

永辉超市 (601933) 新股询价报告

生鲜经营的成功典范

日常消费/超市

询价区间
22.94-26.04 元

发布时间: 2010 年 12 月 14 日

投资要点:

- 永辉超市股份有限公司创办于 2001 年, 是一家以经营生鲜农产品为主, 日用百货、服装鞋帽为辅的商业零售企业, 是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的流通和农业产业化企业之一。
- 公司以生鲜农产品作为自身的特色, 凭借强大的生鲜产品经营管理能力, 在生鲜产品获得快速周转、较高盈利的同时吸引大量客流量, 从而带动服装、日用品等其他产品的销售。截至 2010 年 6 月底, 公司共有 135 家门店和 1 个配送中心, 总经营面积约 865,720 平方米。
- 目前, 公司在福建省已开业门店数量达到 81 家, 重庆市已开业的门店数量达到 47 家, 北京市属于 2009 年新进的市场, 已开业的门店数量达到 5 家, 安徽省属于 2010 年战略性新进的市场, 已开业的门店数量达到 2 家。
- 我们认为公司作为国内生鲜超市的领先企业, 发展出了一套业界为之称道的“永辉模式”, 且公司在异地扩张中, 也印证了其经营模式的科学性。公司近年来稳中求快的扩张步伐为公司业绩的持续提升奠定了基础, 本次募投项目延续了公司的扩张理念, 并在物流、信息、人才等方面入手, 为其高成长性提供了坚强的后盾。
- 按照公司 2010-2012 年每年新增门店 38 家、24 家、11 家的计划, 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.41 元、0.62 元和 0.86 元, 参比同类上市公司估值及考虑公司的独特性和高成长性, 我们认为公司 2011 年市盈率在 37 倍-42 倍之间比较合理, 对应合理价位为 22.94 元-26.04 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	847,482	49.25	25,429	18.99	0.39	27.29		
2010E	1,243,255	46.70	31,324	23.18	0.41			
2011E	1,835,169	47.61	47,419	51.38	0.62			
2012E	2,561,346	39.57	65,783	38.73	0.86			

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	65,790
发行数量 (万股)	11,000
发行价格 (元)	23.98
发行前 EPS (元)	0.39
发行后 EPS (元)	0.33
发行前每股净资产 (元)	1.60
发行日期	2010-12-7
上市日期	2010-12-15
主承销商	中信证券

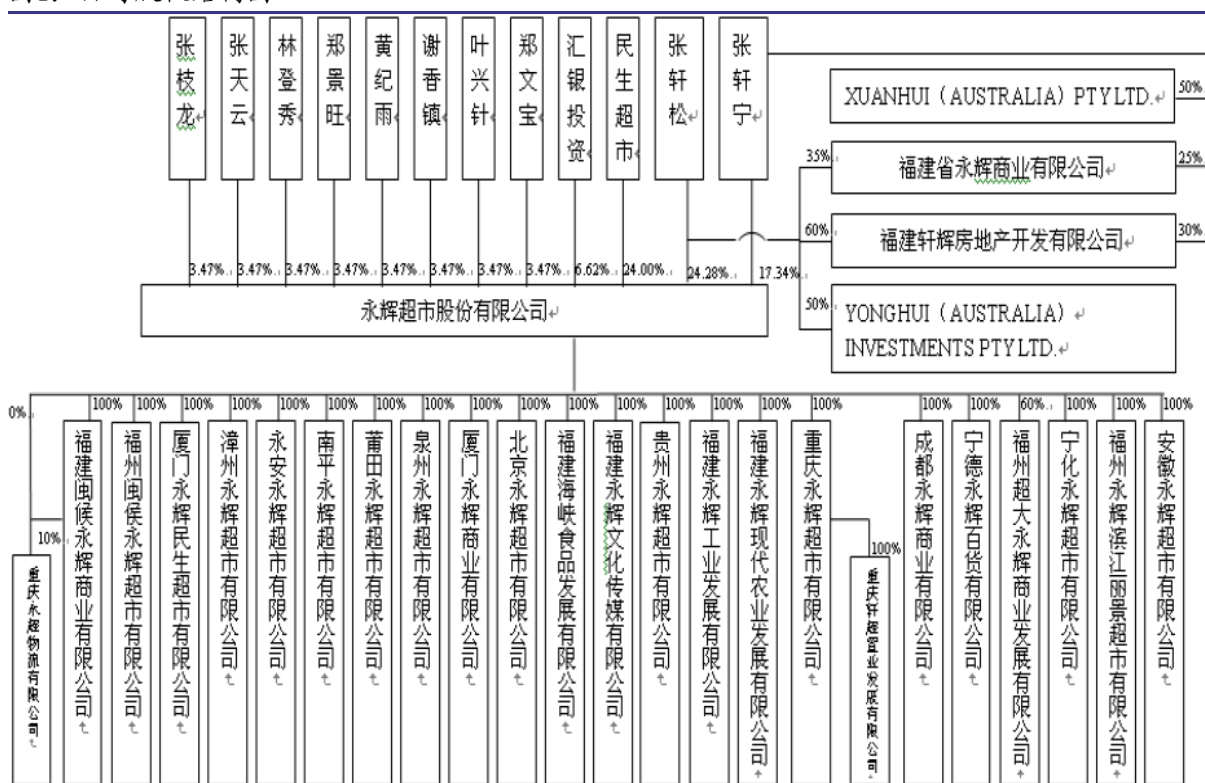
分析师: 周思立 联系人: 罗旷怡
执业证书编号: s0550207100075
TEL: (8621)6336 7000
FAX: (8621)6337 3209
Email: luoky@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编: 200002

1. 公司简介

永辉超市股份有限公司创办于2001年，是一家以经营生鲜农产品为主，日用百货、服装鞋帽为辅的商业零售企业，是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的流通和农业产业化企业之一。公司的经营模式被国务院七部委誉为中国“农改超”推广的典范，被百姓誉为“民生超市、百姓永辉”。截至2010年6月底，公司在北京、重庆、福建、安徽等多个省市已有135家门店和1个配送中心，经营面积超过100万平方米，2009年营业总额突破百亿元大关，位居中国连锁百强企业34强、中国快速消费品连锁百强16强。

股权结构方面，公司实际控制人为张轩松和张轩宁，两人为兄弟关系，并签署了一致行动协议。本次发行前，二者合计持有公司41.62%的股份，为公司的相对控股股东，本次不超过1.1亿股A股股票发行成功后，张轩松和张轩宁合计持有公司的股份将下降为35.66%，但合计仍为公司第一大股东。

图1：公司股权结构图

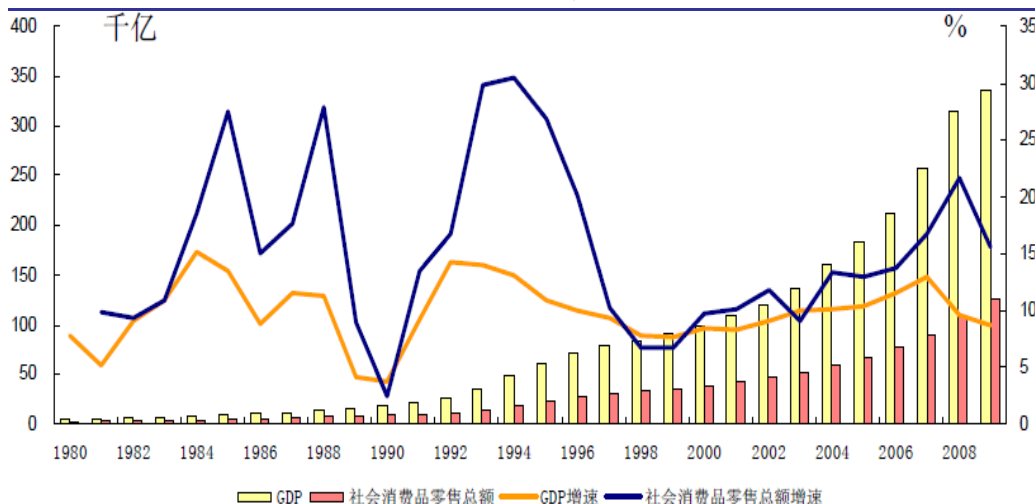


资料来源：公司招股说明书

2. 公司经营环境分析

中国拥有世界上最庞大的消费人群，2008年底消费者达到约13.3亿，超过美国的4倍，社零总额在2008年突破10万亿元，达到108,487.7亿元，截至2009年底，我国社零总额已经达到约125,343亿元，同比增长15.5%。自1980年以来，我国社会消费品零售总额的年复合增长率约15.1%，年增长率大都高于GDP的增长率，且表现出了较强的抗周期性。

图2：1980-2009社零总额与GDP的规模及增长情况

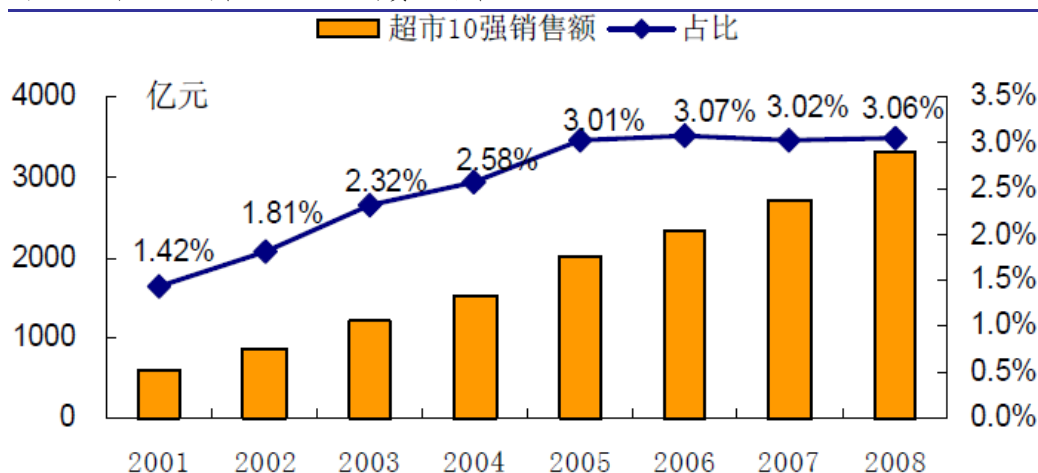


资料来源：公司招股说明书

目前中国经济构成中，消费占比明显偏低，居民消费占比仅35.32%，远低于发达国家55-70%的水平。我国人均2008年突破3,000美元，正处于消费水平快速增长和消费结构转型升级时期，国家也多次出台政策刺激消费，未来中国经济增长方式转变必将带来消费的大幅增长。

从人均GDP与零售业态的生命发展周期关系看，虽然我国整体人均GDP已经超过3,000美元，但大多数地区的当前人均GDP处于2,000-3,000美元之间，理论上正是超市行业的快速成长期，随着我国宏观经济的快速发展，超市龙头企业通过兼并收购和外延式的扩张提高市场份额，企业规模不断发展壮大。根据中国连锁经营协会公布的2008年中国连锁百强排名，超市10强销售额占社会消费品零售总额的比例由2001年的1.42%提高到2008年的3.06%。

图3：超市10强销售额占社会消费品零售总额比重



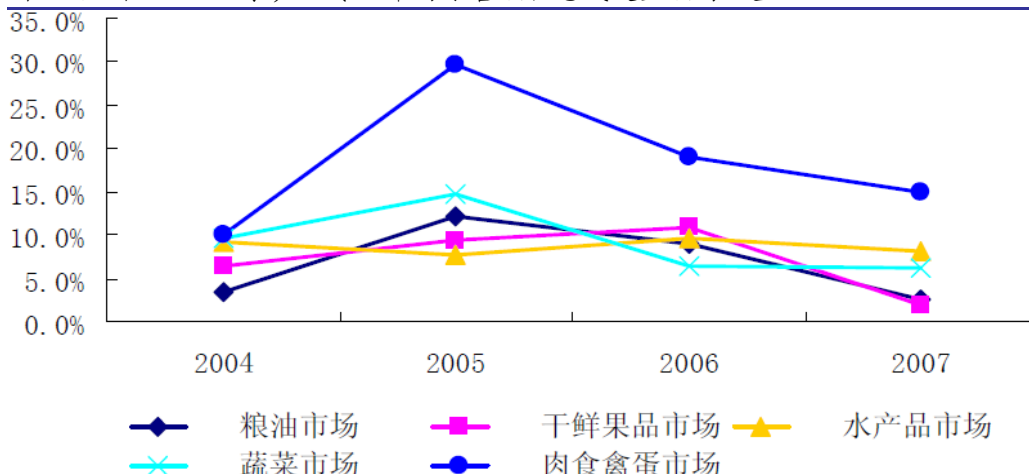
资料来源：公司招股说明书

在生鲜销售方面，传统农贸市场在过去一段时间内承载着现代超市的任务或职能。在超市行业快速发展的现阶段，农贸市场作为消费者购买生鲜商品的传统渠道仍然分流了现代超市的部分目标客户，尤其是对于以经营生鲜为特色的超市企业来说，来自传统农贸市场的竞争更为明显。发达国家的生鲜农产品主要通过连锁超市和食品商店销售，其中美国

和德国的农产品90%是通过这类终端销售，日本通过该类渠道销售的农产品也达到70%。目前我国农产品通过超市渠道销售的比重约30%，另外约70%的农产品通过传统农贸市场销售给消费者，以生鲜为特色的超市企业具备广阔的发展空间。

2005年以来我国亿元以上农产品专业市场的零售额占比呈现下降趋势，这也充分说明了随着消费者消费理念的改变，农贸市场的零售功能将逐渐由现代超市取代。

图4：全国亿元以上农产品专业市场零售额占总成交金额的比重



资料来源：公司招股说明书

3. 公司经营情况分析

公司以生鲜农产品作为自身的特色，凭借强大的生鲜产品经营管理能力，在生鲜产品获得快速周转、较高盈利的同时吸引大量客流量，从而带动服装、日用品等其他产品的销售。公司结合了传统农贸市场与现代超市的特点，既有农贸市场的价格优势以及新鲜、品类齐全的生鲜产品，又带来了现代超市舒适的购物环境和一站式购物体验。

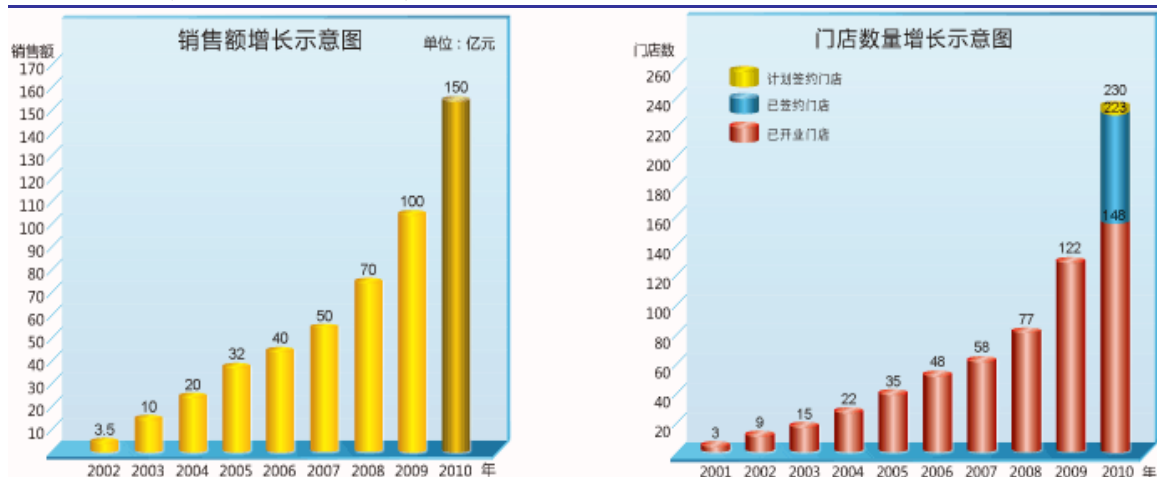
公司自成立以来，门店数量快速扩张，盈利能力大幅提升，截至2010年6月底，公司共有135家门店和1个配送中心，总经营面积约865,720平方米，其中大卖场20家、卖场64家和社区超市51家；2009年公司实现营业收入84.75亿元，同比增长49.25%；净利润2.57亿元，同比增18.58%；2010年1-6月公司实现营业收入56.11亿元，归属于母公司股东的净利润为1.38亿元。

表1：公司主要盈利指标（万元）

项目	2010年1-6月	2009年	2008年	2007年
营业利润	17,815.55	32,815.67	28,429.65	19,311.86
利润总额	17,985.01	33,158.54	28,306.02	19,289.85
归属于母公司所有者的净利润	13,829.70	25,429.29	21,370.78	12,981.61

资料来源：公司招股说明书

图5：公司销售规模及门店扩张情况



资料来源：公司网站

目前，公司在福建省已开业门店数量达到81家，重庆市已开业的门店数量达到 47家，北京市属于2009年新进的市场，已开业的门店数量达到5家，安徽省属于2010年战略性新进的的市场，已开业的门店数量达到2家。未来，公司将分别以福建省、重庆市、北京市、安徽省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的核心市场，在加强和巩固核心市场的前提下对四大区域的周边市场进行核心扩张，从而发展成为全国性的超市企业。

图6：公司网点地区分布



资料来源：公司网站，东北证券

表2: 营业收入按地区分项表 (万元)

地区	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
福建地区	321,714.22	57.33%	544,365.34	64.23%	413,346.93	72.80%	299,322.09	81.49%
重庆地区	207,507.70	36.98%	283,048.46	33.40%	154,469.29	27.20%	67,994.96	18.51%
北京地区	27,158.68	4.84%	20,067.78	2.37%	-	-	-	-
安徽地区	4,733.01	0.84%	-	-	-	-	-	-
合计	561,113.61	100.00%	847,481.58	100.00%	567,816.22	100.00%	367,317.05	100.00%

资料来源: 公司招股说明书

在人才培养方面, 具备完善的新员工的培训体系和“传、帮、带”的新员工培训文化, 使得公司新员工能够较快地融入企业文化, 迅速熟悉业务; 公司还通过“教、叫、交”的方式积极培养管理人员, 为公司输送大量的门店运营管理人员, 保障公司的扩张需要。

采购方面, 公司目前在全国拥有超过1,300人的采购队伍, 其中生鲜采购团队超过700人。公司的采购体系分为全国统一采购和区域统一采购, 随着规模的不断扩大, 公司全国统一采购金额占总采购额的比例以及直接采购金额占总采购额的比例均出现逐年提高, 其中全国统一采购金额的占比约20%。

物流是超市企业供应链管理的重要组成部分, 公司在福州市闽侯县投入运营一个配送中心, 占地约110亩, 品种达15,000多种, 辐射范围逾300公里, 负责向福建各地区进行仓储配送。此外公司分别在福州鳌峰、重庆北碚和江北区金源时代购物广场拥有配送中转站, 面积分别为5,000平方米、8,000平方米和20,000平方米。现有物流体系能够满足公司目前的门店运营, 但考虑到公司门店数量的逐渐增加及跨区域发展的加快, 为了公司长期健康发展, 公司也已经开始着手物流体系的建设和完善工作。目前, 公司已计划分别在福建福州和四川彭州建设物流配送中心, 未来, 公司还将在重庆、安徽、北京等地区建立与公司发展战略相配套的物流配送中心, 以支撑公司经营网点的稳健、快速增长。

4. 募集资金投资项目分析

公司本次拟发行11000万股, 募集资金将用于连锁超市及配套项目建设, 项目投资具体情况如下:

表3: 公司募投项目

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金拟投入金额(万元)	占总投资比例 (%)
连锁超市发展项目	159788	159788	84.37
农产品加工配送中心项目	12000	12000	6.34
信息化系统升级改造项目	12600	12600	6.65
企业培训中心项目	5000	5000	2.64
合计	189388	189388	100

资料来源: 公司招股说明书

连锁超市发展项目共包括73家门店, 其中租赁门店72家 (福建23家、重庆30家、北京9

家、安徽9家，贵州1家），自建门店1家（闽侯生活中心），新增超市租赁面积581,008平方米。我们认为公司营销网络的建设重点加强强势区域，同时积极布局新进入地区，体现了公司稳步扩张的经营理念，有助于公司业绩的长期增长。

农产品加工配送中心项目计划对成都永辉商业发展有限公司增资，并通过成都永辉在彭州市濛阳县工业开发区建设农产品加工配送中心。该项目规划用地108亩，集生鲜产品深加工和物流配送于一体，项目建成后预计年配送容量达到292,000吨以上，年配送金额达15亿元，将直接安排就业和带动农户逾2,000户。该项目完成后将有效降低商品流通的成本，提高公司在供应链环节的效率，还可以扩大公司的物流配送能力，支撑公司在西南区域市场和部分全国市场的战略需求。

信息化系统升级改造项目有助于企业加强商品成本管控的能力、提高企业运营管理能力、提高对供应商的管理和服务能力、增强客户关系管理和服务能力、提高企业决策分析能力，为公司战略目标的实现奠定坚实的信息化基础。

人才是超市行业稳健发展的根本因素，伴随超市企业的全国扩张和规模扩大，行业内高素质、标准化的专业人才短缺矛盾更加突出，因此建设企业培训中心项目，通过招聘引进人才，通过培训提升人才，通过企业文化留住人才，将是公司在实现快速扩张的同时降低人力资源成本的有效途径。

5. 盈利预测与价值区间

我们认为公司作为国内生鲜超市的领先企业，发展出了一套业界为之称道的“永辉模式”，且公司在异地扩张中，也印证了其经营模式的科学性。公司近年来稳中求快的扩张步伐为公司业绩的持续提升奠定了基础，本次募投项目延续了公司的扩张理念，并在物流、信息、人才等方面入手，为其高成长性提供了坚强的后盾。

按照公司2010-2012年每年新增门店38家、24家、11家的计划，我们预计公司2010-2012年每股收益分别为0.41元、0.62元和0.86元，参比同类上市公司估值及考虑公司的独特性和高成长性，我们认为公司2011年市盈率在37倍-42倍之间比较合理，对应合理价位为22.94元-26.04元。

表4：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE (2009)	PE (2010E)	PE (2011E)
600361.SH	华联综超	96.92	64.62	40.13
000759.SZ	武汉中百	44.99	34.52	27.10
002251.SZ	步步高	45.68	40.23	31.75
002264.SZ	新华都	57.09	46.10	30.69
002336.SZ	人人乐	46.22	39.48	30.54
	平均	58.18	44.99	32.04

资料来源：公司招股说明书

表5: 公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	847,481.58	1,243,255.48	1,835,169.41	2,561,345.94
营业成本	695,799.44	1,014,496.47	1,488,322.39	2,067,006.18
营业税金及附加	2,985.55	4,379.81	6,465.04	9,023.25
主营业务利润	148,696.58	224,379.20	340,381.98	485,316.52
销售费用	94,660.86	152,920.42	240,407.19	345,781.70
管理费用	17,190.79	25,218.89	37,225.61	51,955.78
财务费用	3,677.81	5,395.35	917.58	1,280.67
营业利润	32,815.67	40,844.53	61,831.60	86,298.36
营业外收支净额	342.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	33,158.54	40,844.53	61,831.60	86,298.36
所得税费用	7,471.60	9,203.47	13,932.48	19,848.62
归属母公司净利润	25,429.29	31,323.68	47,418.66	65,783.20
每股收益(元)	0.39	0.41	0.62	0.86

数据来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。