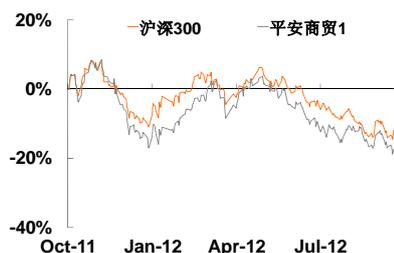


超市行业深度报告

中国超市，难出沃尔玛

推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

商贸零售2012中期策略报告：我们处在什么样的零售时代？（2012.7.4）

零售行业2012中报总结-行业冬季，转型良机（2012.9.3）

步步高深度报告-厚积薄发，扩张提速（2012.9.5）

证券分析师

耿邦昊

投资咨询资格编号
S1060512070001
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

洪涛

投资咨询资格编号
S1060512070006
0755-22627541
hongtao908@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ 长期以来，沃尔玛作为全球规模最大的零售企业，一直是同业竞争对手及投资者共同研究、学习的行业领袖。我们详读了公司自FY1972上市至今共计42份年报等大量一手资料，摘录、整理并分析海量数据，试图从财务数据的角度探寻沃尔玛的成功基因。支撑沃尔玛在快速扩张期始终享有30倍动态估值的，是公司在长达10年时间里37%的利润复合增速和平均30%的ROE回报。

■ 沃尔玛自创建起就坚持基于物流保障的高效扩张，卖场面积/物流面积比长期稳定在8-10，自主配送率超过75%，配送准时率和装满率高达99%；同时不断引领零售行业科技应用（如率先购置卫星系统、推广RFID射频技术等）。在完善的物流体系和强大的科技支持下，沃尔玛经营效率持续提升，在快速扩张的10年间，存货周转天数从80天下降至60天，人销增长60%，坪效增长1.4倍。

■ 与竞争对手不同，沃尔玛旗下拥有的不动产开发部门，将自建的卖场物业先出售后反租，既锁定低租赁成本，又实现了自有资金的滚动开发。在快速扩张期，沃尔玛通过这一额外融资渠道回笼资金达28亿元，占期间资本开支比超过25%，缓解了对外部融资的依赖。这也使得公司计息负债占比维持在合理水平，即使在高速扩张期资产负债率仍能稳定在55%左右。

■ 持续提升的效率以及额外融资渠道的补充，使得沃尔玛在实现远超行业和竞争对手的扩张速度下，仍能保持年均30%的ROE和20%的ROIC。处于快速扩张期的沃尔玛，每年新开门店比例约15%-20%，10年合计新开店1400家，期间收入复合增速约40%（其中13%来自老店同店增速，27%来自新店及次新店贡献）；另一方面沃尔玛严格控制成本，费用率从20%下降至15%的同时，主动调降毛利率，低价战略的执行使其在通胀高企的80年代成功抢占更多市场份额。

■ 中国超市，难出沃尔玛。反观国内超市，尽管发展多年，但仍未摆脱高度依赖资金及人力投入，而非供应链优化的简单粗放式扩张模式。缺乏核心竞争力的国内超市人销增长远低于收入增长，无力应对人工、租金等成本上升，利润率和经营效率普遍低下，加上融资带来的财务压力或ROE稀释，我们担心行业扩张的同时，ROE回报率可能持续下降，未来将陷入资本吞噬的恶性循环。

■ 高鑫零售依托华东三四线的先发优势及强大供应链管理能力和高毛利的“重周转”商品，实现卖场“百货化”，从而提升整体盈利效率；步步高在湖南三四线亦如此，但受制于后台供应链能力，其选择综合体模式实现百货化转型；永辉超市作为内资超市领头羊，凭借生鲜经营特色向大卖场转型，如不能提升其非生鲜品类的经营能力，则扩张效率低下，可能会陷入资本吞噬恶循环。

■ 风险提示：人工、租金成本上升；消费者信心不足；低CPI抑制同店增速。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS (元/股)			PE (倍)				评级
		2012-10-7	2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E	
高鑫零售	HK.06808	9.96	0.19	0.2	0.23	0.29	52.4	49.8	43.3	34.3	
步步高	SZ.002251	21.25	0.63	0.96	1.26	1.60	33.7	22.1	16.9	13.3	强烈推荐
永辉超市	SH.601933	23.56	0.40	0.61	0.70	0.90	58.9	38.6	33.7	26.2	中性

正文目录

投资聚焦.....	6
一、 沃尔玛的成功基因	7
1.1 沃尔玛的成长三阶段	7
1.2 持续的效率提升，独特的融资渠道	7
1.3 高效的外延扩张是业绩增长之源	12
1.4 丰厚回报，沃尔玛与投资者共赢	16
二、 中国超市，难出沃尔玛	17
2.1 粗放式扩张难见效率提升	18
2.2 人工、租金压力凸显	19
三、 国内典型超市公司	21
3.1 高鑫零售：高效供应链实现卖场“百货化”	21
3.2 步步高：三四线综合体助力百货转型	22
3.3 永辉超市：生鲜特色难掩资金吞噬困境	23
四、 风险提示	25

图表目录

图表 1 沃尔玛的成长三阶段	7
图表 2 沃尔玛物流中心面积及增速	8
图表 3 沃尔玛基于物流配送体系的外延扩张	8
图表 4 沃尔玛人销提升	8
图表 5 沃尔玛单平尺销售额（即坪效）	8
图表 6 沃尔玛资产结构	9
图表 7 沃尔玛存货周转天数	9

图表 8	沃尔玛资本开支/收入	9
图表 9	沃尔玛净经营性现金流/资本开支	9
图表 10	沃尔玛现金周转天数	10
图表 11	沃尔玛存货周转天数和应付周转天数	10
图表 12	沃尔玛净经营性现金流/净利润	10
图表 13	沃尔玛售后反租物业出售款/资本开支	10
图表 14	沃尔玛资本开支三大来源	10
图表 15	沃尔玛计息负债占比与 ROE (ROIC)	11
图表 16	沃尔玛计息负债占比与资产负债率	11
图表 17	沃尔玛人工费用率 (估算)	11
图表 18	沃尔玛人销提升与工资涨幅	11
图表 19	沃尔玛物业成本分拆	12
图表 20	沃尔玛山姆会员店收入占比逐年提升	12
图表 21	沃尔玛收入增速与税前利润增速	12
图表 22	沃尔玛税前经营杠杆	12
图表 23	沃尔玛其他业务收入占比	13
图表 24	沃尔玛实际所得税率	13
图表 25	沃尔玛收入 (百万美元) 及增速	13
图表 26	沃尔玛收入增速与同店增速	13
图表 27	沃尔玛持续外延扩张 (按门店算)	14
图表 28	沃尔玛持续外延扩张 (按面积算)	14
图表 29	沃尔玛同店增速与美国 CPI	14
图表 30	沃尔玛同店增速与美国核心 CPI	14
图表 31	沃尔玛税前利润率与净利率	15
图表 32	沃尔玛毛利率与费用率变动	15
图表 33	沃尔玛领先的业态升级 (门店数)	15
图表 34	沃尔玛不同阶段的主力业态	16
图表 35	沃尔玛 ROE 与 ROIC	16
图表 36	沃尔玛 ROE 杜邦分拆	16
图表 37	沃尔玛股价走势 (FY1973-2012)	17

图表 38	沃尔玛动态 PE 和 PS (FY1981-2012)	17
图表 39	超市行业 ROE 与估值 (2000-2011)	17
图表 40	超市行业 ROE 杜邦分析法 (2000-2011)	17
图表 41	A 股超市公司新开门店数 (2010-2011)	18
图表 42	A 股超市公司员工数 (2010-2011)	18
图表 43	A 股超市公司 2011 年人销比较	18
图表 44	A 股超市公司人销增长率比较	18
图表 45	A 股超市公司存货周转天数	19
图表 46	A 股超市公司应付账款周转天数	19
图表 47	A 股超市公司租金费率变化	19
图表 48	A 股超市公司员工数及人工费用率变化	19
图表 49	A 股超市公司 ROE (2005-2011)	20
图表 50	2011 年以来各省市最低工资调整力度明显加大	20
图表 51	高鑫零售门店布局	21
图表 52	高鑫零售客单价变化	21
图表 53	高鑫零售各大区物流配送中心	21
图表 54	高鑫零售门店扩张	22
图表 55	高鑫零售经营性和投资性现金流	22
图表 56	高鑫零售经营性现金流构成	22
图表 57	国内超市公司 ROE 比较	22
图表 58	步步高员工劳效	23
图表 59	步步高人工费用率变化	23
图表 60	步步高业态占比变化	23
图表 61	步步高百货业态收入及增速	23
图表 62	永辉超市分品类收入占比	24
图表 63	永辉超市分品类毛利率	24
图表 64	永辉超市收入及增速	24
图表 65	永辉超市门店扩张	24
图表 66	永辉超市明细费用率	24
图表 67	永辉超市经营性现金流与资本开支	24

投资聚焦

研究超市行业，不可免俗地要研究沃尔玛。这家全球规模最大、经营最成功的零售企业，一直是同业竞争对手和投资者、分析师们共同研究、学习的行业领袖。市场上随处可见的沃尔玛分析报告，多为大段描述介绍性的文字，而缺乏深度的数据挖掘。

我们详读了沃尔玛自 FY1972 上市至今共计 42 份年报以及山姆·沃尔顿（沃尔玛创始人）传记等大量一手资料，摘录、整理并分析了海量数据，并从财务数据的角度去探寻沃尔玛的成功基因。在这篇报告中，我们将围绕三个核心问题展开：沃尔玛拥有怎样的资源，从而进行怎样的扩张，最终收获怎样的回报。

- ✓ **沃尔玛拥有的资源：**完善的物流配送中心和先进的信息化手段支持下，不断提升的**经营周转效率**（存货周转天数从上市初期的 80 天下降至目前的 40 天，配送成本从 70 年代初的 3% 下降至 1.3%）；自建物业先出售后反租模式成为沃尔玛**额外融资渠道**（通过这一途径回笼资金占资本开支 25%），极大缓解了公司快速发展的资金压力。
- ✓ **沃尔玛持续的扩张：**处于快速发展期的公司，年新开门店比例约 15-20%，持续的外延扩张是收入、利润高速增长的根本动力，同时低价战略的坚决执行使其成功抢占更多市场份额。**极致的周转效率和物业出售后反租模式，是公司区别于竞争对手的核心竞争力**，也是公司在远超竞争对手的扩张速度和投入下，仍能保持年均 30% 以上 ROE 回报的重要保证。
- ✓ **沃尔玛丰厚的回报：**从有数据记录的 FY1968 年至今（共计 45 年），沃尔玛在全球拥有 9000 家门店，实现收入规模 4400 亿美元，从一家乡村小店成长为全球零售霸主，并以 27% 的收入（利润）年复合增速傲视群雄；与此同时，二级市场的投资者也赚得满盘金箔，自 1972 年上市至今，沃尔玛股价上涨 1867 倍，其中全国扩张 10 年间股价上涨 38 倍，年复合投资收益率高达 44%，回报惊人。

反观国内超市，鲜有在供应链优化上真正投入或拥有独特融资渠道的公司，而缺失效率提升这一核心竞争力的超市公司，经营和扩张效率往往较低，长期如此可能陷入资金吞噬的恶性循环。这也是我们一直认为中国超市难出沃尔玛的原因所在。

一、 沃尔玛的成功基因

但凡提到超市行业，沃尔玛几乎都是脑海中首先浮现的关键词。的确，长期以来，这家全球规模最大、经营最成功的零售企业，一直是众多同业竞争对手、投资者和证券分析师们共同研究、共同学习的行业领袖。我们详读了沃尔玛自 FY1972 上市至今共计 42 份年报以及山姆·沃尔顿（沃尔玛创始人）传记等大量一手资料，摘录、整理并分析了海量数据，并试图从财务角度去探寻这一零售业霸主的成功基因，为国内超市行业的投资提供些许启示。

1.1 沃尔玛的成长三阶段

沃尔玛的发展历程，大致可以根据其扩张轨迹划分为三个阶段：

- ✓ 阶段 A (FY1963-1981): 从一家乡村小店成长为区域龙头，标志性事件为 FY1980 年沃尔玛成为所有区域零售公司中成长速度最快、唯一一家收入突破 10 亿美元的公司；
- ✓ 阶段 B (FY1982-FY1991): 从区域龙头发展为全美霸主，标志性事件为 FY1991 年沃尔玛超越西尔斯成为全美规模最大的零售公司；
- ✓ 阶段 C (FY1992-至今): 从美国市场走向海外市场，迈出国际化扩张步伐，成为全球第一。

由于 FY1992 年沃尔玛开启国际化扩张后受汇率波动影响加大，同时考虑到中美经济发展水平、零售行业竞争阶段的不同，我们认为沃尔玛在阶段 A 和阶段 B 的发展经历和二级市场股价表现对于国内超市行业而言更具参考价值和现实意义。因此，在这篇报告中我们将更多聚焦于 FY1991 年前的沃尔玛（特别是从区域龙头成为全美霸主的快速扩张阶段 B）。

图表1 沃尔玛的成长三阶段

	阶段 A: FY1963-1981	阶段 B: FY1982-1991	阶段 C: FY1992-至今
描述	从乡村小店到区域龙头	从区域龙头到全国霸主	从全国霸主到全球第一
标志性事件	FY1980 年成为所有区域零售公司中成长速度最快、唯一一家突破 10 亿美元的公司	FY1982 年收购 Kuhn's-Big K store, 启动全美扩张步伐;FY1991 年超过西尔斯成为全美规模最大的零售公司	FY1992 年, 在墨西哥开出海外第一家店, 迈出国际化步伐, 逐步成为全球最大的零售企业
时间跨度	19 年	10 年	21 年
收入规模	从 1270 万美元增长 129 倍至 16.6 亿美元, CAGR=29%	从 16.6 亿美元增长 19 倍至 329 亿美元, CAGR=35%	从 329 亿美元增长 12 倍至 4430 亿美元, CAGR=12%
ROE 水平	平均 33.5%	平均 30.7%	平均 22%
二级市场表现	FY1973 至 FY1981 的 9 年间, 年化投资收益率 18%	从 0.18 元/股增长 38 倍至 6.98 元/股, 年化投资收益率 44%	从 6.98 元/股增长 9.7 倍至 74 元, 年化投资收益率 11.7%

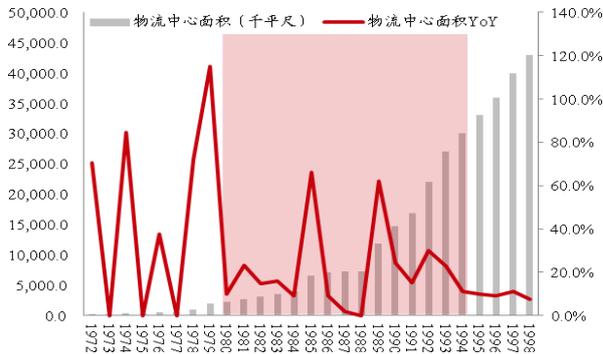
资料来源: Capital IQ, 沃尔玛年报, 平安证券研究所

1.2 持续的效率提升，独特的融资渠道

■ 物流保障，科技支持

沃尔玛自创建起，就坚持基于物流配送中心保障的扩张模式（即物流建设先于门店布局），平均单个物流中心覆盖半径 320 公里范围内约 150 家门店，营业面积/物流仓库面积的比例始终稳定在 8-10 之间，自主运输车队配送比例超过 75%，配送准时率和卡车装满率均高达 99%，远高于竞争对手，这也使得公司配送成本从 70 年代初期的 3% 下降至 90 年代的 1.3%。

图表2 沃尔玛物流中心面积及增速



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表3 沃尔玛基于物流配送体系的外延扩张

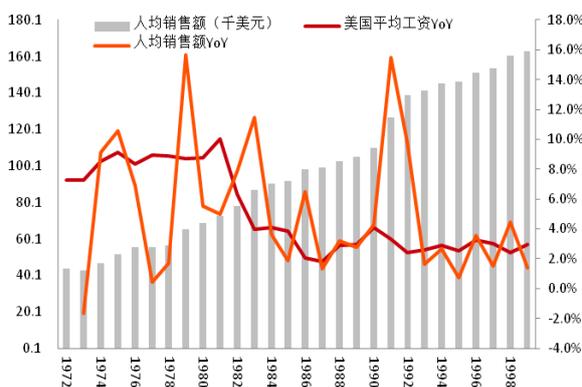


资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

运用先进的科技手段提升效率、降低费用，同样是沃尔玛自创建起所一直坚持的。公司几乎引领了每一次新技术在零售行业的应用，从 60 年代率先使用计算机帮助管理存货、销售和财务，到 80 年代率先购买卫星系统（该系统帮助公司建立了连接门店、物流中心、总部的即时数据传送通道，并锁定未来若干年语音及数据传送费用），再到 21 世纪率先推广 RFID 射频技术（该技术有效减少人工成本、商品断货和损耗），根据 FY1997 年报中披露其每年在科技方面投入超过 5 亿美元。

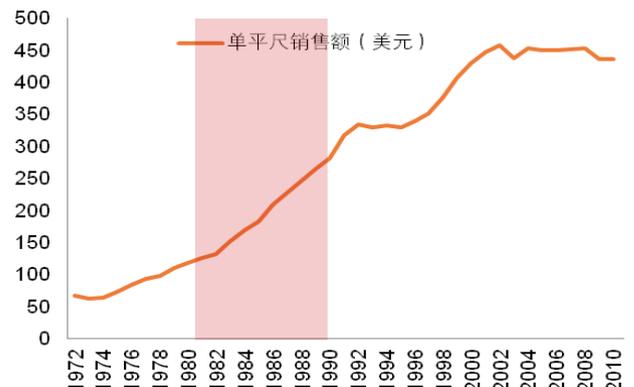
在完善的物流体系和强大的科技支持下，沃尔玛经营效率持续提升，在快速扩张的 10 年间，存货周转天数一路下降，从 70 年代初期的 80 天下降至 FY1991 年的 60 天，人销增长 60%，坪效增长 1.4 倍。

图表4 沃尔玛人销提升



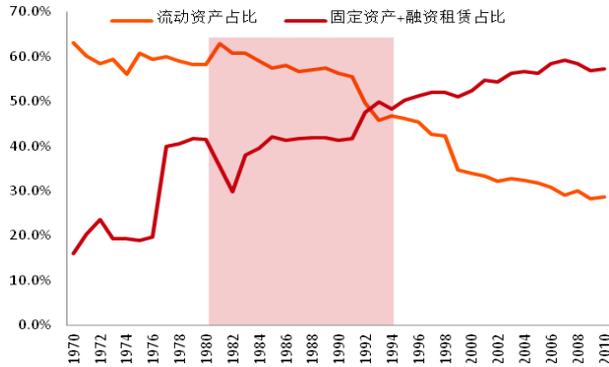
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表5 沃尔玛单平尺销售额（即坪效）



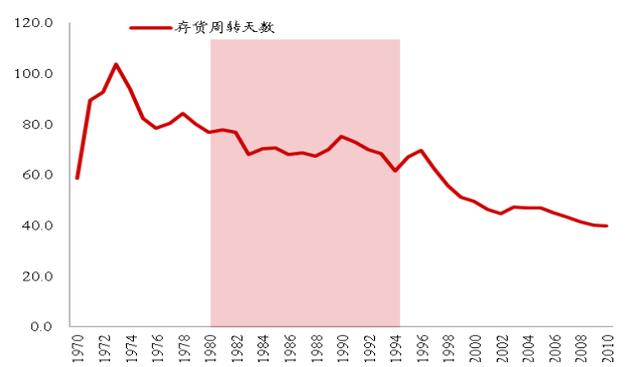
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表6 沃尔玛资产结构



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表7 沃尔玛存货周转天数



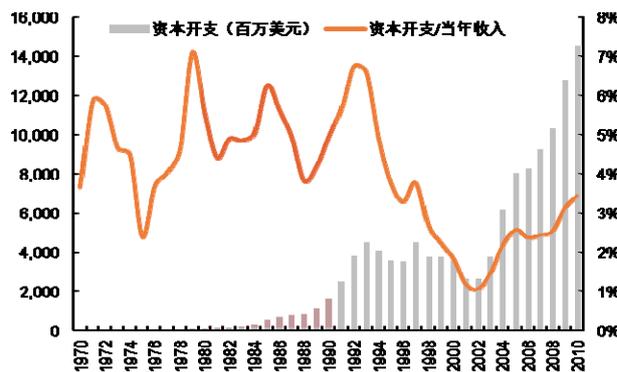
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

■ 物业出售反租成额外融资渠道

在 FY1995 年实现本土市场全覆盖前，处于快速扩张期的沃尔玛面临庞大的资金需求，其每年资本开支约占当年销售收入的 5%，而自身净经营性现金流无法满足巨额资本开支（净经营性现金流占当年资本开支比平均仅为 40%，且主要来源于存货周转效率的提升，而非对供应商占款的增加）。

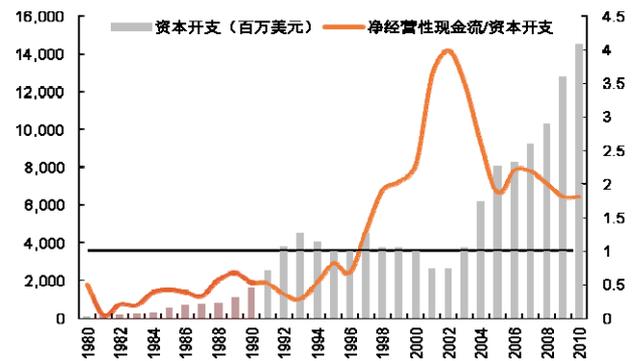
剩余 60% 的资本开支来源，除了常规计息负债外，不得不提及沃尔玛另一独特的资金来源——自建物业先出售后反租的模式。沃尔玛旗下拥有一个不动产开发部门，专注于商业物业的获取和建设。物业建成后，公司将其出售给第三方物业管理公司，同时签订租赁协议，锁定低租赁成本的同时，实现了自有资金的滚动开发。从 FY1972-1994 年间（FY1982-1986 由于数据缺失无法统计）沃尔玛通过售后反租物业出售这一途径获得资金共计 28 亿元，占期间资本开支总额的 25%，是公司重要并且有别于同业竞争对手的独特融资渠道。

图表8 沃尔玛资本开支/收入



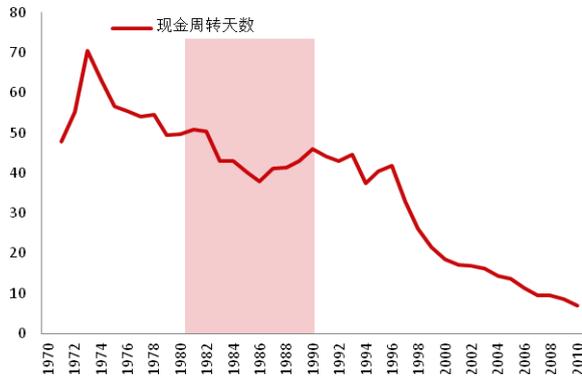
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表9 沃尔玛净经营性现金流/资本开支



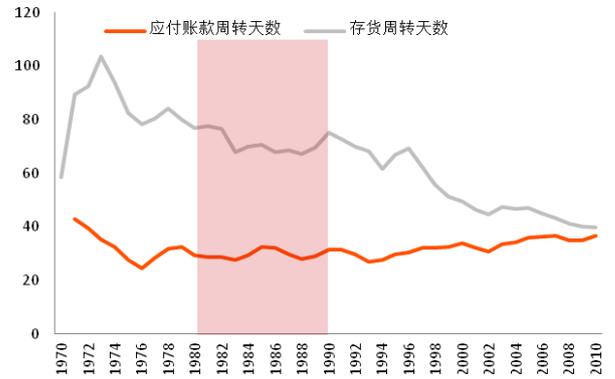
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表10 沃尔玛现金周转天数



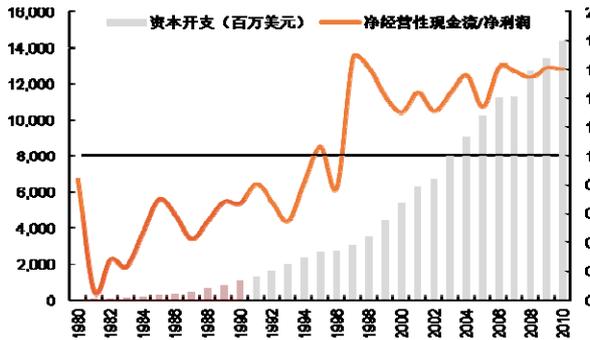
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表11 沃尔玛存货周转天数和应付周转天数



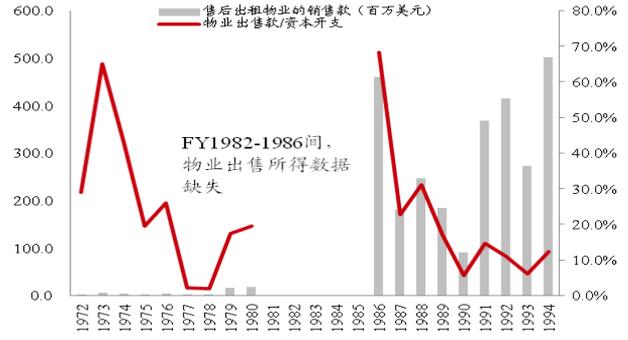
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表12 沃尔玛净经营性现金流/净利润



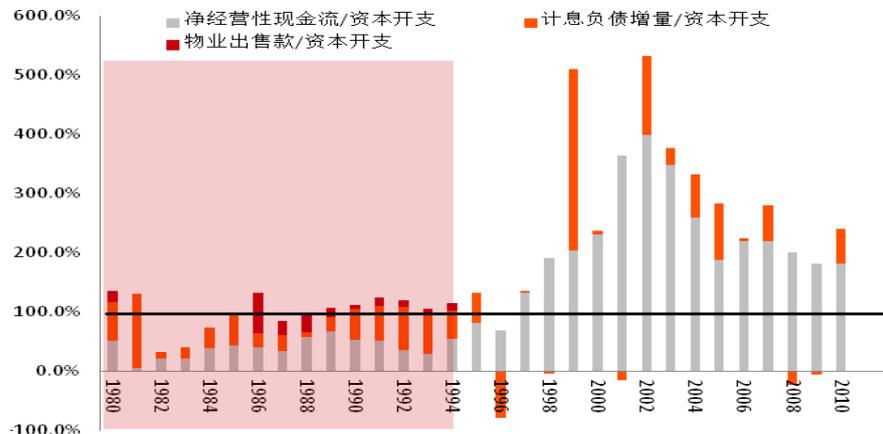
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表13 沃尔玛售后反租物业出售款/资本开支



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

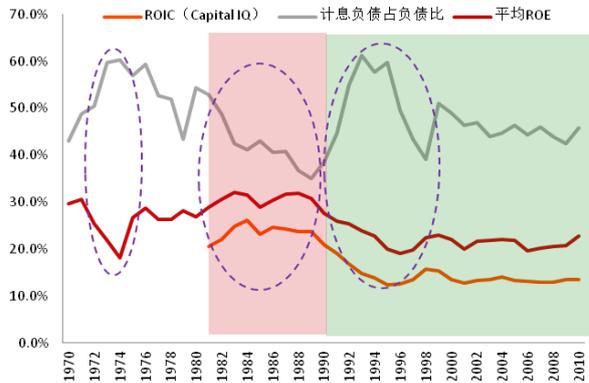
图表14 沃尔玛资本开支三大来源



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

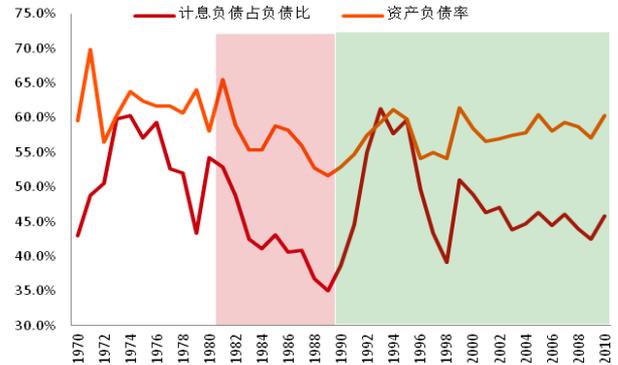
这一额外融资渠道的存在，缓解了沃尔玛对外部融资的需求，减少其财务费用或 ROE 稀释的压力。在长达 40 多年的发展过程中（尤其是快速扩张期），公司计息负债占总负债比维持在合理水平（快速扩张期间甚至从 50% 下降至 40% 以下），资产负债率基本稳定在 55% 的中枢附近，是持续稳定的高回报率的重要保证。

图表15 沃尔玛计息负债占比与ROE (ROIC)



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表16 沃尔玛计息负债占比与资产负债率



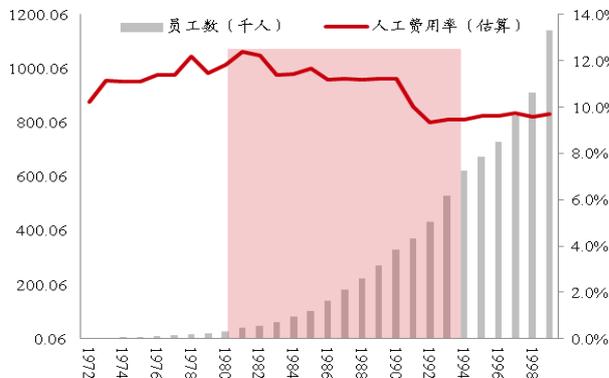
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

■ 高效系统下的成本控制

高效的供应链体系下，沃尔玛的运营成本得到严格控制。在 FY1981-1991 的十年间，公司综合费用率从 20% 下降至 15%，这也为低价抢占份额的战略执行提供了充分空间。从各项明细费用率来看，5% 的综合费用率下降中，人工费用率贡献约 2 个百分点，物业成本贡献约 1 个百分点，配送费率贡献约 1.7 个百分点，损耗率贡献约 0.5 个百分点。

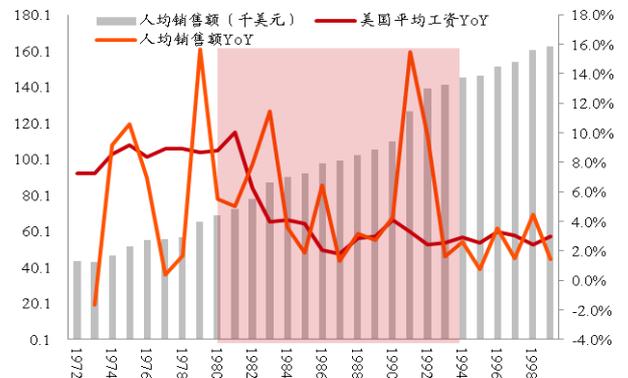
- ✓ 人工成本从 12% 下降 2 个百分点至 10%：人工费用一直是沃尔玛最主要的费用项目，占比约 50% 以上。FY1981 之前的人工费用率基本在 11%-12% 间浮动，此后尽管年报未有披露，但我们仍然可以根据美国工资指数的涨幅以及沃尔玛员工数，简单估算其人工费率的变化。在阶段 B 人工费用率下降的主要动力来自于业态创新和效率提升。

图表17 沃尔玛人工费用率（估算）



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

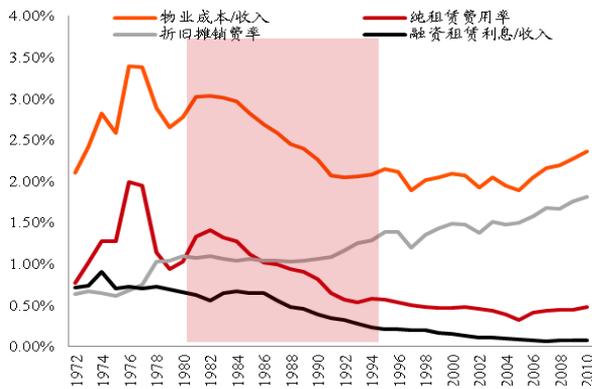
图表18 沃尔玛人销提升与工资涨幅



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

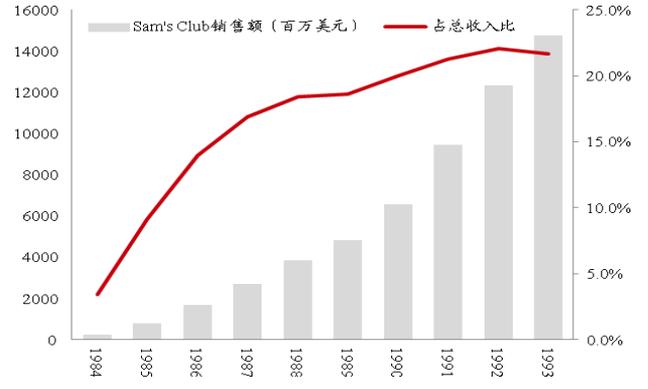
- ✓ **物业成本从 3% 下降 1 个百分点至 2%：**我们定义沃尔玛的物业成本包括租赁物业的纯租金、自有物业折旧摊销、设备折旧摊销以及融资租赁的摊销（包含利息资本化）。在阶段 B，物业成本下降的主要动力来自于纯租金费率的下降，这一方面由于业态创新（山姆会员店集仓库与卖场于一体，租赁费用低），另一方面来自于售后反租模式锁定较低的物业租赁成本。

图表19 沃尔玛物业成本分拆



资料来源：Capital IQ，沃尔玛年报，平安证券研究所

图表20 沃尔玛山姆会员店收入占比逐年提升



资料来源：Capital IQ，沃尔玛年报，平安证券研究所

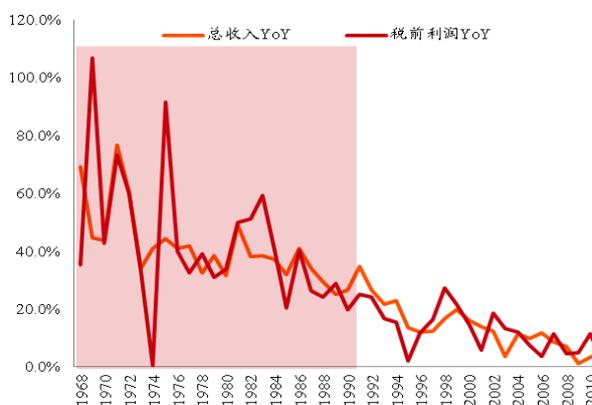
1.3 高效的外延扩张是业绩增长之源

处于快速发展期的公司，年新开门店比例约 15-20%，持续的外延扩张是收入、利润高速增长的根本动力，同时低价战略的坚决执行使其成功抢占更多市场份额。

■ 外延扩张保证业绩增长

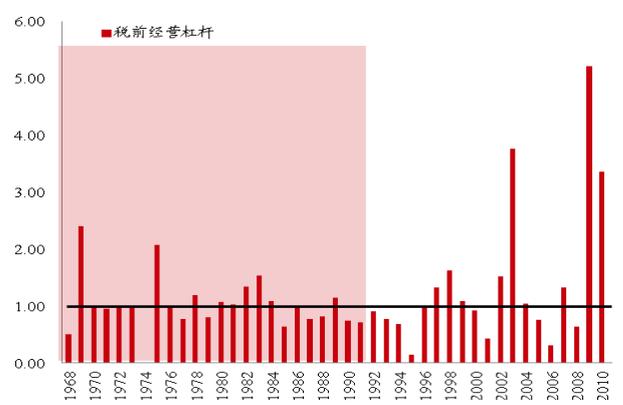
从有数据记录的 FY1968 年至今，沃尔玛经历了上市初期的高速增长期（FY1968-1973 年 CAGR 约 58%）、快速成长期（FY1974-1992 年 CAGR 约 36%），并最终逐步迈入稳定成熟期（收入增速从 30% 趋势性下滑至个位数）。但无论处于哪一时期，其税前利润增速/收入增速（即经营杠杆，考虑到沃尔玛实际所得税率从上市初期的 50% 逐步下降至目前的 30%，因此我们以税前利润代替净利润来分析其实际盈利能力更为妥当）基本稳定在 1 附近，这意味着规模增长是公司业绩增长的源动力。

图表21 沃尔玛收入增速与税前利润增速



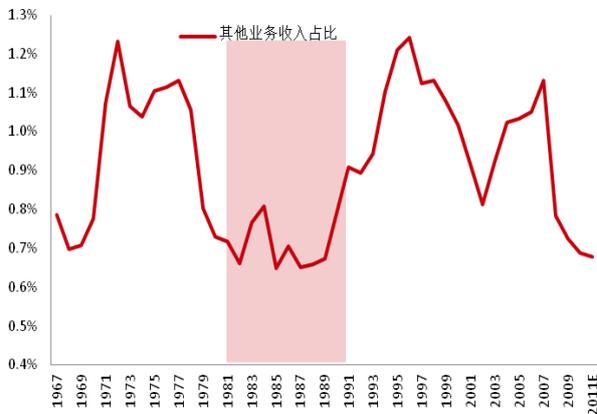
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表22 沃尔玛税前经营杠杆



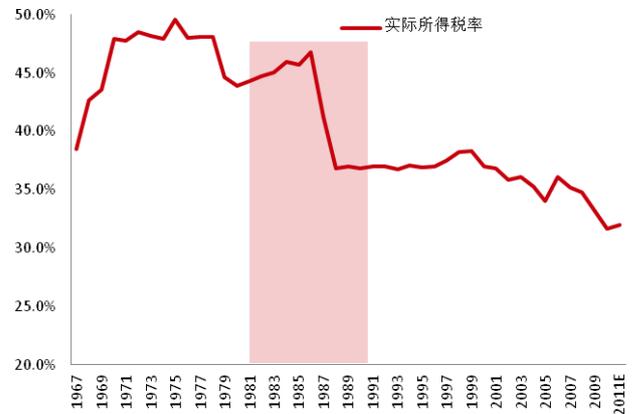
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表23 沃尔玛其他业务收入占比



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表24 沃尔玛实际所得税率

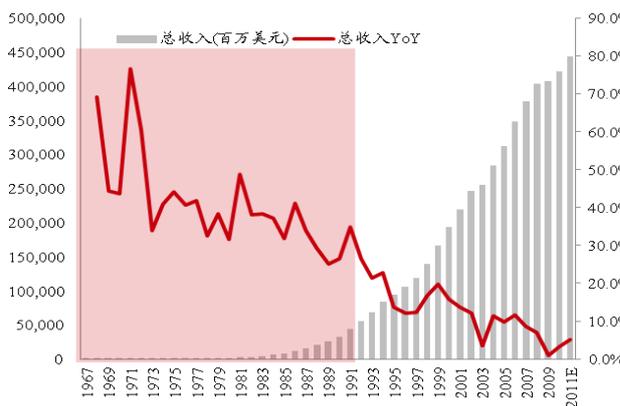


资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

进一步拆分沃尔玛的收入增速，我们可以清楚地看到，尽管随着规模膨胀，收入增速向同店增速收敛，但外延扩张始终是收入增量的主要来源。

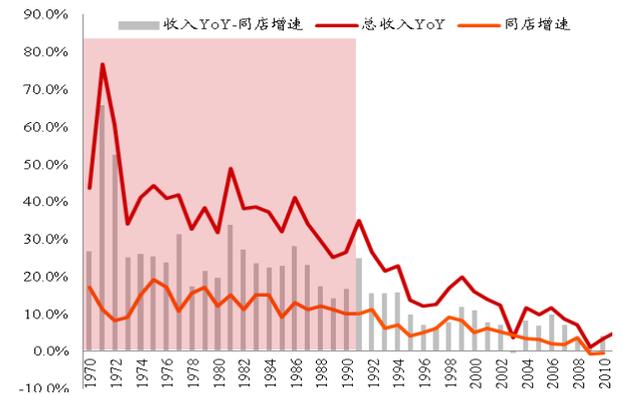
在快速扩张期（FY1968-1992年），沃尔玛平均每年新开门店比例为15%-20%，期间收入复合增速约40%，其中老店同店增速贡献约13%（这意味着有27%的增量由新店及次新店贡献）；而在稳定成熟期（FY1992至今），沃尔玛新开门店比例基本为5%左右（且伴随较多的收购兼并动作），期间收入复合增速约12.5%（从30%一路下降至个位数），其中老店同店增速贡献约5%（同店增速从10%一路下降至接近0）。

图表25 沃尔玛收入（百万美元）及增速



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表26 沃尔玛收入增速与同店增速



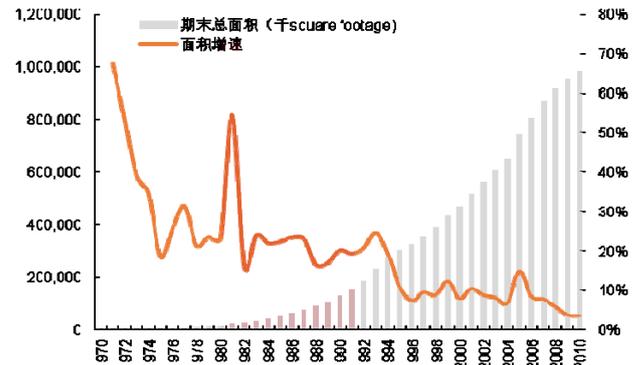
资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表27 沃尔玛持续外延扩张（按门店算）



资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

图表28 沃尔玛持续外延扩张（按面积算）

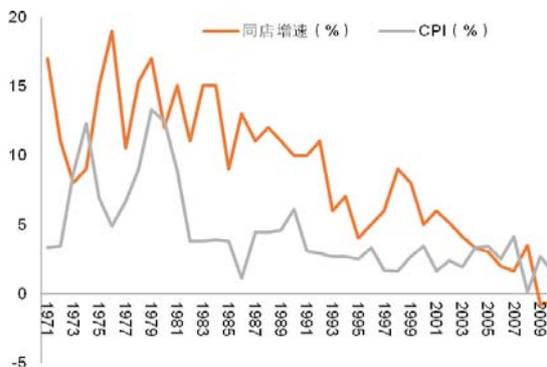


资料来源：沃尔玛年报，平安证券研究所

■ “天天低价”战略的坚决执行

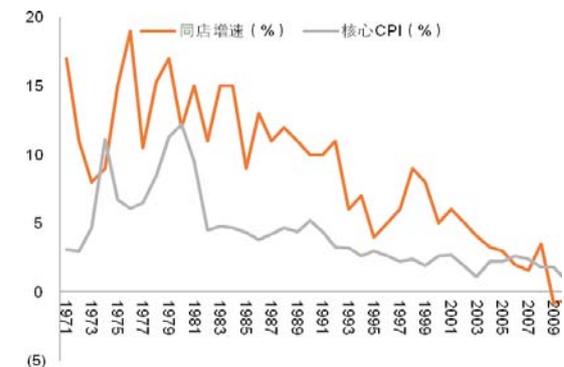
在长达 45 年的发展历程中，沃尔玛始终贯彻“天天低价”的战略，以维持合理盈利水平为目标（3-4% 的净利率），根据费用率变化主动调降毛利率，即便在美国通胀高企的 1978-1981 年间（CPI 达到 9%-12%）也不例外。高效的供应链体系，促使公司在快速扩张期费用率大幅下降，为低价战略的执行留足空间，进而成功抢占更多市场份额。在此期间，沃尔玛收入规模也从 16 亿美元（当年仅为西尔斯的 9%，凯玛特的 11%）快速增长至 329 亿元，超越西尔斯成为全美规模最大的零售公司。

图表29 沃尔玛同店增速与美国CPI



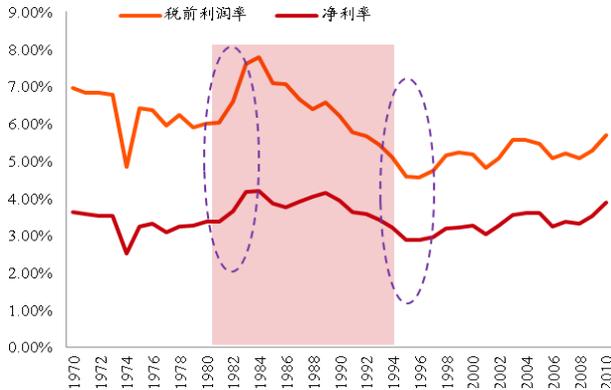
资料来源：Capital IQ，沃尔玛年报，平安证券研究所

图表30 沃尔玛同店增速与美国核心CPI



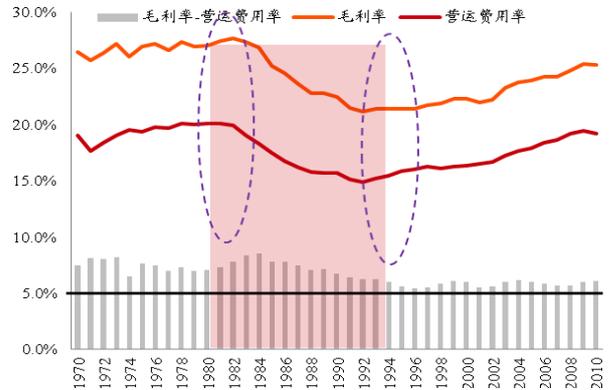
资料来源：Capital IQ，沃尔玛年报，平安证券研究所（核心CPI指的是剔除受气候和季节因素影响较大的产品价格后的物价指数，一般认为是剔除了食品和石油价格后的CPI指数）

图表31 沃尔玛税前利润率与净利率



资料来源: Capital IQ, 沃尔玛年报, 平安证券研究所

图表32 沃尔玛毛利率与费用率变动



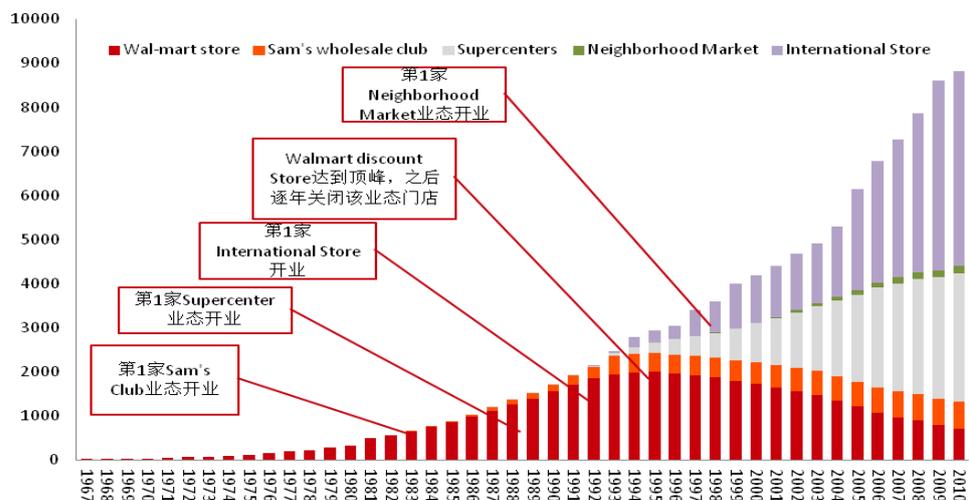
资料来源: Capital IQ, 沃尔玛年报, 平安证券研究所

■ 与时俱进的业态升级

沃尔玛丰富的业态组合,既满足了不同阶层、不同区域消费者的多样化需求,也是其抢占市场份额的重要手段。无论是折扣店、山姆会员店还是购物广场,都是沃尔玛引领消费升级的创新之举,也分别在不同阶段成为公司重点开拓的主力业态。

- ✓ FY1983 前,沃尔玛专注于经营单一折扣店业态,以低收入家庭阶层为目标客户,平均单店面积 4.7 万平方尺(约 5000 平米),单店 SKU 数约 6.5-7 万;
- ✓ FY1984 开始尝试的山姆会员店,以小企业和需大量购买者为目标客户,销售大包装低利润商品,呈现低毛利率低费用率特征,单店面积约 1 万平米,单店 SKU 数 3500-4000 左右;
- ✓ FY1996 年确立购物广场为重点拓展方向,同时逐步关闭、改造传统折扣店。该业态介于折扣店与山姆会员店之间,在满足低收入阶层的同时,也吸引着中产阶级的光顾,单店面积约 2 万平米,单店 SKU 数约 10 万,是沃尔玛近 20 年来的主力业态。

图表33 沃尔玛领先的业态升级(门店数)



资料来源: 沃尔玛年报, 平安证券研究所

图表34 沃尔玛不同阶段的主力业态

	折扣店	山姆会员店	购物中心
成为主力业态的时期	FY1963-1995	FY1984-1995	FY1996-至今
目标客户	低收入家庭阶层	小企业主和需大量购买者	低收入家庭阶层及中产阶层
主要品类	百货日杂	百货日杂+食品生鲜	百货日杂+食品生鲜
销售方式	性价比最高的商品	大包装低利润+会员折扣	薄利多销
单店 SKU	6.5-7 万	3500-4000	10 万
单店销售 (亿美元)	0.15-0.3	0.35-0.5	1.5-3
单店员工 (人)	200-300	100-200	200-550
单店面积 (平米)	5000 左右	1 万左右	2 万左右

除上述主力业态外, 沃尔玛于 FY1999 尝试的社区店, 以社区内常住人口为目标客群, 定位中上层家庭消费者, 平均单店面积约 4 万平尺, SKU 约 2-2.3 万。

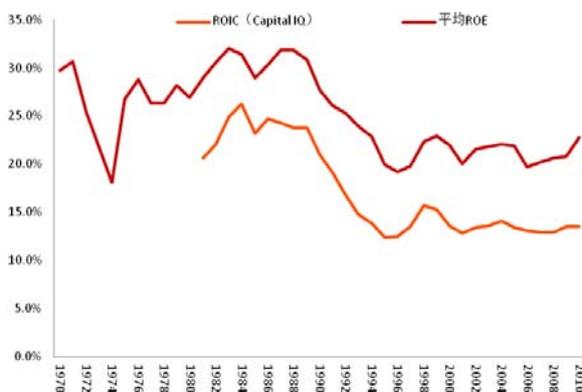
资料来源: 沃尔玛年报, 平安证券研究所

1.4 丰厚回报, 沃尔玛与投资者共赢

从有数据记录的 FY1968 年至今 (共计 45 年), 沃尔玛在全球拥有 9000 家门店, 实现收入 4400 亿美元, 净利润 166 亿美元, 年复合增长率均为 27%, 从一家乡村小店成长为全球零售霸主。沃尔玛极致的周转效率和物业出售后反租模式这一额外融资渠道, 是公司区别于竞争对手的核心竞争力, 也是公司在实现远超竞争对手的扩张速度和资本投入下, 仍能保持年均 30% 以上 ROE、20% ROIC 的重要保证 (即便在 FY1992 年走向全球市场后, 其 ROE 仍能稳定在 20%, ROIC 稳定在 15%)。

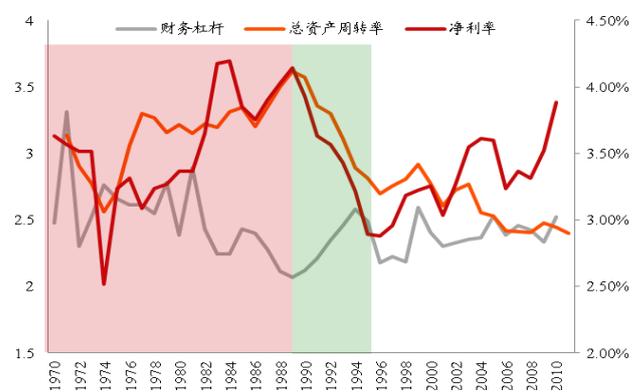
与此同时, 二级市场的投资者也赚得满盘金箔, 自 1972 年上市至今, 沃尔玛股价上涨 1867 倍, 其中全国扩张的 10 年间股价上涨 38 倍, 年复合投资收益率高达 44%, 回报惊人 (即便在进入稳定成熟期后, 仍有超过 10% 的年复合投资收益率)。

图表35 沃尔玛ROE与ROIC



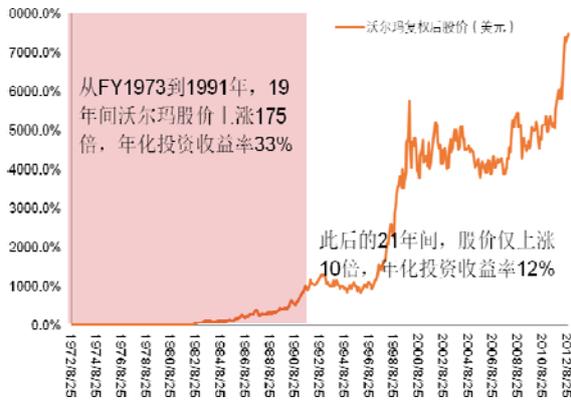
资料来源: Capital IQ, 沃尔玛年报, 平安证券研究所

图表36 沃尔玛ROE杜邦分拆



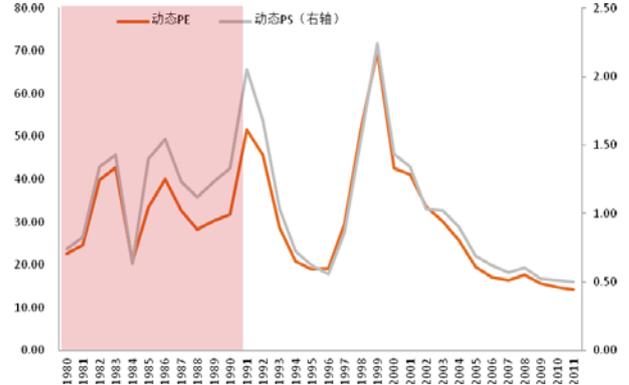
资料来源: Capital IQ, 沃尔玛年报, 平安证券研究所

图表37 沃尔玛股价走势 (FY1973-2012)



资料来源: Capital IQ, 平安证券研究所 (沃尔玛的财年从上一年的2月至当年1月, 如FY2012为2011年2月-2012年1月, 下同)

图表38 沃尔玛动态PE和PS (FY1981-2012)



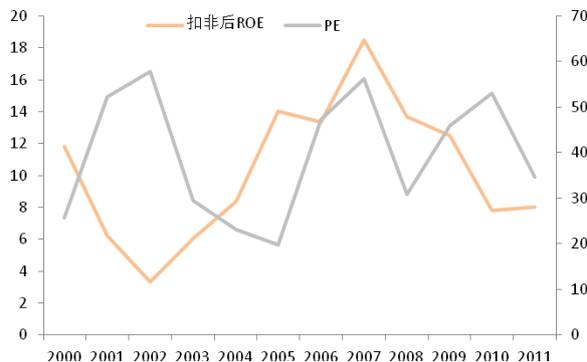
资料来源: Capital IQ, 平安证券研究所

二、中国超市，难出沃尔玛

反观中国超市行业，在过去十几年间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，行业整合完成、寡头垄断享受渠道溢价，国内超市企业从05年至今在外忧（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。

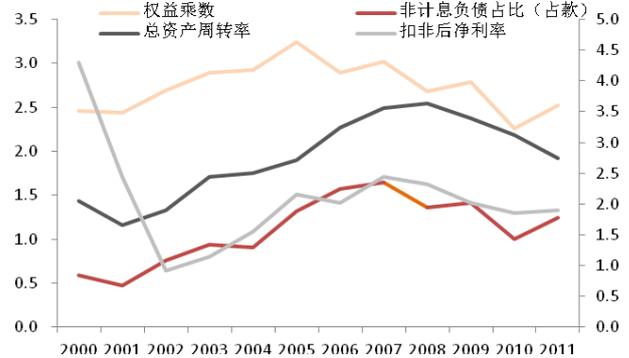
尽管发展多年，但国内超市公司始终没有摆脱高度依赖资金及劳动力的简单粗放式扩张模式，精细化管理水平提升不明显。而如今在同店增长受CPI抑制，成本端如人工、租金费用大幅上升的艰难环境下，缺乏核心竞争力的国内超市公司利润率和经营效率普遍低下，扩张回报率低，行业整体ROE近几年呈持续下降态势。

图表39 超市行业ROE与估值 (2000-2011)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 超市行业ROE杜邦分析法 (2000-2011)

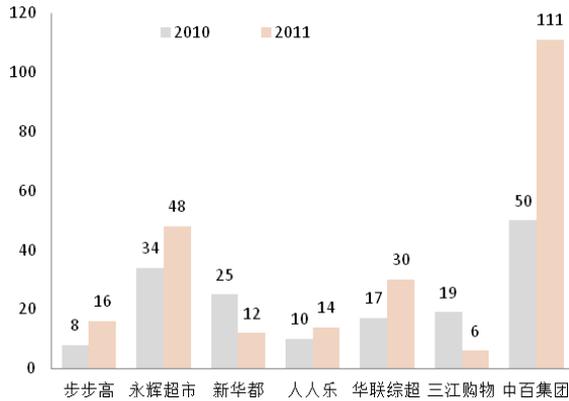


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.1 粗放式扩张难见效率提升

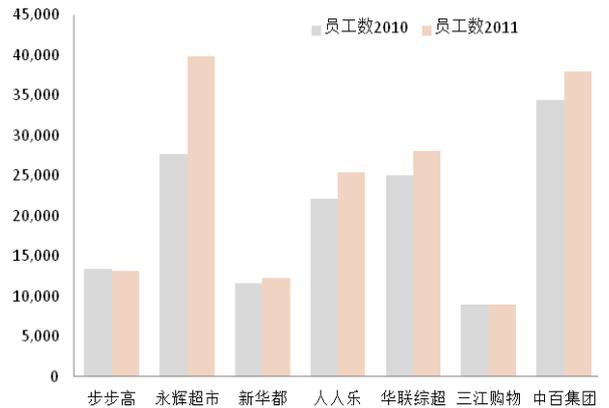
我们整理了最近两年 A 股 7 家超市公司新开门店数、员工数、人销等数据，发现近两年新开门店数排名前三的公司，其员工数及人工费用率的增长也排名前列，而人销则基本持平甚至下降。沉迷于跑马圈地野蛮扩张的 A 股超市公司在精细化管理带来效率提升这一核心竞争力上的缺失已越发明显，几乎所有公司存货周转天数在过去 5 年持续上升，全行业等权平均值从 2007 年的 35 天上升至 2011 年的 51 天，对经营性现金流产生了直接的负面影响。

图表41 A股超市公司新开门店数（2010-2011）



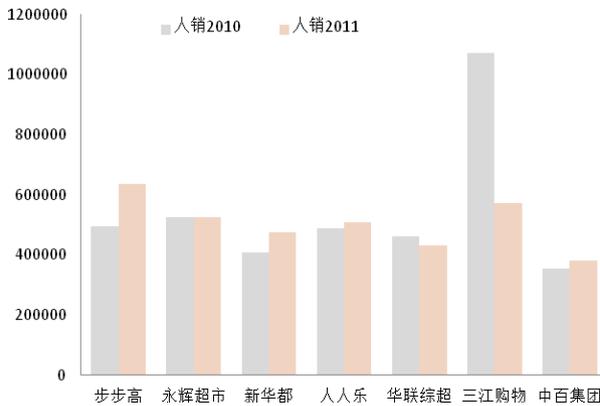
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表42 A股超市公司员工数（2010-2011）



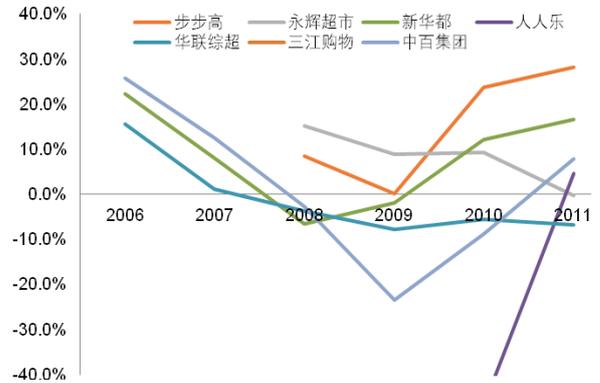
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表43 A股超市公司2011年人销比较



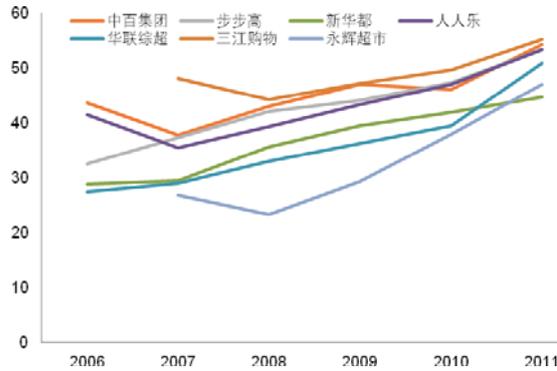
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表44 A股超市公司人销增长率比较



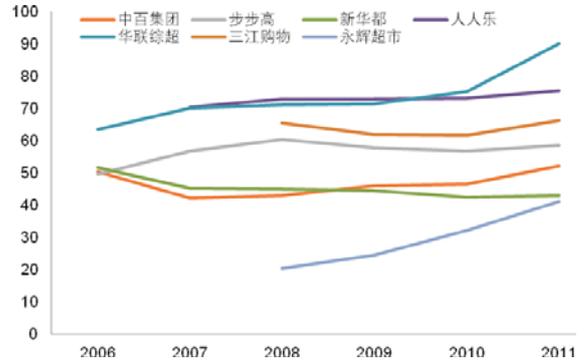
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表45 A股超市公司存货周转天数



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表46 A股超市公司应付账款周转天数



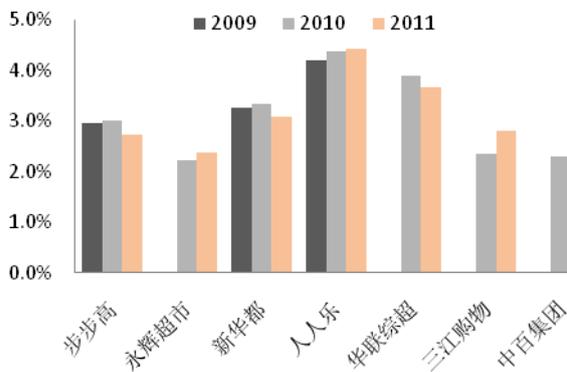
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 人工、租金压力凸显

如果说前几年成本端平稳增长的大背景下,国内超市企业仍能安然度日,那么随着2007年左右中国逐步迈入刘易斯拐点期,劳动力、物业租赁等各项成本的快速上涨,已成为零售企业(尤其是人员密集、轻资产扩张的超市、家电连锁等行业)所不能承受之重压。

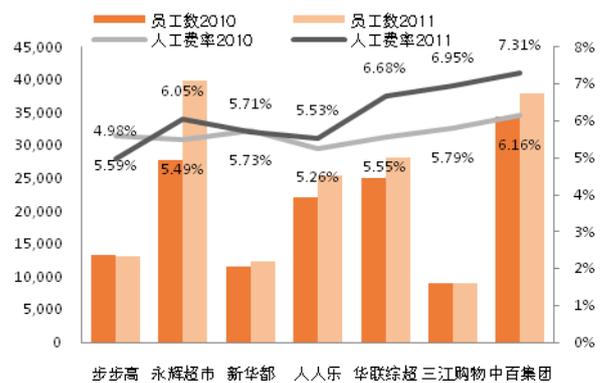
2011年全行业平均人工费用率6.17%,同比提升0.52个百分点;全行业平均租赁费用率3.06%,两者合计占期间费用率的55%,共同挤压着终端零售商原本就不多的利润空间。长期如此,国内超市行业所面临的成本压力和扩张资金需求将越来越大,回报率也将越来越低。

图表47 A股超市公司租金费率变化



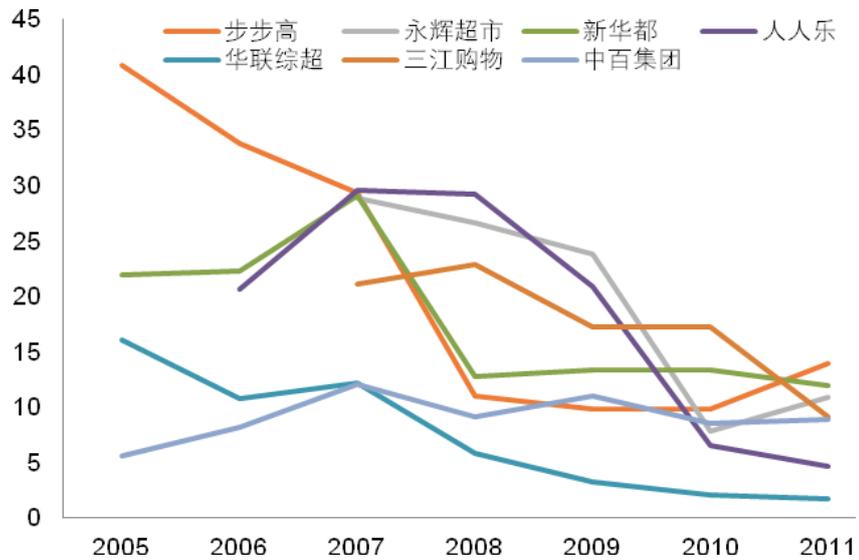
资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表48 A股超市公司员工数及人工费用率变化



资料来源: 公司年报, 平安证券研究所

图表49 A股超市公司ROE (2005-2011)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表50 2011年以来各省市最低工资调整力度明显加大

地区	省份	全日制最低工资平均涨幅	调整生效日
一线城市	北京	20.80%	2011.1.1
	上海	14.30%	2011.4.1
	深圳	20%	2011.4.1
东部城市	天津	26.10%	2011.4.1
	浙江	18.50%	2011.4.1
	江苏	18.60%	2011.2.1
	山东	26%	2011.3.1
	河北	24.20%	2011.7.1
珠三角城市	辽宁	20.70%	2011.7.1
	福建	21.90%	2011.3.1
	广东 (除深圳)	20.70%	2011.3.1
中西部城市	重庆	32.80%	2011.1.1
	安徽	29%	2011.7.1
	河南	36%	2011.10.19
	湖南	18%	2011.10.13

资料来源: 各省市政府网站, 平安证券研究所

2011年以来, 各省市上调最低工资水平力度加大, 从15%-35%不等

三、国内典型超市公司

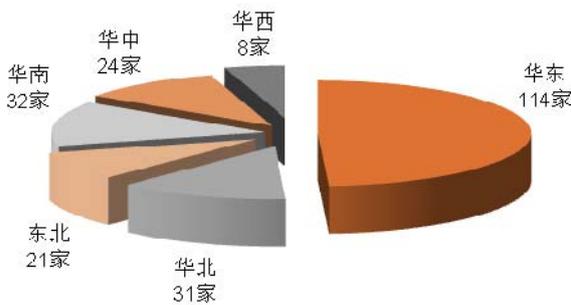
传统超市依赖于前台品类精细化管理、卖场运营管理和后台供应链管理，其中以后台供应链管理能力最为关键。但受制于国内相对滞后的基础建设以及落后的经营理念，短期内难见核心竞争力的提升。正因为此，国内超市公司都试图寻求不同程度、不同方式的百货化。

3.1 高鑫零售：高效供应链实现卖场“百货化”

高鑫零售是国内规模最大的超市卖场，2011年占国内超市行业12.8%的市场份额。高鑫零售的核心竞争力在于其强大的供应链管理能力和通过配送中心的高效运转和先进的信息采集与处理系统将采购、存储与大卖场门店销售紧密连接，进而缩短服装百货等“重周转”类商品周转时间，增加高毛利率品类占比，提高客单价和综合毛利率，提升公司整体的盈利效率。

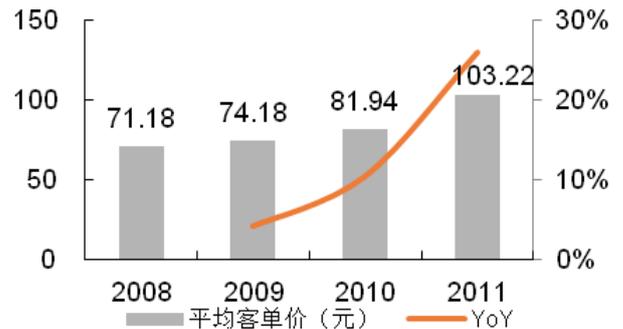
高鑫大卖场重点布局在华东地区三四线城市，华东地区人口稠密城市化率高、经济发达且发展快速、交通便利，三四线城市业态供给不足，城市化进程带来的有效需求增长快速，由于较早并集中在这片区域开设大卖场，高鑫零售在区域选址、拿地建设等多个环节具有“先行者”优势，加上配送中心的高效运转，使得高鑫在租金等费用率控制方面具有优势。

图表51 高鑫零售门店布局



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表52 高鑫零售客单价变化



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表53 高鑫零售各大区物流配送中心

	华东区	华北区	华南区	华中区	东北区
营运时间	2005年	2010年	2011年7月	建设中	2011年11月
所在城市	苏州	济南	广州	赤壁	沈阳
仓储面积	7万平米*	10万平米	4.8万平米	10万平米	不详
覆盖范围	上海、浙江、江苏	北京、天津、山东、广东、广西、福建、海南、河北	湖南、湖北、江西、四川、陕西、甘肃、重庆	辽宁、吉林、黑龙江	
区内门店数	114	31	32	24	21
物流性质	自建	自建	自建	自建	第三方物流

资料来源：高鑫零售年报，平安证券研究所

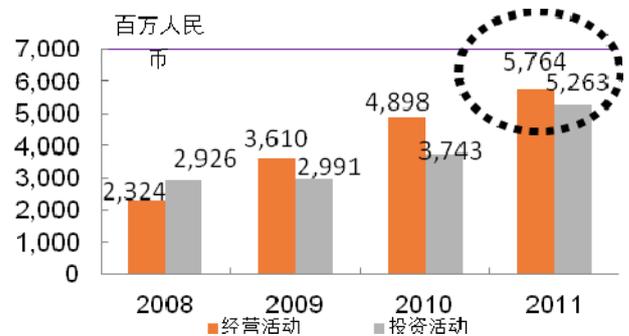
09-11年，高鑫零售新开门店97家，资本开支巨大。近三年投资性净现金流支出都在30亿元以上，2011年甚至高达52.6亿元。然而依托“百货化”的卖场理念和高效供应链，随着公司规模的膨胀，经营性净现金流（主要来源于净利润和经营性占款增加）同样快速增长，足以支撑其巨额资本开支。充裕的现金流，不仅满足公司未来扩张，更保证其稳定的高ROE水平。

图表54 高鑫零售门店扩张



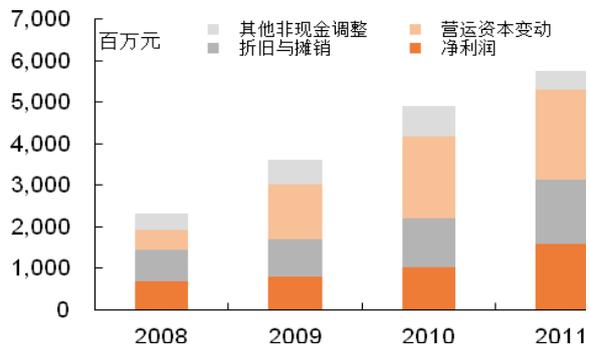
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表55 高鑫零售经营性和投资性现金流



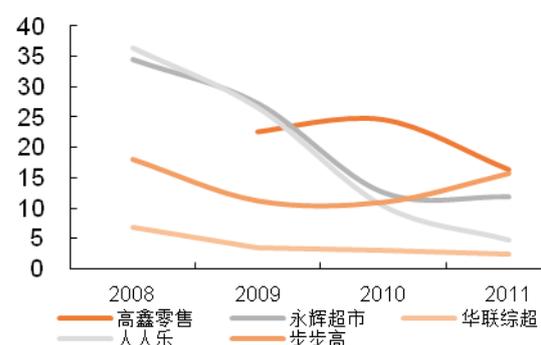
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表56 高鑫零售经营性现金流构成



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表57 国内超市公司ROE比较



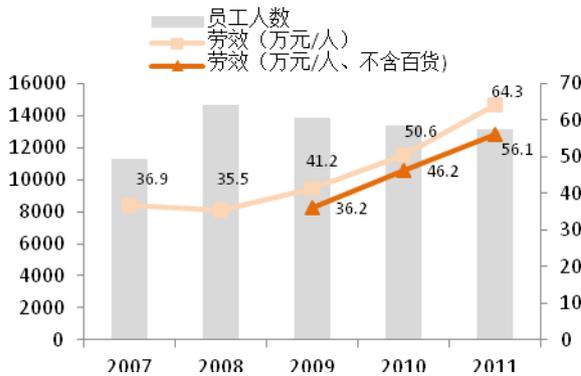
资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.2 步步高：三四线综合体助力百货转型

2009年10月引入Neol带领的外籍超市团队和台籍百货高管后，步步高经营能力得到了巨大的提升。国际管理团队将其先进经营理念内化成为公司的标准化流程，极大改变了公司旧有的超市经营模式。步步高也因此成为国内超市行业中鲜有的近三年人销持续提升、人工费率小幅上涨的公司。

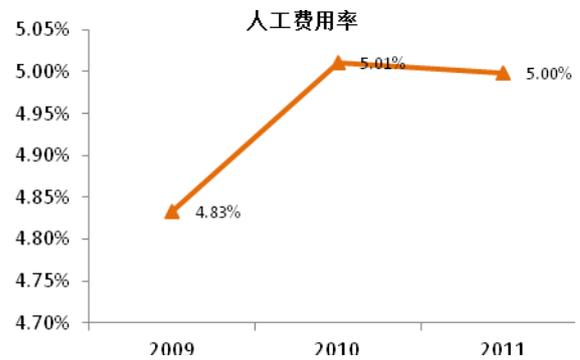
在Neol团队的帮助下，步步高强于前台商品品类的精细化管理，同时依托公司在湖南三四线市场选址、拿地、建设、招商等方面的先发优势，选择以城市综合体模式实现向百货业态的逐步转型。从2010年开始公司明显加快百货发展速度，百货收入占比已上升至27%，并计划在3年内达到30%（利润占比40%）。

图表58 步步高员工劳效



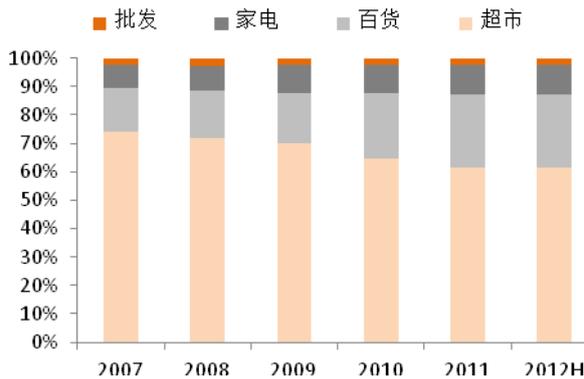
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表59 步步高人工费用率变化



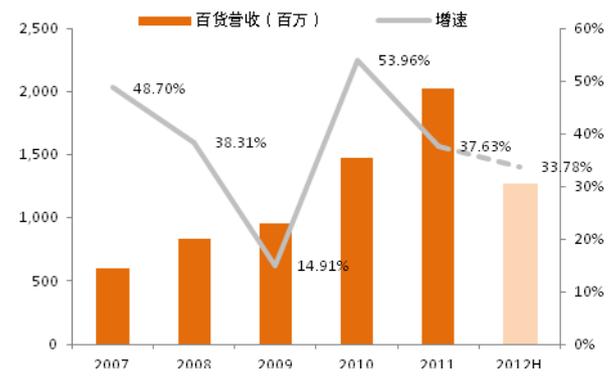
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表60 步步高业态占比变化



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表61 步步高百货业态收入及增速



资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.3 永辉超市：生鲜特色难掩资金吞噬困境

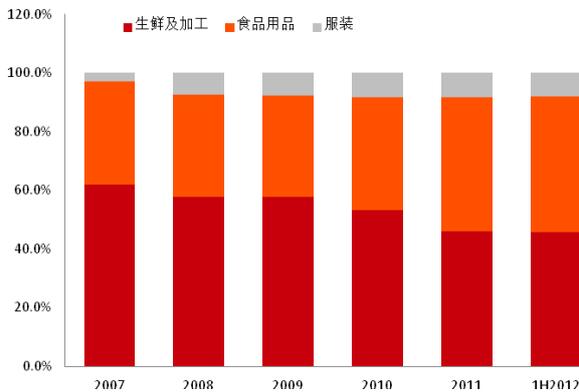
永辉超市作为内资超市中的领军者，被投资者们寄予厚望。公司以生鲜经营为特色，但由于生鲜品类低净利率、低占款能力的特点，使其无法成为真正意义上的强势品类，并导致公司过去几年净经营性现金流始终小于资本开支，这也是永辉转型大卖场（减少生鲜占比）的重要因素。

2010 年开始，公司开始专注于大卖场、卖场业态的发展，寄希望于凭借生鲜强大的集客能力，带动高毛利率的食品用品以及服装销售，从而提升整体经营效率。尽管生鲜收入占比从 09 年的 58% 下降至 11 年的 46%，但我们同时看到公司存货周转天数持续恶化，从 09 年的 29 天上升至 11 年的 47 天。

单看整体存货周转天数，与同业平均相差无几，但考虑到公司近 50% 的生鲜占比（生鲜周转天数 3 天左右，行业平均生鲜占比约 15%-20%），则非生鲜品类的经营情况并不理想。我们基于生鲜周转基本稳定的假设，模拟测算了永辉三大品类的周转情况，结果表明 2011 年永辉食品用品和服装的存货周转天数分别为 65 天和 140 天。

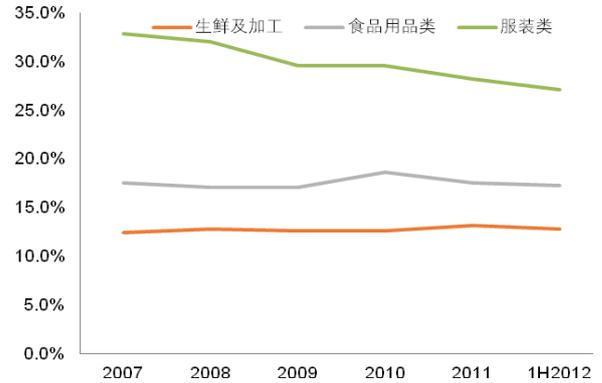
倘若非生鲜经营能力没有明显提升，则经营性占款仍不乐观，扩张所需的巨额资本开支仍将依赖外部股权或债权融资（前者稀释 ROE，后者产生财务费用）。长期低效率扩张，可能陷入资本吞噬的恶循环。

图表62 永辉超市分品类收入占比



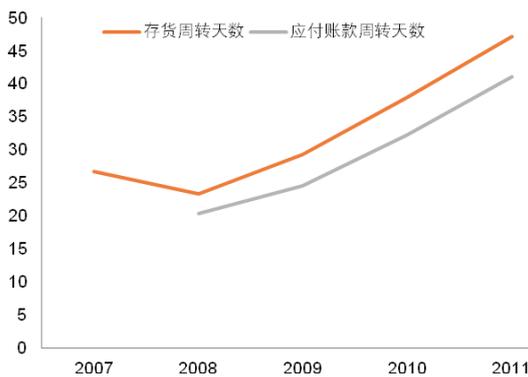
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表63 永辉超市分品类毛利率



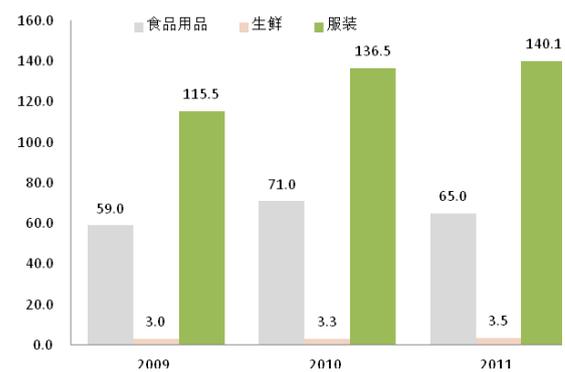
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表64 永辉超市收入及增速



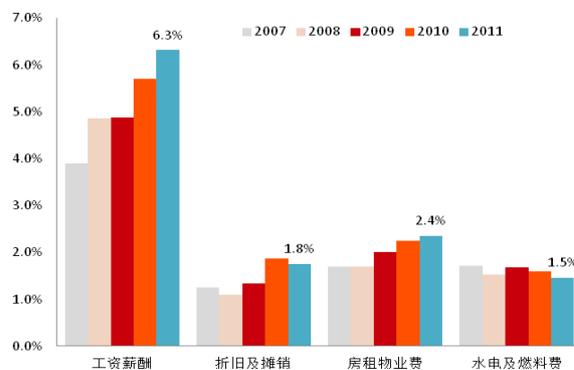
资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表65 永辉超市门店扩张



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表66 永辉超市明细费用率



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表67 永辉超市经营性现金流与资本开支



资料来源：公司年报，平安证券研究所

四、 风险提示

- 1、人工、租金成本上升压力无法消化；
- 2、经济低迷导致消费者信心不足；
- 3、CPI 长期处于较低位置，抑制超市同店增速；
- 4、后台供应链建设滞缓。

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）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257