

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈光尧

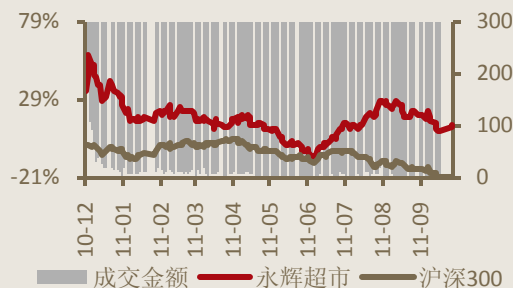
执业证书编号：S1220511020005

联系人：李蕤宏

TEL: 010-68584857

E-mail: liruihong0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	12316.5	17932.54	23915.63	30142.03
(+/-)	45.33%	45.60%	33.36%	26.03%
净利润	305.54	513.07	753.54	998.92
(+/-)	20.15%	67.93%	46.87%	32.56%
EPS(元)	0.40	0.67	0.98	1.30
P/E	-	40.16	27.34	20.63

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

扩张迅速的生鲜龙头

请务必阅读最后特别声明与免责条款

永辉超市(601933)

公司调研简报
2011.10.10 增持

零售行业

投资要点

近日，我们对永辉超市进行了实地调研，就公司未来扩张模式、后台管理等问题进行了较为深入的交流。

生鲜为契，打开扩张瓶颈

从国内零售企业的经营经验来看，加速扩张尤其是跨区域扩张的过程中，异地门店的供应商资源和物业资源匮乏是两个重要瓶颈。作为生鲜加强型超市，公司以往 50%以上的收入来自生鲜产品及加工（2011 年中报，由于公司近期新开门店面积增大，其他品类销售面积增加，生鲜销售比例下降至 43%），生鲜优势使公司克服上述两个瓶颈具备独特优势。

一方面，相对于其他食品用品，生鲜产品的供应商相对分散，没有传统供应商的区域割据之分，公司在进入新的区域扩张初期，其强势品类不存在供应商瓶颈。另一方面，公司出色的生鲜经营能力将生鲜独特的集客能力发挥的淋漓尽致，有利于克服跨区扩张初期，物业位置不敌竞争对手的弱势局面，使门店尽快走出培育期，聚集人气，塑造品牌。据我们调研了解，从重庆市场的扩张经验来看，人气和品牌的提升有利于提高公司对供应商的议价能力，获取更优质的物业资源，从而形成扩张区域的良性循环。

后台优势，循序渐进

公司自 2008 年起加快扩张速度，但期间费用水平却始终位于行业下游，并未出现行业惯有的“扩张加速即盈利下滑”现象，充分显示公司成本控制能力。硬件方面，随着福建、重庆、成都、安徽、沈阳等地物流中心项目的逐步落实，将有望完成物流网络的全国布局，物流效率有望得到进一步提高；软件方面，公司先后引进日本团队和贝恩咨询，以标杆店的模式不断提高门店标准化程度和精细化管理水平，而作为公司核心竞争力的“买手”和“卖手”体系，亦通过完备的手册积累不断系统化，加快异地复制的成功率和人才培养效率。

我们认为，公司具有良好的精细化管理基础，但基于生鲜的经营特点，其“买手”和“卖手”的人才培养是决定其扩张能否成功的关键因素。今年以来公司推动“零售精英”培养计划，结合此前不断改进的薪酬管理和内部培训体系，公司已开始着力建立较为完备的人才储备体系。在行业店长缺失率高达 20%的背景下，这一举措有利于保证扩张门店有人可用，从而进一步保证门店扩张的成功率。

储备项目丰富，后续扩张无忧

从行业整体扩张情况来看，经历了 2006-2007 年期间的高速扩张，连锁企业扩张速度普遍放慢，除经济周期、精细化管理水平局限之外，房地产市场调控对商业物业开发速度也有一定影响，寻找合适物业的速度直接影响连锁企业扩张步伐。

2011 年上半年，公司新开门店 14 家，位于行业上游；三季度公司开店步伐有所加快，新开门店 12 家。从公司目前储备项目情况来看，不考虑意向门店，目前公司签约未开业门店尚有 73 家，其中大部分物业交付时间在 2011 年内。公司规划未来两年仍保持每年 30 家以上的开店速度，从目前储备项目情况来看，我们认为实现预期进度为大概率事件。

图表 1 公司三季度开业门店概况

省份	门店名称	开业时间	面积（平方米）
福建	仙游鲤城广场店	2011/7/15	12000
	金湖店	2011/9/7	7000
重庆	陈家桥店	2011/8/31	2000
	石坪桥店	2011/9/11	7000
北京	垡头店	2011/9/23	21000
安徽	海洲店	2011/7/31	7500
	肥西水晶城店	2011/9/28	12000
天津	双街店	2011/9/23	13000
江苏	滨江新城店	2011/8/19	20000
	盐城宝龙店	2011/9/23	26000
河北	民心广场店	2011/10/1	30000
河南	东太康路店	2011/9/30	10000

数据来源：公司公告，方正证券研究所

图表 2 公司储备项目预计交付概况

地区	签约门店				意向门店		自建门店	
	2011	2012	2013	2013 之后	2011	2012	自建门店总数	预计 2013 年之前交付
福建	13	3	1	1	0	1	2	2
重庆	18	5	0	1	0	1	2	2
贵州	2	0	0	0	0	0	0	0
北京	3	0	3	0	1	0	0	0
安徽	7	0	0	0	0	0	1	1
河南	8	1	2	0	0	0	0	0
江苏	3	0	0	0	0	0	0	0
四川	1	1	0	0	0	0	0	0
天津	1	0	0	0	0	0	0	0
辽宁	1	0	0	0	0	0	0	0
合计	57	10	6	2	1	2	5	5

数据来源：公司公告，方正证券研究所

预计 2011-2013 年，公司营业收入分别为 179.32 亿元、239.16 亿元和 301.42 亿元，实现净利润 5.13 亿元、7.54 亿元和 9.99 亿元，EPS 分别为 0.67 元、0.98 元和 1.30 元。

给予公司“增持”评级。

风险提示：

物业交付进度低于预期；异地新开门店盈利情况不及预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4676.60	4216.01	6280.47	6465.45	经营活动现金流	727.27	-436.12	1972.61	289.15
现金	2638.58	1375.80	2624.61	2072.22	净利润	305.08	516.87	757.55	1002.65
应收账款	48.29	118.49	107.46	168.73	折旧摊销	222.17	229.06	299.46	352.34
其它应收款	219.81	612.98	437.33	829.35	财务费用	70.38	83.25	117.16	153.28
预付账款	398.51	670.91	861.72	1014.25	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	1351.17	1423.37	2232.19	2363.34	营运资金变动	131.18	-1267.68	799.51	-1219.04
其他	20.25	14.46	17.16	17.56	其它	-1.54	2.37	-1.07	-0.08
非流动资产	1934.21	2275.78	2656.39	2914.13	投资活动现金流	-964.52	-573.00	-679.00	-610.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	740.97	343.94	379.54	257.66
固定资产	771.12	948.33	1194.52	1217.51	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	239.36	233.38	295.65	434.16	其他	-223.55	-229.06	-299.46	-352.34
其他	923.73	1094.07	1166.23	1262.46	筹资活动现金流	2352.30	-253.66	-44.80	-231.54
资产总计	6610.82	6491.79	8936.86	9379.58	短期借款	-97.00	-110.79	106.19	-33.87
流动负债	2567.72	2024.88	3751.27	3239.08	长期借款	65.00	-16.26	-13.22	-25.13
短期借款	895.00	784.21	890.40	856.54	其他	2384.30	-126.61	-137.76	-172.55
应付账款	1148.34	844.77	2010.66	1689.85	现金净增加额	2115.06	-1262.78	1248.81	-552.39
其他	524.38	395.89	850.21	692.69					
非流动负债	225.47	209.21	195.98	170.85	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	150.00	133.74	120.51	95.38	成长能力				
其他	75.47	75.47	75.47	75.47	营业收入	45.33%	45.60%	33.36%	26.03%
负债合计	2793.19	2234.08	3947.26	3409.94	营业利润	19.37%	70.97%	46.39%	32.79%
少数股东权益	3.74	7.54	11.55	15.28	归属母公司净利润	20.15%	67.93%	46.87%	32.56%
归属母公司股东权益	3813.88	4250.17	4978.05	5954.36	获利能力				
负债和股东权益	6610.82	6491.79	8936.86	9379.58	毛利率	19.12%	19.39%	19.75%	19.96%
					净利率	2.48%	2.88%	3.17%	3.33%
					ROE	7.99%	12.14%	15.18%	16.80%
					ROIC	6.28%	9.93%	12.57%	14.43%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
营业收入	12316.50	17932.54	23915.63	30142.03	资产负债率	42.25%	34.41%	44.17%	36.35%
营业成本	9961.86	14455.47	19191.68	24126.57	净负债比率	27.37%	22.34%	21.03%	16.65%
营业税金及附加	47.27	67.32	88.61	113.50	流动比率	1.82	2.08	1.67	2.00
营业费用	1557.71	2267.27	3020.88	3808.85	速动比率	1.30	1.38	1.08	1.27
管理费用	281.95	382.89	507.06	625.58	营运能力				
财务费用	70.38	83.25	117.16	153.28	总资产周转率	2.52	2.74	3.10	3.29
资产减值损失	5.64	6.64	9.91	12.48	应收帐款周转率	228.09	215.04	211.69	218.27
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	11.17	14.51	13.44	13.04
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业利润	391.70	669.69	980.33	1301.77	每股收益	0.40	0.67	0.98	1.30
营业外收入	18.59	12.61	14.92	15.37	每股经营现金	0.95	-0.57	2.57	0.38
营业外支出	11.20	9.41	10.25	10.29	每股净资产	4.97	5.54	6.50	7.77
利润总额	399.10	672.89	985.01	1306.86	估值比率				
所得税	94.01	156.02	227.46	304.21	P/E	0.00	40.16	27.34	20.63
净利润	305.08	516.87	757.55	1002.65	P/B	0.00	4.85	4.14	3.46
少数股东损益	-0.45	3.80	4.01	3.73	EV/EBITDA	-2.56	22.38	14.82	11.78
归属母公司净利润	305.54	513.07	753.54	998.92					
EBITDA	621.27	901.95	1284.47	1659.20					
EPS (元)	0.40	0.67	0.98	1.30					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com