



持有

8% ↓

目标价格: 人民币 28.73

601933.SS

价格: 人民币 31.23

目标价格基础: 38倍12年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4	2	3.7	11.5
相对新华富时A50指数	(6)	3	(2.3)	31.3

发行股数(百万)	768
流通股(%)	14.3
流通股市值(人民币 百万)	3,422.1
3个月日均交易额(人民币 百万)	64
净负债比率(%) (2012E)	4.9
主要股东(%)	
张轩松+张轩宁	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月16日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 零售及百货

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*路晖为本报告重要贡献者

永辉超市

整合生鲜供应链造就核心优势, 跨区域快速扩张引致短期压力

永辉超市依靠整合生鲜供应链上游带来生鲜低价优势, 使其跨区域快速扩张。未来公司将巩固重庆和福建优势地区, 并重点开拓东北大区 and 以河南为首的中原大区。我们预计公司2012-2015年每股收益为0.76、1.05、1.43和1.88元, 复合增速为32.68%。目前股价已经反映了公司的快速成长, 我们首次给予持有评级, 目标价格为28.73元。

支撑评级的要点

- 我们认为, 公司依靠压缩生鲜采购环节和精细化管理, 有效精简了生鲜供应链环节, 由此获得生鲜农产品价格优势, 符合其民生超市的定位, 同时公司十余年打造的完整的生鲜经营体系形成了先发优势和进入壁垒, 差异化竞争使其快速成长并且跨区域扩张。
- 公司未来拟每年新开门店50家左右, 巩固重庆和福建优势地区的同时, 重点开拓东北大区 and 以河南为首的中原大区。我们看好公司这种优势地区密集布点的战略, 并且认为公司新进区域的选择符合各地区发展和竞争的现状。
- 公司未来开店以卖场和大卖场为主, 而卖场和大卖场较社区店业态的投资回收期更短。但是公司快速扩张、开店面积加大和增加自有物业数量将给公司带来较大的资本开支的压力, 我们预测公司2012到2015年间每年的资本开支将在17-20亿元左右。资本开支的加大将带来折旧摊销和利息费用的增长。

评级面临的主要风险

- 如果未来非生鲜食品和日用品的网购迅速增长, 将对超市中这些品类的销售有所冲击, 而这些恰是超市卖场中毛利较高的品类。
- 公司面临跨区域非生鲜品类如何有效突破瓶颈的挑战。
- 未来公司如果资金不充足, 将影响扩张速度。
- 通货紧缩的风险。

估值

- 我们认为公司以生鲜差异化经营实现较为成功的跨区域扩张是其他超市短期难以复制的。我们预计公司2012年每股收益为0.76元, 未来4年业绩复合增速为32.68%, 考虑到公司整合生鲜供应链上游的能力以及跨区域扩张的成长性, 给予38倍12年市盈率, 目标价格28.73元, 首次给予持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	12,271	17,649	25,899	35,866	46,663
变动(%)	45	44	47	38	30
净利润(人民币 百万)	305	467	580	807	1,097
全面摊薄每股收益(人民币)	0.461	0.608	0.756	1.052	1.429
变动(%)	18.6	31.9	24.3	39.1	35.9
核心每股收益(人民币)	0.455	0.582	0.750	1.046	1.423
变动(%)	18.6	27.9	28.8	39.4	36.1
全面摊薄市盈率(倍)	67.7	51.4	41.3	29.7	21.9
核心市盈率(倍)	68.6	53.6	41.6	29.9	21.9
每股现金流量(人民币)	1.04	0.36	1.65	1.76	2.38
价格/每股现金流量(倍)	30.1	85.8	18.9	17.8	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.3	28.1	16.9	13.9	10.7
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.248	0.345	0.469
股息率(%)	25.1	32.8	32.8	32.8	32.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资建议.....	3
永辉的经营模式.....	7
永辉的扩张模式.....	11
永辉门店拓展特点.....	14
盈利预测假设和估值.....	19
风险提示.....	22
附录一、我国生鲜超市的发展.....	24
附录二、永辉超市进入省市的发展和竞争分析.....	26
研究报告中所提及的有关上市公司.....	31

投资建议

我们认为，永辉超市依靠压缩生鲜采购环节和精细化管理，有效精简了生鲜供应链，由此获得生鲜农产品价格优势，符合其民生超市的定位，同时公司十余年打造的完整的生鲜经营体系形成了先发优势和进入壁垒，这种差异化的业态使其能够快速成长并且实现跨区域扩张。

公司未来拟每年新开门店 50 家左右，继续巩固目前以重庆、福建为主的强势区域，积极扩张河南安徽等中原地区以及东北地区，我们看好公司这种优势地区密集布点的战略，并且认为公司新进区域的选择符合各地区发展和竞争的现状。

公司未来开店以卖场和大卖场为主，我们通过对公司历史数据的测算，发现公司历史上卖场和大卖场业态较社区店的投资回收期更短。但是公司快速扩张、开店面积加大和增加自有物业数量将带来公司资本开支的增大，我们预测公司 2012 到 2015 年间年均资本开支将在 17-20 亿元左右。资本开支的加大将带来折旧摊销和利息费用的增长。

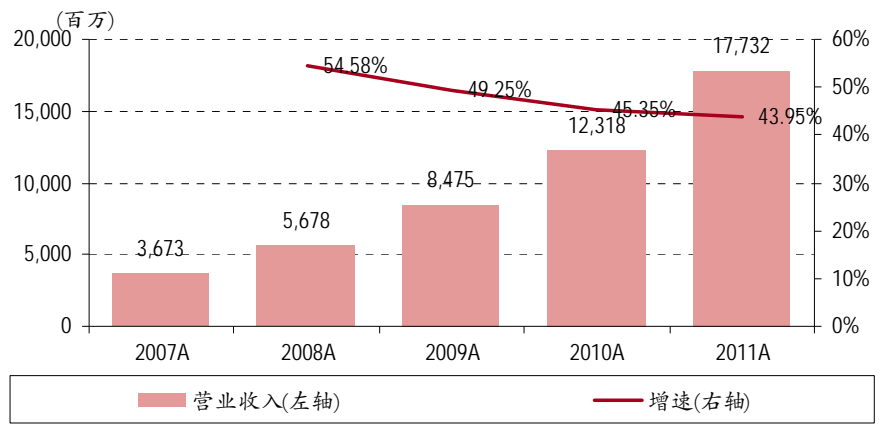
公司处于快速成长期，其门店的平均店龄不足 3 年（以面积计算），我们预计公司 2012 到 2015 年的营业收入复合增速为 34.85%；公司相应年度的每股收益为 0.76、1.05、1.43 和 1.88 元，复合增速 32.68%。2012 年由于人力、折旧和摊销以及利息费用的大幅上升，业绩增速是未来几年的低谷。考虑到公司整合生鲜供应链上游的能力以及跨区域扩张的成长性，给予 2012 年 38 倍市盈率，目标价格 28.73 元，我们给予公司**持有**的首次评级。

生鲜基地直采自营是永辉模式的核心

永辉超市的卖场有近一半的面积用于生鲜和加工食品的销售，收入也有一半左右来自于生鲜食品。“永辉模式”可以概括为：生鲜食品在采购上采取直采的方式，直采比例达到 63%；销售上采取自营模式，永辉在生鲜农产品经营中，做到了“两低、两高”，即价格低、损耗低，保鲜高、质量高。保持对农贸市场的价格竞争优势，满足消费者自选的购物习惯在购物环境上，率先把“生鲜区”的营业面积扩大，把近 4,000 多种生鲜农产品作为主营产品，并对陈列台、灯光照明、称量、保鲜设施、服务技术等进行全面改造升级，营造良好的购物环境。

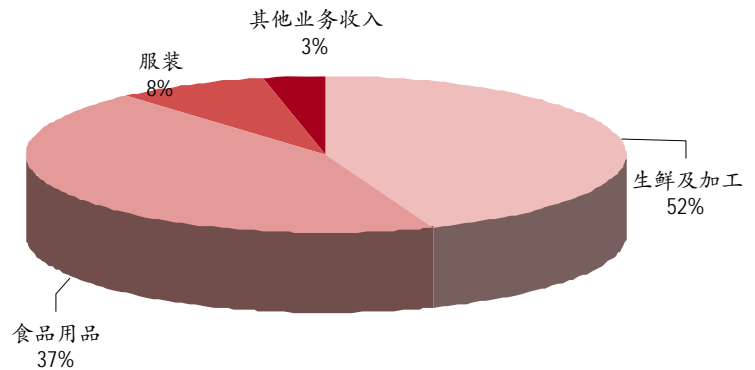
永辉近几年的营业收入均保持在 40% 以上的增速水平，2011 年达到 177.32 亿，其中有 44.30% 的收入来自于生鲜及加工收入，44.13% 的收入是食品用品收入，8.11% 的收入是服装收入，通道费和租赁收入等其他业务收入仅占 3.46%。永辉在 2011 年的净利润达到 4.67 亿元。

图表 1.永辉超市近年的营业收入



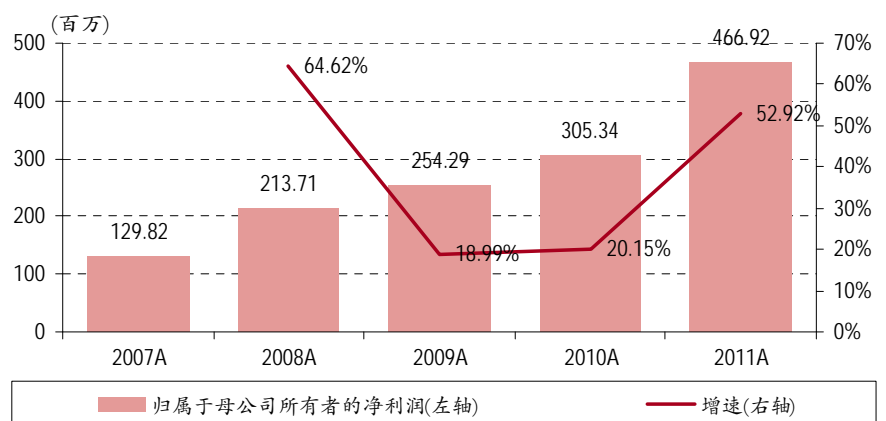
资料来源：公司公告、中银国际

图表 2.永辉超市 2011 年各品类营业收入占比



资料来源：公司公告、中银国际

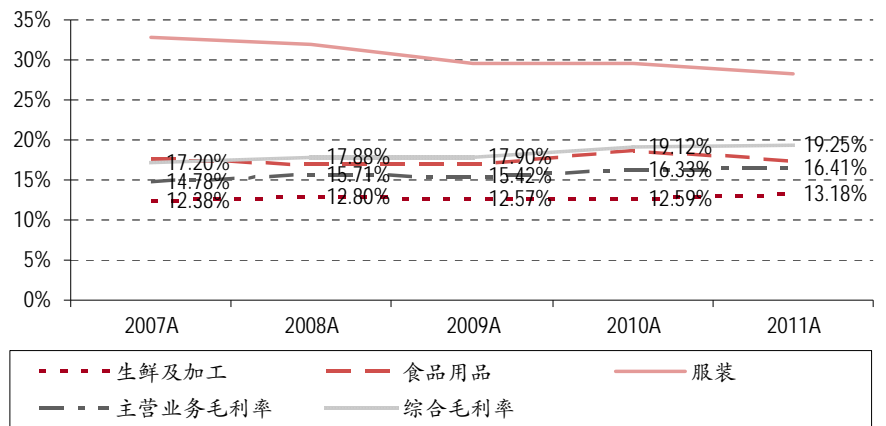
图表 3.永辉超市近年的净利润



资料来源：公司公告、中银国际

以生鲜拉动其他品类销售

永辉凭借质优价廉的生鲜商品拉动客流，带动毛利相对较高的食品和服装销售。近年公司在食品用品和服装品类的收入增速快于公司整体增速。

图表 4. 公司近年各品类毛利率情况


资料来源：公司公告、中银国际

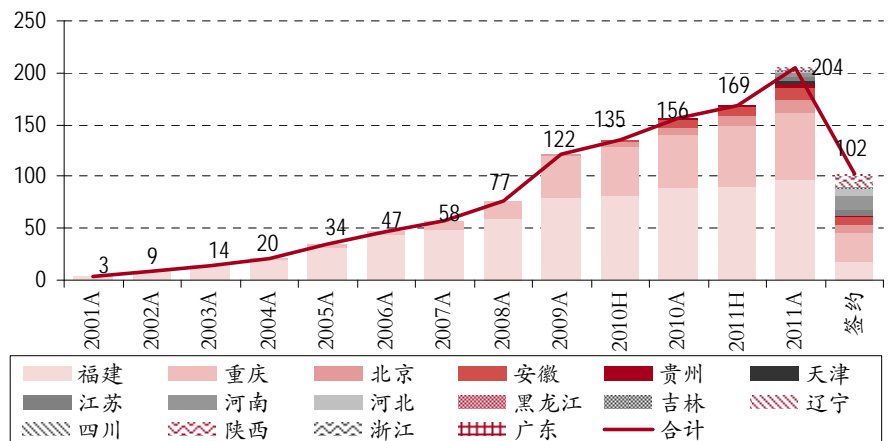
图表 5. 公司各品类的营业收入占比和增速情况

(人民币, 百万)	2007			2008			2009			2010			2011		
	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)
生鲜及加工	2,207	60	45	3,199	56	45	4,745	56	48	6,322	51	33	7,856	44	24
食品用品	1,259	34	52	1,919	34	52	2,846	34	48	4,595	37	61	7,825	44	70
服装	103	3	301	413	7	301	634	7	53	986	8	56	1,437	8	54
主营业务收入	3,568	97	55	5,530	97	55	8,224	97	49	11,903	97	45	17,118	97	0
其他业务收入	105	3	41	148	3	41	250	3	69	415	3	66	614	3	40
合计	3,673	100	55	5,678	100	55	8,475	100	49	12,318	100	45	17,732	100	44

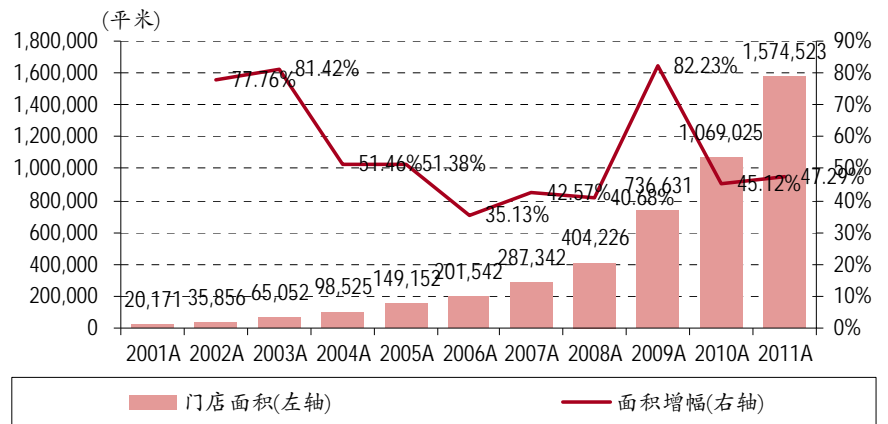
资料来源：公司公告、中银国际

永辉的全国性扩张

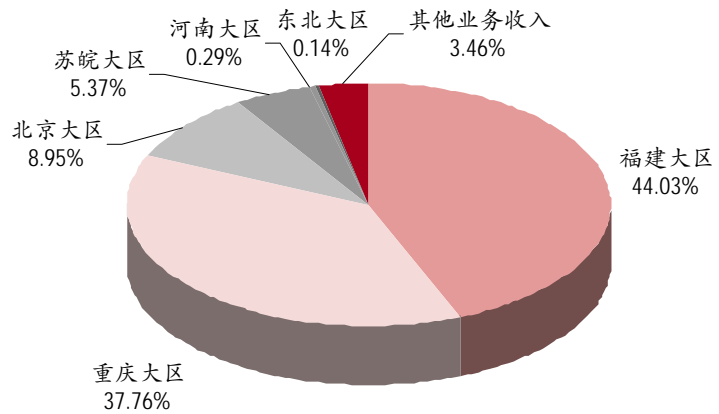
永辉以生鲜品类为突破口，以直采模式支撑生鲜品类的平价策略以有效吸引客流，起到替代当地农贸市场的作用，从而完成跨区域扩张，逐渐发展成为全国性的直营连锁超市。截止到2011年12月31日，永辉在全国拥有204家门店，总面积达到157.45万平方米，并且在上述地区以及四川、陕西、浙江和广东拥有102家签约储备门店。异地经营如重庆和北京，近年发展迅速，2011年永辉在福建大区的营业收入为78.07亿，占其在全国收入的44.03%，重庆大区占比达到37.76%，北京大区达到5.37%。

图表 6. 永辉各地区开店数量


资料来源：公司公告、公司网站、中银国际

图表 7 永辉门店面积增幅


资料来源：公司公告、公司网站、中银国际

图表 8.永辉 2011 年各地区收入占比


资料来源：公司公告、中银国际

图表 9.永辉各地区收入占比和增速

(人民币, 百万)	2007			2008			2009			2010			2011		
	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)	金额	占比(%)	增速(%)
福建大区	2,993	81		4,133	73	38	5,284	62	28	6,521	53	23	7,807	44	20
重庆大区	680	19		1,545	27	127	2,748	32	78	4,460	36	62	6,695	38	50
北京大区							193	2		680	6	253	1,587	9	133
苏皖大区										242	2	0	952	5	294
河南大区													52	0	0
东北大区													25	0	0
其他业务收入							250	3		414	3	65	614	3	48
合计	3,673	100		5,678	100	55	8,475	100	49	12,317	100	45	17,732	100	44

资料来源：公司公告、中银国际

永辉的经营模式

永辉供应链的出发点是研发，由研发指导采购，研发中心掌握生鲜农产品的属性和价格。

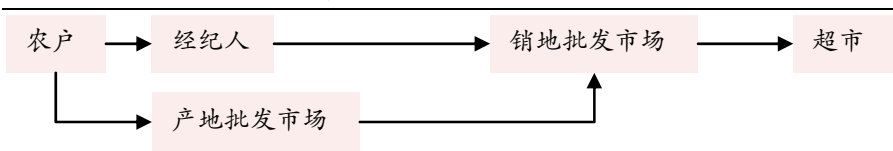
生鲜直采是永辉供应链体系的效率所在

1. 压缩生鲜采购的中间环节降低采购成本

在经营上，永辉最突出的特色是简化农产品供应链的采购环节。永辉拥有超过700人的生鲜买手，由买手到农产品基地进行直接采购，再通过冷链物流将生鲜农产品运送到配送中心和超市进行加工和销售。传统的超市一般由销地批发市场采购生鲜，相比农户直采体系，多了农产品经纪人或者产地批发市场，以及销地批发市场两道环节。

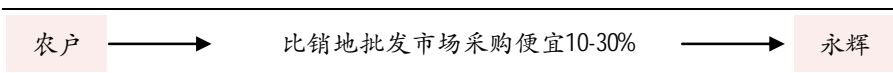
永辉生鲜直采的模式，使得其采购的生鲜农产品在价格上比销地批发市场便宜10%以上，部分产品可以达到25-30%。

图表 10. 传统超市（包含生鲜超市）采购流程



资料来源：中银国际，公司数据

图表 11. 永辉直采流程



资料来源：中银国际，公司数据

公司目前生鲜直采比例约为63%，包括全国统采（36%）和区域直采（27%）。全国统采包括自建和合作的八个采购基地，以及在全国各地保持长期联系的固定或季节性的30多个采购中心。区域直采主要针对无法远程运输的生鲜品类，比如叶菜。永辉另有37%的采购是通过供应商采购，以调节日常经营所需，避免出现临时断货和直采的采购量不足的情况。

永辉新进一个区域的采购方法如下：买手到当地的批发市场找到经营符合要求的生鲜产品的农户，去其田地考察农作物面积与质量等，符合要求的会签订意向书。买手同时会考察全村，若符合要求，公司会进行整合品类，做到一村一品。

在食品日用品品类上，永辉与其他超市差别不大，大部分是通过区域代理商采购。公司目前80%以上的食品日用品采购渠道产品主要集中于福建、重庆、北京等区域的省级品牌代理商进行批发采购，2011年总部采购占比达到17%，目前公司已与可口可乐、宝洁、强生、联合利华等建立了战略合作关系，全国厂商由去年的18家增加到54家。

服装品类目前主要采取自营模式，并实行自采商品的自有品牌战略。

2.反哺上游解决采购不经济的问题

由于农户经营的分散性，使得生鲜直采存在采购不经济的问题。永辉通过整合供应链上游，建立基地或者与农户（或农户组织）长期合作关系，做到规模经济，并对农户进行种植指导，反哺农业的同时，控制采购价格。

3.精细化管理降低生鲜损耗

目前很多超市都在做“农超对接”，期望通过减少采购环节来降低成本。但是这增加了超市对于生鲜农产品的保管和运输的难度，使得通常情况下损耗率比通过销地批发市场采购大。

解决损耗高，永辉是通过一整套的生鲜精细化管理体系完成的：拥有恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链设施；建立生鲜农产品质量认证体系和防控体系，保证生鲜农产品的质量安全；组建专业团队，从田间采后预冷、地头初步包装，到门店销售有专人定时对在售的生鲜进行码放和挑拣，在供应链的各环节进行精细化管理；另外，直营的经营模式，有利于公司加强采购和销售的管控，利于控制生鲜的损耗。。

永辉目前的损耗率在5%以内。以采购金额比销地批发市场便宜10-15%，损耗4%计算，永辉通过整合供应链上游，带来的毛利空间在6.25%-11.46%。

4.买手体系的严格管控，防止采购腐败

永辉对采购人员的管理也是其降低产品采购价格的一个手段。

永辉一方面拥有十年可比数据可对买手的采购价格做出评判，一方面将产品销售与采购人员业绩挂钩，一旦发现采购人员有腐败现象立刻开除，情节严重的会报当地派出所处理。这使得其买手采购到的商品可以做到质优价廉。

完整的生鲜经营体系形成进入壁垒

公司从门店设计（一层最重要的位置给生鲜，不少门店50%的经营面积是生鲜；在生鲜区有收银，方便购物者每天买生鲜）、到在生鲜供应链的各环节上进行精细化管理、到整合生鲜采购上游，这一整套经营体系都是以生鲜为重，并在公司内部形成完整的生鲜采购、物流、销售等的培训体系。这一整套体系做到了生鲜采购的规模经济和降低损耗，使得公司在以质优价廉的生鲜吸引客流的同时不拖累盈利，这是其他超市效仿永辉模式的难点。

竞争优势

1.业态上的差异化竞争

永辉作为生鲜超市的代表，农贸市场是其主要竞争对手，在拥有与农贸市场同等价位和新鲜度的生鲜农产品的前提下，以更干净明亮的购物环境和舒适公平的购物体验、更安全放心的食品质量和全天候的营业时间，吸引消费者。

同时永辉由于拥有品类更全、价格更低廉的生鲜农产品，对于靠生鲜吸引客流的超市而言，其吸客能力更为出众。

2. 先发优势

“农改超”是2008年开始由商务部提出来的，近两年各地超市才开始进行“农超对接”，永辉在2001年就已经进行生鲜超市业态的探索和经营，其对生鲜食品经营的产业链的理解更深入，完成了对进入地区产业链上游的整合，建立了全国性的生产基地和与农户良好的合作关系，并且永辉已经形成了生鲜的品牌效应，是“农改超”的推广典范，这也为其跨区异地扩张提供了便利。

永辉拥有十余年生鲜经营的经验，对价格和品质的把握更为准确。

3. 规模优势

永辉生鲜收入达到70多亿元，并且开始全国范围的扩张，在12个省和直辖市拥有200多家门店，生鲜全国统采的优势进一步扩大。

竞争劣势

1. 物流体系

永辉以前是依靠零散的配送中转站完成仓储加工等职能，而运输方面大部分是由供应商和第三方物流完成。从经验看，一般一个区域开店5家，需要配送，开店10家以上就有配送中心的需求，而开店在20家以上，对配送中心的需求就显得非常迫切。永辉在福建和重庆两个地区的卖场和大卖场业态的店面均超过50家，其配送体系的相对薄弱已经成为其短板。

近年公司开始着力于建立集物流、常温仓储、冷藏、包装、加工、配送为一体的多功能现代化配送中心，以期提高供应链的效率。目前只有福建的海峡配送中心建成，成渝经济区的重庆和彭州配送中心尚在建。

图表 12. 永辉各地区的配送中心情况

区域	名称	位置	面积	土地	性质	建成时间	支撑收入
海峡西岸经济区	闽侯配送中心	福建福州市闽侯县	110 亩	自有	配送中心	2010 年 6 月前; 现	2009 年, 福建地区主营收入 52.8 亿
	鳌峰配送中转站	福州鳌峰	5,000 平	自有	配送中转站	2010 年 6 月前	
	海峡食品配送中心	福建福州南屿工业区	71,067 平	自有	配送中心	2011 年下半年建成	
成渝经济区	三溪口配送中转站	重庆北碚区三溪口	8,000 平		配送中转站	2010 年 6 月前	2009 年, 重庆地区主营收入 23.5 亿
	金源时代配送中转站	重庆江北区	20,000 平		配送中转站	2010 年 6 月前	
	重庆物流配送中心			自有	配送中心	在建; 2012 年 5 月一期试运行	150 亿元的销售规模, 支撑起公司在重庆地区的仓储配送。
	彭州农产品加工配送中心	成都彭州	108 亩;	自有	配送中心	2012 年 4 月完成	年配送容量达到 292,000 吨以上, 年配送金额达 15 亿元。
京津冀都市经济圈	鲁谷店 北京朝批物流配送体系	北京			配送中转站	2010 年 6 月前 在建	
泛长三角经济区	华东物流中心	安徽省合肥市肥东县	350 亩		物流中心	在建; 2012 年 8 月一期试运行	
东北	永辉东北交易物流中心	沈阳于洪	总 770 亩	自有	物流中心	2011 年 9 月 16 日 与政府签订框架协议	力争年吞吐规模达 100 亿元

资料来源: 公司公告、中银国际

2. 其他品类尚待发力

公司 2011 年在生鲜以外品类的主营收入为 92.62 亿，我们推算其在福建地区的销售大约在 39 亿左右（福建 2011 年销售收入 78 亿，一半左右为生鲜），同为福建地区的新华都在 2011 年生鲜以外品类的主营收入为 41 亿，永辉在其他品类的规模上面在其强势地区并没有体现出规模优势。

对比全国扩张型超市企业，高鑫零售 2011 年销售收入达到 681 亿，华润万家 2011 销售规模 827 亿。从生鲜以外的其他品类看，永辉的规模尚小，这将影响其相应品类的采购价格。而没有规模优势，永辉在跨区域扩张上将面临其他区域超市跨出强势区域所面临的同样问题，即国内以省甚至以市为单位的层层分销体系。正是由于经销商体系的广泛存在，导致非生鲜品类丧失价格竞争优势。而这恰恰将是永辉在闽、渝自身强势区域以外的地区面临的问题。

永辉的扩张模式

全国扩张初具雏形

永辉 2001 年起源于福建福州。2004 年 10 月试水重庆。2005 年 10 月永辉开始在福建省的其他城市扩张，2009 年进军北京。永辉在前十年的扩张是比较谨慎的，新进入的区域一般在前两年开店都较少，等到新店成熟，确认异地扩张成功后，才大举开店。从子公司数据可以看到，公司在福建、重庆和北京都已经盈利，2011 年安徽的亏损已经缩窄。目前公司的收入和利润的 90% 以上来源于福建和重庆大区，结合图表 9 和图表 13 可以看到，重庆大区正在逐渐缩小与福建大区在公司收入和利润占比上的差距。

图表 13. 永辉各地区子公司的经营情况

(人民币, 百万)	2010					2011				
	营业收入	占比 (%)	净利润	占比 (%)	净利润率 (%)	营业收入	占比 (%)	净利润	占比 (%)	净利润率 (%)
母公司及其他	6,786	55.10	181	59.21	2.66	849,673	47.92	22,395	47.90	2.64
重庆子公司 (2011 年收入包括贵州)	4,544	36.89	130	42.66	2.86	669,546	37.76	24,408	52.20	3.65
北京子公司 (2011 年收入为北京大区)	726	5.89	7	2.37	1.00	158,706	8.95	1,597	3.42	1.01
安徽子公司 (2011 年收入为苏皖大区)	260	2.11	(13)	(4.25)	(4.98)	95,231	5.37	(1,642)	(3.51)	(1.72)
合计	12,317		305		2.48	1,773,156		46,757		2.64

资料来源: 公司公告、中银国际

随着永辉在重庆、北京等地的成功开店，永辉以民生超市、生鲜经营为差异化的业态模式可以在异地成功复制得到了验证，公司从 2010 年开始在其他省市大举布局，2010 年进入安徽和贵州，2011 年进入天津、江苏、河南、河北、黑龙江、吉林和辽宁。截至到 2011 年 12 月 31 日，永辉已经进入 12 个省和直辖市，并在多个省市有签约储备门店，扩张架构已经初具雏形。

图表 14. 永辉扩张区域框架



资料来源: 公司网站、中银国际

永辉是采取优势地区密集布点、逐步向周围地区扩张的模式。目前已经形成了海峡两岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈、泛长三角经济区、中原经济区和东北经济区。各区域情况见图表 15。

图表 15.永辉各区域各省市的门店情况

区域	地区	进入时间	业态	数量	面积 (平方米)	平均单店面积 (平方米)	签约	2010 单店收入 (元)	2010 年平效 (元/平米)
海峡两岸经济区	福建	2001	大卖场	14	173,049	12,361			
			卖场	43	303,992	7,070			
			社区超市	40	104,363	2,609			
			合计	97	581,404	5,994	18	74,098,382	12,749
	浙江	发展区域					2		
广东	发展区域					1			
成渝经济区	重庆	2004	大卖场	4	49,698	12,424			
			卖场	52	375,447	7,220			
			社区超市	8	29,138	3,642			
			合计	64	454,283	7,098	27	83,469,502	11,550
	贵州	2010	大卖场	1	16,250	16,250			
			卖场	3	24,416	8,139			
			合计	4	40,666	10,167	2	36,201,850	2,228
	四川	发展区域					3		
京津冀都市经济圈	北京	2009	大卖场	8	134,084	16,760			
			卖场	4	29,553	7,388			
			社区超市	1	4,729	4,729			
			合计	13	168,366	12,951	9	97,175,581	7,665
	天津	2011	大卖场	2	30,940	15,470	1		
河北	2011	大卖场	1	35,433	35,433	6			
泛长三角经济区	安徽	2010	大卖场	4	59,686	14,921			
			卖场	7	56,218	8,031			
			社区超市	1	3,533	3,533			
			合计	12	119,437	9,953	6	34,550,963	3,478
	江苏	2011	大卖场	3	42,859	14,286			
			卖场	2	12,452	6,226			
			合计	5	55,311	11,062	4		
中原经济区	河南	2011	大卖场	2	42,269	21,135			
			卖场	1	9,400	9,400			
			合计	3	51,669	17,223	15		
	陕西	发展区域					3		
东北经济区	黑龙江	2011	大卖场	1	15345	15,345			
	吉林	2011	社区超市	1	2568.13	2,568	2		
	辽宁	2011	大卖场	1	19100	19,100	3		

资料来源：公司公告、公司网站、中银国际

AB 班制实现门店复制

永辉门店复制实行 AB 班开拓模式，即老店有两套经营班组，A 组带 B 组，开拓新店时，A 组全组进入新店经营，B 组留守老店，再开始 AB 班组的循环。此种方式保证了永辉模式的传承以及人才的衔接。

多种合作模式保障异地开店顺畅

永辉专注于超市业态，各区域扩张会采用合作的模式开店，与大物业商合作，如万达；与大百货商合作，如百盛；与房地产商合作，如恒力城，主要由于一些地方政府喜欢将地给房地产商；跟着政府规划走，参加招拍挂，以前各地政府由于国际化发展考虑，喜欢将地给世界 500 强的企业，现在部分地区政府更注重本土企业，如沈阳，公司在沈阳发展得到了当地政府的大力支持。

随着永辉生鲜模式逐渐被消费者认可，大物业商、大百货商和地方政府均开始重视永辉，永辉目前与前十大物业商均有合作，随着永辉经营能力逐渐显现，公司未来在异地开店将更加顺畅。

巩固闽渝，发力东北和中原大区

永辉扩张的模式是在优势地区加密布点，并以此为核心，向周围区域扩张。从 2011 年的开店情况来看，其增加了中原和东北两个大区，而从签约门店数量来看，最多的地区是重庆、福建和河南。

在重庆和福建这两个优势地区中，重庆签约门店数量已经超过福建。重庆地区拥有 2,920 万的常住人口和 3,400 亿的社会消费品零售总额的总量，目前进入的外资超市共计 24 家左右（具体情况见附录二），当地的重庆百货和新世纪以及跨省扩张的武汉中百的实力不强，单店收入与永辉的差距较大。而福建地区虽然社会消费品零售总额在 6,169 亿，拥有 3,720 万常住人口，但是外资超市有 42 家，同时当地同为民营企业的新华都拥有卖场的数量，基本与永辉持平。对比福建和重庆两个区域，我们认为重庆区域更是永辉的强势地区，同时未来发展空间更大，我们看好公司在重庆地区的深耕战略。

对于公司在 2010 年就已经进入的安徽、贵州地区，布局尚没有 2011 年才进入的河南地区多，我们认为，一方面，河南的社零总额和常住人口数量较这两个地区多；一方面，河南作为我国第一农业大省，粮棉油等主要农产品产量均居全国前列，粮食总产量占全国十分之一，小麦产量占全国四分之一，拥有腐竹、大枣、山药等农特产品，这对以整合产业链上游为核心竞争力的永辉，具有很强的吸引力；同时，河南是中原地区的重要省份，从地理位置看，未来可以成为永辉向中西部发展的纽带。

从公司的调研中我们也了解到，未来东北地区也是公司的发展重点，主要是东北地区得到的政府支持力度比较大，已经与沈阳市于洪区人民政府签订“永辉东北交易物流中心、于洪永辉城市生活广场及辽宁总部经济大楼”项目投资框架协议。

除了上述几个地区，永辉在江苏、四川等地也均有布点，进入区域从 2009 年的 3 个省市，扩张到 2010 年的 5 个，再到 2011 年的 12 个，加上签约地区，触角已经伸到 16 个省和直辖市。这样的扩张范围稍显激进，但是从历史和各地的竞争情况来看，北京地区是超市业态竞争最为激烈的地区，永辉已经用一年多的时间做到了净利率为 1%，证明了生鲜模式在竞争激烈的地方是可以生存的，我们认为这样大面积的激进扩张对于公司抢占各地区优秀商业位置在时间上是有利的，但是需要承受新进入地区有 1-2 年亏损的风险，就像永辉在安徽的情况，其 2010 年 4 月进入安徽，数据显示，2011 年上半年，安徽地区净利率为 -1.93%，2011 年全年在江苏、四川、河南、河北、东北等新进入区域均为亏损状态。

我们认为永辉的扩张战略符合各区域竞争和发展空间现状，但是多区域同时进入要承受部分地区短期亏损。

永辉门店拓展特点

新开门店逐步倾向于卖场和大卖场

从近年的数据上我们也看到，公司单店面积有所增大，平均单店面积在 2011 年达到 7,700 平米，2011 年新增平均单店面积在 10,500 平米左右。

图表 16.永辉近年的单店面积

(平方米)	2007	2008	2009	2010	2011
单店面积	4,954	5,250	6,038	6,853	7,718
增幅(%)	0	5.96	15.02	13.49	12.63
新增单店面积	7,800	6,152	7,387	9,776	10,531
增幅(%)	0	(21.13)	20.08	32.35	7.72

资料来源：公司公告、公司网站、中银国际

从公司不同业态的门店数量的增速和占比情况，可以看出，公司从 07 年开始，卖场的增速超过了社区店，从 09 年开始，大卖场的增速超越了卖场的增速。

图表 17.永辉近年不同业态门店的发展数量情况

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
大卖场	1	1	2	2	3	3	7	8	15	23	41
增速(%)		0	100	0	50	0	133	14	88	53	78
占比	33	11	14	10	9	6	12	10	12	15	20
卖场	0	1	2	6	9	14	18	30	55	85	112
增速(%)			100	200	50	56	29	67	83	55	32
占比	0	11	14	30	26	30	31	39	45	54	55
社区	2	7	10	12	22	30	33	39	52	48	51
增速(%)		250	43	20	83	36	10	18	33	(8)	6
占比(%)	67	78	71	60	65	64	57	51	43	31	25

资料来源：公司公告、公司网站、中银国际

1.卖场和大卖场业态较社区超市业态投资回收期更短

从近三年不同业态对应的单店收入和平效的测算来看，社区店的平效是最高的，而大卖场最低；09 年的卖场和大卖场，10 年的卖场，均随着开店的增速加快，出现平均单店收入和平效下降的情况，而社区超市的平均单店收入和平效一直稳步提高。

图表 18.永辉近年不同业态门店的单店收入和平效情况

	2008			2009			2010 年上半年			2010			2011 年上半年		
	单店收入 (人民币, 百万)	平效 (元/平米)	单店面积 (平米)	单店收入 (人民币, 百万)	平效 (元/平米)	单店面积 (平米)	单店收入 (人民币, 百万)	平效 (元/平米)	单店面积 (平米)	单店收入 (人民币, 百万)	平效 (元/平米)	单店面积 (平米)	单店收入 (人民币, 百万)	平效 (元/平米)	单店面积 (平米)
大卖场	153	11,789	12,958	120	8,683	13,814	68	4,675	14,450	133	9,684	13,758	83	5,947	13,893
增速(%)	35	38	(3)	(21)	(26)	7				11	12	0	22	27	(4)
卖场	94	13,303	7,045	81	11,718	6,914	46	6,710	6,884	75	10,256	7,298	46	6,400	7,169
增速(%)	4	2	2	(14)	(12)	(2)				(8)	(12)	6	(1)	(5)	4
社区店	40	17,623	2,287	41	14,209	2,868	24	8,205	2,888	57	20,695	2,755	31	11,119	2,814
增速(%)	9	1	7	1	(19)	25				40	46	(4)	32	36	(3)

资料来源：公司公告、公司网站、中银国际

单从不同业态的平效和单店收入情况来评价永辉开店的业态是不全面的，因为不同业态的开店速度不同，成熟期不同，净利润率也不同。所以我们试图拆分其门店的历史数据，来分析永辉不同业态门店的经营情况。

由于公司仅在招股说明中公布了135家门店的收入和净利润的数据，我们对这些数据进行了整理。通过我们的调研得知，永辉门店的成熟期在1-2年，大部分门店在1年内（部分门店半年）可以度过盈亏平衡点。所以，对于2007年的数据，2006年以前开业的门店可以作为成熟门店。

图表 19.永辉近年不同业态不同开业时间的门店的净利润率和平效情况

全国范围 数量	业态	净利润率情况(%)				平效: 元/平米				平效增速(%)	
		2007	2008	2009	2010年上 半年	2007	2008	2009	2010年上 半年	2007	2008
2000年开业											
	大卖场										
	2 社区超市	3.92	4.52	4.28	4.06	27,637	31,222	34,517	17,445	12.97	10.55
2001年开业											
	1 大卖场	4.49	6.88	6.74	6.64	17,226	20,301	21,251	11,171	17.85	4.68
	社区超市										
2002年开业											
	0 大卖场										
	1 卖场	3.59	5.03	5.28	5.30	21,963	22,648	24,381	11,416	3.12	7.65
	5 社区超市	2.97	3.07	3.39	4.06	30,883	35,526	39,011	19,346	15.03	9.81
2003年开业											
	1 大卖场	5.62	4.74	4.93	5.58	14,541	17,604	19,043	9,353	21.07	8.17
	1 卖场	4.80	5.38	5.36	6.52	19,392	24,651	25,881	13,077	27.12	4.99
	3 社区超市	2.66	2.44	3.53	3.69	13,126	15,686	16,609	7,833	19.50	5.89
2004年开业											
	0 大卖场										
	4 卖场	4.86	5.68	5.97	6.79	15,340	20,350	21,581	11,398	23.89	6.24
	2 社区超市	3.36	3.28	3.51	4.55	16,978	19,594	21,529	10,912	15.24	9.37
2005年开业											
	1 大卖场	2.30	4.37	5.72	7.38	8,557	11,565	12,595	6,545	35.15	8.91
	3 卖场	3.57	6.17	6.21	7.47	12,833	16,029	17,162	8,841	24.91	7.07
	10 社区超市	1.72	1.54	1.71	1.90	14,037	18,301	19,776	9,531	30.38	8.06
2006年以前开业											
	3 大卖场	4.14	5.33	5.79	6.53	13,515	16,564	17,688	9,075	22.56	6.79
	9 卖场	4.28	5.74	5.91	6.82	16,100	20,148	21,413	10,984	25.15	6.28
	22 社区超市	2.61	2.50	2.74	3.11	18,623	22,271	24,267	11,923	19.59	8.96
2006年开业											
	1 大卖场	8.15	2.02	2.43	2.10	5,627	8,328	9,814	5,090	48.00	17.84
	4 卖场	4.18	3.83	3.62	4.17	14,275	18,218	20,268	9,711	27.62	11.25
	8 社区超市	2.61	2.50	2.74	3.11	12,658	15,981	16,788	8,280	26.25	5.05
2007年开业											
	1 大卖场	2.30	4.37	5.72	7.38	3,828	11,716	13,517	7,668	206.02	15.38
	7 卖场	3.99	3.67	4.51	5.17	9,355	16,229	17,628	9,151	73.48	8.62
	3 社区超市	1.72	(0.06)	1.79	1.87	15,665	25,875	28,226	14,247	65.17	9.09
2008年开业											
	1 大卖场		2.28	3.41	5.23		12,550	14,019	8,133		11.71
	12 卖场		0.03	1.74	2.47		7,242	13,605	7,338		87.86
	6 社区超市		5.39	1.68	2.90		3,375	14,555	8,112		331.29
2009年开业											
	7 大卖场			(0.22)	1.88			4,967	4,690		
	27 卖场			2.71	(0.05)			5,275	5,697		
	11 社区超市			0.95	0.90			5,505	6,023		
2010上半年开业											
	6 大卖场				(1.78)				3,504		
	11 卖场				3.52				2,789		
	2 社区超市				1.03				4,256		

资料来源: 公司招股说明、中银国际

不同业态的净利润率:从整体来看, 2006 年以前的社区店的平均净利润率在 2-3%, 而卖场和大卖场可以做到 4-7%, 卖场小幅高于大卖场。

从个体来看, 最好的社区店在最好的一年可以做到净利润率 7%, 最差的开业当年-3.6% (开 11 个月), 均在福建; 最好的卖场做到净利润率 9%, 最差的开业当年-4% (开业当月), 均在重庆; 最好的大卖场做到净利润率 8%, 最差的开业当年-6% (开业 2 月), 均在福建。

不同业态的平效:从整体来看, 2006 年以前的社区店在 2007-2009 年的平均平效在 1.86-2.43 万/平米, 而卖场在 1.67-2.2 万/平米, 大卖场在 1.6-2 万/平米, 卖场小幅高于大卖场。

从个体来看, 最好的社区店做到 6.88 万/平米, 成熟门店最差的做到 0.34 万/平米, 均在福建; 最好的卖场做到 2.76 万/平米, 最差的 0.87 万/平米, 均在福建; 最好的大卖场做到 2.13 万/平米, 在福建, 最差的 0.86 万/平米, 在重庆。

不同业态在不同年份的收入刚性:2008 年是高通胀的一年, 年 CPI 达到 5.9, 而 2009 年是通缩的一年, 年 CPI 为-0.7。零售业态的收入增速情况与当年 CPI 有较大的关系, 从永辉的历史数据我们看到, 在 2008 年和 2009 年老店的同店增速, 社区店两年的差距最小, 分别为 19.59%和 8.96%; 卖场两年的差距最大, 分别为 25.15%和 6.28%; 大卖场两年分别是 22.56%和 6.79%。

不同业态的投资回收期:

通过对公司历史上不同业态的不同开业期限的数据整理, 我们模拟出不同业态门店在开业不同时期中的每平米利润情况, 根据公司募投项目的投资披露, 可以模拟出不同业态每平米的投资额, 据此, 我们计算出公司不同业态的每平米的投资回收期。

图表 20. 用历史数据模拟永辉不同业态门店每平米的投资回收期

(元)	每平米 投资	静态投资 回收期(年)	动态投资 回收期(年)	开业当年	开业 第二年	开业 第三年	开业 第四年	开业 第五年	开业 第六年	开业 第七年	开业 第八年
大卖场	1,876	4.20	4.87	83	555	339	363	769	804	1,162	1,431
卖场	2,141	3.58	4.08	159	391	682	826	1,098	1,214	1,260	1,287
社区	2,300	4.44	5.55	169	284	343	388	392	766	1,005	1,363

资料来源: 公司招股说明、公司公告、中银国际

结论: 在以历史数据模拟出的永辉未来开店业态的比较中, 卖场业态的投资回收期最短, 社区业态的投资回收期最长; 在通缩时期, 社区业态较卖场业态的同店增速快, 但是差别不大, 在高通胀时期, 卖场业态的同店增速更有弹性。

2. 业态结构变化导致生鲜销售占比下降

由于生鲜品类只有 4,000 多种, 随着公司单店营业面积的加大, 生鲜销售区域占比会下降, 未来公司的生鲜产品的销售占比会随之下降。

由于公司不同品类的毛利率水平不同, 服装最高, 食品日用品次之, 生鲜毛利最低。未来即使公司不提高各品类的毛利水平, 公司整体的毛利水平也会由于品类结构的变化而提高。

3. 生鲜以外品类周转效率尚待提高

开店面积加大，要求卖场中有更多的品类提供给消费者，这要求公司对品类的管理更有效。从图表 21 中的存货和库存商品周转率情况，我们看到公司整体的存货周转速度 2009 年是慢于 2008 年的，而 2010 年上半年是比 2009 年全年小幅加快的。由于公司的品类占比的变化，周转慢的食品用品和服装品类在成本中的占比有所提升，导致总周转速度下降；另外，分品类看，2009 年三大品类的周转速度都有所下降，2010 年上半年服装的周转速度进一步放慢。

由于 2010 年全年和 2011 年公司没有公布分品类的库存数据，为了分辨 2010 年和 2011 年库存周转率下降是由于品类结构变化导致，还是由于品类自身的周转速度下降，我们采用假设三大品类中两大品类的周转速度，测算第三种品类的周转速度的方法，来加以区别。

图表 21. 永辉各品类的库存周转率测算

百万		2007	2008	2009	2010 年上半年	情景一		情景二	
						2010	2011	2010	2011
存货	原材料	1.73	7.87	10.27	5.63	8.17	6.29	8.17	6.29
	库存商品	213.79	362.98	734.36	706.77	1,341.43	2,387.93	1,341.43	2,387.93
	合计	226.15	377.89	752.11	720.54	1,351.17	377.89	1,351.17	377.89
成本	生鲜及加工	1,933.64	2,789.02	4,148.36	2,534.82	5,526.32	6,820.08	5,526.32	6,820.08
	食品用品	1,038.25	1,591.33	2,361.59	1,725.32	3,739.08	6,456.44	3,739.08	6,456.44
	服装	69.16	280.91	446.05	305.81	694.09	1,031.76	694.09	1,031.76
	合计	3,041.05	4,661.26	6,956.00	4,565.94	9,959.48	14,308.29	9,959.48	14,308.29
库存商品	生鲜及加工	35.16	63.52	113.30	94.42	122.26	168.48	122.26	168.44
	食品用品	149.79	258.12	393.52	442.80	1,018.70	1,419.89	1,028.32	1,788.40
	服装	28.85	41.33	227.54	172.39	200.47	799.56	190.85	431.09
	合计	213.79	362.98	734.36	709.62	1,341.43	2,387.93	1,341.43	2,387.93
生鲜食品	库存周转率		56.52	46.92	24.41	46.92	46.92	46.92	46.92
	库存周转天数		6.46	7.78	7.42	7.78	7.78	7.78	7.78
食品用品	库存周转率		7.80	5.30	4.13	5.30	5.30	5.26	4.58
	库存周转天数		46.78	68.93	43.87	68.93	68.93	69.40	79.62
服装	库存周转率		8.01	3.32	1.53	3.24	2.06	3.32	3.32
	库存周转天数		45.60	110.01	118.36	112.54	176.89	110.01	110.01
综合库存	库存周转率		16.16	12.68	6.32	9.60	9.17	9.60	9.17
	库存周转天数		22.58	28.79	28.62	38.04	39.82	38.04	39.82
总存货	存货周转率		15.44	12.32	6.20	9.47	7.64	9.47	7.64
	存货周转天数		23.64	29.64	29.18	38.53	47.75	38.53	47.75

注：1. 浅粉色格子的是假设的数据，深粉色格子是由假设推导出来的周转情况。

2. 情景一是假设生鲜和食品百货保持了 2009 年的周转速度。

3. 情景二是假设生鲜和服装保持了 2009 年的周转速度。

资料来源：公司招股说明、公司公告、中银国际

从图表 21 的两种情景可以看出，2010 年比 2009 年分品类的库存商品至少有一个品类的周转速度是下降的，而 2011 年延续了这种趋势。由于生鲜食品类保质期短暂和固定，其周转速度与产品本身关系更大，且基本稳定在 7 到 8 天（品类总体看），所以我们认为公司的食品用品和服装品类至少有一类周转速度下降。

开店速度加快

近年公司的发展重点在加快扩张。未来几年永辉拟以每年新增加 50 家左右的门店，迅速跨区域扩张。如果以募投的 73 家门店的预计和实际固定资产投资和铺底资金来计算，如果公司每年增加 50 家店均 10,000 平米左右的租赁门店，将需要至少 11.06 亿固定资产投资和 2.56 亿的铺底资金。

图表 22.募投项目总结出的门店投资情况

募投项目	总面积(平米)	总投资金额 (百万)	单店投资额 (百万)	每平方米投资 (元)	单店固定资产 (百万)	每平方米固定资 产(元)	单店铺底流动 资金(百万)	每平方米流动资 金(元)
72 家租赁门店	581,008	1,454.34	19.07	2,362.78	14.97	1,854.78	4.10	508.00
1 家自建门店	5,256	81.55	81.55	15,516.78	76.00	14,460.77	5.55	1,056.02

资料来源：公司招股说明、公司公告、中银国际

自有物业占比加重

公司未来的另一个方向是增加自有物业，近几年会增加自有物业数量，2011 年自有物业面积占比达到 5% 左右。未来将保持这一趋势，也就是说未来每年将有 1-2 家自有门店开业。目前公司拥有的自有土地和房屋见图 23：

图表 23.公司拥有的自有土地和房屋汇总

名称	签订时间	到期	地点	土地面积	房屋面积	价格：万	单价：(元)	状态
石狮振兴店		2054 年	泉州 泉州	287				部分租赁； 2008 年 10 月开业
鳌峰店	2004 年 3 月	2044 年	福州鳌峰	7,422	2,441	790	3,237	2007 年 6 月开业
桥溪店	2008 年 9 月	2066 年	福州音西 福州音西	4,973	9,695	4,000	4,126	2008 年 12 月开业； 2010 年 2 月关闭
海峡食品配送中心	2008 年 12 月	2059 年	闽侯南屿	71,067		928	131	2011 年下半年建成
闽侯生活广场	2009 年 3 月	2049 年	闽侯甘蔗	6,693		824	1,231	2011 年 12 月开业
	2009 年 8 月	2059 年	闽侯甘蔗	7,959		185	232	
重庆武陵路店	2009 年 4 月		重庆渝北 重庆渝北			1,950		2009 年 9 月开业
		2044 年	重庆渝北	554				
永辉生活广场	2009 年 6 月	2049 年	重庆江北	36,719		13,191	3,593	在建
彭州配送中心	2010 年 3 月	2060 年	成都彭州	72,271		1,054	146	在建
重庆配送中心	2010 年下半年		重庆			7,000		在建
民心广场店	2011 年 11 月		河北	28,614	33,268	22,955	8,022	2011 年 10 月开业
恒力博纳广场	2011 年 4 月		福州鼓楼	42,125	10,000	21,000	3,323	在建
杭州宝龙店	2012 年 1 月		杭州宝龙			11,340		新签

资料来源：公司招股说明、公司公告、中银国际

目前公司在建或者有意建设的项目如下：

图表 24.公司在建或者有意建设的项目汇总

类型	名称
门店	福建漳浦旗舰店
	重庆永辉生活广场
	恒力博纳广场
	重庆西永店
	合肥东风大道店
配送中心	于洪永辉生活广场
	彭州加工配送中心
	重庆物流配送中心
	安徽物流配送中心
	东北交易物流中心

资料来源：公司公告、中银国际

盈利预测假设和估值

收入

店龄测算:

由于永辉门店数量近年增速较快,店均面积在增大,所以在以开业门店的面积与开业的月数加权计算的全部门店平均开业月数的计算中,永辉的平均店龄年轻,在2011年只有28个月。

图表 25.永辉店龄测算

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
总面积(平方米)	20,171	35,856	65,052	98,525	149,152	201,542	287,342	404,226	736,631	1,069,025	1,574,523
新增面积(平方米)	14,472	15,685	29,195	33,473	50,627	52,391	85,800	116,884	332,406	332,393	505,498
平均开业月数	7	13	16	21	23	27	30	31	26	28	28
总面积*已开业月数	138,615	467,537	1,016,571	2,023,634	3,481,673	5,507,623	8,565,956	12,605,374	19,189,739	29,618,399	44,236,338
新增面积*当年开业月数	57,887	86,871	118,757	226,441	275,739	236,130	639,825	591,314	1,991,787	1,589,085	1,789,644
新增门店当年平均开业月数	4.00	5.54	4.07	6.76	5.45	4.51	7.46	5.06	5.99	4.78	3.54
面积加权(以当年开业月份)增幅(%)			66.92	83.42	44.78	38.95	50.96	32.08	69.39	52.41	40.17

资料来源:公司公告、公司网站、中银国际

我们预计公司未来4年的收入复合增速可以达到35%。

费用结构

1.人力成本

公司各项费用中,人力成本占比最大,且呈现上升趋势。这一部分来源于随着公司门店的扩张带来的人员增加,一部分来源于平均工资的上升,以2011年来看,人员总数同比增加了43.73%,人均成本提高11.04%,其中营运人员人均月度含福利的平均工资为2152元,较2010年上涨14.42%。未来随着公司继续扩张以及全国性低收入劳动力成本的上涨,公司人力成本未来也将面临压力。

图表 26.公司各项费用金额和占收入比

(人民币,百万)	2007		2008		2009		2010		2011	
	金额	费用率(%)	金额	费用率(%)	金额	费用率(%)	金额	费用率(%)	金额	费用率(%)
租赁费用	62.60	1.70	96.70	1.70	170.56	2.01	276.27	2.24	418.44	2.36
人工成本	143.17	3.90	276.46	4.87	413.15	4.88	701.65	5.70	1,119.88	6.32
折旧和摊销	45.87	1.25	62.69	1.10	113.72	1.34	227.18	1.84	310.38	1.75
水电费	63.35	1.72	86.63	1.53	142.18	1.68	196.39	1.59	259.92	1.47

资料来源:公司公告、中银国际

图表 27.人力成本情况

	2007		2008		2009		2010		2011	
	数量/金额	数量/金额	增幅(%)	数量/金额	增幅(%)	数量/金额	增幅(%)	数量/金额	增幅(%)	
人员数	9,584	16,144	68.45	19,130	18.50	27,759	45.11	39,899	43.73	
人均成本(元)	14,937.98	17,124.47	14.64	21,596.86	26.12	25,276.44	17.04	28,067.86	11.04	
平均单店人数	165	210	26.88	157	(25.21)	178	13.48	196	9.91	

资料来源:公司公告、中银国际

2. 资本性支出预测

公司开店速度加快、开店面积加大、相应提升自有物业数量的门店发展方向，必然带来公司资本开支的增加，我们预计未来 4 年永辉的资本支出情况见下表。

假设

2011 年：闽侯生活馆已经完工，重庆永辉生活广场尚未完工；海峡完工，彭州未完，重庆和安徽未完；购买民心超市。

2012 年：重庆永辉生活广场完工；彭州完工，重庆和安徽未完；购买杭州宝龙，假设东北配送中心的土地需要交款，770 亩，单价 140/平。

2013 年：漳浦生活广场完工，自建 1 家门店；东北在建，需要 5 年，重庆和安徽在建。

2014 和 2015 年：每年自建 2 家门店；东北在建，需要 5 年，重庆和安徽在建。

图表 28. 公司的资本开支预计

(人民币, 百万)	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
自建店	105	216	318	289	289
新增自建店面积	12,000	36,719	22,000	20,000	20,000
租赁店	1,208	1,183	1,005	1,009	1,009
新增租赁店面积	458,065	453,281	478,000	480,000	480,000
配送中心	181	184	555	555	555
土地	230	212	0	0	0
合计	1,724	1,794	1,878	1,853	1,853
铺底资金	225	248	244	243	243

资料来源：公司公告、中银国际

公司未来每年将需要 20 亿左右的资本开支，2011 年年报中，公司已经表明将视情况考虑融资。

根据我们对于公司资本性开支的测算，公司的折旧和摊销金额相应的为：

图表 29. 公司的折旧和摊销预计

(人民币, 百万)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
折旧和摊销合计	227.18	312.70	498.85	648.79	798.54	894.51
增幅(%)		37.64	59.53	30.06	23.08	12.02

资料来源：中银国际

3. 租赁费用

永辉 2011 年底已开业门店有 199 家为租赁方式，租赁面积在 149 万平方米左右。租赁的门店一般签约期限是 15 年，每 3 年左右租金上涨 5% 左右。目前新租赁的门店和租赁到期续约的门店的租金上涨幅度较大。我们统计了 249 家(含签约门店)公告过租期的门店情况，无论从门店数量还是面积来看，到期的峰值均在 2023 和 2024 年，占 2011 年租赁门店的比例在 12-14% 左右，而在 2012-2015 年间，每年需要续约的门店面积占比仅有 3% 以内。我们预计 2012 年公司房租物业费用上涨幅度在 34% 左右，2013-2015 年每年房租物业费用上涨幅度在 18-27%。

图表 30. 公司 2020 年以前的租赁门店到期情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
合计数	1	7	9	10	11	8	2	6	5	4
合计面积(平方米)	7,809	24,071	32,873	44,257	36,655	38,573	14,979	34,028	32,194	32,982
数量占 2011 年底的租赁门店数量比(%)	0.50	3.52	4.52	5.03	5.53	4.02	1.01	3.02	2.51	2.01
面积占 2011 年底的租赁门店面积比(%)	0.53	1.64	2.24	3.02	2.50	2.63	1.02	2.32	2.19	2.25
统计门店数量 (含签约门店)	249									

资料来源: 公司公告、中银国际

4. 利息费用

公司在 2011 年 11 月发行 8 亿短期融资券, 在 2012 年 2 月发行 7 亿短期融资券, 据此, 我们对公司未来的借款 (年底值) 和利息费用测算如下:

图表 31. 公司的利息费用预计

(人民币, 百万)	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
短期借款	895.00	1,190.00	1,390.00	2,390.00	3,090.00	3,290.00
长期借款	150.00	104.50	404.50	477.00	477.00	477.00
其他应付款(短期融资)	0.00	800.00	700.00	0.00	0.00	0.00
利息费用	61.06	50.04	180.39	150.56	212.00	257.95
增幅(%)		(18.06)	260.51	(16.53)	40.81	21.67

资料来源: 中银国际

每股收益和估值

我们预计公司 2012 年到 2015 年的每股收益为 0.76、1.05、1.43 和 1.88 元, 4 年业绩复合增速 32.68%。2012 年由于人力、折旧和摊销以及利息费用的大幅上升, 业绩增速是未来几年的低谷。考虑到公司整合生鲜供应链上游的能力以及跨区域扩张的成长性, 给予 2012 年 38 倍市盈率, 目标价格 28.73 元, 首次给予 **持有** 评级。

图表 32. 预计每股收益和估值情况

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
每股收益(人民币, 元)	0.61	0.76	1.05	1.43	1.88
增速(%)	52.92	24.32	39.11	35.90	31.87
复合增速(相应年份至 15 年)		32.68%	35.59%		
目前市盈率(倍)	51.36	41.31	29.70		
目前价格(人民币, 元) (2012 年 4 月 16 日)	31.23				
相应年份目标市盈率(倍)		38.00			
目标价格(人民币, 元)		28.73			
涨幅(%)		(8.02)			

资料来源: 中银国际

风险提示

资本压力大

由于公司每年资本性支出较大，而公司的营运天数较同行业其他公司长（主要由于永辉占用供应商货款周期短），公司未来面临较大的资本压力。营运天数=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数。营运天数为负表明公司可以占用供应商货款以应对正常运营资金需求。

图表 33.超市公司营运周期比较

	2008	2009	2010	2011	
永辉超市	存货周转天数	23.64	29.64	38.53	47.75
	应收账款周转天数	1.62	1.90	1.61	1.63
	应付账款周转天数	20.63	24.91	32.67	41.64
	营运天数	4.64	6.63	7.46	7.74
高鑫零售	存货周转天数		49.95	50.59	59.37
	应收账款周转天数		20.53	19.17	18.86
	应付账款周转天数		84.03	85.36	91.18
	营运天数		(13.55)	(15.60)	(12.95)
物美商业	存货周转天数	27.72	29.94	32.69	33.03
	应收账款周转天数	30.28	23.47	21.92	23.96
	应付账款周转天数	77.51	76.73	73.41	75.25
	营运天数	(19.51)	(23.31)	(18.80)	(18.26)
步步高	存货周转天数	42.62	44.68	48.05	54.08
	应收账款周转天数	0.88	0.99	1.07	1.11
	应付账款周转天数	67.25	70.15	73.43	75.63
	营运天数	(23.75)	(24.48)	(24.31)	(20.44)
中百集团	存货周转天数	43.69	47.72	46.66	55.01
	应收账款周转天数	0.62	2.07	2.68	1.73
	应付账款周转天数	62.12	66.50	65.67	67.65
	营运天数	(17.80)	(16.71)	(16.33)	(10.90)
新华都	存货周转天数	36.06	40.17	42.49	45.30
	应收账款周转天数	0.48	0.72	0.76	0.69
	应付账款周转天数	45.77	45.67	43.50	43.82
	营运天数	(9.22)	(4.78)	(0.25)	2.17

资料来源：中银国际

我们可以看到，区别于其他超市运营商，公司的营运天数为正，表明公司无法有效利用占用上游供应商的货款进行展店。

我们的盈利预测是建立在公司依靠融资可以获得充足资金的假设下进行的，如果公司资金不充足，将影响未来开店的速度。

非生鲜品类面临的网购冲击

生鲜农产品由于损耗较大，对冷链物流的要求很高，同时对从田间采购到家庭餐桌这一过程的时效性要求很高，所以我们认为其网上销售较为困难。但是如果未来非生鲜食品和日用品的网购迅速增长，将对超市中这些品类的销售有所冲击，而这些品类恰是超市卖场中毛利较高的品类。

图表 34.各品类网购销售额占社零比例

(人民币, 亿元)	社会消费品零售 总额之商品零售	网络购物销售额	占社零比(%)	占限额以上企业商品 零售的比例(%)
总计	160,683	7,736	4.81	9.90
服装	16,353	2,050	12.54	25.77
数码家电	13,248	1,872	14.13	29.05
化妆品	2,267	379	16.72	34.37
书籍	1,599	232	14.51	29.83
较难在网上卖的	80,158			
占比(%)	49.89			
其他	47,056	3,203	6.81	13.74
超市相关	30,258			
占比(%)	64.30			
食品	21,221			
日用品	5,688			
办公用品	3,350			

资料来源: 中银国际

非生鲜品类面临如何有效突破跨区域瓶颈的挑战

永辉的非生鲜品类尚没有形成规模优势, 同时公司近年生鲜以外品类的经营效率较以前有所下降。公司面临跨区域非生鲜品类如何有效突破瓶颈的挑战。

通胀紧缩

在通胀紧缩的 2009 年, 永辉超市的同店增速从 2008 年高通胀时期的 23.97% 下滑到 8.44%。如果未来出现通胀紧缩, 永辉的同店增速将低于我们目前的预期, 将带来其收入和净利润的增速低于预期。

附录一、我国生鲜超市的发展

超市业态最初起源于食品超市，成型后的标准食品超市经营的食物占超市面积的70%，其中的50%是生鲜食品。发达国家以销售额计的超市生鲜食品零售份额一般在50%-90%之间，生鲜食品销售额占超市总销售额的10%左右。

上世纪90年代初期，超市业态在中国出现并迅速发展起来，超市经营生鲜食品是本身超市的起源。我国生鲜食品超市业态供给主要有国家政策鼓励的国有商业企业转型为超市业态和外商直接投资形成的超市业态，以及之后起自东南沿海城市的“农改超”。“生鲜超市”成为“农改超”后形成的超市的代名词，其生鲜食品份额占到70%-100%，占比在50%以上的超市业态是生鲜加强型超市。生鲜超市实质上成为农贸市场的替代者。

随着居民生活水平的提高，消费者对生活质量的追求日益提高。测评生活质量的重要尺度之一的“食”，不仅包括食品的内容，也包括其采购的方式，消费者对采购环境、食品质量有所要求，“农改超”从一定程度上反映了消费者需求的变化。同时，超市经营成败与否在很大程度上与生鲜农产品的经营状况有关。美国食品零售协会调查表明，生鲜食品在吸引消费者方面具有及其重要的作用，91%的消费者以是否经营高质量的生鲜果蔬作为选择超市的主要标准，86%的消费者以是否经营高质量的肉类作为主要标准。

农贸市场由于存在“脏乱差”等影响城建和城管的问题、以及农贸市场出售的农产品食用安全问题和税收问题，我国地方政府从2002年开始分期分批对农贸市场进行超市化改造。而为减少流通环节、降低流通费用、保障城乡居民消费安全和增加农民收入，2008年农业部开始提出“农超对接”，并分省市进行试点。这些都为超市经营生鲜食品创造了有利的政策环境。

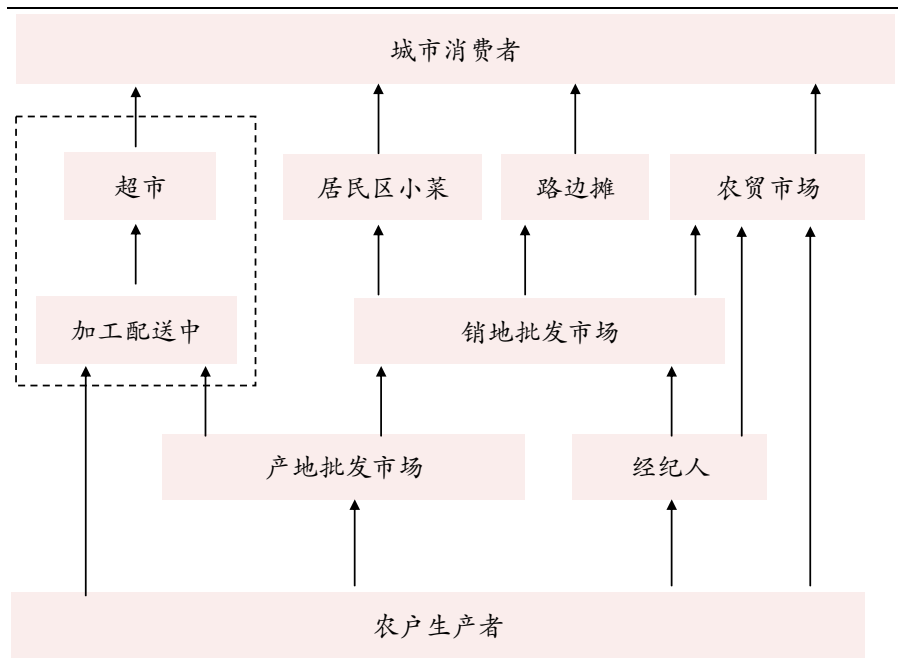
但是尽管如此，我国超市所占生鲜食品零售份额仍旧较小，农贸市场仍是生鲜食品零售的主体。目前，我国约80%的农产品经“农户—批发市场—农贸市场”销售。2010年我国粮油食品类在亿元商品交易市场中的成交额达到16,513.9亿。

图表 35.2010年亿元商品交易市场成交情况

(人民币, 百万)		成交额	其中: 批发为主	其中: 零售为主
粮油食品类		1,651,390.06	1,414,255.52	237,134.54
其中:	粮油类	239,079.20	216,615.84	22,463.36
	肉禽蛋类	224,721.32	153,756.38	70,964.94
	水产品类	316,554.39	257,938.78	58,615.61
	蔬菜类	478,938.46	429,668.29	49,270.17
	干鲜果品类	316,068.42	293,631.65	22,436.77

资料来源: 中国商品交易市场统计年鉴-2010、中银国际

图表 36.我国生鲜水果蔬菜流通体系示意图



注：生鲜水果蔬菜流通体系示意图，途中虚箭线表示较少的流通份额

资料来源：《中国城市生鲜食品超市业态形成机理研究》、中银国际

同时，相当数量的生鲜超市在随后的运营中难以维系倒闭了，这与我国不少企业的供应链管理的水平较低的现状关系很大。目前我国高效畅通的生鲜农产品流通体系尚未形成，消费者、零售商、生产者三方能否实现“共赢”，取决于生鲜农产品供应链的有效开发和管理。生鲜农产品不同于其他消费品：其易腐特性提出了时效性要求；作为食品本身，有安全性要求；而消费者的口味多样性，提出了品种多样性的要求。这些特性决定了对生鲜农产品进行供应链管理的基本特征和要求：保证生鲜农产品以最短的时间实现从田间到餐桌；保证在流通中实现品质的稳定和提升；保证向消费者提供新鲜和安全的多样性食品；降低整个物流过程中的损耗，全面节省成本。而我国目前农户规模小且分散、消费地批发市场规模大于产地批发市场所带来的较高的交易成本，生鲜食品配送中心以及冷链物流系统的缺失、设备实施落后导致生鲜食品的损耗过大等现状，成为制约不少企业生鲜食品经营的阻碍。

在近期商务部出台的《零售行业“十二五”规划指导意见》中指出，要“大力发展便利店、食杂店，方便居民生活”，对于生鲜超市这种稳定民生、可以替代农贸市场的超市业态，相信会是未来零售业发展的趋势之一。

附录二、永辉超市进入省市的发展和竞争分析

进入区域的经济发展和人口情况

图表 37. 永辉进入区域的经济发展和人口情况

	全国	福建	重庆	北京	安徽	贵州	江苏	河南	吉林	辽宁	黑龙江	天津	河北
社会消费品零售总额 (亿)	181,226	6,169	3,416	6,900	4,901	1,750	15,842	9,323	4,116	8,004	4,705	3,395	8,036
增速(%)	17.1	18.2	18.7	10.8	18.0	18.1	17.5	18.1	17.5	17.5	17.6	18.7	17.8
人均 GDP (元/人)		46,972	34,705	80,394	25,395	16,117	61,649	28,716	37,960	50,299	32,637	86,496	33,719
城镇居民人均可支配收入 (元)	21,810	24,907	20,766	32,903	18,606	16,604	26,341	18,176	17,797	20,467	15,696	26,921	18,292
增速(%)	14.1	14.4	14.3	13.2	17.8	17.4	14.8	14.1	17.5	15.5	13.3	10.8	12.5
常住人口 (万)	134,735	3,720	2,919	2,019	5,968	3,475	7,899	9,402	2,746	4,383	3,831	1,294	7,241
省会城市居民人均可支配收入 (元)	23,280	26,633			22,459	19,420	3,222	22,477	20,478	23,320	20,031		20,534
增速(%)		14.6			17.9	17.0	13.7	16.0	14.3	13.5	14.1		12.3
省会城市常住人口 (万)		712			752	432	800	863	768	811	1,064		1,016

注 1: 浅粉色格子为中银国际预估数据, 其中重庆城镇居民人均可支配收入为 2011 年上半年的数据乘以 2; 贵州城镇居民人均可支配收入实际增速 12%, 名义增速引用全国 CPI 数据计算; 河南城镇居民人均可支配收入的数据为 2010 年数据乘以全国平均年增速 14.1%;

注 2: 深粉色表格为 2010 年第六次人口普查的数据。

资料来源: 各统计局网站, 中银国际

进入区域的竞争情况

福建: 福州地区未来空间有限

图表 38. 福建地区主要超市公司的门店数量

性质	名称	福建									合计
		福州市	厦门市	南平	泉州	漳州市	三明市	龙岩市	莆田市	宁德	
当地超市	永辉	58	9	9	7	2	5	0	5	2	97
	新华都	9	10	0	25	11	5	13	16	0	97
外资跨区域型超市	沃尔玛	9	9		4	1	1		1	1	26
	家乐福	2	2						1		5
	麦德龙	1	1		1						3
	大润发	1	1		2	1		1			6
	乐购	1	1								2

注: 新华都各地区为粗略数据。

资料来源: 资料来源: 公司公告、各公司网站、中银国际

永辉在福建的主要竞争对手是新华都, 2011 年新华都共有超市 97 家, 其在福建各地的开店方式呈散点状, 各地区较为平均, 泉州最多, 为 25 家, 福州为 9 家。新华都的业态是平均单店面积在 6,000 平左右卖场形式, 其单店收入在 2011 年为 4,856 万, 远低于永辉的水平。外资零售企业普遍开设卖场和大卖场的形式, 其中沃尔玛是在福建布点最多的, 拥有 22 家店面, 在福州拥有 9 家, 是永辉的另一个强劲的竞争对手。

永辉在福州的卖场和大卖场共有 27 家, 按照我们统计的主要零售企业在福州开卖场和大卖场的目前共有 50 家, 如果以 8-10 万人可以开设一家 1 万平米的大卖场来计算, 对于拥有 712 万常住人口的福州来说, 卖场的竞争较为激烈, 我们认为未来福建超市业的扩展空间更多的在于福州以外的地区。

成渝经济区：重庆是永辉的强势区域

图表 39.成渝经济区主要超市公司的门店数量

性质	重庆		贵州		四川	
	名称	数量	名称	数量	名称	数量
当地超市	重庆百货	69				
	新世纪	82				
外资跨区域型超市	沃尔玛	13	沃尔玛	6	沃尔玛	14
	家乐福	6	家乐福	1	家乐福	14
	麦德龙	1	麦德龙		麦德龙	1
	大润发	0	大润发	0	大润发	1
	欧尚		欧尚		欧尚	3
内资跨区域型超市	卜蜂莲花	4	卜蜂莲花		卜蜂莲花	1
	大商		大商		大商	5
	武汉中百	56	武汉中百		武汉中百	
			重庆百货	1	重庆百货	5
	永辉	64	永辉	4	永辉	

资料来源：公司公告、各公司网站、中银国际

家乐福在 1998 年进入重庆，05 年以前在重庆仅有 2 家门店，目前在重庆有 6 家店。麦德龙自 1999 年在重庆开设第一家店后，未曾再开门店。2002 年好又多进入重庆，05 年以前仅有 2 家门店。沃尔玛在 2005 年进入重庆，09 年以前在重庆仅开了 4 家门店，其 09 年开始发力，一年开店 5 家。目前沃尔玛在重庆包括好又多在内共有 13 家店。易初莲花于 2005 年进入重庆，目前有 4 家店。对于社会消费品零售总额达到 3,416 亿，拥有 2,919 万常住人口的重庆来说，外资在重庆的拓展并不多。

重庆本地的超市主要是重百旗下的重庆百货和新世纪百货的超市业态，共有 151 家门店，以 2,000-3,000 平方米的超市为主。2010 年重百超市业态的收入规模为 73.33 亿，其平均单店收入在 4,700-5,000 万左右。

同样是跨区域扩张的武汉中百在 2005 年进入重庆，目前在重庆拥有 56 家仓储超市，其 2011 年在重庆的收入在 4.61 亿，2005 年到 2011 年的收入复合增长率为 52%，而 2007 年以后的复合增速仅有 4%。同时由于销售规模不大，客户认同度不高，中百在重庆地区对供应商的议价能力相对较弱，而重庆地形复杂，辐射半径较小，中百重庆地区开业以来一直处于亏损状态。

目前永辉在重庆拥有 7 家大卖场和 51 家卖场，2010 年主营收入达到 44 亿，2007 到 2010 年间的符合增速达到了 87%，2011 上半年的净利润率接近 4%，比公司在福建地区的净利润率还要高。永辉在重庆地区取得成功的原因，一方面其独特的生鲜直采直营模式使得质优价廉的生鲜产品吸引了客流，一方面对比中百的国企业制，民营企业的永辉在管理上有先天的优势，而重庆地区外资进入较少的局面更给了永辉得以成长壮大的良好竞争环境。

以 8-10 万人可以开设 1 家 1 万平米的大卖场计算，重庆市场可以容纳 300 家左右的大卖场，尚有很大的市场空间。对比福建和重庆的竞争和人口情况，永辉在重庆的优势更加明显，发展空间更大，目前 28 家签约门店的储备也证明了其深耕重庆的战略意图，我们看好永辉在重庆的发展。

京津冀都市生活圈：北京地区竞争激烈

图表 40. 京津冀都市生活圈主要超市公司的门店数量

性质	北京		天津		河北	
	名称	数量	名称	数量	名称	数量
当地超市	京客隆	55				
	超市发	98				
	美廉美	36				
	物美	184				
外资跨区域型超市	沃尔玛	14	沃尔玛	2	沃尔玛	3
	家乐福	18	家乐福	5	家乐福	10
	麦德龙	3	麦德龙	1	麦德龙	
	大润发	1	大润发	2	大润发	2
	欧尚	4	欧尚		欧尚	
	乐购	5	乐购	6	乐购	2
	乐天玛特	7	乐天玛特	2	乐天玛特	3
	卜蜂莲花	8	卜蜂莲花		卜蜂莲花	
	华堂	10	华堂		华堂	
	内资跨区域型超市			物美	52	物美
华润万家		60	华润万家	307	华润万家	7
OLE'精品超市		8	OLE'精品超市		OLE'精品超市	
大商一天客隆		33	大商一天客隆		大商一天客隆	
永辉		13	永辉	2	永辉	1

资料来源：公司公告、各公司网站、中银国际

拥有 2019 万常住人口的北京，零售市场竞争异常激烈，主要的外资超市在北京已经开业了 70 家，主要以大卖场为主。内资的华润在北京的直营模式也已经开业了 3 家大卖场和 57 家便利超市。北京当地的零售企业，京客隆、超市发、物美都是直营和加盟共同发展的商业模式，直营店主要以便利超市业态为主；美廉美是直营店，平均面积 7,000 平米的卖场形式。目前主要的当地超市的直营门店已经达到 330 家以上。

在并购了美廉美之后，物美成为了北京最大零售企业，2010 年物美整体的营业收入在 125.72 亿，平均单店收入 2,900 万，直营门店平均单店面积在 1,600 平米，粗略估计平效为 1.81 万元/平米/年。

2 泛长三角经济区：江苏地区竞争激烈

图表 41. 泛长三角经济区主要超市公司的门店数量

性质	安徽		江苏	
	名称	数量	名称	数量
当地超市	合家福	78	苏果直营	53
外资跨区域型超市	沃尔玛	14	沃尔玛	25
	家乐福	8	家乐福	25
	麦德龙	1	麦德龙	12
	大润发	10	大润发	46
	欧尚	3	欧尚	20
	乐购	3	乐购	17
	卜蜂莲花	1	卜蜂莲花	6
内资跨区域型超市	华润万家		华润万家	18
	苏果直营	29	苏果直营	
	联华直营		联华直营	4
	永辉	12	永辉	5

资料来源：公司公告、各公司网站、中银国际

安徽当地的主要零售企业是合肥百货旗下的合家福超市，共有 78 家门店。安徽常住人口 5,968 万，外资主要零售商在安徽开店合计 40 家，虽然竞争较激烈，但庞大的人口基数仍为零售市场提供了较大的发展空间。

江苏是华润旗下苏果超市的起源地，苏果是直营和加盟共有的经营模式，目前在江苏的直营门店数量达到 53 家，华润万家也开业了 18 家门店。江苏省 2011 年的社会消费品零售总额为 15,842 亿，拥有 7,899 万的常住人口，城镇居民平均可支配收入达到 2.63 万，目前沃尔玛、家乐福、大润发等主要的外资超市在江苏开店达到 150 家以上。永辉在江苏的竞争对手主要是这些外资超市。

中原经济区：尚待开发

图表 42. 中原经济区主要超市公司的门店数量

性质	河南		陕西	
	名称	数量	名称	数量
当地超市	丹尼斯	33		
外资跨区域型超市	沃尔玛	6	沃尔玛	5
	家乐福	4	家乐福	
	麦德龙	1	麦德龙	1
	大润发	2	大润发	2
	欧尚		欧尚	
内资跨区域型超市	卜蜂莲花	2	卜蜂莲花	3
	华润万家	8	华润万家	35
	大商	10	大商	1
	永辉	3	永辉	

注：大商主要是百货业态

资料来源：公司公告、各公司网站、中银国际

河南拥有 9,400 万的常住人口，2011 年社零总额为 9,323 亿，但是人均 GDP 和人均可支配收入较低。目前外资超市进入尚少，当地主要的零售企业是拥有 33 家卖场的丹尼斯，永辉和大润发都是在 2011 年进入河南的。

东北经济区：尚待开发

图表 43. 东北经济区主要超市公司的门店数量

性质	黑龙江		吉林		辽宁	
	名称	数量	名称	数量	名称	数量
当地超市	庆客隆	10	恒客隆	13	兴隆大家庭	31
外资跨区域型超市	沃尔玛	7	沃尔玛	5	沃尔玛	11
	麦德龙	1	麦德龙		麦德龙	2
	家乐福	8	家乐福	2	家乐福	15
	大润发	6	大润发	5	大润发	9
	欧尚		欧尚		欧尚	
	乐购		乐购		乐购	19
	乐天玛特		乐天玛特		乐天玛特	1
内资跨区域型超市	华润万家		庆客隆	1	庆客隆	
	大商	26	华润万家	4	华润万家	11
	永辉	1	大商	3	大商	
			永辉	1	永辉	1

注：兴隆大家庭和大商包括其百货门店数目。

资料来源：公司公告、各公司网站、中银国际

东北三省中，外资超市进入最多的是辽宁，主要外资超市门店在 57 家，相对于辽宁 4,383 万的常住人口，竞争没有东部沿海地区激烈。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	12,271	17,649	25,899	35,866	46,663
销售成本	(9,962)	(14,318)	(20,947)	(29,247)	(38,062)
经营费用	(1,615)	(2,536)	(3,517)	(4,763)	(6,152)
息税折旧前利润	694	795	1,435	1,856	2,449
折旧及摊销	(226)	(162)	(499)	(649)	(799)
经营利润(息税前利润)	468	632	936	1,207	1,650
净利息收入(费用)	(70)	(49)	(168)	(142)	(206)
其他收益/(损失)	2	20	(8)	(8)	(8)
税前利润	399	603	760	1,057	1,436
所得税	(94)	(135)	(179)	(249)	(338)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	305	467	580	807	1,097
核心净利润	302	447	576	803	1,093
每股收益(人民币)	0.461	0.608	0.756	1.052	1.429
核心每股收益(人民币)	0.455	0.582	0.750	1.046	1.423
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.248	0.345	0.469
收入增长(%)	45	44	47	38	30
息税前利润增长(%)	27	35	48	29	37
息税折旧前利润增长(%)	44	15	81	29	32
每股收益增长(%)	19	32	24	39	36
核心每股收益增长(%)	19	28	29	39	36

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	399	603	760	1,057	1,436
折旧与摊销	226	162	499	649	799
净利息费用	70	49	168	142	206
运营资本变动	89	(479)	2	(318)	(365)
税金	(94)	(56)	(158)	(179)	(249)
其他经营现金流	(4)	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	686	280	1,271	1,351	1,827
购买固定资产净值	(930)	(854)	(1,794)	(1,878)	(1,853)
投资减少/增加	2	0	0	0	0
其他投资现金流	(14)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(942)	(854)	(1,794)	(1,878)	(1,853)
净增权益	2,522	0	0	0	0
净增债务	(2)	1,050	400	585	1,210
支付股息	(127)	(77)	(153)	(191)	(265)
其他融资现金流	136	(49)	(168)	(142)	(206)
融资活动产生的现金流	2,529	923	79	253	739
现金变动	2,273	349	(445)	(275)	713
期初现金	348	2,621	2,019	1,574	1,087
公司自由现金流	(255)	(550)	(511)	(517)	(15)
权益自由现金流	(257)	426	(292)	(84)	978

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,641	2,019	1,574	1,300	1,800
应收帐款	49	110	102	141	184
库存	1,351	2,395	2,851	3,948	5,137
其他流动资产	642	1,461	1,347	1,865	2,427
流动资产总计	4,683	5,985	5,874	7,255	9,547
固定资产	997	1,839	2,724	3,897	4,969
无形资产	950	1,409	1,819	1,876	1,859
其他长期资产	60	234	234	234	234
长期资产总计	2,007	3,482	4,778	6,007	7,062
总资产	6,691	9,467	10,652	13,261	16,609
应付帐款	1,148	2,119	2,415	3,371	4,388
短期债务	895	1,190	1,390	2,603	3,600
其他流动负债	535	1,905	1,867	1,617	2,118
流动负债总计	2,578	5,214	5,671	7,591	10,106
长期借款	180	105	405	477	477
其他长期负债	75	75	75	75	75
股本	768	768	768	768	768
储备	3,085	3,301	3,728	4,344	5,177
股东权益	3,853	4,069	4,495	5,112	5,944
少数股东权益	4	4	5	6	6
总负债及权益	6,691	9,467	10,652	13,261	16,609
每股帐面价值(人民币)	5.02	5.30	5.85	6.66	7.74
每股有形资产(人民币)	3.78	3.46	3.49	4.22	5.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.01)	(2.18)	0.29	2.32	2.97

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.7	4.5	5.5	5.2	5.2
息税前利润率(%)	3.8	3.6	3.6	3.4	3.5
税前利润率(%)	3.3	3.4	2.9	2.9	3.1
净利率(%)	2.5	2.6	2.2	2.3	2.4
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.1	1.0	1.0	0.9
利息覆盖率(倍)	6.2	8.5	5.2	7.9	7.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	4.9	34.8	38.3
速动比率(倍)	1.3	0.7	0.5	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	67.7	51.4	41.3	29.7	21.9
核心业务市盈率(倍)	68.6	53.6	41.6	29.9	21.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	58.1	45.4	35.3	25.3	18.6
市净率(倍)	6.2	5.9	5.3	4.7	4.0
价格/现金流(倍)	30.1	85.8	18.9	17.8	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.3	28.1	16.9	13.9	10.7
转率					
存货周转天数	38.5	47.8	45.7	34.6	35.5
应收帐款周转天数	1.6	1.6	1.5	1.2	1.3
应付帐款周转天数	26.5	33.8	31.9	29.4	30.3
回报率					
股息支付率(%)	25.1	32.8	32.8	32.8	32.8
净资产收益率(%)	12.4	11.8	13.6	16.8	19.9
资产收益率(%)	7.3	6.1	7.1	7.7	8.4
已运用资本收益率(%)	13.3	12.8	16.3	16.8	18.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

高鑫零售(6808.HK/港币 10.12, 未有评级)

物美商业(1025.HK/港币 16.50, 买入)

步步高(002251.SZ/人民币 23.92, 买入)

中百集团(000759.SZ/人民币 9.59, 买入)

新华都(002264.SZ/人民币 10.97, 持有)

以 2012 年 4 月 16 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371