



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010 年 11 月 30 日

零售

研究部

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

无评级

永辉超市 IPO 分析

生鲜特色经营是核心竞争力, 优势区域已确立

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,678	8,475	12,008	17,027	23,199
(+/-%)	54.6%	49.3%	41.7%	41.8%	36.2%
毛利	1,016	1,517	2,197	3,150	4,338
(+/-%)	60.7%	49.4%	44.9%	43.3%	37.7%
净利润	214	254	298	434	595
(+/-%)	64.6%	19.0%	17.2%	45.6%	37.0%
每股收益 (元)	0.28	0.33	0.39	0.57	0.77
每股经营现金流 (元)	0.24	0.27	0.46	0.71	0.96
净资产收益率	26.4%	24.1%	9.4%	12.3%	14.7%
投入资本回报率	16.6%	11.8%	6.7%	9.1%	11.4%

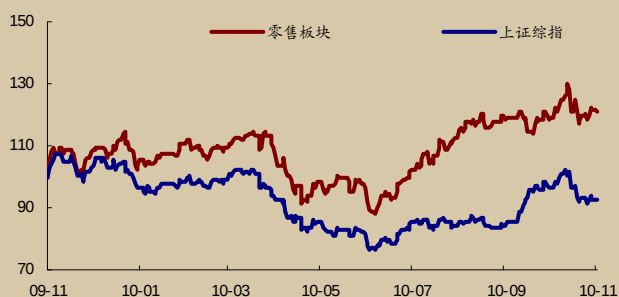
股票信息

股票代码	601933.CH
目前总股数 (百万股)	658
发行后总股数 (百万股)	768
主要股东 (持股比例)	张轩松、张轩宁 (35.66%)

最近估值走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
上证综指	-0.6	-3.8	9.8	-12.5
零售指数	0.9	-0.9	5.4	12.0

52 周行业走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资要点:

- 农改超成功典范, 立足生鲜优势差异化经营, 已形成商品采购、物流和信息管理、门店经营一整套“永辉模式”, 核心竞争优势明显:
- 1) 拥有“专业买手”团队 (1300 人, 其中生鲜采购团队超过 700 人), 生鲜研发中心及时掌握全国各地生鲜价格、生产周期等资讯, 确保产品最优采购、适销对路。
- 2) 直接采购和规模优势降低成本。全国统采约占 20%, 直采约占 76%, 部分商品价格甚至低于农贸市场。
- 3) 目前超市中生鲜及加工类商品占比达到 51%, 高于同业 20%-30% 水平, 有效吸引客流并提升竞争力。
- 4) 经营管理效率高, 库存商品损耗率只有 0.27%, 存货周转天数只有 29.7 天, 显著快于同业。
- 福建、重庆市场地位稳固, 跨区域发展已有成功案例。公司是福建最大的超市零售商, 自 2004 年进入重庆市场, 目前销售规模排名第二, 两大市场均具备相对优势。至 2010 上半年, 公司门店数量达到 135 家, 除优势区域外已开始在北京 (5 家)、安徽 (2 家) 布局。
- 业绩增速快, 经营效率行业领先。2007-2009 年门店、收入和净利润复合增长率分别达到 45%、52% 和 40%。前台毛利率和净利润率分别达到 15% 和 3%, 显示出良好管控能力, 存货周转快。
- 管理层激励体现, 上市后董事长和高管持股 59.4%。

财务预测:

预计 2010-2012 年净利润增速分别为 17%、46% 和 37%, 对应每股收益 0.39 元、0.57 元和 0.77 元。

估值与建议:

目前零售板块 2011 年市盈率在 30 倍左右, 公司生鲜特色经营具备优势, 优势区域已确立, 业绩增速较快, 加之受益通胀, 参考前期新股表现, 市场可能给予一定估值溢价。我们认为, 2011 年 35 倍市盈率较合理, 目前来看市场热情较高将会向 40 倍靠拢, 对应价格区间 20.0 元-22.8 元。

需要指出的是若其定价较高, 也有望带动可比公司估值, 可关注湖北占据绝对优势的武汉中百 (2011 年 26 倍)。

风险: 进入扩张期, 关注费用变化和新进入市场竞争。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

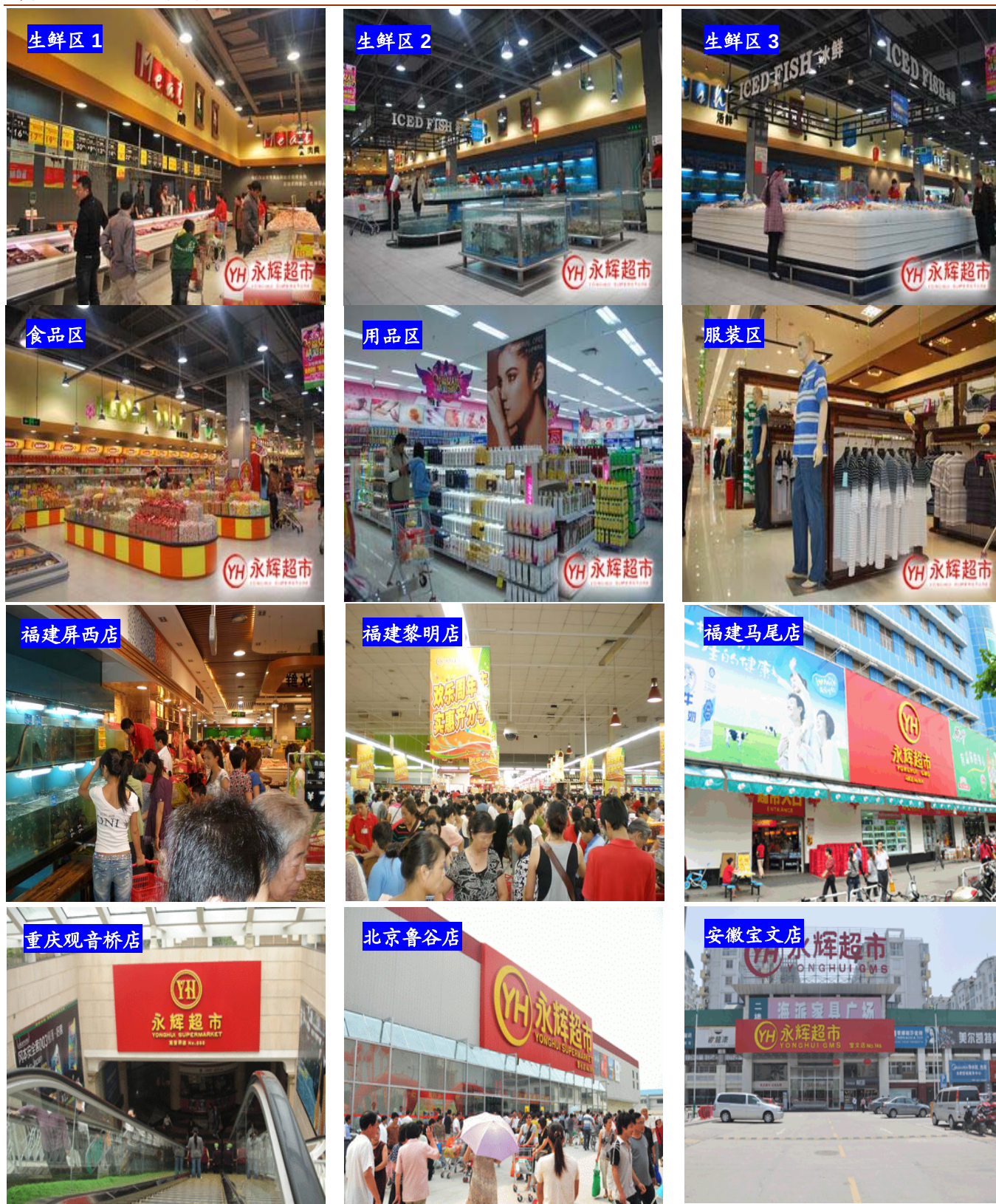
目录

公司基本面及发行概况	4
公司概况	4
发行概况	4
生鲜经营具备核心优势	6
“农改超”推广典范，具备良好发展空间	6
生鲜超市经营优势是核心竞争力	6
重点市场地位稳固，已具备跨区域发展成功案例	7
门店扩张速度快，重点区域网络优势已显现	7
加密福建和重庆，北京、安徽市场战略性进入	7
经营效率高，财务指标领先同业	9
盈利预测和估值	10
盈利预测	10
类比估值及建议	11
附录 1：“农改超”模式	13
附录 2：通胀与零售板块关系	14
通胀与零售板块收入表现：物价高涨时普遍受益，超市最敏感	14
通胀与零售板块利润率表现：稳中有升	15
通胀与零售板块股价表现：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市跑赢板块	16

图表目录

图表 1：公司门店采风	3
图表 2：主要超市上市公司销售收入和利润对比	4
图表 3：公司发行概况	5
图表 4：IPO 后公司股权结构图	5
图表 5：公司收入和利润情况	6
图表 6：公司重点区域竞争情况（福建，重庆）	7
图表 7：永辉超市扩张进程	8
图表 8：公司新进区域竞争情况（北京，安徽）	8
图表 9：永辉超市现有门店分省概况（1H10）	8
图表 10：主要超市公司对比	9
图表 11：损益表盈利预测和假设	10
图表 12：历史和预测的财务指标	11
图表 13：可比公司估值比较	12
图表 14：近期消费类新股上市市盈率	12
图表 15：公司门店区域和物流体系	13
图表 16：物价水平变化与百强零售企业销售收入的关系（百强零售数据 2007 年开始公布）	14
图表 17：物价水平变化与零售企业盈利的关系	15
图表 18：经济增速、物价水平变化与社会消费品零售总额的关系	16
图表 19：第四阶段：零售板块在物价高涨时显著跑赢指数、超市类公司在物价高涨时跑赢板块（各图均为相对于大市的走势）	17

图表1：公司门店采风



资料来源：公司网站，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者,有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询,新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

公司基本面及发行概况

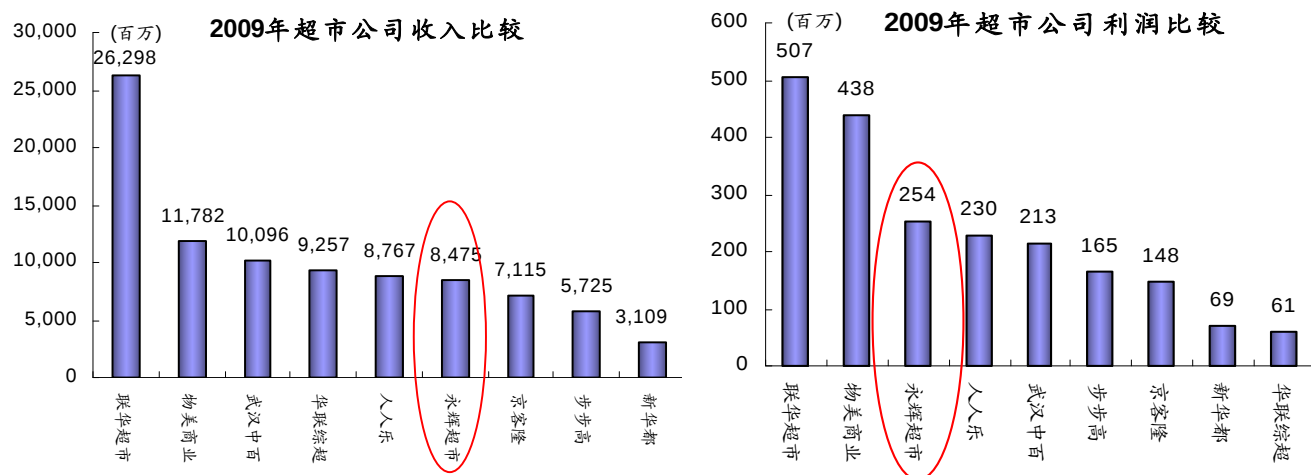
公司概况

永辉超市成立于 2001 年，被国务院七部委誉为“农改超”推广典范，也是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的企业之一。公司以生鲜农产品作为自身的特色（超市中生鲜及加工类商品占比达到 51%），其超市既可提供具备农贸市场价格优势、新鲜且品类齐全的商品，又有舒适购物体验，从而有效的吸引客流并建立起了核心竞争力。

目前公司分别是福建和重庆地区的第一和第二大超市零售商，截至 2010 年 6 月底共有 135 家门店（大卖场 20 家、卖场 64 家、社区超市 51 家）和 1 个配送中心（位于福州闽侯），其中福建已开业 81 家门店，重庆开业 47 家。2009 年新进入北京市场，开业 5 家（募资计划新开 9 家）；2010 年战略性进入安徽，开业 2 家（计划今年年底达 10 家）。

2009 年公司实现营业收入 84.75 亿，增长 49.3%，净利润 2.54 亿元，增长 19.0%，整体销售和利润规模分别位于上市超市公司的第 6 和第 3 位。公司历史上发展速度较快，2007-2009 年门店、收入和净利润年复合增长率分别达到 45%、51.9% 和 40.0%。2010 上半年收入和净利润分别为 56.11 亿和 1.38 亿。

图表 2：主要超市上市公司销售收入和利润对比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

发行概况

公司此次计划发行不超过 1.10 亿股，发行后总股本不超过 7.68 亿股，发行股数占发行后总股本的 14.32%，其中公司创始人张轩松和张轩宁兄弟持股比例为 35.66%，中高层管理人员持股 59.42%，共涉及 10 人。

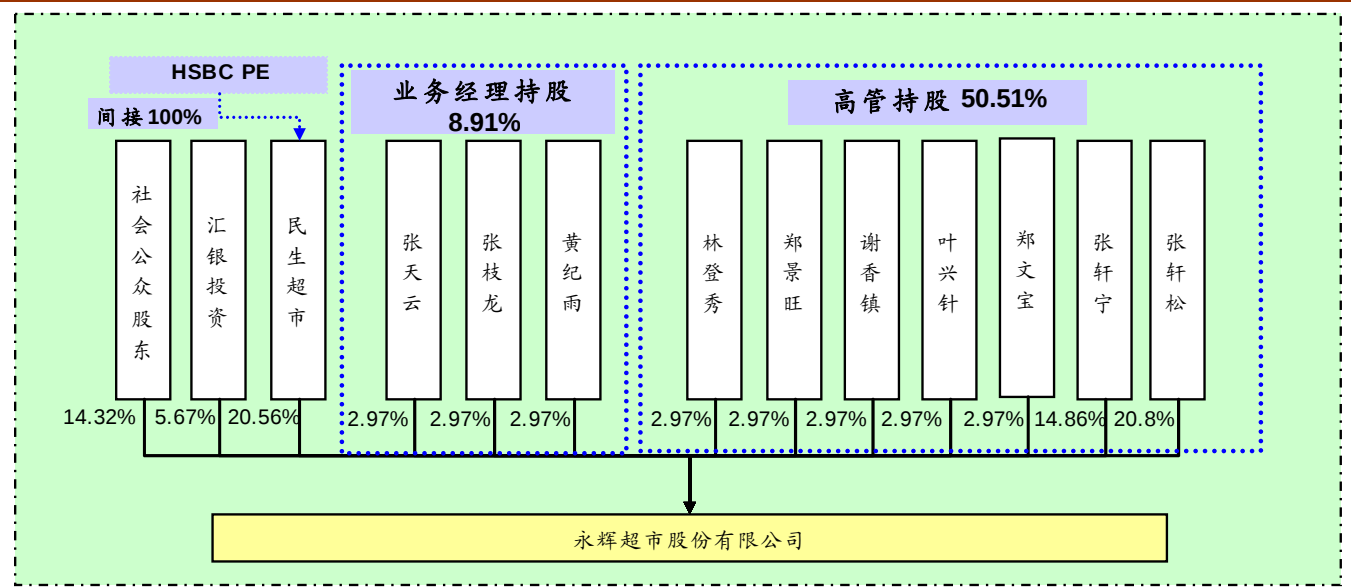
本次募集资金拟投资于连锁超市发展项目（占募集资金的 84%，计划募投 73 家门店）、农产品加工配送中心项目（位于成都，占募集资金的 6%）、信息化系统升级改造项目以及企业培训中心项目四个项目。

图表 3：公司发行概况

发行概况	募资金拟投资项目	项目总投资（万元）	募集资金投入金额(万元)	资金比例
发行股数:	不超过1.1亿股 连锁超市发展项目	159,788	159,799	84%
发行后总股本:	不超过7.68亿股 农产品加工配送中心项目	12,000	12,000	6%
发行股数占发行后总股本的比例:	14.32%(以发行1.1亿股计) 信息化系统升级改造项目	12,600	12,600	7%
发行方式:	网上发行、网下发行相结合 企业培训中心项目	5,000	5,000	3%
发行后主要股东及占比:	张轩松、张轩宁 (35.66%) 合计	189,388	189,399	100%

资料来源：公司招股书，中金公司研究部

图表 4：IPO 后公司股权结构图



资料来源：公司招股书，中金公司研究部 注：HSBC PE 曾通过民生超市对永辉两次增资。2007 年以 2.9 亿认购持股 20%，2008 年又以 2.4 亿追加投资，增资后持股 24%。此次 IPO 后，HSBC PE 间接持股 20.56%。

生鲜经营具备核心优势

“农改超”推广典范，具备良好发展空间

“农改超”是指通过政府政策的支持，将不适应城市建设和居民消费要求的传统农贸市场，按照超市的经营业态、经营理念进行生鲜超市化改造。“农改超”是人们对购物环境及商品质量要求提高的必然结果。

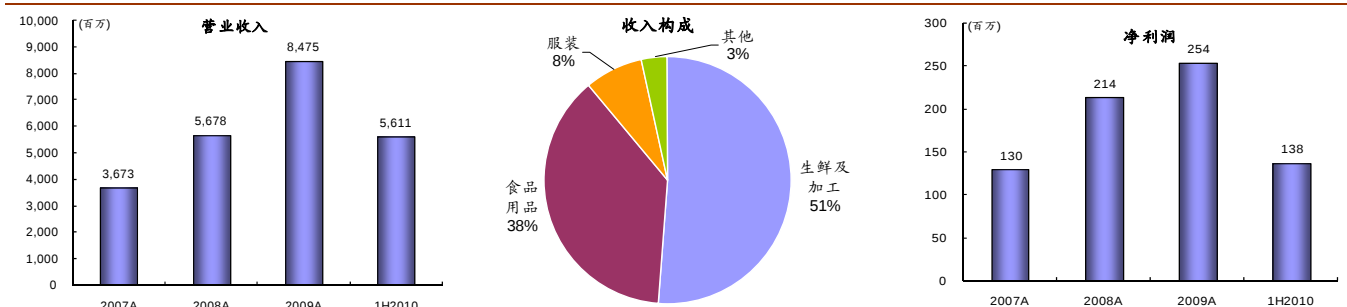
永辉是国内最先开展农改超的企业，公司结合生鲜经营优势经过多年的探索发展，成为业内先行者，被国务院七部委誉为中国“农改超”推广的典范。公司经营模式也逐步完成了从在原有农贸市场附近新建替代性生鲜超市、农贸市场原址改建向新建生鲜超市转变。

中长期来看，中国市场广阔，且随着人们对食品新鲜、安全和便利性要求的提升，生鲜超市具备良好的发展前景。从海外情况来看，美国和德国农产品的 90%是通过这类终端销售，日本达到 70%。但是，目前我国农产品通过超市渠道销售的比重约 30%，其余约 70%的农产品是通过传统农贸市场销售给消费者。

生鲜超市经营优势是核心竞争力

生鲜作为超市经营的重要组成部分，具有吸引客流、不易保存、时效要求高、易损耗等特点，因此对公司的采购、后台建设、门店经营管理能力均提出了很高要求。永辉经过近十年的探索和总结，形成了结合传统农贸市场与现代超市两者优势的永辉模式：既有农贸市场新鲜、品类全及价格低廉特点，又有现代超市环境舒适、一站式购物的优势，并且已经在跨区域发展过程中经受住了市场的考验。

图表 5：公司收入和利润情况



资料来源：公司招股书，中金公司研究部

- ▶ **生鲜经营优势定位，以专注赢得市场。**目前公司超市中生鲜及加工类商品占比达到 51%，明显高于同业 20%-30% 的水平。公司在全国的生鲜采购人员超过 700 人，占全部 1300 人采购队伍的 54%。由这个专业化队伍打造的生鲜研发中心掌握全国各地生鲜价格、生产周期等资讯，从而可以根据生鲜农产品生产和消费的地域差、时间差和季节差，在全国按品类设计最优采购方案，进行调节性采购（公司在全国拥有固定或季节性 30 多个远程采购点）。
- ▶ **设立农业合作基地，保证货源新鲜。**公司结合当地农产品特色，在全国建立了约 20 个农业种植合作基地，以订单采购和预算采购方式，和农民直接对口采购，且“包销到户”，保证了永辉超市生鲜农产品供应的稳定性和安全性。
- ▶ **直接采购和规模优势降低采购成本。**全国统一采购金额的占比约 20%，直接采购金额占比约 76%，直采规模的加大可以缩小与农贸市场之间的价差，部分商品甚至低于农贸市场价格。
- ▶ **标准化科学管理，库存商品低损耗率 (0.27%)。**生鲜商品存在易损耗的缺点，但公司通过建立营运和管理标准，对业务流程进行规范化运作和科学管理，库存商品的损耗率一直处于较低水平，2007-2009 年度损耗率分别只有 0.23%、0.25% 和 0.27%。
- ▶ **物流配送提供强力后盾。**公司在福州闽侯和鳌峰分别拥有一个配送中心和配送中转站。福州闽侯配送中心占地约 110 亩，品种达 15,000 多种，辐射范围逾 300 公里。此外，公司在重庆北碚 (0.8 万平米) 和江北区金源时代购物广场 (2 万平米) 拥有配送中转站，并计划在福建福州和四川彭州建设物流配送中心（募资产项目）。

重点市场地位稳固，已具备跨区域发展成功案例

门店扩张速度快，重点区域网络优势已显现

公司历史上发展速度较快，2002-2004 年平均每年新开门店 6 家，2005-2007 年平均每年新开 12 家。2007 年以后，随着经营模式的成熟，公司开始加快扩张步伐。2008 年新开门店 19 家（1 家大卖场、12 家卖场、6 家社区超市），2009 年新开门店 45 家（7 家大卖场、26 家卖场、12 家社区超市）。

截至 2010 年 6 月，公司共拥有 135 家连锁门店，总经营面积约 86.6 万平米，其中大卖场 20 家、卖场 64 家和社区超市 51 家。福建和重庆是公司的优势市场，现分别拥有门店 81 家和 47 家，2009 年销售收入 54.4 亿和 28.3 亿，分别同比增长 31.7% 和 83.24%。

- **福建**是公司最大的收入来源，约占公司整体的 57%，目前在 8 个地级市拥有 81 家超市（大卖场 10 家、卖场 27 家、社区超市 44 家），营业面积达到 44.1 万平方米。公司在福州的竞争优势突出，拥有 52 家门店（8 家大卖场、15 家卖场、29 家社区超市），远高于竞争对手沃尔玛（含好又多）的 10 家和新华都的 7 家。相对而言，新华都目前在三、四线城市渗透更为密集，但是永辉以经营生鲜为特色，新华都主要经营百货+超市，两者在经营业态和模式方面存在一定差异。
- **重庆**是公司走出福建的第一次尝试，自 2004 年 10 月在重庆的第一家门店开业以来，已在该地区拥有 47 家超市（大卖场 6 家、卖场 35 家、社区超市 6 家），营业面积达到 33.1 万平米，收入约占公司整体的 37%。公司重庆市场的开拓较为成功，目前销售规模排名第二，但和第一大的重庆百货（含新世纪）仍存在差距。

图表 6：公司重点区域竞争情况（福建，重庆）

地区	公司及主要竞争者	2009 年地区收入 (百万)	门店数量	面积 (万平米)	备注
福建	永辉超市	5,444	81 (大卖场10家、卖场27家、社区超市44家)	44	福州52家，而新华都在福州仅7家
	新华都	3,109	87 (大卖场35家、超市47家)	51	泉州18家、龙岩13家、莆田12家
重庆	永辉超市	2,830	47 (大卖场6家、卖场35家、社区超市6家)	33	
	重庆百货(含新世纪)-超市	5,142	145 (大卖场29家、超市116家)	41	原重百63家，新世纪82家，主要在重庆

资料来源：公司资料，公司招股书，中金公司研究部 注：门店和面积数据截至 2010 年 6 月，门店仅计算直营店，重庆百货数据只含超市部分

加密福建和重庆，北京、安徽市场战略性进入

在巩固福建和重庆市场优势的同时，2009、2010 年公司战略性进入了北京和安徽市场，截至今年 6 月已经分别拥有门店 5 家和 2 家。未来，公司将以福建省、重庆、北京、安徽省作为海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区为核心，并向周边市场进行扩张，最终发展成为全国性的超市零售商。

► 福建、重庆

募投项目中福建将新增 24 家门店，面积 17.8 万平米，分别增长 30% 和 40%，重点布局三、四线城市（门店数约占福建募投项目的 78%）。今后，随着大陆和台湾“直航”、“三通”等政策的出台以及《国务院关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》的实施，福建省将迎来新一轮的快速发展，公司将是最大的受益者之一。

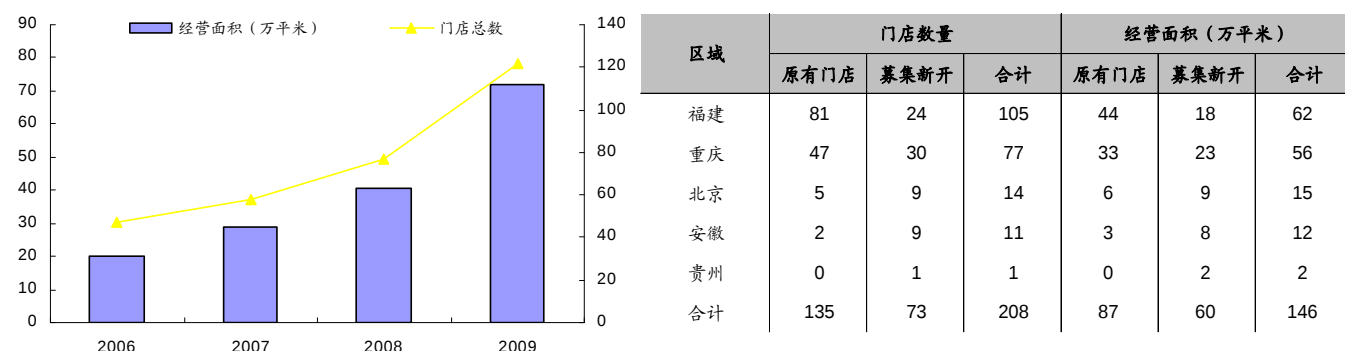
募投项目中重庆有 30 家，新增面积 23.1 万平米分，分别增长 64% 和 70%。重庆是成渝经济区的核心，随着《成渝经济区区域规划》的实施以及高铁建设对区域经济的提振，重庆市场具有较大的发展空间。

► 北京、安徽

北京为公司 2009 年新进市场，上半年已开业 5 家（计划募资新开 9 家）；安徽属于 2010 年战略新进市场，上半年开业 2 家（计划募资新开 9 家）。目前来看，公司在新的市场的开拓在稳步推进，部分门店如北京鲁谷店在开业当年即获得盈利（不考虑总部费用摊销）。

与公司初入重庆市场类似，北京地区和安徽地区的现有管理人员基本由福建地区输入。目前北京（京客隆、物美）和安徽（合家福）均已存在具备明显规模优势的超市零售商，但较大的市场容量仍能给公司提供不错的发展空间。

图表 7：永辉超市扩张进程



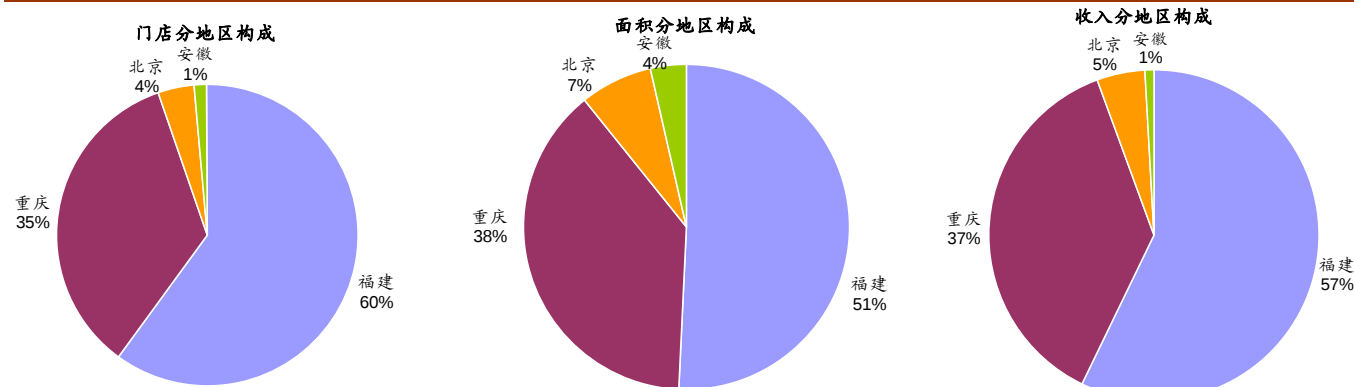
资料来源：公司招股书，中金公司研究部

图表 8：公司新进区域竞争情况（北京，安徽）

地区	公司及主要竞争者	2009 年地区收入 (百万)	门店数量	面积 (万平方米)	备注
北京	永辉超市	201	5 (大卖场2家、卖场2家、社区超市1家)	6	
	物美商业	11782 (含其它地区)	357 (大卖场35、超市77、便利店245)	56	北京本土超市，主要在北京
	京客隆	7115	119 (大卖场7家、综合超市51家、便利店61家)	17	北京本土超市，主要在北京
	华联超市	1843	20 (超市)	23	全国跨区域发展
安徽	永辉超市	今年新开	2 (大卖场)	3	
	合百合家福	1668	104 (大型卖场8家)	20	

资料来源：公司资料，公司招股书，中金公司研究部 注：门店和面积数据截至 2010 年 6 月，门店仅计算直营店。

图表 9：永辉超市现有门店分省概况 (1H10)



资料来源：公司招股书，中金公司研究部

经营效率高，财务指标领先同业

公司近几年业绩增速较快，2007-2009 年公司收入和净利润年复合增长率分别达到 51.9%和 40.0%，并且公司的多项主要财务指标都显著优于行业平均，这一方面与公司的经营特色有关（生鲜的存货周转要求较高），但另一方面也体现出公司优异的议价能力、严格的内部管理以及有效的库存和采购方法。

- ▶ **主营毛利率（15.4%）和净利率（3.0%）显著高于行业，期间费用控制有效。**公司销售收入处于行业中上水平，受生鲜占比高影响，整体毛利率 17.9%略低于行业，但其前台毛利率达到 15.4%，体现出其良好的内控能力。同时，公司内部成本控制有效，费用率低于其他零售商，从而有效提升了公司的净利率。
- ▶ **运营效率良好，存货周转率 12.3 次处于超市公司最高水平。**分商品来看，生鲜及加工类商品的存货周转率在 50 次以上，食品用品类商品也均在 8 次以上。公司采用有效的库存和采购管理方法，把握当季流行且销量较好的商品，充分体现适销对路。
- ▶ **资产负债率处于中等水平，财务费率募资后将下降。**公司 2009 年和 2010 年上半年资产负债率分别达到 66.2%和 67.0%，由于拓展门店较快，财务费率有所上涨，2007 年至 2009 年 3 年分别为 0.37%、0.39%和 0.43%，今年上半年达到 0.54%（银行借款 12.6 亿，财务费用 3007 万）。募资后预计财务费用会有所下降。
- ▶ **经营活动现金流小于净利润的原因是公司处于快速扩张期，2009 年新增门店 45 家，目前这一指标已有较大改善，今年上半年经营活动现金流达到 3.33 亿，与净利润比值上升至 2.42。**

图表 10：主要超市公司对比

公司	运营区域	门店数量	市值(亿)	2009(百万元)		经营活动现金流/ 净利润	毛利率	主营毛利率
		(大卖场, 超市, 便利店, 百货)		营业收入	净利润			
A股								
武汉中百	湖北	662 (76,69,513,4)	96	10,096	213	3.20	18.1%	12.9%
华联综超	跨区域	86(73,12,0,1)	81	9,257	61	3.60	19.3%	10.6%
人人乐	跨区域(重点广东、陕西和天津)	96 (31,63,0,2)	106	8,767	230	1.70	20.8%	11.1%
永辉超市	福建、重庆、北京、安徽	135 (20,64,51,0)	n.a.	8,475	254	0.81	17.9%	15.4%
步步高	湖南、江西	104 (12,73,0,19)	75	5,725	165	2.51	19.6%	15.6%
新华都	福建	87(35,47,0,5)	39	3,109	69	3.18	18.8%	14.5%
港股								
联华超市	跨区域 (重点长三角)	5040 (136,2878, 2026,0)	227	26,298	507	3.09	22.6%	13.1%
京客隆	北京	243 (9,72,160, 2)	38	7,115	148	0.28	19.1%	13.9%
物美商业	北京、天津、浙江	434 (35,77, 322,0)	239	11,782	438	2.52	18.7%	8.9%
公司	管理费用率	销售费用率	营业利润率	有效税率	净利率	存货周转率	资产负债率	ROE
A股								
武汉中百	3.7%	10.9%	2.7%	28.4%	2.1%	7.6	62.6%	12.4%
华联综超	1.6%	15.6%	0.9%	27.4%	0.7%	9.9	67.8%	3.4%
人人乐	3.0%	14.1%	2.8%	11.4%	2.6%	8.3	70.4%	23.4% (未上市摊薄)
永辉超市	2.0%	11.2%	3.9%	22.5%	3.0%	12.3	66.2%	24.1% (未上市摊薄)
步步高	2.0%	13.6%	3.8%	21.2%	2.9%	8.2	48.7%	10.6%
新华都	2.6%	13.4%	2.6%	19.8%	2.2%	9.1	62.1%	13.6%
港股								
联华超市	2.1%	17.3%	2.5%	26.1%	1.9%	8.3	81.0%	20.6%
京客隆	3.2%	10.5%	4.8%	25.7%	2.1%	7.7	67.8%	10.6%
物美商业	2.1%	11.6%	5.7%	24.1%	3.7%	12.2	62.9%	19.4%
公司	1H2010(百万元)		2010E (百万元)			2011E (百万元)		
	营业收入	净利润	营业收入	增速	净利润	增速	净利润	增速
A股								
武汉中百	6,055	127	12,359	22.4%	278	30.5%	372	33.6%
华联综超	5,092	54	11,115	20.1%	123	101.9%	203	65.6%
人人乐	4,979	152	10,428	19.0%	269	17.1%	347	29.2%
永辉超市	5,611	138	12,008	41.7%	298	17.2%	434	45.6%
步步高	3,358	106	7,032	22.8%	190	15.0%	239	25.8%
新华都	2,087	46	4,168	34.1%	85	24.3%	126	47.9%
港股								
联华超市	13,009	326	27,524	14.6%	650	28.2%	823	26.7%
京客隆	3,468	84	7,357	10.0%	182	23.5%	223	22.0%
物美商业	6,717	280	13,317	13.0%	550	25.7%	690	25.4%

资料来源：公司数据 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

盈利预测和估值

盈利预测

公司今后几年将坚持以生鲜为特色的差异化经营模式，在巩固福建、重庆优势市场的同时在北京、安徽进行拓展。预计 2010 年底门店数量将达到 160 家左右，2011-2012 年每年新增 50 家左右，目前公司募投项目已确定门店 73 家。我们预计公司 2010-2012 年收入分别增长 41.7%、41.8%和 36.2%，净利润增长 17.2%、45.6%和 37.0%，对应每股收益 0.39 元、0.57 元和 0.77 元。2010 年净利润增速不快的原因是公司 2009-2010 年新店较多，处于培育期。

展望明后年，公司进入相对扩张期，新市场仍需拓展培育，因此费用上升将使得净利润增速可能不会显著超过收入增长。明年较高增长具备一定合理性，来自：主业接近 40%左右的增速，5%左右财务费用的降低以及 2%左右关店费用（2009 年 6 家卖场，面积不大）不再发生。

- ▶ **门店和收入增长保持较快水平：**预计公司每年新开大卖场（经营面积 1 万平方米以上）12 家左右、卖场（主力 5000 平方米以上）28 家左右，社区超市 10 家左右，其中福建 20 家左右，重庆、北京和安徽每年约 10 家。预计 2010-2012 年门店复合增长率 27%，整体收入复合增长 39%。
- ▶ **毛利率稳中有升：**2008 和 2009 年公司毛利率均为 17.9%，2010 上半年 18.6%，预计随着公司网点的加密以及在区域内价格谈判能力的增强，整体毛利率将呈现稳中有升态势。
- ▶ **期间费用率略有上升：**由于这几年公司扩张较为迅速，且北京和安徽为新开区域，预计公司会加大营销力度，预计销售和管理费率会比前两年有所上升。而财务费用方面，前几年由于主要以银行借款方式融资拓展门店，财务费率上涨速度较快，但随着募资对资金压力的缓解，预计财务费用会有下降趋势。

图表 11：损益表盈利预测和假设

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,673	5,678	8,475	12,008	17,027	23,199
(+/-%)		54.6%	49.3%	41.7%	41.8%	36.2%
门店总数	58	77	122	160	210	260
净新增门店	11	19	45	38	50	50
大卖场						
门店数	7	8	15	24	36	48
净新增门店	4	1	7	9	12	12
收入	795	1,222	1,799	2,936	4,669	6,723
(+/-%)		53.8%	47.2%	63.2%	59.0%	44.0%
占比	21.6%	21.5%	21.2%	24.5%	27.4%	29.0%
平均单店销售	113.5	152.8	120.0	122	130	140
(+/-%)		34.5%	-21.5%	2.0%	6.0%	8.0%
卖场						
门店数	18	30	56	80	108	136
净新增门店	4	12	26	24	28	28
收入	1,620	2,812	4,456	6,494	9,292	12,637
(+/-%)		73.6%	58.5%	45.7%	43.1%	36.0%
占比	44.1%	49.5%	52.6%	54.1%	54.6%	54.5%
平均单店销售	90	94	80	81	86	93
(+/-%)		4.1%	-15.1%	2.0%	6.0%	8.0%
社区超市						
门店数	33	39	51	56	66	76
新增门店	3	6	12	5	10	10
收入	1,222	1,572	2,119	2,443	2,879	3,581
(+/-%)		29%	35%	15.3%	17.9%	24.4%
占比	33%	28%	25%	20%	17%	15%
平均单店销售	37	40	42	44	44	47
(+/-%)		8.9%	3.1%	5.0%	0.0%	8.0%
销售收入合计	3,636	5,606	8,375	11,873	16,841	22,942
其他业务收入	37	72	100	135	187	258
毛利率	17.2%	17.9%	17.9%	18.3%	18.5%	18.7%
销售费用率	9.1%	10.2%	11.2%	12.0%	12.1%	12.3%
管理费用率	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.4%	2.4%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%
净利润	130	214	254	298	434	595
完全摊薄每股收益	0.17	0.28	0.33	0.39	0.57	0.77

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 12：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,673	5,678	8,475	12,008	17,027	23,199
营业成本	-3,041	-4,663	-6,958	-9,811	-13,878	-18,861
销售费用	-336	-577	-947	-1,440	-2,064	-2,857
管理费用	-74	-108	-172	-264	-405	-552
财务费用	-13	-22	-37	-60	-40	-40
营业利润	193	284	328	387	568	780
营业外收入	7	6	14	12	12	12
税前利润	193	283	332	391	572	784
所得税	-61	-66	-75	-92	-137	-188
净利润	130	214	254	298	434	595
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	54	181	205	350	547	737
投资活动现金流	-182	-378	-692	-800	-700	-700
融资活动现金流	221	284	562	2,032	-127	-177
货币资金增加额	91	88	76	1,582	-280	-140
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	184	271	348	1,929	1,650	1,510
应收款项	22	29	60	49	70	95
存货	226	378	752	791	1,103	1,447
固定资产净值	183	288	538	1,182	1,727	2,272
无形资产	11	10	161	156	151	146
总资产	940	1,825	3,168	5,499	6,238	7,152
短期借款	118	466	992	1,292	1,242	1,142
应付款项	301	427	806	780	1,141	1,550
长期借款	-	-	85	-	-	-
总负债	503	1,003	2,098	2,313	2,693	3,088
少数股东权益	10	13	15	16	17	18
股东权益	427	809	1,055	3,170	3,527	4,045

资料来源：公司数据，中金公司研究部

类比估值及建议

- ▶ **零售板块**目前 2011 年平均市盈率在 30 倍左右，永辉基本面具备特色，业绩增长较快，预计市场会给予一定溢价。
- ▶ 结合前期消费类新股发行区间（35 倍左右），若给予公司 2011 年每股收益 35 倍市盈率，对应发行价为 20.0 元，那么将能够为二级市场带来一定的获利空间。但是若认购积极，将会往 40 倍靠拢，对应价格 22.8 元。
- ▶ 如果永辉 IPO 定价较高，有望对超市板块估值形成一定拉动，其中在湖北地区占据绝对优势的武汉中百 2011 年市盈率仅为 26 倍（相对而言永辉在福建、重庆仍有较强竞争者），经营扩张稳健，精细化管理确保每年 30% 左右成长空间，可重点关注。

图表 13：可比公司估值比较

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	54.84	16,108	302	-	508	68.2%	690	35.8%	1.03	1.73	2.35	53.3	31.7	23.3	51.1%	0.6
	600859.CH	王府井	46.37	19,366	485	26.2%	621	28.0%	779	25.6%	1.16	1.49	1.87	39.9	31.2	24.8	26.8%	1.2
	002419.CH	天虹商场	50.09	20,041	480	34.7%	634	32.3%	821	29.5%	1.20	1.59	2.05	41.8	31.6	24.4	30.8%	1.0
	3368.HK	百盛集团	12.98	36,461	1021	12.1%	1207	18.2%	1,449	20.0%	0.42	0.52	0.64	30.7	24.8	20.1	19.1%	1.3
	825 .HK	香港新世界	7.04	11,870	578	5.5%	685	18.6%	808	17.9%	0.34	0.41	0.48	20.8	17.3	14.7	18.3%	0.9
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	20.80	9,978	325	85.3%	446	37.2%	604	35.4%	0.62	0.85	1.15	33.6	24.5	18.1	36.3%	0.7
	000501.CH	鄂武商	19.84	10,064	355	48.7%	452	27.5%	612	35.3%	0.70	0.89	1.21	28.4	22.2	16.4	31.3%	0.7
	600778.CH	友好集团	15.60	4,859	117	94.0%	171	45.9%	248	45.3%	0.38	0.55	0.80	41.5	28.4	19.6	45.6%	0.6
	600729.CH	重庆百货	51.90	10,588	561	26.6%	762	35.8%	1,053	38.2%	1.50	2.04	2.82	34.5	25.4	18.4	37.0%	0.7
	600697.CH	欧亚集团	28.69	4,564	125	12.2%	154	23.2%	197	28.1%	0.78	0.97	1.24	36.6	29.7	23.2	25.6%	1.2
	600785.CH	新华百货	31.69	6,573	230	20.0%	288	25.2%	365	26.8%	1.11	1.39	1.76	28.6	22.8	18.0	26.0%	0.9
	002277.CH	友阿股份	25.82	9,016	206	37.8%	275	33.8%	351	27.6%	0.59	0.79	1.01	43.9	32.8	25.7	30.7%	1.1
	000419.CH	通程控股	10.80	3,791	108	90.1%	147	36.1%	203	38.1%	0.31	0.42	0.58	35.1	25.8	18.7	37.1%	0.7
	600858.CH	银座股份	29.14	8,419	221	27.5%	289	30.8%	351	21.5%	0.76	1.00	1.21	38.1	29.1	24.0	26.0%	1.1
	600828.CH	成商集团	21.74	7,950	163	27.3%	236	45.0%	315	33.5%	0.45	0.65	0.86	48.9	33.7	25.2	39.1%	0.9
	000564.CH	西安民生	8.80	2,678	60	23.1%	80	33.3%	111	39.1%	0.20	0.26	0.37	44.6	33.5	24.1	36.2%	0.9
	000516.CH	开元控股	6.69	4,773	96	25.1%	117	21.9%	140	19.7%	0.13	0.16	0.20	49.7	40.8	34.1	20.8%	2.0
	600738.CH	兰州民百	9.07	2,383	53	114.8%	64	20.8%	85	32.8%	0.20	0.24	0.32	45.0	37.2	28.0	26.6%	1.4
	长三角地区	600631.CH	百联股份	17.12	18,850	551	38.8%	723	31.3%	955	32.1%	0.50	0.66	0.87	34.2	26.1	19.7	31.7%
600827.CH		友谊股份	20.38	9,622	315	67.4%	373	18.4%	462	23.9%	0.67	0.79	0.98	30.6	25.8	20.8	21.1%	1.2
600628.CH		上海新世界	12.44	6,616	217	20.2%	252	16.4%	306	21.3%	0.41	0.47	0.58	30.5	26.2	21.6	18.8%	1.4
600655.CH		豫园商城	14.32	20,582	701	45.7%	847	20.7%	958	13.1%	0.49	0.59	0.67	29.3	24.3	21.5	16.9%	1.4
1833.HK		银泰百货(经营性)	11.70	20,611	515	55.4%	692	34.5%	900	30.0%	0.34	0.48	0.64	34.4	24.4	18.3	32.2%	0.8
3308.HK		金鹰商贸(经营性)	22.05	42,836	970	28.0%	1,268	27.5%	1,611	27.0%	0.58	0.80	1.04	38.0	27.7	21.3	28.8%	1.0
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	28.55	10,248	338	18.4%	451	33.7%	578	28.1%	0.94	1.26	1.61	30.3	22.7	17.7	30.8%	0.7
	600723.CH	西单商场	15.33	10,093	239	691.9%	300	25.3%	362	20.9%	0.36	0.46	0.55	42.2	33.7	27.9	23.1%	1.5
超市类公司																		
	000759.CH	武汉中百	14.09	9,596	278	30.5%	372	33.6%	484	30.1%	0.41	0.55	0.71	34.5	25.8	19.8	31.8%	0.8
	600361.CH	华联综超(自然恢复)	12.15	8,090	123	101.9%	203	65.6%	305	50.3%	0.18	0.31	0.46	65.9	39.8	26.5	57.8%	0.7
	600361.CH	华联综超(较快释放)	12.15	8,090	139	128.4%	287	106.5%	399	39.0%	0.21	0.43	0.60	58.3	28.2	20.3	69.5%	0.4
	002336.CH	人人乐	26.53	10,612	269	17.1%	347	29.2%	463	33.2%	0.67	0.87	1.16	39.5	30.5	22.9	31.2%	1.0
	002251.CH	步步高	27.91	7,546	188	13.6%	238	26.7%	292	22.9%	0.69	0.88	1.08	40.2	31.8	25.8	24.8%	1.3
	002264.CH	新华都	24.46	3,921	85	24.3%	126	47.9%	168	32.6%	0.53	0.79	1.05	45.9	31.0	23.4	40.1%	0.8
	814.HK	京客隆	9.26	3,817	182	23.5%	223	22.0%	268	20.5%	0.51	0.66	0.81	18.0	14.1	11.4	21.3%	0.7
	980.HK	联华超市	36.45	22,672	650	28.2%	823	26.7%	1,032	25.3%	1.21	1.61	2.07	30.0	22.6	17.6	26.0%	0.9
	8277.HK	物美集团	19.62	23,943	550	25.7%	690	25.4%	844	22.3%	0.52	0.69	0.86	37.4	28.5	22.7	23.9%	1.2
家电及电子消费品零售及分销公司																		
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	14.08	98,507	4049	40.1%	5308	31.1%	6,796	28.0%	0.58	0.76	0.97	24.3	18.6	14.5	29.6%	0.6
	493.HK	国美电器	3.07	51,231	1,817	30.3%	2,172	19.6%	2,564	18.0%	0.12	0.15	0.18	26.2	20.9	17.3	18.8%	1.1
手机分销	000829.CH	天音控股	13.44	12,726	357	88.3%	567	58.6%	876	54.6%	0.38	0.60	0.93	35.6	22.5	14.5	56.6%	0.4
	002416.CH	爱施德	48.34	23,846	670	40.2%	894	33.3%	1,165	30.4%	1.36	1.81	2.36	35.6	26.7	20.5	31.8%	0.8
商业地产开发或购物中心经营型公司																		
	600415.CH	小商品城	36.24	49,315	925	1.0%	1,469	58.9%	2,134	45.3%	0.68	1.08	1.57	53.3	33.6	23.1	51.9%	0.6
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	8.42	4,158	33	-56.0%	120	265.2%	196	63.1%	0.04	0.16	0.27	188.7	51.7	31.7	144.0%	0.4

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 14：近期消费类新股上市市盈率

代码	公司	上市日期	发行市场	发行价格	2011年 预测每股收益	2011年 市盈率	所属Wind行业
002503.SZ	搜于特	2010-11-17	中小企业板	75.0	1.79	41.8	批发和零售贸易
600998.SH	九州通	2010-11-2	主板	13.0	0.35	37.5	批发和零售贸易
002462.SZ	嘉事堂	2010-8-18	中小企业板	12.0	0.38	31.7	批发和零售贸易
002441.SZ	众业达	2010-7-6	中小企业板	39.9	1.62	24.6	批发和零售贸易
002419.SZ	天虹商场	2010-6-1	中小企业板	40.0	1.59	25.2	批发和零售贸易
002494.SZ	华斯股份	2010-11-2	中小企业板	22.0	0.61	36.2	纺织、服装、皮毛
002485.SZ	希努尔	2010-10-15	中小企业板	26.6	0.97	27.4	纺织、服装、皮毛
002486.SZ	嘉麟杰	2010-10-15	中小企业板	10.9	0.34	32.0	纺织、服装、皮毛
601718.SH	际华集团	2010-8-16	主板	3.5	0.18	19.3	纺织、服装、皮毛
平均市盈率						30.7	

资料来源：Wind 资讯、中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

附录 1：“农改超”模式

公司“农改超”模式为全国典范

“农改超”是指通过政府政策的支持，将不适应城市建设和居民消费要求的传统农贸市场，按照超市的经营业态、经营理念进行生鲜超市化改造。“农改超”是人们对购物环境及商品质量要求提高的必然结果。

公司的“农改超”模式大致分为 3 类：在原有农贸市场附近新建替代性生鲜超市、农贸市场原址改建以及新建生鲜超市。

► 在原有农贸市场附近新建替代性生鲜超市

在农贸市场附近开设生鲜超市，使得原始的农贸市场逐步被规范的生鲜超市所淘汰，从而促成“农改超”模式的快速转型。这种模式比较灵活，既能利用原农贸市场集聚客流的地理条件，又能不受农贸市场的改造条件限制。

公司于 2000 年在福州开办了福州第一家“农改超”超市——福州屏西生鲜超市。截至 2010 年 6 月 30 日，公司在福建地区有 15 家超市（占公司在福州开办超市的 19%）、重庆地区有 4 家、北京地区有 2 家、安徽地区有 2 家是通过这种模式新建而成。

► 农贸市场原址改建

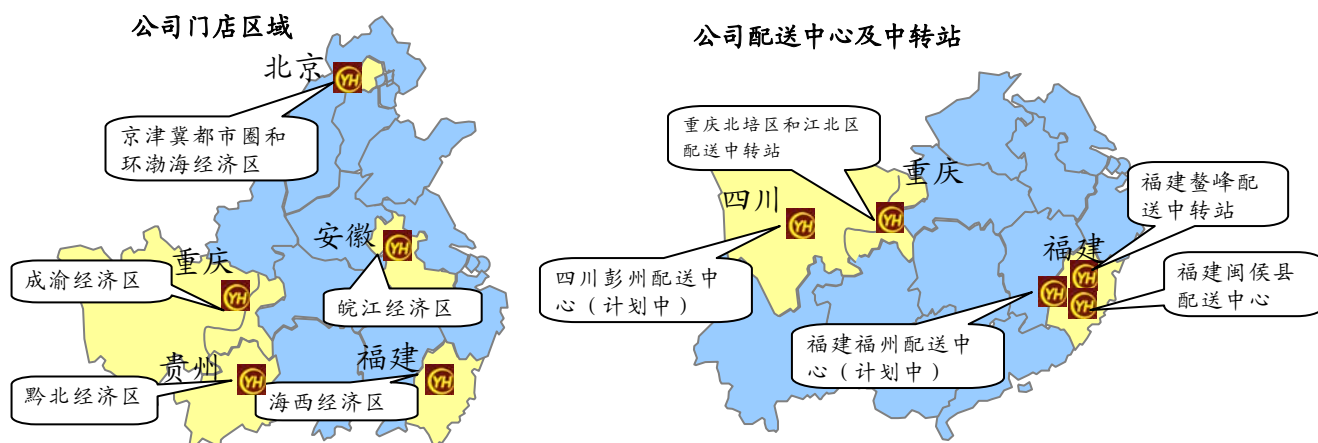
在相关政策的扶持下，这种模式也取得了较大发展。截至 2010 年 6 月 30 日，公司通过这种模式在福建地区开办了铜盘店等 28 家门店（占公司在福州开办超市的 35%），在重庆和北京也分别拥有 2 家和 3 家门店。

► 新建生鲜超市

新建生鲜超市主要是针对相关区域无农贸市场或场地狭小无法改造，所以公司尝试在原农贸市场外的其他网点新建生鲜超市。在这种模式下，公司的发展不局限于原先农贸市场的地域限制，而是通过零售网点的规模化扩张为各地消费者提供新鲜的生鲜农产品。

从改造的成效来看，公司的门店深受客户的欢迎，这一方面是由于“农改超”是经济发展的必然趋势，人们对购物有更高的要求，另一方面，也与公司“直接采购、精细化运营、标准化管理”的经营特色分不开。而且，公司在“物美”的同时，还保证“价廉”，部分生鲜产品的价格甚至低于农贸市场价格，这是由于公司采用直接采购模式，通过缩减中间流通环节，最大限度降低采购成本。

图表 15：公司门店区域和物流体系



资料来源：公司招股书

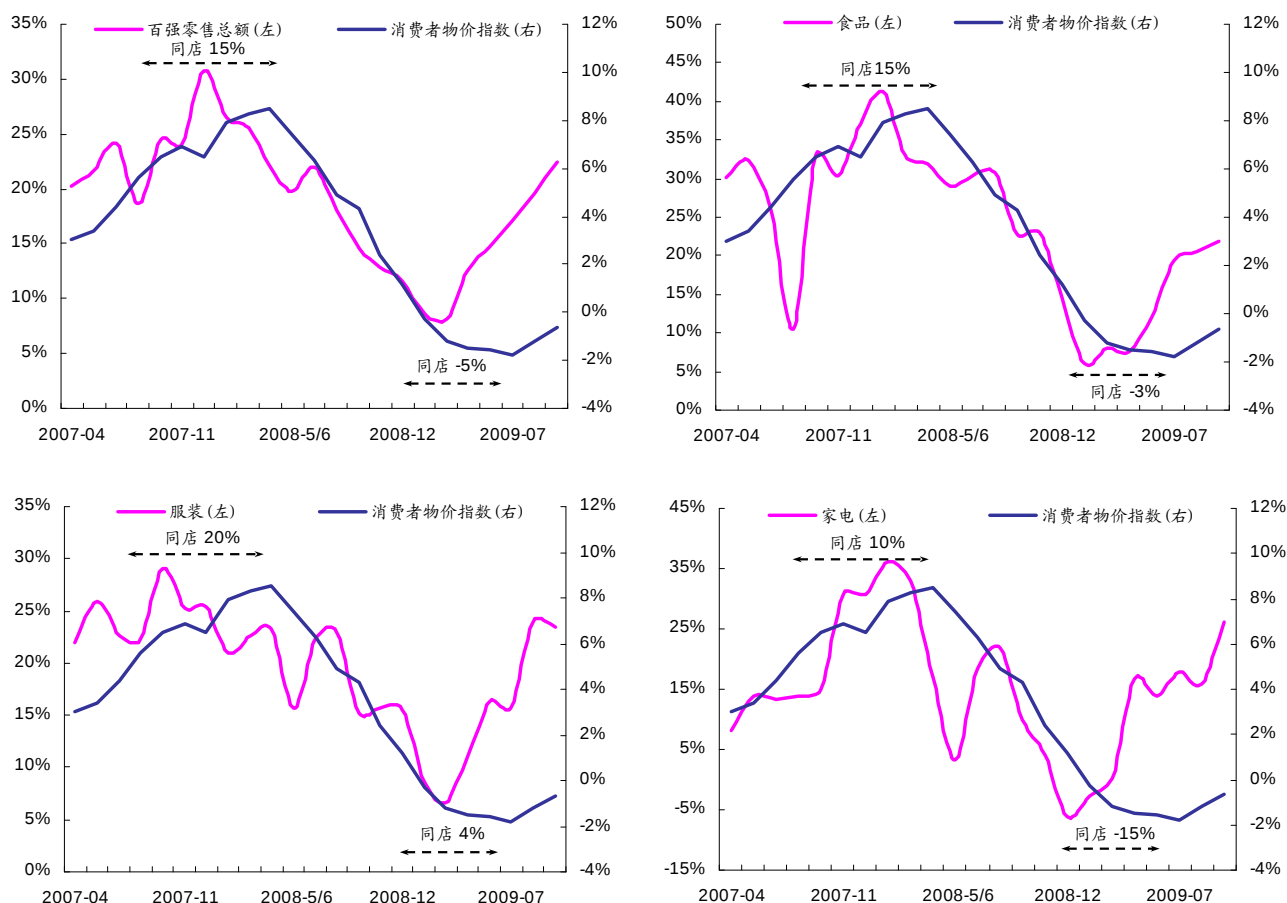
附录 2：通胀与零售板块关系

通胀与零售板块收入表现：物价高涨时普遍受益，超市最敏感

总体来看，当物价上升时各零售业态的销售增速均会随之提高，百货和家电业的同店销售增速还分别受到消费升级因素和经济起落的影响，超市经营生活必需品，同店增速主要受到物价的变动影响。图 1 显示：

- 在上一轮物价高峰的 2007 年中至 2008 年中，100 强零售商中超市、百货、家电零售商的最高单月销售额增速分别为 40%，30% 和 35%、最高单季度同店增长分别为：15%、20% 和 10%。超市和家电最高销售增速快于百货的主要原因是开店速度较快。
- 在此轮物价低谷的 2009 上半年，100 强零售商中超市、百货、家电零售商的最低单月销售额增速分别为 6%，7% 和 -5%，最低单季度同店增长分别为 -3%、4%、-15%。
- 还可以看到：各类商品消费高峰的到来往往早于 CPI 的见顶，这体现出：在 CPI 上行初期和中期，消费者的支出意愿增长；但到了后期，过高的物价对消费量形成了抑制。

图表 16：物价水平变化与百强零售企业销售收入的关系（百强零售数据 2007 年开始公布）



资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部

通胀与零售板块利润率表现：稳中有升

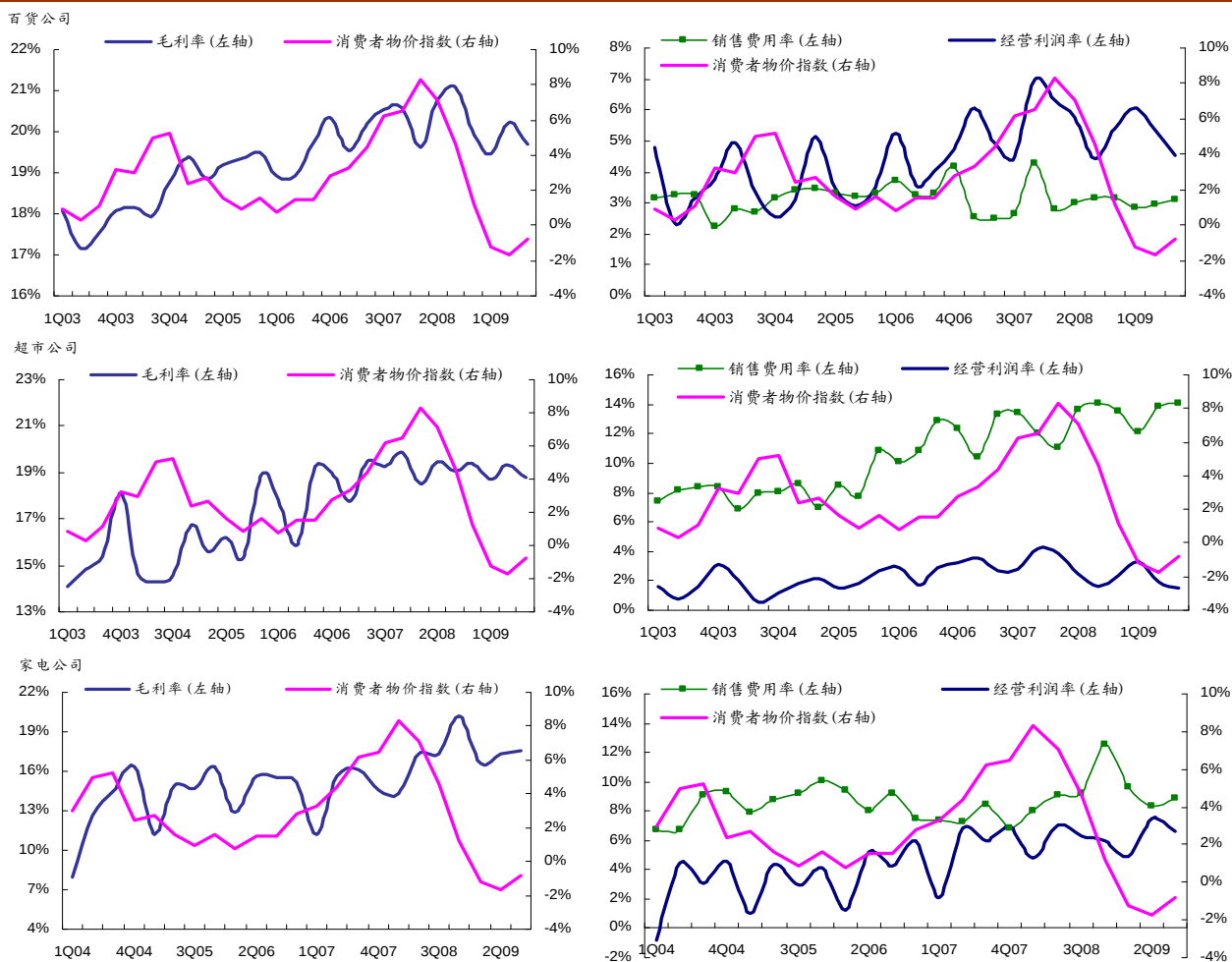
在图表 2 中我们统计了主要百货（10）、超市（4）和家电零售商（1），毛利率、销售费用率、营业利润率变化和 CPI 的关系（部分公司由于上市时间较短未纳入统计）。其中：

- ▶ 百货包括：王府井、合肥百货、重庆百货、广州友谊、欧亚集团、鄂武商 A、新华百货、东百集团、新世界、大厦股份；
- ▶ 超市包括：武汉中百、华联综超、步步高和新华都；
- ▶ 家电：苏宁

分析结论是：

- ▶ **百货、超市和家电业态的毛利率在 CPI 明显上升阶段有不同幅度的改善。**这表明，得益于其流通企业的定位和良好的定价能力，零售企业不仅能够将采购成本提升转嫁于消费者，而且可以通过商品结构调整和规模效益提升促使毛利率稳中有升。
- ▶ **通胀带动租金费用的上升，百货业态营业费用率上升不明显，超市、家电业态的毛利率提升可弥补营业费用率的提升：**租金是零售企业最主要的运营成本之一，与 CPI 有着明显的正向联动关系，租金或商业物业升值会增大零售企业新开店成本，拥有较多自有商业物业、大店经营且历史租约较长的企业能够较好规避这一成本压力，加之毛利率的提升，在通胀时期零售公司基本没有发生过经营利润率下降的情况，**物业存量较多的百货类公司经营利润率还有所提升。**
- ▶ 这里还需要说明一下，在通胀时期零售企业毛利率稳中有升的另一个原因是：同期的经济也较为繁荣，但总体来看明年的通胀也会伴随着经济的恢复，至少这可以说明通胀时期，零售商没有利润率压缩之忧。

图表 17：物价水平变化与零售企业盈利的关系



资料来源：万得，公司数据，中金公司研究部

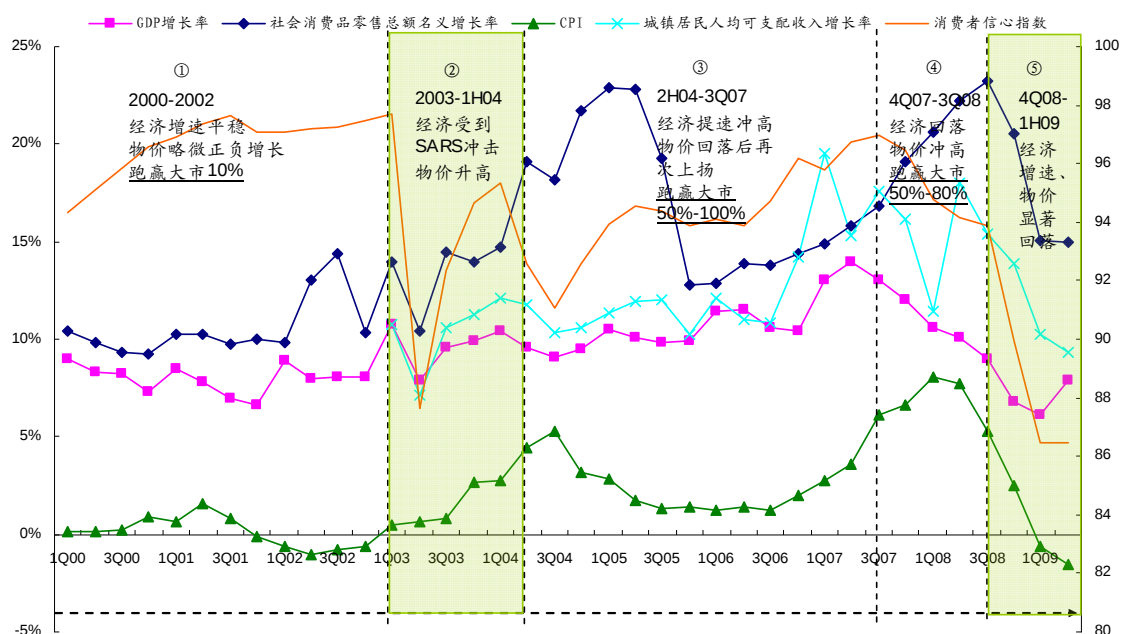
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

通胀与零售板块股价表现：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市跑赢板块

经济整体变动趋势和物价价格因素是零售板块最为主要的驱动因素。

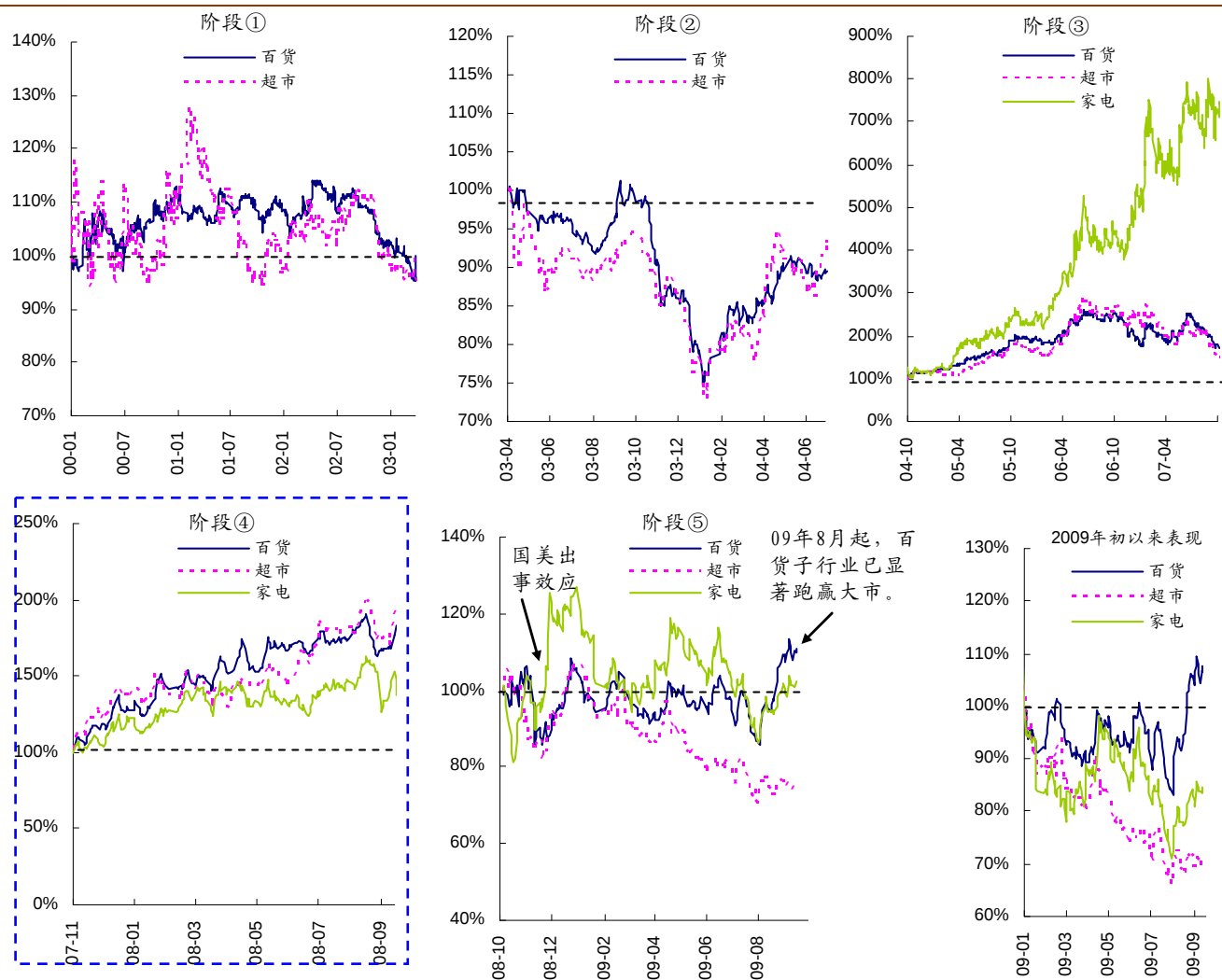
- 消费和零售的增长是经济变化的结果，经济启稳和上行时均可超配。历史数据显示，在经济平稳（经济上行初期）时，零售板块可跑赢大市 10%；在经济上行的中期和后期，可跑赢大市 50%-100%（领军公司可跑赢更多）；在经济增速急速下滑时，会跑输大市，应低配。
- 物价提升也可增进消费者的购物欲望、帮助零售企业提升销售收入和同店增长。
- 超市类公司在物价急剧上涨（例如图 3-4 分析的第 4 阶段）时跑赢大盘和板块，尤其是在 2008 年 6 月后表现的更为突出。而事实上，物价上涨对其它板块也有推动作用，在 4Q07-3Q08 经济已经下滑的情况下，零售板块普遍走强。

图表 18：经济增速、物价水平变化与社会消费品零售总额的关系



资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部（绿色为跑输大市场的时期）

图表 19：第四阶段：零售板块在物价高涨时显著跑赢指数，超市类公司在物价高涨时跑赢板块（各图均为相对于大市的走势）



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED