

供应链管理铸造公司市场优势

暂不评级

分析师: 陈雷 电话: (8610) 6656 8162 邮箱: chenlei_zb@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130208071629

分析师: 卞晓宁 电话: (8610) 6656 8482 邮箱: bianxiaoning@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130109054136

1. 事件

永辉超市 (601933) 即将上市, 我们简析其成长前景和上市价格。

2. 我们的分析与判断

(1) **“农改超”的成功典范。**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, 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, 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, 从而有效吸引客流。目前公司分别是福建和重庆地区第一和第二大超市零售商, 截至 2010 年 6 月底共有 135 家门店和 1 个配送中心, 其中福建开业 81 家门店, 重庆开业 47 家, 北京开业 5 家, 安徽开业 2 家。2007-2009 年公司营业收入和净利润年复合增长率分别达到 52% 和 40%。

(2) **以生鲜为特色的供应链管理。**公司建立了一整套完善的全国性生鲜农产品统采和区域直采体系, 全国统一采购金额占比约 20%, 直接采购金额占比约 76%, 不仅保证了较低的采购成本, 同时利于公司监管产品品质。公司在福州的闽侯配送中心运输辐射范围逾 300 公里, 为商品的运输提供了有力的保证。公司生鲜类产品的销售占比达 50%~60%, 毛利率高于同业 2%~3%。因生鲜销售聚集的大量人气也带动了食品以及日用品的销量, 提升了公司对供应商的议价能力。

(3) **标准化营运的快速复制模式。**公司实施门店的标准化运营, 制定了 800 多万字的采购手册, 生鲜、服装及食品等部门分别形成了内部流程控制手册。公司通过规范业务流程实现规范化运作和科学管理, 使库存商品的损耗率处于较低水平。精细化的运营模式不仅提升公司整体的盈利能力, 同时有利于公司实施门店标准化复制, 加快布局节奏。

(4) **密集布局重点城市, 确保规模优势。**公司进入福建及重庆市场较早, 已具备规模优势, 福建销售收入约占公司整体的 57%, 重庆销售收入约占公司整体的 37%。公司 2009 年战略进入北京市场, 2010 年开拓安徽市场, 新开门店经营情况良好, 但尚未形成规模优势。未来公司将采取巩固优势区域, 稳健推进新市场的策略, 以福建、重庆、北京、安徽作为海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区核心, 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。

3. 投资建议

我们假设 2010-2012 年公司每年新开设 40 家门店, 综合毛利率逐步上升至 18.7% 的水平, 销售费用率受新开门店的影响上至 12.8%, 管理费用率保持在 2% 的水平。由此, 我们预计 2010-2012 年净利润增速分别为 16.8%, 47.3% 和 36.3%, 每股收益 0.40 元、0.60 元和 0.82 元。公司以生鲜为代表的供应链管理具有较大优势, 盈利具备较大提升空间。目前零售行业 2011 年市盈率在 30 倍左右。市场预期 2011 年上半年 CPI 将继续高企, 市场将给予超市公司一定估值溢价, 按 2011 年 35-40 倍 PE, 对应的合理股价为 21 元-24 元。

表 1: 永辉超市 (601933) 财务报表预测

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	476.3	534.6	1932.0	1695.9	1559.1	营业收入	5678.2	8474.8	12454.0	17865.0	23783.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	4662.6	6958.0	10212.3	14577.8	19335.6
应收账款	28.6	59.7	87.7	125.9	167.6	营业税金及附加	22.1	29.9	43.9	62.9	83.8
预付款项	216.7	379.5	618.6	959.9	1412.5	销售费用	577.2	946.6	1494.5	2233.1	3044.2
其他应收款	195.4	234.9	345.2	495.2	659.3	管理费用	108.3	171.9	251.6	357.3	475.7
存货	377.9	752.1	1103.9	1575.8	2090.0	财务费用	22.0	36.8	62.0	52.0	40.0
其他流动资产	4.3	17.0	35.2	59.9	87.0	资产减值损失	1.4	3.5	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	287.7	537.5	691.9	800.7	938.8	投资收益	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	2.3	52.5	276.3	388.1	444.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	284.3	328.2	389.8	581.8	803.8
无形资产	10.2	160.5	8.2	7.1	6.1	营业外收支净额	-1.2	3.4	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	222.1	432.4	177.6	155.4	133.2	税前利润	283.1	331.6	389.8	581.8	803.8
资产总计	1824.7	3168.3	5276.7	6264.0	7497.7	减: 所得税	66.4	74.7	89.7	139.6	200.9
短期借款	465.6	992.0	0.0	0.0	0.0	净利润	216.6	256.9	300.1	442.2	602.8
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	203.6	241.9	261.9	393.9	536.5
应付账款	314.7	635.2	919.5	1312.5	1740.9	少数股东损益	13.0	15.0	38.3	48.3	66.3
预收款项	59.1	131.3	237.3	389.5	592.0	基本每股收益	0.31	0.37	0.40	0.60	0.82
应付职工薪酬	35.8	38.1	38.1	38.1	38.1	稀释每股收益	0.31	0.37	0.40	0.60	0.82
应交税费	58.5	64.3	64.3	64.3	64.3	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	51.5	77.0	77.0	77.0	77.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	54.6%	49.3%	47.0%	43.4%	33.1%
长期借款	0.0	85.0	85.0	85.0	85.0	EBIT 增长率	49.2%	19.7%	22.6%	40.3%	33.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	67.7%	18.8%	16.8%	47.3%	36.3%
负债合计	1002.8	2098.0	1496.3	2041.5	2672.4	盈利性					
股东权益合计	821.9	1070.3	3845.5	4287.6	4890.4	销售毛利率	17.9%	17.9%	18.0%	18.4%	18.7%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	3.6%	2.9%	2.1%	2.2%	2.3%
净利润	217	257	300	442	603	ROE	27.5%	10.5%	10.0%	9.3%	10.4%
折旧与摊销	63	114	279	303	329	ROIC	39.8%	23.6%	19.3%	20.6%	20.8%
经营活动现金流	181	205	292	316	403	估值倍数					
投资活动现金流	-378	-692	-500	-500	-500	PE	84.0	70.7	65.3	43.4	31.9
融资活动现金流	284	562	2020	-52	-40	P/S	3.0	2.0	1.4	1.0	0.7
现金净变动	87	76	3413	-236	-137	P/B	20.8	16.0	4.4	4.0	3.5
期初现金余额	184	476	535	1932	1696	股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	271	552	3947	1696	1559	EV/EBITDA	46.2	36.6	20.9	16.7	13.5

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908