

永辉超市 (601933. sh)

永辉超市 2010 年业绩说明会及前次单独调研纪要

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020002

2010 年工作总结

公司截止至 2010 年底共开店 156 家, 经营面积 105 万平米。一季度新开 4 家门店, 截止 2011 年一季度末已经开业并持续经营门店共 160 家, 经营面积达到 108 万平米。2010 年公司实现: 门店业态升级, 在重庆开出高端超市; 提升营运标准、和咨询公司合作运用标杆化指导今后门店拓展; 建设全国物流基地和提升统采比例, 四川、重庆、福建南屿等物流基地开始大规模建设投入; 加大人员引进力度 (台湾、日本专家) 和本土干部的培养; 2010 年新进入区域安徽、贵州、天津等。

2011 年经营展望

今年公司工作将在以下方面着力进行改善: 坚持核心扩张、加快门店布局、探索 SKU, 坚持大卖场、发挥生鲜优势; 聚焦能力提升、改善人力储备 (关爱员工、干部储备和培养、全国性大学生招聘、绩效考核); 强化流程建设, 提升复制能力; 加强物流计划、供应链进一步提升 (关注整体补货、库存水平); 强调标准和营运。

投资建议

公司超市业务以生鲜为特色, 在激烈的市场竞争中充分体现出自身的精准定位和差异化, 吸引了投资者目光, 也是资本市场给予公司相对于行业 50% 溢价水平的原因所在。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.60、0.85 和 1.23 元, 当前股价对应动态市盈率接近 45 倍, 向上突破空间有限, 给予短期持有评级, 但我们看好公司专业丰富的零售行业管理经验和生鲜模式的异地复制能力, 长期给予买入评级。

风险提示

门店快速扩张过程中人才供给风险; 商业物业租金价格上涨风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	8475	12317	18770	25990	34643
增长率 (%)	49.3%	45.3%	52.4%	38.5%	33.3%
EBITDA (百万元)	482	690	801	1117	1579
净利润 (百万元)	254	306	460	651	943
增长率 (%)	19.0%	20.2%	50.6%	41.4%	44.9%
每股收益 (元)	0.39	0.40	0.60	0.85	1.23
市盈率	0.0	78.5	45.1	31.9	22.0
市净率	0.0	6.3	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	1.1	32.5	24.6	17.8	12.4

数据来源: 永辉超市股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格 (元)	27.20
目标价格 (元)	27.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.11%	-13.40%	-15.76%
沪深 300	3.84%	7.35%	-0.58%

股票数据

总股本/流通 A 股 (百万股)	767.90/110.00
主要股东:	张轩松
主要股东持股比例	20.80%

财务比率

ROE	8.01%
ROA	9.60%
资产负债率	42.25%
每股净资产 (元)	4.97

2010 年报数据

公司经营回顾

公司截止至2010年底共开店156家，经营面积 105万平米。一季度新开4家门店，截止2011年一季度末已经开业并持续经营门店共160家，经营面积达到108万平米。

现在已经签约未开出项目共89个，经营面积超过90万平米；公司在福建、重庆、天津、北京、安徽、贵州、河南、辽宁新签卖场14个，经营面积18.5万平米，开大店趋势明显。

2010年实现营业收入123亿，同比45.3%，归属于上市公司净利润3.06亿，同比增长20.2%；2011年计划完成营业收入175亿元，利润保持2位数增长。

2011年一季度收入同比增长40%-50%，由于融资后财务费用下降和食品日用受益于温和通胀带来毛利率的提升，归属于上市公司股东净利润增长50%-70%，超过收入增速。

执行副总裁 李建波介绍公司运营及展望

2010年重点完成工作：

1. 实现门店业态升级，在重庆开出高端超市门店
2. 提升营运标准，和咨询公司合作运用标杆化指导今后门店拓展
3. 建设全国物流基地和提升统采比例，四川、重庆、福建南屿等物流基地2010年开始大规模建设投入
4. 加大人员引进力度（台湾、日本专家）和本土干部的培养
5. 细化门店绩效考核
6. 2010年新进入区域安徽、贵州、天津；当年签约新店四川、河南、江苏即将于2011年进入

2011年工作展望：

1. 坚持核心扩张，加快门店布局，探索SKU，坚持大卖场，发挥生鲜优势
2. 聚焦能力提升，改善人力储备（关爱员工、干部储备和培养、全国性大学生招聘、绩效考核）
3. 强化流程建设，提升复制能力
4. 加强物流计划，供应链进一步提升（关注整体补货、库存水平）
5. 强调标准和营运

问答

Q1：公司的历史沿革，当时做这个的思路和背景？

A1：主要和管理层工作经历有关，2001年之前董事长和总经理有做过小超市和农产品经营的经验，当时发现福州市内的大卖场生鲜买的不多，于是觉得这是个机遇，而且有信心自己可以做的更好。公司开的第一个永辉超市店面是福州屏西店，三分之一区域在做生鲜，一年之内开了三个。在后续发展过程中得到了政府支持，逐渐体现出农改超模式。

永辉超市的经营模式开始就是直营，而没有选择分割租出去。虽然董事长总经理有做过农产品批发的经验，但开始的时候也怕自己做不专业，想找专业的人来做海产品和鱼丸，后来通过营销和定位（平价、周转快），决定还是自己做直营，有更强的主动性。永辉超市生鲜部分尽量将农贸市场的购物特点加以保留，如让客户体验和保持足够的新鲜度。

Q2：行业的格局，和农批市场的区别等？

A2：同样的面积，一个永辉的生鲜店相当于5个农贸市场的营业额。永辉对传统农贸市场的替代效应是显著的，比如福州在2000年时市区有150家农贸市场，到了2005年只有50家农贸市场，而且都在福州周边。福州市政府在2004年出台了主城区内不盖农贸市场。重庆也在近期推出了相关政策支持农超对接的发展。

永辉的目标是在北京实现替代性进入，每天永辉超市客流不断，早上很多老人家早起采购，中午采购的主要人群是家庭主妇，晚上采购是下班的工作人群。公司能够保持各批采购人群所选商品保持一样的标准——新鲜，这一高标准对配送要求很高，要密集开店。

Q3：关于公司的战略布局

A3：通过福建、重庆、北京的三地展店，公司基本完成了全国三角形布局，进入安徽市场也是公司的战略布局之一。公司在进行异地扩张时主要考虑因素：当地有没有龙头，公司能不能快速拿下几个营业点实现成本集约。截止到调研日，安徽已经开了7家，签了19家，都在合肥，蚌埠、阜阳也都有合作意向。公司计划2014年前中国的基本格局铺好。

福建、重庆、北京、安徽四大根据地公司有信心牢牢把控住，如果要做到每年40%-50%的在增长，可能需要更多的进行外延式扩张。总经理主要负责展店投资，每个筹建新开店都会去看。之前张总有一套自己的选址思路，后来贝恩咨询成为合作伙伴，向公司灌输了一系列标准化的选址理念，公司还是比较认可。首先进入竞争最激烈的地方，然后再进入外城区。先找商圈再找店，在贝恩的流程和拓店手册基础上，总经理和董事长考察后最后确定。10年发展中只在去年上半年关了6家店，主要都是小店。未来开店都是以大店为主。

最近天津开发区开了一个店了。公司一般在某个区域内开的前三个店都相隔不远，遵循核心扩张的模式，这样营销和供应都可以支持的上。未来时间内大卖场开的比例会越来越高，因为通过实践表明大卖场盈利能力更强。

Q4：超市行业思路比较趋同，都开大店，会不会竞争激烈，成本上升？

A4：大中小店会协同发展，但大店的品牌等远超其他渠道形式。中国现有优质物业倾向于外资渠道商，永辉通过多年来不断证明自身具有经营大店的能力，公司一步步走来已经看到品牌的效应。现在社区店已经不作为公司重点发展。

确实是竞争在加剧，但很多物业不只是看谁租金高，还要看经营能力和品牌影响力。能不能获取优质物业是公司快速发展的第一个门槛，之前公司的影响力有限，很难获得优势商业物业，近年来随着公司快速发展，尤其是2010年实现了上市，影响力大增，现在和国内很多商业地产公司形成了良好的合作关系。

在北京下半年会再开7个，形成北京天津的协同，预计北京今年可以盈利。2010年安徽地区已经开了7个店，在安徽已经可以获取很优质物业，有信心站稳脚跟。福建重庆稳定，贵阳扩张也取得了初步的成功。

核心扩张时在一定区域内充分利用品牌优势，公司之前案例都是这个路径。新进入区域是大店主力店。这两年也将加大物流硬件的投入，为前两年门店拓展补课。

永辉能向社会和供应商证明扩张是有效的。公司在物业竞争过程中经历了“从配餐到点菜”，现在签的14家都是主力卖场，比前两年提升很大。

Q5: 品类不多如何经营大卖场？

A5: 品类丰富程度足够经营大卖场。目前生鲜50%以上，38%食品日化，8%服装，先以大卖场开店，后期逐步小型渠道填补。每一天都来买的顾客有40%。

Q6: 同行学习复制买手模式会不会影响到公司的核心竞争优势

A6: 很多同行过来学习，步步高，武汉中百等，但复制公司的模式并不容易。公司的买手都在批发层面运作，而同行买手是在零售层面进行运作。超市做农产品经营要持之以恒，要打通整条链，集中采购，人员配备。公司生鲜部分核心竞争力主要体现在日常细节管理，比如新鲜度下降后能及时分析原因，解决问题；每个店都有个次品区，根据新鲜度及时转移处理，品相不好拿去折价。还比如根据生鲜品相来区别定价。公司制定的标准是损耗率在一定范围内可以，超过检测范围会有公司管理中心检查问题。不存在农户供应不足的问题，叶菜周围有很多供应基地。公司门店实行标准化运营，哪怕在异地的第一个店也需要保持统一生鲜标准和销售价格，因此人力成本比较大，需要在新进入区域内快速展店实现规模化经营。

批发层面：公司的买手在采购基地，从源头上进行质量上品相上的把关，然后进行分类和加工，每个环节都有专门的管控措施，如研发中心负责商品品相的分类与编码。我们在自己销售的同时也等同于批发商，就是说我们可以有很多渠道来处理销售不掉的存货。

另外公司在建四个城市的生鲜运营中心，尽量缩短供应链长度，减少发生损耗的机会，有了强大配送中心的保障，可以在很多时候不受供应商配送的限制。

Q7: 生鲜的现金采购比例

A7: 公司现在在成熟的采购区域和基地很多都是银行走账。最开始农民也有些抵触，后来形成了良好的合作关系，新进入区域还是很尊重农民结算方式。

Q8: 采购人员的考核方式？

A8: 公司采购成员长期和农民打交道，懂得农业知识、收获行情，擅长专业采买和分装。买手的考核：根据所属门店的业绩，按技术人员，管理人员，买手不同环节不同权重进行考核。公司的买手根据重要程度主要分为三类，第一类为制定各种分类选择标准的大师傅，第二类为中层操作人员，第三类为基层操作人员。

以5个店为单位来配置区域买手（生鲜要配14个人，总共要50-60人），10个店最多再加5个人，20个店最多再加10个人。全国性买手有100多个。

Q9: 关于人力成本和租售比

A9: 公司现有24000多员工，人力成本方面是有压力的，公司未来将通过岗位培训，控制人员流失，职业成长路线等多种选择来提高员工素质和减少人员流失。比如为员工提供充分的管理培训体系，如员工经过一段时间的工作，如能达到既定标准，就有担任某种职务的机会。

公司的租售比原来是百分之一点多，现在可能要达到百分之二，公司自己预测2014

年租售比将达到最高的2.4%。业内武汉中百租售比3%左右。人人乐租售比上升比较快。人人乐是按沃尔玛标准，但营运，溢价能力，采购各个方面与国际巨头有差距，在加上家乐福和大润发的竞争，业绩不甚理想。公司认为未来租售比不会是很大威胁，重要的是把自己的销售做好。现在有开发商按租售比谈租金价格，对超市企业来说比较苛刻。现在物业租约基本是15-20年。

公司以前品牌和影响力不行，对综合体有所损害。现在经过发展与上市，提升了影响力。公司超市领域差异化明显，管理层认为中国现在大好时机，加紧开店十分重要。到2014年前租赁店面占总店面比例会越来越高，经过快速扩张期后会慢慢考虑增加一些自有物业。

Q10: 后续IT和物流建设想法？

Q10: 公司今年信息化是核心工作，主要从三个角度：财务业务一体化、系统能做人不要手工做、数据源头输入，这样就可以做强分析强挖掘。物流方面，基础工作很好，本年重点是加强计划，改善损耗和物流周转；

Q11: 如何保证盈利性增长？

A11: 公司有能力保证盈利性增长，因为之前开的主力门店在不断拉升。同店业绩的提升由于杠杆效应能带来更大的利润提升。公司得到的供应商支持确实不如外资，也正是公司成长空间，食品用品这边议价能力在提升，2010年增加了100家全国统一采购。同时今年会增加5-6个自有品牌商品。

Q12: 生鲜毛利率和综合毛利率变化情况

A12: 公司现阶段对于毛利的政策是保额不保率，现在主要是抓在一个区域市场内生鲜方面的溢价能力和控制权，前者搞好了，后者需要高毛利率的时候自然会有，2010年上半年毛利率下降还有个北京和安徽新进入市场拉低问题。

精细化管理降低损耗。生鲜毛利率的提升空间是我们精细化管理水平提升空间。生鲜盈利模式是量化销售，一定要是事先量化销售。

现有毛利率，从区域来看，福建大于重庆大于安徽大于北京，跟品牌树立、协同效应（生鲜走量）密切相关。一季报中重庆、北京毛利率都在提升，好于去年同期。我们认为公司毛利率水平随着规模优势将逐步体现。

Q13: 生鲜集客能力转向高毛利产品如服装等提升的措施服装事业部未来发展规划

A13: 公司进行了客流分析转化，生鲜柜组6个柜组，服装8个柜组，从柜组销售时间顺序等方面来分析客流走向等，但现在还不能提供很相近的数据给投资者。从数据结构来看，服装食品占比在提升，公司还会实现一些高低毛利商品搭配措施来将客流引向高毛利产品。服装第二和第四季度是毛利季节。

服装提升很快，也是今后成长最快的业态。公司的服装都是直采买断式经营，毛利率30%，处于行业内上游水平。服装业务也进入了买手机制，争取着力打造几个有影响力的自有品牌。服装最大的问题是库存，公司用买手机制将服装销售时段严格限制起来，在一定时间内买不掉就进行尾货处理，保证每季都是新产品新样式。

Q14: 去年6家和今年1家被关闭的门店主要原因是什么？

A14: 去年关店6家情况如下：3家是从别人手里买过来，经营实在有困难；另外3家

是社区店，因为旁边有自己的旗舰店，所以关店。今年第一季度也关了一家自己位于旗舰店旁边的社区店。

Q15: 泉州地区为什么盈利比较缓慢

A15: 一方面是因为泉州地区竞争激烈，外资入驻较早，而另一方面从公司角度来看，主要还是泉州地区大店偏少，中型店多。

Q16: 精品店盈利情况

A16: 重庆精品店当年获利，效果良好。第二第三家准备今年5月开业，以后会采取作为百货配套物业形式。

资产负债表

单位：百万元

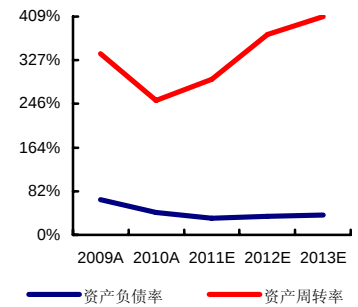
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,978	4,677	3,766	4,638	6,091
货币资金	535	2,639	1,247	1,163	1,461
应收及预付	674	667	1,318	1,827	2,437
存货	752	1,351	1,181	1,628	2,172
其他流动资产	17	20	20	21	22
非流动资产	1,190	1,934	2,480	2,948	3,254
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	538	771	1,016	1,196	1,267
在建工程	53	226	426	626	776
无形资产	593	928	1,029	1,116	1,201
其他长期资产	7	9	9	9	11
资产总计	3,168	6,611	6,246	7,586	9,346
流动负债	1,939	2,568	1,637	2,270	3,026
短期借款	992	895	0	0	0
应付及预收	946	1,671	1,636	2,268	3,024
其他流动负债	1	2	2	2	2
非流动负债	159	225	326	377	427
长期借款	85	150	250	300	350
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	74	75	76	77	77
负债合计	2,098	2,793	1,963	2,647	3,453
股本	658	768	768	768	768
资本公积	26	2,435	2,435	2,435	2,435
留存收益	371	611	1,071	1,722	2,665
归属母公司股东权益	1,055	3,814	4,274	4,925	5,868
少数股东权益	15	4	8	15	24
负债和股东权益	3,168	6,611	6,246	7,586	9,346

利润表

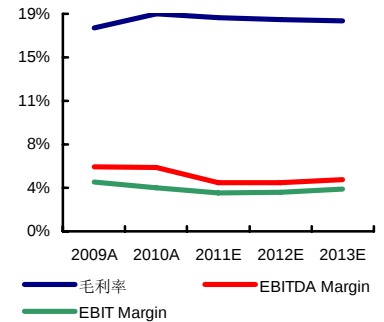
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8475	12317	18770	25990	34643
营业成本	6958	9962	15243	21155	28231
营业税金及附加	30	47	94	130	173
销售费用	947	1558	2365	3262	4261
管理费用	172	282	432	559	693
财务费用	37	70	7	2	5
资产减值损失	4	6	12	10	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	328	392	616	873	1266
营业外收入	14	19	16	17	19
营业外支出	10	11	12	13	15
利润总额	332	399	620	877	1270
所得税	75	94	155	219	317
净利润	257	305	465	657	952
少数股东损益	3	0	5	7	10
归属母公司净利润	254	306	460	651	943
EBITDA	482	690	801	1117	1579
EPS (元)	0.39	0.40	0.60	0.85	1.23

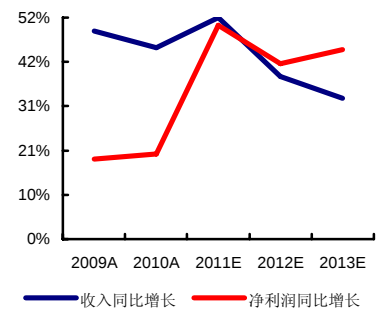
资产负债率趋势



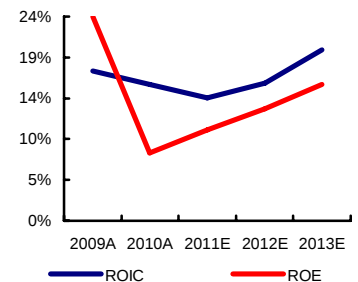
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

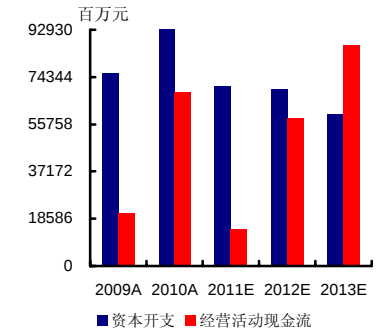
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	205	683	138	573	857
净利润	257	305	465	657	952
折旧摊销	114	222	166	232	295
营运资金变动	-199	89	-528	-334	-413
其它	34	66	36	17	22
投资活动现金流	-692	-942	-708	-696	-596
资本支出	-758	-929	-708	-696	-596
投资变动	-8	-14	0	0	0
其他	74	2	0	0	0
筹资活动现金流	563	2,530	-822	39	37
银行借款	1,647	1,848	-795	50	50
债券融资	-1,036	-1,880	1	1	1
股权融资	0	2,522	0	0	0
其他	-48	40	-27	-12	-14
现金净增加额	76	2,271	-1,391	-84	298
期初现金余额	476	535	2,639	1,247	1,163
期末现金余额	553	2,806	1,247	1,163	1,461

主要财务比率

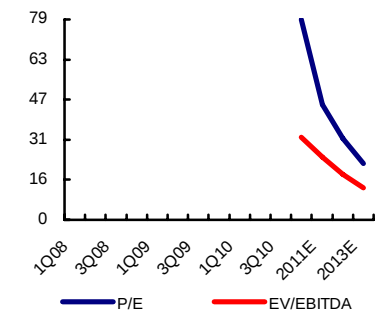
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	49.3%	45.3%	52.4%	38.5%	33.3%
营业利润	15.4%	19.4%	57.3%	41.6%	45.0%
归属于母公司净利润	19.0%	20.2%	50.6%	41.4%	44.9%
获利能力					
毛利率	17.9%	19.1%	18.8%	18.6%	18.5%
净利率	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.7%
ROE	24.1%	8.0%	10.8%	13.2%	16.1%
ROIC	17.7%	16.1%	14.5%	16.3%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	66.2%	42.3%	31.4%	34.9%	37.0%
净负债比率	50.7%	-41.7%	-23.3%	-17.5%	-18.9%
流动比率	1.02	1.82	2.30	2.04	2.01
速动比率	0.44	1.14	1.11	0.86	0.83
营运能力					
总资产周转率	3.39	2.52	2.92	3.76	4.09
应收账款周转率	191.93	228.09	202.78	202.78	202.78
存货周转率	12.31	9.47	13.04	13.04	13.04
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.40	0.60	0.85	1.23
每股经营现金流	0.31	0.89	0.18	0.75	1.12
每股净资产	1.60	4.97	5.57	6.41	7.64
估值比率					
P/E	0.0	78.5	45.1	31.9	22.0
P/B	0.0	6.3	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	1.1	32.5	24.6	17.8	12.4

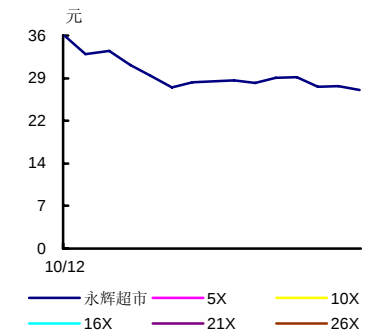
资本支出与经营活动现金流



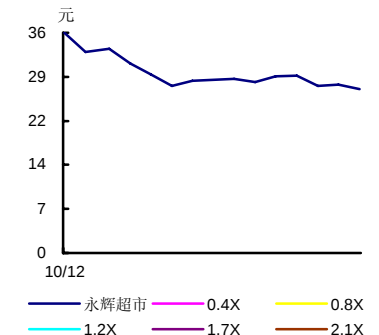
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，研究助理，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zimeng@gf.com.cn，021-68825985。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423。

相关研究报告

永辉超市一季报预增点评_公告点评

刘旭

2011-04-11

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。