



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

首次覆盖

证券研究报告

2011 年 1 月 14 日

零售

研究部

钱炳

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

qianbing@cicc.com.cn

guohy@cicc.com.cn

审慎推荐

永辉超市 (601933.CH)

农改超带来强大可复制性和跨区域发展能力

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,678	8,475	12,004	17,250	24,553
(+/-%)	54.6%	49.3%	41.6%	43.7%	42.3%
毛利	1,016	1,517	2,196	3,191	4,591
(+/-%)	60.7%	49.4%	44.8%	45.3%	43.9%
净利润	214	254	298	458	663
(+/-%)	64.6%	19.0%	17.2%	53.7%	44.9%
每股收益 (元)	0.28	0.33	0.39	0.60	0.86
市盈率	112.9	94.9	81.0	52.7	36.4
市净率	29.3	22.5	6.3	5.7	5.0
净资产收益率	26.4%	24.1%	7.8%	11.0%	13.9%
投入资本回报率	16.6%	11.8%	5.8%	8.4%	11.2%

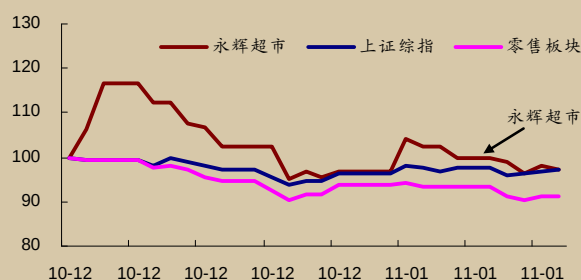
股票信息

当前股价	人民币 31.41
股票代码	601933.CH
日成交量 (百万股)	1.7
52周最高价/最低价	人民币 37.71/23.98
总股数 (百万股)	768
市值 (百万)	24,120
主要股东 (持股比例)	张轩松、张轩宁 (35.66%)

最近股价走势

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
永辉超市	-5.2	n.a	n.a	0.5
上证综指	0.1	-3.3	-1.2	0.7
零售指数	-2.4	-6.6	-10.7	-2.4

最近股价走势



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, 替代菜市场、赚有确定性的辛苦钱, 可复制性强, 2014 年销售有望达到 500 亿元。公司目前已形成商品采购、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:
 - 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。
 - 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。
 - 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。
 - 经营管理效率高、做生鲜也能赚大钱, 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。
- 福建第一, 向重庆地区的跨区域发展已成功, 门店成熟快。公司是福建最大的超市零售商, 2004 年进入重庆市场, 目前销售规模排名第二, 两大市场均具备优势。追踪 2007-2009 年, 新开业门店中当年实现盈利的占到 81%, 第二年已基本全部盈利。北京和安徽的新店也保持了较快的成熟速度。
- 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 45%、52% 和 40%, 前台毛利率和净利润率分别达到 15% 和 3%, 显示出良好的扩张能力和成长性。
- 管理层激励到位, 上市后董事长和高管持股 65%。

财务预测:

预计 2010-2012 年净利润增速分别为 17% (快速扩张、为今后的高增长打下基础), 54% 和 45%, 每股收益 0.39、0.60 和 0.86 元, 有望成为增速最快的零售商之一。

估值与建议:

公司 2011 年市盈率在 50 倍以上, 可能会影响短期的股价表现, 因此给予“审慎推荐”评级。但公司是继苏宁之后又一家体现出明显的盈利模式可复制性和高效管理技能的连锁零售企业, 有望实现跨越式的发展, 可逢低吸纳, 做中长期配置。按公司计划 2014 年实现 500 亿销售和相应净利润率测算, 2010-2014 年收入和利润复合增长率可达到 43% 和 52%。给予 2014 年每股收益 30x 目标市盈率 (对应 480 亿元市值), 隐含每年复合投资回报率为 26%。

风险: 扩张较快, 关注费用变化和新进入市场经营。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

公司概况.....	4
农改超的巨大空间和可复制性	6
“农改超”推广典范，具备良好发展空间	6
永辉优势：替代农贸市场（菜市场），而不是与普通超市竞争	7
永辉可复制性增强、异地扩张成熟快	8
永辉在生鲜经营方面的核心竞争力：赚确定性的辛苦钱	9
重点市场地位稳固，已具备跨区域发展成功案例	10
门店扩张速度快，重点区域网络优势已显现	10
加密福建和重庆，北京、安徽市场战略性进入	10
经营效率高，财务指标领先同业	12
盈利预测和估值	14
盈利预测	14
类比估值及建议	15
附录：通胀与超市类公司走势的关系	17
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	17
通胀与零售板块利润率表现：稳中有升	18
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	19

图表目录

主要财务信息	1
股票信息	1
最近股价走势	1
最近股价走势	1
图表 1：公司门店采风	3
图表 2：永辉超市现有门店分省概况（1H10）	4
图表 3：公司收入和利润情况	4
图表 4：IPO 发行概况	5
图表 5：股权结构图	5
图表 6：生鲜超市优势	6
图表 7：公司门店区域和物流体系	7
图表 8：公司新门店盈利能力强	8
图表 9：公司门店盈利拆分	8
图表 10：公司重点区域竞争情况（福建，重庆）	10
图表 11：永辉超市扩张进程	11
图表 12：公司新进区域竞争情况（北京，安徽）	11
图表 13：门店储备情况	11
图表 14：主要超市公司对比	12
图表 15：主要超市上市公司销售收入和利润对比	13
图表 16：损益表盈利预测和假设	14
图表 17：历史和预测的财务指标	15
图表 18：中长期投资价值显著	15
图表 19：可比公司估值比较	16
图表 20：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）	17
图表 21：物价水平变化与零售企业盈利的关系	18
图表 22：经济增速、物价水平变化与社会消费品零售总额的关系	19
图表 23：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）	20

图表 1：公司门店采风



资料来源：公司网站，中金公司研究部

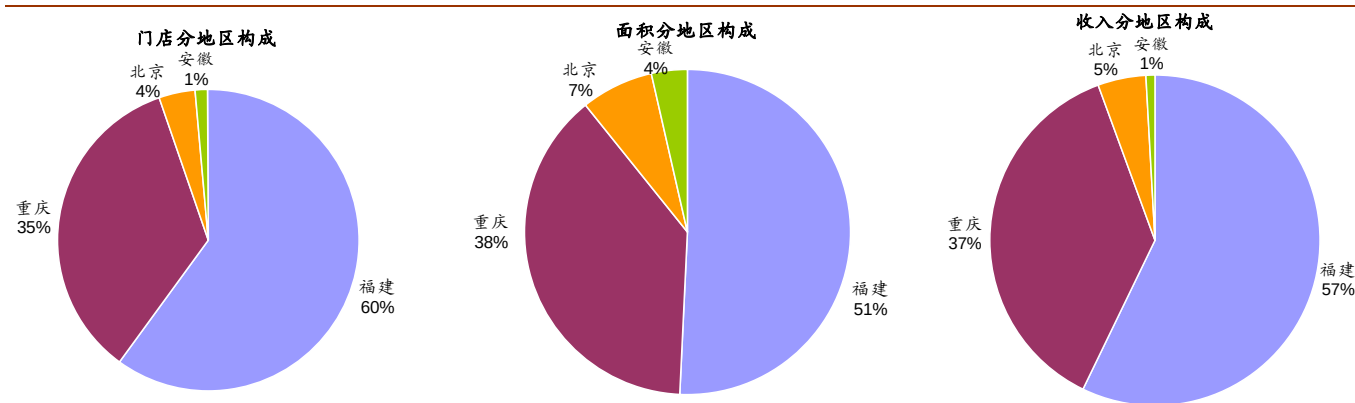
公司概况

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 年底共有 156 家门店（大卖场 25 家、卖场 79 家、社区超市 52 家）和 1 个配送中心（位于福州闽侯），其中福建已开业 88 家门店，重庆开业 53 家。2009 年新进入北京市场，开业 7 家（募资计划新开 9 家）；2010 年战略性进入安徽，开业 7 家（签约门店 12 家）。

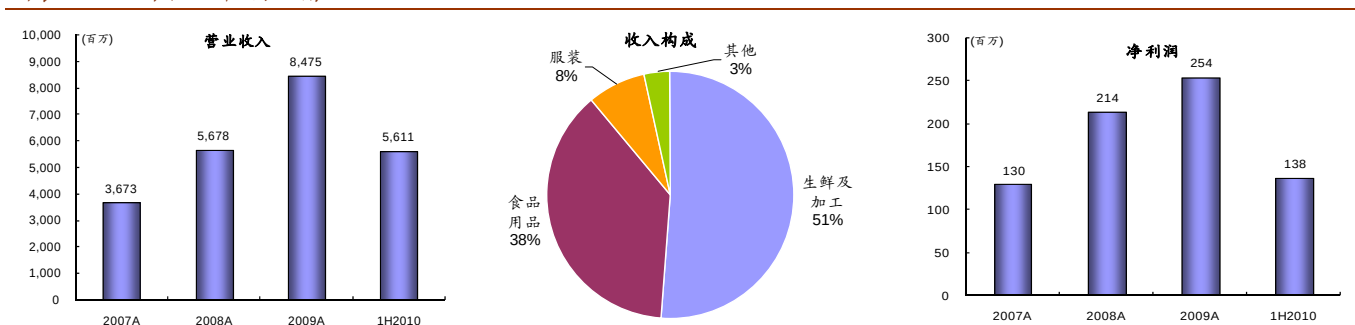
2009 年公司实现营业收入 84.75 亿，增长 49.3%，净利润 2.54 亿元，增长 19.0%，整体销售和利润规模分别位于上市超市公司的第 6 和第 3 位。公司历史上发展速度较快，2007-2009 年门店、收入和净利润年复合增长率分别达到 45%、52%和 40 %。2010 上半年收入和净利润分别为 56.11 亿和 1.38 亿。

图表 2：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

图表 3：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

IPO 发行 1.10 亿股，发行后总股本为 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%，高管持股的汇银投资持有上市公司 5.67%。

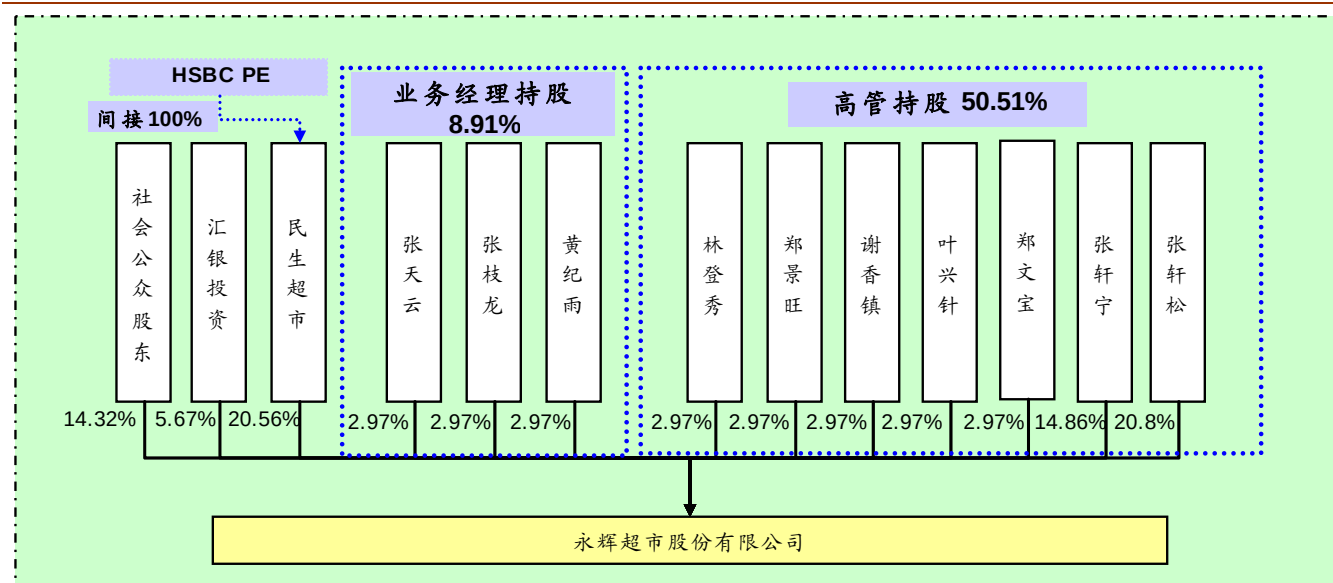
公司独特的定位和可复制性受到了市场的青睐，最终公司发行价格 23.98 元，对应 2011 年市盈率 40.2x，募集资金 26.34 亿元，超出原计划 39%（18.9 亿元）。本次募集资金拟投资于连锁超市发展项目（占募集资金的 84%，计划募投 73 家门店）、农产品加工配送中心项目（位于成都，占募集资金的 6%）、信息化系统升级改造项目以及企业培训中心项目四个项目。

图表 4：IPO 发行概况

发行概况	募投资金拟投资项目	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	159,788	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1.1亿设计) 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	189,388	100%

资料来源：公司招股书，中金公司研究部

图表 5：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%。

农改超的巨大空间和可复制性

“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。

2009 年 5 月 30 日，商务部提出八大举措搞活流通扩大消费促进增长，其中强调了在农产品生产地建设鲜活农产品直采基地，到 2010 年支持 500 个农超对接项目。这也有利于农改超经营模式的产业链发展。

生鲜超市既有农贸市场新鲜、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。随着经济持续增长，居民收入提升，城市化不断推进，这一子业态有着广阔的发展空间。

相比农贸市场，生鲜超市具有如下优势：

- 1) 更长的营业时间。农贸市场一般只在早晨或晚上营业一段时间，而生鲜超市延长了营业时间，可以满足社区居民、都市白领等对时间的特殊要求。
- 2) 更好的购物环境。随着人们生活水平的提高，人们已不能适应农贸市场的“脏乱差”的购物环境，而生鲜超市环境舒适，可以给消费者带来良好的购物体验。
- 3) 更高的品质保障。相对于农贸市场，生鲜超市在品质方面有更高保证：更强大的采购团队，更先进的保存、运输技术；连锁超市的品牌和信誉保证。

相比普通超市，生鲜超市具有如下优势：

- 1) 更便宜的价格。生鲜超市凭借直采和规模优势，产品价格低于普通超市的生鲜价格，部分商品甚至低于农贸市场的价格。
- 2) 更低的选址要求和租金成本。由于生鲜超市本身有农贸市场聚集客流的作用，因此对选址要求不高，并且可在原农贸市场附近改造或新建生鲜超市，租金成本较低。
- 3) 更好的客流量。相对于普通超市，生鲜超市可以利用生鲜吸引大量客流量，从而带动服装、日用品等其他产品的销售，满足客户一站式购物需求。

图表 6：生鲜超市优势

优势	生鲜超市	农贸市场
更长的营业时间	基本能够做到全天候营业，为白领一族提供便利	仅在早晨或者晚上营业一段时间，且营业时间较短
更好的购物环境	标杆店、旗舰店的快速复制给消费者带来良好的购物体验	传统农贸市场存在“劣、脏、乱、差”的弊端
更高的品质保障	强大的生鲜采购团队为消费者提供了新鲜的、丰富的生鲜产品	农产品损耗大、不易保鲜，存在食品安全问题
优势	生鲜超市	普通超市
更便宜的价格	凭借直采和规模优势降低采购成本，部分商品甚至低于农贸市场的价格	受成本影响，生鲜产品的价格较农贸市场高出许多
更低的选址要求和租金成本	可在原农贸市场附近改造或新建，成本较低	相比生鲜超市，对区位有更高要求
更好的客流量	以生鲜聚集更大客流，促进其他产品的销售	生鲜产品种类不齐全，人气聚集不如生鲜超市

资料来源：公司招股书

农改超的进入壁垒：赚得是辛苦钱

农改超的进入壁垒主要包括两方面：

- 1) 成本控制，包括采购成本（直接采购）以及分拣包装成本两部分。
- 2) 管理能力，生鲜具有吸引客流、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。公司的管理能力集中体现在损耗率。

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。目前，我国有 655 个城市（4 个直辖市，283 个地级市，368 个县级市），按平均 10 家/城市保守计算，市场容量为 6550 家，永辉超市 156 家超市，只占了 2.4%，具有很大发展空间。同时，这一业态渠道下沉空间广阔，我国还拥有乡镇 34301 个，从长远来看，即使每个乡镇 1 家生鲜超市，其空间亦是巨大的。

另一方面，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只有约 30%，其余约 70% 的农产品是通过传统农贸市场销售给消费者。

永辉优势：替代农贸市场（菜市场），而不是与普通超市竞争

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。

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（占公司在福建开办超市的 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。

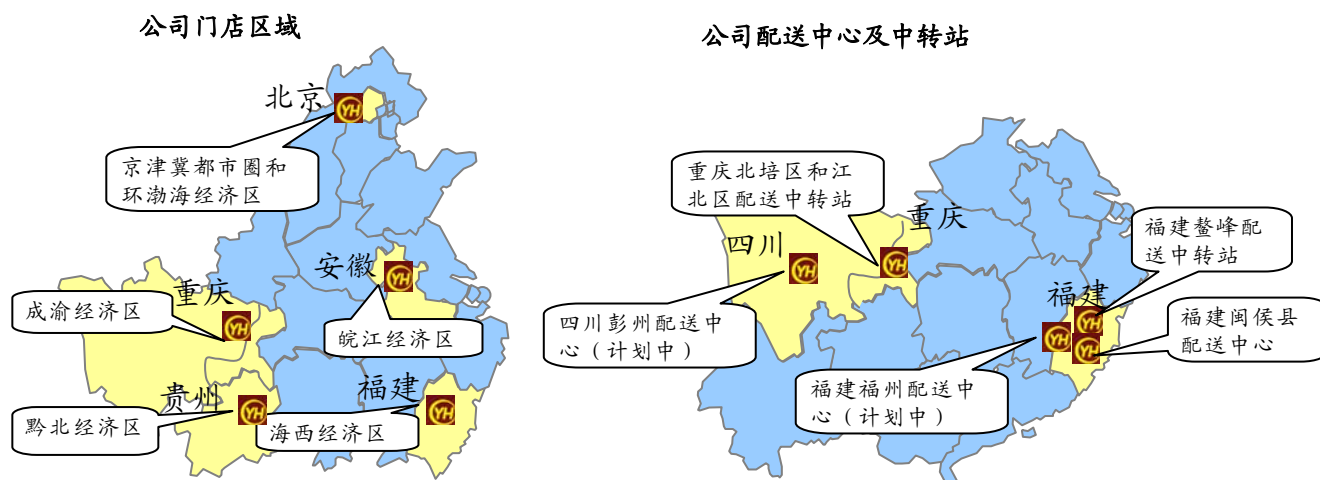
► 农贸市场原址改建

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（占公司在福建开办超市的 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。

图表 7：公司门店区域和物流体系



资料来源：公司招股书

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。

永辉可复制性增强、异地扩张成熟快

公司近几年门店拓展较快，从 2007 年至 2009 年开店 75 家，2010 年新开 34 家。但门店平均培育期较短是公司一大亮点，公司基本上大部分门店都能实现当年开店当年盈利。从 2007、2008、2009 年 3 年新开门店的业绩来看，当年实现盈利的门店占到 81%，而到第二年已基本全部盈利。

分地域来看，福建和重庆是公司的优势区域，品牌在当地已有较大影响力，门店盈利能力较强。2009 年起公司开始在北京和安徽地区布局。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）。

公司新开门店第一年基本实现盈利，今后两年业绩大幅增长，因此，2009 和 2010 年新开的大量门店有望在今后几年贡献较大业绩。

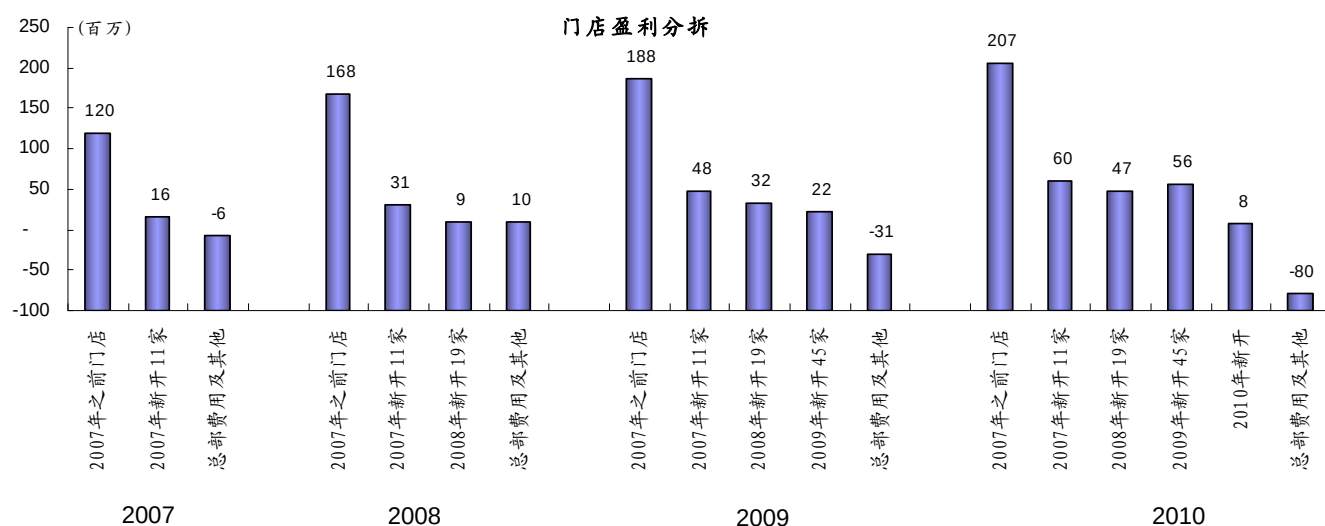
我们认为，公司新门店业绩好的原因主要在于定位明确以及在生鲜经营方面的核心竞争力：赚确定性的辛苦钱。

图表 8：公司新门店盈利能力强

	当年新开店数	当年实现盈利 门店数	第二年实现盈利 门店数	福建		重庆	
				当年新开店数	当年实现盈利 门店数	当年新开店数	当年实现盈利 门店数
2007 年	11	11	11	6	6	5	5
2008 年	19	12	18	10	8	9	4
2009 年	45	38	-	20	15	23	17

资料来源：公司招股书

图表 9：公司门店盈利拆分



资料来源：公司招股书

永辉在生鲜经营方面的核心竞争力：赚确定性的辛苦钱

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。

- ▶ **成本控制合理，保证产品价格优势。**全国统一采购与区域统一采购相结合；全国建立约 20 个农业种植合作基地，和农民直接对口采购；建立营运和管理标准，通过规范业务流程实现规范化运作和科学管理。
- ▶ **拥有“专业买手”团队 1300 人**，其中生鲜采购团队超过 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）。
- ▶ **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。
- ▶ **分拣包装。**主要指物流配送中心依据顾客的订单要求或配送计划，迅速、准确地将商品从其储位或其他区位拣取出来，并按一定的方式进行分类、集中的作业过程。通过分拣可以将多张订单集成一批统一发出，可以有效降低物流成本。
- ▶ **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%，生鲜损耗率只有 3%-4%，远低于行业 8%-10%的水平。

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 万平方米，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 88 家和 53 家，2009 年销售收入 54.4 亿和 28.3 亿，分别同比增长 31.7% 和 83.2%。

- **福建**是公司最大的收入来源，约占公司整体的 57%，截至 2010 年 6 月在 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，截至 2010 年 6 月已在该地区拥有 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 10：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，截至今年年底已经分别拥有门店 7 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、京津冀都市经济区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。

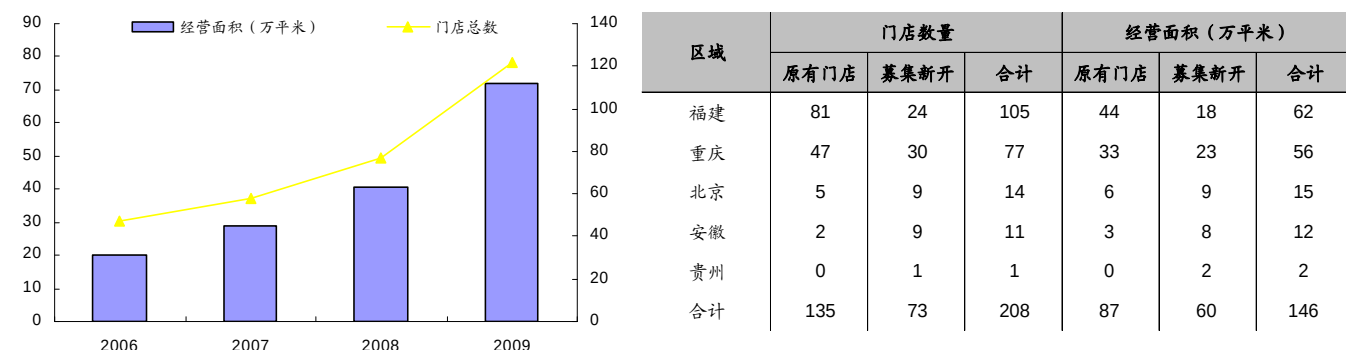
募投项目中重庆有 30 家，新增面积 23.1 万平米分，分别增长 64% 和 70%。重庆是成渝经济区的核心，随着《成渝经济区区域规划》的实施以及高铁建设对区域经济的提振，重庆市场具有较大的发展空间。

► 北京、安徽

北京为公司 2009 年新进市场，2010 年底已开业 7 家（计划募资新开 9 家）；安徽属于 2010 年战略新进市场，2010 年底已开业 7 家门店（6 家在合肥）。目前来看，公司在新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，但独特的市场定位以及较大的市场容量仍能给公司提供不错的发展空间。

图表 11：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 12：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、便利超市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
	华联综超	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 13：门店储备情况

项目类型	已进入区域					未进入区域				合计
	福建	重庆	北京	安徽	贵州	天津	江苏	河南	四川	
筹建中门店	20	29	5	11	1	1	4	6	1	78
签约门店	21	29	5	12	1	1	4	6	1	80

资料来源：公司资料，中金公司研究部 注：以上数据均截至2010年底

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。

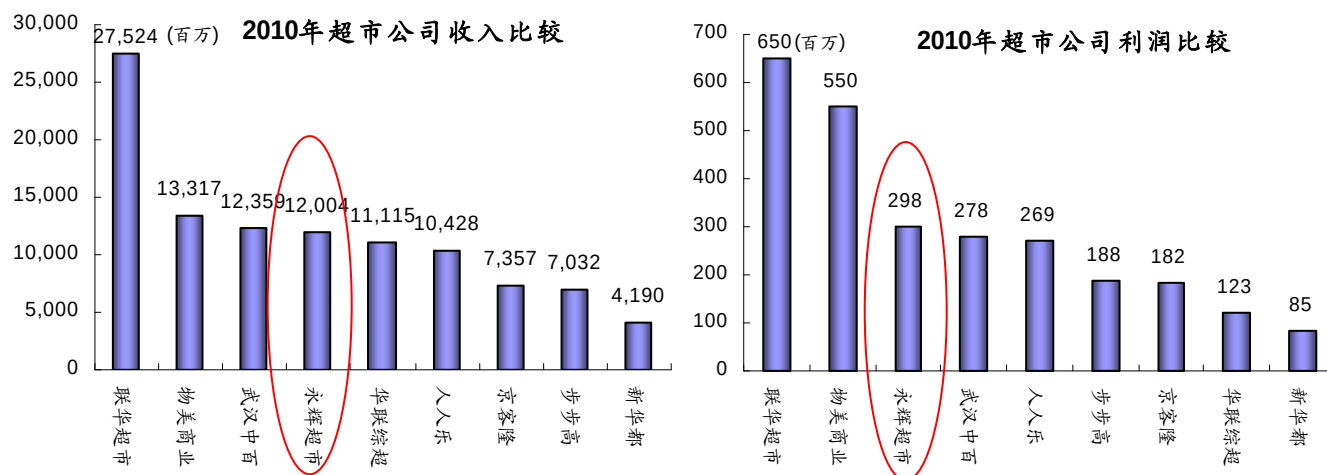
- ▶ **主营毛利率（15.4%）和净利率（3.0%）显著高于行业，期间费用控制有效。**公司销售收入处于行业中上水平，受生鲜占比高影响，整体毛利率 17.9%略低于行业，但其前台毛利率达到 15.4%，体现出其良好的内控能力。同时，公司内部成本控制有效，费用率低于其他零售商，从而有效提升了公司的净利率。
- ▶ **运营效率良好，存货周转率 12.3 次处于超市公司最高水平。**分商品来看，生鲜及加工类商品的存货周转率在 50 次以上，食品用品类商品也均在 8 次以上。公司采用有效的库存和采购管理方法，把握当季流行且销量较好的商品，充分体现适销对路。
- ▶ **资产负债率处于中等水平，财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 14：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/	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	净利润		
A股								
武汉中百	湖北	662 (76,69,513,4)	93	10,096	213	3.20	18.1%	12.9%
华联综超	跨区域	86(73,12,0,1)	68	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)	95	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)	241	10,428	298	0.81	17.9%	15.4%
步步高	湖南、江西	104 (12,73,0,19)	69	5,725	165	2.51	19.6%	15.6%
新华都	福建	87(35,47,0,5)	35	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)	223	26,298	507	3.09	22.6%	13.1%
京客隆	北京	243 (9,72,160, 2)	44	7,115	148	0.28	19.1%	13.9%
物美商业	北京、天津、浙江	434 (35,77, 322,0)	225	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	12,004	41.6%	298	17.2%	458	53.7%
步步高	3,358	106	7,032	22.8%	188	13.6%	238	26.7%
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

图表 15：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

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。2010 年底门店数量在 156 家，2011-2012 年每年新增 50 家以上，目前公司募投项目已确定门店 80 家。公司计划至 2014 年门店和销售额分别达到 350 家和 500 亿元，2010-2014 年均复合增长率分别为 22%和 43%。

我们预计公司 2010-2012 年收入分别增长 41.6%、43.7%和 42.3%，净利润增长 17.2%、53.7%和 44.9%，对应每股收益 0.39 元、0.60 元和 0.86 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，同时公司关闭了 6 家小店，有一些一次性费用产生。

- **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）12-15 家、卖场（主力 5000 平方米以上）30 家左右，社区超市 12 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 31%，整体收入复合增长 43%。
- **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。
- **营销管理费用率略有增长，财务费用率下降使期间费用率基本稳定：**由于这几年公司扩张较为迅速，且北京和安徽为新开区域，预计公司营销力度会有所加大，预计销售和管理费率会比前两年略有上升。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，预计财物费用会有下降趋势。

图表 16：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	12,004	17,250	24,553
(+/-%)		54.6%	49.3%	41.6%	43.7%	42.3%
门店总数	58	77	122	156	210	267
净新增门店	11	19	45	34	54	57
大卖场						
门店数	7	8	15	25	37	52
净新增门店	4	1	7	9	12	15
收入	795	1,222	1,799	3,095	4,851	7,499
(+/-%)		53.8%	47.2%	72.0%	56.7%	54.6%
占比	21.6%	21.5%	21.2%	25.8%	28.1%	30.5%
平均单店销售	113.5	152.8	120.0	124	131	144
(+/-%)		34.5%	-21.5%	3.2%	5.9%	10.0%
卖场						
门店数	18	30	56	79	109	139
净新增门店	4	12	26	23	30	30
收入	1,620	2,812	4,456	6,488	9,399	13,185
(+/-%)		73.6%	58.5%	45.6%	44.9%	40.3%
占比	44.1%	49.5%	52.6%	54.0%	54.5%	53.7%
平均单店销售	90	94	80	82	86	95
(+/-%)		4.1%	-15.1%	3.2%	5.0%	10.0%
社区超市						
门店数	33	39	51	52	64	76
新增门店	3	6	12	1	12	12
收入	1,222	1,572	2,119	2,286	2,813	3,608
(+/-%)		29%	35%	7.9%	23.1%	28.3%
占比	33%	28%	25%	19%	16%	15%
平均单店销售	37	40	42	44	44	47
(+/-%)		8.9%	3.1%	5.8%	0.0%	8.0%
销售收入合计	3,636	5,606	8,375	11,868	17,063	24,291
其他业务收入	37	72	100	135	187	261
营业成本	3,041	4,663	6,958	9,807	14,059	19,962
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%	12.2%
管理费用率	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%
净利润	130	214	254	298	458	663
完全摊薄每股收益	0.17	0.28	0.33	0.39	0.60	0.86

资料来源：公司数据 中金公司研究部

图表 17：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	12,004	17,250	24,553
营业成本	-3,041	-4,663	-6,958	-9,807	-14,059	-19,962
销售费用	-336	-577	-947	-1,440	-2,094	-2,997
管理费用	-74	-108	-172	-264	-393	-560
财务费用	-13	-22	-37	-60	-30	-40
营业利润	193	284	328	387	601	880
营业外收入	7	6	14	12	12	12
税前利润	193	283	332	391	608	886
所得税	-61	-66	-75	-92	-149	-221
净利润	130	214	254	298	458	663
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	686	1,127
投资活动现金流	-182	-378	-692	-800	-700	-700
融资活动现金流	221	284	562	2,660	-127	-177
货币资金增加额	91	88	76	2,210	-141	250
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	184	271	348	2,558	2,416	2,667
应收款项	22	29	60	49	47	67
存货	226	378	752	790	1,117	1,477
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	6,127	6,957	8,334
短期借款	118	466	992	1,292	1,242	1,142
应付款项	301	427	806	779	1,179	1,750
长期借款	-	-	85	-	-	-
总负债	503	1,003	2,098	2,313	2,761	3,549
少数股东权益	10	13	15	16	17	18
股东权益	427	809	1,055	3,798	4,179	4,766

资料来源：公司数据，中金公司研究部

类比估值及建议

- 目前盈利测算下，公司 2011-2012 年市盈率分别为 53 和 36 倍，短期相对估值不便宜。但是，我们看好公司中长期发展和潜力，其生鲜特色经营具备优势、优势区域确立外延扩张证明可复制性、业绩增速快，加之受益通胀，值得一定估值溢价。
- 按公司计划 2014 年实现 500 亿销售和相应净利润率测算，其 2010-2014 年收入和利润复合增长率可达到 43% 和 52%。2011 年初市场已经给予其当年 53 倍的市盈率，我们认为由于其良好的成长性，2014 年初公司可享受当年 30 倍市盈率（对应 480 亿元市值、每股 63 元），隐含每年投资回报 26%，中长期投资价值显著。

图表 18：中长期投资价值显著

(百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2010-2014复合增长率
营业收入	8,475	12,004	17,250	24,553	34,988	50,000	42.9%
	49.3%	41.6%	43.7%	42.3%	42.5%	42.9%	
净利润	254	298	458	663	1,033	1,601	52.3%
	19.0%	17.2%	53.7%	44.9%	55.7%	55.0%	
净利润率	3.00%	2.48%	2.65%	2.70%	2.95%	3.20%	
YOY	-0.76%	-0.52%	0.17%	0.05%	0.25%	0.25%	
股本	768	768	768	768	768	768	
EPS	0.33	0.39	0.60	0.86	1.35	2.09	
市盈率	94.9	81.0	52.7	36.4	23.4	15.1	
2014年初目标市盈率						30.0	
目标价位						63	
目前股价						31	
年均复合增长率						26%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 19：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	PEG	
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	净利润CAGR		
百货类公司																			
跨区域发展	600694.CH	大商股份	47.75	14,025	180	-	410	127.8%	640	56.0%	0.61	1.40	2.18	77.9	34.2	21.9	88.5%	0.4	
	600859.CH	王府井	44.25	20,461	480	24.8%	742	54.6%	968	30.5%	1.04	1.60	2.09	42.7	27.6	21.1	42.0%	0.7	
	002419.CH	天虹商场	45.71	18,289	480	34.8%	634	32.1%	826	30.4%	1.20	1.58	2.07	38.1	28.9	22.1	31.2%	0.9	
	3368.HK	百盛集团	13.02	36,591	1021	12.1%	1207	18.2%	1,449	20.0%	0.42	0.52	0.64	30.8	24.9	20.2	19.1%	1.3	
	825 .HK	香港新世界	6.80	11,466	578	5.5%	685	18.6%	808	17.9%	0.34	0.41	0.48	20.1	16.7	14.2	18.3%	0.9	
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	17.81	8,544	325	47.8%	432	33.0%	582	34.6%	0.62	0.82	1.11	28.8	21.6	16.1	33.8%	0.6	
	000501.CH	鄂武商	17.00	8,623	312	30.7%	398	27.5%	536	34.7%	0.62	0.78	1.06	27.6	21.7	16.1	31.0%	0.7	
	600778.CH	友好集团	12.76	3,975	98	62.0%	156	58.9%	228	46.4%	0.31	0.50	0.73	40.6	25.5	17.4	52.6%	0.5	
	600729.CH	重庆百货	44.98	16,782	552	24.5%	732	32.5%	985	34.6%	1.48	1.96	2.64	30.4	22.9	17.0	33.5%	0.7	
	600697.CH	欧亚集团	25.35	4,033	127	14.1%	167	31.3%	215	29.0%	0.80	1.05	1.35	31.8	24.2	18.7	30.2%	0.8	
	600785.CH	新华百货	28.07	5,823	230	20.0%	288	25.2%	365	26.8%	1.11	1.39	1.76	25.3	20.2	15.9	26.0%	0.8	
	002277.CH	友阿股份	22.00	7,682	228	53.0%	307	34.3%	429	39.8%	0.65	0.88	1.23	33.7	25.1	17.9	37.0%	0.7	
	000419.CH	通程控股	9.92	3,482	110	94.5%	162	46.3%	225	39.5%	0.31	0.46	0.64	31.5	21.6	15.4	42.9%	0.5	
	600858.CH	银座股份	24.68	7,131	185	6.8%	285	54.1%	377	32.1%	0.64	0.99	1.30	38.5	25.0	18.9	42.7%	0.6	
	600828.CH	成商集团	16.30	5,960	163	27.3%	236	45.0%	315	33.5%	0.45	0.65	0.86	36.6	25.3	18.9	39.1%	0.6	
	000564.CH	西安民生	7.83	2,383	60	23.1%	85	41.7%	115	35.3%	0.20	0.28	0.38	39.7	28.0	20.7	38.4%	0.7	
	长三角地区	600827.CH	百联股份(合并后)	17.06	29,386	1129	36.5%	1384	22.6%	1799	30.0%	0.66	0.80	1.04	26.0	21.2	16.3	26.2%	0.8
		600631.CH	百联股份	14.78	16,273	551	38.8%	723	31.3%	927	28.2%	0.50	0.66	0.84	29.6	22.5	17.6	29.7%	0.8
600827.CH		友谊股份	17.06	8,054	315	67.4%	373	18.4%	450	20.7%	0.67	0.79	0.95	25.6	21.6	17.9	19.5%	1.1	
600628.CH		上海新世界	11.81	6,281	217	20.2%	252	16.4%	306	21.3%	0.41	0.47	0.58	29.0	24.9	20.5	18.8%	1.3	
600655.CH		豫园商城	13.14	18,886	701	45.7%	847	20.7%	958	13.1%	0.49	0.59	0.67	26.9	22.3	19.7	16.9%	1.3	
1833.HK		银泰百货(经营性)	11.88	22,685	515	55.4%	692	34.5%	900	30.0%	0.31	0.44	0.59	37.9	26.9	20.2	32.2%	0.8	
1833.HK		银泰百货(收购信诚)	11.88	22,685	515	55.4%	795	54.3%	1,028	29.4%	0.31	0.51	0.54	37.9	22.1	22.1	41.3%	0.5	
3308.HK	金鹰商贸(经营性)	21.75	42,256	970	28.0%	1268	27.5%	1,611	27.0%	0.58	0.80	1.04	37.4	27.3	21.0	28.8%	0.9		
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	25.95	9,315	343	20.4%	447	30.2%	592	32.5%	0.96	1.25	1.65	27.1	20.8	15.7	31.3%	0.7	
	600723.CH	西单商场	12.83	8,447	239	39.3%	315	31.8%	388	23.2%	0.36	0.48	0.59	35.3	26.8	21.8	27.4%	1.0	
超市类公司																			
	000759.CH	武汉中百	12.50	8,513	278	30.5%	372	33.6%	486	30.6%	0.41	0.55	0.71	30.6	22.9	17.5	32.1%	0.7	
	600361.CH	华联综超	10.14	6,751	123	101.9%	203	65.6%	305	50.3%	0.18	0.31	0.46	55.0	33.2	22.1	57.8%	0.6	
	601933.CH	永辉超市	31.41	24,120	298	17.2%	458	53.7%	663	44.9%	0.39	0.60	0.86	81.0	52.7	36.4	49.2%	1.1	
	002336.CH	人人乐	23.82	9,528	269	17.1%	347	29.2%	463	33.2%	0.67	0.87	1.16	35.4	27.4	20.6	31.2%	0.9	
	002251.CH	步步高	25.54	6,905	188	13.6%	238	26.7%	292	22.9%	0.69	0.88	1.08	36.8	29.1	23.6	24.8%	1.2	
	002264.CH	新华都	21.63	3,468	85	24.3%	126	47.9%	168	32.6%	0.53	0.79	1.05	40.6	27.5	20.7	40.1%	0.7	
	980.HK	联华超市	35.90	22,330	650	28.2%	823	26.7%	1,032	25.3%	1.21	1.61	2.07	29.6	22.2	17.3	26.0%	0.9	
	814.HK	京客隆	10.72	4,419	182	23.5%	228	25.0%	279	22.2%	0.51	0.67	0.84	20.8	15.9	12.7	23.6%	0.7	
	8277.HK	物美集团	18.44	22,503	550	25.7%	690	25.4%	844	22.3%	0.52	0.69	0.86	35.2	26.7	21.3	23.9%	1.1	
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	13.02	91,091	4049	40.1%	5308	31.1%	6,796	28.0%	0.58	0.76	0.97	22.5	17.2	13.4	29.6%	0.6	
	493.HK	国美电器	3.08	51,408	1,817	30.3%	2,172	19.6%	2,564	18.0%	0.12	0.15	0.18	26.3	20.9	17.3	18.8%	1.1	
手机分销	000829.CH	天音控股	12.81	12,130	340	79.4%	477	40.2%	658	38.0%	0.36	0.50	0.70	35.7	25.4	18.4	39.1%	0.6	
	002416.CH	爱施德	42.30	20,867	670	40.2%	894	33.3%	1,165	30.4%	1.36	1.81	2.36	31.1	23.3	17.9	31.8%	0.7	
商业地产开发或购物中心经营型公司																			
	600415.CH	小商品城	33.20	45,179	1008	10.1%	1680	66.7%	2,134	27.0%	0.74	1.23	1.57	44.8	26.9	21.2	45.5%	0.6	
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	7.54	3,724	33	-56.0%	120	265.2%	196	63.1%	0.04	0.16	0.27	168.9	46.3	28.4	144.0%	0.3	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

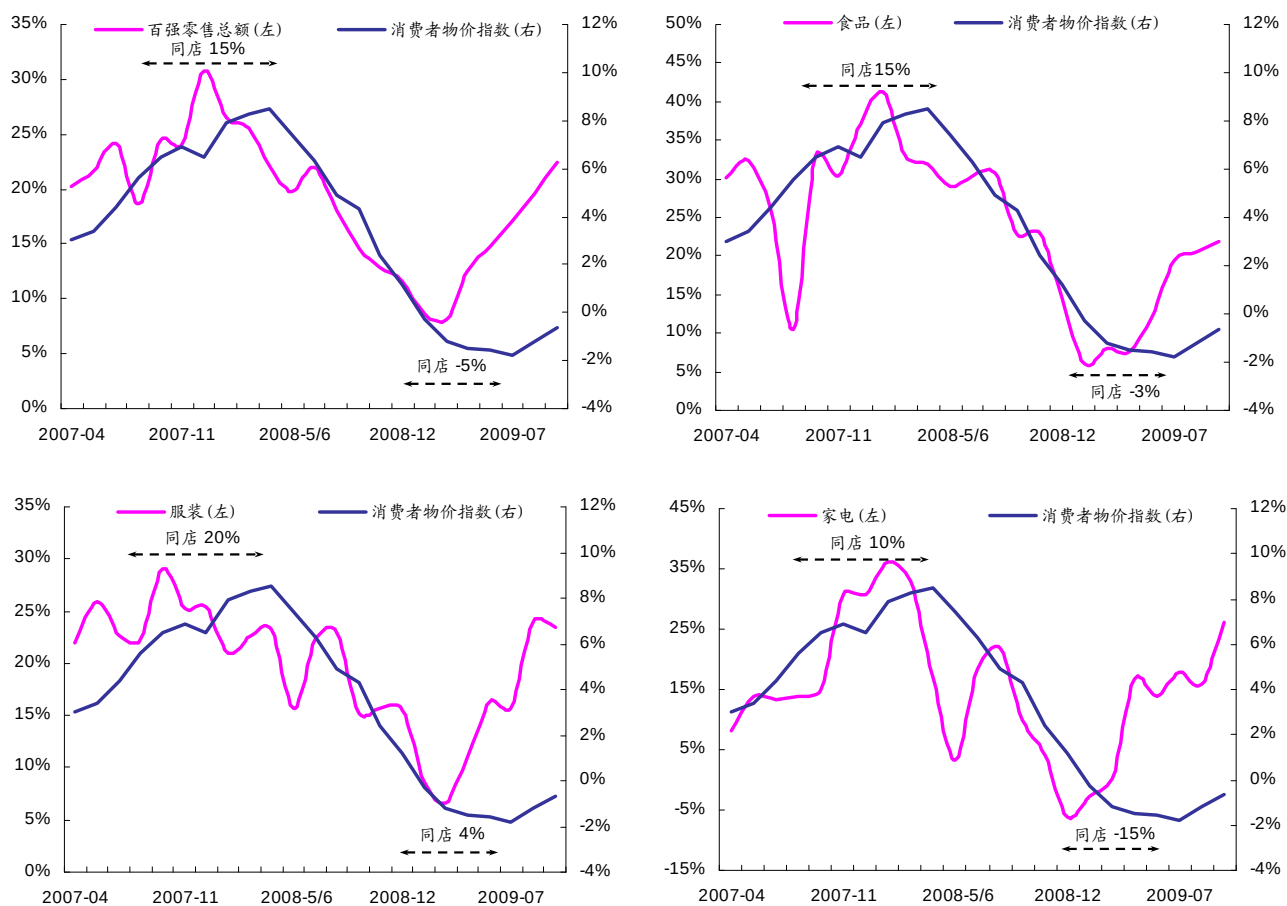
附录：通胀与超市类公司走势的关系

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 20 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 20：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

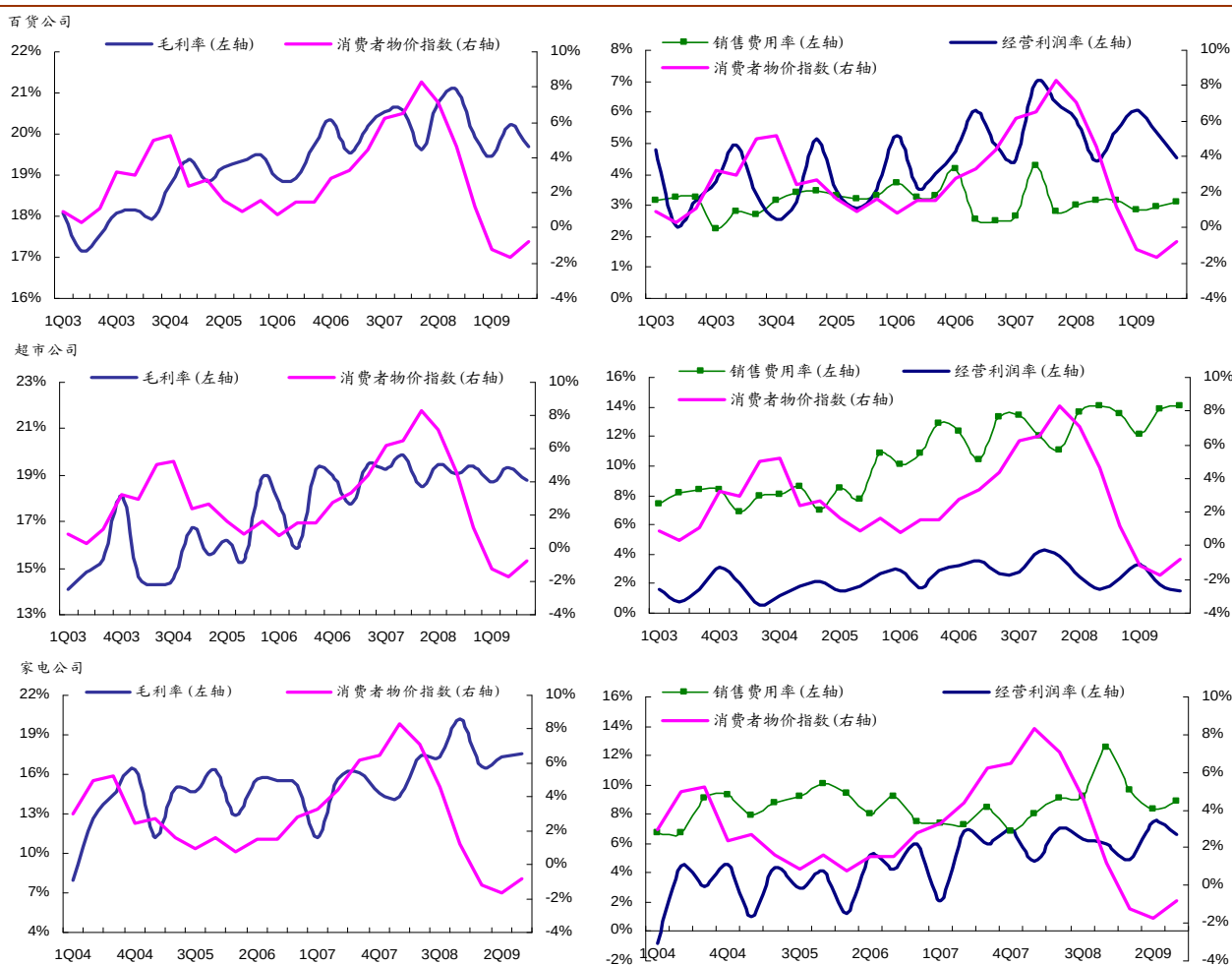
在图表 21 中我们统计了主要百货（10）、超市（4）和家电零售商（1），毛利率、销售费用率、营业利润率变化和 CPI 的关系（部分公司由于上市时间较短未纳入统计）。其中：

- ▶ 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、老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 21：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

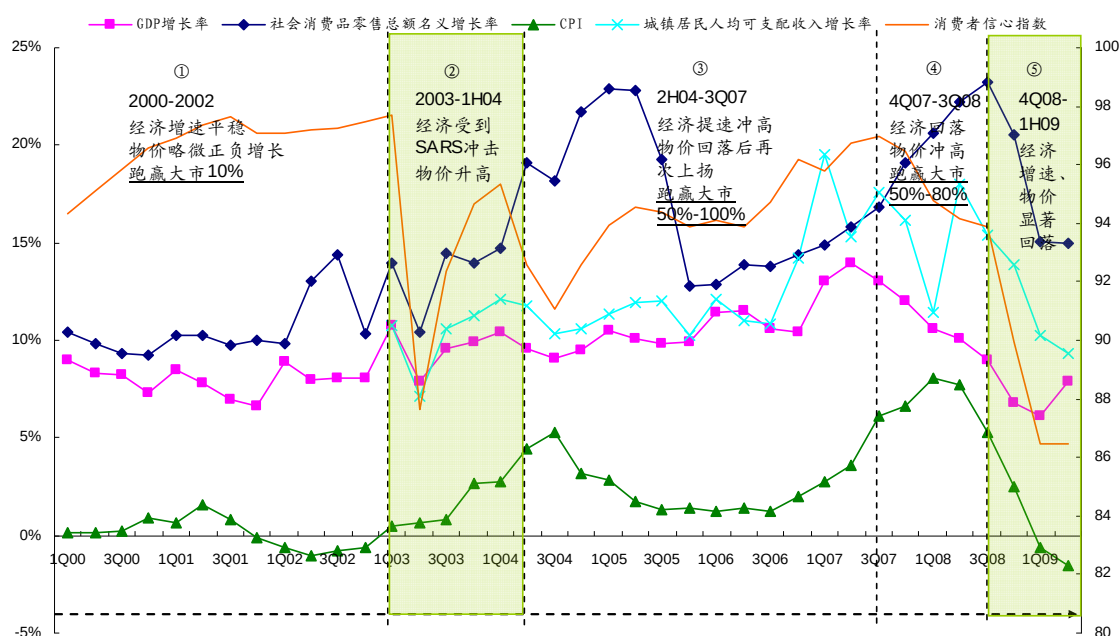
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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（例如图标 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 22：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 23：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

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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