市化模式，又应该摒弃目前这种进城农民非市民化的城市化模式。农民的市民化有个成本问题，在中国，人口的自由流动是受制度（尤其是户籍制度）制约的，大



城市解决农民市民化的成本太高。在欧美发达国家因为在那里城市规模是通过市场选择的，人口是自由流动的，土地是私有的，所以没有这样的问题。中国的土地有主要由政府审批控制控制，并且是由计划手段在全国各地配置的，这就客观上制约了中国大城市的发展。城乡二元社会结构及土地的计划配置的背景下的城市化进程必然是中小城市的大量和快速发展。

根据中小城市经济发展委员会发布的我国首部《中国中小城市发展报告（2010）》绿皮书：截至 2009 年底，中小城市及其直接影响和辐射的区域，行政区面积达 927 万平方公里，占国土面积 96.57%；总人口达 9.98 亿，占全国总人口的 75.2%；经济总量达 16.61 万亿元，占全国经济总量的 55.23%。近年来，众多中小城市抓住超大城市产业转移的机遇，因地制宜加快发展，许多中小城市的发展速度已经超过了全国平均水平。

绿皮书指出，近年来，中国城市飞速发展，城乡人口流动频繁，农业人口、非农业人口之间的界限模糊化，城市人口规模迅速膨胀，许多县级城市（包括县级建制市和规模较大的县的中心城镇）的市区常住人口已经达到或超过 20 万、50 万的临界值。按照绿皮书的地划分标准，从总体上看，我国中小城市（市区常住人口 100 万以下）数量已达 2160 个，其中地级建制市 162 个，非建制市的地级行政区划的中心城镇 50 个，县级建制市 368 个，非建制市的县级行政区划的中心城镇 1580 个。而按照我过最新的行政区划，我国所有的县级行政单位超过 2800 个，

中小小城市数量庞大，而目前绝大多数是大型零售企业的布局盲区。而这些县级城市的流通企业大多是小规模的本地企业，竞争力薄弱。随着农村城镇化的就地解决，未来出现“镇级市”也将成为必然。这些中小城市蕴含的消费潜力是难以想象的。

表 3：中国的行政区划

省 级	地 级	县 级	乡 镇 级
4 直辖市	283 地级市	855 市辖区	26 区公所
23 省	17 地 区	367 县级市	20226 镇
5 自治区	30 自治州	1464 县	16636 乡
2 特别行政区	3 盟	117 自治县	279 苏木
		49 旗	1147 民族乡
		3 自治旗	2 民族苏木
		2 特区	5751 街道
		1 林区	
合 计 34	333	2861	44067

数据来源：中国行政区划网

3、中小城市居民的消费能力被低估

根据 BCG（波士顿咨询公司）发布 2010 年对中国 28 个城市 7000 多名消费者的最新调研报告，在未来十年中国大城市的中产阶级及富裕消费者将增加 6000 万，而小城市的同类消费者将增加 2 亿。到 2020 年中国的中产阶级及富裕消费者数量将增加 2 倍，从 1.5 亿增长到 4 亿以上，其中三分之二将居住在小城市。相对于大城市的中产阶级消费者而言，小城市中产阶级消费者增加支出并进行消费升级的可能性更大。大城市的生活成本上涨，包括房地产价格的上涨，以及在子女教育、医疗、交通等方面的稀缺资源的价格上涨，导致大城市的中产阶级及普通消费者在近两年的消费上更加保守。与小城市的中产阶级及富裕消费者相比，他们表示不太愿



意增加消费支出或进行消费升级。其次，中小城市对于周边的乡镇及乡村居民具有较大的辐射力，由于在乡镇和乡村的包括零售卖场在内的配套设施十分匮乏，一个县级市的辐射力往往大大超过市区本身。而近年来，国家在各方面扩大农村居民的收入和消费，通过提高农产品价格，增强补贴等，农村居民的消费能力不断集聚，必须通过当地的中小城市进行疏，也给中小城市的零售业带来意想不到的收获。

中小城市无论在租金、地价以及人工费用，运营成本等方面均远低于一线城市。在大多数省，省会及地级市的物业成本是中小城市的一倍以上。中小城市同时还具备一定的“隐性低成本优势”，当地级市或县级市均存在一定数量，濒临破产的国有商业企业和中小超市企业，若能低价收购且成功经营，是低成本扩张的另一捷径。而低成本优势的另一突出优点在于，促使企业在有限的资金投入下，迅速成长，有效率地完成初期阶段的资本积累。

相对于外资和内资重点拓展的大城市，中小城市的市场竞争明显缓和许多。相对远离了竞争对手的虎视眈眈，在时间和空间上都为公司成长争取了较大的自由度。其次，中小城市的零售业较为不发达，商业组织大多比较落后，商业业态不完备，因此一家相对规范的连锁企业容易在其中获得竞争优势，成为行业标杆，吸引消费者眼球。

4、中资超市的突围之路—自下而上的渗透

在一二线发达城市，已成为国内外零售巨头激烈角逐的赛场。而由于资源及人员的限制，外资零售巨头的扩张步伐目前大多仅限于一二线城市。以沃尔玛为例，2009 年沃尔玛在全国 20 个省的 101 个城市开设了 190 多家商场。如此分散的全国性布局，使沃尔玛的渠道暂时仍限制在大中城市。由于渠道下沉带来的必然结果是对物流配送的更高要求，外资大型超市在尚未完成全国布局以前，渗透到三四线城市的成本过高，因此限制了其在三四线城市的发展，也为中国的零售企业带来喘息的机会。以家乐福为例，家乐福在一线城市(直辖市及省会城市)市场份额的占比是 5.2%，但是在地级市(B 级市)的市场份额仅为 1%，在县级市(C 级市)的份额则仅为 0.1%。我们认为，超市企业本质在于通过供应链管理，获取进销差价，因此规模对于超市企业而言是最为重要的。中国的零售企业必须先经过做大而后作强的过程。而若在成长之初，便面临激烈的竞争环境，这种高成本的扩张必然对企业的扩张步履艰难。因此最为聪明的做法是避其锋芒，在相对良好的生长环境中得到快速的发展。沃尔玛的成长之路便是很好的典范，这个从边陲小镇发展起来的世界零售巨头，告诉我们自下而上并非无奈，而是积蓄力量的聪明之举。

沃尔玛 1945 年在美国小镇维尔顿开设了第一家杂货店，沃尔玛在发展的前期都选择在小镇开店。当时美国巨型零售企业都瞄准城市，而忽视去小镇、农村地带发展。沃尔玛创始人山姆眼光独到，从小镇开店做起，并最终成就伟业。因此，我们看到，并不是小地方就没利润可追求，每个地方都有市场、都有需求，需要我们去发现。因此，我国零售企业可借鉴沃尔玛的发展，建立一条适合自身的发展路线。当具有一定的资金、实力后才向人口多的城市进军，抓住时机不断扩张，最终发展成为全国性的零售龙头。

表 4：沃尔玛的发展历程

时间段	1945-1950	1950-1962	1960-1980	1980-1990	1990—2009
发展特点	起点	小镇开小店	小镇开大店和折扣店	在全美开店	世界扩张
企业地位	微不足道	开始成长	做成区域龙头	全国霸主	做成世界零售霸主
销售规模		1 亿美元	12 亿美元	260 亿美元	2879 亿美元
门店数量		60	276	1400	5350

数据来源：中信建投整理



值得注意的是，我们并不是反对超市企业跨区域的扩张，我们只是认为，达到跨区域扩张必须具备几个前提，而大部分的中资超市企业还不具备这写前提，因此，其跨区域扩张必然以盈利能力下降和艰辛的竞争为代价。我们认为：（1）企业应在规模效应达到最高之后开始良性扩张。也就是在一个区域具备绝对优势，或者说已将已有区域尽量“填满”。（2）蜻蜓点水式的扩张极为危险。短期为了占据地盘，在多个省市布点，将使企业作为零售企业的盈利优势丧失殆尽。（3）要具备了超市的核心竞争力，也就是拥有很强的供应链管理能力和差异化竞争能力。（4）开放的市场永远不存在来晚的问题。竞争的激烈决定了优胜劣汰永远存在，新型城市和市面决定了市场永远存在，因此“怕被别人把地盘抢光了”的想法是不足为惧的。“准备好了，别人开店便是为我们开的，准备不好，我们开的店是为别人开的”。

5、外资超市看起来很强大

外资零售企业在中国市场明显加快了新开门店的步伐，同时，外资零售企业大肆并购中国零售企业，加快其在华布局扩张步伐。外资零售企业在中国一线城市试水成功后，加快了对中国二三线城市的渗透。家乐福、TESCO、大润发、麦德龙、乐天、易买得等知名外资零售企业都在加速扩张其版图，实行多业态深入。

2009 年，百强零售企业中的 10 家经营大型超市的外资企业门店总数达到 867 家，共新开店 120 家，开店速度有所加快（2008 年的新开大型超市数量为 68 家）。内资超市有 32 家，门店总数达到 2.6 万家（除去新合作商贸连锁集团 88653 的网点），年增速为 4.6%。外资占据收入比为 30%，而门店数仅占 3%，可见外资超市的单店规模和单店效率都远远大于中资超市。2009 年，内资超市平均单店销售额为 3126 万元，而 5 家外商大型超市平均单店销售额为 2.2 亿元。中资超市大多属于区域龙头，牢固占据 3、4 线城市市场份额。

表 5：百强零售企业中，中资和外资超市情况对比

	数量	门店总数	销售收入总额 (亿元)	占百强零售企业中超市企业收入比例	门店数量占比	单店销售	门店数量增速	销售收入增速
中资超市	32	25121	4321	70%	97%	3126	4.6%	21.6%
外资超市	11	867	1895	30%	3%	21862	16.1%	12.0%

数据来源：中信建投整理

表 6：百强零售企业中，外资超市情况

国别	企业名称	2009 年零售百强排名	2009 年销售规模（万元）	销售增速	2009 门店数量	2009 年新增门店	门店数量增长
台湾	大润发	6	4,043,169	20.5%	121	20	19.8%
法国	家乐福	7	3,660,000	8.2%	156	22	16.4%
美国	沃尔玛	9	3,400,000	22.2%	175	52	42.3%
台湾	好又多	19	1,650,000	0.6%	104	0	0.0%
英国	TESCO	26	1,330,000	-1.5%	79	18	29.5%
德国	麦德龙	29	1,202,277	-4.9%	42	4	10.5%
泰国	卜蜂莲花	33	1,113,000	-3.2%	76	0	0.0%
法国	欧尚	40	986,000	21.0%	35	4	12.9%
日本	永旺	46	861,077	85.5%	21	3	16.7%
香港	百佳超市	67	358,196	-9.5%	38	-5	-11.6%



韩国	易买得	69	351,000	9.7%	20	2	11.1%
合计			18,954,719	12.0%	867	120	16.1%

数据来源：中国连锁经营协会

表 7：百强零售企业中中资超市排名

	2009 年零售 百强排名	2009 年销售规 模（万元）	收入增速	2009 门店数量	新增门店	门店数量增速
华润万家有限公司	5	6,803,574	6.5%	2,926	228	8.5%
百联（联华超市）	3	6,716,978	34.2%	5,599	-279	-4.7%
安徽省徽商集团	8	3,437,883	248.9%	2,884	-241	-7.7%
物美控股集团	10	3,270,000	8.3%	2,333	323	16.1%
新合作商贸	12	3,000,000	76.5%	88,653	17,592	24.8%
农工商超市	13	2,673,800	0.2%	3,331	1	0.0%
新一佳超市	17	1,723,600	-1.5%	109	4	3.8%
武汉中百	18	1,685,519	18.4%	674	44	7.0%
文峰大世界	21	1,566,457	11.1%	978	65	7.1%
利群集团	22	1,516,622	9.4%	890	24	2.8%
永辉集团	35	1,021,800	45.6%	268	63	30.7%
山东家家悦	36	1,012,021	18.6%	489	33	7.2%
北京京客隆	37	1,006,410	2.0%	247	4	1.6%
人人乐	38	1,003,779	-4.4%	90	17	23.3%
江苏时代超市	43	929,590	2.8%	68	1	1.5%
福建新华都	49	694,678	29.2%	75	23	44.2%
辽宁兴隆大家庭	54	639,159	16.6%	15	4	36.4%
步步高	56	572,400	10.0%	123	13	11.8%
四川省互惠商业	64	450,000	7.1%	1,200	400	50.0%
青岛维客集团	72	328,135	6.5%	828	28	3.5%
山西美特好	76	306,800	14.2%	27	6	28.6%
河北保龙仓	78	302,000	14.8%	14	1	7.7%
江西洪客隆	81	300,000	34.4%	26	5	23.8%
湖南佳惠百货	82	288,000	13.1%	200	8	4.2%
北京超市发	86	264,381	14.5%	80	14	21.2%
浙江人本超市	88	258,426	13.2%	599	212	54.8%
山西省太原唐久	92	238,673	5.6%	1,006	97	10.7%
总计		43,212,962	21.6%	25,121	1,102	4.6%

数据来源：中国连锁经营协会



外资超市的店面规模较大，决定了其在向 2、3 线城市渗透时将受到物业、人口、购买力、物流等的多重限制，虽然个别外资超市已经在中小城市开始布局试水，但是其必须调整经营策略适应中小城市的现状，在选址难易、物流配送、规模效应无法达到理想状态。我们认为，外资超市的主战场将在相当长的时间内限制在 1、2 线城市。百强零售企业的中，内资超市 4.6% 的门店数量收入却使得销售收入增速达到 21.6%，相反，外资超市 16.1% 的门店增速，其收入增速只有 12%，这说明，说明中资超市的经营效率提升很快，而外资超市在渠道下移的过程中扩张效率却在降低。

对于中资超市农村包围城市的战略，并不意味着中资超市只能在中小城市发展。我们认为，中资超市当务之急是控制成本的情况下做大做强，同时形成超市企业管理核心竞争力。市场的优胜劣汰永远存在，即使一线城市成熟社区已布点密集，并不意味着中资超市未来在大城市失去立足之地。目前看来外资大型超市在大城市占据一定的优势，但是其发展后劲却不足。主要原因为：

表 6：外资超市全球扩张遇到障碍

主要问题	具体表现	失败记录
消费本土化难以克服	不熟悉本土消费者的习惯、文化、特点。中国各地消费者的喜好有很大差异性，这也为沃尔玛采购配送增添了难度	沃尔玛： 全球 15 个国家开设了超过 8,400 家商场。
统一采购无法实现	中国的供应商大多是中小厂商，无法承担物流仓储售后服务方面的压力，经销商是必需的过渡。外资超市的统一采购变得无地放矢。企业一般也不会因为少数外资超市企业而放弃区域经销商。统一采购必然导致区域代理商抵触情绪导致缺货断货。	2005 年退出日本、 2006 年退出印尼、韩国和德国门店。 进入中国 14 年至今仍然亏损。 家乐福： 11,000 多家营运零售单位，业务范围遍及世界 30 个国家和地区。
政治风险	国与国之间的摩擦会导致民族排斥情绪；地方保护主义使区域龙头严守阵地，外资超市渗透困难重重。以沃尔玛为代表的总部结算体制使得各个区域门店坐在当地政府无法收取税收收入，降低了区域政府的招商热情。国与国之间的政治关系存在风险，典型例子：2008 年中发关系紧张，家乐福遭抵制及 2010 年钓鱼岛事件，伊藤洋华堂遭打砸。	2005 年，家乐福宣布退出经营了十年的日本市场； 2006 年，宣布退出韩国市场； 2009 年，退出俄罗斯市场。
盈利模式遭遇挑战	以沃尔玛为代表的低价策略和一家乐福为代表的后台高毛利策略在中国均遇到阻碍。由于供应链优势无法发挥，外资超市的低价策略已经失去实质，其薄利多销的优势丧失。家乐福为代表的收取进场费的方法则遇到供应商反对，导致与供应商关系恶化。	2010 年关闭比利时门店。 乐购： 布局 13 个国家，拥有 3700 家门店。在日本和美国遭遇连年亏损。
物流系统无法发挥作用	我国高速公路的发展水平还比较低，要到 2035 年才能达到美国 1950 年初的 89 万公里水平，这使得外资超市配送链的效果大打折扣。	

数据来源：中信建投证券

三、在思索中寻找

1、扩张模式

中国超市业目前存在两种发展模式，一种是以华联综超为代表的全国性布局并发展的企业，另一类是以武汉中百、物美等为代表的先在某个区域集中发展，再逐步谋求向外发展道路的模式。在中国目前一二线城市被外资及各种超市网点占满的时候，我们认为中资超市不应只将眼光盯住大城市，应以所在区域的大城市为据点、



不断向下渗透，占据区域的空白点，对整个区域采用“填满式”扩张方法最为明智。只有在一个区域的“填满程度”达到最高，才考虑向其他区域扩张。这种方法，不但不会减缓公司的扩张速度，而且使得各种资源的有效协同效果达到最高，公司的扩张风险最低。

表 7：区域扩张和全国扩张型企业比较

	扩张模式	竞争对手层次	规模优势	统采优势	管理风险	本土化优势	代表企业
区域扩张型	对区域采取填满式擦略、仅在 1-2 个省内进行门店布局	本省一线城市少量外资大型超市及本地区域型中小超市，竞争对手层次较低	形成区域整体优势	多家门店可与当地供应商形成长期稳定的统一采购合作	区域统采使各门店各自为政的道德风险降到最低	熟悉本区域居民的生活喜好，能够提供贴近消费者的心商品	武汉中百、新华都、步步高
全国扩张型	在 5 个省以上的一、二线城市同时布局布点	与外资大型超市及各个省本土龙头形成直接竞争。	规模优势被分割，难以形成	全国性供应商数量较少，全国统一采购无法实现，导致成本上升。	各个区域难以实现统一管理，加大管理难度	容易出现商品供应错位	华联综超、人人乐

数据来源：中信建投证券

A 股 5 家超市企业的扩张模式，武汉中百和新华都、步步高以区域扩张为主，华联综超和人人乐及永辉则布局全国。比较这几家公司，步步高的渗透率最高，这与公司的成长历史有很大的关系。主动采取填满式区域扩张的企业是武汉中百和新华都。从门店数量来看，这几家超市企业的门店数量没有太大差距，但是布局却有很大的区别。我们很难想象一个只有 100 家门店的超市企业在全国多个省市布点会是什么结果。沃尔玛在门店数量达到 300 家左右的时候才开始跨区域的扩张。其采取以州为单位，一县一县地设店，直到整个州市场饱和，再向另一个州扩展。这种策略不但没有使其错失扩张机遇，反而使其的扩张异常迅速，在短短 40 多年的时间里，就发展成为世界级的零售商。中国的超市企业到目前为止尚无真正把区域做深做透的企业（武汉中百差强人意），必须避免急功近利的做法，四处出击的结果必然是四处兵败。这也是我们看好武汉中百和新华都的原因，我们认为，走得慢一点并不可怕，方向错误造成的后果是无法挽回的。

表 8：主要超市企业渠道下沉程度

	分布	地级市及以上	县级市及以下	渠道下沉程度
新华都	全部在福建	59	30	34%
武汉中百	在湖北和重庆	95	50	34%
步步高	在湖南和江西	81	25	24%
永辉	门店分布在福建、重庆北京、安徽、	115	20	15%
华联综超	分布在全国 19 个省，近 30 个城市。	95	无	0
人人乐	在广东、广西、上海、福建、陕西、四川、重庆、天津多 7 个省布局	112	无	0

数据来源：中信建投证券



2、成长能力分析

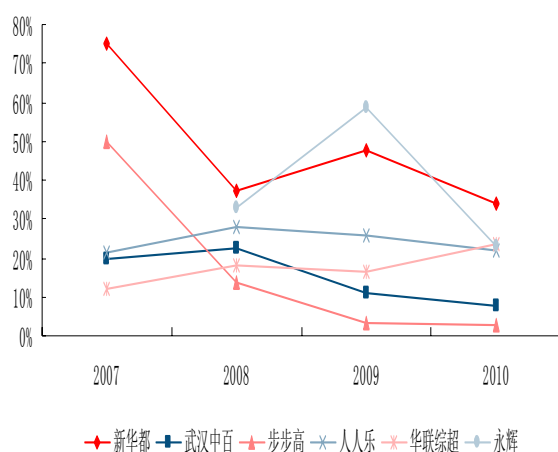
从最近几年的扩张来看，永辉超市和新华都及人人乐的开店速度均比较快。相对应的新华都和永辉的销售收入增长速度也较快。扩张是双刃剑，快速扩张的企业能够带来收入规模的迅速增大，但也会带来费用及背负新店亏损，零售企业最好的投资机会在于高速扩张后的业绩释放期，以及压缩费用、增强内生成长的修炼期。从未来 2 年的扩张情况来看，武汉中百致力于毛利率的逐步提高，新华都致力于费用降低，这两家公司均处于较好的投资阶段。步步高处于练内功的阶段，但其门店改造的进程低于预期，并且改造效果仍需检验。

表 9：各超市企业门店增长速度

	2006	2007	2008	2009	2010E
新华都	20	35	48	71	95
新增门店		15	13	23	24
武汉中百(仓储)	85	102	125	139	152
新增门店		17	23	14	13
步步高	58	87	99	102	105
新增门店		19	12	3	3
人人乐	47	57	73	92	112
新增门店		10	16	19	20
永辉		58	77	122	150
新增门店			19	45	28
华联综超	50	56	66	77	95
新增门店		6	10	11	18

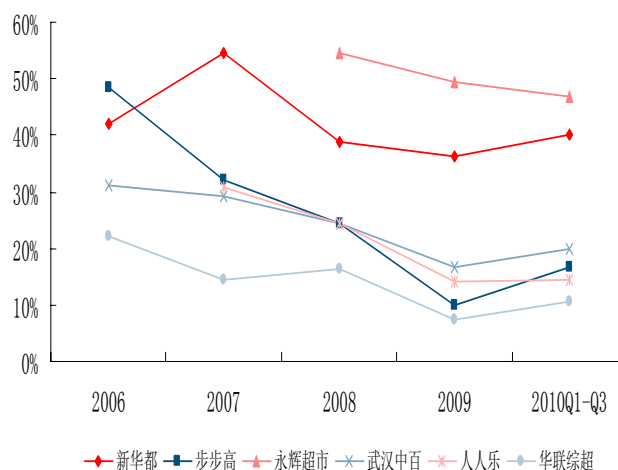
数据来源：中信建投证券

图 13：超市门店增速



数据来源：公司公告、中信建投证券

图 14：收入增速



数据来源：公司公告、中信建投证券



3、盈利方式和盈利能力分析

从超市企业的盈利模式来看，一类是以沃尔玛为代表，依靠强大的供应链管理，扩大购销差价，从供应链的高效整合中提升盈利能力。包括全球采购带来的规模效应、强大物流配送体系带来的配送成本下降、先进的信息系统带来的库存管理效率。中资企业中武汉中百、新华都、步步高的盈利模式都属于类沃尔玛模式。一类是以家乐福为代表的依靠后台经营带来超额收益，也就是靠收取“通道费”来扩大盈利能力，这种盈利模式的形成有一定的历史原因。家乐福刚进入中国之时，大型的零售通路数量缺乏，渠道对于供应商的相对地位很强势，因此家乐福利用当时的客观情况，向供应商收取大量的进场费、促销费、堆头费等等。这部分费用往往毛利率非常高，因此这部分业务即使占收入比例不高，但是其对利润的贡献却很可观。

对于这两种盈利模式，我们更倾向于前者，因为以通道费为支撑的盈利模式蕴含较大的风险。主要是随着流通渠道的数量增加竞争加剧，供应商的可选择范围变宽，供应商对渠道的相对地位提高，以收取通道费为支撑的盈利模式不可维系，一旦通道费减少，为公司的业绩带来的影响很大。“通道费”的典型代表家乐福在其他国家和地区并非靠收取入场费实现盈利，只有在中国，家乐福采取了这种盈利模式。其中，一个重要原因便是我国法律法规的不完善。家乐福在韩国也曾有强迫供货商削价向其供应商品，以及故意拖延与供货商签订合同等不公平交易的行为。供货商曾将此事向韩国公平贸易交易委员会反映。2006年7月，该委员会对家乐福予以处罚。次年4月，家乐福撤出韩国市场。可见通道费模式只在商品经济不发达的地区和阶段有可能成功，这种盈利模式本质上背离商品流通的本质，长期来看是难以维系的。

表 10：中资超市盈利模式和盈利能力比较

模式	公司	毛利率	净利率	前后台毛利率	后台收入占比	具体方式	未来盈利能力变化趋势
类沃尔玛	新华都	19.89%	1.81%	前台 14.97%，后台 4.37%。	5%	依靠购销差价	毛利率向上、费用率下降
	武汉中百	18.18%	2.06%	前台 14.8%，后台 5.04%	3%	和供应链管理	毛利率上升
	步步高	20.49%	2.52%	前台 15.39%，后台 5.29%。	5-6%	增强盈利能力	毛利率上升，费用率短期较高
类家乐福	人人乐	20.68%	2.12%	前台 10.86% 后台 10.29%。	10%	通道费和返利	盈利能力下降
	华联综超	19.6%	0.80%	前台 11%，后台 8.54%；	9%	是重要盈利	盈利能力较低

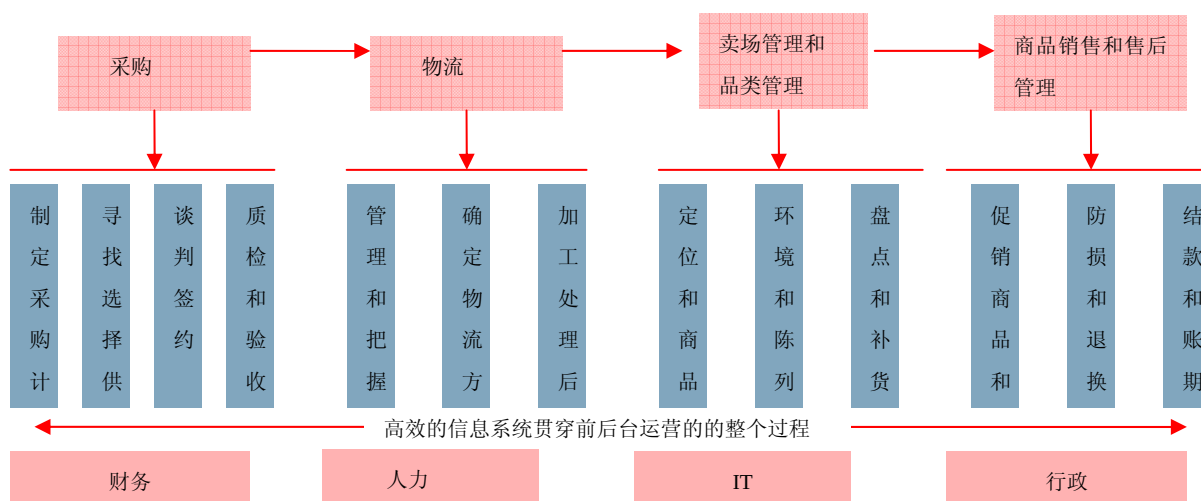
数据来源：公司公告、中信建投证券

4、关于供应链管理

超市的经营管理本质在于多种商品的组合和经营，通过购销差价和供应链管理实现增值。决定超市经营状况和盈利状况主要有以下：（1）购销差价，取决于采购规模、与供应商相对地位及采购去中间化。（2）商品组合管理，最佳的商品组合管理既能够保证高盈利商品的销售比例，又能有效的吸引客流、减少损耗。组合管理是超市经营管理的核心。（3）供应链管理的高效性体现在物流和库存信息的迅速、准确和低成本。（3）销售能力。能够将大量商品在有限时间内销售，加快商品周转速度。这取决于对于当地消费者消费习惯的熟悉把握及丰富的销售技巧。以下是超市运营管理的主要构架：



图 15：超市的运营结构



数据来源：中信建投证券

具体到公司，如果没有深入到公司的日常经营中我们很难了解一家企业的详细的管理能力，我们只能从表面的一些指标和公司的经营偏好来判断公司的供应链管理能力。

就采购能力而言，一般来说统一采购比例越高的企业，其规模效应越大，直接采购比例越高的企业，能够尽可能的占据流通环节的附加值。统采和直采是不同衡量标准的两个指标。对于拥有较高供应商规模和资质的发达商品市场而言，这两者是正相关的，但是对于供应商分散、渠道层级较低的市场而言这两者之间存在矛盾。尤其是对于生鲜和食品而言，各个细分区域和门店保持一定的地采权限是重要的，这往往稀释了统采商品的比例。我们比较几家企业，对于区域性的企业，普遍的趋势是加大直采比例，我们认为统采比例或许会有小幅度的下降。全国扩张性的企业有一定的统一采购优势，但是直采比例仍有待于加强（永辉由于经营模式较为奇特，属于例外）。

物流系统对于供应链管理的意义越来越被重视。企业积极的建设自己的物流系统。物流系统的高效运行前提是运送范围内的门店达到一定的密度。全国分布的企业，在各个区域内的门店密度都没有达到相应的程度，因此造成一定的资源运用低效。全国扩张性的企业一般在各个区域很大程度上依赖于供应商的物流，多家供应商的参与往往会造成库存管理混乱，错误率和成本上升。

企业其他衡量管理经营水平的方面包括对供应商的相对地位，公司的商品组合能力等等。对于单个企业而言这些指标具有很强的个性。与供应商保持和谐稳定关系的前提下拥有较强的议价能力、寻找最适合本地区居民消费习惯的商品组合并能最大化公司的盈利能力是最重要的。由于每个区域具有差异性，因此这些指标并没有绝对的评判标准，适合的就是最好的。



表 11：供应链管理比较

	采购	物流	公司业态组合
新华都	统采 36%，地采 64%。地采占比较多与公司渠道下沉有较大关系	已有福州、龙岩物流中心，明年将新建沙县、泉州。自配送比例达到 25%	以大卖场和综合超市为主：百货加日用品
武汉中百	总部统采比例达到 60%。将进一步扩大高毛利率商品的直采比例	武汉吴家山、汉阳、阳逻为目前主要配送中心，咸宁、浠水、襄樊、恩施、江夏均在规划建设中，预计有望在 2010 年年底或 2011 年年初投入使用，仓储超市 20%自配，便民超市 50%自配。	仓储超市+便利店模式，未来将加大直采和物流配送能力。
步步高	统采比例达到 60%，逐步加大生鲜产品的直接采购力度	在长株潭三市中心区域的岳塘区荷塘乡物流配送中心一期，在江西南昌和长沙地区也有小的物流配送中心。规划荷塘乡物流配送中心二期。二期项目包括中央厨房、冷库和冷链等，建成后有望大幅提高生鲜类商品的毛利率和竞争力。自配比例为 40%	“超市+大众百货”双业态，符合中小城市一站式购物的需求，通时公司积极探索购物中心业态。
人人乐	全国联采、区域统采。全国联采比例达到 35%	深圳、天津、成都、西安建立了配送中心，还将在成都郫县、广东增城各建一个 1000 亩的大型配送加工中心。	
永辉	服装以全国统采为主，食品生鲜以区域采购为主。	在福州拥有闽侯、鳌峰、重庆北碚、江北设有配送中心及中转站；计划在北京、重庆、安徽等地设立配送中心	从“农改超”沿革而来，生鲜和食品占据 90%
华联综超	全国统采 40%，区域 40%，各个门店特色经营 20%	目前在北京和安徽拥有物流中心，区域物流基本上一供应商为主。打算在广州等地建设另外六个区域物流配送中心，逐步打造出以八个区域物流中心为主干的物流配送体系。	以精品超市和生活超市为主，并在购物中心内经营嵌入式超市

数据来源：中信建投证券

5、其他财务指标分析

分析几家公司的其他财务指标可以看出：华联综超和新华都的财务政策较为激进，费用控制最好的是湘鄂的企业；这几家企业都比较专注于自己的主业，没有朝三暮四的想法；区域型企业的现金流情况明显好于全国扩张型。

表 12：财务指标对比

证券简称	期间费用率	资产负债率	扣非净利润 / 净利润	OCF/PS	EPS	OCFPS/EPS
武汉中百	15.0%	56.5%	86.9%	1.28	0.28	4.6
步步高	16.3%	55.1%	95.2%	1.96	0.47	4.2
新华都	17.1%	66.9%	98.2%	2.00	0.41	4.9
人人乐	17.3%	44.0%	102.4%	1.02	0.40	2.6
华联综超	17.9%	72.4%	102.5%	1.28	0.13	9.8

数据来源：中信建投证券



四、推荐公司

1、武汉中百

我们认为公司是 A 股超市企业里面核心竞争力最为突出的企业。公司稳打稳扎的经营风格使得公司成为一贯的优等生。随着公司不断的渠道下沉、物流完善、稳健扩张，公司 2011 年盈利能力将不断提高。

(1)、渠道下沉将使公司面临更为缓和的竞争压力及更低的物业成本，使公司的超市部分毛利率持续上升。湖北省内共有 12 个地级市，24 个县级市，38 个县，2 个自治县，目前公司仅进驻 30 几个，仍有较大的市场容量。是公司未来业绩增长的重要保障之一。

(2)、目前公司直采比例在 4%左右（公司将直接由供应商供货，毛利率在 30%以上的商品界定为直采），并计划在 5 年内提高到 10%，直采比例的提升及规模的扩张使得公司超市业务毛利率仍有持续提高的空间。

(3)、公司的自配送能力逐步加强，将带来流通效率、降低流通成本。武汉吴家山、汉阳、阳逻是公司目前主要配送中心，咸宁、浠水、襄樊、恩施、江夏均在规划建设中，预计有望在 2010 年年底或 2011 年年初投入使用。目前公司仓储超市自配比例为 22%、便民超市为 50%，配送成本一般占到销售成本的 3-5%，

(4)、独特的扩张模式彰显公司雄心。与全国扩张型企业不同，在遭遇了重庆扩张的失利之后。公司的外省市扩张更加明智。公司将采用向周边省晕染渗透的方式来实现自己的外延扩张，从公司的物流中心设计来看，公司的这一布局用心已很明显，新建的 4 个物流中心延湖北省外沿布局：恩施靠近重庆，襄樊靠近河南、咸宁靠近江西、浠水靠近安徽。公司的这一外延扩张方式可以最有效的降低跨区域流通带来的各种风险，最有可能跨区域成功。

预计公司 2010-2011 年 EPS 为 0.41 元和 0.58 元，给予公司 2011 年 33 倍 PE，对应股价 19.2 元，给予公司“买入”评级。

表 13：武汉中百财务预测摘要

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,009,604	1,200,759	1,498,922	1,771,174
yoy	16.73%	18.93%	24.83%	18.16%
净利润	21,330	27,601	39,340	53,425
yoy	24.09%	29.40%	42.53%	35.81%
毛利率	18.15%	18.35%	18.72%	19.05%
净利率	2.11%	2.30%	2.62%	3.02%
ROE	12.32%	11.35%	14.54%	17.34%
EPS	0.31	0.41	0.58	0.78
PE(X)	46.1	35.6	25.0	18.4
PB(X)	5.7	3.3	3.0	2.6
PS	1.0	0.7	0.5	0.5
PEG	1.14	1.20	0.78	0.52

数据来源：中信建投证券



2、新华都

(1)、新华都同样采取了聪明的渠道下沉的策略。

福建省的拥有地级市 8 个， 14 个县级市， 45 个县、乡镇 994 个。福建沿海城市经济发达，尤其是县级市经济实力普遍较强。根据 2009 年全国县域经济百强县（市）在各省（区、市）的分布，福建省有 8 个县入选，在全国排第四名。说明福建省县级域经济发展情况较好。而这些县级市，目前仅有本土小型超市连锁企业，大卖场有着广阔的空间。此外，为推进城乡统筹，福建省确定在上杭县古田镇等 21 个小城镇开展综合改革建设试点，力争在三到五年内，使农村人口稳步有序地向镇区集中，各试点镇结合当地情况建立特色产业工业园区，有力拉动了乡镇经济的发展，成为新兴的消费潜力区（根据 1-10 月福建省地税统计，全省乡镇企业税收入库 62.38 亿元，同比增长 55.6%，占税收总量的比重为 18.8%，增长活力日渐显现）。我们认为在厦门、福州、泉州竞争白热化的时候，这些空白点却被忽视。公司独具慧眼，选择适合自己的道路发展，不失为一种很聪明的做法。

(2)、2011 年业绩弹性大

（1）、外延式扩张做基础，预计 2011-2012 年每年的销售收入增速仍在 30%以上。09-10 年公司的销售收入几乎每年近 40%的增长，而利润仅有微幅增长，这给 2011 年和 2012 年业绩释放带来空间。（2）、公司目前仍有 10 家左右长期亏损门店，每年有 4000-5000 万的亏损，公司将逐步关停这部分门店，四季度公司将关停 3-4 家，2011 年继续关停，亏损门店的减少也是公司实现业绩增速条件的重要举措。（3）、公司的销售规模越来越大，对上游供应商的话语权逐步增强，渠道下沉使竞争趋缓，公司毛利率逐步提升的趋势。（4）在经历了 2 年的高速扩张后，公司 2011 年的外延扩张将相对趋缓，将使新开门店带来的费用上升相对下降。2010 年 1-3 季度公司的三项费用率达到了 17.1%，为历史最高水平，公司 2011 年将加强费用控制，为公司的业绩带来较大的释放空间。

(3)、股权激励锦上添花

2011 年公司要达到股权激励的条件仍需作出努力，虽然我们对公司行权能力有信心，但是不排除由于股价过高带来费用问题或者最终未能成行。我们认为股权激励是一个激励管理层奋进的目标，即使最终差之一二，公司的 2011 年业绩仍应该有比较快的增长。股权激励条件达到仅仅是锦上添花，并不是我们看好公司的唯一理由。

表 14：新华都财务预测摘要

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	310,924	430,135	573,963	717,117
yoy	36.41%	38.34%	33.44%	24.94%
净利润	6,869	8,329	14,600	21,061
yoy	6.54%	21.26%	75.30%	44.26%
毛利率	18.84%	19.53%	20.02%	20.30%
净利率	2.21%	1.94%	2.54%	2.94%
ROE	12.47%	14.77%	23.19%	29.07%
EPS	0.43	0.52	0.91	1.31
PE(X)	58.5	48.2	27.5	19.1
PB(X)	7.6	4.7	4.3	3.7



PS	1.3	0.6	0.5	0.4
PEG	2.99	10.48	0.89	0.40

数据来源：中信建投证券

3、步步高

我们同时建议关注步步高，作为一支在发展之初定位就很清醒的零售企业，我们在关注着他的华丽蜕变。我们一直认为，企业内在的创业激情、创新精神是决定其最终做大作强的最根本的力量。外资团队的到来未必一定会带来效益的快速提高，但是着向我们展现了企业的创始者和管理层对与公司未来发展的殷切希望和坚定的决心。这样的企业值得我们给予充分的尊重和关注。对于公司的业绩，由于多家门店仍需要改造，费用是不可回避的问题，因此对其 2011 年的表现并不抱过高的期望，但是我们期待 2012 年公司会有爆发式的表现。暂时给予“增持”评级。

4、永辉超市

（1）、剑走偏锋，走出别样天地

公司多年来采取差别化竞争，利用农改超的契机，形成了以生鲜作为主题的另类超市经营模式。并且在小品类中做出了大文章，形成了与同行业公司差异但优势明显的经营特色。

公司的生鲜比例超过 50%，生鲜毛利率大约 12-13%，高于同行业 8-9%的平均水平。公司的生鲜直采比例达到 76%，省却了中间环节并且实施标准化流程管理，使生鲜的成本和损耗降至最低。公司多年来积累的生鲜经营经验使经营模式的可复制性具有一定的难度，保证公司在相当长的时间内竞争优势不会消失。

（2）、成长性突出

公司近年来的成长迅速。2004-2009 的收入复合增速为 35%，营业面积复合增速达到 46%，门店数量增速达到 40%。预计未来随着募集资金到位，新开门店数量开业公司的 2-3 年内快速成长可延续。预计 2010 -2012 年新开门店 40、45、50 家，公司的成长速度惊人。此外，生鲜有着比较好的吸引客流的能力，新开门店的销售增长速度和成长空间会比一般的超市还要大一些。

（3）、跨区域扩张效果还需要观察，主要由于：

（1）农改超政策支持力度存在区域差异。（2）农产品本地化采购需要的人员需要时间和成本来培养。（3）通货膨胀背景下，农产品上游价格上升和政府对于终端价格管制使得公司受到挤压。（4）广泛的布点必然使得物流系统效率下降。

作为一个靠差异化竞争取得优势的企业，我们不能过早对其未来的经营下定论，建议对公司长期的关注。



表 15：超市类上市公司的盈利预测和估值

代码	名称	EPS			现价	PE			10-12 年 CAGR	评级
		2010	2011	2012		2010	2011	2012		
600361	华联综超	0.19	0.22	0.27	11.8	62	53	0	19.2%	中性
000759	武汉中百	0.41	0.58	0.78	13.7	33	24	0	37.9%	买入
002251	步步高	0.71	0.86	1.20	27.4	39	32	0	30.0%	增持
002264	人人乐	0.71	0.84	1.05	25.7	36	31	0	21.6%	中性
002264	新华都	0.52	0.91	1.30	24.2	47	27	0	58.1%	买入



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

张新红：中央财经大学金融学硕士，商业零售行业分析师，从事证券行业研究 3 年。对行业及公司运行趋势把握准确。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。