

专业连锁

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

人人乐

002336

推荐

扩张减速+费用管控, 中长期公司业绩有望迎来上升趋势

事件: 近期我们跟踪走访了人人乐, 与公司高管就目前的经营情况, 门店扩张计划及未来发展战略进行了交流, 以下是我们对公司的主要观点。

投资要点:

➤ **内外因共同导致公司 2012 年业绩出现亏损。**2012 年公司经营情况不佳, 全年实现营业收入 129.13 亿元, 同比增长 6.79%, 实现净利润 -8961.48 万元, 同比下降 152.9%。亏损原因: ①**外部:** 宏观经济增速放缓、行业竞争加剧、电商冲击、租金人工成本刚性上涨等多方挑战, 使得公司老店的同店增速下滑, 同时新店培育期延长; ②**内部:** 2011 年新开门店过快 (24 家店)、管理层不稳定 (3 大高管离职)、2012 年关店费用导致 (关闭 8 家门店)。

➤ **最黑暗的时候已经过去, 尽管未来短期业绩或有波动, 但中长期向上趋势已确立:** 一方面, 公司已认识到 2012 年业绩亏损的问题所在, 2013 年将继续坚持“减速、调整、巩固、提高”的经营策略, 围绕“增业绩 得升收益率, 减成本 降低费用率”的年度主题开展工作, 预计公司 2013 年开店速度放缓至 10 家左右, 管理层也在经过 2012 年的动荡后趋于稳定;

另一方面, 随着宏观经济的企稳, 我们预计下半年 CPI 将逐渐回升, 有望带来公司同店增速提升以及费用压力的缓解。

公司中长期向上趋势已确立,在扩张减速+费用管控等措施下, 公司 Q1 毛利率同比增加 0.98 个百分点至 20.18%, 净利润也扭转过去年三个季度的亏损, 实现盈利 2331 万元 (净利率提升至 0.66%)。尽管短期公司业绩可能因开关店因素而有波动 (Q2 因关店可能出现亏损, 13 年预计关店 2-3 家), 但中长期向上趋势已确立。

➤ **估值较低+业绩好转趋势确立, 公司中长期投资价值显现。**①公司目前每股净资产 8.22 元, PB1.15 倍, 同时相对公司 2013 年约 140 亿元的销售额, 目前 PS 仅 0.27 倍, PB、PS 在行业内均处于底部区域, **公司股价下跌空间小;** ②**公司经营性现金流健康,**2012 年经营性现金流约 5.25 亿元, 且目前账上拥有净现金 20.98 亿元, **无偿债风险;** ③**业绩逐渐好转趋势确立,**毛利率上升+费用率下降将逐步驱动公司净利率恢复至行业正常的 2% 水平, **未来公司业绩弹性巨大。**

➤ **盈利预测:** 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.15 元、0.35 元、0.68 元, 现在看公司估值高达 64 倍, 但考虑到公司净利率的逐渐回升趋势, 若净利率 2015 年能恢复到 1.5% 水平, 则届时估值仅 13.6 倍, **我们认为从中长期角度看, 公司目前价位已具有投资价值, 后续需关注公司的收入增速及费用控制情况, 给予目标价 11 元, 首次给予“推荐”评级。**

➤ **风险提示:** 管理层不稳定、开关店对公司费用的影响、新门店培育期延长

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12913	14170	16492	18994
收入同比 (%)	7%	10%	16%	15%
归属母公司净利润	-90	59	141	271
净利润同比 (%)	-153%	166%	138%	92%
毛利率 (%)	20.3%	20.5%	20.7%	20.9%
ROE (%)	-2.7%	1.8%	4.1%	7.2%
每股收益 (元)	-0.22	0.15	0.35	0.68
P/E	-42.45	64.13	26.97	14.03
P/B	1.16	1.14	1.10	1.02
EV/EBITDA	8	5	4	3

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 11.00 元

当前股价: 9.51 元

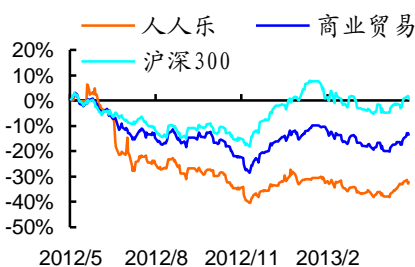
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2293.08
总股本 (百万)	400
流通股本 (百万)	100
流通市值 (亿)	10
EPS	0.06
每股净资产 (元)	8.24
资产负债率	55.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
人人乐	12.94%	4.62%	11.88%
商业贸易	8.87%	1.19%	16.83%
沪深 300	6.22%	0.19%	20.88%



相关报告

请务必阅读正文之后的免责条款部分

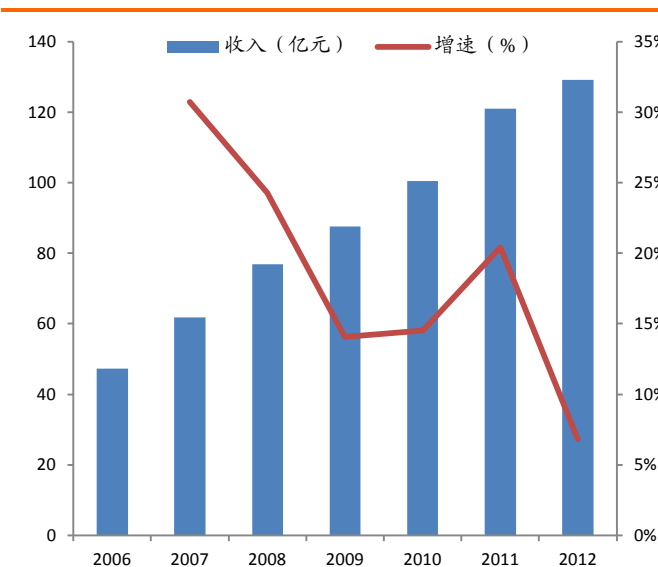
目 录

一、内外因共同导致公司 2012 年业绩出现亏损.....	3
1.1 外部因素：国内消费市场低迷、行业竞争加剧、成本刚性上涨.....	3
1.2 内部因素：上市后新店拓展速度较快、高管变动、关店费用.....	4
二、扩张减速+费用管控，中长期公司业绩有望迎来上升趋势.....	5
2.1 减缓新店拓展速度，巩固和提升现有区域的竞争优势.....	5
2.2 强化成本费用控制，降低费用率.....	6
2.3 深化生鲜经营改革，增加客流量，提升同店增速.....	6
2.4 扩张减速+费用管控效果逐渐显现，公司 2013 年 Q1 业绩实现盈利，中长期向上趋势确立.....	7
三、估值在行业内位于底部，经营性现金流健康.....	8
3.1 从估值角度看，公司股价下跌空间不大.....	8
3.2 经营性现金流健康，无偿债风险.....	8
四、盈利预测及投资建议.....	9

一、内外因共同导致公司 2012 年业绩出现亏损

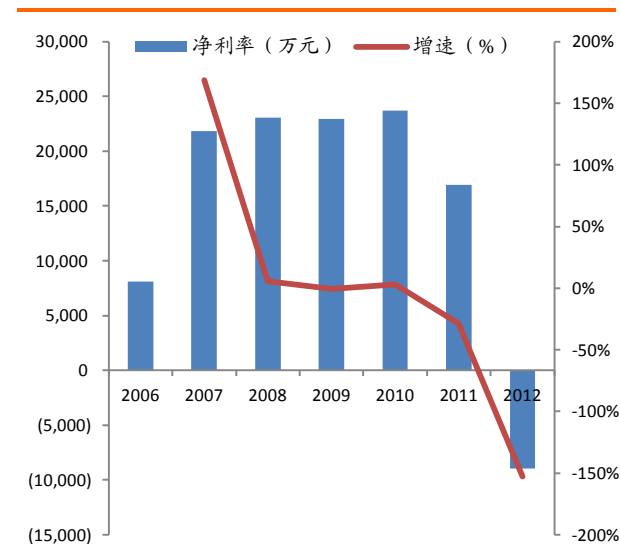
人人乐成立于 1996 年 4 月，主营业务为大卖场、综合超市和百货的连锁经营，于 2010 年 1 月在深交所上市。上市两年来，公司业绩不断下滑，并在 2012 年度首次出现亏损，我们认为公司业绩的持续下滑主要来自于内外部两方面的变化：

图 1 人人乐的收入增速变化情况(2006 - 2012)



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 2 人人乐的利润增速变化情况(2006 - 2012)



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

1.1 外部因素:国内消费市场低迷、行业竞争加剧、成本刚性上涨

1、受国民经济运行总体放缓，居民消费信心长期不振、消费意愿下降等因素影响，国内消费市场总体较为低迷；

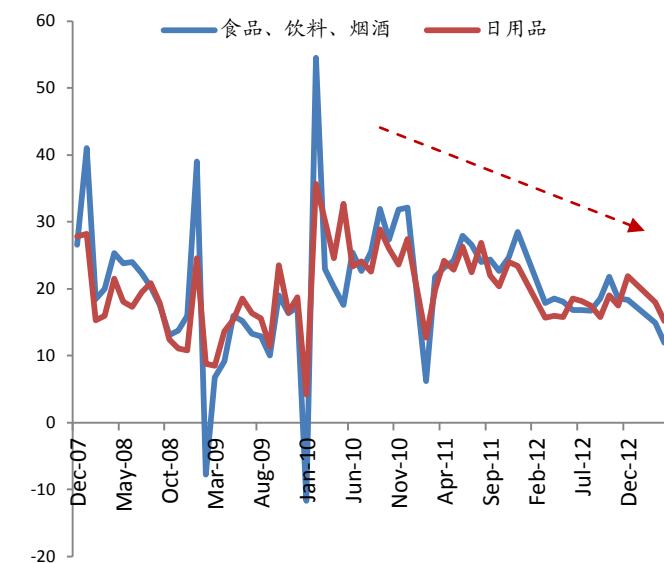
2010 年以来，作为超市主要销售品类的食品饮料烟酒、日用品的零售额增速呈明显下降趋势，增速分别从 2010 年初的 25%、30%，下降到 2013 年 4 月份的 11.9%、15.2%。

2、行业竞争加剧、电商冲击等多方挑战，使得公司老店的同店增速下滑。尤其是作为公司核心区域的深圳，近 2 年受产业转移等因素影响，外来务工人员有所减少（近 2 年深圳常住人口中非户籍人口开始减少，2012 年相比 2010 年约减少 19 万人），而公司消费群体主要定位在中低端，受此影响较大，同店增速下滑；

3、零售行业租金、人工成本的刚性上升，使得企业盈利空间压缩，新店培育期延长。

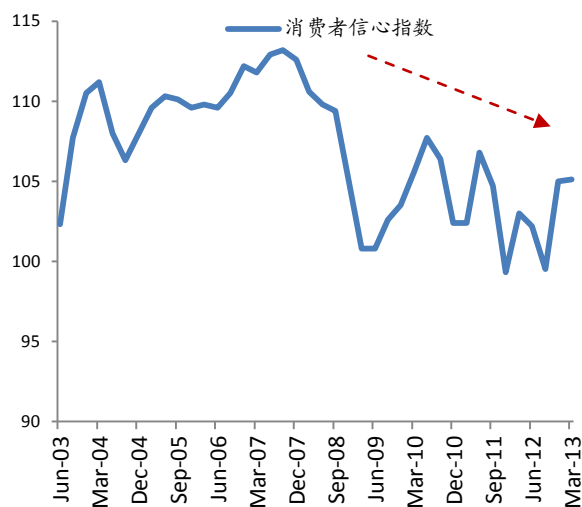
我们以人人乐 2007 - 2012 年的租金费用率、人工费用率进行分析，可以发现公司的租金费用率从 2007 年的 3.88%，上升至 2012 年的 5.08%，人工费用率也从 2007 年的 3.36% 上升至 5.54%。公司的净利率也因此从 2007 年的 3.55%，一路下跌至 2012 年的 -0.69%。

图 3 食品饮料、烟酒、日用品商品零售总额增速 (%)



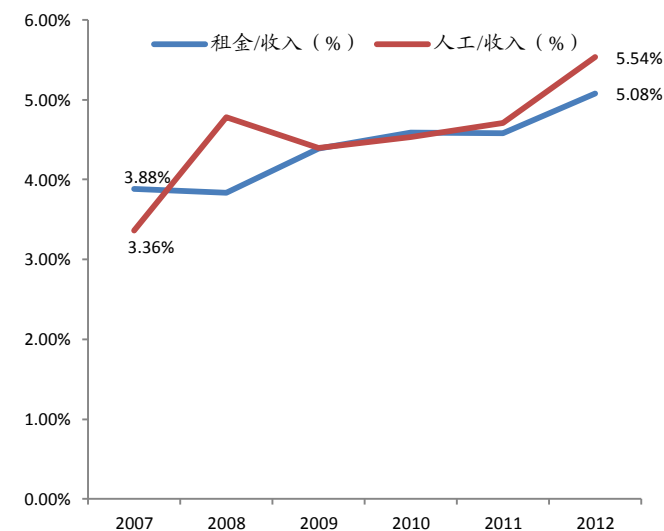
资料来源: wind、中投证券研究总部

图 4 消费者信心指数



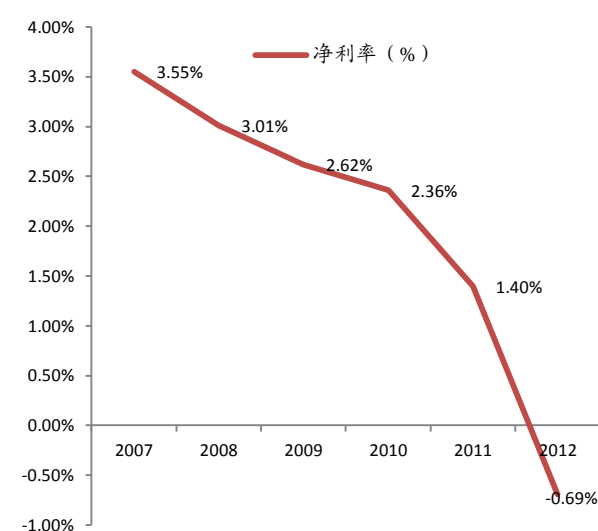
资料来源: wind、中投证券研究总部

图 5 人人乐的租金费用率、人工费用率呈上升趋势



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 6 人人乐的净利率呈下降趋势



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

1.2 内部因素: 上市后新店拓展速度较快、高管变动、关店费用

1、上市后的 2010、2011 年, 公司新店拓展速度较快, 分别开店 10 家、24 家, 使得老店业绩的增长无法弥补新店产生的亏损, 同时公司的管理、人才培养与储备等也跟不上规模的快速增长;

2、上市以来公司管理团队变动较大 (3 大核心高管离职), 使得管理效率有所下降。自公司上市以来, 先后有李彦峰 (前董事、副总裁、首席运营官)、李宽森 (前公司连锁超市事业部副总裁)、王牛崽 (前公司连锁超市事业部采购中心执行总经理) 等 3 大核心高管离职, 对公司的稳定经营有所影响。

3、2012 年公司主动关闭了 8 家门店，关店费用对公司当年业绩也有较大影响。关店费用主要体现在两方面，一方面是剩余开办费用的一次性摊销，计入当期损益；另一方面是赔偿款，主要是根据合同的约定，对业主、商户的赔偿等。

关店的具体损失金额还要看门店面积的大小和实际开业期长短，一般面积大、开业时间短的门店关店损失较大。

表 1 公司历年分地区的门店情况（2004 - 2012）

单位：家

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
华南	10	18	24	31	38	46	49	58	54
华中	0	0	0	0	0	2	4	8	8
西北	5	7	8	10	16	18	20	23	24
西南	5	7	11	12	13	17	18	22	22
华北	2	4	4	4	6	8	8	11	12
门店总数	22	36	47	57	73	91	99	122	120
新增门店数		14	12	10	16	20	10	24	6
关闭门店数			1	0	0	2	2	1	8
净增门店数		14	11	10	16	18	8	23	-2

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

二、扩张减速+费用管控，中长期公司业绩有望迎来上升趋势

为扭转 2012 年的业绩亏损局面，公司 2013 年将坚持“减速、调整、巩固、提高”的经营策略，围绕“增业绩 得升收益率，减成本 降低费用率”的年度主题开展工作。

从 2013 年 Q1 的扭亏效果看（实现盈利 2331 万元），公司的扩张减速+费用管控措施还是取得了明显效果的。公司最黑暗的时候已经过去，我们认为尽管未来短期内公司业绩或有波动（受公司开店、关店等影响），但中长期业绩向上趋势已经确立。

2.1 减缓新店拓展速度，巩固和提升现有区域的竞争优势

2009 年以前，公司保持着每年 10 - 15 家的稳健扩张速度，扩展区域也主要集中在优势的华南、西北、西南区域；2009 年 - 2011 年，公司明显加快了外延扩张速度，新开门店 20、10、24 家，且进入了湖南、江西、河北等新区，由于老区竞争激烈同时新区又尚未形成规模优势，故公司 2012 年以来的业绩持续下降。

为扭转业绩下滑局面，公司一方面采取了更加谨慎的开店策略，适度放缓了开店速度，2012 年新开门店 8 家，预计 2013 年新开门店在 10 家左右；

另一方面公司也对开店的区域与类型进行了调整，一是**巩固和提升现有区域的竞争优势**，2013 年新开门店将主要集中在现有成熟区域，如西安、成都、南宁等，暂不会发展新区域；二由于一线城市（如深圳）的租金、人工成本较高，预计公司未来将**尽量避免在一线城市开设大体量的大卖场**，标超、社区超市以及三四线城市的购物中心将是公司未来的主要门店拓展业态。

在关店上，公司也会非常慎重，对那些经过长期的市场培育期后业绩仍无法改善或没有明显改善前景的亏损门店，公司会对其实施关店计划，**我们预计公司 2013 年会关店 2-3 家**，其中 Q2 预计会关闭 1 家门店，关店费用约 1000 - 1500 万元，受此影响，**公司 Q2 业绩可能会略微亏损**。

2.2 强化成本费用控制，降低费用率

公司目前费用率总体偏高，期间费用率高达 20%，销售费用率、管理费用率均在同行中位于较高水平，费用控制是公司 2013 年的重点工作之一，涉及到公司经营的各方面细节：

- 1、通过优化组织架构和人员定编、优化流程，提高员工劳效，降低人工成本；
- 2、推行节能改造，控制水、电费；
- 3、通过改变促销方式和促销理念，控制促销费用投入；
- 4、与物业方建立战略合作关系降低租金成本等。

通过这些措施，公司的期间费用率快速上升趋势得到有效控制，Q1 公司的期间费用率为 18.34%，相比 2012 年末的 20% 已有所下降。我们预计公司 2013 年的期间费用率有望下降 1 个百分点左右。

表 2 公司的销售费用率、管理费用率与同行的比较

	销售费用率 (%)				管理费用率 (%)			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
人人乐	14.07%	14.53%	14.64%	16.22%	3.05%	3.09%	3.26%	3.98%
永辉超市	11.17%	12.65%	12.94%	13.49%	2.03%	2.29%	2.28%	2.61%
华联综超	15.58%	15.48%	16.57%	16.82%	1.61%	1.83%	2.16%	2.22%
步步高	13.58%	14.74%	13.94%	14.01%	1.98%	1.93%	2.08%	1.95%
中百集团	10.92%	11.43%	12.00%	12.94%	3.73%	4.11%	4.04%	4.19%
新华都	13.37%	14.57%	13.55%	14.60%	2.56%	2.58%	2.90%	2.38%
三江购物	11.36%	12.03%	13.55%	13.48%	1.55%	1.46%	1.49%	1.37%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

2.3 深化生鲜经营改革，增加客流量，提升同店增速

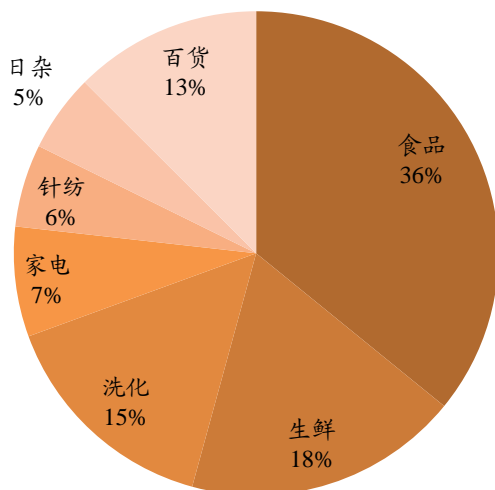
老店同店增速下降是公司 2012 年业绩亏损的一个重要原因，2012 年公司老店的同店增速为 -0.81%，较 2011 年的同店 6.79% 有明显下降。公司同店增速的下降，我们认为与公司门店主要分布在一二线城市，受宏观经济环境、电商冲击影响较大有关。

分区域来看，同店增速下滑的主要是以深圳核心的华南区域，这与当地受产业转移等因素影响，外来务工人员有所减少有关，2013 年 4 月以来同店增速下降 5% 左右；以西安以核心的西北区域，是公司的优势区域，4 月以来同店增速+4% 左右；西南区域中，南宁门店 4 月以来同店增长 3% 左右，成都门店 4 月以来同店增长基本持平；天津地区门店受当地激烈的市场竞争影响，4 月以来同店增速有所下滑。

为提升老店的同店增速，公司一方面强化生鲜商品经营，推进农产品基地直采，提升生鲜商品的竞争优势，吸引客流；另一方面，公司也将进一步优化商品结构与品类管理，改善卖场空间，进行更有针对性的促销等措施，以提升毛利率，增加销售额。

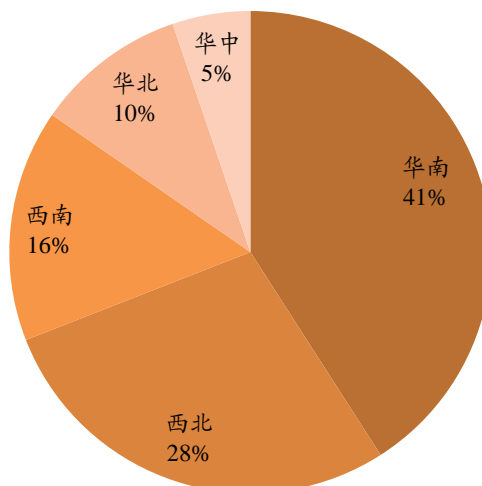
2013 年，我们预计随着经济的企稳，下半年 CPI 将稳步回升，再加上公司对门店的品类调整及促销力度的加大，下半年公司的同店增速将较上半年有明显好转，全年来看，我们预计公司的同店增速在 1% - 2% 左右。

图 7 公司各品类商品的收入占比（2012 年）



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 8 公司各区域的收入占比（2012 年）



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

2.4 扩张减速+费用管控效果逐渐显现，公司 2013 年 Q1 业绩实现盈利，中长期向上趋势确立

在一系列扩张减速+费用管控措施下，公司 2013 年 Q1 的业绩成功扭转了过去三个季度的亏损，实现盈利 2331 万元，综合毛利率的大幅提升（增加 0.98 个百分点至 20.18%），以及费用率的相对控制（销售、管理费用绝对额仅同比增加 1%、7%）是公司一季度业绩能够扭亏的主因。

展望全年，随着宏观经济企稳，CPI 稳步回升，公司扩张减速+费用管控措施将持续发挥效应，有望驱动公司同店增速回升，以及费用压力缓解，毛利率的上升+费用率的下降将使得公司净利率自底部稳步提升（2013 年 Q1，公司

净利率约 0.66%), 公司 2013 年约 140 亿元的销售额, 使得公司未来业绩弹性巨大。

我们认为, 公司最黑暗的时候已经过去, 尽管未来短期内公司业绩或有波动 (受公司开店、关店费用影响), 但中长期业绩向上趋势已经确立。

预计公司 Q2 由于关店 (预计 Q2 关闭 1 家门店, 届时关店费+赔偿款在当季报表体现)+淡季的原因, 可能略有亏损, 扣除关店因素, 公司盈利预计在 1000 万 - 2000 万元。

三、估值在行业内位于底部, 经营性现金流健康

3.1 从估值角度看, 公司股价下跌空间不大

PB: 目前公司每股净资产为 8.24 元, PB1.15 倍, 在整个超市板块内 PB 位于底部区域。

PS: 相对 2012 年 129 亿元的销售收入, 公司的 PS 仅 0.29 倍, 估值亦位于超市板块的底部区域。

PE: 公司目前处在盈利的底部区域, 未来业绩弹性巨大, 尽管目前价位公司 2013 年的 PE 高达 64.1 倍, 但考虑到未来公司净利率的稳步回升趋势, 若 2015 年净利率能恢复到 1.5% 水平, 则届时 PE 仅 13.6 倍。

我们认为从中长期角度看, 公司股价下跌空间不大, 目前价位已具有投资价值。

表 3 人人乐的 PB、PS 估值, 均位于超市板块的底部区域

	股价 (元)	PE	PB	PS
人人乐	9.51	-42.45	1.15	0.29
永辉超市	13.51	41.32	4.65	0.84
华联综超	4.59	59.52	1.00	0.25
步步高	25.40	24.20	2.51	0.83
中百集团	6.58	21.85	1.51	0.29
新华都	6.64	22.54	2.66	0.54
三江购物	9.25	21.57	2.58	0.74
红旗连锁	16.02	18.47	1.90	0.82

资料来源: wind、中投证券研究总部

注: 基准数据均采用 2012 年的年报数据

3.2 经营性现金流健康, 无偿债风险

公司经营性现金流健康, 2012 年每股经营性现金流净额约 1.31 元, 在超市行业内位于正常水平; 同时公司的流动比例、速动比例、资产负债率也均在板块内处于较好水平, 无偿债风险。

此外, 目前公司的净现金/市值约为 0.58, 在行业内位于第二高水平, 显示公司目前约 38 亿的总市值中, 净现金资产占比较高, 投资价值突出。

表 4 人人乐的 PB、PS 估值，均位于超市板块的底部区域

	流动比例	速动比例	资产负债率	每股经营性现金流净额（元）	净现金/市值
人人乐	1.39	1.02	54.1%	1.31	0.58
永辉超市	0.98	0.53	59.5%	2.39	0.02
华联综超	1.22	0.97	69.8%	1.44	1.24
步步高	0.58	0.30	67.9%	2.94	0.13
中百集团	0.81	0.44	63.2%	1.49	0.29
新华都	1.13	0.78	61.4%	0.86	0.29
三江购物	1.48	1.10	50.8%	0.75	0.42
红旗连锁	2.08	1.43	36.4%	0.94	0.34

资料来源：wind、中投证券研究总部

四、盈利预测及投资建议

预计公司 2013 - 2015 年 EPS 分别为 0.15 元、0.35 元、0.68 元，尽管公司目前估值高达 64 倍，但考虑到公司扩张减速+费用管控等一系列措施将持续发挥效应，预计公司净利率自 2013 年 Q1 起的稳步回升趋势将得以延续，若净利率 2015 年能恢复到 1.5% 水平，则届时估值仅 13.6 倍。

考虑到：①公司较低的 PB、PS 估值；②健康的经营性现金流及偿债能力；③业绩逐渐好转趋势确立，毛利率上升+费用率下降将驱动公司净利率逐步提升至行业正常水平，公司未来业绩弹性巨大，我们认为从中长期角度看，公司目前价位已具有投资价值，后续需持续关注公司的收入增速及费用控制情况，目标价 11 元，首次给予“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	5335	6115	6803	7970	营业收入	12913	14170	16492	18994
现金	2098	2502	2652	3377	营业成本	10292	11263	13077	15029
应收账款	5	5	6	7	营业税金及附加	109	113	132	152
其它应收款	496	545	635	731	营业费用	2095	2267	2573	2868
预付账款	715	782	908	1044	管理费用	514	524	610	693
存货	1418	1728	2018	2232	财务费用	-26	-62	-71	-90
其他	603	552	583	579	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	1797	1612	1431	1176	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	657	739	718	645	营业利润	-74	64	170	341
无形资产	123	153	181	199	营业外收入	61	61	61	61
其他	1017	721	532	333	营业外支出	50	50	50	50
资产总计	7132	7727	8234	9146	利润总额	-63	75	181	352
流动负债	3827	4374	4732	5375	所得税	27	16	40	81
短期借款	0	218	0	0	净利润	-90	59	141	271
应付账款	2067	2262	2626	3018	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1760	1894	2106	2357	归属母公司净利润	-90	59	141	271
非流动负债	34	23	30	29	EBITDA	203	313	431	595
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.22	0.15	0.35	0.68
其他	34	23	30	29	主要财务比率				
负债合计	3860	4396	4762	5404	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	400	400	400	400	营业收入	6.8%	9.7%	16.4%	15.2%
资本公积	2476	2476	2476	2476	营业利润	-134.0	186.0%	165.8%	101.0%
留存收益	395	455	596	867	归属于母公司净利润	-152.9	166.0%	137.8%	92.2%
归属母公司股东权益	3271	3331	3472	3743	获利能力				
负债和股东权益	7132	7727	8234	9146	毛利率	20.3%	20.5%	20.7%	20.9%
现金流量表					净利率	-0.7%	0.4%	0.9%	1.4%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	-2.7%	1.8%	4.1%	7.2%
经营活动现金流	525	382	555	883	ROIC	-9.2%	0.1%	7.8%	52.9%
净利润	-90	59	141	271	偿债能力				
折旧摊销	303	312	332	344	资产负债率	54.1%	56.9%	57.8%	59.1%
财务费用	-26	-62	-71	-90	净负债比率	0.00%	4.96%	0.00%	0.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.39	1.40	1.44	1.48
营运资金变动	317	66	146	359	速动比率	1.02	1.00	1.01	1.06
其它	20	7	7	-2	营运能力				
投资活动现金流	-490	-259	-257	-248	总资产周转率	1.78	1.91	2.07	2.19
资本支出	490	22	22	22	应收账款周转率	1341	2774	2852	2838
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.76	5.20	5.35	5.33
其他	0	-237	-235	-226	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-200	281	-148	90	每股收益(最新摊薄)	-0.22	0.15	0.35	0.68
短期借款	0	218	-218	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	0.96	1.39	2.21
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.18	8.33	8.68	9.36
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	-42.45	64.13	26.97	14.03
其他	-200	62	71	90	P/B	1.16	1.14	1.10	1.02
现金净增加额	-166	404	150	725	EV/EBITDA	8	5	4	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

樊俊豪: 连锁零售、文娱轻工行业分析师, 中山大学金融学硕士, 通过 CFA 二级考试, 1 年基金行业从业经验, 曾任职于广发基金金融工程部, 2011 年加盟中投证券。**2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。**

重点覆盖公司: 海宁皮城、永辉超市、苏宁电器、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份、物产中大、新华都、天音控股、中百集团、人人乐、中顺洁柔等。

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳, 百货零售行业分析师, 中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所, 3 年机构销售从业经验, 1 年行业研究经验。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434