



商业模式在优化，估值溢价可持续，重申买入评级

建议理由

1) 生鲜模式强大的集客力为公司快速跨区域扩张保驾护航。公司获得了高于本土同行的平销，证明公司生鲜强大的集客力确实带动了快消品的销售及其模式的有效性。2) 公司商业模式在不断优化中。尽管生鲜对营运资金的较大需求导致公司较弱的占款能力和较高的财务费用，但我们看到公司营运资金占销售的比重从2009年的5.86%下降至2012年前三季的0.61%，公司应付账款周转天数从09年的24.9天上升至2012年前三季的46天，其中快消品的帐期从09年的73天上升至2012年前三季的90天，与行业水平一致，大力改善了公司营运资金。

推动因素

1) 快速外延扩张仍是公司成长的核心驱动因素。公司年均开店数量50家，远超本土同行，目前储备门店数超110家，快速扩张能力是未来公司成长为行业龙头的核心驱动因素。2) 品类优化将带来公司前台（商品零售）毛利率和后台（供应商返点和租金）收入占比的提升，营运资金的改善有利于公司财务费用的节约，这将带来公司盈利能力的提升。

估值

由于跨区域扩张的有效进行，我们预测2012-2014年每股收益CAGR为38.6%，在超市同行中处于第一四分位，按照0.9X PEG (2012-2014年净利润成长性)对应2013年35倍PE，得到目标价人民币31元。我们对沃尔玛、全食公司的历史估值轨迹分析表明永辉目前享有的估值溢价具有合理性，全食公司的营运资金同样为正，且占销售比重不断上升，但仍享有35倍PE估值，远超零售同行。DCF交叉验证结果31.00元所展现的公司中长期情景为：2012-2020年收入复合增速21.6%，到2020年公司收入达到1228亿元，占大卖场业态市场份额为8-10%，公司需要持续投入营运资金，净利率稳定在2.4%，WACC为11.27%，永续增长率为4.5%，我们认为上述情景是中性保守的。维持买入评级。

主要风险

异地扩张门店经营低于预期；通胀下行影响同店销售增速；人工、租金成本上涨超预期。

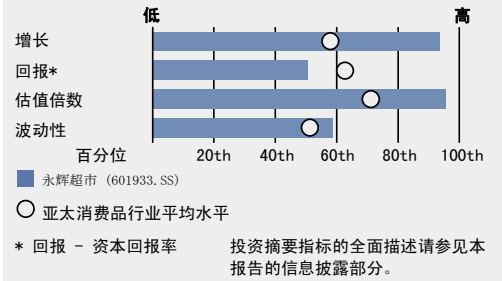
所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：具吸引力

胡维波 执业证书编号: S1420511110001
+86(21)2401-8944 weibo.hu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	23.03
12个月目标价格 (Rmb)	31.00
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	17,684.7 / 2,838.6
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21
每股盈利增长 (%)	52.8	3.7	40.5	36.6
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21
每股基本盈利 (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21
市盈率 (X)	37.9	36.5	26.0	19.0
市净率 (X)	4.3	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA (X)	22.6	14.7	11.5	8.9
股息收益率 (%)	0.9	0.3	0.4	0.5
净资产回报率 (%)	11.8	11.3	14.1	16.8
CROCI (%)	15.8	13.5	12.8	13.0

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(1.4)	(28.1)	(30.3)
相对于上证A股指数	2.9	(16.8)	(17.0)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为11/21/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

永辉超市：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	17,731.6	25,675.4	33,946.9	43,095.4	现金及等价物	2,019.1	2,716.1	2,075.2	2,198.7
主营业务成本	(14,318.2)	(20,717.1)	(27,326.1)	(34,620.8)	应收账款	916.5	1,327.1	1,754.6	2,227.5
销售、一般及管理费用	(2,781.0)	(4,127.4)	(5,513.1)	(6,985.6)	存货	2,395.4	3,465.9	4,571.6	5,792.0
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	654.0	654.0	654.0	654.0
其它营业收入/ (支出)	(16.1)	(23.3)	(30.8)	(39.1)	流动资产	5,984.9	8,163.1	9,055.4	10,872.1
EBITDA	928.9	1,240.7	1,692.5	2,244.9	固定资产净额	1,838.8	2,429.1	3,156.8	3,640.5
折旧和摊销	(312.7)	(433.1)	(615.7)	(795.1)	无形资产净额	336.4	326.2	315.9	305.7
EBIT	616.2	807.6	1,076.8	1,449.8	长期投资	210.0	210.0	210.0	210.0
利息收入	24.5	32.6	24.9	26.4	其它长期资产	1,096.7	1,889.5	2,672.3	3,435.0
财务费用	(73.9)	(230.6)	(230.4)	(272.6)	资产合计	9,466.9	13,017.9	15,410.5	18,463.3
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	2,730.8	3,951.2	5,211.7	6,603.0
其它	36.0	36.0	36.0	36.0	短期贷款	1,190.0	3,190.0	3,690.0	4,490.0
税前利润	602.8	645.5	907.3	1,239.5	其它流动负债	1,293.4	1,188.2	1,207.8	1,232.7
所得税	(135.2)	(161.4)	(226.8)	(309.9)	流动负债	5,214.2	8,329.4	10,109.5	12,325.7
少数股东损益	(0.6)	0.0	0.0	0.0	长期贷款	104.5	104.5	104.5	104.5
优先股股息前净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	其它长期负债	75.3	75.3	75.3	75.3
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	179.8	179.8	179.8	179.8
非经常性项目前净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	负债合计	5,394.0	8,509.2	10,289.4	12,505.6
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	普通股权益	4,068.6	4,504.3	5,116.7	5,953.4
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21	少数股东权益	4.4	4.4	4.4	4.4
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21	负债及股东权益合计	9,466.9	13,017.9	15,410.5	18,463.3
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21	每股净资产 (Rmb)	5.30	5.87	6.66	7.75
每股股息 (Rmb)	0.20	0.06	0.09	0.12					
股息支付率 (%)	32.9	10.0	10.0	10.0					
自由现金流收益率 (%)	(5.3)	(6.5)	(6.2)	(3.4)					
增长率和利润率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	比率	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	44.0	44.8	32.2	26.9	CROCI (%)	15.8	13.5	12.8	13.0
EBITDA增长率	35.8	33.6	36.4	32.6	净资产回报率 (%)	11.8	11.3	14.1	16.8
EBIT增长率	33.4	31.1	33.3	34.6	总资产回报率 (%)	5.8	4.3	4.8	5.5
净利润增长率	52.8	3.7	40.5	36.6	平均运用资本回报率 (%)	11.7	10.3	9.5	9.7
每股盈利增长	52.8	3.7	40.5	36.6	存货周转天数	47.8	51.6	53.7	54.6
毛利率	19.3	19.3	19.5	19.7	应收账款周转天数	12.2	15.9	16.6	16.9
EBITDA利润率	5.2	4.8	5.0	5.2	应付账款周转天数	53.0	58.9	61.2	62.3
EBIT利润率	3.5	3.1	3.2	3.4	净负债/股东权益 (%)	(17.8)	12.8	33.6	40.2
					EBIT利息保障倍数 (X)	12.5	4.1	5.2	5.9
现金流量表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	基本市盈率 (X)	37.9	36.5	26.0	19.0
折旧及摊销	312.7	433.1	615.7	795.1	市净率 (X)	4.3	3.9	3.5	3.0
少数股东权益	0.6	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	22.6	14.7	11.5	8.9
运营资本增减	(241.8)	(260.7)	(272.7)	(302.0)	企业价值/总投资现金 (X)	2.9	1.9	1.6	1.4
其它	40.7	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	0.9	0.3	0.4	0.5
经营活动产生的现金流	579.1	656.6	1,023.4	1,422.7					
资本开支	(1,724.4)	(1,805.9)	(2,115.9)	(2,031.2)					
收购	(156.4)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(673.4)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(2,554.2)	(1,805.9)	(2,115.9)	(2,031.2)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(118.6)	(153.6)	(48.4)	(68.0)					
借款增减	1,066.5	2,000.0	500.0	800.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(30.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	917.9	1,846.4	451.6	732.0					
总现金流	(1,057.2)	697.1	(640.9)	123.4					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

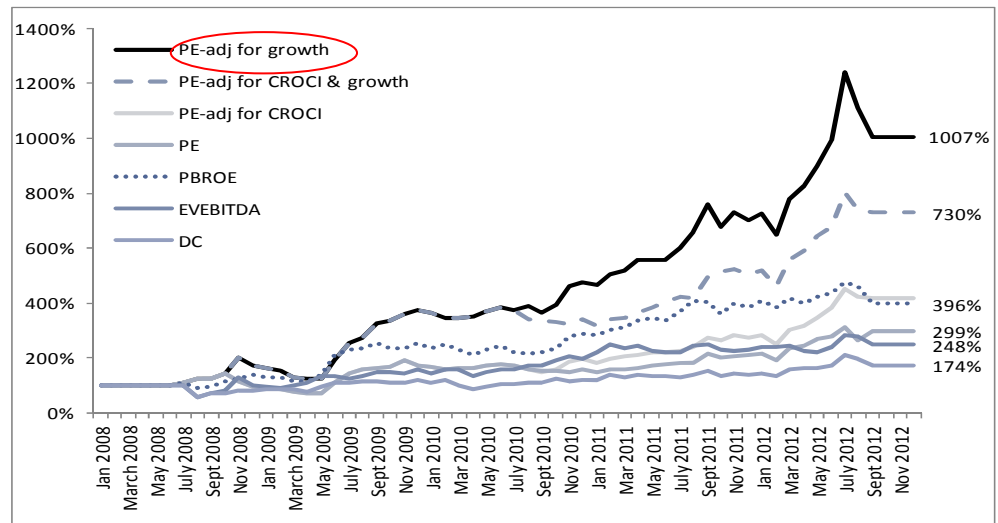
胡维波

weibo.hu@ghsl.cn

- 1) 这与 A 股市场的投资风格和特性相关: 与海外成熟市场相比, A 股市场更看重成长性。
- 2) 相对成熟市场, A 股投资者更加注重短期盈利的趋势, 相比于 2014 年对于 2013 年及 2015 年对 2014 年的增长, 市场更加看重 2013 年对于 2012 年及 2014 年对 2013 年的增长, 如果短期 2013 年能实现更高的增长, 投资者愿意给予更高的估值。
- 3) 我们回溯测试结果表明, 对于净利润复合增速超过 40% 和低于 10% 的公司, 给予 25% 的溢价上限或更高的折价下限得出的阿尔法也最高, 相应得到我们覆盖的超市公司估值区间对应 PE 水平为 15 倍—35 倍。

永辉超市 2012—2014 年每股收益 CAGR 为 38.6%, 在超市同行中处于第一四分位, 按照 0.9X PEG (2012-2014 年净利润成长性) 对应 2013 年 35 倍 PE, 得到目标价人民币 31.00 元, 维持公司买入评级。

图表2: 回溯测试结果表明, 基于成长性调整后的 PE 估值法获得的阿尔法最高



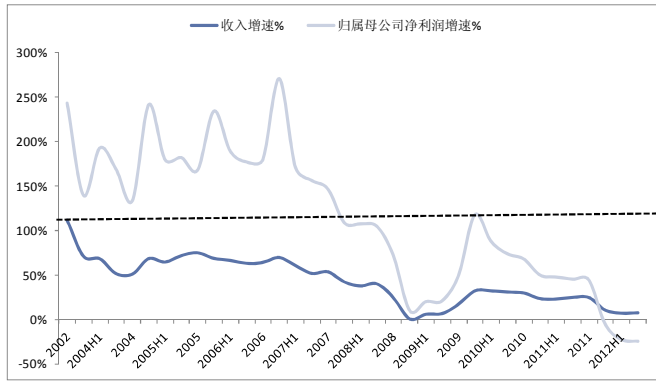
资料来源: Datastream、高华证券研究预测

案例分析: 高成长性、行业龙头、模式独特性均可享受估值溢价

我们认为高成长性、行业龙头、模式独特性和稀缺性均可享受估值溢价。

- 1) **苏宁电器:** 2002 年—2007 年公司保持了年均 98% 的复合增速, 创造了 A 股零售的奇迹。自 2004 年上市后, 公司便享有估值溢价, 尤其是在 2006—2008 年间估值溢价不断增大, 最高享有 167% 的溢价 (发生在 2007 年 10 月 26 日)。受经济危机影响, 随着 2008 年四季度零售和地产行业的增速下滑, 公司 2008 年净利润增速首次低于 50%, 且 2008Q4 单季净利润同比下滑 12.63%, 估值溢价急剧下降。在度过自身的高速成长期后, 苏宁享受与行业相当的估值水平。

图表3: 苏宁电器 2002 年至今收入和归属于母公司净利润增速%



资料来源: 万得、高华证券研究部

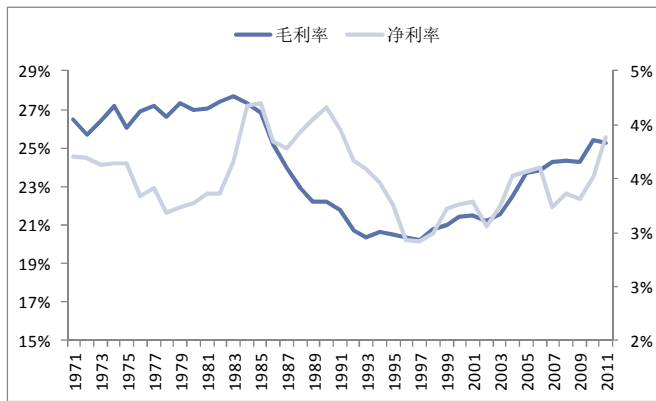
图表4: 苏宁电器与所有 A 股大盘、零售行业的估值溢价水平



资料来源: 万得、高华证券研究部

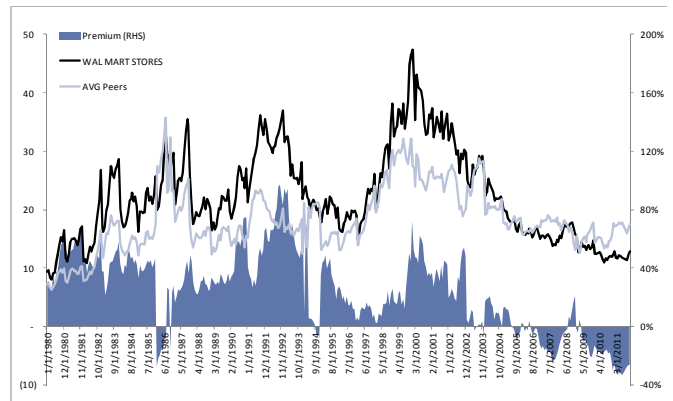
2) 沃尔玛: 沃尔玛在收入利润快速成长的 80 年代至 90 年代初, 相对美国同行 PE 平均溢价超过 40%, 最高接近 80%。而在之后十年中, 估值溢价仍有 30%。我们同时也发现, 在沃尔玛快速扩张的 80—90 年代, 其毛利率和净利率均是不断下降的, 但却不影响其享受估值溢价。

图表5: 沃尔玛毛利率和净利率在 80 年代—90 年代处于下降通道



资料来源: 公司数据、高华证券研究

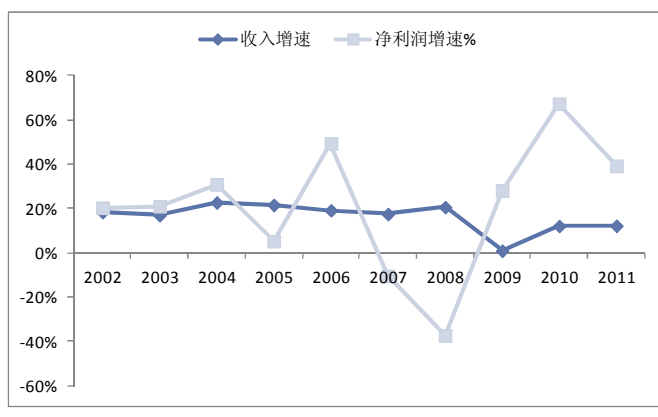
图表6: 但这个阶段沃尔玛因其快速成长, 其享有的估值溢价却是最高



资料来源: 公司数据、高华证券研究

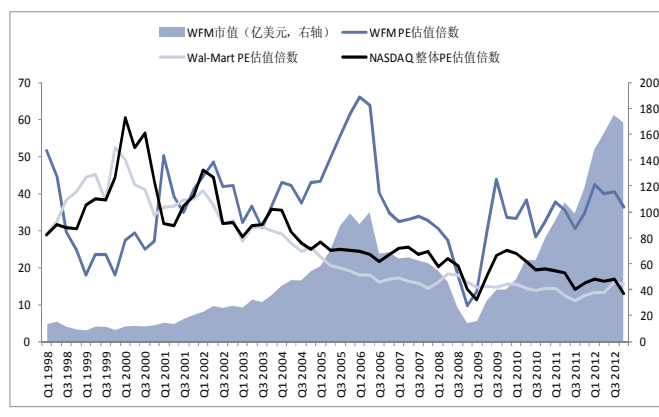
3) 美国全食食品公司(WFM)作为全美最大的天然有机食品零售商, 凭借独特的商业模式和稀缺性, 目前在纳斯达克市场享有 35 倍 PE, 远高于零售同行和整个纳斯达克市场, 估值溢价明显。我们同时发现, WFM 超市在过去几年中净利润增速是比较波动的 (还有利润下滑的年份), 且营运现金流也为正, 且其占销售比重在不断上升, 但这并没有影响到其估值溢价。

图表7: WFM 近年收入和利润增速, 利润增速比较波动



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表8: ...但这并不影响公司享有远高于纳斯达克市场和零售同行的估值水平



资料来源: Datastream、高华证券研究

DCF 估值法交叉验证

虽然 DCF 估值法受制于很多因素和条件的限制, 但我们认为该估值法也有助于我们了解目前的股价已经反映了中长期的哪些因素。如下表所示, 我们 31.00 元目标价对应的中长期情景为:

- 1) 公司 2020 年销售收入达到 1228 亿元, 2012—2020 年的收入复合增速为 21.61%, 占中国整个大卖场市场份额约为 8%—10%, 我们认为该项预测并不乐观。此外, 根据我们港股零售团队的预测, 高鑫零售 2011—2021 年的收入复合增速可达 14%—15%, 到 2020 年高鑫零售销售额可达 2200 亿元, 考虑到永辉和高鑫零售目前不同的发展阶段, 我们认为对永辉的收入预测并不乐观。
- 2) 公司营运资金的变化持续为负, 公司持续投入营运资金。如果未来公司商业模式持续优化, 参看同行的数据, 我们认为公司营运资金是有改善空间的, 因此我们认为该项假设偏保守。
- 3) 公司的营业利润率稳定在 3.4%左右, 净利率稳定在 2.4%, 参看我们美股和港股分析师对沃尔玛和高鑫零售的预测, 其净利率稳定在 3.2%—3.5%之间, 因此我们认为对永辉盈利能力的假设也是偏保守的。
- 4) 我们假设公司 WACC 为 11.3%, 第二阶段 (2021—2025 年) 增长率为 8%, 永续增长率为 4.5%。

图表9: 永辉超市 DCF 结果分析

Yonghui (in CNY mn)	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Sales	3,673	5,678	8,475	12,317	17,732	25,675	33,947	43,095	53,771	65,601	78,721	92,891	107,753	122,839
EBIT	206	307	365	462	616	808	1,077	1,450	1,877	2,236	2,684	3,167	3,674	4,188
Tax	(61)	(66)	(75)	(94)	(135)	(161)	(227)	(310)	(398)	(479)	(593)	(717)	(848)	(983)
Depreciation & amortisation	46	63	114	222	313	433	616	795	932	984	1,129	1,279	1,436	1,711
Change in net working capital	(136)	(123)	(199)	89	(242)	(261)	(273)	(302)	(355)	(390)	(432)	(467)	(490)	(497)
Capital expenditures & acquisition	(179)	(378)	(759)	(930)	(1,724)	(1,806)	(2,116)	(2,031)	(1,440)	(1,440)	(1,640)	(1,700)	(1,760)	(1,820)
Free cash flow to the firm	(125)	(199)	(554)	(251)	(1,172)	(987)	(923)	(398)	616	912	1,147	1,562	2,011	2,599
% chg		-59%	-178%	55%	-368%	16%	7%	57%	255%	48%	26%	36%	29%	29%
Discount period								1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0
Discount factor								0.90	0.81	0.73	0.65	0.59	0.53	0.47
PV of cash flows								(358)	498	662	749	916	1,060	1,231
Sales Growth		54.6%	49.3%	45.3%	44.0%	44.8%	32.2%	26.9%	24.8%	22.0%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%
EBIT Margin	5.6%	5.4%	4.3%	3.8%	3.5%	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
Net Margin	3.5%	3.8%	3.0%	2.5%	2.6%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
Capex to sales	4.9%	6.7%	9.0%	7.6%	9.7%	7.0%	6.2%	4.7%	2.7%	2.2%	2.1%	1.8%	1.6%	1.5%
Depreciation as % of Sales	1.2%	1.1%	1.3%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
WACC calculation														
Equity component														
Equity market premium		6.5%												
Risk free rate		4.5%												
Beta		1.35												
Cost of equity		13.3%												
Debt component														
Cost of debt		7.0%												
Tax rate		25.0%												
After-tax cost of debt		5.3%												
Long run capital structure														
Equity		75%												
Debt		25%												
WACC		11.3%												
Terminal growth rate			4.50%											
DCF Valuation (all in CNY mn)														
Total PV of CFs										10,389				
Terminal growth rate										4.50%				
Terminal value										58,953				
PV of terminal value										16,369				
Firm value										26,758				
Net debt										2,927				
Minority interest										4				
Implied value/ Equity value										23,827				
Shares outstanding (current)										768				
Equity value per share (CNY)										31.03				
Current price (CNY)										23.02				
implied upside/downside										35%				

资料来源: 公司数据、高华证券研究

从敏感性分析结果看, 如果是 11.3% 的 WACC 和 3.5% 的永续增长率, 则公司 DCF 估值为 28.11 元。此外, 我们发现, 即使公司的营业利润率和净利率长期稳定在 3% 和 2%, DCF 估值也有 26.44 元。

图表10: DCF 估值结果对 WACC 和永续增长率的敏感性分析

	31.03	WACC				
		10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%
Terminal growth rate	3.5%	34.23	30.95	28.11	25.62	23.44
	4.0%	36.23	32.59	29.47	26.76	24.40
	4.5%	38.58	34.49	31.03	28.06	25.48
	5.0%	41.37	36.72	32.84	29.54	26.72
	5.5%	44.74	39.38	34.96	31.27	28.13

资料来源: 高华证券研究

图表11: DCF 结果对净利率、营业利润率的敏感性分析

	EBIT Margin	Net Margin	WACC	Terminal growth rate	DCF
Case 1	3.0%	2.1%	11.3%	4.5%	26.44
Case 2	3.4%	2.4%	11.3%	4.5%	31.03
Case 3	4.2%	3.0%	11.3%	4.5%	40.09

资料来源: 高华证券研究

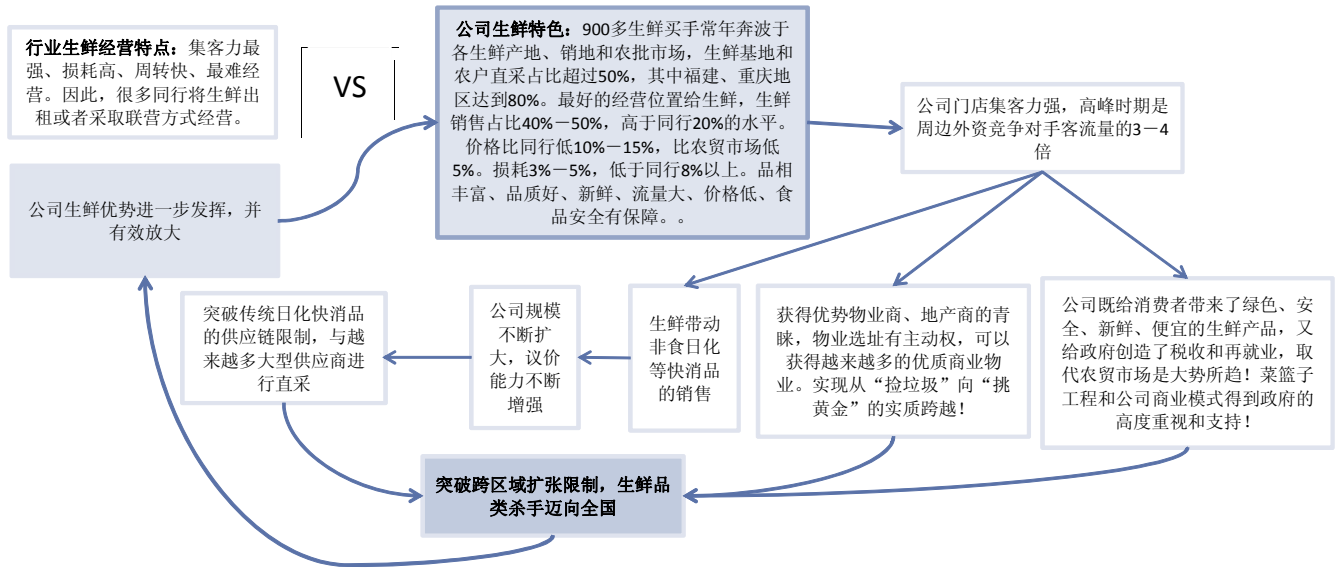
公司商业模式再探讨

生鲜模式的双刃剑

1) 优势: 独特的生鲜效率环引领公司快速扩张

我们在《转型中国：首次覆盖7家超市企业，买入步步高和永辉》（2012年2月27日）中总结了公司独特的生鲜效率环，提出公司独特的生鲜效率环引领公司走出了一条全国跨区域扩张的差异化竞争之路。

图表12: 公司独特的生鲜效率环引领公司走出一条全国跨区域扩张的差异化竞争之路



资料来源：公司数据、高华证券研究

从财务结果看，因为生鲜的客单价一般低于快消品的客单价，而公司能够取得高于本土同行的平销，证明了公司生鲜强大的集客力确实带动了快消品的销售。

图表13: 本土超市同行平销比较

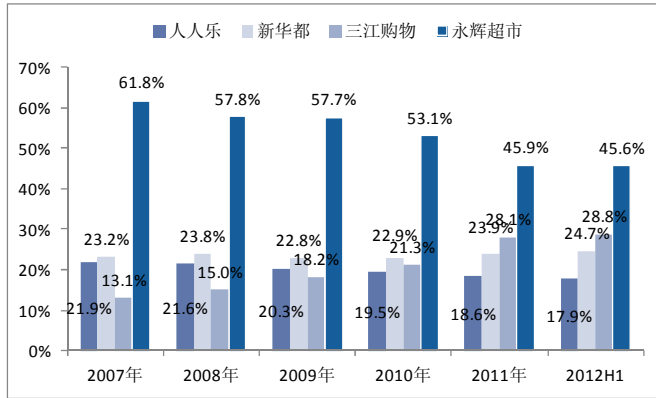
永辉超市较高的平销验证了生鲜效率环的有效性

平销 (元/平米)	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
永辉超市	12724	14001	11783	11730	11294
人人乐	8265	8042	7320	7467	6834
新华都	7206	7252	6955	7654	8646
华联综超	8032	7950	7856	9342	8979
三江购物	10880	12346	11727	10928	10984

资料来源：公司数据、高华证券研究

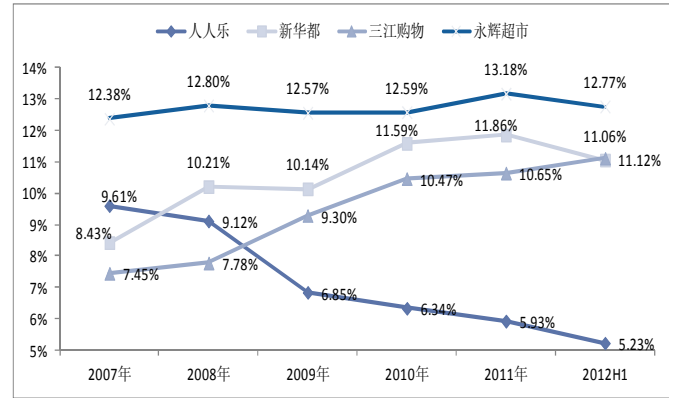
永辉超市生鲜销售占比超过40%，远高于同行20%的均值水平。并且生鲜毛利率雄踞同行榜首，得益于先进成熟的生鲜经营技术：基地直采缩短流通环节、采购价格低、品类丰富、品相好、质量好、损耗低、周转快（图表14和15）。

图表14: 永辉生鲜产品销售占比远高于同行



资料来源: 公司数据、高华证券研究

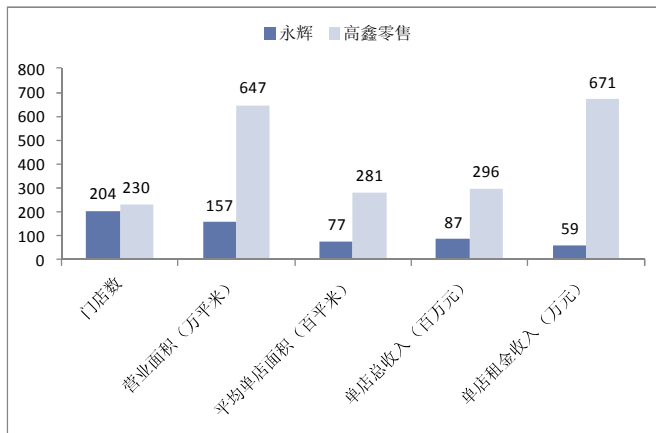
图表15: 永辉生鲜销售毛利率雄踞同行榜首



资料来源: 公司数据、高华证券研究

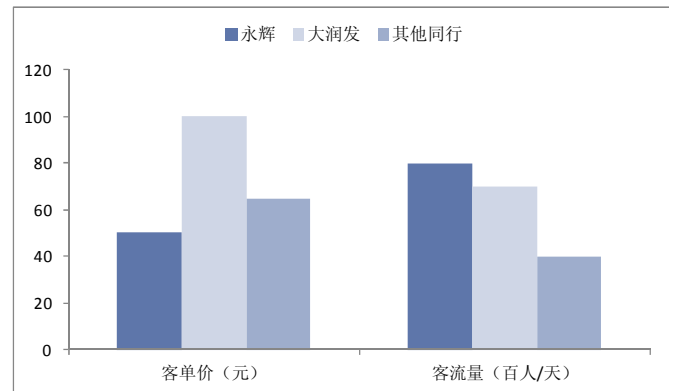
与另一超市巨头大润发相比, 公司的日均客流量略高于大润发的日均客流, 但客单价远低于大润发致使其单店销售和坪销均低于大润发。

图表16: 永辉和高鑫零售经营数据简单对比 (2011年)



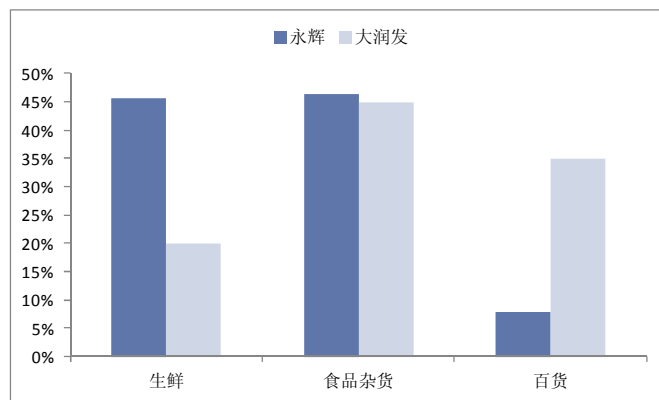
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表17: 永辉与同行的客单价、客流量比较 (以1万平米的标准大卖场为例, 2011年)



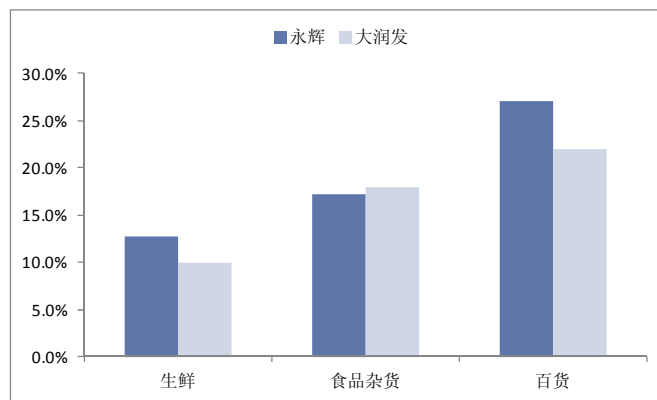
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表18: 永辉和大润发销售结构比较



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表19: 永辉和大润发各品类毛利率比较



资料来源: 公司数据、高华证券研究

2) 劣势: 生鲜对营运资金的占用需求大

我们在《转型中国: 首次覆盖 7 家超市企业, 买入步步高和永辉》(2012 年 2 月 27 日) 中也提出了公司生鲜模式对财务结果的负面影响: 即因为生鲜模式对上游供应商的占款较弱, 大部分采用现金采购方式, 因此公司远高于同行的运营现金流投入可能导致公司借款和财务费用高于预期。在此, 我们做更为深入的分析。

从下列图表可见, 在 A 股 8 家上市超市和港股上市的高鑫零售这些样本中, 唯独永辉超市的营运资金为正, 其余超市同行均为负, 这说明公司不能依赖于占取供应商款项来获取更多的营运现金流, 并用于支撑快速扩张。而高鑫零售的营运资金占销售比重位居同行前列(稳定在负 13%—负 16%, 而同行均值为负 10%左右)。但我们同时也看到, 在国际同行中, 以经营高端有机生鲜为主的 WFM 超市的营运现金流也为正, 且其占销售比重在不断上升, 而公司在纳斯达克市场也享受了远超同行的估值溢价。

图表20: 中国本土超市营运资金简况(百万元)

证券名称	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q1	2012H1	2012Q1-Q3
永辉超市	53.3	285.7	496.5	365.3	741.7	780.8	461.4	109.1
中百集团	-748.3	-890.0	-1,014.0	-1,241.5	-1,603.2	-1,661.0	-1,813.5	-2,059.7
人人乐	-686.4	-642.1	-648.7	-591.6	-168.3	-258.7	-271.8	-472.3
新华都	-160.4	-220.5	-380.8	-412.3	-562.4	-397.8	-115.7	-456.3
三江购物	-247.9	-193.7	-301.0	-399.5	-570.1	-631.9	-618.7	-792.1
华联综超	-941.9	-907.3	-895.6	-1,308.5	-1,495.1	-1,512.8	-1,400.1	-1,653.7
红旗连锁			-252.6	-70.4	-136.7		-98.5	-131.9
高鑫零售		-4,993.0	-6,693.0	-8,675.0	-11,152.0		-11,321.0	

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表21: 中国本土超市营运资金占销售额比重

证券名称	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q1	2012H1	2012Q1-Q3
永辉超市	1.5%	5.0%	5.9%	3.0%	4.2%	12.5%	3.9%	0.6%
中百集团	-10.8%	-10.3%	-10.0%	-10.5%	-11.6%	-37.2%	-22.7%	-17.6%
人人乐	-11.1%	-8.4%	-7.4%	-5.9%	-1.4%	-7.2%	-4.1%	-4.9%
新华都	-9.8%	-9.7%	-12.2%	-9.4%	-9.9%	-22.2%	-3.5%	-9.2%
三江购物	-7.7%	-4.8%	-6.8%	-8.3%	-11.1%	-41.4%	-22.9%	-20.1%
华联综超	-12.7%	-10.5%	-9.7%	-12.7%	-13.1%	-44.3%	-22.6%	-18.0%
红旗连锁			-10.2%	-2.5%	-4.0%		-5.1%	-4.5%
高鑫零售		-13.2%	-14.7%	-15.4%	-16.4%		-28.7%	
除永辉外的均值	-10.1%	-9.3%	-10.0%	-9.0%	-9.8%	-32.1%	-16.0%	-12.3%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表22: 国际超市同行营运资金占销售比重%

Company	Country	2008	2009	2010	2011	2012E
Wal-Mart Stores, Inc.	United States	-1.5%	-2.5%	-1.9%	-1.7%	na
Target Corporation	United States	11.3%	10.2%	8.4%	7.4%	na
Costco Wholesale	United States	-2.7%	-2.6%	-1.9%	na	na
The Kroger Co.	United States	-0.1%	-0.1%	-0.8%	-0.7%	-0.9%
Safeway Inc.	United States	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-1.7%	-1.5%
The Fresh Market	United States	na	-2.3%	-2.3%	-2.6%	-2.2%
Whole Foods Market	United States	-0.9%	0.4%	3.3%	5.1%	8.7%
Aeon	Japan	3.3%	2.9%	1.2%	-0.5%	2.5%
Lawson	Japan	-32.6%	-26.4%	-27.9%	-29.4%	-29.7%
FamilyMart	Japan	-37.6%	-37.2%	-24.2%	-30.5%	-33.9%
Seven & i Holdings	Japan	-4.6%	-5.6%	-6.7%	-8.0%	-13.2%
Metro	Germany	-15.3%	-15.8%	-16.1%	-15.5%	-15.1%
Carrefour	France	-21.7%	-19.1%	-18.5%	-19.4%	-19.6%
X5 Retail Group	Russia	-7.9%	-12.5%	-8.6%	-7.3%	-7.1%
Tesco	United Kingdom	-8.8%	-11.6%	-11.9%	-12.7%	-12.5%
Morrison (Wm)	United Kingdom	-9.6%	-8.3%	-6.8%	-5.9%	-5.7%
J Sainsbury	United Kingdom	-8.6%	-8.2%	-7.4%	-7.2%	-7.2%
Average	China ex Yonghui	-9.3%	-10.0%	-9.0%	-9.8%	na
	USA	1.0%	0.3%	0.6%	1.0%	1.0%
	Europe	-12.0%	-12.6%	-11.5%	-11.3%	-11.2%
	Japan	-17.9%	-16.6%	-14.4%	-17.1%	-18.6%

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、高华研究

与苏宁电器的比较

虽然苏宁电器与永辉分处不同的子行业, 但由于苏宁电器在 2001—2007 年的收入和利润的复合增速分别高达 70.0%和 97.5%, 创造了本土零售业的奇迹, 因永辉模式的独特性, 市场很多投资者关注两家公司的比较。

如下图所示, 从收入规模看, 目前永辉的发展阶段跟苏宁在 2001—2006 年的发展水平相当, 我们预计 2012 年公司能够达到苏宁电器 2006 年的收入水平。从两家公司的财务数据体现的模式差异, 我们认为主要体现在:

1) 超市行业品类管理更加复杂、行业需求更加稳定、竞争更加激烈、跨区域扩张更难、供应链管理要求高于家电连锁行业, 因而我们看到苏宁的可持续收入增速高于永辉超市。1997—2006 年是中国家电需求快速增长的十年, 也是家电连锁业快速扩张的十年, 当时的房地产市场也持续繁荣发展。

2) 苏宁和永辉的毛利率水平均稳步上升, 但永辉的净利率水平比较波动, 而苏宁的净利率持续上扬。这说明两家公司的营运杠杆差异较大, 永辉要实现利润和收入的同步增长, 需要投入更多的OPEX。并且, 目前超市行业面临的人工、租金费用的快速上涨也是当初苏宁所没有遇到的。此外, 我们认为这可能与两种业态的差异也相关, 我们看到沃尔玛在1980—1990快速扩张的阶段, 净利率水平也是持续下行的。

3) 在同等量级的收入规模下, 永辉的非流动资产占总资产比例是苏宁的2—3倍, 而苏宁的应付项目占总资产的比例却是永辉的2倍。说明永辉需要投入更多的资金来支撑其快速扩张和发展, 但其在更早阶段注重后台物流和供应链体系建设, 我们看到苏宁是在2007年之后才开始大力建设物流等后台系统的。

4) 从经营活动现金流看, 两家公司均比较健康良性。

图表23: 永辉超市和苏宁电器的业务模式比较

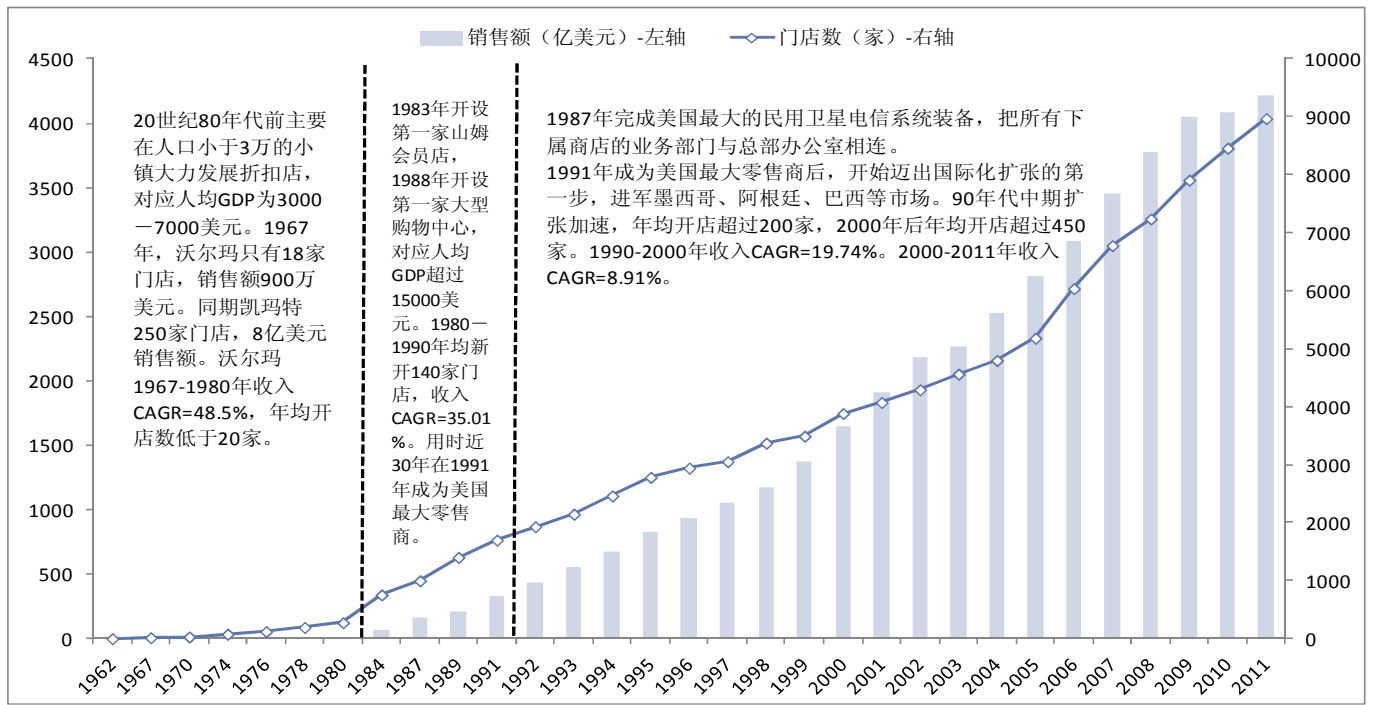
单位: 百万元		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
从收入规模上看, 永辉相当于苏宁电器2002—2006年的水平, 所以永辉2代表回溯至该阶段												
收入	苏宁	1,663.9	3,525.6	6,033.7	9,107.2	15,936.4	26,161.3	40,152.4	49,896.7	58,300.1	75,504.7	93,888.6
	永辉 永辉2		3,673.2	5,678.2	8,474.8	12,316.5	17,731.6	3,673.2	5,678.2	8,474.8	12,316.5	17,731.6
净利润总额	苏宁	25.6	60.2	105.4	190.5	372.5	797.5	1,523.2	2,259.9	2,988.5	4,105.5	4,886.0
	永辉 永辉2		131.4	216.6	256.9	305.1	467.6	131.4	216.6	256.9	305.1	467.6
收入增速	苏宁		111.9%	71.1%	50.9%	75.0%	64.2%	53.5%	24.3%	16.8%	29.5%	24.3%
	永辉 永辉2			54.6%	49.3%	45.3%	44.0%		54.6%	49.3%	45.3%	44.0%
利润增速	苏宁		131.9%	68.9%	83.2%	93.5%	116.1%	93.4%	48.1%	33.2%	38.8%	20.2%
	永辉 永辉2			64.6%	19.0%	20.2%	52.8%		64.6%	19.0%	20.2%	52.8%
毛利率	苏宁	8.9%	8.4%	8.6%	9.8%	9.7%	14.9%	14.5%	17.2%	17.3%	17.8%	18.9%
	永辉							17.2%	17.9%	17.9%	19.1%	19.3%
净利率	苏宁	1.5%	1.7%	1.6%	2.0%	2.2%	2.9%	3.6%	4.3%	5.0%	5.3%	5.1%
	永辉							3.5%	3.8%	3.0%	2.5%	2.6%
永辉在同等量级的规模条件下, 非流动资产占总资产比例是苏宁的2—3倍, 说明永辉更早阶段开始注重后台建设, 包括物流和固定资产投资等												
非流动资产占总资产比例	苏宁	9.1%	19.1%	13.3%	11.4%	10.8%	8.5%	16.2%	20.5%	15.7%	21.5%	27.4%
	永辉 永辉2		33.9%	28.8%	37.6%	29.3%	36.8%	33.9%	28.8%	37.6%	29.3%	36.8%
永辉的模式决定了其占款能力低于苏宁, 资金消耗比苏宁更大, 模式需要进一步优化, 包括品类结构优化和生鲜模式的升级												
应付项目占总资产比例	苏宁	60.1%	46.3%	50.2%	48.9%	66.0%	56.6%	61.7%	50.5%	53.8%	49.0%	49.3%
	永辉 永辉2		25.5%	20.5%	24.2%	21.1%	27.1%	25.5%	20.5%	24.2%	21.1%	27.1%
经营性现金流两者都很健康												
经营性现金流净额占收入比重	苏宁			1.3%	1.3%	0.9%	0.6%	8.7%	7.7%	9.5%	5.1%	7.0%
	永辉 永辉2		1.5%	3.2%	2.4%	5.5%	3.3%	1.5%	3.2%	2.4%	5.5%	3.3%
经营性现金流净额占净利润比重	苏宁			77.1%	63.4%	40.1%	18.9%	229.6%	169.0%	185.9%	94.5%	134.8%
	永辉 永辉2		41.1%	83.4%	80.0%	223.7%	123.9%	41.1%	83.4%	80.0%	223.7%	123.9%
永辉模式营运资金投入大												
working capital	苏宁	(34.3)	39.1	103.7	121.5	149.2	(500.4)	(5,083.1)	(5,583.7)	(12,248.4)	(8,774.1)	(12,741.8)
	永辉 永辉2		53.3	285.7	496.5	365.3	741.7	53.3	285.7	496.5	365.3	741.7
working capital /Sales	苏宁	-2.1%	1.1%	1.7%	1.3%	0.9%	-1.9%	-12.7%	-11.2%	-21.0%	-11.6%	-13.6%
	永辉 永辉2		1.5%	5.0%	5.9%	3.0%	4.2%	1.5%	5.0%	5.9%	3.0%	4.2%
永辉与苏宁的ROE, CROCI比较												
ROE	苏宁	25%	38%	37%	21%	28%	23%	30%	24%	19%	21%	21%
	永辉							30%	26%	24%	8%	11%
CROCI	苏宁						31%	25%	24%	23%	24%	19%
	永辉							29%	20%	20%	17%	16%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

与沃尔玛比较

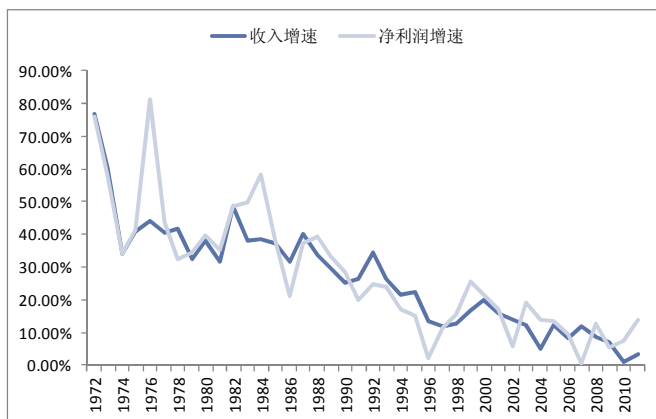
与全球最大的超市公司沃尔玛相比，我们看到，沃尔玛在1980—1990年进入加速扩张期，新开门店数从70年代的年均20家提速到80年代的年均140家，并于1991年成为全美最大零售商。但我们发现：在快速扩张期，沃尔玛的毛利率和净利率均是持续下行的，在成为最大零售商之后毛利率和净利率开始持续上升。然而，在快速扩张期，公司同样享有40%—80%的估值溢价，在成为最大零售商后也一直享有30%以上的估值溢价。

图表24: 沃尔玛扩张发展史



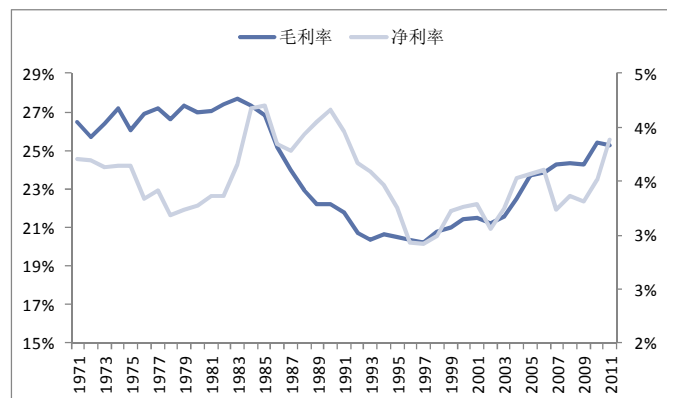
资料来源：彭博、高华证券研究部

图表25: 1972年至2011年的39年间，沃尔玛收入和利润复合增速分别为26.5%和26.6%



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表26: 沃尔玛毛利率和净利率走势图



资料来源：公司年报、高华证券研究

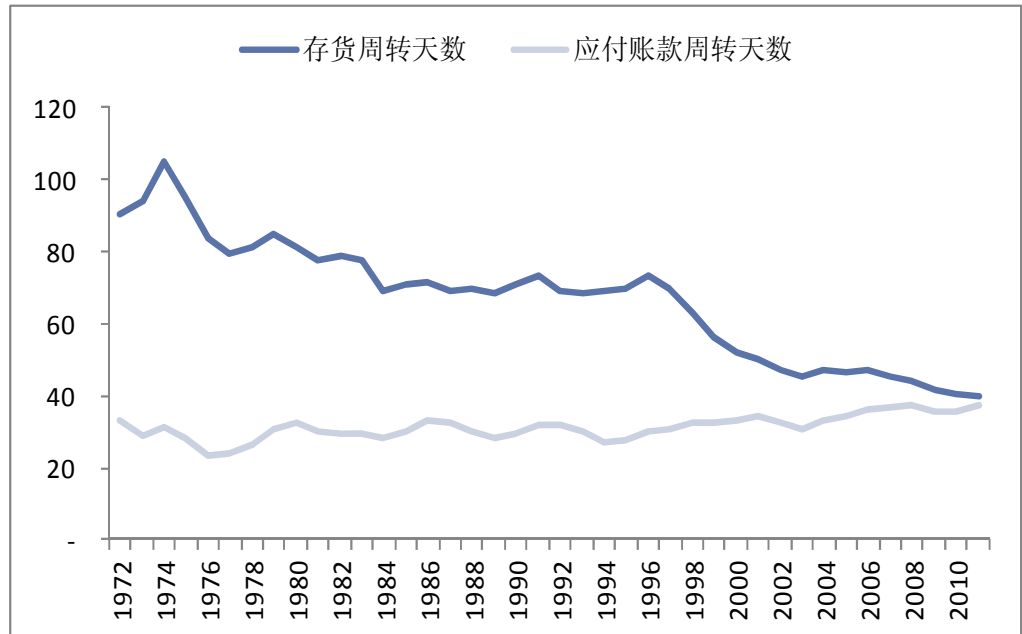
我们认为目前阶段永辉与沃尔玛的模式差异还体现在:

1) 沃尔玛更依赖于供应链优化和高效率运转

沃尔玛的营运资金占收入比重稳定在-2%左右, 远低于国际同行均值, 虽然沃尔玛的营运资金也为负, 但我们看到其更多的依赖于供应链的优化和高效率运转, 而并非简单的占用供应商款项。

下图可见, 沃尔玛的存货周转天数一直在下降, 从90年代之前的80天下降到1990-2000年的66天, 再下降至2000-2011年的45天, 而应付账款周转天数一直稳定在25-40天。

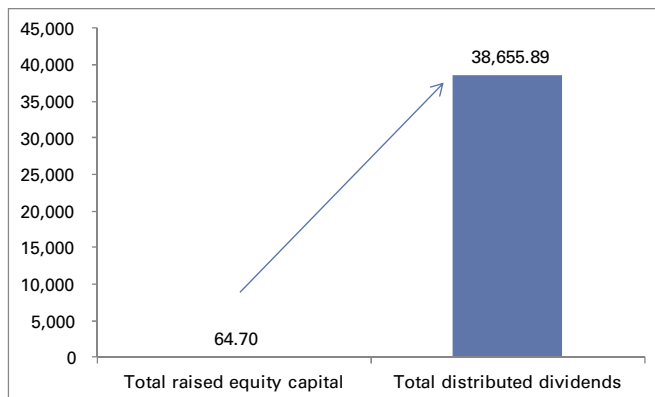
图表27: 沃尔玛存货周转和应付账款周转天数



资料来源: 公司年报、高华证券研究

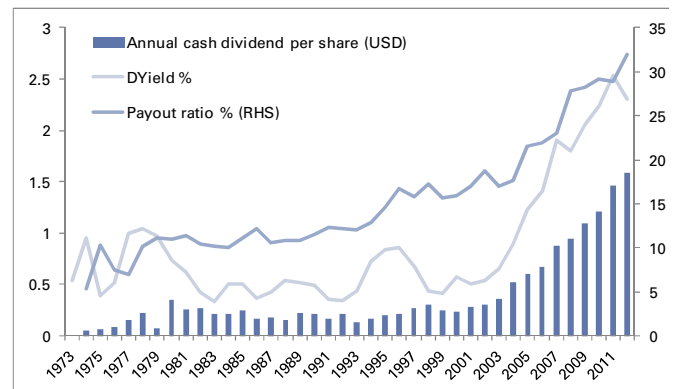
更让我们惊奇的是, 沃尔玛自上市以来累计从资本市场股权融资 6470 万美元, 但其累计分红金额高达 386.6 亿美元, 是融资额的 597 倍, 沃尔玛股息分红率和收益率均持续提升。

图表28: 沃尔玛累计股权融资额和现金分红累计金额 (百万美元) 比较



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表29: 沃尔玛股息收益率和股息分红比率%

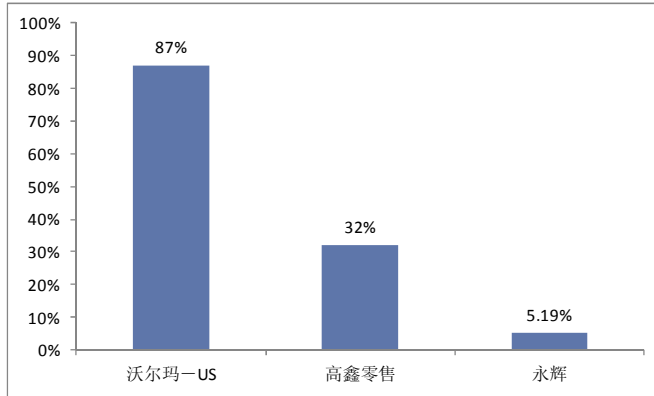


资料来源: 公司数据、高华证券研究

2) 与本土超市不同, 沃尔玛在美国的发展并未遭受人工成本和租金成本的大幅上涨。

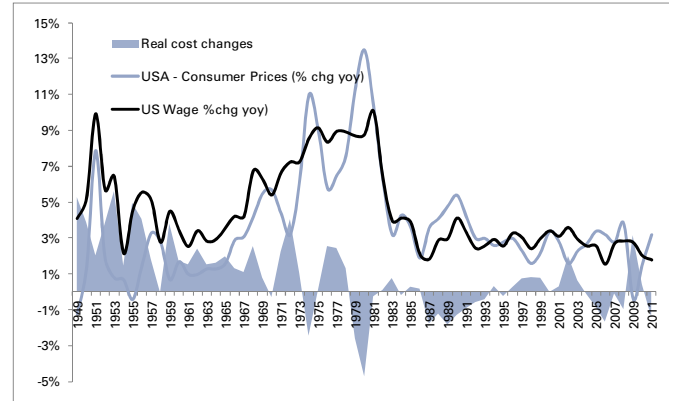
沃尔玛在美国基本坚持自有物业、订单物业式的扩张, 其 87% 的门店都是自有物业, 且 80% 的物流中心也是自建的, 折旧摊销费用占销售比重大约在 1.8%。此外, 我们看到美国人工成本上涨是缓慢的, 而中国近几年最低工资上调标准年均超过 20%, 超市企业人工费率上涨较快。

图表30: 沃尔玛、高鑫零售自有物业比例高于永辉 (2011年)



资料来源: 公司年报、高华证券研究

图表31: 沃尔玛快速扩张的 80 年代, 美国已过了人工成本快速上涨时期, 进入与 CPI 涨幅趋同的时代



资料来源: CEIC、高华证券研究

图表32: 本土超市租金费率情况

公司	2007	2008	2009	2010	2011
永辉超市	1.70%	1.70%	2.01%	2.24%	2.36%
人人乐	3.88%	3.83%	4.39%	4.59%	4.58%
中百集团	2.19%	2.22%	2.31%	2.29%	2.26%
新华都	3.40%	3.04%	3.94%	4.22%	3.73%
华联综超	5.40%	na	4.39%	3.90%	3.67%
三江购物	2.03%	2.04%	2.12%	2.36%	2.53%
联华超市	5.41%	4.95%	5.44%	5.42%	5.09%
高鑫零售		1.92%	2.09%	2.08%	2.13%

资料来源: 公司年报、高华证券研究

图表33: 本土超市人工费率情况

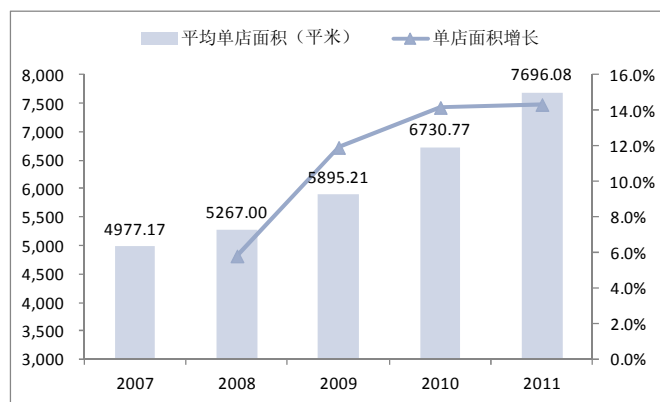
公司	2007	2008	2009	2010	2011
永辉超市	3.90%	4.87%	4.88%	5.70%	6.32%
人人乐	3.36%	4.78%	4.40%	4.53%	4.71%
中百集团	3.44%	4.98%	5.28%	6.14%	7.11%
新华都	3.26%	3.73%	5.55%	5.62%	6.07%
华联综超	3.75%	5.15%	4.76%	5.15%	6.78%
三江购物	4.77%	5.78%	5.86%	5.92%	7.01%
联华超市	6.41%	7.03%	7.46%	7.64%	8.15%
高鑫零售		5.06%	5.25%	5.78%	6.48%
物美商业	3.44%	4.13%	4.67%	5.18%	4.50%
京客隆	4.05%	4.78%	5.37%	5.07%	

资料来源: 公司年报、高华证券研究

公司商业模式正不断优化

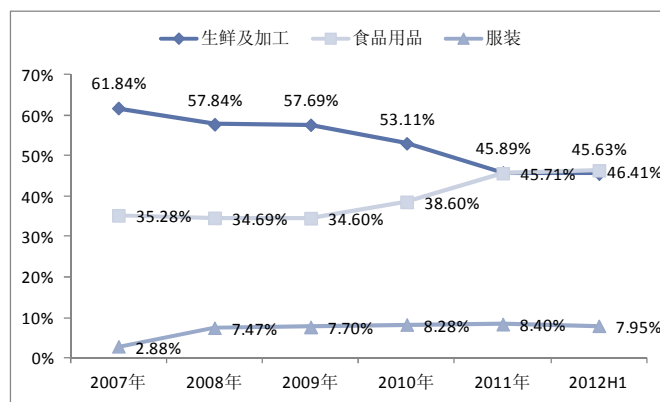
然而, 可喜的是, 我们发现公司的商业模式正处于逐步优化的过程中, 而这其中**品类结构优化是核心**。在快速扩张过程中, 随着公司单店面积的不不断提升, 快消品的销售占比也不断提升, 但是**公司单店生鲜销售面积并未减少, 公司生鲜品类强大的经营能力所导致的强大集客力这一核心竞争力并未改变**, 而这带来的财务结果在于:

图表34: 公司单店面积不断提升



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表35: 公司快消品销售占比不断提升



资料来源: 公司数据、高华证券研究

1、公司营运资金得到改善, 应付账款帐期拉长

如下表所示, 本土超市同行的应付账款周转天数大约在 65—70 天, 永辉的应付账款周转天数远低于同行, 主要原因在于公司自营直采的生鲜和百货品类不能向上游供应商占款, 尤其是生鲜品类, 大部分都是现金交易采购。但我们看到, 随着公司食品用品占比的提升, 公司应付账款周转天数从 2008 年的 21 天提升到 2012 年前三季度的 46 天。

我们对这种变化持积极的态度, 我们并不认为应付账款周转天数的提升意味着公司对供应商的进一步压榨。考虑到数据的可获得性, 目前人人乐、三江购物披露分品类的营业成本等数据, 我们假设应付账款全部来自于快消品供应商, 公司无法从生鲜供应商处获得帐期, 从下表可见, 永辉剔除生鲜后的应付账款周转天数略低于人人乐和三江购物, 与同行水平保持一致。

未来, 我们认为公司在新区扩张为了与区域供应商保持良好的合作关系, 帐期可能有所缩短和优惠, 但在成熟老区, 因与供应商形成了长期稳定的合作关系, 帐期将维持稳定, 甚至略有加长。

图表36: 超市公司应付账款周转天数

证券名称	2008	2009	2010	2011	2012Q1	2012H1	2012Q1-Q3
永辉超市	20.6	24.9	32.7	41.6	35.4	38.0	45.5
中百集团	62.1	66.5	65.7	67.6	53.6	54.6	59.4
人人乐	74.6	74.6	74.7	76.9	68.8	74.2	78.6
新华都	45.8	45.4	43.5	43.8	35.9	37.5	40.1
三江购物	66.7	63.0	62.8	67.4	59.1	63.6	69.7
华联综超	72.8	72.4	76.6	91.8	88.0	96.9	103.3
红旗连锁	na	46.1	85.2	87.4	na	84.1	88.3
高鑫零售	na	84.0	85.4	91.2	na	na	na
均值(不含永辉)	64.9	65.3	70.9	75.2	61.0	67.5	72.0

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表37: 剔除生鲜后的应付账款周转天数

	2008	2009	2010	2011	2012H1
永辉	60.4	73.4	87.1	92.4	88.9
人人乐	96.0	94.8	94.2	95.6	91.5
三江购物	79.4	77.8	80.5	95.6	91.1

资料来源: 公司数据、高华证券研究

从长期看, 我们觉得公司的运营资金还有进一步改善空间, 这可能来自于:

1) 存货周转效率的提升

如下表所示, 因公司的生鲜销售占比高于同行, 因此公司存货周转天数低于同行 10 天左右, 与公司生鲜的周转天数相匹配。但随着公司近年快消品占比的提升, 公司存货周转天数也不断增加, 如果我们简单假设公司的存货结构、营业成本结构与各品类的销售结构一致(我们认为, 测算结果会有所偏差, 在此我们只是简单推算, 因存货中生鲜所占比例应低于营业成本中生鲜所占比例, 因此, 我们认为我们的测算结果可能高于最终实际结果), 可以看出公司快消品的周转天数要高于同行。

未来随着公司物流中心和 ERP 系统的逐步磨合到位, 以及新区的不断成熟, 我们认为存货周转效率还有提升空间。

图表38: 超市公司存货周转天数

证券名称	2008	2009	2010	2011	2012Q1	2012H1	2012Q1-Q3
永辉超市	23.6	29.6	38.5	47.8	38.0	36.5	41.5
中百集团	43.7	47.7	46.7	55.0	44.8	41.6	43.3
人人乐	39.8	44.0	47.7	54.0	47.8	47.6	50.9
新华都	36.1	40.0	42.5	45.3	37.8	39.6	42.9
三江购物	44.8	47.8	50.3	56.0	45.5	43.0	43.2
华联综超	33.5	36.8	40.0	51.5	46.9	46.5	49.3
红旗连锁	na	31.6	64.0	69.5	na	65.4	68.6
高鑫零售	48.9	41.6	49.7	60.3	na	47.4	na
均值 (不含永辉)	41.3	41.8	48.6	55.7	43.9	46.1	48.4

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表39: 剔除生鲜后的存货周转天数

公司简称	2008	2009	2010	2011	2012H1
永辉	56.1	70.1	82.2	88.3	67.2
人人乐	50.8	55.2	59.2	66.4	58.0
新华都	47.4	51.8	55.1	59.5	52.6
三江购物	52.7	58.5	63.9	77.8	60.3

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表40: 国际超市同行应付账款周转天数比较

Company	Country	AP turnover days					Average 08-12E
		2008	2009	2010	2011	2012E	
Wal-Mart Stores, Inc.	US	35.7	35.6	37.0	38.2		36.6
Target Corporation	US	54.2	53.3	52.5	51.5		52.9
Costco Wholesale	US	30.2	31.0	30.1			30.5
The Kroger Co.	US	24.1	23.9	23.2	21.9	21.1	22.9
Safeway Inc.	US	30.7	30.5	30.9	31.3	32.3	31.1
The Fresh Market	US	6.6	13.7	13.7	14.7	15.4	12.8
Whole Foods Market	US	13.8	12.8	12.5	12.3	11.6	12.6
Tesco	UK	32.7	35.4	37.0	38.4	40.0	36.7
Morrison (Wm)	UK	35.4	36.2	34.0	33.5	33.8	34.6
J Sainsbury	UK	36.4	40.3	46.1	47.4	47.4	43.5
X5 Retail Group	Russia	61.5	78.6	74.4	60.4	59.4	66.9
Aeon	Japan	61.9	67.3	69.9	69.2	65.4	66.7
Seven & i Holdings	Japan	29.7	31.8	31.4	34.9	36.2	32.8
Metro	Germany	97.4	101.1	100.7	101.9	100.7	100.4
Carrefour	France	93.8	94.7	87.9	92.8	89.3	91.7
Average		42.9	45.7	45.4	46.3	46.1	44.8

资料来源: 公司数据、高盛研究

图表41: 国际超市同行存货周转天数比较

Company	Country	Inventory Turnover Days					Average 08-12E
		2008	2009	2010	2011	2012E	
Wal-Mart Stores, Inc.	US	42.0	40.4	40.1	41.9		41.1
Target Corporation	US	55.7	57.4	58.8	59.1		57.8
Costco Wholesale	US	29.2	30.3	29.3			29.6
The Kroger Co.	US	30.5	30.4	28.3	25.9	24.9	28.0
Safeway Inc.	US	31.4	31.7	31.8	29.2	28.1	30.4
The Fresh Market	US	9.6	18.7	17.3	17.0	16.9	15.9
Whole Foods Market	US	21.4	21.4	19.3	18.0	17.2	19.5
Tesco	UK	19.3	19.6	20.1	21.5	22.9	20.7
Morrison (Wm)	UK	12.8	13.8	14.7	15.7	16.8	14.8
J Sainsbury	UK	14.3	13.9	14.1	15.2	16.1	14.7
X5 Retail Group	Russia	23.2	31.5	35.5	30.7	27.9	29.8
Aeon	Japan	37.2	38.0	36.0	35.0	35.3	36.3
Lawson	Japan	14.0	10.6	13.8	17.2	15.1	14.1
FamilyMart	Japan	36.2	40.4	35.6	36.8	35.5	36.9
Seven & i Holdings	Japan	16.2	17.6	17.3	18.1	17.3	17.3
Metro	Germany	50.0	51.1	51.6	53.5	54.1	52.1
Carrefour	France	37.6	37.7	35.8	40.0	39.8	38.2
Average		28.3	29.7	29.4	29.7	26.3	29.2

资料来源: 公司数据、高盛研究

2) 预收款占比的提升

从下表可见, 永辉预收款占收入的比重也低于同行, 但在上升通道中, 随着公司规模的不扩大和品类结构的优化, 我们认为该比例还有提升空间, 这也有助于公司减少营运资金投入。

图表42: 超市公司预收账款占收入比重%

公司	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q1	2012H1	2012Q1-Q3
永辉超市	0.8%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	8.5%	4.3%	3.8%
中百集团	5.5%	6.2%	6.4%	8.4%	10.5%	34.3%	18.2%	15.3%
人人乐	3.8%	4.9%	6.0%	7.0%	8.2%	28.6%	14.7%	13.0%
新华都	7.3%	10.7%	12.8%	14.6%	15.9%	58.8%	28.1%	24.0%
三江购物	4.6%	7.3%	8.4%	10.5%	12.6%	42.8%	22.0%	17.5%
华联综超	3.5%	3.6%	3.8%	4.1%	5.3%	17.2%	8.7%	7.5%
红旗连锁	na	na	1.6%	2.4%	2.4%	na	3.4%	3.1%
高鑫零售	na	5.4%	6.0%	7.2%	8.7%	na	na	na
均值 (不含永辉)	4.5%	5.9%	6.2%	7.4%	8.6%	33.3%	15.1%	12.7%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

3) 公司主营业务毛利率的提升

因快消品的毛利率高于生鲜产品的毛利率，因此，快消品占比提升可带来主营毛利率的提升。

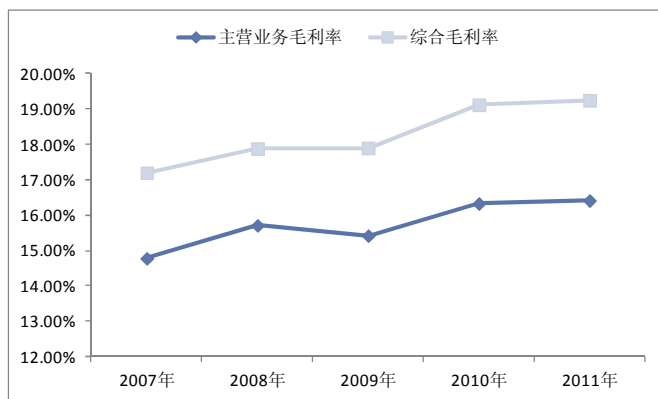
4) 公司后台业务收入占比的提升

按照行业内快消品的销售运作模式，随着快消品规模和占比的提升，公司后台业务收入占比将提升。

5) 租金收入占比的提升

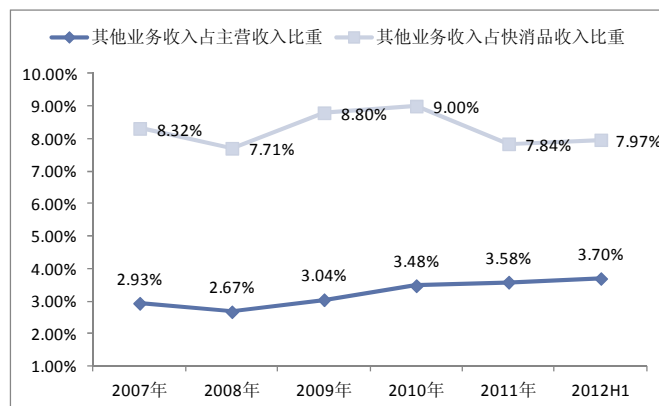
随着公司单店面积的提升，公司新区单店面积大部分都在1万平方米以上，公司转租的租金收入将减缓租金上涨压力。

图表43: 公司主营毛利率呈现上升态势



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表44: 公司其他业务收入占比



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表45: 同行公司其他业务收入占比情况

公司	2008	2009	2010	2011
永辉超市	2.7%	3.0%	3.5%	3.6%
中百集团	6.4%	6.5%	7.0%	6.1%
新华都	5.2%	5.4%	5.7%	5.4%
华联综超	10.6%	10.8%	10.1%	11.4%
三江购物	3.1%	4.0%	4.2%	4.3%
联华超市	9.0%	9.5%	9.3%	9.2%
高鑫零售	2.0%	2.1%	2.3%	2.3%
人人乐	11.0%	12.3%	12.3%	12.5%
物美商业	11.3%	12.1%	13.3%	12.6%

注: 人人乐、物美商业将供应商收入计入其他业务收入导致占比高于同行均值; 高鑫零售将供应商收入冲减主营业务成本, 导致占比低于同行均值。一般而言, 从供应商处获得的收入若为从量计, 则计入其他业务收入; 若从价计, 则冲减主营业务成本。

资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表46: 同行公司租金收入占总收入比重

永辉租金收入占总收入比重呈上升态势, 但仍低于同行

租金收入占总收入比重	2007	2008	2009	2010	2011
永辉超市	0.51%	0.40%	0.41%	0.63%	0.68%
高鑫零售	na	1.95%	2.09%	2.21%	2.27%
物美超市	2.53%	2.88%	2.80%	2.56%	2.69%
新华都	0.90%	0.99%	1.06%	1.45%	1.42%
人人乐	1.67%	1.50%	1.58%	1.60%	1.79%
联华超市	na	1.61%	1.74%	1.70%	1.65%

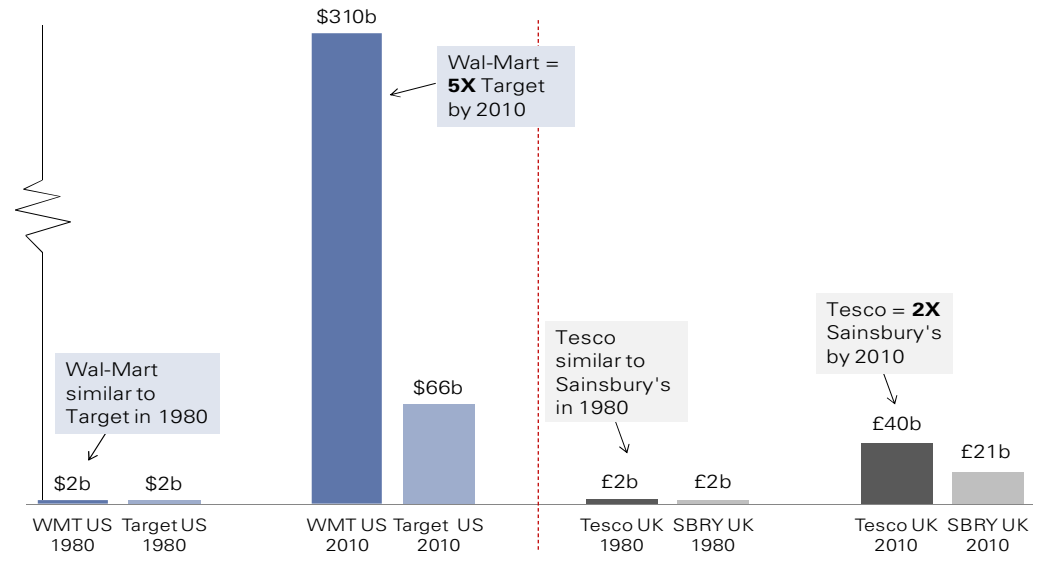
资料来源: 公司数据、高华证券研究

规模有效扩张是驱动增长的核心因素

国际比较：外延扩张是驱动长期持续增长的核心因素

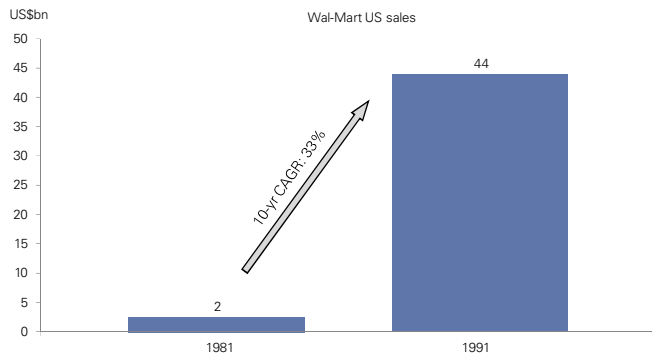
我们亚太零售分析师卢家骅在“高鑫零售 (6808.HK)：同店销售额增长和门店数量增长，孰轻孰重？（2012年3月12日）”中通过对沃尔玛、塔吉特、特易购和 Sainsbury 的案例分析发现：门店外延扩张是驱动长期持续增长的核心因素，如下列图示：

图表47：1980年沃尔玛与塔吉特的收入相似，但2010年沃尔玛的收入是塔吉特的5倍。同样，1980年特易购与 Sainsbury 的收入相似，但2010年特易购的收入是 Sainsbury 的2倍，这其中，外延扩张速度是导致该结果的核心差异



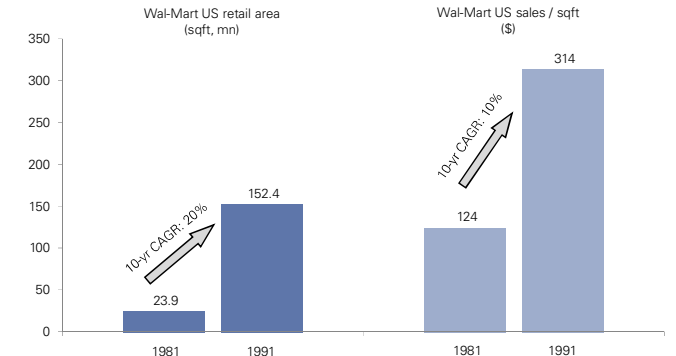
资料来源：公司数据、高盛研究

图表48：20世纪80年代沃尔玛收入复合增速达到33%



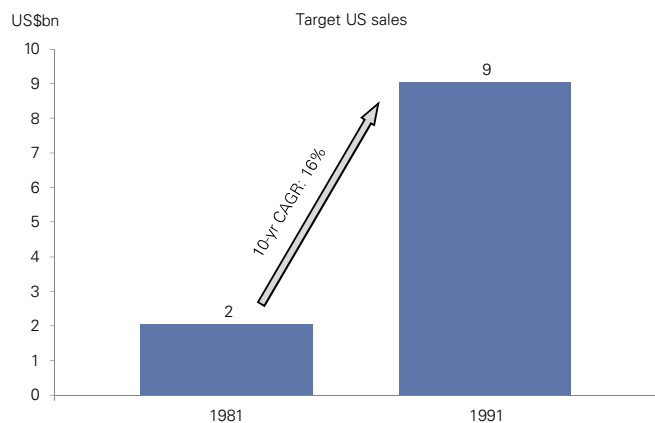
资料来源：公司数据、高盛研究

图表49：其中面积扩张贡献了20%的增速，平销增长贡献了10%的增速，可见，外延扩张是核心驱动因素



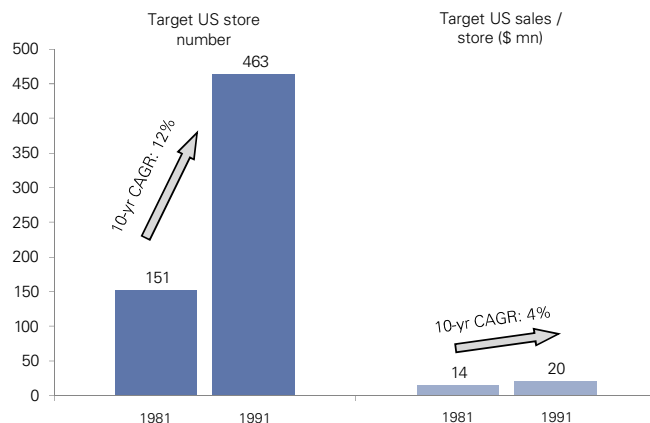
资料来源：公司数据、高盛研究

图表50: 1981—1991年塔吉特的收入复合增速为16%，低于沃尔玛33%的复合增速



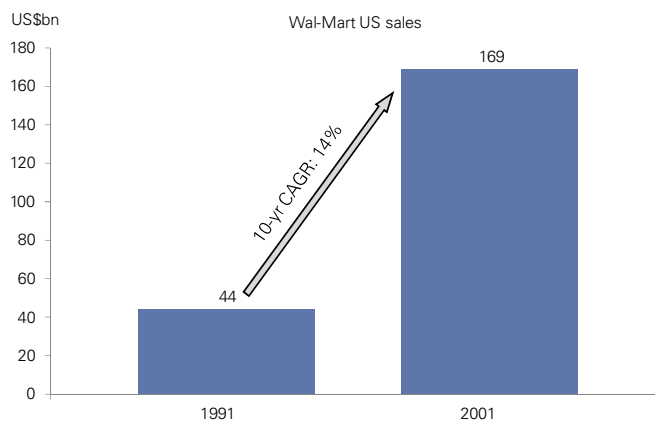
资料来源: 公司数据、高盛研究

图表51: 核心差异在于公司的外延扩张速度低于沃尔玛



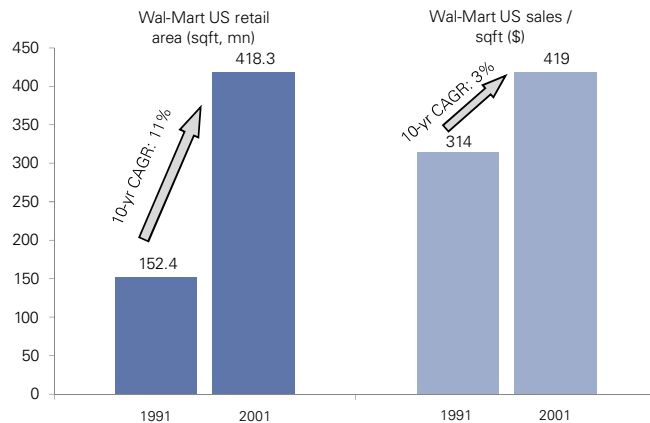
资料来源: 公司数据、高盛研究

图表52: 90年代沃尔玛收入复合增速达到14%



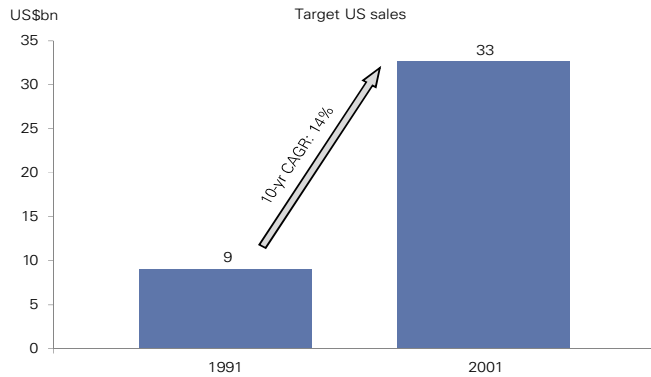
资料来源: 公司数据、高盛研究

图表53: 同样，外延扩张是其核心驱动因素



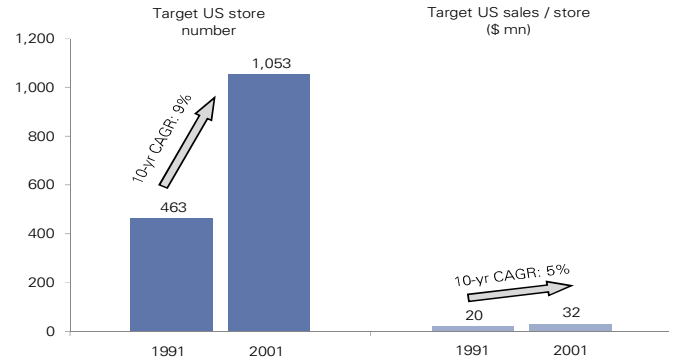
资料来源: 公司数据、高盛研究

图表54: 在90年代塔吉特的收入复合增速达到14%，与沃尔玛相似



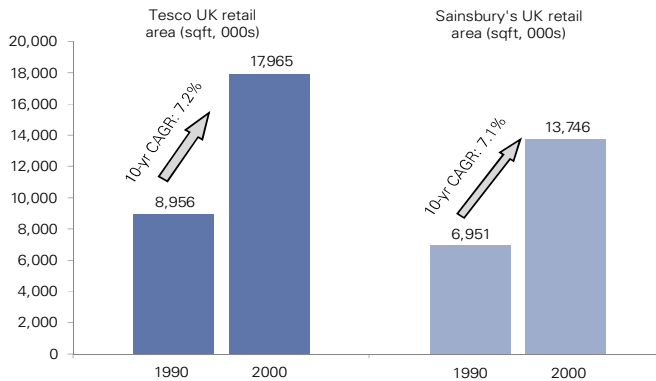
资料来源: 公司数据、高盛研究

图表55: 同样，外延扩张也是核心驱动因素



资料来源: 公司数据、高盛研究

图表56: 1990—2010年特易购和Sainsbury的收入复合增速分别为10%和6%，其中两者在90年代的外延扩张速度类似



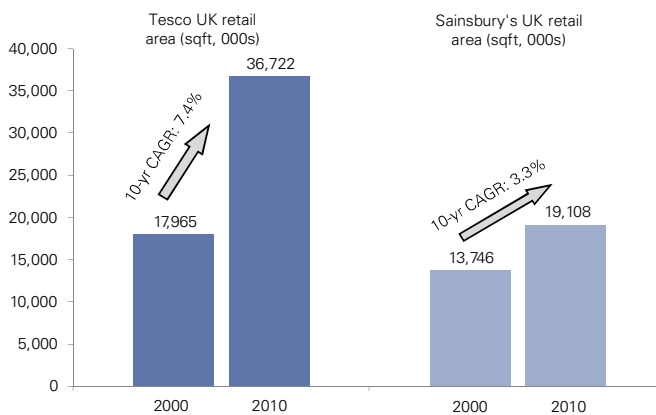
资料来源: 公司数据、高盛研究

图表57: 90年代之后，特易购的平销增长更高



资料来源: 公司数据、高盛研究

图表58: 但2000—2010年特易购外延扩张速度高于Sainsbury，这是核心驱动因素



资料来源: 公司数据、高盛研究

图表59: 2000-2010年两家公司平销复合增长相似

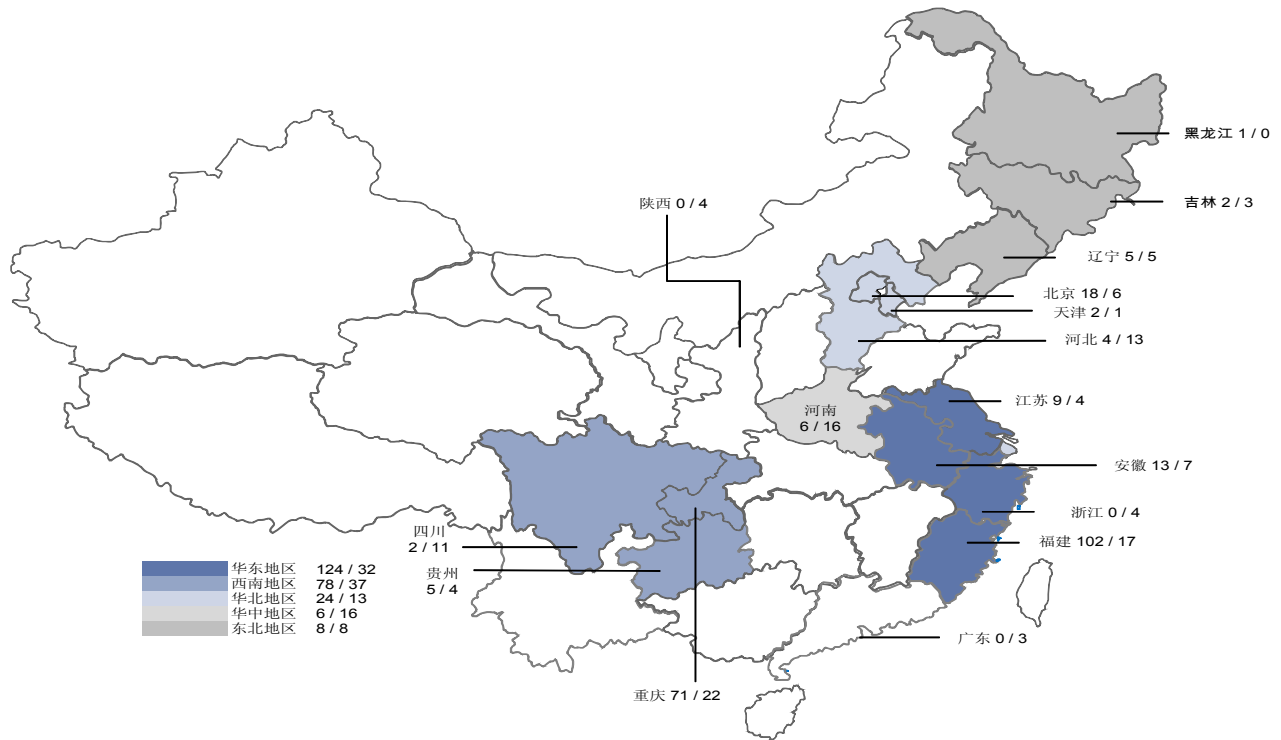


资料来源: 公司数据、高盛研究

永辉外延扩张速度超越同行

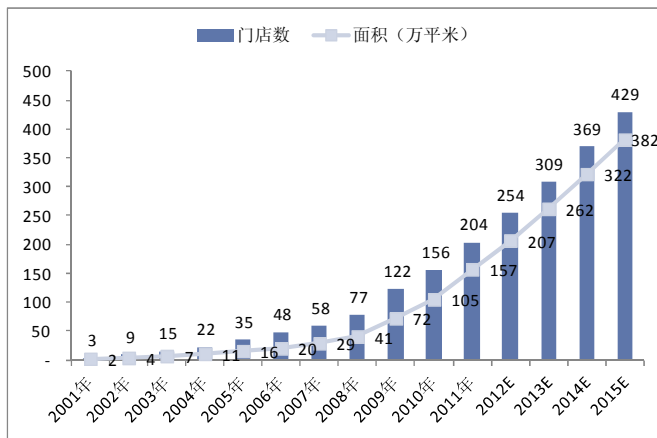
2009年之后，公司跨区域扩张开始提速，目前公司已在13个省份开设门店，储备门店覆盖全国16个省份，年均开店速度达到50家，领跑同行。如上文所述，我们认为这将成为公司长期可持续发展的核心驱动因素！

图表60: 永辉超市门店已分布全国16个省份，90个县市，其中已开业240家，储备114家
省份后面的前一个数字代表已开业门店，后一个数字代表已签约未开业的储备门店



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表61: 永辉超市门店数量和面积



资料来源：公司数据、高华证券研究

图表62: 永辉超市门店扩张速度超越同行

	新开门店数	2007	2008	2009	2010	2011
外资超市	沃尔玛	29	20	53	48	43
	家乐福	19	23	24	24	29
	大润发	16	16	20	22	42
	特易购	8	7	13	21	16
	乐天玛特	0	8	na	8	13
	麦德龙	4	1	4	6	5
	欧尚	5	11	3	6	6
	易买得	3	8	5	4	na
卜蜂莲花	1	1	2	1	5	
内资超市	永辉超市	10	19	45	40	49
	人人乐	10	16	12	11	23
	新华都	15	13	23	25	8
	华联综超	6	10	21	7	29
三江购物	na	9	20	19	6	

资料来源：公司数据、高华证券研究

如何看待公司规模扩张的有效性？

投资者不仅担心公司的快速跨区域扩张给业绩带来的短期冲击，更担心公司异地扩张的成功性和有效性，我们试图通过对公司重庆、安徽、北京等异地扩张历程的分析来寻得一些启示。

图表63: 公司重庆、北京、安徽市场历史上实现盈亏平衡的情景

区域	时间	门店数	主营业务收入 (百万元)	面积(平 米)	平销(元/ 平米)	主营毛利 率%	利润(百 万元)
重庆	2007年	9	680	65,000	10,461	13.37%	20.35
	2008年	18	1,545	134,202	11,510	14.79%	50.92
北京	2010年	7	680	105,000	6,478	13.99%	7.00
	2011年	13	1,587	234,739	6,761	13.70%	15.97
安徽	2010年	7	242	101,936	2,373	11.63%	-14.50
	2011年	12	952	174,748	5,450	12.12%	-16.40

资料来源：公司数据、高华证券研究

公司 2004 年 10 月 18 日在重庆开设第一家门店，2007 年开始在重庆市场形成相对稳定的盈利；2009 年进入北京市场，2010 年便开始盈利；2010 年 4 月在安徽开设首家门店，我们预计 2012 年开始形成比较稳定的盈利。从上述分析可见，公司跨区域扩张过程中，在一个新的省份要实现盈亏平衡需要 2—3 年的时间，相关条件在于：

- 1) 门店数量：达到 8—10 家
- 2) 销售额：8—10 亿元
- 3) 平销：达到 6000—8000 元/平米
- 4) 主营毛利率：达到 13%左右

我们认为上述条件根据各省份的竞争格局不同、居民收入水平差异而有所变化，但总体上具有合理性，因为在销售额达到 8—10 亿元后，才能对区域供应商形成一定的议价能力，对于全国性的大供应商也能突破区域分割流通体制的限制，直接进入全国性谈判合同体系。并且，公司生鲜实现区域生鲜直采也更有规模优势。

参照上述条件，我们对公司跨区域扩张的看法为：

1) 认可公司通过生鲜品类来突破跨区域扩张的瓶颈，我们依然认为这是公司的核心竞争力。但在刚进入一个新的区域，短期 2—3 年内忍受一定额度的亏损是难免的。随着公司门店越来越多，规模效应将逐步显现。并且，我们看到公司生鲜产品的全国统采和直采比例已经达到 65%—70%；快速消费品的全国统采和直采比例已经超过 25%，我们预计 2013 年这一比例将超过 30%，这些将给公司的跨区域扩张带来良性循环。

2) 现有区域：

福建、重庆、北京、安徽区域已形成稳定的盈利，贵州市场竞争不太激烈，公司门店培育期短，目前门店都已盈利。河南市场毛利率从 2011 年的 2.94% 上升至 2012 年中期的 10.24%，门店数从 2011 年的 3 家增加至 2012 年 11 月的 6 家，且目前已有 16 家储备门店，我们预计河南市场 2013 年开始有望形成相对稳定的盈利。

但我们认为公司在东北市场的门店分布较为分散，目前东北三省已开门店 8 家，储备门店 8 家，毛利率从 2011 年的 5.43% 上升至 2012 年中期的 8.97%，未来毛利率和销售规模都有待大幅提升。此外竞争激烈的江苏市场，以及四川、天津、河北等市场都值得重点跟踪。

3) 未进或待进区域：

目前公司未进或待进的区域包括浙江、广东、陕西、上海、江西等市场，我们认为公司在这类市场的扩张需要注意控制节奏和把握开店质量，一方面，新进这些市场需要通过开大店快速打造规模和品牌效应。另一方面，要配合现有次新区域的盈利节奏，实现成熟区域、成长区域、培育区域的协同效应和良好梯队，以及公司利润的有效增长。

我们的盈利预测是否乐观？

我们预计公司 2012—2015 年收入增速分别为 44.8%/32.2%/26.9%/24.8%，净利润增速分别为 3.7%/40.5%/36.6%/28.5%，我们的盈利预测比市场一致预期高出 8%—10%，但我们并不认为我们的盈利预测是乐观的。

1、收入和毛利率预测

如下表所示，我们预计公司未来每年新开 50—60 家门店，目前公司储备门店达到 114 家，且公司门店区域分布广泛，我们认为该速度并不算乐观。公司平均单店增长和平销增长均在 10% 以内，其他业务收入占主营业务收入比重稳定在 3.7%，并未假设进一步提升。公司综合毛利率从 2012 年的 19.31% 提高至 2015 年的 19.98%，考虑到公司 2012 年前三季度的毛利率已经达到 19.5%，以及公司规模效应的不断体现，我们认为上述假设是中性的。

图表64：公司收入和毛利率预测

	2012E	2013E	2014E	2015E
新开门店数	50	55	60	60
门店总数	254	309	369	429
主营业务收入（百万元）	24759	32736	41558	51853
平均单店销售额（百万元）	97	106	113	121
平均单店销售增长%	16.2%	8.68%	6.31%	7.32%
平销（元/平米）	11961	12495	12906	13574
平销增长%	9.7%	4.46%	3.29%	5.17%
其他业务收入（百万元）	916	1211	1538	1919
其他业务收入占主营收入比重	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
营业总收入（百万元）	25,675	33,947	43,095	53,771
营业总收入增速%	44.80%	32.22%	26.95%	24.77%
综合毛利率	19.31%	19.50%	19.66%	19.98%

资料来源：高华证券研究预测

2、销售和管理费用（SG&A）预测

我们预计随着公司的快速扩张，永辉的销售管理费用率在未来几年仍会上升。主要原因是全行业面临的人工和租金成本提高。详细的费用预测见下表：

图表65: 公司 SG&A 费用预测

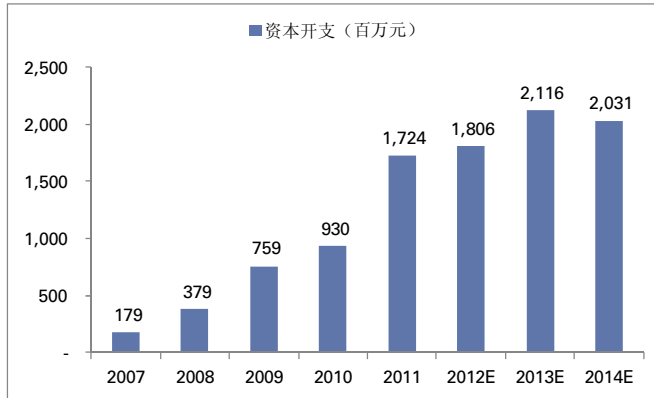
单位: 百万元	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	2015E
人工	143.17	276.46	413.15	701.65	1,119.88	1,614.60	2,174.60	2,769.20	3,552.60
水电	63.35	86.63	142.18	196.39	259.92	320.85	406.10	499.10	592.10
折摊	45.87	62.69	113.72	227.18	310.38	433.13	615.69	795.07	932.21
租金	62.60	96.70	170.56	276.27	418.44	670.68	864.60	1,081.92	1,421.04
运费	8.54	18.49	35.68	83.21	123.96	192.57	254.60	323.22	403.28
其他	86.92	144.52	243.24	354.94	465.56	767.20	1027.82	1301.61	1648.70
销售+管理	410.45	685.48	1118.52	1839.65	2698.15	3999.02	5343.41	6770.11	8549.93
员工数				27759	39899	51750	65500	80500	95500
单位面积员工数 (人/100平米)				2.6	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
单位面积人工成本 (元/平米/年)	495.94	681.67	574.44	668.24	713.30	780	830	860	930
单位面积水电成本 (元/平米/年)	219.45	213.61	197.69	187.04	165.56	155	155	155	155
单位面积折摊成本 (元/平米/年)	158.89	154.58	158.11	216.36	197.69	209.24	235.00	246.91	244.03
单位面积租金成本 (元/平米/年)	216.85	238.42	237.14	263.12	266.52	324	330	336	372
单位面积租金水平 (元/平米/月)	18.1	19.9	19.8	21.9	22.2	27.0	27.5	28.0	31.0
费用率%									
人工占比%	3.90%	4.87%	4.88%	5.70%	6.32%	6.29%	6.41%	6.43%	6.61%
水电占比	1.72%	1.53%	1.68%	1.59%	1.47%	1.25%	1.20%	1.16%	1.10%
折摊占比	1.25%	1.10%	1.34%	1.84%	1.75%	1.69%	1.81%	1.84%	1.73%
租金占比	1.70%	1.70%	2.01%	2.24%	2.36%	2.61%	2.55%	2.51%	2.64%
运费占比%	0.23%	0.33%	0.42%	0.68%	0.70%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
其他	2.37%	2.55%	2.87%	2.88%	2.63%	2.99%	3.03%	3.02%	3.07%
销售+管理费用率%	11.17%	12.07%	13.20%	14.94%	15.22%	15.58%	15.74%	15.71%	15.90%
营业税金及附加比率%	0.41%	0.39%	0.35%	0.38%	0.47%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
SG&A ratio	11.58%	12.46%	13.55%	15.32%	15.68%	16.08%	16.24%	16.21%	16.40%

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

3、资本开支预测

公司资本开支主要来自于新开门店的装修支出、固定设备购买、自有物业购买、物流中心建设、信息系统建设等, 我们对公司资本开支预测如下图所示, 其占销售额的比重在 7% 左右, 高于行业均值。

图表66: 永辉超市资本开支预测 (人民币百万元)



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表67: 全球超市同行资本开支/销售额比重(%)

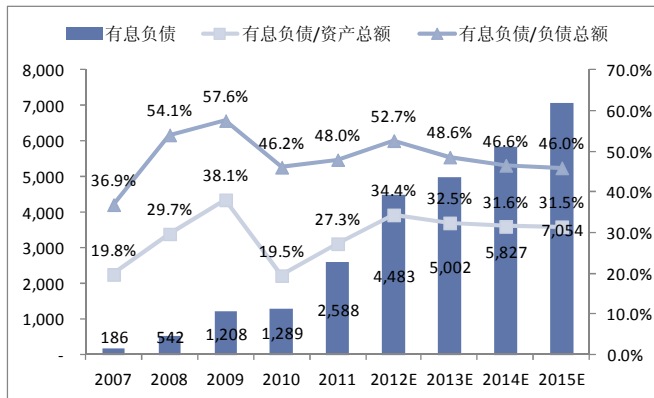
Company	Country	CAPEX/Sales					Average
		2008	2009	2010	2011	2012E	
FamilyMart	Japan	9.9%	13.8%	12.9%	13.8%	16.2%	13.3%
Lawson	Japan	8.2%	7.4%	7.1%	10.4%	10.5%	8.7%
Yonghui Superstores	China-A	6.7%	9.0%	7.6%	9.7%	7.0%	8.0%
The Fresh Market	United States	8.1%	4.5%	4.3%	7.6%	7.5%	6.4%
Sun Art Retail Group	China-H	7.3%	5.7%	5.9%	6.5%	6.0%	6.3%
Aeon	Japan	6.8%	6.5%	4.0%	6.4%	6.4%	6.0%
Tesco	United Kingdom	8.1%	5.5%	5.2%	5.2%	4.9%	5.8%
X5 Retail Group	Russia	9.9%	2.0%	3.2%	5.1%	7.9%	5.6%
Renrenle	China-A	5.2%	3.4%	5.0%	8.0%	4.9%	5.3%
Fujian New Hua Du	China-A	4.9%	6.8%	6.2%	3.6%	4.3%	5.2%
J Sainsbury	United Kingdom	5.2%	5.2%	5.3%	5.5%	4.5%	5.1%
Seven & i Holdings	Japan	3.4%	4.0%	6.2%	5.5%	6.3%	5.1%
Zhongbai Group	China-A	4.6%	3.7%	6.0%	6.9%	3.4%	4.9%
Morrison (Wm)	United Kingdom	4.6%	5.8%	3.8%	4.4%	5.9%	4.9%
Target Corporation	United States	5.6%	2.9%	3.1%	6.0%		4.4%
Whole Foods Market	United States	6.0%	3.6%	3.1%	3.7%	4.1%	4.1%
Beijing Hualian	China-A	6.5%	2.6%	3.3%	3.7%	3.0%	3.8%
Woolworths	Australia	3.5%	3.5%	3.7%	3.9%	3.8%	3.7%
Wal-Mart Stores, Inc.	United States	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%		3.0%
The Kroger Co.	United States	2.8%	3.0%	2.4%	2.1%	2.1%	2.5%
Safeway Inc.	United States	3.6%	2.1%	2.0%	2.5%	2.0%	2.5%
Carrefour	France	2.5%	2.5%	2.4%	2.8%	2.0%	2.4%
Metro	Germany	3.4%	1.8%	2.1%	2.1%	2.4%	2.4%
Sanjiang Shopping Club	China-A	3.3%	1.7%	2.1%	2.3%	0.5%	2.0%
Costco Wholesale	United States	2.1%	1.6%	1.4%			1.7%
A share average		5.2%	5.6%	5.6%	6.9%	4.5%	5.5%
Global peers average		5.5%	4.4%	4.3%	5.4%	5.8%	4.9%

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

4、财务费用预测

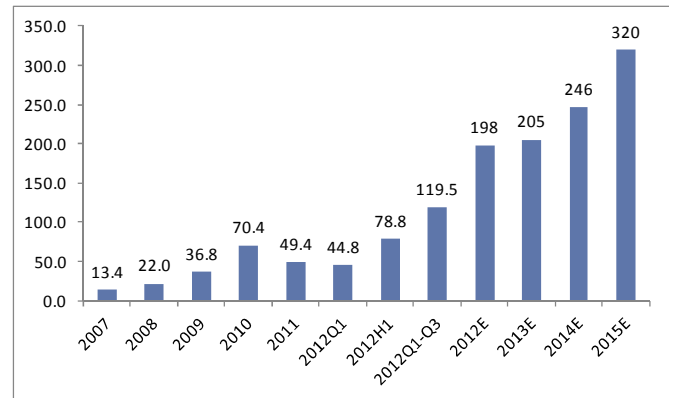
近年公司有息负债大幅增加, 财务费用成为影响公司利润的重要因素, 根据公司扩张速度、资本开支、营运资金变化等因素, 我们预计公司有息负债占负债总额的比例在 46%左右, 我们对公司财务费用的预测如下图所示。

图表68: 公司有息负债 (百万元) 及占负债总额、资产总额比例(%)



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

图表69: 公司财务费用预测 (百万元)



资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

5、CROCI 比较

投入资本的现金回报率 (CROCI) 是衡量企业创造价值的主要指标, 其使用债务调整后现金流 (DACF) 衡量现金回报 (近似等于 EBITDA*(1-t)), 不受非现金项目和公司财务结构影响; 使用由固定资产总值、在建工程总值、联营企业投资、长期待摊费用总值、无形资产总值、有价证

券投资、营运资金等构成的平均总现金投资（GCI）衡量资本投入，不受折旧摊销方法影响。总体上，CROCI 能真实反映企业创造价值能力。如下表所示，永辉超市的 CROCI 高于行业均值。

图表70: 国际超市同行 CROCI 比较

Company	Country	CROCI							Average 08-12E
		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
The Fresh Market	United States			24%	21%	20%	20%	20%	22%
Sun Art Retail Group	China-H		15%	16%	40%	15%	14%	14%	21%
Yonghui Superstores	China-A	29%	20%	17%	16%	14%	13%	13%	19%
Sanjiang Shopping Club	China-A	19%	16%	15%	14%	16%	15%	14%	16%
Wal-Mart Stores, Inc.	United States	16%	15%	15%	17%	16%			16%
Costco Wholesale	United States	16%	15%	16%	17%				16%
Fujian New Hua Du	China-A	17%	15%	14%	16%	15%	15%	15%	16%
Target Corporation	United States	15%	15%	16%	15%	14%			15%
Woolworths	Australia	15%	15%	15%	15%	13%	13%	13%	14%
Whole Foods Market	United States	12%	12%	12%	17%	19%	13%	14%	14%
X5 Retail Group	Russia	14%	14%	13%	14%	12%	12%	12%	14%
Renrenle	China-A	19%	15%	12%	10%	10%	10%	11%	13%
Zhongbai Group	China-A	14%	13%	13%	13%	13%	14%	15%	13%
The Kroger Co.	United States	13%	12%	11%	10%	11%	10%	10%	12%
Tesco	United Kingdom	12%	12%	12%	12%	10%	11%	11%	12%
Morrison (Wm)	United Kingdom	10%	11%	11%	11%	10%	10%	9%	10%
Safeway Inc.	United States	12%	11%	10%	9%	9%	8%	8%	10%
Metro	Germany	11%	10%	10%	9%	9%	9%	8%	10%
Beijing Hualian	China-A	10%	10%	6%	9%	12%	13%	13%	9%
Carrefour	France	11%	10%	7%	9%	7%	7%	7%	9%
J Sainsbury	United Kingdom	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Lawson	Japan	9%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	8%
FamilyMart	Japan	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%
Seven & i Holdings	Japan	7%	6%	5%	11%	9%	8%	8%	7%
Aeon	Japan	3%	5%	5%	6%	5%	5%	5%	5%
A share average		18%	15%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
Global peers average		11%	11%	12%	13%	11%	10%	10%	12%

注：按 08—12 年均值排序，深蓝色位于第一四分位

资料来源：公司数据、高盛研究预测、高华证券研究预测

图表71: 国际超市同行销售占 GCI 之比(%)

Company	Country	Sales/GCI							Average 08-12E
		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
Costco Wholesale	United States	4.9	4.8	4.8	4.7				4.8
Sanjiang Shopping Club	China-A	3.1	2.7	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	2.7
The Kroger Co.	United States	2.4	2.4	2.5	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5
Wal-Mart Stores, Inc.	United States	2.6	2.5	2.5	2.4	2.3			2.5
Sun Art Retail Group	China-H	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4
Yonghui Superstores	China-A	3.3	2.1	2.1	2.0	1.8	1.8	1.9	2.3
Metro	Germany	2.4	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2
Zhongbai Group	China-A	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.1
Fujian New Hua Du	China-A	2.3	1.7	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
Woolworths	Australia	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.8
The Fresh Market	United States		1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Safeway Inc.	United States	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
Morrison (Wm)	United Kingdom	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	1.7
Beijing Hualian	China-A	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0	1.7
Carrefour	France	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
Renrenle	China-A	2.0	1.7	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4	1.6
Target Corporation	United States	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4			1.5
Tesco	United Kingdom	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
X5 Retail Group	Russia	1.5	1.4	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
Whole Foods Market	United States	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3
J Sainsbury	United Kingdom	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Aeon	Japan	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Seven & i Holdings	Japan	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
Lawson	Japan	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
FamilyMart	Japan	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
A share average		2.3	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0
Global peers average		1.8	1.7	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	1.7

注：按 08—12 年均值排序，深蓝色位于第一四分位

资料来源：公司数据、高盛研究

图表72: 国际超市同行 DACF 占销售之比(%)

Company	Country	DACF/Sales							Average 08-12E
		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
FamilyMart	Japan	19.5%	21.0%	22.0%	22.9%	25.0%	24.3%	24.3%	22.1%
Lawson	Japan	24.7%	16.2%	21.8%	22.4%	25.0%	25.5%	25.9%	22.0%
The Fresh Market	United States	9.2%	11.2%	12.9%	11.3%	10.5%	10.9%	10.9%	11.0%
Whole Foods Market	United States	7.9%	8.5%	8.8%	11.8%	13.7%	9.4%	9.5%	10.2%
Seven & i Holdings	Japan	7.9%	7.6%	6.5%	15.0%	12.1%	11.6%	11.7%	9.8%
Target Corporation	United States	9.7%	10.6%	9.8%	9.1%	9.0%			9.7%
X5 Retail Group	Russia	10.3%	10.0%	8.9%	9.5%	8.8%	8.9%	9.0%	9.5%
Tesco	United Kingdom	7.7%	8.0%	8.1%	8.1%	7.6%	7.7%	7.9%	7.9%
Woolworths	Australia	7.5%	7.8%	8.3%	7.9%	7.5%	7.7%	7.8%	7.8%
Sun Art Retail Group	China-H	5.8%	5.9%	5.8%	14.6%	5.5%	5.5%	5.6%	7.5%
Fujian New Hua Du	China-A	6.9%	6.9%	7.3%	8.0%	7.7%	7.7%	7.6%	7.4%
Renrenle	China-A	8.0%	7.9%	7.3%	6.4%	6.5%	6.8%	6.9%	7.2%
Yonghui Superstores	China-A	6.9%	6.7%	7.0%	6.7%	6.1%	6.2%	6.3%	6.7%
Wal-Mart Stores, Inc.	United States	5.8%	5.9%	6.5%	6.5%	6.5%			6.2%
J Sainsbury	United Kingdom	5.7%	6.1%	6.4%	6.2%	6.3%	6.4%	6.4%	6.1%
Aeon	Japan	3.8%	5.6%	6.8%	7.2%	6.4%	6.4%	6.6%	6.0%
Zhongbai Group	China-A	6.4%	5.9%	5.6%	5.5%	5.8%	5.7%	5.9%	5.9%
Morrison (Wm)	United Kingdom	5.1%	5.8%	6.0%	6.2%	6.2%	6.3%	6.4%	5.9%
Safeway Inc.	United States	6.8%	6.7%	5.8%	4.9%	4.8%	4.6%	4.6%	5.8%
Sanjiang Shopping Club	China-A	5.5%	5.4%	5.6%	5.3%	6.2%	6.2%	6.2%	5.6%
Beijing Hualian	China-A	7.2%	6.3%	3.6%	4.8%	6.1%	6.3%	6.2%	5.6%
Carrefour	France	5.8%	5.8%	4.6%	5.8%	4.3%	4.5%	4.6%	5.3%
The Kroger Co.	United States	5.3%	5.1%	4.3%	3.8%	4.1%	3.8%	3.7%	4.5%
Metro	Germany	4.4%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.4%
Costco Wholesale	United States	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%				3.1%
A share average		6.9%	6.6%	6.3%	6.4%	6.6%	6.7%	6.8%	6.5%
Global peers average		8.2%	8.2%	8.5%	9.5%	9.3%	9.2%	9.3%	8.7%

注：按 08—12 年均值排序，深蓝色位于第一四分位

资料来源：公司数据、高盛研究

风险提示

行业风险:

- 1、宏观经济复苏乏力影响居民消费者信心和支出意愿
- 2、人工成本和租金成本上涨幅度超预期

公司风险:

- 1、异地扩张门店培育期超出预期
- 2、人才和管理跟不上门店快速扩张需求
- 3、公司品类结构优化带来的营运资金改善低于预期，公司资金需求大致使财务费用超预期或者每股盈利被股权融资所稀释摊薄
- 4、公司第二大股东民生超市解禁给二级市场股价带来冲击

信息披露附录

申明

本人，胡维波，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

胡维波：香港/中国内地消费品行业。

香港/中国内地消费品行业：安踏体育、华联综超、百丽国际、步步高、波司登、周大福、达芙妮、思捷环球、新华都、金鹰商贸集团、国美电器、银泰百货、利丰、李宁、利福国际、茂业国际、新世界百货、百盛集团、人人乐、新秀丽国际有限公司、三江购物、美邦服饰、苏宁电器、利邦控股、永辉超市、中百集团。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：永辉超市 (Rmb23.12)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投資前景的看法。**具吸引力(A)**：未来12个月内投資前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。**中性(N)**：未来12个月内投資前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。**谨慎(C)**：未来12个月内投資前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**: 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**: 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**: 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**: 此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**: 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。