

无评级(首次)

目标价格: 30.00 元

当前价格: 元

市场数据:

商业零售指数	4718
三个月涨跌幅	-1.4%
上证综合指数	2841
沪深 300 指数	3161

基础数据:

每股净资产(元)	1.71
资产负债率(%)	67.0%
总股本(百万)	768
流通股(百万)	768

行业相对股价表现:



相关研究:

研究员:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号:S0120109030554

刘晓华

8621-68761616-8515

Lixh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26

楼,200122

http://www.tebon.com.cn

中国生鲜卖场的领军者

报告摘要:

公司简介:永辉是一家专注于国内连锁超市业务的零售企业,创建于 2000 年,经过十年的发展,公司及其控股子公司已在福建、重庆、北京及安徽等省市拥有直营连锁门店 135 家(截至 2010 年 6 月底),经营面积约 86.57 万平方米,其中大卖场 20 家(占比 15%)、卖场 64 家(47%)和社区超市 51 家(38%)。

永辉模式创造了国内生鲜卖场的奇迹:1) **门店坪效。**公司成熟门店坪效 1.1-1.5 万元/㎡,新店坪效通常超过 0.5 万元/㎡,远远高于国内同业平均水平;2) **门店毛利率。**公司主营业务毛利率在 15%以上,高于行业均值 2-3 个百分点;3) **门店培育期。**公司新店培育期通常较短,单店盈利规模可达 220-300 万元,净利率超过 3%,具有良好的盈利能力和经营效率。

竞争优势:1) **独有的生鲜经营模式**-能够体现公司强大的核心竞争力;2) **高效的直接采购模式**-缩减中间流通环节提高毛利率;3) **自营为主的盈利模式**-掌控与加强渠道控制力提高毛利率;4) **强大的门店选址能力**-缩短门店的培育期。“永辉模式”是公司在门店选址、商品采购、配送、销售等各个环节相互协作和经验总结基础上的一种模式创新,目前公司已把这种模式成功复制到了重庆市场,未来几年还将向北京和安徽等地推广。

盈利预测及投资评级:我们预计公司 10 年/11 年/12 年营业收入分别增长 41.7%、40.3%和 32.4%,EPS 分别为 0.42 元/0.60 元/0.83 元。给予公司目标价格为 30 元/股,对应 10 年/11 年/12 年 PE 分别为 71 倍/50 倍/36 倍。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012 E	2013E	2014E
营业收入	8475	12006	16847	22308	28643	35602
(+/-, %)	49.3%	41.7%	40.3%	32.4%	28.4%	24.3%
净利润	254	325	464	634	843	1045
(+/-, %)	19.0%	27.9%	42.5%	36.8%	32.9%	23.9%
毛利率(%)	17.9%	18.6%	18.8%	19.0%	19.3%	19.4%
ROE (%)	24.1%	8.4%	10.7%	12.8%	14.5%	15.3%
EPS-摊薄(元)	0.33	0.42	0.60	0.83	1.10	1.36

1.公司门店介绍

永辉是一家专注于国内连锁超市业务的零售企业，创建于2000年，经过十年的发展，公司及其控股子公司已在福建、重庆、北京及安徽等省市拥有直营门店135家（截至2010年6月底），经营面积约86.57万平方米，其中大卖场20家（占比15%）、卖场64家（47%）和社区超市51家（38%）。

图表 1 公司超市业态划分

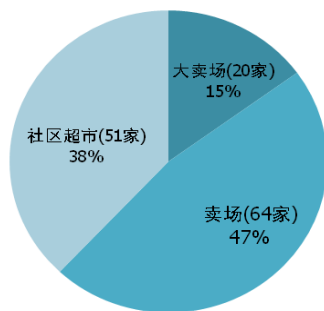
业态	面积	辐射半径	单品数	主营品种
大卖场	>10000 m ²	5-20 公里	3 万种以上	生鲜、日常品、食品、服装、家居、家电
卖场	5000-10000	3-5 公里	1.5-3 万种	生鲜产品、日常用品和服装
社区超市	1500-5000	1-3 公里	0.8-1 万种	生鲜产品、食品和日常必需品
精品超市	2000-3000	5 公里	1-1.5 万种	各地优质高档生鲜及进口食品

资料来源:公司招股书,德邦研究

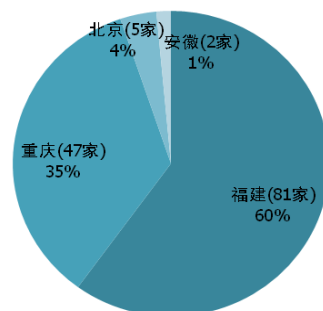
1.1 门店扩张及分布

公司门店主要分布我国四大经济区域，即海峡西岸经济区的福建省、成渝经济区的重庆市、京津冀都市经济圈的北京市及泛长三角经济区的安徽省，其中福建省已开业门店数量达到81家，经营面积44.05万平方米；重庆市已开业的门店数量达到47家，经营面积33.10万平方米；北京市属于09年新进的市场，已开业门店数量达到5家，经营面积6.33平方米；安徽省属于10年战略性新进的市场，已开业的门店数量达到2家，经营面积3.08万平方米。

图表 2 公司门店按类别分布



图表 3 公司门店按区域分布



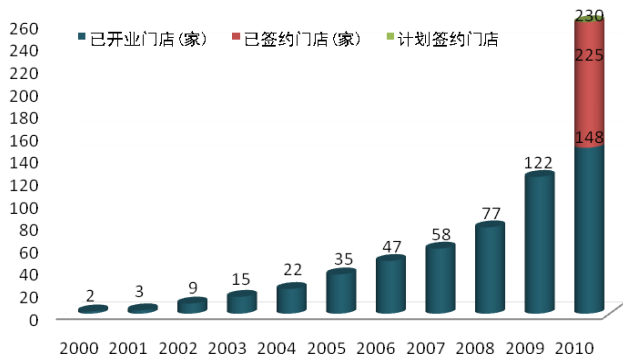
资料来源:德邦研究

公司始终坚持“区域领先、稳健扩张”的发展战略。每年新开门店数量随着公司经营规模的扩大和经营模式的成熟而逐渐加速：02-04年，公司年均新开门店数约6家，05-07年平均每年新开数量增至12家，08-10年随着汇丰直投的加入和公司福建、重庆等核心区域市场品牌价值的确立，公司加快了外延扩张的步伐，08年和09年新开门店分别为19家和45家，10年截至12月1日的数据统计，公司已在全国范围内拥有门店数量达到148家，此外，已签约和计划签约的门店数分别为77家和5家。

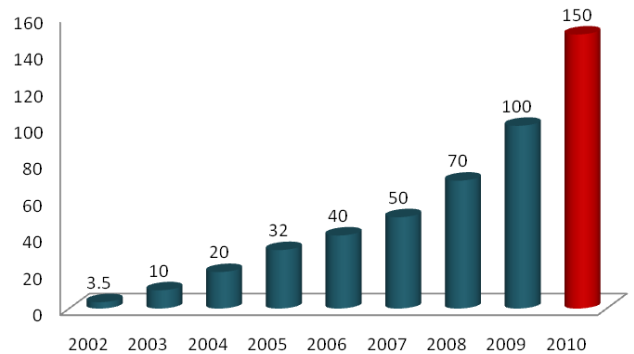
公司目标是以福建、重庆、北京和安徽作为海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀

都市经济圈和泛长三角经济区的核心市场，在加强和巩固核心市场的前提下对四大区域的周边市场进行逐步地、重点式扩张和渗透，从而完成其全国性布局。具体来看，公司将利用本次募投资金在未来2-3年内在福建、重庆、北京和安徽等省市开设73家直营门店，10-12年每年分别是38家/24家/11家。

图表 4 公司历年门店数量增长



图表 5 公司历年销售额增长情况



资料来源:德邦研究

1.2 门店经营状况分析

从区域分布来看，公司门店主要集中在福建和重庆两地，北京和安徽属于战略性新进市场，门店布局尚处起步阶段。福建作为公司传统的优势市场，拥有门店数量最多，贡献销售净利最大，截至2010年6月底，公司及其控股子公司在地区拥有直营门店数量达到81家，经营面积44.05万平方米，年销售额超过50亿元，09年和10上半年福建市场分别贡献净利1.77亿元和1.26亿元；2004年公司开始在重庆市场布局，截至2010年6月底，公司在重庆的门店数量已达47家，经营面积超过33万平方米。重庆是公司异地跨区扩张的第一步，公司通过把其特有的“永辉模式”运用于重庆并获得了巨大成功，近三年来重庆区域门店实现的净利逐年翻倍；北京和安徽分别是公司09年和10年两个新进市场，10年上半年公司北京市场已经扭亏为盈，再次印证了公司把经营模式进行跨区复制的能力和效率。

在国内诸多连锁超市中，能够真正实行异地扩张并获得成功的案例并不多见。在与其它同行企业的比较中，我们或许可以通过以下几个方面来说明“永辉模式”的这种竞争优势：

1) 门店的坪效。目前公司成熟门店的坪效一般维持在1.1~1.5万元/m²之间，有些门店甚至可以达到2万元/m²，此外公司新开门店的坪效水平也通常超过0.5万元/m²，远远高于国内行业平均水平，如已上市连锁超市企业人人乐成熟门店的坪效仅为0.7~0.9万元/m²。在公司四个区域市场中，福建市场各门店坪效最高，09年已达到1.27万元/m²；重庆市场次之，目前接近1万元/m²；北京和安徽属于新进市场，大多数门店目前依然处于培育期。我们认为，未来几年，重庆、北京和安徽市场门店的坪效水平依然存在巨大提升空间。

2) 门店毛利率。基于公司以“直采”为主的采购模式及其在福建、重庆等地较强的议价能力，与国内其他连锁超市相比，公司08年与09年的主营业务毛利率分别达到15.7%和15.4%，高出行业均值约2-3个百分点。尽管公司综合毛利率并不占据什么优势（毛利率高的其他业务收入占比较低），但主营业务经营的强势保证了其盈利能力的持续性及对核心市场的掌控能力。分市场来看，目前公司福建门店毛利率最高，安徽次之，其它两个市场比较接近。近三年的数据显示，几乎所有区域门店的

毛利率均呈现逐步上升的趋势。

3) 门店培育期。新店较短的培育期意味着公司可以通过连续开店来扩大盈利规模, 实现盈利和扩张的相互推进。与行业内同类连锁超市相比, 公司新开门店的培育期较短: 07年新开门店当年全部盈利, 08年、09年新开门店开业当年的盈利比率也分别达到63%和80%; 此外, 公司单店盈利规模一般在220-300万元间, 净利率也在3%以上, 说明门店具有比较良好的经营效率和盈利能力。

图表 6 公司区域市场门店经营情况

福建	2007	2008	2009	2010H1	重庆	2007	2008	2009	2010H1
净增门店 (家)	6	10	20	2	净增门店	5	9	23	6
净增面积 (万㎡)	4.72	5.39	13.81	3.11	净增面积 (万㎡)	3.87	6.30	14.93	4.75
门店总数 (家)	49	59	79	81	门店总数 (家)	9	18	41	47
营业面积 (万㎡)	21.75	27.14	40.95	44.05	营业面积 (万㎡)	7.12	13.42	28.35	33.10
单店面积 (㎡)	4,438	4,599	5,183	5,439	单店面积 (㎡)	7,913	7,456	6,915	7,043
门店收入 (万元)	291,226	399,634	518,327	313,442	门店收入 (万元)	67,995	154,469	282,942	207,495
单店收入 (万元)	5,943	6,773	6,561	3,870	单店收入 (万元)	7,555	8,582	6,901	4,415
门店坪效 (元/㎡)	13,392	14,727	12,659	7,115	门店坪效 (元/㎡)	9,547	11,510	9,980	6,268
门店净利 (万元)	11,595	15,316	17,705	12,583	门店净利 (万元)	2,036	5,092	11,217	6,693
单店净利 (万元)	237	260	224	155	单店净利 (万元)	226	283	274	142
毛利率 (%)	17.53%	18.14%	18.42%	19.65%	毛利率 (%)	15.76%	17.20%	17.02%	17.12%
净利率 (%)	3.98%	3.83%	3.42%	4.01%	净利率 (%)	2.99%	3.30%	3.96%	3.23%
北京	2007	2008	2009	2010H1	安徽	2007	2008	2009	2010H1
净增门店 (家)			2	3	净增门店				2
净增面积 (万㎡)			2.63	3.71	净增面积 (万㎡)				3.08
门店总数 (家)			2	5	门店总数 (家)				2
营业面积 (万㎡)			2.63	6.33	营业面积 (万㎡)				3.08
单店面积 (㎡)			13,131	12,664	单店面积 (㎡)				15,422
门店收入 (万元)			19,871	26,919	门店收入 (万元)				4,732
单店收入 (万元)			9,935	5,384	单店收入 (万元)				2,366
门店坪效 (元/㎡)			7,567	4,251	门店坪效 (元/㎡)				1,534
门店净利 (万元)			-435	521	门店净利 (万元)				-254
单店净利 (万元)			-217	104	单店净利 (万元)				-127
毛利率 (%)			16.04%	17.74%	毛利率 (%)				18.55%
净利率 (%)			-2.19%	1.93%	净利率 (%)				-5.37%

资料来源:公司招股书,德邦研究

图表 7 公司新开门店培育期及盈亏比例

	2007					2008				2009				2010H1			
	总计	盈利	占比	亏损	占比	盈利	占比	亏损	占比	盈利	占比	亏损	占比	盈利	占比	亏损	占比
2006 年新店	12	12	100%	0	0%	10	83%	2	17%	11	92%	1	8%	9	75%	3	25%
2007 年新店	11	11	100%	0	0%	8	73%	3	27%	11	100%	0	0%	11	100%	0	0%
2008 年新店	19					12	63%	7	37%	18	95%	1	5%	17	89%	2	11%
2009 年新店	45									36	80%	9	20%	33	73%	12	27%
2010H1 新店	13													8	62%	5	38%

资料来源:德邦研究

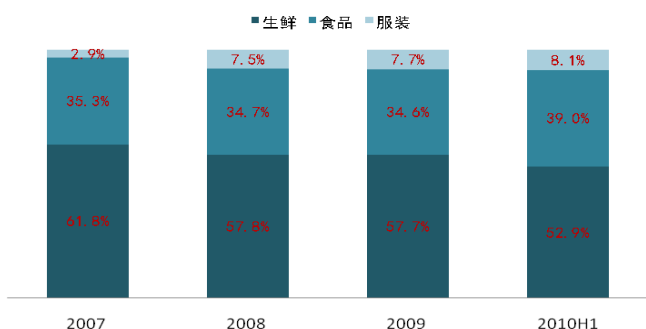
2. 竞争优势分析

2.1 独具特色的生鲜经营模式凸现了公司的核心竞争力

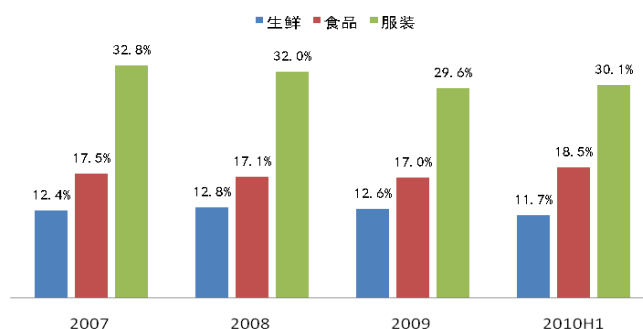
生鲜品类经营是公司当前的一大核心竞争力。公司生鲜产品占比、毛利率及损耗率等指标均远远高于行业同类公司：近年永辉的生鲜产品销售占比在 50%-60% 之间，高于人人乐(17%-18%)和新华都(20%-23%)；公司生鲜产品毛利率维持在 12%-13% 左右，也高于人人乐(6%-7%)和新华都(10%-12%)；此外，公司生鲜产品损耗率也控制在 3%-4% 的较低水平。

永辉的生鲜经营模式是公司长期以来不断创新形成的一种优势。公司生鲜经营秉承了业内领先的经营理念：在购物环境上，生鲜产品总是被放置在超市卖场的最佳位置上，公司率先把“生鲜区”的营业面积扩大，把粮食、蔬菜、水果、肉食、水产等近 3000 多种农产品作为主营产品，并对陈列、照明、保鲜等进行全面改造升级，营造干净、有序、舒适的购物环境；在商品价格和质量方面，公司生鲜产品做到了“两低、两高”，即价格低、损耗低、保鲜高、质量高，保持对农贸市场的价格竞争优势；此外，公司生鲜经营还采取了“自营为主”的盈利模式和“直采为主”的采购模式，实践证明，这种“直采自营”的模式越来越凸现了其强大的竞争优势，是公司维持高毛利率的基本要素。

图表 8 公司销售产品类别占比



图表 9 公司各类产品毛利率



资料来源:德邦研究

2.2 “直采-自营”模式奠定了公司在毛利率上的竞争优势

2.2.1 采购模式

根据采购的地域划分，采购模式一般可以全国统一采购与区域统一采购。在全国统一采购模式下，采购量一般较大，能够充分体现采购者的规模优势，通过优选供应商，在保证商品质量、食品安全的前提下力促其提高供货水平从而降低进货成本。目前公司全国统一采购的比例达到约 20%。

按采购是否有中间环节划分，采购模式又可以分为直接采购和间接采购两类。公司直接采购指其直接向制造商或基地农户进行采购，减少中间环节，从而达到降低采购成本的目的。直接采购毛利率高，是目前公司最主要的采购方式，也是公司区别于国内同行业超市的核心竞争力之主要体现。截至目前，公司直接采购的比例达到

76%，远高于业内同类企业。

随着经营规模的持续扩大，公司全国统一采购金额占总采购额的比例以及直接采购金额占总采购额的比例均出现逐年提高，意味着公司主业毛利率有继续提升的空间。此外，公司通过规范化营运和科学化管理，其库存商品的损耗率始终处于行业较低水平，07-09 年公司综合损耗率分别为 0.23%、0.25%和 0.27%。

图表 10 公司直采为主的采购模式

		全国统一采购 采购量较大	区域统一采购 采购量较小	公司占比(%)
直接采购	毛利率较高	永辉超市	永辉超市	76%
间接采购	毛利率较低	其他超市	其他超市	24%
公司占比(%)		20%	80%	

资料来源:德邦研究

2.2.2 配送模式

超市企业商品配送一般分为配送、直通和直送三种方式：配送是指供应商将商品送到公司自有的配送中心，再由配送中心统一配送到零售门店；直通是指供应商将商品送到公司自有的配送中心，商品不再入物流配送中心的仓库，直接配送到门店；直送是指供应商将商品直接送到零售门店。

公司目前较多采用了配送的方式，主要基于：1)公司是以经营生鲜产品为主的连锁超市，全国统一采购和区域直接采购模式均需公司拥有一个强大的物流配送体系以作支撑；2)随着公司门店增加、规模扩大以及异地扩张加快，物流配送带来的成本节约效应日趋凸现。公司目前正在计划构建一个较为完整的物流配送网络：除了已经投入运营的福州闽侯配送中心（占地 110 亩）及 3 个配送中转站（分别为福州鳌峰、重庆北碚和金源时代购物广场），公司今后还将在福州南屿、四川彭州及重庆等地建立 3 个面积较大的配送中心，以满足新增连锁门店的扩张需求。

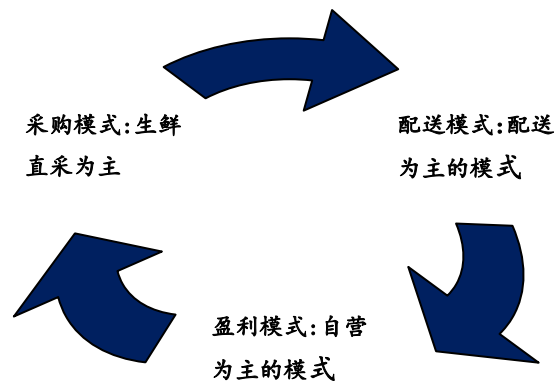
2.2.3 盈利模式

公司基本采用了自营为主的盈利模式，即自行采购及销售商品，利润来源于商品的购销差价。与联营或物业租赁等其他模式相比，自营模式需承担存货风险和经营风险，但其获取的毛利率一般也较高。

公司主营业务收入主要来自自营的商品销售收入，07 年、08 年、09 年和 10 年 1-6 月份公司自营商品收入占当期营业收入的比重分别为 94.9%、92.4%、96.8%和 96.2%。公司自营产品占比明显高于国内同类超市企业。

我们认为，永辉的采购、配送及盈利模式三位一体，是一种相互协调与推进的关系。由于公司在生鲜经营领域具有较大的经营优势，凭借这种优势，公司可以获得比其他超市企业获得更为丰富的产品品类以及更为优惠的采购价格，而物美价廉的产品正是公司自营模式推行的前提；商品采购的效率必须依赖于一个强大的配送体系；自营为主的盈利模式则使得公司可以直接掌控所售产品的供需关系，从而关于产品的品类、价格、数量等信息将及时传递给采购团队。正是这种相互协调的内在联系使得公司创建了所谓的“永辉模式”，以对竞争者形成一种进入壁垒。

图表 11 公司采购、配送及盈利模式相互协调



资料来源:德邦研究

2.3 选择优质的物业保证了公司异地门店的盈利水平

“永辉”模式的优势不仅体现在采购环节，公司管理团队在区域选择和门店选址等方面均表现出了相当的能力和作为。公司对已进入的四大区域将采取逐步渗透与纵深发展的方式，以加强公司在这些市场的领先地位；在门店选址上，公司也采用了稳健扩张的战略，注重于商圈的空间和物业的质量，与其它零售商形成差异化经营。

从区域布局上，福建和重庆是公司两大核心市场。截至 10 年 6 月底，公司在福建地区拥有门店 81 家，营业面积达到 44 万平方米，年销售额超过 60 亿元，稳居区域强势领先的龙头地位。福建市场的主要竞争对手有新华都和沃尔玛，两者分别在当地拥有 72 家和 23 家连锁门店。尽管竞争对手非常强势，但公司无论是经营模式还是门店分布均与两者存在着明显差异，因此公司在区域市场内的扩张战略依然可以顺利贯彻和实施。

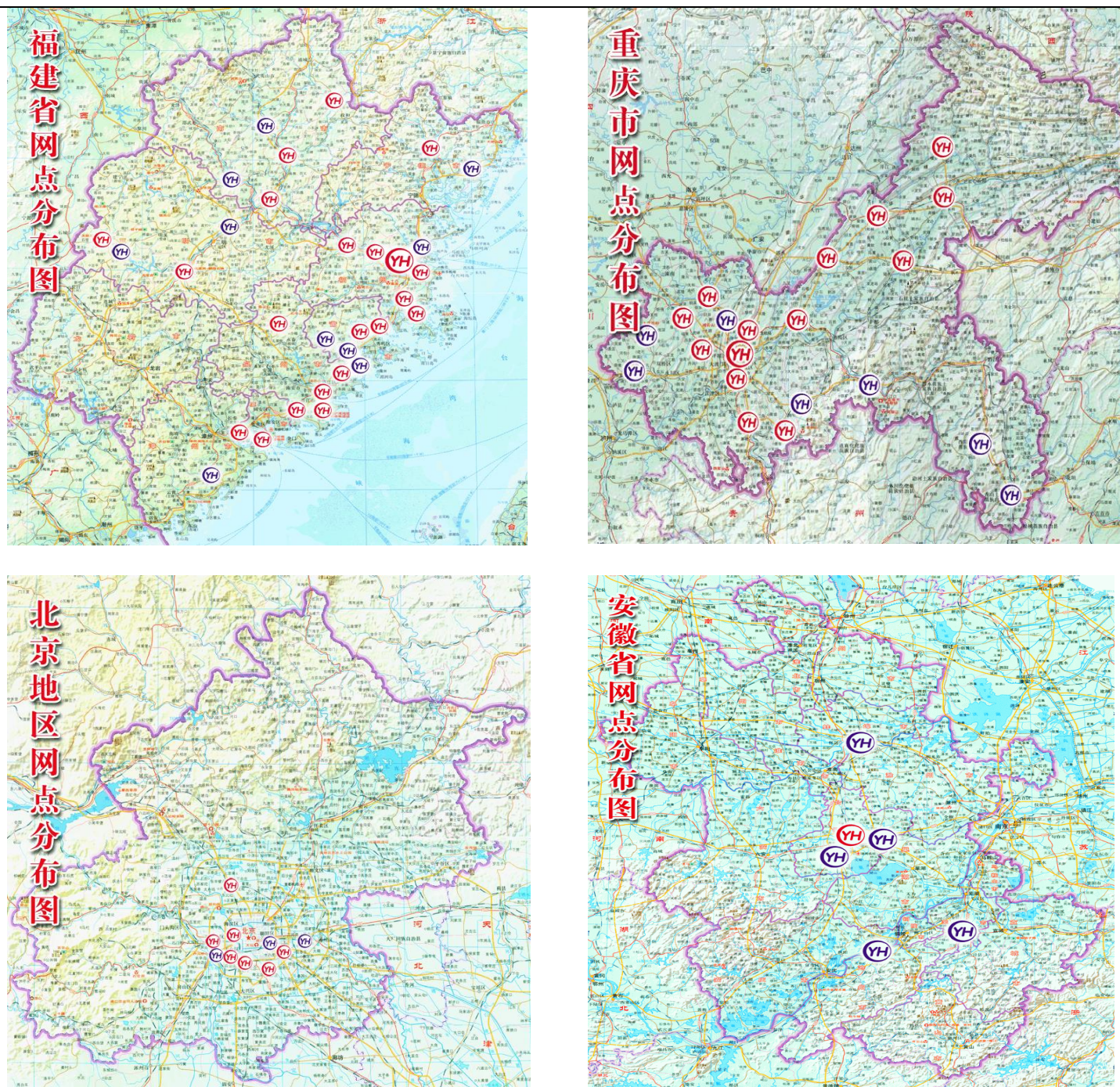
公司在重庆市场的成功或许超出了许多人的预期。公司于 2004 年进入重庆市场，是公司推进异地扩张的第一站。截至 10 年 6 月底，公司在重庆主城区及周边拥有连锁门店 47 家，营业面积达到 33 万平方米，年销售额超过 30 亿元，经营规模稳居重庆超市行业领先地位。公司在重庆的竞争对手主要是重庆百货、沃尔玛和家乐福等。重庆百货在当地具有举足轻重的市场地位，在收购新世纪百货 100% 股权之后，重百在重庆共拥有约 145 家连锁超市，门店遍及重庆主城区及周边区县，年销售额接近 60 亿元，市场占有率第一；此外，沃尔玛和家乐福在重庆市场的门店数量也分别达到 12 家和 5 家。尽管竞争激烈，但公司独有的生鲜经营模式显示了其良好的“复制”能力及竞争优势。07-09 年重庆门店盈利比率分别为 100%、72.22%、95.12%，大体与福建门店持平（分别为 100%、85.19%和 89.04%）。

图表 12 公司门店区域分布及竞争对手

区域	进入时间	门店数量 (2010/6/30)	营业收入 2009	主要竞争对手
福建	2000 年	81 家	54 亿元	新华都(72 家)、沃尔玛(23 家)
重庆	2004 年	47 家	28 亿元	重庆百货(145 家)、沃尔玛(12 家)、家乐福(5 家)
北京	2009 年	5 家	2 亿元	物美商业(311 家)、京客隆(240 家)、华润万家(51 家)、家乐福(15 家)、沃尔玛(8 家)、华联综超(13 家)
安徽	2010 年	2 家	-	合肥百货合家福(34 家)

资料来源:德邦研究

图表 13 公司各大区域门店分布图



资料来源:德邦研究

3.盈利预测

公司未来几年将分别以福建、重庆、北京及安徽为核心市场，继续在海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区等四大区域进行门店布局及渗透。

基本假设：1) 利用本次募投资金及公司自筹资金，公司10-14年期间开店数量分别为38/38/40/40/40家，同比增加经营面积分别为30.29/32.08/30.31/30.48/30.50万平方米；2) 基于配送建设及产品结构等完善与调整，公司未来几年销售毛利率将逐年有所上升，10-14年分别为18.6%、18.8%、19.0%、19.3%和19.4%。

盈利预测：我们预计公司10年/11年/12年营业收入分别增长41.7%、40.3%和32.4%，EPS分别为0.42元/0.60元/0.83元。

图表 14 公司营业收入预测表

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
福建	门店数量(家)	49	59	79	90	103	114	124	134
	净增数量(家)	6	10	20	11	13	11	10	10
	门店面积(万m ²)	21.75	27.14	40.95	49.11	57.84	64.00	69.60	75.21
	单店面积(m ²)	4,438	4,599	5,183	5,456	5,615	5,614	5,613	5,613
	收入额(万元)	299,322	413,347	544,365	715,338	943,528	1,174,247	1,415,768	1,645,025
	(+/-,%)		38.1%	31.7%	31.4%	31.9%	24.5%	20.6%	16.2%
	门店坪效(元/m ²)	13,392	14,727	12,659	14,567	16,313	18,348	20,342	21,872
	Margin(%)	17.5%	18.1%	18.4%	19.6%	19.8%	20.0%	20.1%	20.2%
重庆、贵州	门店数量(家)	9	18	41	56	72	89	107	125
	净增数量(家)	5	9	23	15	16	17	18	18
	门店面积(万m ²)	7.12	13.42	28.35	39.92	53.07	65.56	78.79	92.02
	单店面积(m ²)	7,913	7,456	6,915	7,128	7,371	7,367	7,364	7,362
	收入额(万元)	67,995	154,469	283,048	427,706	632,462	889,670	1,209,398	1,587,519
	(+/-,%)		127.2%	83.2%	51.1%	47.9%	40.7%	35.9%	31.3%
	门店坪效(元/m ²)	9,547	11,510	9,980	10,715	11,918	13,570	15,349	17,251
	Margin(%)	15.8%	17.2%	17.0%	17.1%	17.3%	17.9%	18.4%	18.5%
北京	门店数量(家)			2	8	14	19	24	29
	净增数量(家)			2	6	6	5	5	5
	门店面积(万m ²)			2.63	7.41	14.91	19.91	24.91	29.91
	单店面积(m ²)			13,131	9,258	10,648	10,477	10,378	10,313
	收入额(万元)			20,068	40,211	78,819	113,428	155,829	207,677
	(+/-,%)				100.4%	96.0%	43.9%	37.4%	33.3%
	门店坪效(元/m ²)			7,567	5,429	5,288	5,698	6,256	6,944
	Margin(%)			16.0%	17.7%	18.0%	18.3%	18.6%	18.9%
安徽	门店数量(家)				6	9	16	23	30
	净增数量(家)				6	3	7	7	7
	门店面积(万m ²)				5.79	8.49	15.14	21.79	28.44
	单店面积(m ²)				9642	9428	9459	9472	9478
	收入额(万元)				17,355	29,910	53,451	83,317	119,933
	(+/-,%)					72.3%	78.7%	55.9%	43.9%
	门店坪效(元/m ²)				3,000	3,525	3,532	3,825	4,218
	Margin(%)				18.5%	18.7%	18.9%	19.1%	20.1%
合计	门店数量(家)	58	77	122	160	198	238	278	318
	净增数量(家)	11	19	45	38	38	40	40	40
	门店面积(万m ²)	28.87	40.56	71.92	102.22	134.30	164.60	195.08	225.58
	(+/-,%)		40.5%	77.3%	42.1%	31.4%	22.6%	18.5%	15.6%
	收入额(万元)	367,317	567,816	847,482	1,200,611	1,684,720	2,230,796	2,864,313	3,560,155
	(+/-,%)		54.6%	49.3%	41.7%	40.3%	32.4%	28.4%	24.3%
	毛利额(万元)	63,187	101,550	151,666	223,695	316,015	424,960	551,996	689,344
	Margin(%)	17.2%	17.9%	17.9%	18.6%	18.8%	19.0%	19.3%	19.4%
	成本额(万元)	304,130	466,266	695,816	976,916	1,368,704	1,805,836	2,312,316	2,870,811

图表 15 公司门店经营情况汇总(2007-2010H1)

区域	门店名称	开设时间	门店类型	收入 (万元)				净利 (万元)			
				2007	2008	2009	2010H1	2007	2008	2009	2010H1
福建	西门店	2000.11.17	社区超市	10,407	11,694	13,152	6,566	451	604	635	305
	屏西店	2000.7.27	社区超市	5,343	6,100	6,519	3,376	187	236	243	117
	黎明店	2001.09.08	大卖场	24,929	29,380	30,754	16,167	1,119	2,021	2,071	1,073
	铜盘店	2002.02.23	社区超市	3,909	4,239	5,220	2,765	120	117	143	123
	津泰店	2002.03.07	社区超市	4,506	5,237	6,141	3,266	138	94	173	127
	象园店	2002.04.28	社区超市	17,830	19,326	20,251	9,729	814	1,086	1,147	572
	西洪店	2002.06.30	社区超市	2,995	4,533	4,938	2,322	54	116	149	61
	交通店	2002.08.02	社区超市	793	1,213	1,389	731	19	32	38	25
	国棉店	2002.10.15	卖场	17,151	17,685	19,039	8,915	616	889	1,005	473
	前屿店	2003.01.23	社区超市	1,882	2,534	2,665	1,284	91	152	180	87
	群众店	2003.07.23	社区超市	4,573	4,761	5,042	2,658	126	75	111	102
	华林店	2003.09.06	大卖场	17,449	21,125	22,851	11,224	980	1,002	1,127	626
	汇达店	2003.09.09	卖场	19,243	24,462	25,681	12,976	923	1,316	1,376	846
	中平店	2003.09.17	社区超市	3,477	4,056	4,281	1,767	27	(13)	42	(2)
	屏山店	2003.12.19	社区超市	4,188	4,818	5,133	2,644	99	79	147	117
	杨桥店	2004.03.05	卖场	12,308	13,569	14,296	7,502	520	543	669	367
	金辉店	2004.03.05	卖场	4,797	5,718	6,488	3,808	199	313	338	329
	岳峰店	2004.07.03	社区超市	1,407	2,140	2,541	1,185	56	107	122	62
	马尾店	2004.07.11	卖场	17,123	21,299	22,342	11,316	975	1,475	1,536	947
	甘蔗店	2004.09.09	卖场	5,883	11,823	13,023	7,284	401	691	762	516
	茶会店	2004.12.29	社区超市	5,082	5,581	5,876	2,126	170	104	155	25
	滨江丽景店	2005.02.18	卖场	8,868	11,761	14,053	7,556	596	669	629	460
	井楼门店	2005.04.03	社区超市	3,716	4,399	4,842	2,530	123	109	118	51
	三木店	2005.04.28	社区超市	3,603	3,881	4,103	1,915	63	40	52	16
	白马店	2005.05.21	社区超市	712	975	1,028	546	2	8	5	12
	上渡店	2005.06.16	卖场	9,586	12,001	12,626	6,648	392	568	607	315
	碧水芳洲店	2005.09.14	社区超市	2,866	3,671	3,952	1,861	51	44	63	30
	管葡店	2005.10.15	社区超市	3,240	7,202	7,658	4,409	76	207	220	179
	融侨店	2005.11.03	社区超市	3,768	4,170	4,742	2,179	78	61	93	45
	梅山店	2005.12.10	社区超市	911	1,271	1,325	519	3	14	15	(4)
	火车站店	2005.12.31	社区超市	875	1,149	1,375	736	3	13	14	30
	琅岐店	2006.01.01	社区超市	1,823	3,168	3,488	1,799	85	178	188	125
	湖前店	2006.05.01	社区超市	2,073	3,182	3,494	1,818	57	99	136	49
	澳门店	2006.07.20	社区超市	560	560	684	380	3	(5)	7	7
	省府店	2006.08.06	社区超市	4,739	5,497	5,579	2,440	29	64	41	(39)
	岳阳店	2006.08.18	社区超市	6,354	7,961	8,360	4,107	109	(5)	14	51
	东水店	2006.09.06	社区超市	3,245	3,551	3,539	1,972	26	3	(6)	(12)
	君临闽江店	2006.09.13	社区超市	2,988	3,579	3,744	1,730	27	15	15	2
	五四店	2006.10.17	卖场	6,190	9,161	10,795	5,599	504	185	262	117
	大学城店	2006.11.10	卖场	10,060	13,023	15,005	7,911	498	667	795	529
	体育公园店	2006.12.09	卖场	7,582	9,859	9,923	3,911	25	110	108	(18)
	祥和店	2007.01.11	社区超市	4,081	5,012	5,356	2,779	70	(3)	28	25
	五四北店	2007.02.10	大卖场	7,744	10,124	11,524	6,425	410	398	458	380
	康乐店	2007.05.18	社区超市	2,653	5,323	6,094	3,146	46	(3)	189	87
	西林店	2007.05.18	社区超市	3,142	5,977	6,345	3,057	54	(3)	110	60
	鳌峰店	2007.06.18	大卖场	4,573	7,914	8,442	4,674	181	174	206	180
	福飞店	2007.12.06	卖场		9,562	11,491	7,370		458	555	402
	鼓山苑店	2008.04.18	卖场		7,866	10,385	6,805		215	269	292
	海天店	2008.05.01	卖场		7,008	11,363	5,939		(5)	181	153

	荔城北店	2008.06.11	卖场		5,521	11,430	6,410		5	147	217
	东溪店	2008.06.25	社区超市		1,898	3,475	1,741		21	29	57
	振兴店	2008.11.11	卖场		1,315	6,492	3,267	(98)	(211)	(26)	
	五洲店	2008.11.15	社区超市		491	2,819	1,464		2	10	9
	坂东店	2008.12.15	社区超市		266	2,484	1,644		49	60	57
	泉秀店	2009.01.01	大卖场			11,024	5,489			(248)	(170)
	成龙步行街店	2009.01.10	大卖场		26	9,181	6,249		19	(156)	88
	建贸店	2009.01.16	社区超市			1,705	1,756			(62)	42
	兰天商贸店	2009.01.18	卖场		15	7,357	4,255		10	131	144
	建设南路店	2009.3.28	卖场			6,620	3,800			64	44
	浦新店	2009.04.15	社区超市			2,315	1,719			52	81
	思东店	2009.05.01	社区超市			2,431	1,935			7	(28)
	西园店	2009.06.06	社区超市			1,639	1,405			17	9
	中环店	2009.7.11	卖场			3,387	3,546			58	122
	东街店	2009.07.18	社区超市			2,339	2,288			71	24
	江南水都店	2009.08.15	大卖场			5,275	6,923			82	244
	吴航店	2009.08.28	卖场			3,204	3,538			60	43
	龙门店	2009.09.23	大卖场			2,695	4,504			45	97
	角美店	2009.10.01	社区超市			899	1,238			54	(10)
	郑和店	2009.10.02	大卖场			1,434	5,584			(86)	222
	白沙店	2009.12.01	社区超市			514	1,961			1	66
	居住主题公园店	2009.12.23	社区超市			151	941			(0)	(20)
	海沧禹洲店	2009.12.29	卖场			424	2,794			76	68
	鹤林店	2009.12.31	卖场			98	2,808			(38)	111
	佳禾馨苑店	2010.01.31	卖场				2,957				165
	天九湾店	2010.02.07	社区超市				1,156				8
	福新店	2010.02.07	大卖场				5,398				174
	水头店	2010.03.30	卖场				1,879				93
	新华店	2010.05.05	卖场				1,663				117
	浮桥店	2010.05.15	社区超市				773				30
	兴南店	2010.05.15	卖场				710				(27)
	新阳店	2010.05.29	卖场				1,274				108
重庆	观音桥店	2004.10.18	卖场	10,632	14,259	14,975	8,038	286	849	972	548
	加州店	2005.04.18	卖场	7,506	9,622	10,160	4,625	185	799	876	418
	东和春天店	2005.10.03	大卖场	11,392	15,396	16,768	8,713	263	673	958	643
	两路店	2006.07.15	卖场	9,215	10,951	11,745	4,926	435	373	426	215
	大坪店	2007.01.21	大卖场	9,521	13,163	13,877	7,010	252	370	481	234
	五里店	2007.01.31	卖场	8,081	11,716	12,460	6,335	277	576	831	419
	黄泥塆店	2007.07.01	卖场	4,109	8,497	8,979	4,023	122	257	444	188
	协信店	2007.09.01	大卖场	3,875	11,857	13,680	7,760	10	203	602	319
	四公里店	2007.09.19	卖场	3,664	13,974	15,746	8,403	207	717	879	553
	双龙店	2008.01.03	卖场		10,638	11,301	4,693		199	286	155
	香港城店	2008.01.03	大卖场		13,225	14,773	8,571		302	504	448
	大众店	2008.04.11	卖场		6,314	8,959	4,881		(94)	231	160
	南坪东路店	2008.08.10	卖场		4,626	8,890	4,212		(34)	252	92
	西城天街店	2008.09.02	卖场		4,610	11,718	6,147		(129)	190	119
	綦江河西店	2008.10.15	卖场		2,400	5,049	2,158		(30)	18	(77)
	时代商都店	2008.11.18	社区超市		1,736	10,161	5,705		28	317	242
	空港店	2008.12.12	卖场		747	5,995	3,138		48	82	74
	石桥铺店	2008.12.23	卖场		739	12,172	7,136		(12)	311	367
	民盛店	2009.01.10	卖场			6,038	3,677			51	11
	河东店	2009.01.16	大卖场			7,666	5,324			312	131
	白象店	2009.03.05	卖场			4,607	2,580			28	(83)

	万盛名都店	2009.03.23	社区超市	2,283	1,611	(62)	(27)
	较场口店	2009.04.10	卖场	6,157	4,828	60	13
	天星桥店	2009.05.01	社区超市	5,627	3,776	271	131
	储奇门店	2009.05.06	卖场	2,602	476	47	(196)
	大石坝店	2009.06.01	卖场	5,240	4,626	253	111
	龙头寺店	2009.06.10	卖场	4,031	3,864	85	96
	汉渝路店	2009.06.16	卖场	2,893	2,071	(13)	(107)
	天生丽街店	2009.07.18	卖场	5,015	4,933	423	239
	王牌路店	2009.07.29	卖场	4,121	4,230	42	(60)
	新天地店	2009.08.15	卖场	3,827	4,508	157	(23)
	建新东路店	2009.08.15	卖场	790	2,694	50	16
	童家桥店	2009.08.28	卖场	2,616	3,251	131	80
	嘉茂购物中心店	2009.09.18	卖场	3,879	6,817	188	254
	龙溪镇店	2009.09.30	社区超市	2,074	3,990	99	103
	宝圣西路店	2009.10.28	卖场	1,788	4,398	145	217
	西池广场店	2009.11.05	社区超市	609	1,648	22	5
	西欧花园店	2009.11.10	卖场	1,381	3,783	100	91
	南湖花园店	2009.11.28	卖场	853	2,420	22	(24)
	广龙明珠店	2009.12.13	卖场	1,051	6,148	79	183
	弹新街店	2009.12.29	卖场	388	3,722	69	106
	中博大道店	2010.01.05	卖场		3,855		130
	金源时代购物中心	2010.01.09	大卖场		2,832		(117)
	国贸广场店	2010.02.07	卖场		3,442		86
	人民广场店	2010.04.10	卖场		2,652		99
	金世纪广场店	2010.04.22	卖场		2,413		125
	双碑店	2010.06.23	社区超市		452		(18)
北京	六里桥店	2009.01.10	卖场	9,883	6,102	(546)	(42)
	鲁谷店	2009.06.26	大卖场	9,988	10,550	111	286
	小红门店	2010.02.05	大卖场		6,973		189
	增光路店	2010.03.26	社区超市		2,243		30
	草桥店	2010.05.21	卖场		1,051		57
安徽	宝文店	2010.04.03	大卖场		2,401		(171)
	世纪金源滨湖店	2010.04.25	大卖场		2,331		(83)

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
流动资产	1,978	4,942	5,787	6,792					
现金	535	2,919	2,937	3,056					
应收账款	60	67	111	124					
其他应收款	235	324	455	602					
预付款项	380	537	753	993					
存货	752	1,085	1,521	2,006					
其他流动资产	17	10	10	10					
非流动资产	1,190	1,478	1,841	1,989					
长期股权投资	0	0	0	0					
固定资产	538	657	889	930					
无形资产	161	174	187	200					
其他非流动资产	492	648	766	860					
资产总计	3,168	6,420	7,628	8,781					
流动负债	1,939	2,381	3,120	3,633					
短期借款	992	1,200	1,350	1,500					
应付账款	635	760	1,195	1,385					
其他流动负债	312	420	575	748					
非流动负债	159	160	160	160					
长期借款	85	85	85	85					
其他非流动负债	74	75	75	75					
负债合计	2,098	2,541	3,280	3,793					
少数股东权益	15	19	23	30					
股本	658	768	768	768					
资本公积	26	2,396	2,396	2,396					
留存收益	371	696	1,160	1,794					
归属母公司股东权益	1,055	3,860	4,324	4,958					
负债和股东权益	3,168	6,419	7,627	8,780					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	205	44	355	329					
净利润	257	329	468	641					
折旧摊销	114	169	243	308					
财务费用	37	32	10	15					
投资损失	0	0	-19	-20					
营运资金变动	-199	-485	-347	-614					
其他经营现金流	-3	-1	-1	-1					
投资活动现金流	-692	-315	-476	-345					
资本支出	300	230	380	230					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	-392	-85	-96	-115					
筹资活动现金流	562	2,656	140	135					
短期借款	526	208	150	150					
长期借款	85	0	0	0					
普通股增加	592	110	0	0					
资本公积增加	-496	2,370	0	0					
其他筹资现金流	-145	-32	-10	-15					
现金净增加额	76	2,384	19	119					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	8,475	12,006	16,847	22,308					
营业成本	6,958	9,769	13,687	18,058					
营业税金及附加	30	42	59	78					
营业费用	947	1,477	2,140	2,878					
管理费用	172	267	362	466					
财务费用	37	32	10	15					
资产减值损失	4	0	0	0					
公允价值变动净收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	19	20					
汇兑净收益	0	0	0	0					
营业利润	328	420	608	832					
营业外净收支	3	2	0	0					
利润总额	332	421	608	832					
所得税	75	93	140	191					
未确认的投资损失	0	0	0	0					
净利润	257	329	468	641					
少数股东损益	3	3	5	6					
归属母公司净利润	254	325	464	634					
EBITDA	479	620	861	1,155					
EPS-摊薄 (元)	0.33	0.42	0.60	0.83					

主要财务比率					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	49.3%	41.7%	40.3%	32.4%					
营业利润	15.4%	27.9%	45.0%	36.8%					
归属于母公司净利润	19.0%	27.9%	42.5%	36.8%					
盈利能力									
毛利率(%)	17.9%	18.6%	18.8%	19.0%					
净利率(%)	3.0%	2.7%	2.8%	2.8%					
ROE(%)	24.1%	8.4%	10.7%	12.8%					
ROIC(%)	13.4%	12.2%	13.3%	15.0%					
偿债能力									
资产负债率(%)	66.2%	39.6%	43.0%	43.2%					
流动比率	1.02	2.08	1.85	1.87					
速动比率	0.83	1.62	1.37	1.32					
营运能力									
总资产周转率	3.39	2.50	2.40	2.72					
净资产周转率	9.09	4.89	4.12	4.81					
每股指标 (元)									
EPS	0.33	0.42	0.60	0.83					
每股净资产	1.60	5.03	5.63	6.46					
每股经营现金流	0.31	0.06	0.46	0.43					
估值比率									
P/E	62.04	56.60	39.71	29.02					
P/B	14.95	4.77	4.26	3.71					
P/S	0.19	1.53	1.09	0.83					
EV/EBITDA	1.16	0.90	0.64	0.48					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。