

证券研究报告—动态报告/行业快评

零售

电话会议纪要

推荐

(维持评级)

2011年1月7日

台湾最大的零售商—统一超商对国内零售业的启示

证券分析师： 孙菲菲 0755-82130722 sunff@guosen.com.cn
证券分析师： 田慧蓝 0755-82133263 tianhl@guosen.com.cn
证券分析师： 祝彬 0755-82131528 zhubin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书
编码：S0980510120031
证券投资咨询执业资格证书
编码：S0980510120019
证券投资咨询执业资格证书
编码：S0980510120063

事项：

1月5日(周三)下午我们邀请了台湾统一超商投资者关系部经理陈炳宏先生为我们就台湾零售业变迁、统一超商业务进行了介绍，并与投资者进行了相关探讨。

评论：

一、统一超商的发展历程介绍

回顾公司过往30年的发展经历，我们有几个重要的成功经验：一是公司从制造商开始成长，拥有稳定的产品资源和品牌优势；二是人口结构的变化，促使便利商店的需求一直在提升。公司在1990年导入了两个重要的制度--7-11物流制度和加盟制度。在有效的物流和加盟的支持下，使得公司的扩展步入快速发展阶段。

1990年时，公司在台湾开设500家门店，经过20年物流和信息系统的的发展，加上7-11有效率的营运基础，现已在台湾拥有4750家门店，几乎是原来的10倍。

在1995年，公司门店增加至1000家，市场投资者开始担忧便利店已趋饱和，公司扩张见顶。但公司依靠创新，不断扩大经营范围，加入了原本将不属于便利商店的业务。比如：台湾的便利店只是传统杂货店的现代化，以吃喝食品为主，公司1998年导入了创新的代收服务，从纯销售向高附加值服务转变，通过代收水、电、瓦斯账单业务以获取固定的佣金。在这增加客流和创新收益的双推动下，1995至1999年期间，公司又增加了1000家门店。

1998年至2010年，台湾的7-11营业额接近1150亿元。我们预计2010年代收服务的现金流入量可达4500亿元新台币，是营业额的4倍以上，其产生的代收佣金约19亿元新台币，这部分服务相当于100%的毛利。公司现有客流中，70%为购买商品客流，30%为服务的客流。

我们认为，作为一个高附加值和大需求市场的产品，服务业务将是公司未来潜在的增长点。除了代收、近两年公司研发了 IBON 多媒体终端机，可以直接通过与高铁公司合作，提供打印高铁车票、飞机票、复印杂志和打印等等开拓更广泛的业务范围。

二、问答环节

公司问题

Q: 统一超商在台湾资本市场的股价、市值、市盈率情况？

A: 在资本市场来看，公司股价约为 130 新台币，总市值 1300 亿新台币，预计本益比为 22-23 倍，在台湾股市中相对并不便宜。考虑到 7-11 的现金创造能力：今年前三季度营业活动的现金流入 100 亿元新台币，过去几年维持相当好的股利配发水平，约在 85%-90% 之间（法律规定最高股利是 90%），所以投资者认为统一超商是获利相当稳定的、将回报股东的公司，估值较好。

Q: 统一超商的物流系统是如何促进其发展的？

A: 公司在 1990 年达到 500 家门店时决定开始投资物流体系，也由此奠定了行业内的领先地位，保障了商品新鲜度和购物时间。有效率的物流技术，一个是群温类、常温型的，另一些是冷藏的，第三种是贩卖是出版产品，像出版产品物流，第四种是宅配，可以送到消费者家的服务。鲜食，如便当，一天只能一次，后来投资了鲜食低温配送，可以一天两次，产品可以更新鲜；另外，出版产品物流，例如杂志可以提前一天或半天，有时效性。另外，公司引入了很多国际合作品牌，如星巴克，无印良品等品牌，他们可以通过共享公司的物流制度，专心聚焦在其专业领域。

Q: 统一超商的物流中心与覆盖区域情况？

A: 公司的物流体系分为常温型、低温型及出版产品三类，有近 30 个物流中心在台湾，覆盖 4750 家门店。

Q: 公司如何看待大陆市场的竞争格局？

A: 公司在大陆投资了几种业态，包括在山东投资的连锁超市，上海投资的便利店、星巴克等。09 年开始，7-11 开始在上海发展，目前共有 54 家门店。虽然目前不是上海最大便利店，但公司的经营理念是通过创新的模式，让上海的消费者想到便利店就是 7-11，所以短时间内店数规模不会是当地第一，但经营模式、产品结构、经营创新上，公司是表现最好的业者。现在与上海本土便利店最大的差异是生食上的经营结构，公司在日本、北京的生食经营经验将起到指导作用。总体而言，在上海的便利店单店中，公司收入和盈利是在领先水平。

行业问题

Q: 台湾零售业态市场份额的占比情况如何？

A: 过去 20 年，就综合零售业来看，台湾目前便利店和百货公司占综合商品零售各为 25% 左右，量贩和超市各占 20% 左右。四种业态基本接近，这在全世界的发展来说是比较特殊的。因为就发达国家的情况来看，很少有地区的便利店会占到 25% 的水准。

Q: 台湾零售业态的演进与发展趋势情况?

A: 收入的提升、人口基数的变化,刺激着零售的增长。20年前,台湾百货大集团出现并不多,主要是单体百货。20年后,单体逐步消失,连锁百货公司出现,如:远东(SOGO)。这与日本非常类似,日本中小型的百货、个体百货现在基本不见,大型百货占据了市场主导。

量贩店与超市的发展互有消长,从2000到2005年,量贩店的增长快于超市,而2005至2010年,超市又相对更快。但总体而言,两者的市场地位差不多。过去20年,公司主要靠量的提升来增加获利,我们认为今后公司在先求有的基础上,将逐渐步入追求品质的优良和价格合理的阶段。

另外,在台湾便利店、百货、量贩和超市四分天下的局势下,虚拟线上(即网络购物)正在快速发展,我们认为其将在未来行业发展扮演重要的角色。现在台湾和大陆该业务都没有超过10%,参考日本和欧美的历史资料,网络购物对实体零售的占比基本超过2位数,我们认为未来提升空间广阔。当然,这并不意味着所有的实体通路都会不见,而是实体的通路必须通过调整经营模式,找到适合实体通路发展的模式来应对。

Q: 台湾零售业态盈利能力对比情况?

A: 盈利能力方面,对比大润发和远东百货,就整体盈利能力来说,便利店的盈利能力是最高的,7-11的毛利率达到了30%以上,净利率约为4.81%。而其它业态,如:量贩店,与便利店的差别主要是价格较低,所以毛利率只有20%左右,净利率约2-3%。百货公司与量贩差不多。远东与新光天地毛利率只有20%,净利润率3%左右。此外,7-11的ROE在台湾乃至亚洲零售业态中是较高的,约为23%-25%。

Q: 台湾资本市场对台湾零售类公司的投资评价和看法?

A: 2000至2010年,台湾的经济基本上是出口导向的经济,出口占国民所得的50%以上,结构较为特殊。因此,资本市场上投资者大多偏爱科技股,如台积电、鸿海、友达等世界级的科技公司。人均所得虽然名义上地增加,但如果考虑通胀,实际人均所得倒回了2000年的水平,购买力是在下降。因此,在实际所得没有上升的情况下,公司的成长是靠个体创新和调整。之前,台湾本土有限的市场空间和人口限制了公司成长的空间。但这几年,随着台湾与中国大陆的关系改善,越来越多零售公司都开始在大陆发展业务,我们认为大陆将是台湾公司未来非常重要的投资区域,是重要是成长动力。

台湾网络零售问题**Q: 统一超商的虚拟线上(网购)业务发展情况?**

A: 就网络零售而言,7-11目前30%购买虚拟服务的顾客:一是金融代收,以前是只能代收到期前的账单,现在可以将过期的账单打印出来直接缴费;二是高铁订票(11月也开通了飞机票的订购);三是与活动中心合作后,开辟的音乐会、运动会的门票订购。此外,7-11门店基本都启用无线上网的服务,也可以扫描、复印需要的文件。

台湾的网络零售发展速度很快，一般线上服务最大的问题是物流服务，如何及时有效地配送是线上购物的重点。而公司现有实体门店是线上购物最好的合作伙伴，可以让网购的消费者至实体店取货、付款。

博客来作为台湾最大的网络书店，也是统一旗下的公司，其 90% 的客户在线上购物、并到 7-11 取货和付款。因为过去是通过货运和邮局的服务，都有一夜的时间间隔，而且上班族白天不在家，没法送达。现在消费者可以选择任何一家 7-11 去取货，加速了公司网购业务的发展。

B2C、C2C 过去 5 年的增速介于 25%-30% 之间，未来公司可能通过线上购物与之更紧密的合作，成为线上购物业者最重要的合作渠道。

Q：台湾是否有传统零售商发展网络零售成功案例？

A：公司对博客来从 2000 年投资开始发展，2003 年实现盈利，近 5 年都保持了 25-30% 的高速增长率，是台湾零售中对实体和虚拟（线上购物）最重要的成功案例。公司现在的物流与台湾多数网购，如：奇摩 YAHOO 都有合作，未来可拓展空间广阔。

公司于去年 7 月建立了线上购物网站 7NET。现有布局平均 2500-3000 个商品一个实体店，如果通过独立网站就没有空间限制。目前一个大型网购可以卖到 50 万以上，结合公司实体门市的分布和有效率物流的优势，将会是未来公司发展的空间所在。

7-11 的网上销售品类现阶段主要定位于实体经营空间的延伸，做虚拟的 7-11，主要为民生用品和食品，约占 60% 左右。商品与实体的区别大多在于包装上：实体 7-11 是单包装，价格较高；线上是多包装，且价格偏低。未来公司将逐渐拓展线上贩卖商品的种类，作为实体店互补发展。

Q：网络销售占到公司收入的 30%，是否有可行的盈利模式？

A：通过网络不但可以带动客流，提升销售机会；还可获取佣金收益，现在公司网购基本采用取货服务收取一定佣金的模式。以 09 年来看，所有佣金的收入（包括博客来）达到了 19 亿元。

Q：取货与送货上门的费用？

A：博客来只要超过 350 元的新台币，不用付费。

Q：线上购物冲击下，传统百货如何回归消费需求？

A：举例而言，所有四大零售业态中，便利商店最有优势，不同的阶段消费者会有不同的需求，是每个业态需要思考的。例如：公司如果在 99 年 2000 家门店转折点找到新的模式，可能就没有新的发展。

结语：国信证券将不断延续和发展与统一超商的合作关系，未来提供更广泛与多样的交流形式，敬请期待！

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。