



批零贸易业/可选消费品

永辉超市 (601933)

“农改超”的领军者

——永辉超市 (601933) 新股询价定价分析报告

	刘冰	汪睿
	021-38676703	021-38674657
	liubing6168@gtjas.com	wangrui008182@gtjas.com
	S0880209110637	S0880110024644

本报告导读:

公司是成长性优异的全国扩张民营超市企业,在福建等区域具有领先优势,特色是生鲜经营,建议合理的询价区间为 17.4-20.3 元,对应 2011 年 PE 为 30-35 倍。

投资要点:

- 公司成立于 2001 年,以经营生鲜类产品为特色,以大卖场、卖场及社区超市为核心业态的现代超市企业。截至 2010 年 6 月底,公司在福建、重庆、北京和安徽共拥有 135 家连锁门店,总经营面积约 86.6 万平方米,在福州市还拥有 85 家特许加盟便利店。
- 公司 2007 年至 2009 年主营业务收入从 36.7 亿元上升到 84.7 亿元,年复合增长率为 51.9%。公司 2010 年收入预计将达到 112 亿元左右,较 2009 年同比增长 32%以上。
- 福建是公司发展的根据地,公司进入重庆也较早,已经形成了一定规模,以上两地区是公司领先的核心市场,为公司贡献了 94%的收入。公司经营业态主要以大卖场、卖场及社区超市为核心;2010 年上半年公司综合毛利率为 18.6%,低于行业平均 19.6%的水平,这主要是由公司销售产品结构和经营方式与行业其他企业有所差异所造成的。
- 公司借政策东风,采取差异化战略与国内外同行业连锁超市企业进行错位竞争,逐渐确立以生鲜为主的百货、服装“三位一体”的商品结构,使得公司生鲜类产品收入占比远高于行业同类企业。同时在公司强大的经营管理能力和 700 人经营丰富的采购团队配合之下,“自营、直采”的经营模式为公司带来了超出行业平均的毛利率水平。
- 公司具有先发优势,在已经进入的市场占据龙头地位;经营模式富有特色,具有竞争优势;实施的精细化、标准化管理更易复制扩张。
- 我们预期公司 2010-2012 年销售收入分别为 115 亿元、163 亿元、221 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 2.91 亿元、4.47 亿元、5.89 亿元,增速分别为 15%、53%、32%;对应 EPS 分别为 0.38 元、0.58 元、0.77 元。认为公司是成长性优异的全国扩张民营企业,在核心市场具有领先优势,建议合理的询价区间为 17.4-20.3 元,对应 2011 年 PE 为 30-35 倍。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,678	8,475	11,457	16,349	22,075
(+/-)%	55%	49%	35%	43%	35%
经营利润 (EBIT)	308	368	390	550	739
(+/-)%	49%	20%	6%	41%	34%
净利润	214	254	291	447	589
(/-)%	65%	19%	15%	53%	32%
每股净收益 (元)	0.28	0.33	0.38	0.58	0.77
每股 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

17.40-20.30

上市首日定价区间

20.90-24.40

2010.12.02

发行上市资料

总股本 (万股)	65,790
发行量 (万股)	11,000
发行日期	2010.12.06
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	中信证券
预计上市日期	2010.12

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.71
净资产收益率 (%)	12.3%
资产负债率 (%)	67.0%

主要股东和持股比例

张轩松	24.28%
张轩宁	17.34%
郑文宝	3.47%
叶兴针	3.47%
谢香镇	3.47%
黄纪雨	3.47%
郑景旺	3.47%
林登秀	3.47%
张天云	3.47%
张枝龙	3.47%
汇银投资	6.62%
民生超市	24.00%

1. 公司概况

公司成立于 2001 年，以经营生鲜类产品为特色，以大卖场、卖场及社区超市为核心业态的现代超市企业。公司建立了完善的全国性生鲜统采和区域直采体系，率先提出“心系民生、情系百姓”的“农改超”模式，其经营模式被国务院七部委誉为中国“农改超”推广的典范，亦是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的流通和农业产业化企业之一。

截至 2010 年 6 月底，公司在福建、重庆、北京和安徽共拥有 135 家连锁门店，总经营面积约 86.6 万平方米，在福州市还拥有 85 家特许加盟便利店。公司以上述四区域所在的海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区作为核心市场，在加强和巩固核心市场的前提下将对周边市场进行快速扩张，从而发展成为全国性的超市企业。

公司实际控制人是为张轩松先生和张轩宁，两者为兄弟关系，一致行动人，合计持有本公司 41.62% 的股份。公司在 2007 年引入汇丰直投后，又聘请了众多顶尖咨询公司，不仅在资金实力，更在公司治理、管理和营运方面取得了长足的进步。另外公司管理团队通过直接、间接持股，得到了有效的激励，是一只利益趋同，方向明确，本土与国际相融合，极具战斗力的团队。

表 1：发行上市前后公司股东结构

股东名称	备注	发行前		发行后	
		持股数 (股)	股权比例	持股数 (股)	股权比例
张轩松	董事长	159,754,750	24.28%	159,754,750	20.80%
张轩宁	董事、总经理	114,110,540	17.34%	114,110,540	14.86%
郑文宝	董事、副总经理兼生鲜事业部总经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
叶兴针	董事、副总经理兼服装事业部总经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
谢香镇	监事、食品用品事业部总经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
黄纪雨	生鲜事业部食品加工部采购经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
郑景旺	监事会主席、生鲜事业部副总经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
林登秀	监事、工程部经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
张天云	生鲜事业部营运标准部经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
张枝龙	生鲜事业部采购部负责经理	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
汇银投资	股东为公司 132 名骨干员工	43,557,830	6.62%	43,557,830	5.67%
民生超市	汇丰直投下属	157,900,000	24.00%	157,900,000	20.56%
社会公众股		-	-	110,000,000	14.32%
合计		657,900,000	100%	767,900,000	100%

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

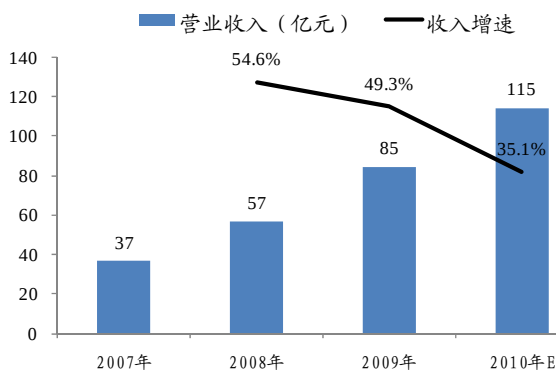
2. 公司经营情况

2.1. 近年收入增长迅速，净利润增速有所放缓

公司 2007 年至 2009 年主营业务收入从 36.7 亿元上升到 84.7 亿元，年复合增长率为 51.9%。公司 2010 年收入预计将达到 115 亿元左右，较

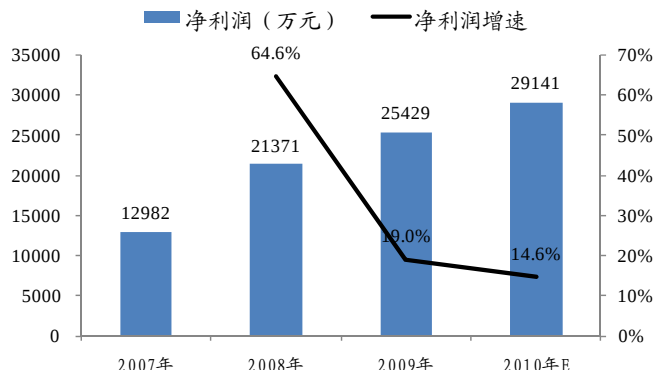
2009 年同比增长 35% 以上。公司由于正处于高速发展期，新开门店较多，一方面开店费用较高，另一方面新开门店需要一定培育期，对公司业绩有所拖累，导致公司净利润增速远低于收入增速。

图 1: 公司收入增长情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司利润增长情况



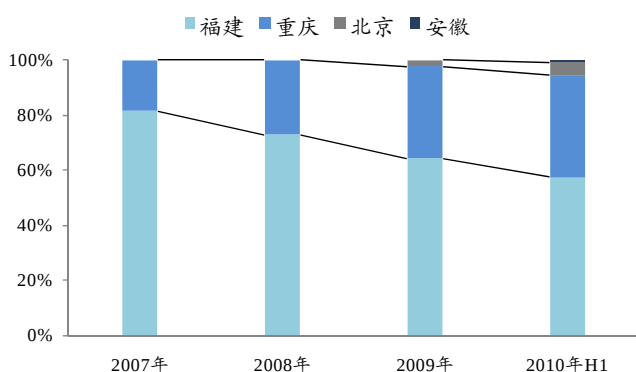
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 福建重庆为公司根据地，大店是发展方向

福建是公司发展的根据地，公司进入重庆也较早，已经形成了一定规模，以上两地区是公司领先的核心市场，为公司贡献了 94% 的收入。公司与 2009 年、2010 年分别进入了北京和安徽，属于战略性核心市场，未来将加快门店扩张速度。

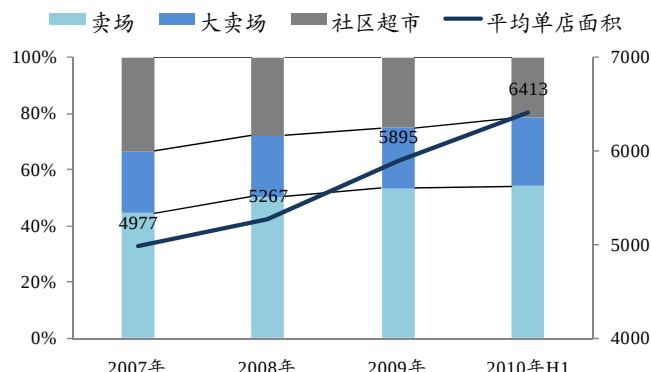
公司经营业态主要以大卖场、卖场及社区超市为核心，但已经将发展战略调整为优化现有社区超市的基础上大力拓展卖场和大卖场，展现了公司重视“大店”的发展思路。2009 年以来公司进入北京和安徽新市场都是采用了卖场和大卖场的经营业态，目前卖场及大卖场为公司贡献了 78% 的收入。

图 3: 公司收入主要来源于福建、重庆地区



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 大店贡献主要收入，公司单店面积不断增大



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

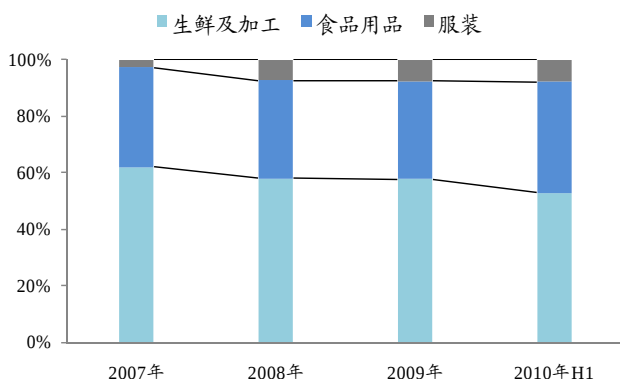
2.3. 产品结构导致毛利来源、水平与行业有别

公司 2010 年上半年综合毛利率为 18.6%，低于行业平均 19.6% 的水平，这主要是由公司销售产品结构和经营方式与行业其他企业有所差异所造成的。

- 公司生鲜类产品收入占比较高，虽然公司生鲜毛利率水平较高，但与一般超市百货、食品、服装类 15-20%及联营 20%左右的毛利率还是有所差距，拖累了整体毛利率水平。
- 公司直采自营的生鲜类收入占比较高的同时又使得公司销售一般商品所得的返利、促销收入较行业其他公司减少许多。

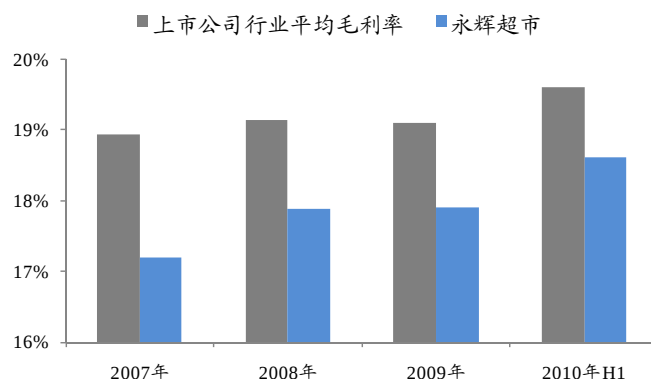
所以虽然公司单类产品毛利率与行业其他公司相比都处于高水平，但综合毛利率却不及其他。我们认为公司这种盈利方式与沃尔玛类似，不同于家乐福等盘剥上游供应商利益，有助于公司维护与供应商的关系，并有利于减少采购环节中灰色地带。

图 5: 公司生鲜类收入占比达到 50%以上



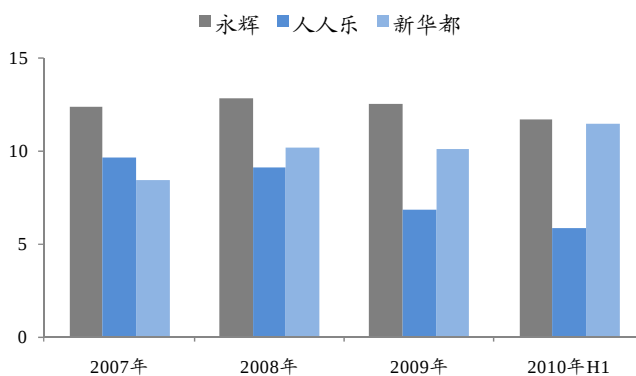
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 公司综合毛利率低于行业平均水平



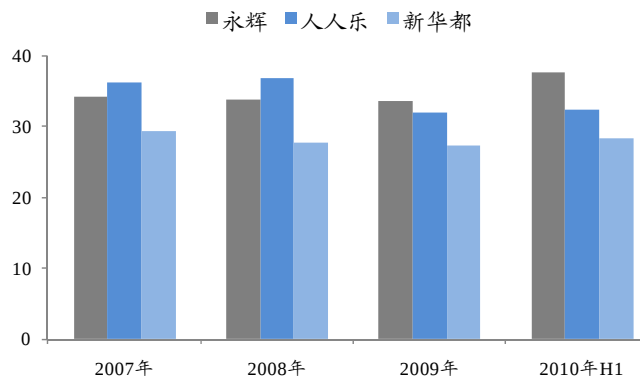
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 公司生鲜毛利率比较



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 公司食品毛利率比较



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.4. 标准精细化管理帮助公司控制费用，提升净利润率

公司在不断发展中总结并编制了近 800 万字的内控手册，实现了标准化经营，在引入汇丰直投并在一些顶尖咨询公司的帮助下，实施精细化管理提高了公司经营效率，完善的管理体系以及通过员工培训有效地控制了公司的销售和管理费用，公司费用率与行业内其他公司相比，优势明显。费用率的优势使得公司在综合毛利率低于行业平均情况下，实现净利润率高于行业平均。

表 3: 公司销售、管理费用率比较

销售费用率	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 H1	管理费用率	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 H1
武汉中百	10.4%	10.6%	10.9%	11.1%	武汉中百	3.7%	3.9%	3.7%	3.9%
华联综超	13.3%	14.9%	15.6%	15.0%	华联综超	2.3%	1.9%	1.6%	1.8%
步步高	13.6%	13.9%	13.6%	14.1%	步步高	1.4%	1.6%	2.0%	2.0%
新华都	12.1%	12.1%	13.4%	13.8%	新华都	2.4%	2.6%	2.6%	2.5%
人人乐	12.9%	12.9%	14.1%	13.8%	人人乐	1.9%	3.0%	3.0%	3.1%
平均	11.9%	12.5%	13.1%	13.4%	平均	2.3%	2.5%	2.5%	2.6%
永辉超市	9.2%	10.2%	11.2%	12.3%	永辉超市	2.0%	1.9%	2.0%	2.3%

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

表 4: 公司毛、净利润率比较

毛利率	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 H1	净利润率	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 H1
武汉中百	17.3%	18.2%	18.1%	18.4%	武汉中百	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%
华联综超	20.5%	19.5%	19.3%	19.5%	华联综超	2.7%	1.4%	0.7%	1.1%
步步高	19.5%	19.7%	19.6%	20.7%	步步高	3.0%	3.1%	2.9%	3.1%
新华都	18.9%	19.0%	18.8%	19.3%	新华都	4.4%	2.9%	2.1%	2.0%
人人乐	20.1%	20.5%	20.8%	21.0%	人人乐	4.3%	3.3%	2.6%	3.0%
平均	18.9%	19.1%	19.1%	19.6%	平均	3.3%	2.7%	2.2%	2.3%
永辉超市	17.2%	17.9%	17.9%	18.6%	永辉超市	3.6%	3.8%	3.0%	2.5%

数据来源: WIND、国泰君安证券研究

3. 公司业务特色、投资亮点

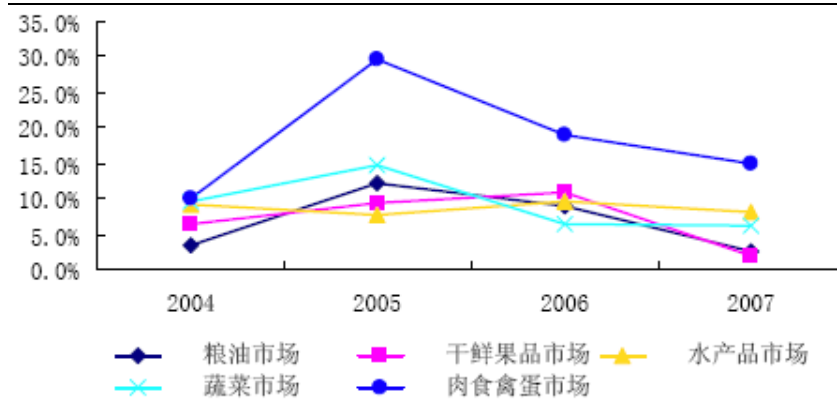
3.1. 错位竞争，生鲜撑起半边天

3.1.1. 借政策东风，迎发展良机

2000 年，福建省政府、福州市政府做出“杜绝餐桌污染，改善社区生活，建设放心市场”的决定，公司创办者敏锐地捕捉到其中蕴含的商机，经过充分的市场调研和论证，开办了福州第一家“农改超”超市。经过公司近 10 年在“农改超”领域内专注发展和突破，形成了独特的“永辉模式”，目前已被国家七部委誉为中国“农改超”推广的典范，该经营模式被列入《中国零售十大创新案例》。

2009 年商务部、财政部、农业部关于做好农产品“农超对接”试点工作的通知要求部分省（市）开展“农超对接”试点工作，进一步说明“农改超”经营模式符合政府的政策支持和民众的需求，具有广阔的前景。另外从全国农产品专业市场零售份额下降的趋势可以看出，超市等采取直采的市场份额正在逐步提高，农贸市场的功能正在逐渐弱化，如果各地政府有相应的政策出台，区域内“农改超”步伐将会大大加快。

图 8: 全国亿元以上农产品专业市场零售额占总成交金额的比重



数据来源: 公司招股说明书、国家统计局、国泰君安证券研究

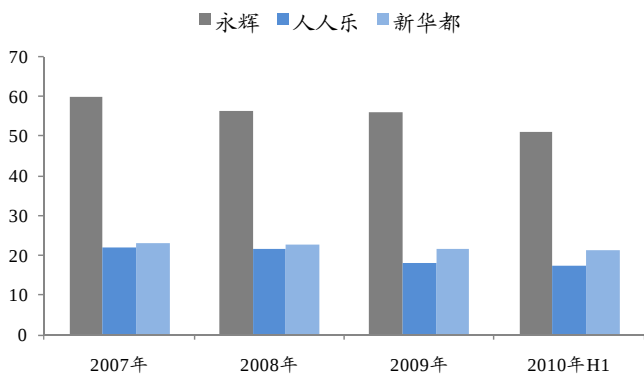
3.1.2. 生鲜吸引客流, 自营直采提升毛利

公司发展采取差异化战略与国内外同行业连锁超市企业进行错位竞争, 逐渐确立以生鲜为主的百货、服装“三位一体”的商品结构, 使得公司生鲜类产品收入占比远高于行业同类企业。

生鲜类产品作为居民日常必需、消费次数最高的产品是吸引客流的最佳品类。公司以生鲜农产品作为自身的最重要特色, 凭借强大的经营管理能力, 结合了传统农贸市场与现代超市的特点, 既有农贸市场的价格优势又有新鲜、品类齐全的生鲜产品, 集聚了巨大的客流。而这些客流又能带动公司服装、日用品等其他产品的销售, 为顾客提供了舒适的购物环境和一站式购物体验, 形成了相互促进的良性循环。

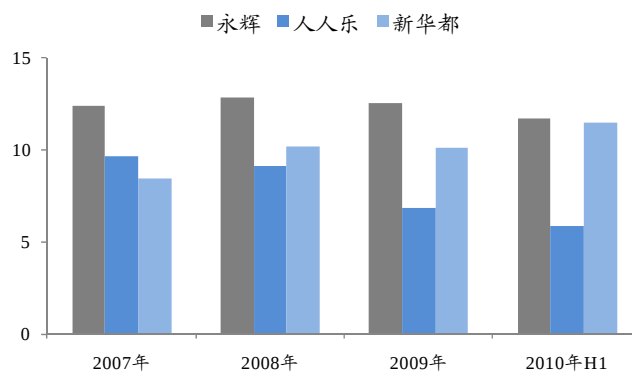
同时公司通过多年摸索, 确立了生鲜类“自营、直采”的经营模式, 并建立了一套以“基地采购”, “当地采购”, “远程采购”与“批发市场采购”相结合的全国生鲜统采和区域直采体系, 极大地减少了“产地—门店—顾客”的生鲜农产品产业链的中间环节, 降低了物流、仓储和损耗成本, 最大程度保持了生鲜农产品的色香味和让利于消费者的价格竞争优势。同时在公司强大的经营管理能力和 700 人经营丰富的采购团队配合之下, “自营、直采”的经营模式为公司带来了超出行业平均的毛利率水平。

图 9: 生鲜类产品收入占比比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 10: 生鲜类产品毛利率比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.1.3. 基本不受目前网购驱动的购物习惯改变的影响

公司经营的特色生鲜类产品消费主体为家庭长辈，对网络购物接受程度小；另外生鲜类产品大多需要亲自挑选，不宜保存、运输，消费周转快，也不具备网络购物的条件。所以我们认为公司以解决百姓的“菜篮子”问题为切入点的战略方向目前基本不受网络购物影响。

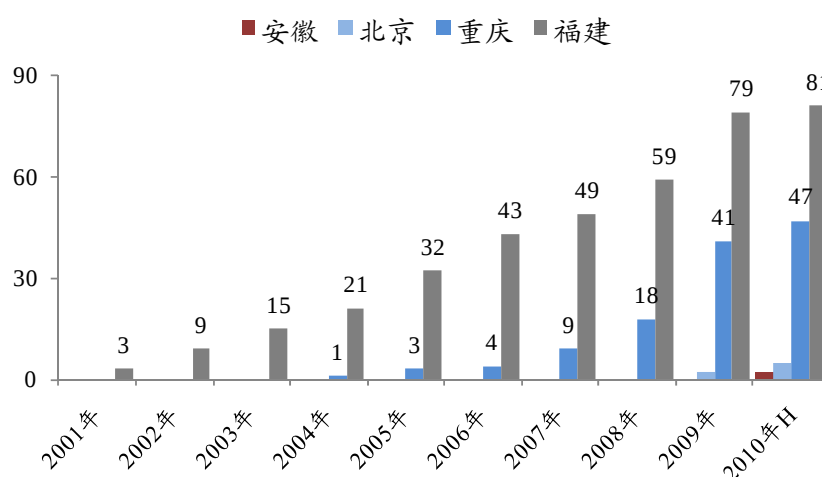
公司以经营生鲜为特色，更多解决的是百姓的“菜篮子”问题，主力目标客户是年纪较大的家庭长辈，该等客户尚未形成网上消费习惯，网购不会在短期内对该等商品的销售产生较强的分流。此外，生鲜商品的特点也在很大程度上决定了网购不会对本公司产生较大影响

3.2. 全国布局，加速扩张

截至 2010 年 6 月底，公司在福建、重庆、北京和安徽共拥有 135 家连锁门店，总经营面积约 86.6 万平方米，在福州市还拥有 85 家特许加盟便利店。公司以上述四区域所在的海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区作为核心市场，在加强和巩固核心市场的前提下将对周边市场进行快速扩张，从而发展成为全国性的超市企业。

此次公司 IPO 募投项目计划 2010-2012 年内新开 73 家门店，其中重庆 30 家、福建 24 家、北京 9 家、安徽 9 家、贵州 1 家，体现了公司“区域领先、稳健扩张”的发展战略。而公司向外扩张的管理团队主要先由福建挑选、储备，再逐步本地化，一定程度上解决了公司快速扩张中人员储备不足的矛盾。

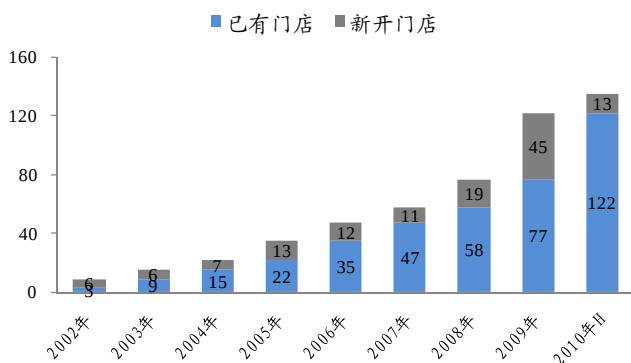
图 11：公司各区域布局情况



数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

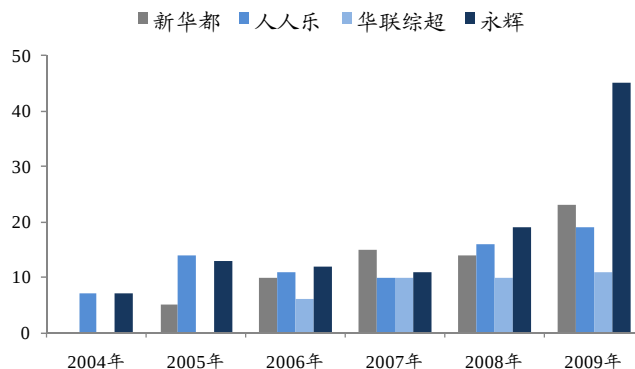
A 股中可比超市公司中能称得上全国扩张的只有人人乐和华联综超，公司在 2007 年引入汇丰直投后，解决了资金的瓶颈，加速了门店的扩张，2008、2009 年门店扩张明显快于之前，也快于行业内其他公司。

图 12: 公司历年扩张情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 13: 公司扩张速度比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

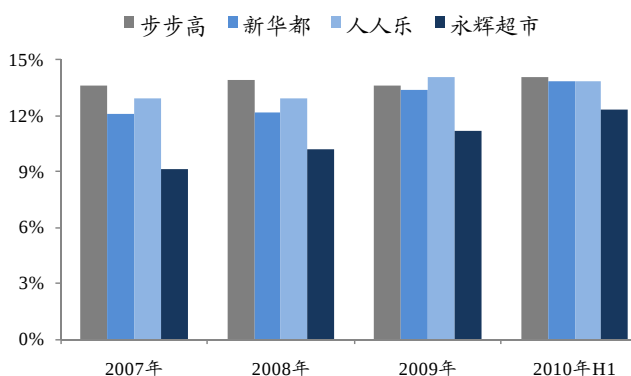
3.3. 精细管理, 降损提效

公司在 10 年的发展过程中, 积累了丰富的管理经验, 总结出了一套符合企业实际情况的管理制度, 编制了近 800 万字的内控手册, 实现了标准化经营。通过一整套完善的操作体系能够将产品在采购、物流、销售等环节的损耗率降到最低, 从而降低费用率并提高盈利能力。

同时在 2007 年引入汇丰直投后, 又引入了奥美、安永、贝恩及伯乐等顶尖咨询公司, 有效地提高了经营效率, 完善的管理体系以及通过员工培训降低生鲜产品损耗率有效地控制了公司的销售和管理费用。公司费用率与行业内其他公司相比, 优势明显。

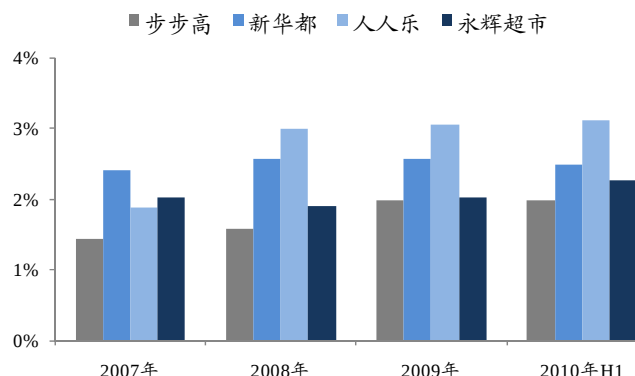
另一方面又通过标准化经营, 统一管理控制生鲜产品的质量、新鲜度和价格, 不断累积生鲜操作技巧和经验, 形成了以新鲜生鲜为特色的核心竞争力。

图 14: 行业内销售费用率比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 15: 行业内管理费用率比较



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4. SWOT 分析

4.1. 优势

4.1.1. 具有先发优势, 在已经进入的市场占据龙头地位

优越的商业网点是零售连锁企业得以生存和发展之基础, 优越的门店位置对提升零售连锁企业的竞争力尤为重要。公司在优势市场福

建、重庆进入超市行业发展较早，门店的地理位置大多比较优越，市场占有率较高，而且已经签约较多项目，储备了门店资源。

4.1.2. 公司经营模式富有特色，具有竞争优势

公司经营模式相对一般农贸市场具有诸多优势：1）直采和规模所带来的价格优势；2）购物环境优越；3）商品选择品类丰富；4）品牌带来的信任；

公司与其它超市同业差异定位，形成以生鲜为主的百货、服装“三位一体”的商品结构和直采、自营模式，在为顾客提供独特产品和服务的同时提高了消费者对永辉品牌的忠诚度，而消费者的忠诚度直接带来的稳定的客源。

4.1.3. 精细化、标准化管理更易复制扩张

公司标准化、精细化的管理模式使得公司与一般国有、民营企业相比具有更高的整体营运水平，也使得公司在快速扩张中能复制成功经验。

4.2. 劣势

4.2.1. 较难取得优质物业获得

我国超市行业区域化发展情况比较突出，区域龙头往往已经占据了最有力的商圈和物业，公司作为外延扩张企业，在进入新区域时，往往较难获得优质的物业，在竞争中会处于劣势。

4.2.2. 物流配送、信息系统建设相对落后

公司目前仅在福州拥有一处物流配送中心，信息系统建设也较国外同行落后。但本次上市中公司将物流及信息系统将作为募投项目之一，未来公司计划在各地建设多个配送中心并加强信息系统，以支撑公司经营网点的稳健、快速增长。

4.3. 机会

4.3.1. 在优势地区发展空间较大

公司现在的优势地区分布在福建和重庆，并已进入了北京和安徽。公司利用现有在区域中心城市的发展优势，向区域内扩散——以四大战略区为核心，发展战略大区，形成全国网络布局大区，从点到线到面，形成全面区域。例如公司计划新进入的贵州，就是重庆能够辐射的区域。

4.3.2. 所在区域经济增速较快，且区域跨度较大

公司所在的区域经济增速均高于全国平均水平，具有较好的经济发展背景支持。而且四大区域跨度较大，能够分散风险。

4.4. 威胁

4.4.1. 行业竞争愈发激烈

武汉中百、步步高、华联综超、物美、联华、京客隆、人人乐、华润万家等诸多内资企业都在加快开店步伐，同时外资超市巨头加快在二三线城市布局也在不断加快，公司将面对的是外资、内资；现

有、新进企业激烈竞争的市场环境。

5. 募投项目

按照公司发展规划，公司首次公开发行股票所募集资金拟主要用于新开 73 家门店；四川配送中心；及公司内部信息化系统建设。

表 5：发行上市前后公司股东结构

项目名称	投资金额（万元）	募集资金使用金额
连锁超市发展项目	159,788	159,788
农产品加工配送中心项目	12,000	12,000
信息化系统升级改造项目	12,600	12,600
企业培训中心项目	5,000	5,000
小计	189,388	189,388

数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券研究

● 73 家超市门店项目

公司计划新开 73 家门店中 72 家为租赁门店（福建 23 家、重庆 30 家、北京 9 家、安徽 9 家、贵州 1 家）和另有一家自有门店（闽侯生活中心），平均单店开店成本 2189 万元。73 家门店将新增公司租赁面积 581008 平方米，自有面积 14055 平方米。

从开店计划来看，73 家门店还是主要集中于福建、重庆公司的优势核心市场，我们认为公司在福建、重庆优势核心市场的扩张能利用已有资源，形成规模优势，边际受益明显。北京、安徽属于公司新开拓的市场，新开门店存在一定培育期超过预期的风险。计划新进入的贵州属于重庆市场的补充和延伸，随着本次募投另一项目四川配送的建成，公司在贵州将与重庆一起形成成渝经济区的经营网络。

表 6：计划新开门店情况一览

地区	门店数	面积（平方米）	签约情况				意向情况			
			门店数	占比	面积	占比	门店数	占比	面积	占比
福建	23	163,668	20	87%	139,868	85%	3	13%	23,800	15%
重庆	30	230,933	20	67%	140,933	61%	10	33%	90,000	39%
贵州	1	16,250	1	100%	16,250	100%	0	0%	0	0%
北京	9	85,306	3	33%	28,106	33%	6	67%	57,200	67%
安徽	9	84,851	7	78%	64,851	76%	2	22%	20,000	24%
合计	72	581,008	51	71%	390,008	67%	21	29%	191,000	33%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

● 农产品加工配送中心项目

公司计划对成都永辉商业发展有限公司增资，并通过成都永辉在彭州市濛阳县工业开发区建设农产品加工配送中心。该项目规划用地 108 亩，集生鲜产品深加工和物流配送于一体。

根据公司总体发展规划，未来 5 年将以重庆为核心，着力拓展成渝经济

区,在该区域建立 150-200 家门店,预计西南物流体系需要支撑的年周转商品总金额保守估计将达 150 亿元。新建的农产品加工配送中心将以公司业务发展需求为目标,承担起西南地区全部连锁店生鲜产品、农产品加工配送的职能及部分全国统采商品的跨区域配送。

此配送中心起到支持超市门店业务发展作用,但是对业绩无直接贡献。

● 信息化升级改造与企业培训中心项目

这两项目都属于后台支持类项目,建设有助于企业加强商品成本管控的能力、提高运营管理能力、增强上下游协同,及为公司快速全国扩张做好基础性积累,但对业绩无直接贡献。

6. 主要风险

租金和人力成本上涨对公司费用的压力。由于公司扩张依靠的是租赁门店,虽然目前租金上涨对公司老店长约的影响较小,但公司新开门店的租金会受市场影响上升,导致公司费用率上升。同时公司属于劳动密集型行业,未来劳动力成本,特别是低端劳动力成本上涨必然也将导致公司费用的上升。

公司 2009 年综合人力成本占总收入 4.87%,2010 年上半年比例已升至 5.67%,增幅为 16.4%,已初步感受到人力成本上升对公司的影响。

表 7: 人力成本上升对于永辉的敏感性分析

	人力成本	毛利率		10%	15%	20%
2009 年水平	4.9%	17.9%	收入增长 N%能抵消影响	2.70%	4.10%	5.45%
2010H1 水平	5.7%	18.6%	收入增长 N%能抵消影响	3.05%	4.60%	6.10%

数据来源: 国泰君安证券研究

募集资金项目无法如期开张的风险。公司核心募投项目扩张门店项目目前仅签约 51 份,另有 21 份为意向,存在一定不确定性风险。如果募投项目无法如期完成,公司成长能力将受到一定影响。

所得税率并轨后公司享受的税收优惠将逐步取消。公司现阶段在重庆享受税收优惠,现阶段平均所得税率为 18%,未来几年内税率将逐步提高到 25%,税率的提高对公司净利润率会有所影响。

7. 盈利预测

主要假设条件:

- 预计 2010-2012 年新开店数量为 40、40、40 家;
- 考虑到温和的通胀因素,假设 2010-2012 年单店平均收入增速分别为 23%、15%、13%。

我们预期公司 2010-2012 年销售收入分别为 115、163、221 亿元;归属于母公司所有者的净利润分别为 2.91、4.47、5.89 亿元,增速分别为 15%、

53%、32%；对应 EPS 分别为 0.38 元、0.58 元，0.77 元。

8. 投资建议

目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 32 倍，具有全国扩张概念的华联综超和人人乐估值较高，分别为 41、34 倍。我们认为公司是成长性优异的全国扩张民营企业，在核心市场具有领先优势，建议合理的询价区间为 17.4-20.3 元，对应 2011 年 PE 为 30-35 倍。考虑新股上市会有一定溢价（20%），上市首日价格区间预计为 20.9-24.4 元，对应公司 2011 年 PE36-42 倍。

表 8：A 股超市估值情况一览（数据 2010 年 11 月 30 日更新）

代码	简称	投资评级	收盘价	总市值	EPS			PE		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E
000759.SZ	武汉中百	增持	14.09	96	0.31	0.43	0.54	45	33	26
002251.SZ	步步高	中性	27.91	75	0.61	0.74	0.96	46	38	29
600361.SH	华联综超	中性	12.15	59	0.13	0.20	0.30	97	61	41
002264.SZ	新华都	增持	24.46	39	0.43	0.53	0.81	57	46	30
002336.SZ	人人乐	中性	26.53	106	0.57	0.59	0.77	46	45	34
平均					0.41	0.50	0.68	58	45	32

数据来源：WIND、国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		