

永辉超市 (601933)

业绩高增长可持续

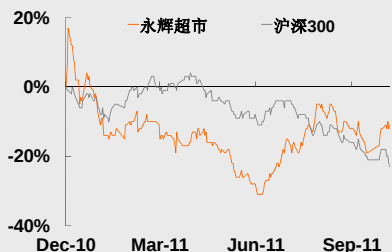
推荐 (首次)

现价: 28.72 元

主要数据

行业	批发零售
公司网址	www.yonghui.com.cn
大股东/持股	张轩松/1.63%
实际控制人/持股	张轩松/20.80%
总股本(百万股)	768
流通 A 股(百万股)	110
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	220.54
流通 A 股市值(亿元)	31.59
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	35.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

聂秀欣 S1060208050096
0755-2262 5790
Hemiao160@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 业绩维持高增长, 符合市场预期

永辉超市 2011 年前三季度收入 124.7 亿元 (YoY 42.7%), 归属于上市公司净利润 3.7 亿元 (YoY 75.9%), 实现每股收益 0.48 元; 其中, Q3 收入 44.5 亿元 (YoY 42.0%), 归属于上市公司净利润 1.0 亿元 (YoY 39.6%), 实现每股收益 0.13 元, 业绩符合市场预期。

■ 大量开店带来规模扩大和毛利率提高

公司 1-9 月新开店 24 家, 占门店总数 14%; 其中 7-9 月新开店 11 家, 占今年新开店的 46%。公司新开门店以大卖场 (1 万平方米以上) 和卖场 (6000 平方米以上) 为主, 逐渐摒弃社区店模式, 较大体量的门店带来门店收入快速增长。规模效应体现为毛利率的提升, 特别是规模逐渐扩大的北京和安徽地区区域优势的逐渐形成, 将加大公司综合毛利率提升力度。公司持续签约门店项目持续增加, 并在 7-9 月将区域拓展至河南和江苏地区, 我们预计, 未来两年, 公司开店速度可能进一步加快, 收入高增长将维持。

■ 费用高企, 净利润保持高增速但环比下降

第三季度公司净利润增速为 39.6%, 但低于 Q1 和 Q2 的 67.1% 和 154.2% 的增速。我们认为, Q3 净利润增速环比下降的主要原因是新开门店多、扩招人才多, 导致销售费用和管理费用高企, 特别是销售费用率和管理率分别同比上升 1.75 和 0.5 个百分点。公司处于对外快速扩张, 对内不断优化架构的时期, 短期内销售费用和管理费用率下降较困难。

■ 经济弱周期时的优质品种, 给予“推荐”评级

超市行业周期性不强, 营收和利润率较为稳定可期, 永辉超市是超市上市公司的龙头企业, 其独特生鲜模式壁垒高, 规模扩张快, 营收和利润增速持续维持 40% 以上, 是经济弱周期时的优质投资品种, 给予“推荐”评级。预计 2011-2013 年 EPS 分别为: 0.65、0.90、1.27 元, 对应前一收盘日的 PE 为: 43.9、31.8、22.6 倍, 给予“推荐”评级。

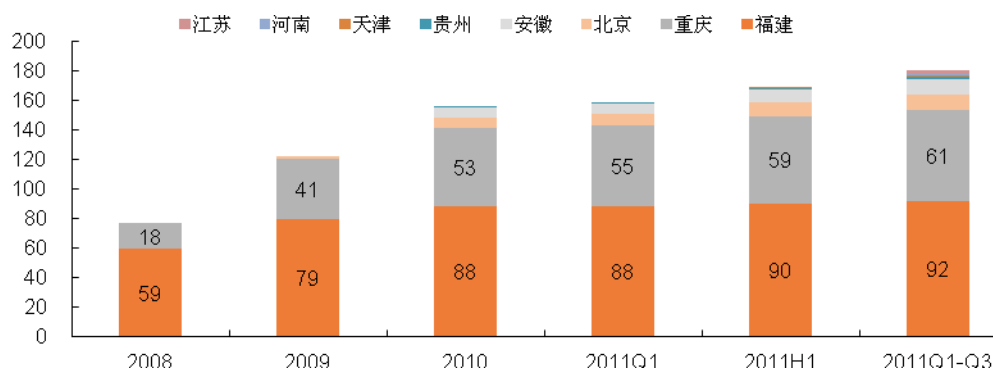
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8475	12317	17661	23474	29497
YoY(%)	49%	45%	43%	33%	26%
净利润(百万元)	254	306	503	693	975
YoY(%)	19%	20%	65%	38%	41%
毛利率(%)	17.9%	19.1%	19.2%	19.3%	19.8%
净利率(%)	3.0%	2.5%	2.8%	3.0%	3.3%
ROE(%)	27.3%	16.0%	12.5%	15.3%	18.8%
EPS(摊薄/元)	0.33	0.40	0.65	0.90	1.27
P/E(倍)	86.7	72.2	43.9	31.8	22.6
P/B(倍)	20.9	5.8	5.2	4.6	3.9

图表 1 主要指标解读：Q3收入维持高增长、毛利率同比上升1.2个百分点、费用依旧高企、净利润增速下滑

	3Q10	3Q11	QoQ	1-3Q10	1-3Q11	YoY	说明
营业收入	3,131	4,446	42.0%	8,743	12,474	42.7%	Q3新开门店11家, 营业收入依旧维持高增长, 营收增长幅度高于营业成本增幅
营业成本	2,552	3,569	39.9%	7,118	10,063	41.4%	
毛利	580	877	51.3%	1,624	2,411	48.4%	
毛利率	18.5%	19.7%	1.2%	18.6%	19.3%	0.8%	规模效应带来Q3毛利率进一步上升, 同比上升1.2个百分点, 环比略下降
营业税金及附加	12	22	79.0%	34	55	59.4%	Q3销售费用率13.88%, 同比上升1.75个百分点, 依旧维持Q2的高点 Q3管理费用率2.31%, 同比不变, 环比上升0.5个百分点 去年4季度IPO募资后, 银行借款减少, 财务费用同比下降
销售费用	380	617	62.4%	1,069	1,614	51.0%	
管理费用	72	103	41.8%	199	249	24.8%	
财务费用	22	15	-33.5%	52	25	-52.1%	费用高企, Q3营业利润率环比大幅降至28.9%
资产减值损失	-0.36	0.00	100.0%	-2.29	0.00	100.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	净利润增速大幅下滑, 净利润率2.3%, 环比下降0.3个百分点, 同比仍然增长0.32个百分点
营业利润	94	121	28.9%	272	468	72.2%	
营业外收入	4	9	103.6%	12	23	87.3%	
营业外支出	2	3	22.4%	9	14	63.1%	
利润总额	96	127	32.4%	276	477	73.1%	
所得税	22	25	10.6%	64	105	64.1%	
净利润	73	102	39.1%	211	372	75.9%	
少数股东损益	0.14	-0.18	-231.9%	-0.15	-0.32	-120.0%	
归属于母公司所有者的净利润	73	102	39.6%	212	372	75.9%	
净利率	2.3%	2.3%	0.0%	2.4%	3.0%	0.6%	
基本每股收益	0.10	0.13	39.6%	0.28	0.48	75.9%	

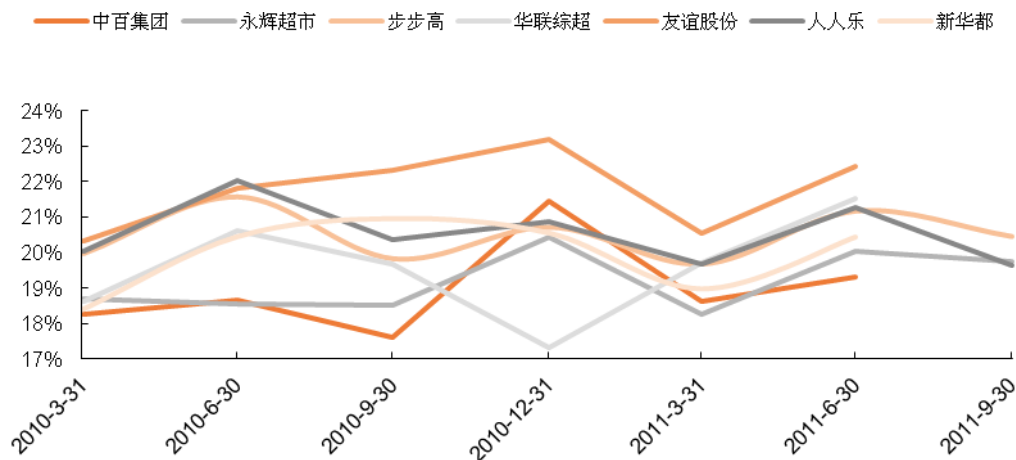
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表 2 公司门店快速增长：Q3新开11家店，Q1-Q3共新开24家店



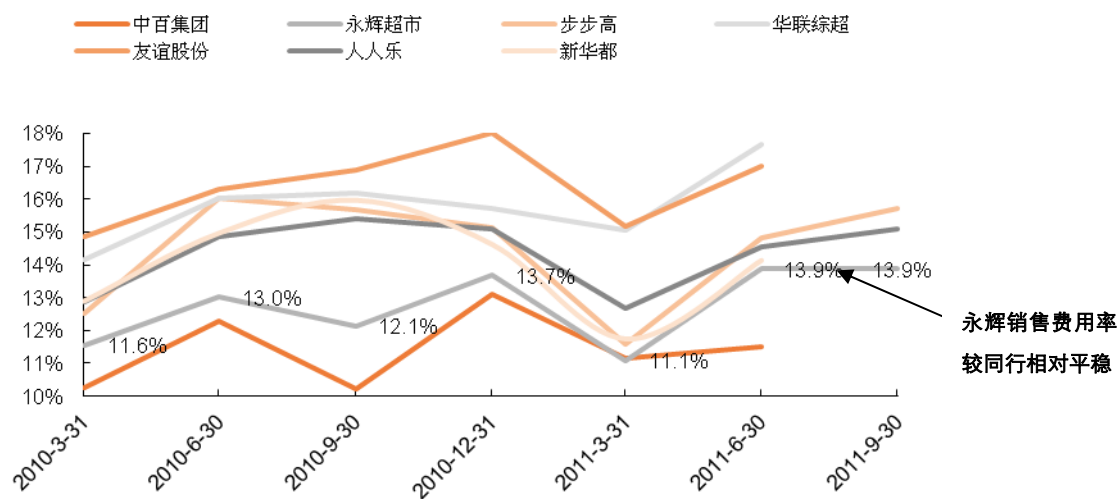
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表 3 行业各公司Q2毛利率偏高，Q3毛利率环比均下滑



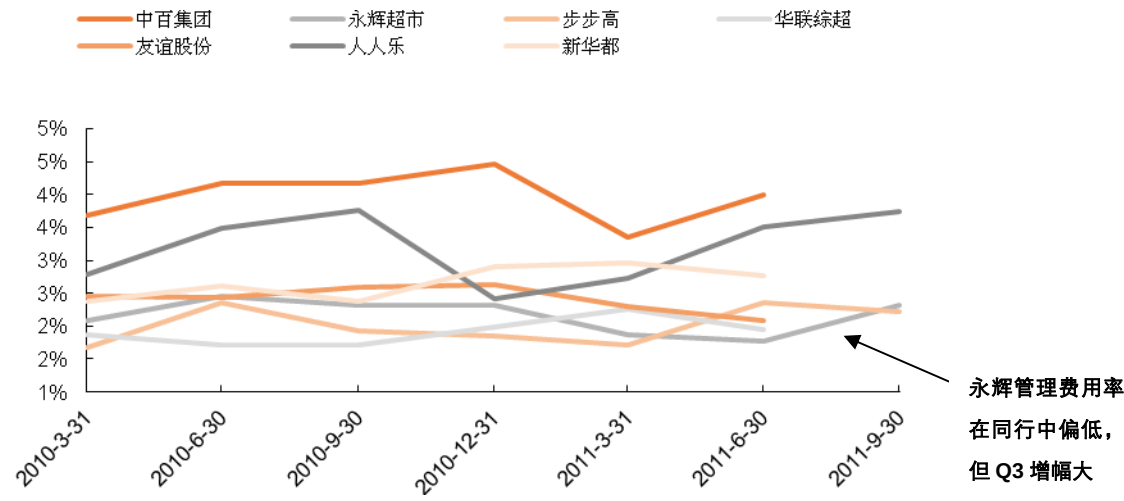
资料来源：各公司公告、平安证券研究所整理

图表 4 行业各公司销售费用率：Q2普遍提高，Q3永辉维持相对较好



资料来源：各公司公告、平安证券研究所整理

图表 5 公司管理费用率较低，但Q3增幅大



资料来源：各公司公告、平安证券研究所整理

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	4677	4194	5297	6548	
现金	2639	1335	1463	1773	
应收账款	48	91	119	145	
其他应收款	220	422	528	654	
预付账款	399	655	860	1057	
存货	1351	1675	2309	2902	
其他流动资产	20	16	18	18	
非流动资产	1934	2380	2780	3126	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	771	1099	1316	1455	
无形资产	239	326	418	505	
其他非流动资产	924	956	1047	1165	
资产总计	6611	6575	8077	9673	
流动负债	2568	2180	3188	3979	
短期借款	895	0	344	481	
应付账款	1148	1645	2183	2726	
其他流动负债	524	535	660	772	
非流动负债	225	149	74	74	
长期借款	150	75	0	0	
其他非流动负债	75	74	74	74	
负债合计	2793	2329	3262	4053	
少数股东 权益	4	6	9	12	
股本	768	768	768	768	
资本公积	2435	2435	2435	2435	
留存收益	611	1037	1604	2405	
归属母公司股东权益	3814	4240	4807	5608	
负债和股东权益	6611	6575	8077	9673	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	683	310	538	906	
净利润	305	505	695	978	
折旧摊销	222	240	295	344	
财务费用	70	25	6	17	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-130	-471	-467	-443	
其他经营现金流	215	10	9	10	
投资活动现金流	-942	-541	-547	-542	
资本支出	930	0	0	0	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-12	-541	-547	-542	
筹资活动现金流	2530	-1073	138	-54	
短期借款	-97	-895	344	136	
长期借款	65	-75	-75	0	
普通股增加	110	0	0	0	
资本公积增加	2409	0	0	0	
其他筹资现金流	43	-103	-132	-190	
现金净增加额	2271	1335	1463	1773	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	12317	17661	23474	29497	
营业成本	9962	14269	18942	23650	
营业税金及附加	47	66	88	111	
营业费用	1558	2259	3003	3773	
管理费用	282	378	509	643	
财务费用	70	25	6	17	
资产减值损失	6	4	5	5	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	392	660	922	1298	
营业外收入	19	15	16	16	
营业外支出	11	10	10	10	
利润总额	399	665	927	1304	
所得税	94	160	232	326	
净利润	305	505	695	978	
少数股东损益	-0	2	3	3	
归属母公司净利润	306	503	693	975	
EBITDA	684	925	1222	1659	
EPS (元)	0.40	0.65	0.90	1.27	

主要财务指标

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入(%)	45.3%	43.4%	32.9%	25.7%	
营业利润(%)	19.4%	68.5%	39.6%	40.9%	
归属母公司股东权益(%)	20.2%	64.5%	37.8%	40.7%	
获利能力					
毛利率(%)	19.1%	19.2%	19.3%	19.8%	
净利率(%)	1.2%	1.3%	2.9%	2.5%	
ROE(%)	16.0%	12.5%	15.3%	18.8%	
ROIC(%)	12.2%	13.7%	14.9%	18.1%	
偿债能力					
资产负债率(%)	42.3%	35.4%	40.4%	41.9%	
净负债比率(%)	37.41%	3.22%	10.56%	11.86%	
流动比率	1.82	1.92	1.66	1.65	
速动比率	1.29	1.15	0.94	0.91	
营运能力					
总资产周转率	2.52	2.68	3.20	3.32	
应收账款周转率	204	228	201	201	
应付账款周转率	11.17	10.22	9.90	9.63	
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.65	0.90	1.27	
每股经营现金流	0.89	0.40	0.70	1.18	
每股净资产	4.97	5.52	6.26	7.30	
估值比率					
P/E	72.18	43.87	31.84	22.63	
P/B	5.78	5.20	4.59	3.93	
EV/EBITDA	30	22	17	12	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257