

审慎推荐 - A (首次)

永辉超市 601933.SH

当前股价: 27.07 元

2011 年 4 月 13 日

成长靓丽，估值有担忧

基础数据

上证综指	3021
总股本 (万股)	76790
已上市流通股 (万股)	11000
总市值 (亿元)	208
流通市值 (亿元)	30
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	7.9
资产负债率	42.3%
主要股东	张轩松
主要股东持股比例	20.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	13	13
相对表现	-9	8	14



相关报告

- 1、《永辉超市 (601933) 高速扩张的超市领军者》12/15/2010
- 2、《零售行业研究系列专题之一 - 业态战争》11/18/2009

杨夏

0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn
S1090511030014

事件:

公司召开了 2010 年度业绩说明会, 董事长张轩松先生、总裁张轩宁先生、执行副总裁李建波先生、副总裁兼财务总监林振铭先生、副总裁翁海辉先生、董事会秘书张经仪先生、人事总监杨敏女士、生鲜采购总监林建华先生、服装事业部总监倪仁宗先生等高管出席了会议, 与投资者就公司经营及发展战略进行了交流。

一、经营情况及计划

1、截止一季度末, 已开门店 160 家, 总面积约 108 万平, 关店 1 家, 净新增门店 4 家。新签项目 14 个, 面积 18.5 万平, 目前已签约未开业项目 89 个, 经营面积超 90 万平, 开店继续大店化。

2、毛利率比 2010 年略有上升, 主要原因在于大店化带来的高毛利产品占比提升, 以及后台费用占比上升。

3、一季报已预增 50 - 70%, 预计实现中位数 60% 的净利润增幅问题不大。

4、重点区域经营情况: 重庆地区 40 - 50% 的增速, 同店 20% 多。福州和重庆已经进入规模扩张; 北京进入快速扩张阶段, 今年肯定盈利, 已经站稳脚跟。安徽进入强势扩张阶段, 开店速度能快则快, 目前 7 个店, 今年也基本能够盈利, 完全有信心站稳脚跟。贵阳今年单店也能实现盈利, 主要原因是进入了经营的良性循环。

5、2010 年工作重点回顾: 门店业态升级, 营运标准提升; 采购供应链的提升, 加强物流中心建设; 员工方面打造绩效驱动的文化; 新进区域有安徽、天津、贵州。签约地区有江苏、河南、四川。

6、2011 年工作重点: 坚持扩张, 加快门店布局; 聚焦能力提升, 改善人才储备 (进行全国性大学生招聘); 强化流程建设, 提升复制能力; 加强物流建设, 保障物流配送; 完善运营标准, 建设标杆门店。开店方向为福建、重庆、北京、天津、安徽、贵州、河南、辽宁、江苏、四川。

7、现有的经营能够支撑每年 50 - 80 家店的扩张, 计划至 2014 年实现门店 350 家, 500 亿的含税销售。

二、Q&A 环节

1、Q: 永辉与国际大卖场及大润发相比, 各有什么优劣?

A: 永辉作为本土企业, 社会责任感更强, 会成为竞争力之一。经营理念、激情是永辉的核心竞争力。大润发所有的店都是量身定做的, 食品日用品等供应商对永辉的支持目前肯定不如大润发、沃尔玛等, 但这也正是永辉未来的增长点。

2、Q: 对大卖场、卖场、社区超市等三种业态的看法? 永辉从历史看, 还是卖场更多, 将来如何驾驭大卖场?

A: 各业态还是协同发展, 大店的影响与持续增长更好, 内资很少有搞大店的, 主要是无能力获取关键资源。永辉的大卖场, 生鲜品类仍然是核心竞争力销售占比依然很高, 在此基础上实施品类扩张, 还是寄希望于生鲜所带来的客流间接拉动其他品类的销售。

3、Q: 后续 IT 和物流建设的具体的想法?

A: 永辉过去十年在信息化做了非常基础的工作, 今年从三个角度来开展工作: 财务业务实现一体化; 能用系统做的东西, 坚决不用手工; 数据只在源头输入。这些完成后, 对数据和业务的洞察, 会强很多。物流今年是重点建设, 对存货周转率会有提升。

4、Q: 人工、租金成本在上涨, 如何应对?

A: 人工成本是全社会的问题, 提升有多重因素: 最低工资标准上调、通胀等。通过岗位培训, 工作技能的提升, 实现岗位工作效率的提升, 控制相对成本, 另外要控制人员流失。租金成本的上涨也是行业性的问题, 目前来看, 租售比略有提升, 但幅度不大, 随着公司的规模扩张, 议价能力也会提升, 今后会加强与全国性地产商的战略合作, 降低租金上涨的影响。

5、Q: 毛利率能否提升? 能否抵消掉费用率的上升? 区域之间毛利率的对比, 为什么福建的毛利率比重庆高?

A: 门店大卖场化, 高毛利的产品占比会提升, 盈利能力更强, 会促进毛利率提升, 目前公司的门店培育期基本都在 6-12 月内, 能够抵消掉费用率的上升。相对来说, 福州的购买力还是要优于重庆, 重庆今年的盈利能力肯定会优于去年。

6、Q: 生鲜主要是地采, 新店的生鲜采购能否享受老店的规模优势? 毛利率如何提升?

A: 生鲜采购模式是产地直采为主, 不管是新的单店还是老店。生鲜毛利的杀手就是损耗, 需要通过精细化管理来降低, 损耗率目前是 3-4 个点, 处于行业前列, 还有降低的空间。

7、Q：去年关 6 家，今年关 1 家的具体原因？

A：去年关的 6 家店中，有 3 家是从别人手上买过来的，最差的关掉了，其余 3 家都是社区店，主要是在旁边开了旗舰店，替代掉了。今年不会再关店了。

8、Q：08 年进泉州当年亏损原因？未来会如何？

A：进入时大店偏少，市场竞争偏激烈，有外资卖场、新华都、捷龙等，而且竞争不太规范。目前的情况一年比一年好，短期内还是不可能成为泉州最大的超市。

9、对并购怎么看？

A：并购会考虑做。对手规模控制在自身规模 30% 以内，比较容易消化，不仅要看对方的门店分布布局。还要看对手门店的物业经营权，主要是租约的到期情况以及后续是否有保障。并购的时机、对象、规模及成本要结合起来看。目前有专人在全国范围内做市场调研，搜寻并购目标，为将来的并购做准备。

10、全国的扩张计划如何？

A：西南以重庆为主，600 公里范围内的四川、贵州一体化，贵阳的标杆店示范效应大；安徽和江苏是协同的，南京店很快会开业；沈阳一号店已经签约，东北的旗舰店就选在沈阳。目前的经营能力能满足每年 50 - 80 家新店，福建、重庆是成熟地区扩张，北京和安徽是快速扩张。目前的布局计划能够支撑 2014 年的 500 亿含税销售目标。

11、石家庄桥西店介绍

该店为大卖场定位，花 2 亿购买 36000 平物业，位置在省政府前的广场，是河北地区的旗舰店，作为在河北拓展的桥头堡。广场客流每天数万人，附近都是省直机关，该店作为河北的标杆，做好了，政府方面的认可度会大幅上升，方便未来拓展。

三、投资建议

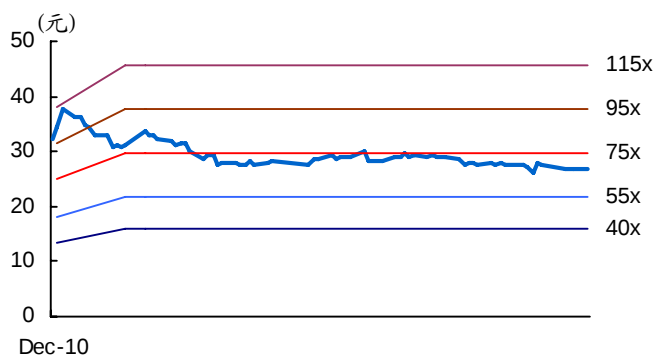
我们认为永辉未来三年实现 40 - 50% 的净利润年复合增长率值得期待：

- ✓ 超市的核心经营在于客流，而生鲜是拉客能力极强的品类，永辉建立了生鲜经营的核心竞争力，有效实现差异化竞争，门店客流极好，单店竞争力强；
- ✓ 扩张快，复制能力强，每年 50 家门店的扩张速度有保证，由于客流好且主要采取区域密集布点的策略，后台规模优势会逐步体现，新店培育期能逐渐缩短；
- ✓ 综合毛利率能持续提升：主要原因在于公司门店大卖场化，在保证生鲜核心竞争力的情况下，能够实现品类扩张，提高高毛利产品的销售占比，并且后台费用的收取也会逐渐上升；销售规模的扩大也能带来议价能力提升，推升毛利率。

预计 2011、12 年 EPS 为 0.61、0.86 元，分别同比增长 53%、42%。当前股价对应 2011 年动态 45 倍 PE，有一定估值风险。考虑到公司长期成长前景很好，首次给予“审慎推荐-A”评级。

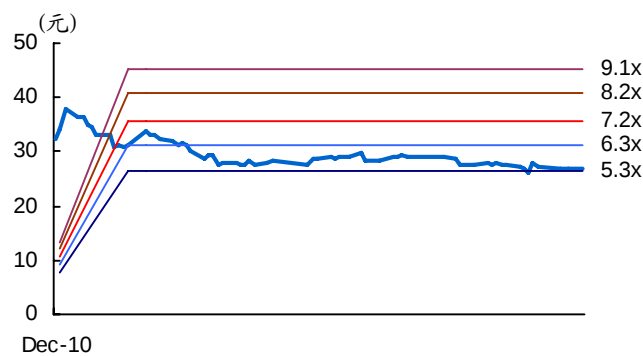
风险因素：宏观经济波动影响消费者信心；新开店培育期低于预期。

图 1：永辉超市历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：永辉超市历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

1、《永辉超市（601933）- 高速扩张的超市领军者》12/15/2010

公司的核心竞争力在于生鲜品类的优异经营能力，成为其扩张和经营竞争的有力武器，门店扩张快，培育期短，管理层激励到位。未来的看点在于门店快速扩张、经营品类扩张、销售规模扩大带来的规模效应。

2、《零售行业研究系列专题之一 - 业态战争》11/18/2009

我们认为零售业各业态经营关注侧重点有着较大差别：百货经营主要看选址、定位、招商；超市经营主要看供应链、生鲜和外延式扩张；专业店经营主要看供应链、专业化经营和外延式扩张。

3、《零售行业研究系列专题之二 - 百货业态演进探析》02/25/2010

借鉴日本百货业发展历程及现状，我们认为，中国百货业未来必将受到购物中心及自有品牌服装专业零售商的挑战，为了应对挑战，中国百货业应该在业态和盈利模式上做出改变和创新。

4、《零售行业研究系列专题之三 - 梦想即将照进现实 - 国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

上世纪 60 年代，日本实施国民收入倍增计划后，其零售业在较长时期内高速发展。当下，我国经济发展面临向消费驱动型转型，提高国民收入势在必行。我们认为，收入分配改革方案推出后，若能得到有效推行，我国零售业也将迎来高速发展期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1299	1978	4677	3865	5288
现金	476	535	2639	1468	2011
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	29	60	48	69	95
其它应收款	195	235	220	314	431
存货	378	752	1351	1418	1938
其他	221	397	419	596	814
非流动资产	526	1190	1934	3132	3678
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	288	538	771	1836	2100
无形资产	10	161	239	231	224
其他	228	492	924	1065	1355
资产总计	1825	3168	6611	6997	8966
流动负债	1003	1939	2568	2778	4286
短期借款	466	992	895	371	710
应付账款	315	635	1148	1701	2325
预收账款	59	131	244	425	969
其他	163	180	280	281	282
长期负债	0	159	225	75	75
长期借款	0	85	150	0	0
其他	0	74	75	75	75
负债合计	1003	2098	2793	2854	4361
股本	66	658	768	768	768
资本公积金	523	26	2435	2435	2435
留存收益	220	371	611	937	1400
少数股东权益	13	15	4	3	2
母公司所有者权益	809	1055	3814	4140	4603
负债及权益合计	1825	3168	6611	6997	8966

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	181	205	683	1177	1462
净利润	214	254	306	466	661
折旧摊销	0	0	0	302	454
财务费用	0	0	0	34	60
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	376	288
其它	(33)	(49)	377	(1)	(1)
投资活动现金流	(378)	(692)	(942)	(1500)	(1000)
资本支出	0	0	0	(1500)	(1000)
其他投资	(378)	(692)	(942)	0	0
筹资活动现金流	284	562	2530	(848)	81
借款变动	0	0	0	(674)	339
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(140)	(198)
其他	284	562	2530	(34)	(60)
现金净增加额	87	76	2271	(1171)	543

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	5678	8475	12317	17613	24129
营业成本	4663	6958	9962	14178	19376
营业税金及附加	22	30	47	68	93
营业费用	577	947	1558	2290	3137
管理费用	108	172	282	423	584
财务费用	22	37	70	34	60
资产减值损失	1	4	6	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	284	328	392	621	880
营业外收入	6	14	19	0	0
营业外支出	7	10	11	0	0
利润总额	283	332	399	621	880
所得税	66	75	94	155	220
净利润	217	257	305	466	660
少数股东损益	3	3	(0)	(1)	(1)
母公司所有者净利润	214	254	306	466	661
EPS (元)	0.28	0.33	0.40	0.61	0.86

主要财务比率

	2008	2009	2010	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	55%	49%	45%	43%	37%
营业利润	47%	15%	19%	58%	42%
净利润	65%	19%	20%	53%	42%
获利能力					
毛利率	17.9%	17.9%	19.1%	19.5%	19.7%
净利率	3.8%	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%
ROE	26.4%	24.1%	8.0%	11.3%	14.4%
ROIC	18.2%	13.2%	7.3%	10.9%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	55.0%	66.2%	42.3%	40.8%	48.6%
净负债比率	25.5%	34.0%	15.8%	5.3%	7.9%
流动比率	1.3	1.0	1.8	1.4	1.2
速动比率	0.9	0.6	1.3	0.9	0.8
营运能力					
资产周转率	3.1	2.7	1.9	2.5	2.7
存货周转率	15.4	12.3	9.5	10.2	11.5
应收帐款周转率	225.1	191.9	228.1	300.2	294.9
应付帐款周转率	17.7	14.7	11.2	10.0	9.6
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.33	0.40	0.61	0.86
每股经营现金	0.24	0.27	0.89	1.53	1.90
每股净资产	1.05	1.37	4.97	5.39	5.99
每股股利	1.14	2.14	3.14	0.18	0.26
估值比率					
PE	97.3	81.8	68.0	44.6	31.4
PB	25.7	19.7	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	21.9	16.9	11.8	8.4	5.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。