

# 内外兼修的区域超市典范

## ——武汉中百（000759）调研快报

2010年8月30日

推荐/首次

零售行业

调研快报

银国宏	S1480207120048
联系人：高坤	零售行业分析师 <a href="mailto:gaokun@dxzq.net.cn">gaokun@dxzq.net.cn</a> 010-66507320

### 事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

### 问题 1：中百仓储和便民两类超市上半年的经营情况和今后具体的业态战略规划何？

公司目前的超市业态收入占比高达 95%，今年上半年受益于 CPI 的逐步走高，中百仓储的同店增速为 12.55%，便民超市为 4.53%，处于相对较高的增速水平。年初计划今年新开仓储 20 家，便民 60 家，全年基本能够完成目标，四季度将加大开店密度，平均 300 多平米便民店的资本投入在 50 万左右，基本一年盈利；大卖场 6000 平米的新店维持 1200 万左右的资本开支，第一年亏损，第二年平衡，第三年盈利。大卖场今后每年保持 15 家左右的外延速度，便民店仍将主要服务于 500 米范围内的社区消费，靠开店的加速形成规模经济。

根据外部竞争环境的变化和市场需求，公司有意微调业态的相关战略，即扩大百货品类，尝试 6000 平米左右、定位中低端、搭配家电的小型购物中心业态。就驱动因素而言：一方面是武汉周边二三线城市网点的一站式购物的需求（包括黄金首饰）日渐升温；另一方面是武汉市城区里，原有相对偏僻地方的土地储备资源，随着城市的发展，消费升级态势明显，具备构筑小型型购物中心的市場基础。公司目前在吴家山原有的超市基础上做改建形成“百+超+家电”的业态组合，预计今年 11 月开业。项目一期靠近轻轨，模仿万达模式，面积在 1.2 万平方米左右。

### 问题 2：四大物流中心的建设的情况以及不同品类配送、采购方式的差异情况？

目前，公司已拥有吴家山常温配送中心、汉阳低温冷冻配送中心和阳逻生鲜农产品配送中心，在原有吴家山基础上加上汉鹏物流共 5.6 万平米的常温物流在武汉市已经相对完善，可以辐射 1000 家便民，200 家大卖场。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。而由于便民超市的主要集中在武汉市内，生鲜物流配送之前投入也较小，随着直采比例的逐步提升和便民生鲜品类的比例加大，公司今后将加强这一方面的投入力度。

具体而言，便民超市收入的 50%是由本公司提供物流，仓储收入的 22%是自配，外地超市比例大概为 33%。目前自采的比例是 5%，今后的方向是加大自配及自采的比例。

### 问题 3：重庆地区亏损的情况今年是否有所好转，今后的调整方向如何？

重庆地区公司拥有 36 家门店，2009 年亏损 2000 万元左右。经营不善主要原因是当地供应商资源的相对弱势和平均 1000 平米单体门店体量有限的不良循环所致。今年上半年同店增长 18%，只新增一家门店，与低基数效应有一定关系，毛利率 10.79%，整体亏损 800 万。7 月份毛利率为 11.19%，同店增速 19.3%，呈现量价齐升的改善趋势，未来成熟后一年有望达到 8 亿的收入规模以上。

恩施物流中心离重庆较近，将通过渗透的方式逐步发挥在重庆市场的影响力。后台配套的完善主要解决缺货率高、周转速度、配送速度慢等问题，并同时为未来直采的比例加大奠定基础，弱化供应商能力范围，从而带来前、后台毛利率的同步提升。

#### 问题 4：未来超市毛利率提升的空间以及相关费用的趋势如何？

从盈利空间来看，公司目前毛利率的品类构成中，50%常温、30%生鲜、10%香烟，未来将主要打造生鲜品类的核心竞争力，整体毛利率还是缓步改善过程，第一阶段的目标在 20%左右，净利率 3%，最终回归到 2.5%左右的合理水平。去年毛利率下降主要源于促销降价带来的前台毛利率下滑，今年毛利率水平提升速度明显。

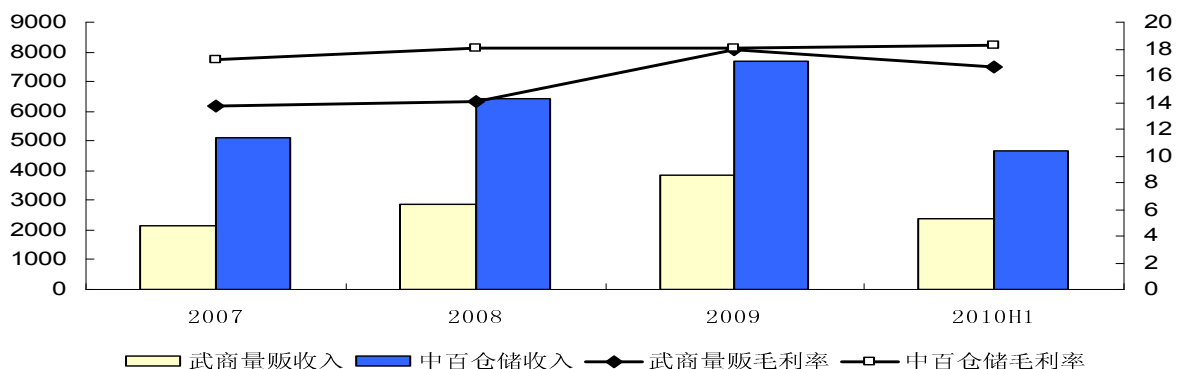
跟随沃尔玛、苏宁等的发展方向，前台毛利率的比例加大，后台毛利相对缩小的趋势将是行业的主流趋势。一般来说，公司 13.7%进销差即前台毛利，其他的进场费促销费等服务性收费约 4%利润率，和销售规模成正比，整体毛利率在 17-18%的区间范围。加大直采比例是提高前台盈利能力的主要手段之一，通常直采商品的毛利率会高出 15-20 个百分点，主要以非食品为主，直采的毛利率计划达到 30%。后台服务性费用在一段时间内仍有存在的必要性，但随着前台比例的提升会呈现相对弱化的趋势。

就费用压力而言，还是来源于人工、租金、水电三大块的增长：大卖场一般签 15-20 年，租金相对稳定，便民店一般签 3-5 年，租金变化较大，但其门店选址弹性较大，此外，收入的同步增长也一定程度上弥补了租金成本的上涨，所以租金整体压力并不大；人工费用上半年增长 20%以上，随着自动化设备的投入会相对缓和；水电 1.33 每年也基本保持平稳。

#### 结论：

**1、外延扩张进一步巩固武汉超市龙头地位。**公司仓储和便民两个超市细分业态中，后者在当地基本没有竞争对手，前者的主要竞争对手是鄂武商的量贩超市和沃尔玛、家乐福、大润发等外资民营超市。但公司无论在规模上还是盈利水平上，都明显高于竞争对手。与武商量贩相比，中百仓储单个品类的品牌丰富度相对较高，后台建设的投入力度也明显较大：中百未来的四大物流配送中心基本实现了全省覆盖，并同时加强了进入壁垒较高的生鲜配送，从而为其在省内甚至是跨省扩张提供了必备的后台支撑；而量贩目前仅在江夏区租赁一个 2 万方配送中心来支撑 70 家的网点规模，相比中百则略显单薄，今后可能主要以生活馆的形式依托 MALL 进行间接外延。目前湖北省 70 个地级市的体量，公司目前已经进入 40 个地区，按照每个地区 1-2 两家的中百仓储体量，每年 15 家仓储（其中武汉以外占比一半以上）的扩张速度，未来还有较大的外延空间。

图 1：中百超市与武商量贩规模及盈利水平对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

虽然公司重庆地区的超市业务经营业绩不佳，但作为异地复制的桥头堡，无论在管理经验积累，还是在异地渠道拓展方面都为公司在安徽、湖南、江西等中部城市的更长期发展规划奠定了基础。此外，公司向小型购物中心业态的战略转向，凭借原有四家百货的中低档供应商资源，可以以相对较低的成本进行复制，在发挥后台规模经济的同时也实现了超市业态的范围经济，从而提升了公司整体的经营弹性。

**2、后台投入发挥前台效应拓展内涵空间。**公司7月超市收入增长17.78%，前台毛利率13.26%，其中仓储收入增长21.66%，进销差价14.26%，同店增长11.25%；便民超市收入增长13.1%，同店6.67%，毛利率16.8%，同比增长1.53个百分点，延续了上半年的向好态势。从未来毛利率的提升空间来看，前台毛利率主要取决于直采和自配比例的提升，后台毛利率则取决于公司终端网点的规模经济，而这两者又均离不开强大的供应链后台体系的支撑。

我们以实地调研的友谊路仓储店为例，其食品类毛利率水平已经高于国内平均水平1.2个百分点，而且此部分收入份额相对较大，属于优势品类；而非食品百货类公司的直采比例较大，18%的毛利率水平与国外先进水平也仅相差1.4个百分点，属于稳定品类；而公司未来重点经营且毛利率和收入份额提升空间均较大的生鲜品类则属于成长品类，整体低于国内平均水平1个百分点，后台冷链物流以及水平产品直采比例的加大，将有效形成该部分的进入壁垒，最终呈现前台量价齐升的格局。

**表 1：超市各品类盈利比较**

项目比较	中国食品超市	国外食品超市	友谊路中百仓储	
			毛利率水平	收入占比
食品平均毛利率	11.8	22.6	13	45
干货类食品平均毛利率	10.3	18.7	--	--
生鲜食品平均毛利率	17	22.8	16	20
百货及其他商品平均毛利率	15.5	19.4	18	30

资料来源：东兴证券研究所

我们从激励水平这一间接层面看待公司今后的费用控制能力，目前以净利润的3%对管理层激励，对各门店店长及经理层以动态量化指标考核，利润相关指标占80%权重，收入占20%的权重，超额后按照3/7比例分成。向利润倾斜的激励机制有利于一线管理层在追求单店销售规模的同时，充分权衡相关费用带来的业绩压力。下半年的密集开店产生的相关一次性费用将一定程度上平滑了上半年良好的增长态势，全年将依然保持平稳增长的发展速度。

**3、稳步发展的优质超市龙头分享“城市化”红利。**公司超市业务的市场份额和门店数量均高于同为区域型超市的新华都和步步高；在费用水平上，公司在快速扩张的基础上依然保持了较低的费用水平，与后台支撑、前台网点的规模经济效应密切相关，随着未来主要拖累毛利率的重庆经营好转和直采比例的扩大，整体毛利率的提升空间相对较大；盈利能力方面，以步步高、人人乐为代表的区域性民营超市，由于经营方式灵活，大人员负担不大，超越3%的净利率水平处于相对高位，中百仓储超市门店占比达到了22%的水平，也一定程度上拉低了整体毛利和净利率水平；就营运能力而言，由于公司之前的物流配送主要集中于武汉市，难以支撑快速扩大的二三线网点，仓储要求的大规模铺货也同时拉低了整体的存货周转水平，中报4.81次的水平仅略高于同样拥有一定比例大卖场的人人乐，随着涪水、咸宁、襄樊、恩施后续配套物流的全面投入使用，这一营运弱势将出现显著的改善空间。

表 2：与 A 股其他超市类上市公司经营指标对比（2010 年中报）

公司	销售毛利率	销售净利率	期间费用率	存货周转率	门店数量 10Q2
步步高	20.68	3.15	15.85	5.04	102
新华都	19.34	1.95	16.37	4.90	70
人人乐	20.98	3.05	16.59	4.51	94
华联综超	19.54	1.06	17.44	5.43	84
武汉中百	18.44	2.10	15.26	4.81	145（仓储）

资料来源：东兴证券研究所

从超市业态发展的外部驱动因素来分析，通货膨胀和城镇化是超市门店内生和外延实现增长的主渠道。湖北省目前的城镇化率水平为 45.2%，与中部较为发达的江苏、浙江仍有 10 个点的发展空间，未来刚性向上的必需品消费市场将奠定公司二三线仓储，武汉市内便民的快速扩张基础；由于通货膨胀波动较大，对公司的同店增长也将难以在全年突出体现，7 月份 CPI 的阶段性高峰使得生鲜占比较大的便民超市的同店增速比上半年全年提升了 2.14 个百分点。从中长期看，作为必须消费品的超市业态还将主要受益于城镇化的主导推力。

**4、盈利预测与投资评级。**公司前瞻的后台投入将在内部管理激励和外部驱动因素的推动下有效转化为可持续前台毛利率提升。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.41 元和 0.52 元，对应 PE 分别为 32 倍和 25 倍。我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

附表 1：公司超市业务预测明细（百万）

		2008	2009	2010 中	2010E	2011E
仓储	门店	125	139	145	160	180
	收入	6412	7703	4693	9531	11458
	毛利率	18.01	18.1	18.2	18.6	18.8
便民	门店	479	500	513	570	640
	收入	1695	1801	1019	2264	2705
综合毛利率		18.23	18.15	18.44	18.9	19.5

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。