

增 持 调高

永辉超市 (601933)

2011 年 1 月 20 日

重庆地区扩张稳定，经营持续良好，长期具备投资价值

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
SAC 执业证书编号：S0850203100078
luying@htsec.com
021-23219403潘 鹤
SAC 执业证书编号：S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423汪立亭
SAC 执业证书编号：S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

2011 年 1 月 20 日收盘于：27.65 元

12 个月目标价：35 元（对应 2012 年 1 倍左右的 PS 和 40 倍左右的 PE）

调研简况。继 2011 年 1 月 6 日我们考察了永辉超市安徽市场后，1 月 19 日，我们实地走访了永辉超市重庆观音桥店，并就公司在重庆区域目前发展情况和未来发展战略等进行了跟踪交流。

简评和投资建议。公司于 04 年进入重庆地区，迈出了跨区域扩张的第一步，凭借其独特的经营模式、优秀的供应链整合能力以及汇丰直投充裕的资金投入，公司在该地区已取得较好的规模和业绩，实现了较为成功的异地扩张。截至 10 上半年，公司在重庆地区拥有门店 47 家，经营面积 33 万平方米以上；重庆地区 10 上半年实现销售收入 20.75 亿元，占总收入比重 36.98%（参见表 1），同时实现主业毛利率 14.80%，综合毛利率 17.12%（参见表 2）。

我们预计重庆地区 2010 将实现销售收入 50 亿元以上（含税），实现利润 2.3 亿元左右（不包括总部费用）；而公司在重庆地区未来的业绩增长将主要来自以下几个方面：（1）稳健快速的外延扩张（预计未来两年每年增加 15 家店左右）；（2）生鲜经营的提升（直采比例的增加等）；（3）配送能力的提升；以及（4）规模效益的进一步发挥。重庆区域的具体情况可参见我们后文的纪要。

公司在重庆地区成功跨区域扩张的发展经历是其较为优异的经营管理能力和供应链整合能力的体现，我们对公司在安徽和北京等地区的进一步扩区域拓展具有一定的信心，认为其相对于其他企业，公司复制跨区域成功的几率更大。我们维持对公司 2010-12 年营业收入 126 亿、183 亿和 261 亿以及净利润 2.95 亿、4.72 亿和 6.76 亿的预测，维持对其 2010-12 年摊薄每股收益 0.384 元、0.615 元和 0.88 元的预测。公司存在业绩超预期的可能，但我们认为公司更大的看点在于开店速度和成功率，以及收入的快速提升，而非净利率短期的大幅提升。

公司 2011 年 1 月 20 日收盘价为 27.65 元，目前总市值已从上市后峰值的 290 亿元回落至 212 亿元，且相对于我们预测的公司 2011-12 年 183 亿和 261 亿的销售收入，动态 PS 分别为 1.16 倍和 0.81 倍，相对于未来几年收入可能保持的 40-50% 的复合增速，目前这个市销率属于合理水平，公司也处于可投资区域。从现在看到 11 年底，我们调高 12 个月目标价至 35 元，即 260-270 亿的目标市值（对应 2012 年 1 倍左右的 PS 和 40 倍左右的 PE）。

风险与不确定性：（1）跨区域扩张的风险，包括扩张区域的选择及扩张速度等；（2）规模快速发展可能带来的管理风险；（3）高速开店对短期业绩影响的不确定性等。

重庆区域基本情况跟踪。

1. 门店布局及扩张情况

公司目前在重庆地区已开业门店 54 家（包括贵州 1 家），面积 39 万平米，此外，已签约门店尚有 30 家；重庆共 40 个区县中，目前公司已进入 14-15 个；公司已开业门店中，60% 以上（36 家）在主城区，其中渝北区最多（9 家），其次是江北区（5 家）、渝中区（5 家）、南岸区（4 家）、大渡口（2 家）、九龙坡（1 家）、高新区（2 家）等。预计公司在未来两年每年可开 15 家以上的门店，争取逐步覆盖至所有区县。

2. 公司选择重庆进行扩张主要基于以下原因：（1）重庆是第四个直辖市；（2）国内经济由沿海向内地转移；以及（3）直辖市的优惠政策。

3. 重庆地区生鲜经营情况

重庆区域资源较少，不是农业大市，但前几年开始搞城乡统筹，重视力度加大。

生鲜采购方面，我们估算，重庆地区的全国联采+区域直采占 40%左右，主要有水果、干货、冻品等；批发市场占 60%左右，包括猪肉、牛羊肉，水产品及活鲜等。

公司在重庆开第一家店时从总部派驻了 20 多人，开三家店后开始与农合社合作，开始的时候是找商委和农委推荐，走批发市场的渠道了解上游，熟悉当地市场后开始建立自己的采购渠道。目前年公司重庆地区共有 200 多人的采购团队。

4. 服装品类经营情况

公司在重庆区域服装事业部目前经营情况较好，大部分的采购厂在广州、常州等地，在价格上也具有一定的竞争力。

5. 重庆地区物流配送情况（参见表 3）

公司目前在重庆地区拥有 2 个配送中转站（包含 20 多个库）：（1）重庆北碚区三溪口配送中转站，建筑面积 8000 平米，主要用于生鲜农产品配送；（2）重庆江北区金源时代购物广场配送中转站，建筑面积 2 万平米，主要用于食品用品和服装的配送。

目前这 2 个中转站尚能支撑门店的配送需求，但未来随着扩张的加快，门店对配送能力的要求将进一步提升；公司已在大学城附近开建 350 亩左右的物流配送中心，用于支撑整个云贵川地区生鲜、食品用品和服装的配送，预计需要 1 年半时间建成投入使用，该中心设计有 60 多个库。

6. 重庆观音桥店跟踪。

重庆观音桥店位于江北区嘉陵公园金源不夜城一层，经营面积 6921 平米，是公司在重庆市场建立的首家旗舰店，于 2004 年 10 月 18 日正式开业；超市一楼经营生鲜食品，二楼经营日用百货、日家电、化妆品、精品、纺织品以及精品服饰、箱包鞋帽等。

2009 和 2010 上半年，该门店实现营业收入分别为 1.50 亿元和 8038 万元，实现净利润分别为 972 万元和 548 万元；预计该门店 2010 年实现含税销售额 1.9 亿元，实现净利润 1400 万元；而 11 年保守预计门店收入增长 2000 万元，利润增长 20%。

费用方面，预计该门店目前年租金 300 万元，人力成本 700 多万（员工 290 人），水电费 20 万/月，装修摊销 200-400 万元（09 年 5 月装修）。

该门店的特色是服装占比较高，接近 20%左右，生鲜占比 37%，食品非食品占比 38%，加工 5%。由于服装占销售比重较大，门店前台毛利率较高。

表 1 公司各地区营业收入及占比情况

	2007		2008		2009		1H2010	
	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比	营业收入 (万元)	占比
福建地区	299322	81.49%	413347	72.80%	544365	64.23%	321714	57.33%
重庆地区	67995	18.51%	154469	27.20%	283048	33.40%	207508	36.98%
北京地区	-	-	-	-	20068	2.37%	27159	4.84%
安徽地区	-	-	-	-	-	-	4733	0.84%
合计	367317	100.00%	567816	100.00%	847482	100.00%	561114	100.00%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 2 公司各品类营业收入及占比情况

	2007		2008		2009		H2010	
	主业毛利率	综合毛利率	主业毛利率	综合毛利率	主业毛利率	综合毛利率	主业毛利率	综合毛利率
福建地区	15.10%	17.53%	16.06%	18.14%	16.01%	18.42%	16.72%	19.65%
重庆地区	13.37%	15.76%	14.79%	17.20%	14.52%	17.02%	14.80%	17.12%
北京地区	-	-	-	-	12.29%	16.04%	13.64%	17.74%
安徽地区	-	-	-	-	-	-	11.88%	18.55%
合计	14.78%	17.20%	15.71%	17.88%	15.42%	17.90%	15.82%	18.61%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 3 公司已建及拟建物流基地介绍

	名称	区域	面积	配送能力
已建物流基地(1个配送中心+3个配送中转站)	福州闽侯配送中心	福建福州	占 约 110 亩	主营配送商品涵盖酒水饮料、休闲食品、服装百货、家居日化、家用电器、南北干货等 30 多类，品种达 15000 多种，辐射范围逾 300 公里，负责向福建各地区进行仓储配送
	福州鳌峰配送中转站	福建福州	5000 平米	主要负责福州地区的生鲜物流配送
	重庆北碚区三溪口配送中转站	重庆	8000 平米	生鲜农产品配送
	重庆江北区金源时代购物广场配送中转站	重庆	20000 平米	食品用品和服装的配送
拟建物流基地	福州南屿工业区配送中心	福建福州	建筑面积 25000 平米	覆盖福建全省的食品用品物流配送中心
	四川彭州农产品加工配送中心（募投项目）	四川	用地 108 亩	用于公司在成渝经济区的部分生鲜仓储配送和全国生鲜分拣、储存、展示、配送任务
	重庆物流配送中心	重庆	占地 350 亩	生鲜、食品用品和服装的配送，可以支撑 150 亿元的销售规模，支撑起公司在重庆地区的仓储配送

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

相关报告：

永辉超市调研报告：安徽市场扩张快，进入盈利时间较短，未来 3-5 年快速成长可期，维持中性 20110107

永辉超市跟踪报告：外延扩张尤其是异地开店进取，未来看点是销售收入持续高速增长，中性首次 20101224

永辉超市跟踪报告：优秀的供应链整合能力和经营管理能力或将长期支撑公司上市后的高估值 20101215

永辉超市新股深度研究报告：成功跨区域复制模式和优势的生鲜经营王者 20101130

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：小商品城（600415.SH）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、百联股份（600631.SH）、中兴商业（000715.SZ）、益民商业（600824.SH）、南京中商（600280.SH）、友谊股份（600827.SH）、苏宁电器（002024.SZ）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、厦门国贸（600755.SH）、建发股份（600153.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、武汉中百（000759.SZ）、鄂武商（000501.SZ）、农产品（000061.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元控股（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、人人乐（002336.SZ）、海宁皮城（002344.SZ）、天虹商场（002419.SZ）、华联综超（600361.SH）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、永辉超市（601933.SH）

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。