

公司研究

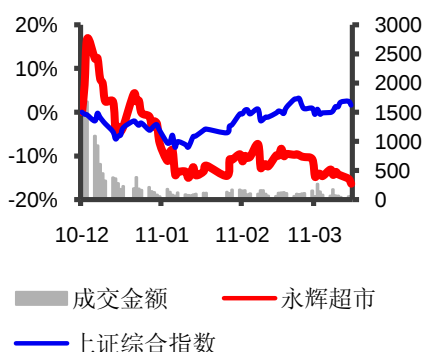
商业零售

扩张—速度与效率兼备

2011 年 3 月 30 日

评级：谨慎推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2010 年 12 月 7 日新股报告《超市行业“弄潮儿”，以生鲜撑起半边天》

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

组长：朱乐婷

执业证书编号：S0590210040005

联系人：

梁海

电话：0510-82833337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话：0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

永辉超市（601933）年报点评

事件： 公司公布 2010 年年报，报告期内实现营业收入 123.17 亿元，同比增长 45.33%；归属于上市公司股东的净利润 3.06 亿元，同比增长 20.15%，每股收益 0.46 元。

主要观点：

- **收入、利润基本符合市场预期。** 公司的收入和利润基本符合市场预期。从收入构成来看生鲜占比明显下降，食品用品和服装占比上升，其中食品用品占比上升明显，且毛利率也增长 1.61 个百分点。可见生鲜不仅带来了实际效益，更发挥出了强大的聚客能力带动其他品类的销售；另外食品用品毛利率上升也得益于公司规模不断提升后全国统采的提升和采购话语权的加强。
- **加快完善供应链与人才培养，提升全国布局速度。** 报告期公司新开门店 40 家，并在福建、重庆等已进区域和天津、江苏、河南等新区域签约 80 家门店，计划 11 年新开 50 家。门店的快速扩张需要完善的供应链和经验丰富的人员支持，公司已加快物流配送中心的建设，其中彭州和福建的物流项目有望在 2011 年 5 月和 7 月投入使用，合肥和重庆的物流项目已进入审批和施工阶段。公司还通过加强外部引进和内部培训等方式加强各层级人才储备。
- **租金上涨、优质物业稀缺，提升自有物业占比势在必行。** 内外资超市“跑马圈地”使得优质物业稀缺，不断上涨的租金也为经营带来压力，为了平滑租金上涨压力、更有效发挥门店的经营效率，公司计划加强与房地产商和政府的合作，扩大获取优质物业的渠道，并将适度提升自有物业的比例。
- **给予“谨慎推荐”评级。** 我们预测公司 11-13 年的 EPS 为 0.60 元、0.87 元、1.18 元，对应 11 年动态市盈率 44 倍，估值相对超市行业较高。考虑到公司较强的异地扩张能力和门店盈利能力，给予“谨慎推荐”评级。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2639	2040	1700	1948	营业收入	12317	17566	24299	32432
应收款项	268	337	466	622	营业成本	9962	14193	19614	26153
存货净额	1351	1978	2785	3785	营业税金及附加	47	69	95	126
其他流动资产	419	615	875	1200	销售费用	1558	2224	3079	4112
流动资产合计	4677	4969	5825	7555	管理费用	282	405	559	746
固定资产	997	1733	2367	2952	财务费用	70	58	64	84
无形资产及其他	239	290	330	371	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	698	698	698	698	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6611	7689	9220	11575	营业利润	392	618	888	1210
短期借款及交易性金融负债	895	900	957	1444	营业外净收支	7	0	0	0
应付款项	1148	1667	2356	3214	利润总额	399	618	888	1210
其他流动负债	524	704	973	1299	所得税费用	94	154	222	302
流动负债合计	2568	3272	4286	5956	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	150	200	250	300	归属于母公司净利润	306	464	667	909
其他长期负债	75	75	75	75	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	225	275	325	375	净利润	306	464	667	909
负债合计	2793	3547	4612	6332	资产减值准备	2	6	4	4
少数股东权益	4	3	3	2	折旧摊销	113	118	172	221
股东权益	3814	4139	4606	5242	公允价值变动损失	6	0	0	0
负债和股东权益总计	6611	7689	9220	11575	财务费用	70	58	64	84
关键财务与估值指标					营运资本变动	(123)	(186)	(235)	(295)
每股收益	0.40	0.60	0.87	1.18	其它	(2)	(6)	(5)	(5)
每股红利	0.17	0.18	0.26	0.36	经营活动现金流	300	395	604	834
每股净资产	4.97	5.39	6.00	6.83	资本开支	(510)	(910)	(850)	(850)
ROIC	10%	11%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	11%	14%	17%	投资活动现金流	(510)	(910)	(850)	(850)
毛利率	19%	19%	19%	19%	权益性融资	2522	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	负债净变化	65	50	50	50
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(127)	(139)	(200)	(273)
收入增长	45%	43%	38%	33%	其它融资现金流	(85)	5	57	487
净利润增长率	20%	52%	44%	36%	融资活动现金流	2314	(84)	(93)	264
资产负债率	42%	46%	50%	55%	现金净变动	2104	(599)	(340)	248
息率	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	535	2639	2040	1700
P/E	67.9	44.7	31.1	22.8	货币资金的期末余额	2639	2040	1700	1948
P/B	5.4	5.0	4.5	4.0	企业自由现金流	(163)	(472)	(198)	46
EV/EBITDA	40.5	30.6	22.5	17.9	权益自由现金流	(183)	(460)	(140)	520

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上

投资评级	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，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和询价。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。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。