

永辉超市 (601933)

增持/维持评级

股价: RMB27.20

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛

(0755)2380 5948

hongtao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

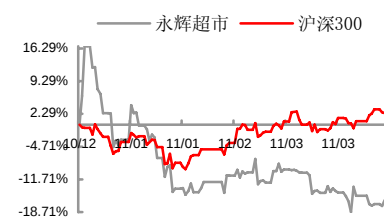
《巩固核心, 布局全国》-20110330

《强势出击, 万众瞩目》-20101201

基础数据

总股本 (百万股)	768
流通 A 股 (百万股)	768
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	20,887

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

跨区扩张, 思路清晰

——2010 年报说明会纪要

- 4 月 12 日, 公司在福州杨桥总部召开 2010 年度报告说明会, 就公司经营情况、发展规划与投资者进行了深入沟通。会后, 组织参观黎明和马尾两家旗舰店。我们将此次交流的内容整理, 供您参考!
- 截至 2011 年一季度末, 公司共计开业 160 家连锁超市, 经营面积超过 108 万平方米。一季度新签卖场项目 14 个, 经营面积 18.5 万平方米, 平均单店面积超过 1.3 万平方米。目前已签约未开业门店合计 89 个项目, 经营面积超过 90 万平方米。大卖场的影响力和业绩增长的持续性都是中小门店所不可比拟的, 优质地段的大卖场往往开业当年即能实现盈利。预计未来两年公司收入、利润能够实现 40%以上的增速。
- 公司未来的扩张, 特别是进驻新区域时, 将首先致力于获得核心商圈的优质物业, 打造高水准的旗舰店标杆店, 以赢得当地消费者、供应商以及物业开发商的认可, 然后等待时机进行蜂窝式的门店布局。因此, 新区域拓展的关键在于旗舰店是否能够成功树立标杆形象, 建立品牌, 而旗舰店的成功关键在于是否能够获得优质物业。目前公司通过大店经营能力的体现, 逐渐获得开发商和当地政府的认可, 较以往更有机会得到优质物业。
- 今年公司将从三方面加强供应链的建设: 1) 在全国建立自己的采购基地, 提高全国统采比例; 2) 加紧物流中心的建设, 其中福建物流中心预计今年 7 月投入使用, 重庆、华东、四川的物流中心已经开始建设; 3) 全面实现信息化, 提升数据挖掘的深度。
- 我们认可永辉以生鲜经营为核心, 辅以食品用品、服装销售的独特模式, 看好公司以获得核心商圈的优质物业为突破口, 打造高水准旗舰店标杆店, 在成功树立品牌后伺机进行蜂窝式开店的跨区域扩张路径。维持对公司 11-13 年收入 178、251 和 344 亿元, 归属母公司净利润 4.4、6.4 和 9.35 亿元, EPS=0.57、0.83 和 1.22 元的业绩预测, 对应 11-13 年的 PE 分别为 47、33 和 22 倍, 给予增持评级!
- 风险提示: 公司快速扩张下凸显的人力资源压力; 公司跨区域发展时获取核心区域优质物业的能力

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	12317	17797	25094	34379
(+/-%)	45.3%	44.5%	41.0%	37.0%
归属母公司净利润(百万元)	30	440	640	935
(+/-%)	20.2%	44.1%	45.4%	46.2%
EPS(元)	0.40	0.57	0.83	1.22
P/E(倍)	68.4	48	33	22.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

Q：公司对于超市各业态的理解，区域经营情况以及未来扩张计划？

A：截至 2011 年一季度末，公司共计开业 160 家连锁超市，经营面积超过 108 万平方米。一季度在福建、重庆、北京、天津、安徽、贵州、河南、辽宁等地区新签卖场项目 14 个，经营面积 18.5 万平方米，平均单店经营面积超过 1.3 万平方米。目前已签约未开业门店合计 89 个项目，经营面积超过 90 万平方米。

大卖场的影响力和业绩增长的持续性都是中小门店不可比拟的。公司此前在福州地区的扩张顺序为社区店——>卖场——>大卖场，但现在基本以卖场和大卖场为主，社区店开的比较少。特别是进驻新区域时，将按照大卖场——>卖场——>社区店的顺序进行蜂窝式的扩张。分区域来看：

- 东南、西南地区：公司目前在福建和重庆已经具备绝对的领先优势，未来将继续深耕，巩固优势，并向周边地区拓展。东南地区向广东、江西延伸，西南地区以重庆为主，向四川、贵州延伸（贵阳店今年预计实现盈利）；
- 京津冀地区：今年计划新开 10 家门店，平均单店面积 1 万平方米以上；北京地区获得了消费者认可，预计今年实现盈利可能性大；
- 泛长三角地区：安徽地区将强势扩张，加快开店步伐，并向江苏延伸（南京的门店即将开业）；
- 东北地区：以沈阳为核心，向黑龙江延伸（沈阳一号店已经签约，二号店即将签约）。

Q：永辉如何成功实现跨区域快速扩张？

A：公司在新区域的扩张将首先致力于获得核心商圈的优质物业，打造高水准的旗舰店标杆店，以赢得当地消费者、供应商以及物业开发商的认可，然后等待时机进行蜂窝式的门店布局。因此，新区域拓展的关键在于旗舰店是否能够成功树立标杆形象，建立品牌，而旗舰店的成功关键在于是否能够获得优质物业。之前各地大多数核心区域的优质物业都是优先给沃尔玛和家乐福等外资巨头，永辉很难获得资源。现在永辉逐渐证明了自己的大店经营能力，获得了开发商和当地政府的认可，才有机会得到优质物业（公司与宝龙等地产商合作，以 10%-20% 的投资比例在物业建设初期就锁定物业）。

另一方面，标杆旗舰店的成功经营，也增加了公司与上游供应商之间的谈判议价能力。此前食品用品都是和区域代理商谈判，现在直接与总部谈判的品牌数已经有 100 多个，今年计划增加到 400 个。

Q：公司去年关店 6 家，今年关店 1 家，是出于什么原因？

A：公司去年收购六家门店，关闭其中 3 家经营最差的。另外 3 家和今年关闭的 1 家都是小型社区店，关店的主要原因是周边开了永辉的卖场或大卖场。公司每开一家新店，都要做详细、全面的市场调研（包括区位分析、商圈分析、物业条件、工程条件等），并根据各项指标进行评分，由董事长或总经理现场考察后确认。目前还没有出现过永辉自己的门店因为经营不善关闭的情况。

Q：重庆精品店经营情况如何，是否达到公司预期，未来精品店拓展计划？

A：重庆精品店经营良好，当年即实现盈利。精品超市的定位为百货、购物中心的配套设施。今年计划继续开 3-4 家精品店，第二家位于贵阳，第三家位于郑州。

Q：服装的经营核心和发展目标？

A：永辉的服装经营以低价、高质、时尚为特色，其核心在于库存管理。公司一年分 10 次订货，以新款补库存，几乎实现零库存。同时从下单、生产、销售各环节都全面领先一般的百货公司，时刻走在市场前列。服装经营的季节性特色非常鲜明，第二、四季度真正创造高毛利（分别伴随夏装和冬装的上市）。目标是在公司实现 500 亿元收入规模时，达到 10% 的占比（即 50 亿元的规模）。

Q：永辉后台供应链建设的情况？

A：今年将主要从三方面加强供应链的建设：1）在全国建立自己的采购基地，提高全国统采比例；2）加紧物流中心的建设，其中福建物流中心预计今年 7 月投入使用，重庆、华东、四川的物流中心已经开始建设；3）全面实现信息化，提升数据挖掘的深度。

Q：公司人力资源工作重点，如何应对人力成本增加的压力？

A：人力成本的上升是整个零售行业面临的问题，公司主要应对的措施是提高人工绩效。今年人力资源方面主要的三项工作：1）优秀人才的引进（包括从台湾、日本引进相关专家），以满足公司快速发展需要；2）加强岗位培训（传统的帮带制已无法满足公司快速扩张），提高员工工作技能，实现岗位效率提升，并将门店绩效纳入考核内容；3）为公司内部员工提供更宽的职业发展道路，以减少人才流失率。

Q：公司在食品安全方面的措施以及安全问题对公司经营的影响？

A：公司将食品安全摆在第一位。对于生鲜产品，公司设置了三道监测环节，第一道在向上游采购时检测，第二道在商品进入快速周转中心后检测，第三道在各个门店检测。单个品类出现问题，对公司经营影响不会太大，主要因为：1）公司只是流通企业，而非生产企业；2）公司经营品类超过 3 万个（包括食品用品）。

风险提示

- 1、公司快速扩张下凸显的人力资源压力；
- 2、公司跨区域发展时获取核心区域优质物业的能力。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	677	5287	6470	8484	营业收入	12317	17797	25094	34379
现金	239	2339	2348	2834	营业成本	9962	14398	20226	27641
应收账款	48	105	123	186	营业税金及附加	47	66	94	128
其他应收款	220	407	511	744	营业费用	1558	2242	3187	4401
预付账款	99	681	883	1256	管理费用	282	409	590	818
存货	1351	1755	2604	3464	财务费用	70	9	150	153
其他流动资产	20	0	0	0	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	1934	3607	3987	4140	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	771	2013	2549	280	营业利润	392	583	848	1239
无形资产	239	284	284	284	营业外收入	19	0	0	0
其他非流动资产	94	1310	1154	1050	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	6611	8894	10456	12623	利润总额	399	583	848	1239
流动负债	2568	2983	3852	5027	所得税	94	140	203	297
短期借款	895	500	500	500	净利润	305	443	644	942
应付账款	1148	1944	2629	3662	少数股东损益	-0	3	4	6
其他流动负债	524	539	722	864	归属母公司净利	306	440	640	935
非流动负债	225	1650	1700	1750	EBITDA	684	858	1118	1539
长期借款	150	1650	1700	1750	EPS (元)	0.40	0.57	0.83	1.22
其他非流动负	75	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2793	4633	5552	6777	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	4	7	11	17	成长能力				
股本	768	768	768	768	营业收入(%)	45.3	44.5	41.0	37.0
资本公积	2435	2435	2435	2435	营业利润(%)	19.4	48.8	45.4	46.2
留存收益	611	1051	1691	2626	归属母公司净利	20.2	44.1	45.4	46.2
归属母公司股	3814	4254	4894	5829	获利能力				
负债和股东权	6611	8894	10456	12623	毛利率(%)	19.1	19.1	19.4	19.6
现金流量表					净利率(%)	2.5	2.5	2.6	2.7
单位:百万元					ROE(%)	8.0	10.3	13.1	16.0
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.2	10.7	13.7	17.5
经营活动现金	683	446	609	888	偿债能力				
净利润	305	443	644	942	资产负债率(%)	42.3	52.1	53.1	53.7
折旧摊销	222	176	121	147	净负债比率(%)	37.41	46.41	39.63	33.20
财务费用	70	99	150	153	流动比率	1.82	1.77	1.68	1.69
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.29	1.18	1.00	1.00
营运资金变动	89	-277	-306	-359	营运能力				
其他经营现金	-4	4	0	5	总资产周转率	2.52	2.30	2.59	2.98
投资活动现金	-942	-1750	-500	-300	应收账款周转率	214	232	220	222
资本支出	930	1600	500	300	应付账款周转率	11.17	9.31	8.85	8.79
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-12	-150	0	0	每股收益(最新	0.40	0.57	0.83	1.22
筹资活动现金	2530	1004	-100	-103	每股经营现金流	0.89	0.58	0.79	1.16
短期借款	-97	-395	0	0	每股净资产(最	4.97	5.54	6.37	7.59
长期借款	65	1500	50	50	估值比率				
普通股增加	110	0	0	0	P/E	68.4	47.5	32.6	22.3
资本公积增加	2409	0	0	0	P/B	5.4	4.9	4.2	3.6
其他筹资现金	43	-101	-150	-153	EV/EBITDA	28	22	17	12
现金净增加额	2271	-300	9	486					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn