



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 3 月 3 日

零售

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

关注反弹刚刚启动的优质零售公司

投资亮点:

虽然去年四季度以来下调明显,但零售板块仍然是业绩增速优良、直接反映我国消费增长趋势的主流消费板块。新的投资契机是:1)3月1日国务院通过个人所得税法修正案草案,居民可支配收入将进一步提升,增进零售板块的投资吸引力;2)有新闻称¹,部分中高档商品的进口关税有望降低,有利于海外消费转入国内。我们组合中的个股基本面差距不大,而近期的反弹幅度出现了分化。板块均有机会,可优先关注反弹幅度尚小的王府井、广州友谊、永辉超市、大商股份、新百联股份、重庆百货等公司。

主要依据:

- ▶ **行业政策性利好持续,显著受益收入增长和消费提升。**十二五促进民生和消费增长、个税调整提高起征点、中西部开发等将带来持续性的行业利好,板块增长动力强劲。
- ▶ **近期数据:元旦、春节消费增速领先,行业基本面趋势向好。**根据商务部统计,今年元旦(20%以上)和春节(19%)社会消费品零售总额增速均实现了开门红,而我们重点跟踪的部分公司1-2月份销售增速也在25%甚至30%以上,为1季度良好的业绩表现奠定基础。
- ▶ **整体估值处于历史较低水平。**去年四季度零售板块调整以来,很多一线品种的下跌幅度达到20%-30%。但基本面向好并有不少亮点,目前估值(2011年24倍,部分优质个股低于行业平均)处于历史较低水平。
- ▶ **不少优质公司的反弹才刚刚启动:**例如王府井、广州友谊和永辉超市等公司在此轮反弹中相对滞后(图表1),但基本面亮点突出,有望在接下来板块企稳回升的过程中有所表现。

重点推荐公司:

- 1) **王府井:**在中西部具备品牌和网络价值,北京市场地位巩固,NAV高出市值37%(每股58.9元);集团12亿元现金增持公司股权,锁定期3年,体现出对上市公司成长性信心;增持价格41.5元,对目前股价形成有力支撑,安全边际高;定向增发收购成都店少数股东权益13.51%,加之去年10月份增持,有望增厚2011年每股收益8%,2011年业绩增速有望达到55%。我们估计,公司1-2月销售增速能够达到30%左右,在板块中处于较快水平。
- 2) **广州友谊:**市盈率只有20倍;2010年环市东店扩容、国金店开业,营业面积扩大50%左右,为中长期增长打开空间。尽管新店带来一定费用压力,但2010年净利润增速仍有望达到20%,2011年有望提速到30%左右。我们认为公司新店压力有望小于市场预期,主要得益于环市东新增男店销售的快速提升(日均销售在110万元左右),及国金店部分面积出租抵消租金成本。我们估计,公司1-2月销售增长有望达到25%-30%,同店增速18%左右。此外,如果中高档商品的进口关税降低,将有利于海外消费转入国内,广友是最典型的受益者。
- 3) **永辉超市:**零售板块中稀缺的具备扩张力、可复制性高增长品种;作为农改超成功典范,公司生鲜经营优势使其能够更好吸引客流,缩短培育期。同时重庆市场的成功复制也为今后拓展奠定基础,北京市场拓展已初见成效。预计2010-2014年收入和净利润复合增长率将分别达到43%和52%。我们估计,永辉1-2月销售增长有望达到50%以上,处于板块领先水平。

此外,还请关注我们的三大投资组合:

- 1) **中西部金花光彩依旧:**合肥百货、重庆百货、鄂武商、友好集团、武汉中百
- 2) **重组和增发、改善空间大:**百联股份、重庆百货、大商股份、华联综超
- 3) **竞争优势、特色化定位:**苏宁电器、广州友谊、王府井、永辉超市、小商品城、天音控股

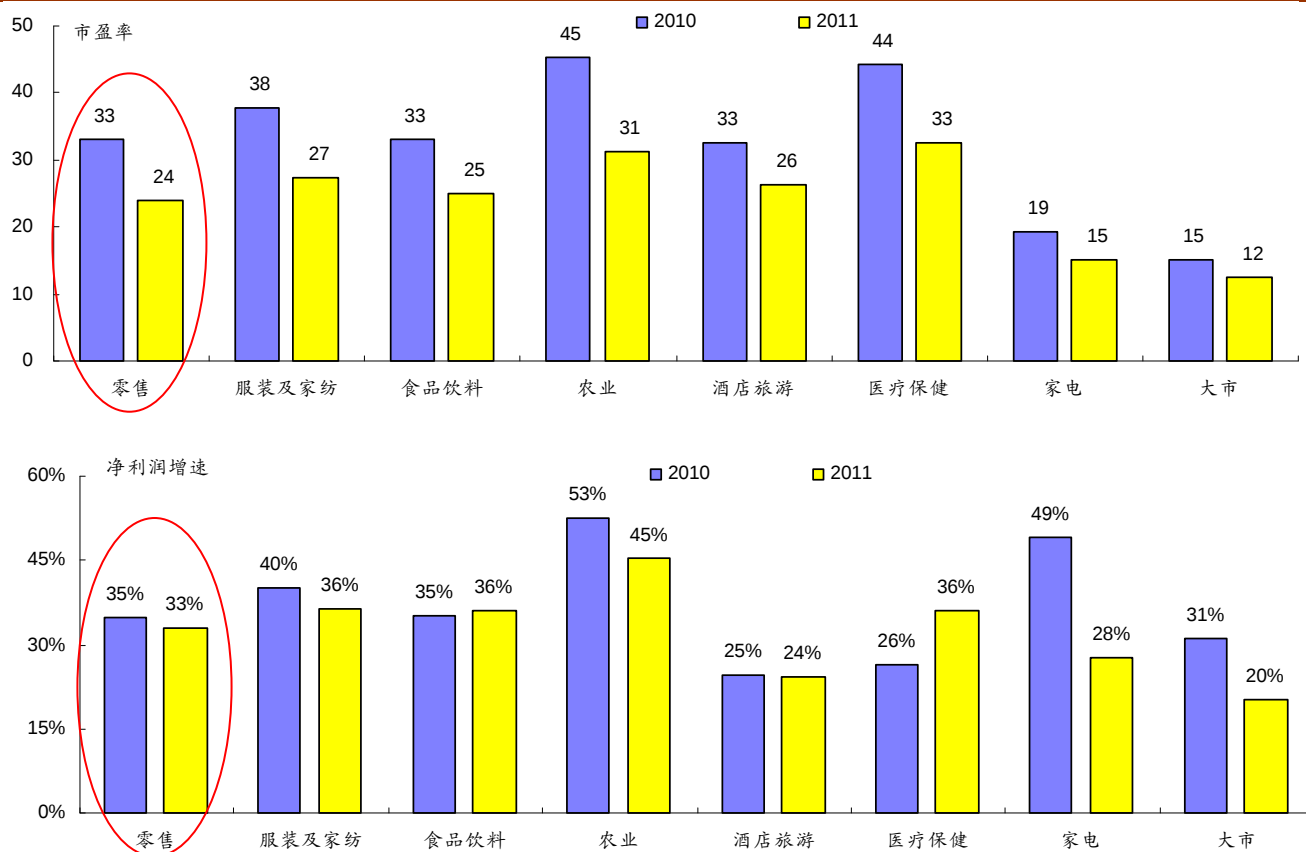
¹ 来源于金融界

图表 1: 2010 年 4 季度低点至今反弹幅度

公司	目前股价	2010年4季度至今最低股价	反弹幅度	2011年业绩增速	2011年市盈率
王府井	42.89	40.86	5.0%	55%	27
广州友谊	25.38	23.81	6.6%	30%	20
永辉超市	29.59	27.44	7.8%	54%	50
大商股份	44.98	41.45	8.5%	89%	41
百联股份	17.63	16.04	9.9%	23%	22
重庆百货	44.80	40.78	9.9%	31%	24
华联综超	11.28	9.78	15.3%	78%	45
友好集团	13.79	11.86	16.3%	43%	28
鄂武商	18.45	15.71	17.4%	28%	24
武汉中百	13.93	11.75	18.6%	30%	27
苏宁电器	13.89	11.74	18.3%	31%	18
天音控股	13.73	11.40	20.4%	32%	30
合肥百货	19.31	16.00	20.7%	33%	24

资料来源：万德资讯，中金公司研究部 注：合百、重百、百联均为合并后的数据，百联股价使用的是友谊股份的股价

图表 2: 中金行业估值和盈利增速对比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

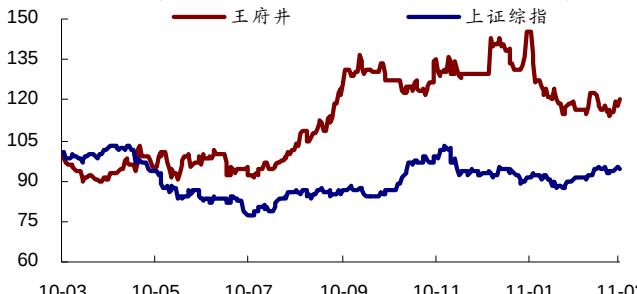
图表 3: 可比公司估值

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 净利润CAGR	PEG		
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E			2011E	2012E
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	44.98	13,212	170	-	321	88.8%	536	67.0%	0.58	1.09	1.83	77.7	41.2	24.6	77.6%	0.5
	600859.CH	王府井	42.89	19,832	480	24.8%	742	54.6%	968	30.5%	1.04	1.60	2.09	41.3	26.7	20.5	42.0%	0.6
	002419.CH	天虹商场	46.58	18,637	485	36.3%	643	32.5%	841	30.9%	1.21	1.61	2.10	38.4	29.0	22.2	31.7%	0.9
	3368.HK	百盛集团	10.78	30,297	992	8.9%	1092	10.1%	1,269	16.3%	0.41	0.47	0.56	26.3	22.8	19.1	13.1%	1.7
	825 .HK	香港新世界	5.48	9,240	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	16.0	13.5	11.3	19.0%	0.7
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	19.31	9,263	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.61	0.82	1.11	31.5	23.6	17.4	34.5%	0.7
	000501.CH	鄂武商	18.45	9,359	306	28.2%	390	27.5%	526	34.7%	0.60	0.77	1.04	30.6	24.0	17.8	31.1%	0.8
	600778.CH	友好集团	13.79	4,295	109	80.2%	156	43.3%	228	46.4%	0.35	0.50	0.73	39.5	27.5	18.8	44.8%	0.6
	600729.CH	重庆百货	44.80	16,715	527	30.5%	689	30.6%	918	33.4%	1.41	1.85	2.46	31.7	24.3	18.2	32.0%	0.8
	600697.CH	欧亚集团	26.62	4,235	129	16.0%	161	25.0%	215	26.2%	0.81	1.01	1.35	32.8	26.2	19.7	29.1%	0.9
	600785.CH	新华百货	28.03	5,814	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	23.40	8,171	217	45.0%	288	32.8%	418	45.1%	0.62	0.83	1.20	34.4	25.9	17.9	38.8%	0.7
	000419.CH	通程控股	10.13	3,556	94	65.0%	120	28.2%	149	24.1%	0.27	0.34	0.42	37.9	29.6	23.8	26.1%	1.1
	600858.CH	银座股份	23.04	6,657	170	43.0%	230	35.2%	304	32.1%	0.59	0.80	1.05	39.2	29.0	21.9	33.6%	0.9
	600828.CH	成商集团	17.09	6,249	138	8.2%	197	42.2%	252	28.1%	0.38	0.54	0.69	45.2	31.8	24.8	35.0%	0.9
	000564.CH	西安民生	8.73	2,657	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	44.7	34.0	26.1	31.0%	1.1
	长三角地区	600827.CH	百联股份(合并后)	17.63	30,368	1112	34.6%	1370	23.2%	1781	30.0%	0.65	0.80	1.03	27.3	22.2	17.0	26.6%
600628.CH		上海新世界	12.44	6,616	207	15.0%	232	12.0%	277	19.2%	0.39	0.44	0.52	31.9	28.5	23.9	15.5%	1.8
600655.CH		豫园商城	13.18	18,944	650	35.0%	785	20.7%	943	20.2%	0.45	0.55	0.66	29.1	24.1	20.1	20.5%	1.2
1833.HK		银泰百货(经营性)	10.80	20,629	530	60.0%	713	34.5%	943	32.3%	0.32	0.45	0.62	33.5	23.7	17.5	33.4%	0.7
1833.HK		银泰百货(收购信诚)	10.80	20,629	530	60.0%	785	48.1%	1,031	31.4%	0.32	0.50	0.67	33.5	21.6	16.0	39.5%	0.5
北京和广州地区	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	18.98	36,875	1002	30.5%	1306	30.3%	1676	28.3%	0.60	0.82	1.08	31.6	23.2	17.6	29.3%	0.8
	000987.CH	广州友谊	25.38	9,110	343	20.4%	447	30.2%	592	32.5%	0.96	1.25	1.65	26.5	20.4	15.4	31.3%	0.6
	600723.CH	西单商场	13.05	8,592	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	36.0	28.2	22.5	26.4%	1.1
超市类公司																		
	000759.CH	武汉中百	13.93	9,487	269	26.1%	350	30.1%	460	31.4%	0.40	0.51	0.68	35.3	27.1	20.6	30.8%	0.9
	600361.CH	华联综超	11.28	7,510	93	53.0%	166	78.1%	249	50.3%	0.14	0.25	0.37	80.8	45.3	30.2	63.6%	0.7
	601933.CH	永辉超市	29.59	22,722	298	17.2%	458	53.7%	663	44.9%	0.39	0.60	0.86	76.3	49.6	34.2	49.2%	1.0
	002336.CH	人人乐	23.45	9,380	239	4.1%	299	25.2%	410	37.1%	0.60	0.75	1.03	39.3	31.4	22.9	31.0%	1.0
	002251.CH	步步高	26.04	7,040	172	4.1%	215	25.0%	272	26.5%	0.64	0.80	1.01	40.9	32.7	25.9	25.7%	1.3
	002264.CH	新华都	25.15	4,032	88	28.1%	116	31.8%	149	28.6%	0.55	0.72	0.93	45.8	34.8	27.0	30.2%	1.2
	980.HK	联华超市	33.50	20,837	650	28.2%	823	26.7%	1,021	24.1%	1.21	1.61	2.05	27.6	20.8	16.3	25.4%	0.8
	814.HK	京客隆	9.99	4,118	182	23.5%	228	25.0%	281	23.3%	0.51	0.67	0.85	19.4	14.8	11.7	24.1%	0.6
	8277.HK	物美集团	15.66	19,111	535	22.2%	670	25.2%	842	25.7%	0.51	0.67	0.86	30.7	23.4	18.2	25.5%	0.9
	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	13.89	97,177	4011	38.8%	5259	31.1%	6732	28.0%	0.57	0.75	0.96	24.2	18.5	14.4	29.6%	0.6
	493.HK	国美电器	2.84	47,765	1,910	37.0%	2,346	22.8%	2,821	20.2%	0.12	0.16	0.20	23.0	17.9	14.5	21.5%	0.8
手机分销	000829.CH	天音控股	13.73	13,001	325	71.4%	430	32.4%	574	33.3%	0.34	0.45	0.61	40.0	30.2	22.7	32.9%	0.9
	002416.CH	爱施德	41.63	20,536	607	27.0%	718	18.2%	853	18.8%	1.23	1.46	1.73	33.8	28.6	24.1	18.5%	1.5
商业地产开发或购物中心经营型公司																		
	600415.CH	小商品城	32.28	43,927	1008	10.1%	1680	66.7%	2,134	27.0%	0.74	1.23	1.57	43.6	26.1	20.6	45.5%	0.6
	000882.CH	华联股份(增发后盈利)	8.53	6,350	50	-33.3%	120	140.8%	196	63.1%	0.07	0.16	0.27	126.1	52.4	32.1	98.2%	0.5

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

王府井 (600859.SH): 推荐

图表 4: 王府井主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	当前股价	42.9
营业收入	10,174	11,099	13,648	16,895	20,979	股票代码	600859.CH
(+/-%)	13.9%	9.1%	23.0%	23.8%	24.2%	日成交量 (百万股)	5.3
净利润	344	384	480	742	968	52周最高价/最低价	51.99/31.2
(+/-%)	29.2%	11.7%	24.8%	54.6%	30.5%	增发后总股数 (百万股)	462
每股收益-增发后	0.74	0.83	1.04	1.60	2.09	增发后主要股东 (持股比例)	北京王府井国际商业有限公司 (49.05%)
市盈率-增发后	57.6	51.6	41.3	26.7	20.5		
市净率 (倍)	9.66	7.01	6.21	3.49	3.04		
股价/经营现金	23.95	16.98	12.17	11.69	11.01		
净资产收益率 (%)	13.4	15.7	15.9	16.7	15.9		
投入资本回报率 (%)	12.5	15.3	16.4	17.5	16.6		
股息收益率 (%)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6		

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

投资要点

公司向集团定向增发获得 12 亿元现金, 实质是集团的一次增持, 锁定期 3 年, 体现出对上市公司成长性的信心; 同时作价 6 亿元收购成都店少数股东权益, 收购市盈率仅为 2010 年 15 倍, 加之今年 10 月份的增持, 有望增厚 2011 年每股收益 8%。此次增发有利于公司与资本市场形成良性互动, 提升业绩释放意愿。中长期来看, 王府井是我国著名的全国性百货连锁零售品牌, 在北京市场具备领军地位, 外地门店大多在中西部市场, 后续持续较快增长可期。纳入我们的优势组合, 上调评级至推荐。

- 增发项目具备吸引力。公司拟向成都工投发行股票用于收购其持有的成都王府井 13.51% 的股权 (增发后 100% 持股), 以及在全国范围内新设百货门店和现有老门店装修改造等项目。
- 北京市场: 主力店面积提升显成效。王府井在北京共有 6 家门店 (今年新开两家), 都位于北京核心商圈, 聚集大量客流。百货大楼已于 9 月 10 日改造完成, 面积扩大 80%, 成为步行街上引领全新高品质时尚生活的大型综合百货店。
- 外地市场: 在中西部地区的良好布局。公司有 16 家店处于中西部市场, 具备很好的先发优势, 且大多数门店正处于业绩快速提升和扭亏期, 增长潜力大。
- 明后几年净利润增长率均有望超过 30%。预计 2010-2012 年净利润 4.8 亿、7.42 亿和 9.68 亿, 增长 25%、55% 和 31%, 按增发后股本测算的每股收益分别为 1.04 元、1.60 元和 2.09 元。
- NAV 高于市值。合计 NAV 达到 272 亿, 对应每股 58.9 元, NAV 高出市值 37%, 股价具备较大支撑。

估值与投资建议

公司考虑增发后 2011 年市盈率为 27 倍, 处于合理区间, 品牌、跨区域网络价值支持公司拥有一定的溢价。我们看好王府井的业绩释放空间和管理层激励最终得以落实的潜力, 业绩可持续增长是其未来股价的拉动力量。

风险

增发推进放缓。

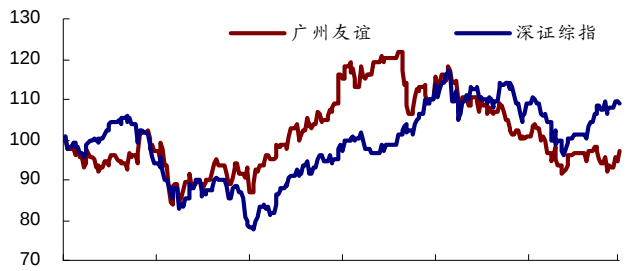
图表5：王府井历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,936	10,174	11,099	13,648	16,895	20,979
营业成本	-7,270	-8,248	-9,026	-11,100	-13,735	-17,035
营业费用	-756	-831	-989	-1,174	-1,436	-1,745
管理费用	-300	-403	-407	-464	-558	-682
财务费用	-24	-40	-68	-84	-36	-45
营业利润	524	550	519	710	982	1,283
税前利润	444	510	523	717	989	1,290
所得税	-166	-138	-104	-172	-247	-323
少数股东权益	-11	-28	-35	-65	0	0
净利润	266	344	384	480	742	968
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	782	828	1,168	1,630	1,697	1,802
投资活动现金流	-226	-1,369	-319	-347	-817	-1,017
融资活动现金流	-202	46	-101	-276	992	-118
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,607	1,112	1,859	2,866	4,738	5,405
应收帐款	354	367	378	411	509	632
存货	294	286	305	339	420	568
流动资产	2,255	1,765	2,542	3,617	5,667	6,605
长期投资	474	87	117	134	151	168
固定资产净值	770	2,247	2,246	2,181	2,435	3,010
在建工程	97	103	30	149	360	450
总资产	6,502	6,187	7,413	8,619	11,211	12,892
短期借款	90	490	70	0	0	0
应付帐款	2,598	2,991	3,422	3,977	5,036	5,868
流动负债	2,836	3,962	3,631	4,498	5,357	6,188
长期借款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	524	85	838	750	0	0
总负债	3,359	4,047	4,469	5,248	5,357	6,188
少数股东权益	65	87	114	179	179	179
股东权益	3,142	2,140	2,944	3,371	5,855	6,704

资料来源：公司资料，中金公司研究部

广州友谊 (000987.SZ): 推荐

图表 6: 广州友谊主要财务, 股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	当前股价	人民币 25.38
营业收入	2,620	2,959	3,810	5,076	6,334	股票代码	000987.CH
(+/-%)	14.3%	13.0%	28.8%	33.2%	24.8%	日成交量 (百万股)	7.2
毛利	630	669	896	1,204	1,515	总市值(百万)	9110
(+/-%)	13.8%	6.2%	33.9%	34.4%	25.8%	52周最高价/最低价	人民币 32.30/21.60
净利润	257	285	343	447	592	总股数 (百万股)	359
(+/-%)	34.6%	10.9%	20.4%	30.2%	32.5%	其中: 流通股 (百万股)	358
每股收益 (元)	0.72	0.79	0.96	1.25	1.65	主要股东 (持股比例)	广州市国有资产监督管理委员会 (51.89%)
每股经营现金流(元)	0.88	1.23	1.55	2.43	2.72		
市盈率	35.4	31.9	26.5	20.4	15.4		
市净率	7.9	6.9	6.0	5.0	4.2		
股价/经营现金	28.9	20.7	16.4	10.4	9.3		
净资产收益率 (%)	24.1	23.1	24.1	26.8	29.7		
股息收益率 (%)	1.3	1.2	1.4	1.9	2.5		

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

投资要点

- 广州友谊是上市百货公司中唯一一家在一线城市市场获得优势地位的高档百货公司, 公司 2010 年环市东店扩容加之国金店开业, 营业面积扩容 50% 左右, 为中长期增长打开空间。
- 1) 环市东店扩容, 男店经营持续向好。男店去年 9 月正式营业, 目前日均销售已达 110 万元左右, 已基本能持平相关费用。今年 5 层约 3000 多平米将用于男装经营 (现为餐饮), 男装面积有望进一步扩大。同时, 1-4 层约 10 个左右品牌的原租赁合同今年到期, 届时公司进一步将进行品牌调整。
- 2) 国金店 2010 年 11 月 18 日开业, 预计门店整体租金接近 7000 万左右, 但由于 5 层 5500 平米左右用于出租经营餐饮、酒楼, 贡献约 1300 万左右租金收入, 因此能够降低租金成本压力。
- 3) 佛山店预计今年 4 季度开业, 前期处于租金减免期, 因此新店亏损压力不大。
- 广州友谊最大的优势在于精细化管理能力、品牌优势、管理团队的凝聚力。公司有望借助广州和珠三角地区区域规划、国资支持、和已经在两广地区建立起的品牌影响力, 在今后几年能够实现更快、更好的发展。
- 国税总局目前正在酝酿降低部分商品的进口环节税收, 明确将取消奶粉和化妆品的消费税, 远期还将取消黄金珠宝首饰的消费税。广州友谊作为广州地区高档百货的代表, 将会明显受益于税收降低后的需求提升。

盈利预测、估值和投资建议

重申推荐评级和“竞争优势组合”地位, 低估值、高档特色化定位、具备盈利弹性, 值得关注。预计 2010-2012 年净利润 3.43 亿、4.47 亿、5.92 亿, 对应每股收益 0.96 元、1.25 元、1.65 元。目前公司 2011 年市盈率只有 20 倍, 在零售板块中处于最低水平之列。我们认为, 公司经营管理能力优秀, 有望充分享受消费升级趋势, 去年受旗舰店扩容影响, 短期盈利增速略有放缓, 但今年起有望逐步恢复。

风险

新店扭亏慢于预期。

图表 7：广州友谊历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,892	2,291	2,620	2,959	3,810	5,076	6,334
营业成本	-1,435	-1,737	-1,990	-2,290	-2,914	-3,872	-4,819
营业费用	-136	-155	-192	-192	-271	-378	-450
管理费用	-98	-111	-100	-94	-137	-183	-213
财务费用	17	22	33	26	20	21	22
营业利润	216	284	342	378	459	599	793
税前利润	215	283	341	380	457	595	789
所得税	-74	-92	-84	-95	-114	-148	-196
有效税率	34.3%	32.5%	24.5%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	141	191	257	285	343	447	592
现金流量表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	299	334	315	440	557	874	977
投资活动现金流	-4	21	-3	-1	-200	-200	-200
融资活动现金流	-41	-65	-89	-118	-130	-169	-224
资产负债表(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	918	1,208	1,431	1,752	1,979	2,484	3,038
应收款项	44	39	77	56	72	96	120
存货	73	94	112	121	150	200	249
固定资产净值	234	217	203	185	344	482	600
总资产	1,448	1,719	1,973	2,256	2,683	3,396	4,137
短期借款	0	0	0	0	0	0	0
应付款项	454	594	699	815	1,012	1,291	1,606
长期借款	0	0	0	0	0	0	0
总负债	593	737	822	938	1,151	1,586	1,958
少数股东权益	1	1	2	2	2	2	2
股东权益	856	982	1,151	1,318	1,532	1,810	2,179

资料来源：公司资料，中金公司研究部

附录

新闻摘要：内地拟降进口税扩内需

内地拟降进口税扩内需

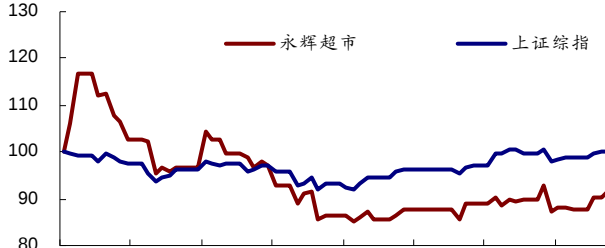
- 奶粉境外抢购、化妆品代购汹涌,这些非正常手段正在成为越来越多消费者购买进口商品的主要手段。近日有内地媒体报道称,国税总局官员称国税总局正在酝酿降低部分商品的进口环节税收,让这些商品以正常途径进口,防止税收流失。
- 2010年度中国电子商务市场数据监测报告显示,2010年中国海外代购的市场交易规模达到了120亿元,预计这些代购大部分并没有缴纳关税,进口环节税收最少也要10%以上,多的100%以上,所以这部分税收流失最少也有几十亿元。根据海外代购的增长趋势,有学者预计,到2012年海外代购的交易规模将达480亿元,其流失的税额将更加巨大。
- 国税总局官员表示,酝酿中的方案将对进口消费税进行重点调整,取消奶粉化妆品消费税,远期还将取消黄金珠宝首饰的消费税。此外,进口关税也有望进一步降低,消费税调整有望在“十二五”期间逐步实现。
- 商务部有关官员也表示,鉴于近年来国民通过网上代购、个人出境等途径采购的金额相当可观,而这两年随着通货膨胀和食品安全担忧等因素加剧,国人出境购买的产品种类越来越多,并呈日渐加剧之势,与其避开事实,不如降低部分国内产品关税,吸引消费向国内转回,增加内需。

引入竞争激活内企，保民生重于增税收

- 对于国家税务总局此次传出的降税消息,中共中央党校研究室副主任周天勇教授对记者表示,降低进口奶粉的税率,将给国内的奶粉市场引入更多的竞争机制,促使内地奶粉市场更加健康、有序。虽然可能会对内地许多奶制品企业造成较大的冲击,但在公平竞争的体制下,可促使奶粉市场更加健康和完善。相关部门也应该藉此展开大的整顿行动,以保障群众能买到更加便宜、安全的奶粉。保障奶粉安全是第一位的,至于能否增加税收倒是可以另外考虑。
- 中央财经大学财政与公共管理学院副院长刘桓亦表示,以前政府虽然采取了各种乳品监管手段并出台了多项措施,但国内奶粉的质量问题仍然层出不穷。在这种情况下,单纯依靠征收高额关税,打击走私,已不能解决问题。他认为,降低关税,引入国外优质产品的竞争,这样反而能激发国内厂商改进产品质量,也能让老百姓买上放心奶粉。堵不如疏,如果通过代购或者走私,很可能导致境外一些质量并没有保证的奶粉产品流入;如果敞开大门,让这些产品以正常方式进入,反而能够保证进口产品的品质。
- 对于化妆品的降税刘桓则认为,目前实行的消费税规定,是1994年制定的。随着中国开放程度的提高和人民生活水平的提高,很多化妆品应该是要归类为正常的日用消费品了,需要进行税则的调整。“再不进行调整,会有更多的消费和税收流失海外。”刘桓说。

永辉超市（601933.SH）：审慎推荐

图表 8：永辉超市主要财务，股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	当前股价	人民币 29.59
营业收入	5,678	8,475	12,004	17,250	24,553	股票代码	601933.CH
(+/-%)	54.6%	49.3%	41.6%	43.7%	42.3%	日成交量 (百万股)	4.3
毛利	1,016	1,517	2,196	3,191	4,591	52周最高价/最低价	人民币 37.71/23.98
(+/-%)	60.7%	49.4%	44.8%	45.3%	43.9%	总股数 (百万股)	767.90
净利润	214	254	298	458	663	市值 (百万)	22,722
(+/-%)	64.6%	19.0%	17.2%	53.7%	44.9%	主要股东 (持股比例)	张轩松、张轩宁 (35.66%)
每股收益 (元)	0.28	0.33	0.39	0.60	0.86		
市盈率	106.3	89.4	76.3	49.6	34.2		
市净率	27.6	21.2	6.0	5.4	4.7		
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%		

资料来源：公司资料，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。
- 生鲜经营为特色，相对其他以包装食品经营为主的超市零售商，受网购冲击影响小。
- 管理层激励到位，上市后董事长和高管持股 65%。

盈利预测、估值和投资建议

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 28%。

风险：扩张较快，关注费用变化和新进入市场经营。

图表 9：永辉超市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：公司资料，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