



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

## 业绩回顾

证券研究报告

2011年8月29日

零售

研究部

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

审慎推荐

## 永辉超市 (601933.SH)

### 业绩高增长, 模式可复制性强

#### 主要财务信息

| (百万元)    | 2008A | 2009A | 2010A  | 2011E  | 2012E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 5,678 | 8,475 | 12,317 | 17,745 | 25,235 |
| (+/-%)   | 54.6% | 49.3% | 45.3%  | 44.1%  | 42.2%  |
| 毛利       | 1,016 | 1,517 | 2,355  | 3,570  | 5,228  |
| (+/-%)   | 60.7% | 49.4% | 55.2%  | 51.6%  | 46.4%  |
| 净利润      | 214   | 254   | 306    | 535    | 762    |
| (+/-%)   | 64.6% | 19.0% | 20.2%  | 75.3%  | 42.2%  |
| 每股收益 (元) | 0.28  | 0.33  | 0.40   | 0.70   | 0.99   |
| 市盈率      | 109.5 | 92.0  | 76.6   | 43.7   | 30.7   |
| 市净率      | 28.5  | 21.9  | 6.1    | 5.5    | 4.9    |
| 净资产收益率   | 26.4% | 24.1% | 8.0%   | 12.7%  | 15.9%  |
| 投入资本回报率  | 16.6% | 11.8% | 6.3%   | 10.1%  | 13.2%  |

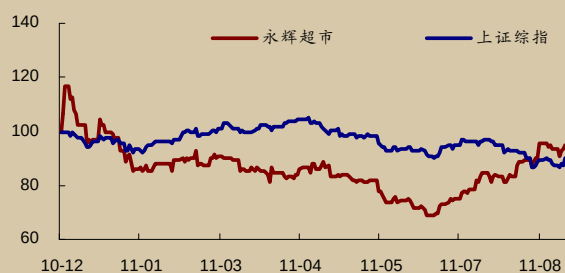
#### 股票信息

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 当前股价        | 人民币 30.48        |
| 股票代码        | 601933.CH        |
| 日成交量 (百万股)  | 1.8              |
| 52周最高价/最低价  | 人民币 37.71/21.83  |
| 总股数 (百万股)   | 768              |
| 市值 (百万)     | 23,406           |
| 主要股东 (持股比例) | 张轩松、张轩宁 (35.66%) |

#### 最近估值走势

|      | 一周变化 | 一个月变化 | 三个月变化 | 年初至今 |
|------|------|-------|-------|------|
| 永辉超市 | 1.5  | 16.5  | 25.5  | -2.4 |
| 上证综指 | 3.1  | -3.4  | -4.5  | -7.0 |
| 零售指数 | 1.9  | -1.7  | -1.2  | -7.5 |

#### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

#### 2011 年上半年业绩高增长, 符合预期:

公司上半年实现营业收入 80.3 亿元, 同比增长 43.1%, 净利润 2.7 亿元, 同比增长 95.1%, 其中 2 季度单季收入和净利润分别增长 36.8% 和 152.2%, 主要得益于高收入增长、毛利率提升和费用有效控制, 体现出了公司经营效率的持续提升和业绩张力。

- 收入增长快速, 毛利率提升显著, 费用控制有效。受益于生鲜超市定位和模式可复制性, 收入快速增长 43.1%, 估计同店增长达 15%。毛利率从去年同期 18.6% 提升 0.5 个百分点至 19.1%, 其中生鲜毛利率提升 1.24 个百分点。费用控制有效, 管理费用率下降 0.4 个百分点, 财务费用亦有所下降。
- 门店扩张迅速有效, 储备项目丰富。上半年公司新开门店 14 家 (其中福建 3 家, 重庆 7 家, 北京 3 家, 安徽 1 家, 关闭 1 家小社区店), 达到 169 家。上半年新签约门店数量 31 家, 遍及 10 个省份 (总共储备项目达 100 家以上)。公司的快速扩张体现出盈利模式可复制性。
- 优势区域稳健增长, 新市场拓展有效。福建地区精耕细作, 稳健发展; 重庆规模效应逐渐显现, 收入和利润同步加速增长; 北京、安徽等新市场运营渐入正轨, 上半年收入分别达到 6.0 亿和 3.2 亿, 增长 130% 和 634%。
- 积极推进物流中心建设, 为门店的营运及拓展提供强有力的后台支持。福建物流中心七月份已交付使用; 北京朝批物流配送体系已初步完成; 彭州农产品加工配送中心的展示中心、采配中心项目已完工, 物流库进入单体设计阶段; 重庆西部物流园一期和安徽华东商贸物流园正加快建设。

#### 趋势展望:

- 公司将继续巩固福建、重庆、北京和安徽四大核心区域的领先地位, 加快全国范围内的核心扩张和盈利性增长步伐, 计划全年新开业门店 45-50 家, 开业门店数量超过 200 家。
- 公司是农改超成功的典范, 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, 对应 2010-2014 年收入复合增长将达到 42%, 持续快速增长可期。

#### 投资建议:

维持“审慎推荐”评级。目前 2011 年市盈率 44 倍, 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。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 42% 和 55%, 持续快速增长可期。

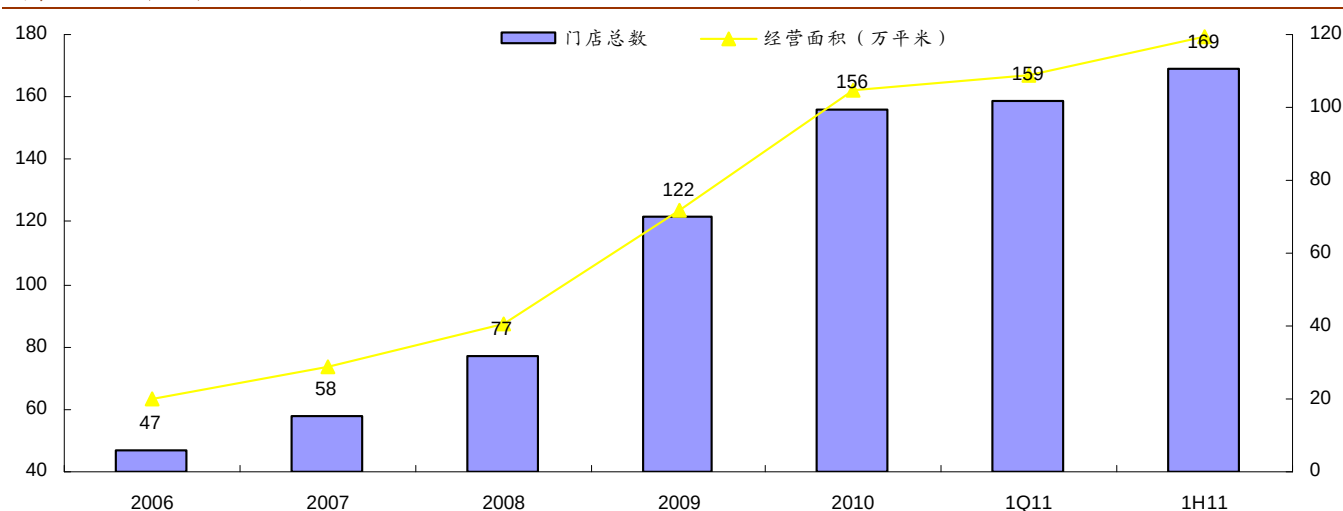
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：季度业绩分析

| 百万元       | 1Q10    | 2Q10    | 1H10    | 2H10    | 2010A   | 1Q11    | 2Q11    | 1H11    | 2010 +/- | 1Q11+/- | 2Q11+/- | 1H11+/- | 中金评论               |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|--------------------|
| 营业收入      | 2,836   | 2,775   | 5,611   | 6,705   | 12,317  | 4,231   | 3,797   | 8,028   | 45.3%    | 49.2%   | 36.8%   | 43.1%   | 收入快速增长             |
| 营业成本      | (2,306) | (2,260) | (4,567) | (5,395) | (9,962) | (3,457) | (3,036) | (6,494) | 43.2%    | 49.9%   | 34.3%   | 42.2%   |                    |
| 毛利        | 530     | 515     | 1044    | 1,310   | 2355    | 773     | 761     | 1,534   | 55.2%    | 46.0%   | 47.8%   | 46.9%   |                    |
| 营业税金及附加   | (12)    | (10)    | (22)    | (25)    | (47)    | (18)    | (15)    | (33)    | 58.3%    | 45.8%   | 51.9%   | 48.6%   |                    |
| 销售费用      | (328)   | (361)   | (689)   | (869)   | (1,558) | (469)   | (527)   | (996)   | 64.6%    | 43.2%   | 45.9%   | 44.6%   | 销售费用基本与经营规模保持同步增长  |
| 管理费用      | (59)    | (68)    | (127)   | (155)   | (282)   | (79)    | (67)    | (146)   | 64.0%    | 33.6%   | -1.1%   | 15.0%   |                    |
| 财务费用      | (12)    | (18)    | (30)    | (40)    | (70)    | (7)     | (4)     | (10)    | 91.4%    | -46.7%  | -78.6%  | -65.5%  | 本期归还部分银行借款         |
| 资产减值损失    | (1)     | 3       | 2       | (8)     | (6)     | 0       | (1)     | (1)     | 60.4%    | -       | -       | -       |                    |
| 投资收益      | 0       | 0       | -       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | -        | -       | -       | -       |                    |
| 营业利润      | 118     | 61      | 178     | 214     | 392     | 201     | 146     | 347     | 19.4%    | 70.8%   | 141.8%  | 94.9%   |                    |
| 营业外收入（补贴） | 3       | 5       | 8       | 11      | 19      | 4       | 11      | 14      | 37.0%    | 18.5%   | 114.4%  | 78.5%   | 补贴收入增加所致           |
| 营业外支出     | (1)     | (5)     | (6)     | (5)     | (11)    | (3)     | (8)     | (11)    | 10.4%    | 175.6%  | 55.5%   | 77.9%   | 公益捐赠金额增加           |
| 税前利润      | 119     | 60      | 180     | 219     | 399     | 201     | 149     | 350     | 20.4%    | 68.5%   | 146.8%  | 94.8%   |                    |
| 所得税       | (26)    | (16)    | (42)    | (52)    | (94)    | (46)    | (35)    | (81)    | 25.8%    | 73.4%   | 125.5%  | 92.7%   |                    |
| 有效税率      | 22%     | 0       | 23%     | 24%     | 24%     | 23%     | 23%     | 23%     | 1.0%     | 0.6%    | 22.3%   | -0.2%   |                    |
| 少数股东权益    | (0)     | 0       | 0       | 0       | 0       | (0)     | 0       | 0       | -        | -       | -       | -       |                    |
| 净利润       | 93      | 45      | 138     | 167     | 306     | 155     | 114     | 270     | 20.2%    | 67.3%   | 152.2%  | 95.1%   |                    |
| 毛利率       | 18.7%   | 18.5%   | 18.6%   | 19.5%   | 19.1%   | 18.3%   | 20.0%   | 19.1%   | 1.2%     | -0.4%   | 1.5%    | 0.5%    | 毛利率提升0.5个百分点，其中生鲜毛 |
| 销售费用率     | 11.6%   | 13.0%   | 12.3%   | 13.0%   | 12.6%   | 11.1%   | 13.9%   | 12.4%   | 1.5%     | -0.5%   | 0.9%    | 0.1%    | 利率提升1.24个百分点       |
| 管理费用率     | 2.1%    | 2.5%    | 2.3%    | 2.3%    | 2.3%    | 1.9%    | 1.8%    | 1.8%    | 0.3%     | -0.2%   | -0.7%   | -0.4%   | 管理费下降0.4ppt        |
| 营业利润率     | 4.1%    | 2.2%    | 3.2%    | 3.2%    | 3.2%    | 4.7%    | 3.9%    | 4.3%    | -0.7%    | 0.6%    | 1.7%    | 1.2%    |                    |
| 净利润率      | 3.3%    | 1.6%    | 2.5%    | 2.5%    | 2.5%    | 3.7%    | 3.0%    | 3.4%    | -0.5%    | 0.4%    | 1.4%    | 0.9%    | 毛利率提升和期间费率下降所致     |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：永辉超市扩张进程



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：永辉超市扩张进程(截至上半年)

| 地区    | 福建 | 重庆 | 北京 | 安徽 | 贵州 | 天津 | 全国  |
|-------|----|----|----|----|----|----|-----|
| 已开业门店 | 90 | 59 | 9  | 8  | 2  | 1  | 169 |

资料来源：公司网站，中金公司研究部 注：2011 年 1 月公司关闭福建省莆田天九湾店

图表4：收入拆分

| 营业收入（百万） | 2009  | 1H10  | 2010   | 1H11  | YoY  |
|----------|-------|-------|--------|-------|------|
| 生鲜及加工    | 4,745 | 2,870 | 6,322  | 3,481 | 21%  |
| 食品用品     | 2,846 | 2,117 | 4,595  | 3,596 | 70%  |
| 服装       | 634   | 437   | 986    | 690   | 58%  |
| 其他       | 250   | 187   | 414    | 260   | 39%  |
| 合计       | 8,475 | 5,611 | 12,317 | 8,028 | 43%  |
| 营业成本（百万） | 2009  | 1H10  | 2010   | 1H11  | YoY  |
| 生鲜及加工    | 4,148 | 2,535 | 5,526  | 3,031 | 20%  |
| 食品用品     | 2,362 | 1,725 | 3,739  | 2,962 | 72%  |
| 服装       | 446   | 306   | 694    | 496   | 62%  |
| 其他       | 2     | 1     | 2      | 5     | 485% |
| 合计       | 6,958 | 4,567 | 9,962  | 6,494 | 42%  |
| 毛利率（%）   | 2009  | 1H10  | 2010   | 1H11  | YoY  |
| 生鲜及加工    | 13%   | 12%   | 13%    | 13%   | 1%   |
| 食品用品     | 17%   | 18%   | 19%    | 18%   | -1%  |
| 服装       | 30%   | 30%   | 30%    | 28%   | -2%  |
| 其他       | 99%   | 100%  | 99%    | 98%   | -1%  |
| 合计       | 18%   | 19%   | 19%    | 19%   | 0%   |
| 营业收入（百万） | 2009  | 1H10  | 2010   | 1H11  | YoY  |
| 福建       | 5,284 | 3,103 | 6,521  | 3,787 | 22%  |
| 重庆       | 2,748 | 2,019 | 4,424  | 2,919 | 45%  |
| 北京       | 193   | 259   | 680    | 596   | 130% |
| 安徽       |       | 44    | 242    | 321   | 634% |
| 贵州       |       |       | 36     | 106   | n.a. |
| 其他       | 250   | 187   | 414    | 299   | n.a. |
| 合计       | 8,475 | 5,611 | 12,317 | 8,028 | 43%  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表5：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  | 12,317 | 17,745 | 25,235 | 35,960 | 50,000 | 41.9%          |
|             | 49.3%  | 45.3%  | 44.1%  | 42.2%  | 42.5%  | 39.0%  |                |
| 净利润         | 254    | 306    | 535    | 762    | 1,175  | 1,759  | 54.9%          |
|             | 19.0%  | 20.2%  | 75.3%  | 42.2%  | 54.3%  | 49.7%  |                |
| 净利润率        | 3.00%  | 2.48%  | 3.02%  | 3.02%  | 3.27%  | 3.52%  |                |
| YOY         | -0.76% | -0.52% | 0.54%  | 0.00%  | 0.25%  | 0.25%  |                |
| 股本          | 768    | 768    | 768    | 768    | 768    | 768    |                |
| EPS         | 0.33   | 0.40   | 0.70   | 0.99   | 1.53   | 2.29   |                |
| 市盈率         | 92.0   | 76.6   | 43.7   | 30.7   | 19.9   | 13.3   |                |
| 2014年初目标市盈率 |        |        |        |        |        | 30.0   |                |
| 目标价位        |        |        |        |        |        | 69     |                |
| 目前股价        |        |        |        |        |        | 30     |                |
| 年均复合增长率     |        |        |        |        |        | 31.1%  |                |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：可比公司估值

| 子行业分类           | 代码        | 公司          | 股价    | 总市值<br>(百万元) | 净利润(百万元) |        |       |        | 每股收益  |       |       | 市盈率   |       |       | 10年底-12年底<br>净利润CAGR | PEG  |        |      |
|-----------------|-----------|-------------|-------|--------------|----------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------------|------|--------|------|
|                 |           |             |       |              | 2010A    | YoY    | 2011E | YoY    | 2012E | YoY   | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A | 2011E                |      | 2012E  |      |
| 百货类公司           |           |             |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |        |      |
| 跨区域发展           | 600694.CH | 大商股份        | 45.05 | 13,232       | 122      | -      | 420   | 245.3% | 661   | 57.2% | 0.41  | 1.43  | 2.25  | 108.7 | 31.5                 | 20.0 | 133.0% | 0.2  |
|                 | 600859.CH | 王府井 (经营性)   | 44.26 | 20,466       | 430      | 19.4%  | 638   | 48.3%  | 918   | 43.9% | 0.93  | 1.38  | 1.98  | 47.6  | 32.1                 | 22.3 | 46.1%  | 0.7  |
|                 | 002419.CH | 天虹商场        | 25.19 | 20,157       | 485      | 36.3%  | 670   | 38.1%  | 892   | 33.2% | 0.61  | 0.84  | 1.11  | 41.6  | 30.1                 | 22.6 | 35.6%  | 0.8  |
|                 | 3368.HK   | 百盛集团        | 9.57  | 26,896       | 992      | 8.9%   | 1132  | 14.1%  | 1,338 | 18.2% | 0.41  | 0.49  | 0.60  | 23.3  | 19.5                 | 16.1 | 16.2%  | 1.2  |
|                 | 825 .HK   | 香港新世界       | 5.16  | 8,701        | 578      | 5.5%   | 685   | 18.6%  | 818   | 19.4% | 0.34  | 0.41  | 0.48  | 15.1  | 12.7                 | 10.6 | 19.0%  | 0.7  |
| 中西部和东北          | 000417.CH | 合肥百货(增发后整体) | 22.25 | 11,574       | 316      | 46.3%  | 432   | 36.7%  | 586   | 35.7% | 0.61  | 0.83  | 1.13  | 36.6  | 26.8                 | 19.7 | 36.2%  | 0.7  |
|                 | 600778.CH | 友好集团        | 14.57 | 4,538        | 105      | 73.9%  | 184   | 74.7%  | 276   | 50.1% | 0.34  | 0.59  | 0.88  | 43.2  | 24.7                 | 16.5 | 61.9%  | 0.4  |
|                 | 000501.CH | 鄂武商         | 19.46 | 9,871        | 294      | 22.9%  | 374   | 27.5%  | 504   | 34.7% | 0.58  | 0.74  | 0.99  | 33.6  | 26.4                 | 19.6 | 31.0%  | 0.9  |
|                 | 600729.CH | 重庆百货        | 47.98 | 17,901       | 527      | 30.5%  | 701   | 33.0%  | 936   | 33.4% | 1.41  | 1.88  | 2.51  | 34.0  | 25.5                 | 19.1 | 33.2%  | 0.8  |
|                 | 600697.CH | 欧亚集团        | 29.15 | 4,637        | 132      | 18.5%  | 165   | 25.0%  | 215   | 26.2% | 0.83  | 1.04  | 1.35  | 35.2  | 28.1                 | 21.6 | 27.7%  | 1.0  |
|                 | 600785.CH | 新华百货        | 27.81 | 5,769        | 215      | 12.3%  | 259   | 20.2%  | 314   | 21.2% | 1.04  | 1.25  | 1.51  | 26.8  | 22.3                 | 18.4 | 20.7%  | 1.1  |
|                 | 002277.CH | 友阿股份        | 23.80 | 8,311        | 216      | 44.5%  | 301   | 39.2%  | 408   | 35.6% | 0.62  | 0.86  | 1.17  | 38.4  | 27.6                 | 20.4 | 37.4%  | 0.7  |
|                 | 600858.CH | 银座股份        | 22.86 | 6,605        | 111      | -39.3% | 193   | 74.0%  | 244   | 26.2% | 0.38  | 0.67  | 0.84  | 59.5  | 34.2                 | 27.1 | 48.2%  | 0.7  |
|                 | 600828.CH | 成商集团        | 12.81 | 5,621        | 138      | 8.2%   | 208   | 50.2%  | 264   | 27.2% | 0.32  | 0.47  | 0.60  | 40.6  | 27.1                 | 21.3 | 38.2%  | 0.7  |
|                 | 000564.CH | 西安民生        | 7.06  | 2,148        | 59       | 21.8%  | 72    | 21.2%  | 91    | 26.1% | 0.20  | 0.24  | 0.30  | 36.2  | 29.8                 | 23.7 | 23.6%  | 1.3  |
| 长三角地区           | 600827.CH | 百联+友谊       | 18.52 | 31,901       | 1082     | 30.9%  | 1385  | 28.0%  | 1804  | 30.2% | 0.63  | 0.80  | 1.05  | 29.5  | 23.0                 | 17.7 | 29.1%  | 0.8  |
|                 | 600628.CH | 上海新世界       | 9.29  | 4,940        | 199      | 10.1%  | 219   | 10.0%  | 256   | 17.2% | 0.37  | 0.41  | 0.48  | 24.9  | 22.6                 | 19.3 | 13.5%  | 1.7  |
|                 | 600655.CH | 豫园商城        | 11.99 | 17,233       | 673      | 39.7%  | 812   | 20.7%  | 976   | 20.2% | 0.47  | 0.57  | 0.68  | 25.6  | 21.2                 | 17.7 | 20.5%  | 1.0  |
|                 | 1833.HK   | 银泰百货        | 11.40 | 21,847       | 513      | 54.8%  | 702   | 36.8%  | 913   | 30.1% | 0.31  | 0.45  | 0.60  | 43.5  | 25.5                 | 19.1 | 33.4%  | 0.8  |
|                 | 3308.HK   | 金鹰商贸(经营性)   | 18.20 | 35,398       | 959      | 24.9%  | 1208  | 26.0%  | 1536  | 27.1% | 0.57  | 0.76  | 0.99  | 31.7  | 24.0                 | 18.4 | 26.5%  | 0.9  |
| 北京和广州地区         | 000987.CH | 广州友谊        | 22.47 | 8,066        | 327      | 14.7%  | 410   | 25.1%  | 534   | 30.4% | 0.91  | 1.14  | 1.49  | 24.6  | 19.7                 | 15.1 | 27.7%  | 0.7  |
|                 | 600723.CH | 首商股份        | 14.43 | 9,501        | 239      | 47.9%  | 395   | 65.3%  | 495   | 25.2% | 0.36  | 0.60  | 0.75  | 39.8  | 24.1                 | 19.2 | 43.8%  | 0.5  |
| 超市类公司           |           |             |       |              |          |        |       |        |       |       |       |       |       |       |                      |      |        |      |
|                 | 000759.CH | 中百集团        | 12.32 | 8,390        | 251      | 17.6%  | 301   | 20.1%  | 386   | 28.2% | 0.37  | 0.44  | 0.57  | 33.4  | 27.8                 | 21.7 | 24.1%  | 1.2  |
|                 | 600361.CH | 华联综超        | 8.53  | 5,679        | 55       | -9.4%  | 102   | 85.4%  | 153   | 50.1% | 0.08  | 0.15  | 0.23  | 103.2 | 55.6                 | 37.1 | 66.8%  | 0.8  |
|                 | 601933.CH | 永辉超市        | 30.48 | 23,406       | 306      | 20.2%  | 535   | 75.3%  | 762   | 42.2% | 0.40  | 0.70  | 0.99  | 76.6  | 43.7                 | 30.7 | 57.9%  | 0.8  |
|                 | 002336.CH | 人人乐         | 18.70 | 7,480        | 237      | 3.2%   | 280   | 18.1%  | 348   | 24.4% | 0.59  | 0.70  | 0.87  | 31.6  | 26.7                 | 21.5 | 21.2%  | 1.3  |
|                 | 002251.CH | 步步高         | 27.42 | 7,413        | 171      | 3.4%   | 239   | 40.1%  | 319   | 33.1% | 0.63  | 0.89  | 1.18  | 43.4  | 31.0                 | 23.3 | 36.6%  | 0.8  |
|                 | 002264.CH | 新华都         | 28.79 | 4,616        | 77       | 26.0%  | 147   | 90.0%  | 185   | 26.0% | 0.42  | 0.81  | 1.02  | 67.9  | 35.7                 | 28.4 | 54.7%  | 0.7  |
|                 | 980.HK    | 联华超市        | 13.88 | 15,540       | 623      | 22.8%  | 767   | 23.2%  | 948   | 23.6% | 0.65  | 0.84  | 1.06  | 21.5  | 16.6                 | 13.1 | 23.4%  | 0.7  |
|                 | 6808.HK   | 高鑫零售        | 9.37  | 89,387       | 1,031    | 27.1%  | 1,527 | 48.1%  | 2,228 | 45.9% | 0.13  | 0.20  | 0.29  | 74.6  | 48.0                 | 32.1 | 47.0%  | 1.0  |
|                 | 6808.HK   | 高鑫零售 (经营性)  | 9.37  | 89,387       | 1,376    | 27.1%  | 1,727 | 25.5%  | 2,228 | 29.0% | 0.17  | 0.22  | 0.29  | 55.9  | 42.4                 | 32.1 | 27.2%  | 1.6  |
|                 | 814.HK    | 京客隆         | 7.47  | 3,079        | 181      | 22.1%  | 226   | 25.0%  | 278   | 23.3% | 0.51  | 0.67  | 0.84  | 14.7  | 11.2                 | 8.9  | 24.1%  | 0.5  |
|                 | 1025.HK   | 物美集团        | 19.00 | 24,344       | 530      | 21.0%  | 648   | 22.3%  | 805   | 24.2% | 0.48  | 0.62  | 0.79  | 39.5  | 30.8                 | 24.2 | 23.2%  | 1.3  |
| 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        | 11.98 | 83,815       | 4012     | 38.8%  | 5103  | 27.2%  | 6505  | 27.5% | 0.54  | 0.69  | 0.87  | 22.2  | 17.5                 | 13.7 | 27.3%  | 0.6  |
|                 | 493.HK    | 国美电器        | 3.28  | 55,363       | 1,962    | 40.7%  | 2,485 | 26.7%  | 3,024 | 21.7% | 0.13  | 0.17  | 0.21  | 25.9  | 19.5                 | 15.6 | 24.1%  | 0.8  |
|                 | 1280.HK   | 汇联家电        | 0.96  | 1,006        | 117      | 20.4%  | 145   | 23.3%  | 179   | 24.1% | 0.13  | 0.17  | 0.21  | 7.4   | 5.7                  | 4.5  | 23.7%  | 0.2  |
| 手机分销            | 000829.CH | 天音控股        | 8.01  | 7,585        | 307      | 63.0%  | 189   | -38.6% | 258   | 36.7% | 0.32  | 0.20  | 0.27  | 24.7  | 40.2                 | 29.4 | -8.4%  | -4.8 |

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表7：历史和预测的财务指标

| 损益表(百万元)   | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E   | 2012E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入       | 3,673  | 5,678  | 8,475  | 12,317 | 17,745  | 25,235  |
| 营业成本       | -3,041 | -4,663 | -6,958 | -9,962 | -14,175 | -20,007 |
| 销售费用       | -336   | -577   | -947   | -1,558 | -2,333  | -3,406  |
| 管理费用       | -74    | -108   | -172   | -282   | -429    | -652    |
| 财务费用       | -13    | -22    | -37    | -70    | -30     | -40     |
| 营业利润       | 193    | 284    | 328    | 392    | 695     | 1,002   |
| 营业外收入      | 7      | 6      | 14     | 19     | 19      | 19      |
| 税前利润       | 193    | 283    | 332    | 399    | 709     | 1,015   |
| 所得税        | -61    | -66    | -75    | -94    | -174    | -254    |
| 净利润        | 130    | 214    | 254    | 306    | 535     | 762     |
| 现金流量表(百万元) | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E   | 2012E   |
| 经营活动现金流    | 54     | 181    | 205    | 683    | 980     | 1,400   |
| 投资活动现金流    | -182   | -378   | -692   | -942   | -500    | -600    |
| 融资活动现金流    | 221    | 284    | 562    | 2,530  | -85     | -291    |
| 资产负债表(百万元) | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E   | 2012E   |
| 货币资金       | 184    | 271    | 348    | 2,619  | 3,014   | 3,523   |
| 应收款项       | 22     | 29     | 60     | 48     | 49      | 69      |
| 存货         | 226    | 378    | 752    | 1,351  | 1,359   | 1,809   |
| 固定资产净值     | 183    | 288    | 538    | 771    | 1,106   | 1,540   |
| 无形资产       | 11     | 10     | 161    | 239    | 235     | 230     |
| 总资产        | 940    | 1,825  | 3,168  | 6,611  | 7,432   | 8,976   |
| 短期借款       | 118    | 466    | 992    | 895    | 945     | 845     |
| 应付款项       | 301    | 427    | 806    | 1,458  | 1,748   | 2,467   |
| 长期借款       | -      | -      | 85     | 150    | 150     | 150     |
| 总负债        | 503    | 1,003  | 2,098  | 2,793  | 3,214   | 4,189   |
| 少数股东权益     | 10     | 13     | 15     | 4      | 3       | 3       |
| 股东权益       | 427    | 809    | 1,055  | 3,814  | 4,215   | 4,785   |

资料来源：公司数据，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/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

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 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

### 长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号  
骏豪花园A6栋1层  
邮编: 410003  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8878-7090

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568

