

永辉超市 (601933.SH) 批发和零售贸易

业绩超市场预期，内生外延齐头并进

公司研究简报

◆公告梗概：

公司公告 2011 年上半年归属母公司净利润同比增长 90% 以上(1H2010 半年全面摊薄后的 EPS 为 0.18 元)。业绩预增的主要原因如下：1) 内生性稳定增长及新开门店的增加。2) 同期财务费用显著下降。3) 因上年同期关闭六家门店，可比净利润基数较低。

◆中报业绩超市场预期，全年高速发展应无碍：

公司中报业绩超出市场预期以及我们的预期（我们之前给予中报 55% 的净利润增速预判），认为主要偏差在于 1) 公司内生性增长或受益于 CPI 的增长，超出我们预期。由于公司主要经营特色为生鲜食品，而目前 CPI 高企主要推动力为食品价格，营业收入由此迅速提升。2) 规模优势后，营业收入高增长，使得费用率下降明显。我们认为公司外延扩张意图明显（近期公布开设河北和辽宁子公司），期间费用率下降，尤其是财务费用率下降超预期。3) 去年同期关闭六家门店，基数较低也是此次中报业绩靓丽的原因之一，我们认为公司 2011 年业绩增速高速发展是大概率事件。

◆行业特征决定规模扩张和跑马圈地是必经之路：

中长期看，我们认为公司未来最大的看点在于较为进取的外延扩张策略以及一定的全国扩张野心。从超市行业本质来看，规模优势和跑马圈地是所有 A 股超市必须经历的一段阵痛期，因此公司目前外延加速扩张的策略符合超市企业做大做强的规律，扩张—融资—再扩张—再融资是一个优秀零售企业成长的过程，我们对于未来公司的外延高速成长较有信心。

◆上调盈利预测，维持增持评级不变：

由于业绩预增公告没有披露详细财报数据，我们根据公告内生性稳定增长的逻辑，略上调 2011 年福建、重庆和北京的销售增速（维持今年贵州销售额不变），上调公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.62/0.86/1.14 元（之前为 0.60/0.82/1.07 元），以 2010 年为基期三年 CAGR 为 42.0%，12 个月目标价 30.10 元，对应 2012 年 35 倍 PE。考虑到公司目前股价已反映了未来较高的业绩增速，短期估值压力虽有一定释放，但仍不具备较强安全边际，维持增持评级不变。

◆风险提示：

外延扩张培育期过长低于预期，人工成本上涨侵蚀利润，长期待摊费用会计准则变动的不确定性。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	8,475	12,317	17,806	24,011	30,548
营业收入增长率	49.25%	45.33%	44.57%	34.85%	27.22%
净利润（百万元）	254	306	476	658	874
净利润增长率	18.99%	20.15%	55.95%	38.14%	32.85%
EPS（元）	0.33	0.40	0.62	0.86	1.14
ROE（归属母公司）	24.10%	8.01%	11.31%	13.51%	15.22%

增持（维持）

当前价/目标价：25.19/30.10 元

目标期限：12 个月

分析师

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

021-22169161

tangjiarui@ebcn.com

市场数据

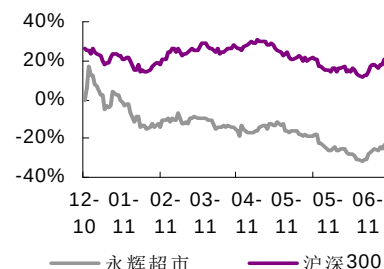
总股本(亿股)：7.68

总市值(亿元)：193.43

一年最低/最高(元)：21.83/37.71

近 3 月换手率：15.33%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.03	1.68	0.00
绝对	5.37	-5.60	0.00

相关研报

永辉超市：业绩略超预期，外延扩张下渐显规模优势---1Q2011 季报点评

..... 2011-04-28

永辉超市：业绩略超预期，期间费用大幅下滑是主因---1Q2011 业绩预增公告点评

..... 2011-04-11

永辉超市：业绩符合预期，毛利率显著提升---2010 年年报点评

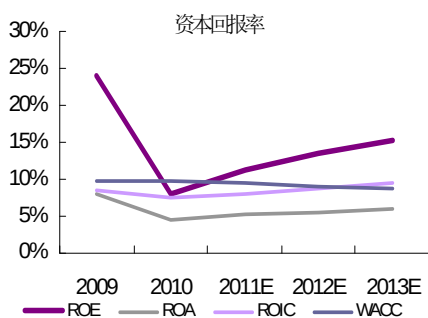
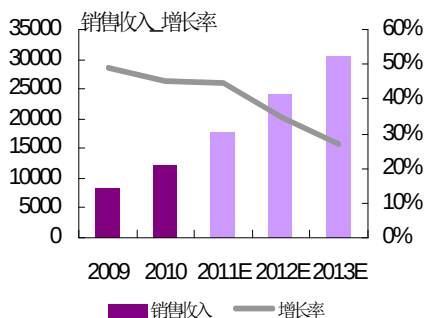
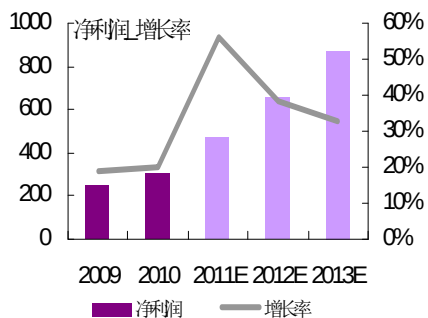
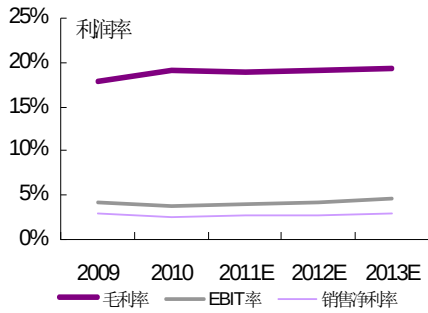
..... 2011-03-30

2011-07-11 永辉超市

P/E	76	63	41	29	22
-----	----	----	----	----	----

相关报告:

- 20101204 永辉超市：生鲜加强型超市的典范---新股询价简报
- 20110227 永辉超市：合资设立地产公司，只在提高自有物业比例---公司公告点评
- 20110330 永辉超市：业绩符合预期，毛利率显著提升---2010 年年报点评
- 20110410 永辉超市：业绩略超预期，期间费用大幅下滑是主因---1Q2011 季报业绩预增点评
- 20110428 永辉超市：业绩略超预期，外延扩张下渐显规模优势---1Q2011 季报点评



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,475	12,317	17,806	24,011	30,548
营业成本	6,958	9,962	14,423	19,419	24,655
折旧和摊销	141	93	68	107	146
营业税费	30	47	71	96	122
销售费用	947	1,558	2,208	2,965	3,742
管理费用	114	222	410	528	642
财务费用	37	70	62	129	228
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	328	392	631	870	1,155
利润总额	332	399	631	870	1,155
少数股东损益	3	0	3	3	3
归属母公司净利润	254.29	305.54	476.49	658.23	874.46

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,168	6,611	8,960	11,810	14,926
流动资产	1,978	4,677	6,202	8,260	10,622
货币资金	535	2,639	3,561	4,802	6,110
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	60	48	96	130	165
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	235	220	356	480	611
存货	752	1,351	1,442	1,942	2,466
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	538	771	1,492	2,192	2,868
无形资产	161	239	227	216	205
总负债	2,098	2,793	4,739	6,929	9,167
无息负债	1,021	1,748	2,290	3,035	3,816
有息负债	1,077	1,045	2,449	3,894	5,351
股东权益	1,070	3,818	4,220	4,882	5,759
股本	658	768	768	768	768
公积金	47	2,480	2,528	2,594	2,682
未分配利润	350	566	918	1,510	2,296
少数股东权益	15	4	7	10	13

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	205	683	557	826	978
净利润	254	306	476	658	874
折旧摊销	141	93	68	107	146
净营运资金增加	770	637	1,159	1,312	1,581
其他	-960	-353	-1,147	-1,251	-1,624
投资活动产生现金流	-692	-942	-900	-900	-900
净资本支出	758	929	900	900	900
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-1,450	-1,871	-1,800	-1,800	-1,800
融资活动现金流	562	2,530	1,265	1,315	1,230
股本变化	592	110	0	0	0
债务净变化	611	-32	1,404	1,444	1,458
无息负债变化	484	727	542	745	781
净现金流	76	2,271	923	1,241	1,307

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	49.25%	45.33%	44.57%	34.85%	27.22%
净利润增长率	18.99%	20.15%	55.95%	38.14%	32.85%
EBITDA 增长率	29.63%	42.96%	23.75%	45.36%	38.23%
EBIT 增长率	19.05%	26.62%	32.77%	44.22%	38.35%
估值指标					
PE	76	63	41	29	22
PB	18	5	5	4	3
EV/EBITDA	33	33	29	21	16
EV/EBIT	45	39	31	23	18
EV/NOPLAT	67	57	41	31	24
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	6	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	17.90%	19.12%	19.00%	19.13%	19.29%
EBITDA 率	5.65%	5.56%	4.27%	4.61%	5.00%
EBIT 率	4.31%	3.75%	3.89%	4.16%	4.53%
税前净利润率	3.91%	3.24%	3.54%	3.62%	3.78%
税后净利润率 (归属母公	3.00%	2.48%	2.68%	2.74%	2.86%
ROA	8.11%	4.61%	5.35%	5.60%	5.88%
ROE (归属母公司) (摊	24.10%	8.01%	11.31%	13.51%	15.22%
经营性 ROIC	8.55%	7.54%	7.90%	8.65%	9.46%
偿债能力					
流动比率	1.02	1.82	1.37	1.22	1.18
速动比率	0.63	1.30	1.05	0.93	0.90
归属母公司权益/有息债务	0.98	3.65	1.72	1.25	1.07
有形资产/有息债务	2.38	5.43	3.28	2.80	2.62
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.33	0.40	0.62	0.86	1.14
每股红利	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.27	0.89	0.73	1.08	1.27
每股自由现金流(FCFF)	-1.47	-1.28	-1.91	-1.75	-1.67
每股净资产	1.37	4.97	5.49	6.34	7.48
每股销售收入	11.04	16.04	23.19	31.27	39.78

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

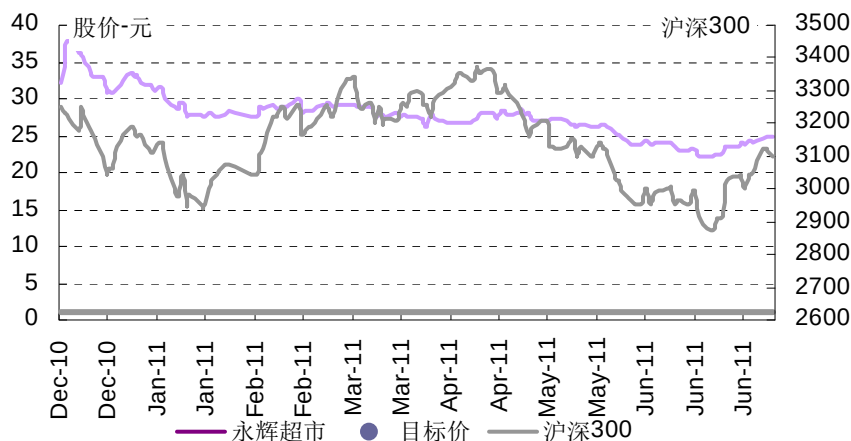
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010 年 5 月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

投资建议历史表现图

永辉超市 (601933)



日期	股价	目标价	评级
2010-12-01	32.29	0.00	无评级
2011-01-15	29.99	24.75	中性
2011-02-27	28.29	28.70	增持
2011-03-30	27.00	29.60	增持
2011-04-10	26.80	29.60	增持
2011-04-28	27.89	28.70	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com