



TEBON 德邦证券

www.tebon.com.cn

永辉超市（601933）：模式决定空间

德邦证券研究所

李项峰 (Lixf@tebon.com.cn)

SAC执业证书编号:S0120109030554

刘晓华 (Liuxh@tebon.com.cn)

8621-68761616-8316/8515

2011-02-21

核心观点：

■ **我们认为，盈利性与成长性**是衡量连锁超市企业投资价值的**两个基本要素**。连锁企业的主要任务在于盈利和扩张之间找到一个合适的平衡点：扩张尽管是零售商的主旋律，但无序或低效的扩张将无疑会损害企业自身发展的潜能和基础。优秀的零售企业具备一种业绩增长的可持续能力，而业绩持续快速增长是我们寻找优秀标的、给予高估值的主要依据。

■ **公司是国内生鲜卖场的领军者**：1) 截至10年底，公司门店数量合计达到156家，经营面积超过100万平方米，已在福建和重庆两地建立了竞争优势，尤其是在福建境内具有强大的品牌影响力和市场控制力。未来几年，公司将以福建、重庆、北京、安徽4省市为突破口，重点进军海西经济区、成渝经济区、京津冀都市圈和泛长三角经济区4大区域。2) 公司10年销售额预计接近150亿元，06-10年销售CAGR达到40%左右，成为中国超市行业名副其实的领跑者。

■ **模式决定空间，公司具备持续快速扩张的能力**：与同类公司相比，永辉最大的竞争优势是其建立了一套独有的、难以被对手模仿的生鲜经营模式。这一模式不仅使得企业增强了对上游供应商的控制力和议价力，而且也使其赢得了下游消费者的普遍认可，品牌价值持续提升，门店内生增长明显；另一方面，公司通过把这一模式积极向异地复制，经营规模持续增长，外延扩张十分显著。我们认为，永辉是未来国内连锁超市中最具潜力成长为全国性大型连锁超市的零售企业。

■ **盈利预测与估值评级**：预计公司10-14年基本每股收益（EPS）分别为0.40元/0.63元/0.88元/1.16元/1.45元，给其目标价35元/股，对应11-14年动态PE分别为56倍/40倍/30倍/24倍。维持“买入”评级。

1. 是什么在主导连锁超市的异地扩张？

1.1 国内连锁超市扩张模式分析

我们认为，目前国内超市企业的经营战略基本可以分为两类：

➤ **区域为王：**行业基本竞争格局是区域割据，超市企业通过区域市场建立或巩固自身地位，它们在既定区域内通常拥有供应商优势、品牌优势及网点优势等，这些优势随之构成对外来者的进入壁垒。典型的公司有：武汉中百、步步高、新华都、银座股份、三江购物等。

➤ **跨区扩张：**单纯的区域渗透战略日益难以满足连锁超市的规模需求，超市企业通过跨区扩张追求业务空间上的拓展，全国性或跨区域的超市集团通常能够在采购、仓储、配送、信息等方面占据更多竞争优势，长期来看，跨区扩张是大多数连锁企业的最终选择目标。典型的公司包括：永辉超市、人人乐、华润万家及沃尔玛、家乐福等外资超市。

跨区扩张对大多数连锁企业而言意味的是更大的经营风险和更多的门店亏损。实际来看，尽管近年以来国内零售市场总体容量突飞猛进，但区域割据的基本特征仍未改变，中国至今也仍未出现一家真正意义上的全国性连锁超市。那么在未来十年间本土连锁超市如何能够摆脱地域限制，成功实现从单纯的区域零售商向全国性连锁集团转变？我们首先比较以下几家连锁超市上市公司的基本情况。

国内连锁超市的经营战略及业务分布

武汉中百 (000759)	占据湖北市场大部分地区，市场份额当地第一；05年公司首次尝试跨区扩张战略，进入重庆市场，由于经营环境的差异，公司重庆市场业务目前仍处亏损状态，制约了公司异地扩张步伐。
步步高 (002251)	公司发源于湖南湘潭，自08年上市以来，公司加大了开店力度，目前已奠定了其在湖南的统治地位；05年公司首次进入江西市场，以图复制其在湖南的密集式开店模式。实际来看，公司江西业务出现连年亏损。
华联综超 (600361)	公司是早期推行全国性扩张战略的超市代表，但由于网点布局过于分散，公司供应链和资金链难以跟上，其经营状况一度恶化。目前，公司经营战略有所收缩，基本放弃了新市场的拓展，盘局于北京及周边地区。
新华都 (002264)	公司福建地区的龙头企业，主营业态为超市+百货。自08年上市以来，公司推行开店和收购相结合的连锁化发展道路，经营面积迅速扩大，目前公司在闽南区域具有较强的竞争优势，是永辉在福建的最大竞争对手。
人人乐 (002336)	公司积极推行跨区扩张战略，目标是成为全国性连锁超市集团，目前门店主要集中在广东、四川、陕西、天津4省市，并积极向广西、湖南、重庆、福建等地渗透。公司具备一定的异地扩张能力，但业绩低于预期。
永辉超市 (601933)	公司根植于福建，04年开始走上异地扩张道路。以其独有的生鲜经营模式，公司目前已在福建和重庆两地建立竞争优势，并把生鲜卖场业务逐步渗透至安徽和北京等地。公司是最有希望实现全国连锁的超市企业。
三江购物 (601116)	公司根植于宁波，业务网点遍布浙江省内各个二三线城市，10年公司在上海浦东新开了第一家异地门店。通过定位于社区周边的居民消费，公司以“便宜”和“便利”的经营策略获得了浙江省内较大的市场份额。

■ **武汉中百（000759）**：我们认为，中百在湖北的经营能力和竞争优势已毋庸置疑，然而其重庆门店的连年亏损则给公司的异地扩张战略蒙上了阴影。未来随着物流配送体系的完善，公司省外门店的经营效率有望提高，但要真正实现异地扩张的成功，则需依赖于其战略和模式的调整。

■ **步步高（002251）**：公司与中百情况颇为类似，其核心市场—湖南地区的业务拓展非常顺利，但江西区域门店亏损面较大，尤其是近年江西市场高昂的关店费用拖累了公司整体业绩的提升。我们认为，近期外籍管理团队的引进将有助于公司改善门店整体的经营效率。

■ **华联综超（600361）**：公司正经历着从全面扩张至局部收缩的转变，前期错误的战略定位使得公司失去了迅速崛起的绝好机会，与同类企业相比，公司目前规模、品牌优势已不复存在，短期内不具备成为全国性连锁超市的基本条件。

■ **新华都（002264）**：公司力图走出一条差异化道路：在经营业态上，采用超市+百货的模式；在扩张方式上，开店与收购并重。公司目前还是单纯的区域零售商，业务仅限于福建地区。在福建，公司已遭到了永辉、沃尔玛、家乐福等竞争对手的激烈阻击。

■ **人人乐（002336）**：公司是一家发源于深圳的大型连锁超市，通过积极外延扩张，目前门店已覆盖广东、四川、陕西、天津等多个省市。我们认为，公司异地拓展能力较强，但大规模与全区域的布局正在考验公司的“抗击打力”及业绩释放的可持续性。

■ **三江购物（601116）**：公司目前是浙江省内规模最大的本土连锁超市，定位于社区平价超市业态。10年走上跨省扩张道路，在上海浦东开设了首家异地门店。

■ **永辉超市（601933）**：公司目前是国内生鲜卖场的领军者，永辉模式已成为生鲜超市的典范。除传统优势市场-福建外，公司在重庆也取得了很大成功，目前正向安徽、北京等地渗透。

其它如银座占据了山东、大商盘踞着东北、合百和重百等也分别在各自核心区域开设了连锁门店，整体而言，行业区域分割现象依然明显，企业正在巩固自身核心市场的基础上寻求新的网点突破。我们认为，无论是区域渗透还是跨区扩张，都是超市企业依据外部环境和内在禀赋等因素作出的必然反应。区域割据在某种程度上源于中国区域经济发展的不均衡性，这种不均衡性首要表现在各地居民消费能力和消费习惯的巨大差异，从而最终导致了国内零售业态呈现从东至西逐次递减的基本格局。因此，倘若超市企业把一种经营模式从一地原封不动地搬至另一地，则通常难以获得成功，扩张本身就隐含着对差异性的一种适应或调整。此外，高昂的物流配送、分散的供应商资源等因素也是造成国内连锁超市难以突破区域界限的重要原因。

尽管从实践来看，连锁超市突破区域限制、迈出异地扩张之路不尽平坦，但已有像永辉、人人乐这样的企业进行了尝试，并获得了一定程度的成功。我们认为，随着中西部区域经济的崛起及物流配送成本的下降，各地居民消费力和消费需求将有望实现一定程度上的趋同，零售行业区域分割现象会有所缓解。实现跨区扩张进而形成全国性的大型连锁集团是中国零售行业未来几年发展的必然方向。

1.2 寻找超市企业连锁扩张的边界

理性的企业行为是在作出战略调整之前对扩张的收益、成本及风险等因素进行综合评估判断。下表列出了连锁超市采取两种不同战略的优势和劣势。我们认为，

- 若企业所掌控资源或能力尚难以完全满足异地扩张的基本条件；或者其所在区域市场容量依旧很大，存在门店拓展或渠道下沉的空间；或者企业拥有一支风险回避型的管理团队，则其更多地将偏向于选择在原有区域内扩张。
- 若其所在区域市场基本已趋饱和，单一的区域市场难以满足连锁企业日益扩张的需求，则企业有可能作出异地扩张的尝试，一旦其满足跨区扩张的条件，则很可能获得成功。通过把这种模式再向其它区域进行复制，企业将实现从原来单纯的区域零售商向跨区域的连锁巨头转变。

	主要优势	主要劣势
区域为王	1、积累丰富的经营经验 2、深入了解消费者需求 3、良好的供应商资源 4、高效及时的物流配送 5、相对优良的门店选址 6、积聚一定的品牌影响力	1、业务拓展受制于区域经济发展 2、区域内门店数量逐步趋于饱和 3、市场单一，外延拓展受到局限 4、逐步受到新进入者的竞争威胁
跨区扩张	1、打破区域界限，拓展发展空间 2、规模经济降低单店运营成本 3、行业地位有望获得提升和巩固 4、批量采购降低采购成本	1、难以把握当地消费者需求 2、需建立新的供应商渠道 3、物流配送难以满足扩张需求 4、难以获得较好的门店选址 5、区域品牌影响力需要重新培育 6、需要投入大量的资金

通过结合外部环境及内在基础的分析，我们认为，目前大部分本土超市仍难以摆脱区域分割的发展瓶颈，主要障碍在于：

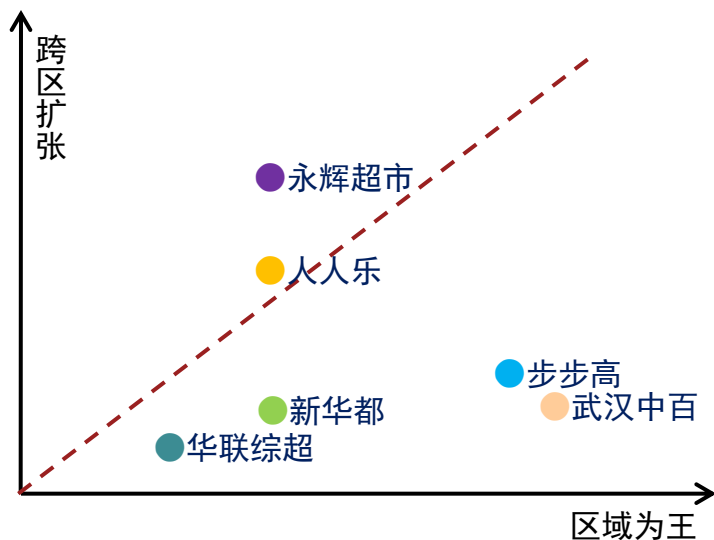
■ **供应链渠道重塑。**多数厂商为了销售其产品，一般会在每个省或区指定一家代理商或经销商，这些流通中介具有排他性，使得连锁超市在一个区域的采购优势难以在异地继续发挥，约束了企业跨区域扩张的步伐；

■ **物流配送体系支持。**物流配送中心通常具有一定的辐射半径，难以完全覆盖异地门店的商品供给。一旦异地门店初具规模，以供应商或第三方的配送方式就会效率递减，难以满足需求。因此，缺乏高效的物流配送是连锁超市外延扩张的另一瓶颈。

■ 此外，如**充裕的资金流、良好的门店选址、品牌价值的重塑及对异地消费习惯的把握**等也是连锁超市跨区扩张必不可少的条件。

在目前A股的几家主要超市企业中，新华都目前尚无异地开店进展；武汉中百和步步高尽管已分别进驻重庆和江西市场，但业务拓展低于市场预期；华联综超正处战略收缩过程中。

相比而言，永辉超市和人人乐的异地扩张能力最强，截至2010年底两者外部门店数量占比分别达到了43.6%和63.2%，且与人人乐相比，永辉异地门店对公司的盈利贡献比例更大（尤其是重庆市场09年净利贡献比达39.37%）。我们认为，公司的生鲜模式是其得以实现业务快速扩张的优势所在，在未来几年，公司也是最有希望演变成为全国性连锁超市的企业。



	门店合计	本埠门店	外埠门店	外埠占比
武汉中百	159家	123家	36家	22.6%
步步高	110家	98家	12家	10.9%
人人乐	106家	39家	67家	63.2%
新华都	96家	96家	0家	0%
三江购物	146家	145家	1家	0.7%
永辉超市	156家	88家	68家	43.6%

数据来源：德邦证券；注：公司门店数统计至2010年底

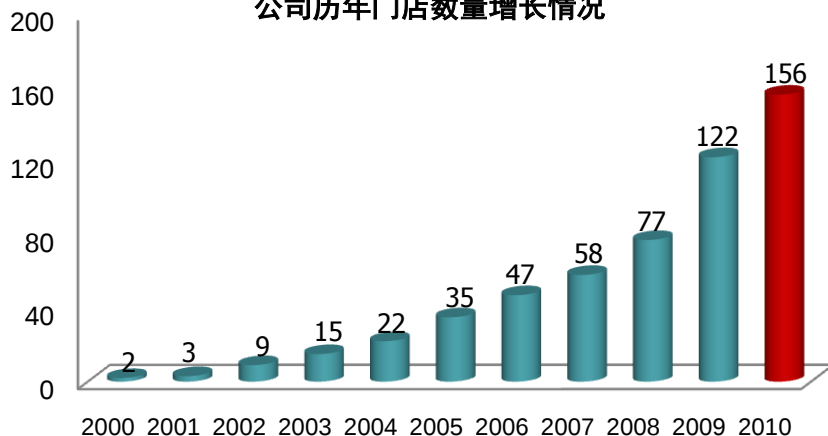
1.3 永辉超市：正向行业第一集团快速迈进

公司的发展目标是成为全国性的连锁超市集团。截至2010年底，公司门店数量已达156家，销售额预计接近150亿元，06-10年销售CAGR达到40%左右，成为中国超市行业名副其实的领跑者。

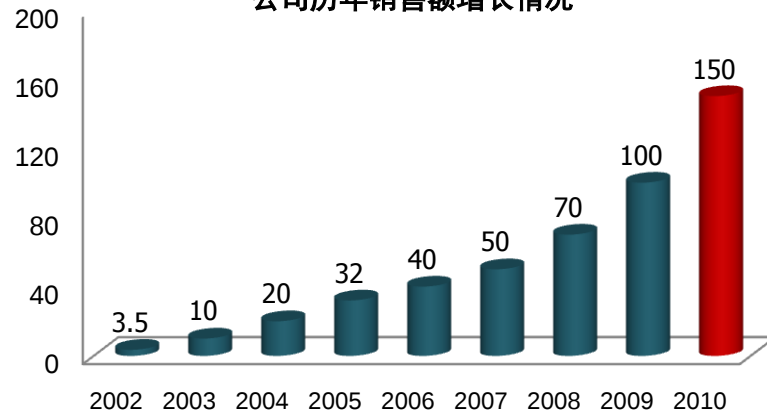
从区域分布来看，公司福建门店数已达88家，占全部门店的56.4%；重庆门店53家，占比34%；安徽和北京各为7家，分别占比4.5%；另外，贵州新开门店1家，占比0.6%。

公司外埠门店快速增长，从04年重庆开设第一家异地店以来，至10年底外埠门店总数已达68家，占全部门店的43.6%；外埠门店营业面积也从04年的0.69万平方米发展至10年的54.82万平方米，目前公司外埠门店面积占比52.4%，10年首次超过本埠门店面积（47.6%）。

公司历年门店数量增长情况

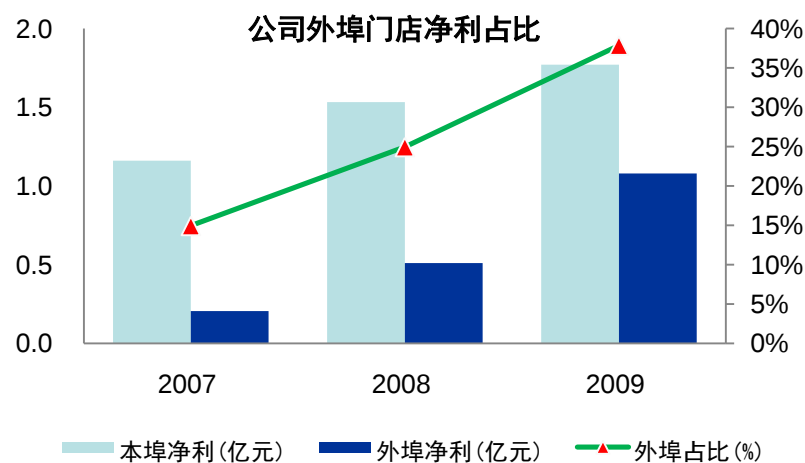
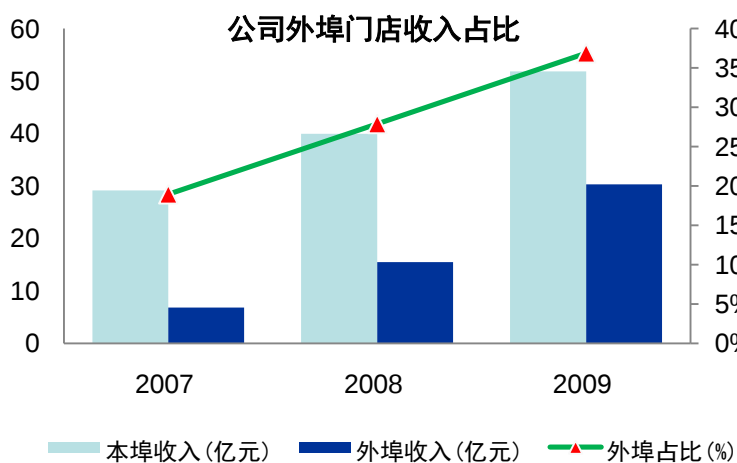


公司历年销售额增长情况

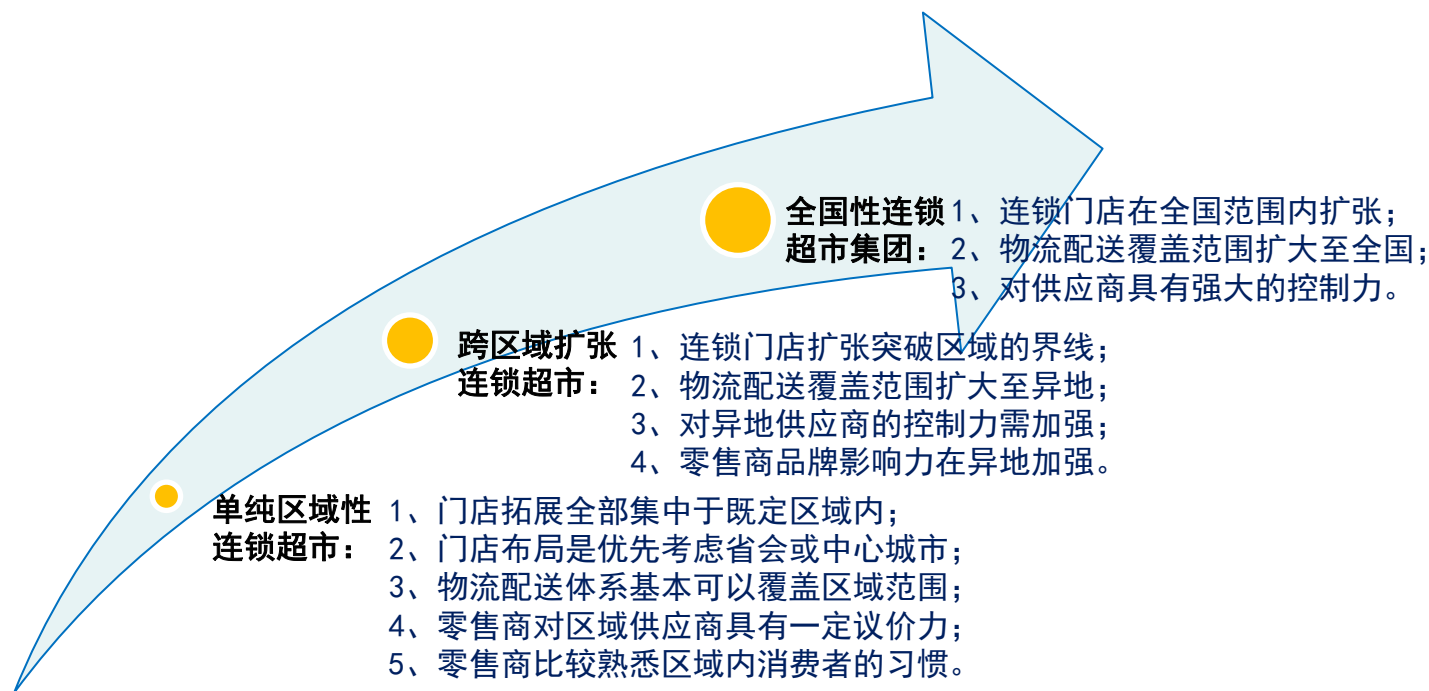


数据来源：德邦证券

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
本埠门店(家)	15	21	32	43	49	59	79	88
本埠占比(%)	100%	95.5%	91.4%	91.5%	84.5%	76.6%	64.8%	56.4%
外埠门店(家)	0	1	3	4	9	18	43	68
外埠占比(%)	0%	4.5%	8.6%	8.5%	15.5%	23.4%	35.2%	43.6%
本埠面积(万m ²)	6.75	9.98	12.89	17.03	21.75	27.14	40.95	49.82
本埠占比(%)	100%	93.5%	82.9%	84.0%	75.3%	66.9%	56.9%	47.6%
外埠面积(万m ²)	0	0.69	2.65	3.25	7.12	13.42	30.98	54.82
外埠占比(%)	0%	6.5%	17.1%	16.0%	24.7%	33.1%	43.1%	52.4%



我们认为，随着福建地区市场容量日趋饱和，异地扩张将是公司未来几年主要的战略选择。公司目前正从区域零售商向跨区域的连锁集团演变，未来目标将是向行业第一集团继续靠拢。我们认为，公司当前具备其它连锁超市企业所无法满足的跨区扩张之基本条件：生鲜模式的可复制性、强大的直采体系、对异地供应商的控制力和议价力、卓越的管理团队、与地产商的紧密合作、地方政府的大力支持等。公司已在重庆市场站稳脚跟（09年门店盈利超过1亿元），并正在积极向泛长三角经济区和京津冀都市圈进行业务渗透，随着异地门店数量增长，公司超市业务规模效应将得到更为充分的体现，全国布局之蓝图日趋显现。



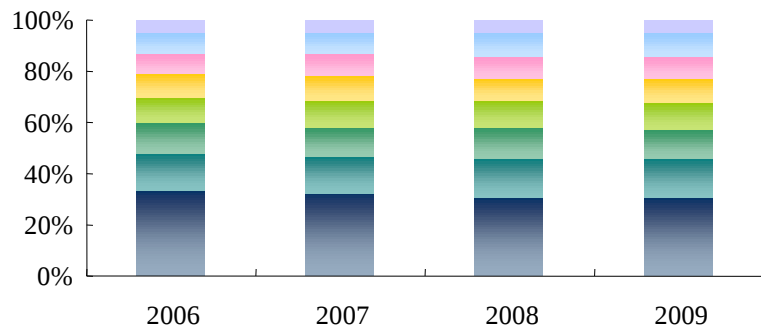
2. 公司生鲜模式之优势所在

2.1 国家政策支持，生鲜超市行业前景广阔

我们认为，中国的生鲜卖场未来增长空间十分巨大，主要基于：

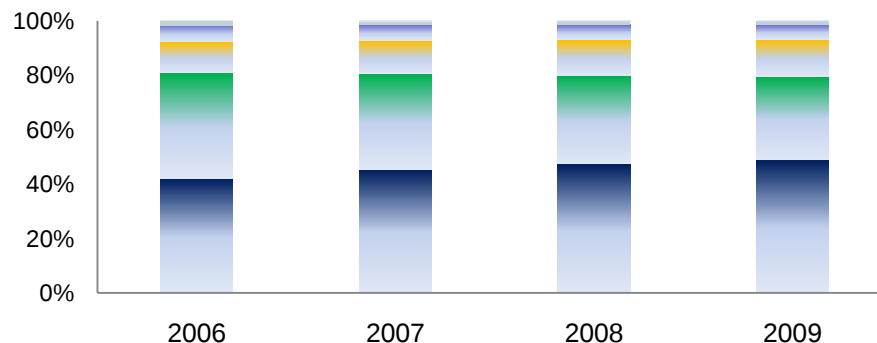
- 尽管中国人均GDP早已突破3000美元关口，但由于区域经济发展的不均衡性，国内许多中西部地区人均GDP尚处2000-3000美元之间，理论上正处超市和大卖场高速扩张的时期。
- 当前生鲜等食品支出约占城镇居民消费的30%，是最大消费部分。随着人均GDP的增长，居民用于食品的支出比例将下降，但其对食品的质量、品类及购物环境等提出更高要求。

中国城镇居民的消费结构



■ 食品 ■ 居住 ■ 文教娱乐 ■ 交通通信 ■ 医疗保健 ■ 衣着 ■ 其它 ■ 家庭用品

中国食品零售的业态结构



■ 综合超市 ■ 其它 ■ 大卖场 ■ 小型食杂店 ■ 专卖店 ■ 折扣店

由于传统的农贸市场普遍存在“劣、脏、乱、差”等弊端，因此已逐渐不适应城镇居民的实际消费需求。而生鲜超市等则通过“物美、价廉”以及良好的购物环境等赢得了越来越多消费者的认可。目前中国生鲜等食品通过超市等渠道销售的比例约为30%，另约70%由农贸市场直接销售给消费者，因此生鲜超市替代农贸市场的空间依然巨大。

■ 此外，从零售业态上来看，国内食品零售越来越依赖于综合超市和大卖场两种渠道，目前通过综合超市和大卖场这两种渠道进行流通的比例已达60%，且已呈现持续上升的趋势（06-09年这一比例分别为53%、57%、60%和62%）。相对于其它零售业态（食杂店等），综合超市和大卖场的优势正在逐步体现。

■ 更为重要的是，国家已陆续出台多项政策支持“农改超”。如08年底，商务部明确提出了开展农产品“农超对接”试点，鼓励超市直接从农产品生产基地采购生鲜产品，引导超市建设农产品生产基地；09年中央1号文件也明确提出要支持大型连锁超市和农产品流通企业开展“农超对接”。

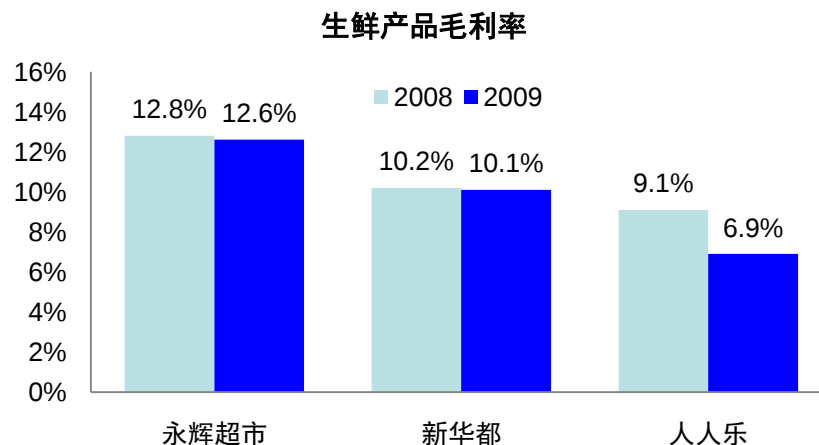
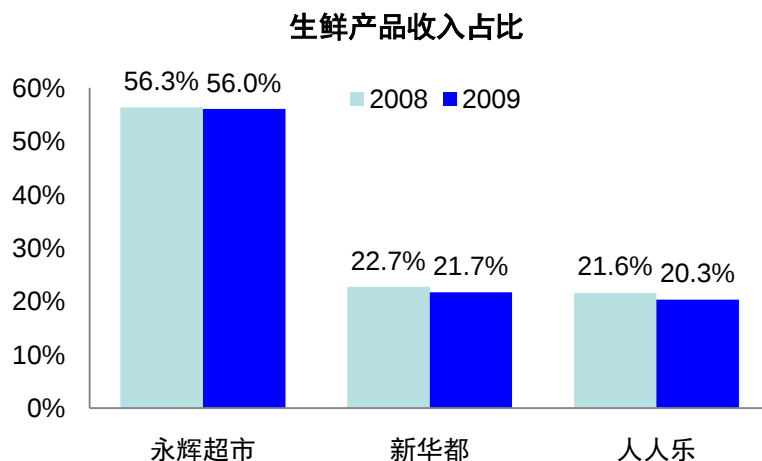
我们认为，在未来几年，中国生鲜超市的拓展空间将重点集中在两个方面：一是对传统农贸市场的替代，超市将逐渐成为城镇居民购买生鲜产品的主要渠道，生鲜产品零售化程度不断提高；二是零售渠道之间的竞争，综合超市和大卖场的优势继续存在，两者是生鲜产品经营的主要载体。

2.2 模式决定空间，永辉具备持续增长的条件

近年永辉经历了持续地扩张，我们认为，与国内同类企业相比，永辉的核心竞争力在于：

■ **独有的生鲜经营模式：**生鲜品类经营是公司当前最为核心的竞争优势，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：永辉的生鲜产品销售占比在50%-60%之间，高于人人乐（20%-22%）和新华都（21%-23%）；永辉生鲜产品毛利率维持在12%-13%左右，也高于人人乐（7%-9%）和新华都（10%-12%）；此外，永辉生鲜产品损耗率也控制在3%-4%的行业较低水平（行业平均8%-10%）。

生鲜是公司的一大经营特色，也是公司长期以来不断创新形成的一种优势。一方面，公司通过扩大生鲜区域营业面积、增加生鲜产品品类、维持生鲜产品质量价格，保证其对行业内大卖场、综合超市及农贸市场等的竞争优势；另一方面，公司的生鲜经营还采取了自营和直采相结合的模式



，提高了门店的盈利能力及异地复制的能力。

■ **高效的直接采购模式：**根据采购的地域划分，采购模式一般可以分为全国统一采购与区域统一采购，目前公司全国统一采购比例约为20%；按照采购是否有中间环节划分，采购模式又可以分为直接采购与间接采购。公司直接采购是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，也是公司区别于其它连锁超市的核心竞争力之主要体现。目前公司直接采购的比例达到76%，远高于业内同类企业。

直采模式能够在很大程度上解决公司在异地扩张过程中遭遇的供应商渠道区域分割之瓶颈，公司通过在当地直接与基地农户签订采购合同，既保证了稳定的生鲜产品供给，也能使其获得更高的毛利率水平。直采模式是公司实现门店快速扩张的有力保证。

		● 全国统一采购 <i>采购量较大</i>	● 区域统一采购 <i>采购量较小</i>	公司目前占比(%)
● 直接采购模式	<i>毛利率较高</i>	永辉超市	永辉超市	76%
● 间接采购模式	<i>毛利率较低</i>	其他超市	其他超市	24%
公司目前占比(%)		20%	80%	

■ **自营优先的经营模式：**公司基本采取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。与联营等其它模式相比，自营模式需要企业具备充裕的现金流，以及承担全部的存货风险和经营风险，但其能够获取的毛利率一般也更高（通常比联营模式要高出1-2个百分点）。

公司目前营业收入主要来自这种以约期买断为特征的自营收入，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%，远远高于国内同类超市企业的平均水平（70%）。

公司选择自营为主的经营模式与其背后具有强大的直采体系密不可分，反映了企业本身对供应商的超强控制力及风险承担能力。通过直接掌控所售商品的供求信息，公司连锁扩张步伐得以顺利展开。

■ **一支卓越的管理团队：**我们认为，公司具有一支卓越的管理团队，长期以来在战略定位和门店选址等方面均表现出了相当的能力、毅力和作为。通过富有远见地攻占福建和重庆两大市场，公司取得了在海西经济区和成渝经济区的领先优势；在门店选址上，公司也采取了稳扎稳打的开店策略，注重于商圈的空间和物业的质量，尽可能地缩短新店的培育期，并积极凸显公司的强项与优点，与其它零售商形成差异化经营。

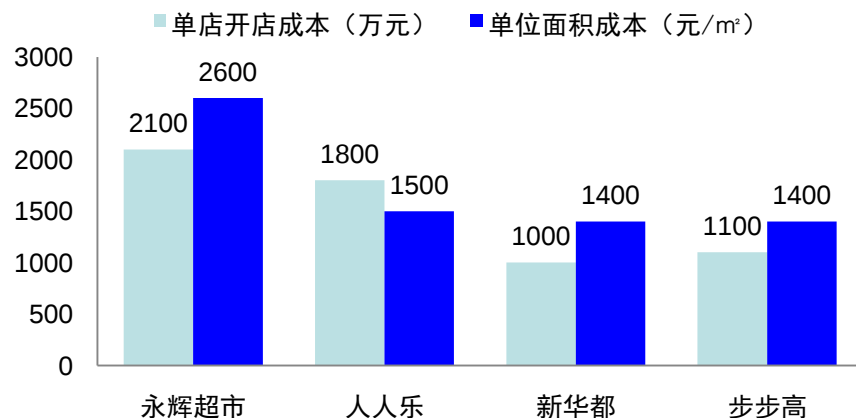
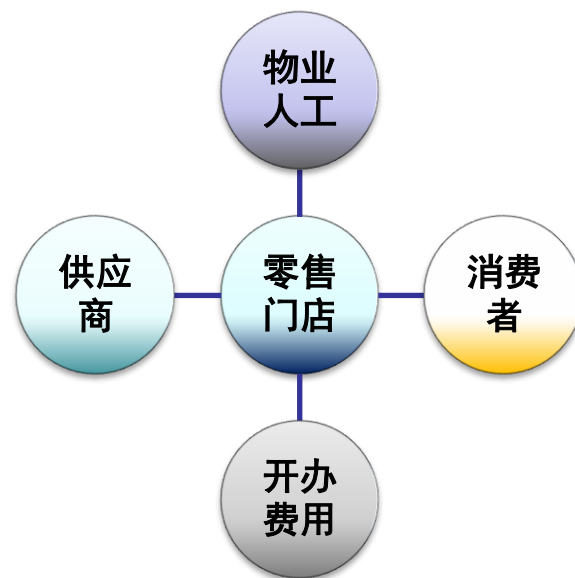
2.3 盈利性和成长性之比较分析

2.3.1 盈利性：反映零售企业获取业绩的能力

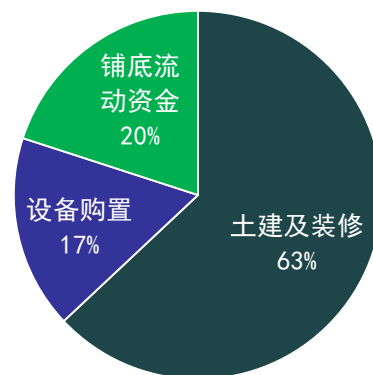
我们认为，零售门店的盈利水平，主要决定于以下几个因素：

■ **开店成本。**新门店从筹建至营业期间所发生的一切费用，具体包括工程开发费、开办费、设备购置费、固定资产投入及铺底流动资金等。

开店成本通常与门店所处区域或位置密切相关，并直接影响着门店培育期的长短，是连锁企业资金链的重要组成部分。



永辉超市开店成本分拆



与同类连锁超市相比，永辉的单店开店成本与单位面积成本均处较高水平，若以公司本次募集资金拟新开的72家租赁门店估算，公司新开门店单店开店成本约为2100万元、单位面积折算成本约为2600元/m²，明显高于人人乐、新华都和步步高公司。

我们认为，公司作为国内生鲜卖场的主要代表，其对生鲜经营环境之要求极其苛刻，永辉的顾客不仅能够在其卖场获得低廉的价格，而且通常能够享受相对优越的购物环境。公司不断增加对门店经营环境之投入，截至10年6月底其用于门店装修的长期待摊费用已超过5亿元。这种以质取胜的战略尽管前期支出费用较大，但却能通过提高客单价等途径来减少培育期。

■ **物业、人工成本。**门店自营业日起即产生租赁、人工、水电等费用，其中租赁费和人工费的占比最大。

首先是门店租赁费。近年公司通过与国内知名房地产商建立良好合作关系，不仅获得了大量优质物业，而且控制了门店租金的快速上涨。以09年数据来看，公司单位门店租赁费约为140万元，远低于人人乐（394万元）和步步高（165万元）；单位面积租赁费约为237万元，低于人人乐（301万元）和三江购物（244万元），但略高于步步高（216万元）和新华都（226万元）；此外，公司门店租金占收入比约为2%，处于行业较低水平。

其次是人工成本。目前人工成本占据了公司销售费用和营业费用的40%左右，是最大组成部分。09年公司人工费合计约为4.13亿元，占营业收入的4.87%，接近行业平均水平（如人人乐这一比例约为4.7%）。

		2005	2006	2007	2008	2009
步步高	单位门店租赁费（万元）	64.19	98.43	138.62	135.89	165.54
	单位面积租赁费（元/m ² ）	90.34	133.20	192.93	177.58	216.31
	租赁费/收入额（%）	1.47%	2.11%	2.88%	2.59%	2.95%
	租赁费同比增幅（%）		112.78%	80.19%	11.55%	25.51%
新华都	单位门店租赁费（万元）	238.10	162.33	159.39	143.19	142.18
	单位面积租赁费（元/m ² ）	237.24	205.10	244.75	218.68	225.80
	租赁费/收入额（%）	3.18%	3.05%	3.40%	3.02%	3.25%
	租赁费同比增幅（%）		36.36%	71.82%	23.20%	46.88%
人人乐	单位门店租赁费（万元）		382.03	393.45	337.38	394.21
	单位面积租赁费（元/m ² ）		286.17	299.75	257.73	301.14
	租赁费/收入额（%）		3.80%	3.63%	3.20%	4.18%
	租赁费同比增幅（%）			24.90%	9.82%	48.86%
永辉超市	单位门店租赁费（万元）			107.93	125.58	139.80
	单位面积租赁费（元/m ² ）			216.85	238.42	237.14
	租赁费/收入额（%）			1.70%	1.70%	2.01%
	租赁费同比增幅（%）				54.47%	76.39%
三江购物	单位门店租赁费（万元）			66.18	76.15	73.52
	单位面积租赁费（元/m ² ）			218.01	248.60	243.84
	租赁费/收入额（%）			2.00%	2.01%	2.08%
	租赁费同比增幅（%）				25.73%	14.77%

数据来源：公司公告，德邦证券

■ **供应链。**零售商作为连接供应商与消费者的中介，建立以自身为核心的供应链体系显得尤为重要。

一是供应商关系。无论是采取买断式自营还是采取扣点式联营，零售商毛利率水平取决于其在供应商和消费者当中的议价能力，因此零售商与供应商之间实际上是一种既合作又竞争的联系。一方面，公司主要定位于生鲜产品经营，目前已在全国范围内与多家厂商、农户和基地等建立了良好的合作关系；另一方面，随着经营规模、行业地位及品牌影响力的提升，公司对供应商的议价力也在持续增强。

从历年的数据来看，公司主营业务毛利率要高于行业平均约2-3个百分点，但综合毛利率则略微偏低，主要原因在于公司其他业务收入占比要远低于行业同类企业。其他业务主要指超市企业收取的展示费、租赁费、管理费、促销费、服务费和广告费等，目前公司该项业务收入占比仅3%左右，远低于行业7%-8%的平均水平，由于其他业务毛利率普遍接近100%，因此其对公司综合毛利率水平影响较大。

		永辉超市	步步高	新华都	京客隆	联华超市	武汉中百	三江购物	人人乐	华联综超	行业均值
主业毛利率	2008	15.7%	14.6%	14.8%	14.0%	13.6%	13.1%	13.8%	11.8%	11.1%	13.6%
	2009	15.4%	15.6%	14.5%	13.9%	13.1%	12.9%	13.1%	11.1%	10.7%	13.4%
综合毛利率	2008	17.9%	19.7%	19.0%	16.7%	23.9%	18.2%	16.4%	20.5%	19.5%	19.1%
	2009	17.9%	19.3%	18.8%	18.4%	20.6%	17.8%	16.4%	20.6%	19.9%	18.9%

数据来源：公司公告，德邦证券

二是采购体系。我们认为，采购是生鲜卖场的“灵魂”与核心。公司的竞争优势在于其拥有一个高效率的直采体系：目前公司拥有一支超过700人的采购团队，已在全国建立了20多个合作基地和30多个远程采购点，200多个生鲜单品实现了“订单农业”模式。

三是物流配送。生鲜产品，一方面由于其不易保存，对物流设施要求较高；另一方面由于其产品周转率高，消费者对物流配送的时效要求较高。公司作为生鲜卖场的运营者，尽管从目前来看，其配送中心体系尚能覆盖所开门店，但随着新增门店数量逐渐增加，物流配送将无疑成为制约公司业务拓展及效率提升的主要因素。

公司已投入运营的包括福州闽侯配送中心（占地110亩）和福州鳌峰、重庆北碚、金源时代购物广场3个配送中转站，今后将在福州南屿、四川彭州及重庆等地建立3个面积较大的配送中心，以满足新增门店的扩张需求。

总体来看，我们认为，公司在供应链体系建设方面投入了大量的资金、人力和精力，与国内同行相比，公司供应链的竞争优势十分明显。70%以上的直采比例以及随着经营规模扩大而导致的议价能力的大幅提升，大大减弱了供应商产品区域分割代理体制的制约，公司跨区扩张的能力得以充分展现。



■ **消费者。**通常来说，零售商只有获得消费者的认可，才能获得实际盈利。在其把产品销售给消费者的过程中，零售商之品牌影响力是至关重要的。我们认为，只有零售企业的产品结构、经营模式、服务水平等符合消费者的需求，其销售规模才能不断扩大，品牌价值才能不断提升，其门店的毛利率和经营效率才能持续上升。

除了毛利率外，公司门店经营效率还体现在以下几个方面：

一是门店培育期及净利率。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，公司单店年盈利规模一般在220-300万元之间，销售净利率也维持在3%左右（在目前A股连锁超市公司中是最高的），说明公司门店具有比较良好的经营效率和盈利能力。

	2007					2008				2009			
	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
2006年新店	12	12	100%	0	0%	10	83%	2	17%	11	92%	1	8%
2007年新店	11	11	100%	0	0%	8	73%	3	27%	11	100%	0	0%
2008年新店	19					12	63%	7	37%	18	95%	1	5%
2009年新店	45									36	80%	9	20%

数据来源：公司公告，德邦证券

		永辉超市	步步高	三江购物	人人乐	新华都	武汉中百	友谊股份	华联综超	行业均值
销售净利率	2008	3.8%	3.1%	2.3%	3.3%	2.9%	2.0%	1.8%	1.4%	2.6%
	2009	3.0%	2.9%	2.7%	2.6%	2.1%	2.1%	2.1%	0.7%	2.3%

数据来源：公司公告，德邦证券

二是门店坪效及单店销售额。公司成熟门店坪效一般维持在1.1-1.5万元之间，新开门店也通常超过5000元。从下表可以看出，07-09年公司门店坪效分别达到了12724元、14001元和11783元，远远高于国内同行企业：09年步步高、新华都和人人乐分别为7335元、6955元和7201元。目前公司单店销售额在6000-7000万元之间，略低于人人乐，但高于步步高、新华都和三江购物。由于单店销售额与门店面积相关，因此我们认为此项指标不能充分反映零售企业的经营效率。

		2005	2006	2007	2008	2009
步步高	单店销售额（万元）	4357	4663	4810	5254	5613
	门店坪效额（元/m²）	6131	6310	6694	6866	7335
新华都	单店销售额（万元）	7477	5315	4693	4749	4379
	门店坪效额（元/m²）	7450	6715	7206	7252	6955
人人乐	单店销售额（万元）		10064	10848	10528	9426
	门店坪效额（元/m²）		7539	8265	8042	7201
三江购物	单店销售额（万元）			3303	3781	3536
	门店坪效额（元/m²）			10880	12346	11727
永辉超市	单店销售额（万元）			6333	7374	6947
	门店坪效额（元/m²）			12724	14001	11783

数据来源：公司公告，德邦证券

● 综合评述：

通过以上对标分析，我们认为，永辉模式具有相对于其它连锁企业的显著优势：

- 开店成本**：与同行相比，公司更加**注重新店的质量、环境，加大对单店物业、装修等方面的投入。**
- 运营成本**：与同行相比，公司**单店和单位面积租金略低于行业均值，租金占收入比处于行业低位。**
- 供应链**：公司具有**良好的供应商关系，生鲜采购优势明显，成为其核心竞争力。**
- 消费者**：公司在消费者群体中具有比较**广泛的认可度和美誉度，品牌影响力逐步提升。**
- 毛利率**：公司主营业务**毛利率要高于行业平均2-3个百分点，综合毛利率略为偏低。**
- 培育期**：公司新店**培育期远远低于国内同行，新店当年实现盈利占比较高。**
- 门店坪效**：公司**门店坪效居于行业首位，09年高于行业同类企业40%左右。**
- 净利率**：公司**单店盈利规模220-300万元/年，销售净利率要高于行业平均约1个百分点。**

2.3.2 成长性：反映零售企业经营规模的变化

零售企业的成长性指标主要包括门店数量、经营面积、销售规模及净利润额等。我们比较了国内A股上市5家超市公司的增长情况。

- **门店数量**：07-09年公司连锁门店CAGR达到45.03%，门店数量增幅居第一位。
- **经营面积**：07-09年公司经营面积CAGR达到57.84%，面积增速远高于行业同类公司。
- **销售规模**：07-09年公司销售收入CAGR达到51.90%，收入增幅位居可比公司第一位。
- **净利润额**：07-09年公司净利润额CAGR达到39.96%，净利润快速增长，增幅位于首位。

可以看出，近几年来永辉的扩张速度已远远领先于行业同类公司。

2.4 结论

我们认为，公司具备一种持续快速扩张的能力。与同类公司相比，永辉最大的竞争优势是其建立了一套独有的、难以被对手模仿的生鲜经营模式。这一模式不仅使得企业增强了对上游供应商的控制力和议价力，而且也使其赢得了下游消费者的普遍认可，品牌价值持续提升，门店内生增长明显；另一方面，公司通过把这一模式积极向异地复制，经营规模持续增长，外延扩张十分显著。通过比较分析，我们认为，永辉是未来国内连锁超市中最具潜力成长为全国性大型连锁集团的公司。

		2005	2006	2007	2008	2009	07-09CAGR
步步高	门店数量 (家)	49	68	87	99	102	8.28%
	营业面积 (万m²)	34.82	50.25	62.51	75.76	78.06	11.74%
	销售收入 (亿元)	21.35	31.71	41.84	52.01	57.25	16.97%
	净利润额 (亿元)	0.74	0.87	1.24	1.63	1.65	15.58%
新华都	门店数量 (家)	10	20	35	48	71	42.43%
	营业面积 (万m²)	10.04	15.83	22.79	31.43	44.71	40.05%
	销售收入 (亿元)	7.48	10.63	16.43	22.79	31.09	37.59%
	净利润额 (亿元)	0.21	0.38	0.73	0.64	0.69	-3.01%
人人乐	门店数量 (家)	36	47	57	73	93	27.73%
	营业面积 (万m²)	53.66	62.74	74.82	95.56	121.74	27.56%
	销售收入 (亿元)	NA.	47.30	61.83	76.85	87.67	19.07%
	净利润额 (亿元)	NA.	0.80	2.19	2.31	2.30	2.33%
武汉中百	门店数量 (家)	43	85	104	125	139	15.61%
	营业面积 (万m²)	NA.	NA.	NA.	61.37	NA.	NA.
	销售收入 (亿元)	41.08	53.84	69.59	86.49	100.96	20.45%
	净利润额 (亿元)	0.49	0.82	1.26	1.72	2.13	30.21%
永辉超市	门店数量 (家)	35	47	58	77	122	45.03%
	营业面积 (万m²)	15.55	20.28	28.87	40.56	71.92	57.84%
	销售收入 (亿元)	NA.	NA.	36.73	56.78	84.75	51.90%
	净利润额 (亿元)	NA.	NA.	1.30	2.14	2.54	39.96%

注：武汉中百门店数仅统计了仓储超市部分。

数据来源：公司公告，德邦证券

3. 目标市场容量分析

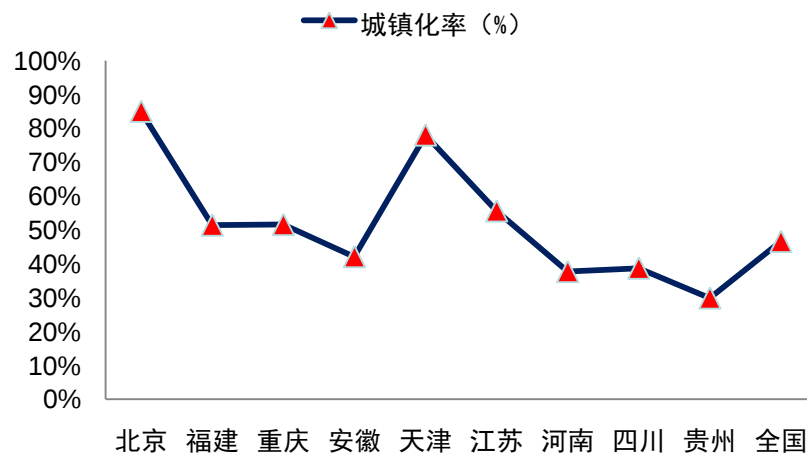
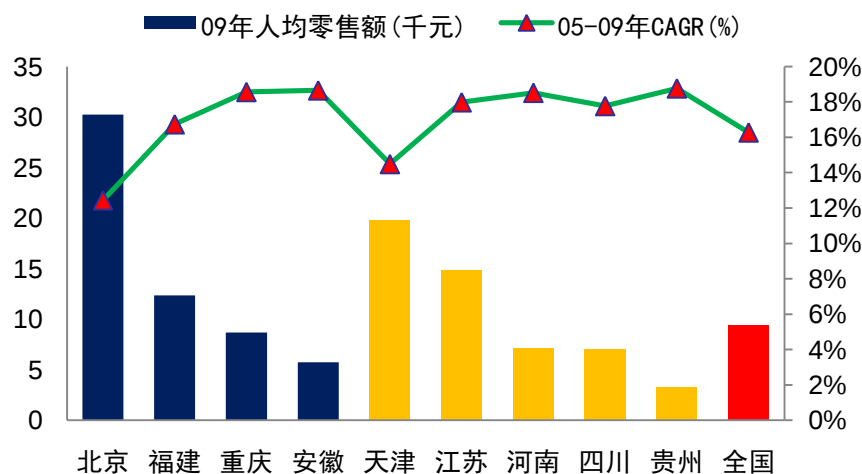
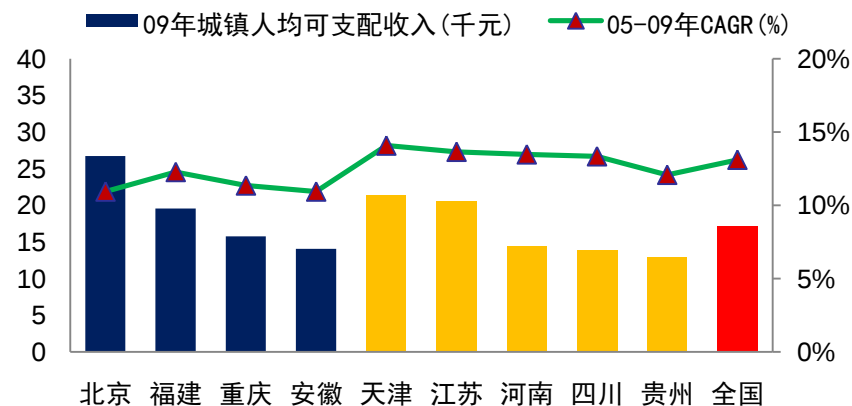
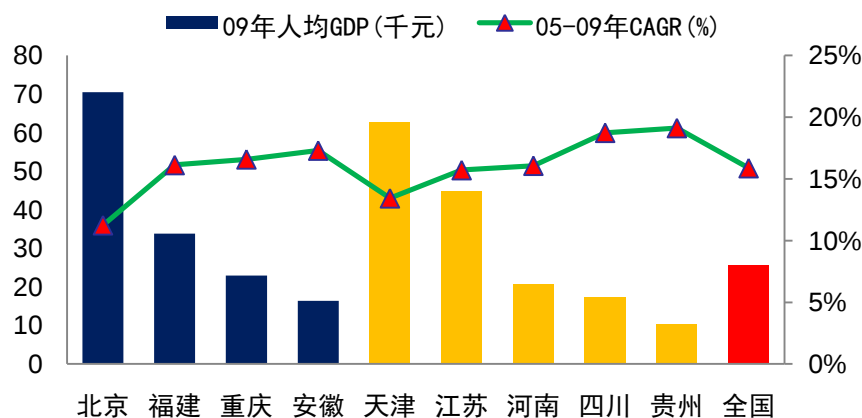
3.1 永辉的扩张战略符合中国区域经济增长格局

永辉选择了以福建、重庆、北京、安徽4省市为突破口，重点进军海西经济区、成渝经济区、京津冀都市圈和泛长三角经济区4大区域，我们认为这种战略比较符合中国区域经济发展的基本格局和实际情况。

众所周知的是，改革开放以后，中国东部沿海地区经济迅速崛起，与中西部省市的差距拉大，这种差异反映在国内零售行业的进程上就表现为零售业态更新从东至西逐次递减的格局：东部发达省市零售化程度高，行业呈现多元化方向发展；中西部欠发达省市零售化程度低，行业层次单一。

然而，从近几年的情况来看，中国区域经济不平衡性正在不断改变：国家陆续出台的区域振兴规划、收入分配改革以及各地基础设施的改善等，都非常确定地推动着中西部地区消费力的提升，零售行业发展态势持续向好。

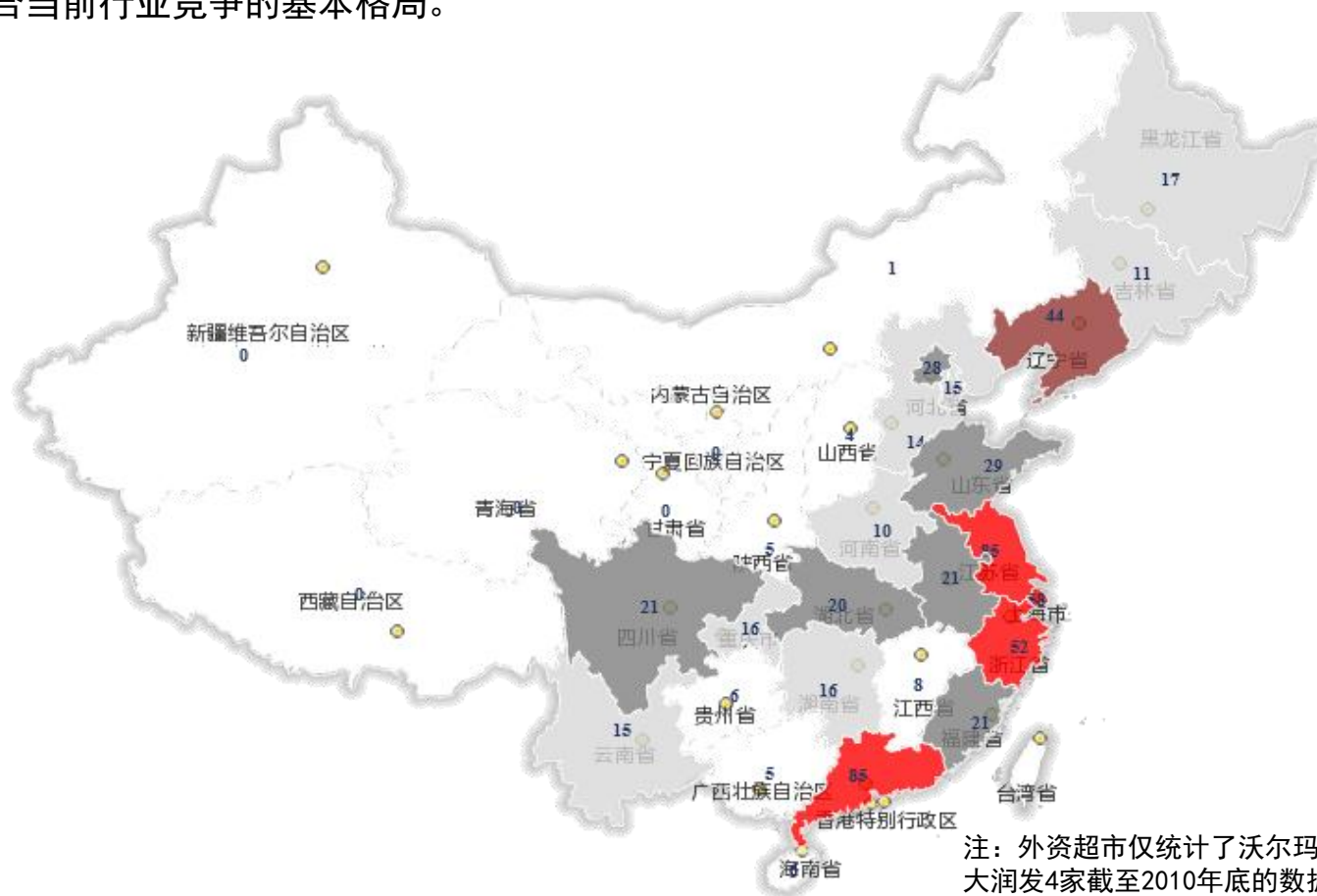
我们认为，海西、成渝、京津冀及泛长三角是中国目前和未来最具增长潜力的经济区域之一，其中北京人均GDP和人均可支配收入均居全国第二位，零售化程度较高，目前消费力已趋稳定；福建、重庆、安徽3省市经济指标之绝对额尽管并不靠前，但增幅非常明显，05-09年CAGR普遍接近或高于全国平均水平。



注：公司目前4大核心市场为北京、福建、重庆和安徽；拟进入或新进入地区为天津、江苏、河南、四川及贵州等

3.2 公司扩张区域：竭力避免与外资超市的直接交锋

我们发现，目前外资超市门店集中度最高的区域分别是沪、苏、浙、粤和辽等5地（如下图所示），这些省市均是中国当前经济最发达的区域之一，其间居民消费力较强，零售业态竞争相当激烈。从扩张的版图来看，永辉门店的区域定位似乎竭力避免与外资超市的直接交锋，公司正试图建立起自己的核心优势市场，并逐渐向周边渗透，我们认为这种“迂回包抄”的战略符合当前行业竞争的基本格局。



3.3 海西经济区-福建市场容量分析

	城镇人口 (万)	人均GDP (元)	市场容量(家) (8万人/店)	现有门店(家) (合计数量)	其中: 永辉超市	竞争对手	市场缺口 (家)
福州市	271	36851	45	76	55	21	-31
厦门市	142	64413	28	31	8	23	-3
莆田市	135	24260	17	19	5	14	-2
三明市	117	30370	15	8	4	4	7
泉州市	411	39227	51	32	7	25	19
漳州市	208	24619	26	13	1	12	13
南平市	141	21473	18	7	7	0	11
龙岩市	117	29725	15	13	0	13	2
宁德市	123	20174	15	1	1	0	14
福建省	1864	33840	233	200	88	112	33

备注：福州和厦门分别按6万人/店、5万人/店估测市场容量，其他地区均按8万人/店测算市场容量；市场缺口数据以市场容量减去现有门店数量取得；竞争对手主要包括新华都、人人乐、家乐福、沃尔玛、大润发、麦德龙、乐购等
数据来源：公司公告，德邦证券

■ **公司基本情况：**福建省作为公司传统优势市场，拥有门店数量最多、贡献销售净利占比最大，截至2010年底，公司在福建省境内开设门店累计数量已达到88家，营业面积49.82万平方米，是当地规模最大的超市零售商。

■ **竞争对手情况：**目前公司在福建地区的竞争对手主要包括新华都、人人乐、家乐福、沃尔玛等，这些企业目前在福建当地共有门店数量112家，其中新华都规模较大，门店数量超过70家。从门店分布情况来看，永辉的优势主要集中在福州和南平两市，公司目前在福州拥有门店55家，比主要竞争对手多34家。

■ **福建市场容量：**福建省09年拥有城镇人口约1864万，人均GDP为33840元，在国内属于中等偏上省市。我们若以每8万人容纳一个生鲜卖场（5000m²以上）计算，可以发现该区域目前尚存市场缺口33家，即将接近饱和状态。结合永辉及竞争对手开店情况，我们认为福州、厦门、莆田三地市场已基本趋向饱和，泉州、漳州、南平、宁德等市尚有一定拓展空间。

■ **公司未来规划：**除了现有88家门店外，公司还在福建签了许多物业，目前正筹建中门店数量达到20家，预计11-14年门店净增数分别可达20家、16家、10家和10家。随着门店数量增加，公司经营规模 and 市场份额继续扩大。我们认为，在巩固福建这一传统市场的同时，由于当地市场容量整体渐趋饱和，公司将会考虑把战略重点逐步向外转移。

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
福建	门店数量(家)	49	59	79	88	108	124	134	144
	净增数量(家)	6	10	20	9	20	16	10	10
	门店面积(万m ²)	21.75	27.14	40.95	49.82	61.16	70.23	75.90	81.57
	净增面积(万m ²)	4.72	5.39	13.81	8.87	11.34	9.07	5.67	5.67

数据来源：公司公告，德邦证券

3.4 成渝经济区市场容量分析

	城镇人口 (万)	人均GDP (元)	市场容量(家) (8万人/店)	现有门店(家) (合计数量)	其中: 永辉超市	竞争对手	市场缺口(家)
重庆市	1475	22920	184	261	53	208	-77
贵州省	1135	10309	113	7	1	6	106
云南省	1554	13539	155	18	0	18	137
四川省	3167	17339	396	>500	0	>500	市场基本饱和
合计	7331		848	>786	54	>732	

备注：重庆和四川按8万人/店、贵州和云南按10万人/店估测市场容量；竞争对手门店数量包括重百、中百、人人乐、沃尔玛、家乐福、麦德龙等（截至10年底）

数据来源：公司公告，德邦证券

■ **公司基本情况：**公司05年进入重庆市，目前是公司除福建外第二大市场，截至2010年底,公司在重庆市开设门店累计数量已达到53家,营业面积37.48万平方米。

■ **竞争对手情况：**重庆地区连锁超市门店众多，目前公司的竞争对手主要包括重庆百货、人人乐、武汉中百等本土超市以及家乐福、沃尔玛、麦德龙等外资卖场，这些企业合计在当地拥有门店数量208家。除重庆外，公司未来还将在四川、贵州等周边省市扩展门店。

■ **市场容量分析：**重庆市09年拥有城镇人口约1475万，人均GDP为22920元；四川、贵州和云南城镇人口数分别为3167万、1135万和1554万，人均GDP为17339元、10309元和13539元。我们分别以8万人/店估算重庆和四川的市场容量，以10万人/店估算贵州和云南的市场容量，可以发现前者基本趋于饱和状态，而后者则依然具有较大拓展空间。

■ **公司未来规划：**除了在重庆拥有53家门店外，公司10年已在贵州开出了首家店，此外公司目前在重庆市筹建中的门店达28家，四川和贵州各1家。成渝经济区是公司未来几年的战略要点，我们预计其开店力度将大于福建。通过以重庆为核心、并逐步向川、贵、滇等周边地区渗透，公司的跨区发展战略将进入一个崭新的阶段。

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
重庆、四川、 贵州、云南								
门店数量(家)	9	18	41	54	74	92	107	122
净增数量(家)	5	9	23	13	20	18	15	15
门店面积(万m ²)	7.12	13.42	28.35	39.10	53.70	66.84	77.79	88.74
净增面积(万m ²)	3.87	6.30	14.93	10.75	14.6	13.14	10.95	10.95

数据来源：公司公告，德邦证券

3.5 泛长三角经济区市场容量分析

■ **公司基本情况：**安徽是公司在泛长三角地区的核心市场，公司10年进入安徽，截至2010年底，已在当地开设门店累计数量已达到7家，营业面积6.89万平方米。

■ **竞争对手情况：**公司在安徽的竞争对手主要包括合家福、苏果等本土超市以及家乐福、沃尔玛、乐购等外资卖场，这些企业合计在当地拥有门店数量156家。除安徽外，公司已计划进入江苏市场。

■ **市场容量分析：**安徽省09年拥有城镇人口约2581万，人均GDP为16408元，处于全国中等偏上水平；江苏城镇人口数为4295万，人均GDP为44744元，经济水平处于国内前列。我们分别以8万人/店和6万人/店估算安徽和江苏两者的市场容量，可以发现安徽尚有一定市场缺口，而江苏则基本趋于饱和状态。

■ **公司未来规划：**除了现有7家门店外，公司目前在安徽和江苏正在筹建的门店数量分别达到11家和4家。我们认为，与江苏相比，安徽市场空间或许更大，未来具备每年新开10家店的条件。

	城镇人口 (万)	人均GDP (元)	市场容量(家) (8万人/店)	现有门店(家) (合计数量)	其中； 永辉超市	竞争对手	市场缺口(家)
安徽省	2581	16408	323	163	7	156	160
江苏省	4295	44744	716	>500	0	>500	市场基本饱和
合计	6876		1039	>663	7	>656	

备注：江苏按6万人/店，安徽按8万人/店估测市场容量；安徽地区竞争对手门店数量计算包括合家福、苏果、沃尔玛、家乐福、乐购、大润发、麦德龙、欧尚等（截至10年底）

数据来源：公司公告，德邦证券

3.6 京津冀都市圈市场容量分析

■ **公司基本情况：**公司09年进入北京，迈出了进军京津冀都市圈的第一步，截至2010年底，已在北京开设门店累计数量已达到7家，营业面积8.83万平方米。

■ **竞争对手情况：**目前北京和天津两地零售市场竞争十分激烈，竞争对手包括物美商业、京客隆、华润万家、华联综超以及沃尔玛、家乐福等外资超市。

■ **市场容量分析：**09年北京和天津城镇人口分别为1491万与958万，人均GDP分别为70452元与62574元，均处国内前列。我们以5万人/店估算北京和天津的市场容量，可以发现两地基本趋于饱和状态。

■ **公司未来规划：**除了现有7家门店外，公司在北京另有5家门店正处筹建当中，此外在天津已签下首家物业。我们认为，由于北京和天津超市业态竞争过于激烈，公司未来几年在两地的开店力度不会很快，扩张进程将依赖于现有门店的盈利情况。

	城镇人口（万）	人均GDP（元）	市场容量（家） （8万人/店）	现有门店（家） （合计数量）	永辉超市	竞争对手	市场缺口（家）
北京市	1491	70452	298	>500	7	>500	市场过度饱和
天津市	958	62574	192	250	0	250	-58
河北省	3024	24581	378	20	0	20	358
合计	5473		868	>770	7	>770	

备注：北京和天津均按5万人/店、河北按8万人/店估测市场容量；竞争对手门店数量计算包括华润万家、物美、京客隆、华联综超、沃尔玛、家乐福、乐购、大润发、麦德龙、欧尚、永旺等（截至10年底）

数据来源：公司公告，德邦证券

3.7 其它拟进入区域市场容量分析

- **公司基本情况：**河南是公司未来拟进入市场，目前筹建中门店数量达7家。
- **竞争对手情况：**目前河南零售市场竞争比较缓和，公司在当地的竞争对手包括[华润万家](#)以及[沃尔玛](#)、[家乐福](#)等外资超市。
- **市场容量分析：**09年河南城镇人口为3577万，人均GDP为20597元，处于国内中等偏下水平。我们以8万人/店估算河南的市场容量，可以发现其市场缺口依然较大。
- **公司未来规划：**河南作为公司拟进入区域，目前零售化程度不高，零售网点布局比较稀疏。我们认为，公司把河南作为其扩张重点，一方面体现了其全国性布局的战略意图，另一方面则也伴随着一定的经营风险，包括购买力、物流、配送等在内的诸多客观因素正考验着公司的异地扩张能力。

	城镇人口（万）	人均GDP（元）	市场容量（家） （8万人/店）	现有门店（家） （合计数量）	永辉超市（家）	竞争对手（家）	市场缺口（家）
河南省	3577	20597	447	29	0	29	418
合计	3577	20597	447	29	0	29	418

备注：河南地区竞争对手门店数量统计主要包括华润万家及沃尔玛、家乐福、乐购、大润发、麦德龙等外资超市（截至10年底）
数据来源：公司公告，德邦证券

4. 盈利预测

4.1 基本假设

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
新增门店(家)	34	68	54	38	38
新增面积(万m ²)	32.72	58.42	44.26	31.37	31.37
综合毛利率(%)	18.4%	18.7%	19.0%	19.2%	19.3%
营业费用率(%)	12.3%	12.7%	12.9%	13.1%	13.1%
管理费用率(%)	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
财务费用率(%)	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
所得税率(%)	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%	24.0%

4.2 盈利预测

结合以上假设，我们预测公司10-14年基本每股收益（EPS）分别为0.40元/0.63元/0.88元/1.16元/1.45元。

公司损益表及预测

单位:百万元

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
损益表								
营业收入	3,673	5,678	8,475	12,472	18,144	24,535	31,448	39,047
税金及附加	15	22	30	44	64	86	110	137
营业费用	336	577	947	1,534	2,304	3,165	4,104	5,115
管理费用	74	108	172	287	390	513	638	793
财务费用	13	22	37	32	10	15	15	15
投资净收益	1	(0)	0	0	0	0	0	0
营业利润	193	284	328	396	629	883	1,172	1,482
营业外净收支	(0)	(1)	3	2	0	0	0	0
利润总额	193	283	332	398	629	883	1,172	1,482
所得税额	61	66	75	88	145	203	270	356
少数股东损益	2	3	3	3	5	7	9	11
归属于母公司净利润	130	214	254	307	480	673	894	1,115
EBITDA	252	369	479	597	882	1,206	1,550	1,913
摊薄后EPS	0.169	0.278	0.331	0.400	0.625	0.877	1.164	1.452

数据来源：德邦证券

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入增长率		54.6%	49.3%	47.2%	45.5%	35.2%	28.2%	24.2%
营业利润增长率		47.2%	15.4%	20.7%	58.8%	40.3%	32.8%	26.4%
净利润增长率		64.6%	19.0%	20.8%	56.1%	40.3%	32.8%	24.7%
销售毛利率	17.2%	17.2%	17.9%	17.9%	18.4%	18.7%	19.0%	19.2%
营业费用率	9.1%	10.2%	11.2%	12.3%	12.7%	12.9%	13.1%	13.1%
管理费用率	2.0%	1.9%	2.0%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
财务费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
销售净利率	3.5%	3.8%	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%
净资产收益率	30.4%	26.4%	24.1%	8.0%	11.1%	13.5%	15.2%	15.9%
资产负债率	53.5%	55.0%	66.2%	40.4%	44.0%	44.5%	45.4%	44.5%
流动比率	1.24	1.30	1.02	2.04	1.82	1.83	1.84	1.93
速动比率	1.24	1.07	0.83	1.58	1.32	1.26	1.25	1.29
每股净资产	6.83	12.29	1.60	5.00	5.63	6.50	7.67	9.12
每股经营现金流	0.86	2.75	0.31	0.02	0.41	0.44	1.04	1.10
P/E	177.04	107.55	90.38	74.80	47.91	34.14	25.72	20.62
P/B	4.38	2.43	18.66	5.98	5.32	4.60	3.90	3.28
P/S	0.51	0.35	2.32	1.84	1.27	0.94	0.73	0.59

数据来源：德邦证券

5. 估值与评级

PE估值

公司定位于生鲜超市经营，与国内同行相比，公司拥有一支卓越的管理团队，其盈利能力和成长能力均具有显著的竞争优势。基于其特有的经营模式，我们认为在目前A股中公司是最有可能演变成为全国性连锁超市的零售商，可以给其目标价35元/股，对应11-13年动态PE分别为56倍/40倍/30倍。维持“买入”评级。

代码	简称	收盘价	总市值 亿元	EPS			P/E			PEG
		2011-02-21		2010E	2011E	2012E	2010	2011	2012	
000759.SZ	武汉中百	13.34	91	0.41	0.50	0.67	33	27	20	1.00
002251.SZ	步步高	26.69	72	0.67	0.88	1.10	40	30	24	1.37
002264.SZ	新华都	24.46	39	0.53	0.90	1.21	46	27	20	1.40
002336.SZ	人人乐	22.17	89	0.60	0.82	1.03	37	27	22	1.23
600361.SH	华联综超	10.82	52	0.19	0.29	0.37	57	37	29	1.90
600827.SH	友谊股份	17.32	82	0.67	0.70	0.79	26	25	22	1.29
601116.SH	三江购物	11.80	-	0.32	0.35	0.41	37	34	29	2.46
601933.SH	永辉超市	29.93	230	0.40	0.63	0.88	75	48	34	1.74

数据来源：德邦证券

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。