

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

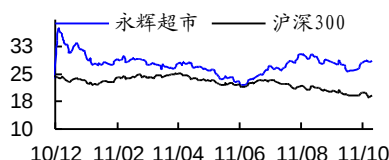
永辉超市(601933)
推荐

3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本(百万股)	767.9/110.0
总市值(百万元)	22,054.1/3,159.2
沪深 300/深圳成指	2,370.33/9,957.62
12 个月最高/最低(元)	37.71/22.10

相关研究报告:

《永辉超市-601933-步入加速扩张,收入规模大幅提升》——2011-3-30

《永辉超市-601933--生鲜特色的可复制式发展》——2010-12-2

证券分析师: 祝彬

电话: 021-60933156

E-mail: zhubin@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120063

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

季报点评

外延扩张保障较快业绩增长

● 净利增长近 40%, 略高于预期

公司 2011 年 1-9 月共实现营业收入 124.7 亿元,已超去年全年 123.2 亿元水平,同比增长 42.7%;实现利润总额 4.8 亿元、归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元,同比增长 73.1%与 75.8%;对应 EPS 为 0.48 元,业绩略高于我们预期。

● 3 季度新开门店 11 家,保持外延扩张增速

3 季度公司新开门店 11 家(其中 9 月新开 7 家),截止报告期末门店共计 179 家。公司在 2011 年租金、人工等成本大幅上升的不利环境下,充分发挥农超对接优势、主打生鲜牌,保障了外延扩张增速,从而促成了约 40% 营业增长。我们认为公司全年开店有望达到 50 家,营业收入增长 45%。

● 扩张造成销售和管理费用提升

公司当季销售费用率和管理费用率较去年同期增长分别为 62.4%和 41.8%,造成如此高数值的原因是在租金及人工成本大涨的环境下,公司保持了门店的高速扩张。

● 风险提示

门店扩张的可持续性;农超对接模式被竞争者复制;自重庆第二大市场后,新区域市场培养尚未成熟。

● 盈利预测、估值及投资评级

预计公司 2011~13 年将实现营业收入 179、250 和 338 亿元,同比增长 45%、40%和 35%,净利润为 456、672 和 891 亿元,同比增长 50%、47%和 33%,EPS 为 0.59、0.87 和 1.16 元,对应昨日收盘价 12 年 PE 估值为 33x,我们维持“推荐”评级。

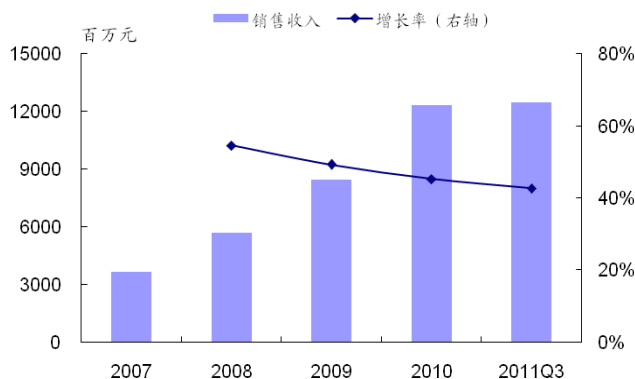
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8,474.82	12,316.50	17,859	25,003	33,753
(+/-%)	49.25%	45.33%	45.0%	40.0%	35.0%
净利润(百万元)	254.29	305.54	456	672	891
(+/-%)	18.99%	20.15%	49.3%	47.3%	32.7%
每股收益(元)	0.39	0.40	0.59	0.87	1.16
EBIT Margin	4.31%	3.74%	3.2%	3.2%	3.2%
净资产收益率 (ROE)	24.10%	8.01%	11.0%	14.6%	17.0%
市盈率 (PE)	74.30	72.18	40.4	27.4	20.7
EV/EBITDA	41.70	33.85	29.6	22.8	18.3
市净率 (PB)	17.91	5.78	4.46	4.00	3.53

净利增长近 40%，略高于预期

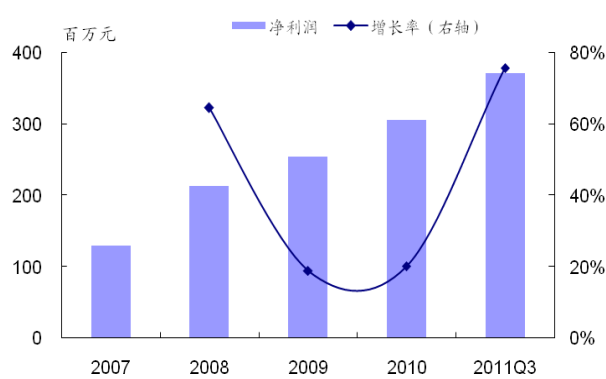
公司 2011 年 1-9 月共实现营业收入 124.7 亿元，已超去年全年 123.2 亿元水平，同比增长 42.7%；实现利润总额 4.8 亿元、归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元，同比增长 73.1%与 75.8%；对应 EPS 为 0.48 元，业绩略高于我们预期。

图 1: 07-11 年 Q3 销售收入及增长变动情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

图 2: 07-11 年 Q3 净利润及增长变动情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所

3 季度新开门店 11 家，保持外延扩张增速

3 季度公司新开门店 11 家（其中 9 月新开 7 家），截止报告期末门店共计 179 家。公司在 2011 年租金、人工等成本大幅上升的不利环境下，充分发挥农超对接优势、主打生鲜牌，保障了外延扩张增速，从而促成了约 40% 营业增长。我们认为公司全年开店有望达到 50 家，营业收入增长 45%。

扩张造成销售和管理费用提升

公司当季销售费用率和管理费用率较去年同期增长分别为 62.4% 和 41.8%，造成如此高数值的原因是在租金及人工成本大涨的环境下，公司保持了门店的高速扩张。

风险提示

门店扩张的可持续性；农超对接模式被竞争者复制；自重庆第二大市场后，新区域市场培养尚为成熟。

盈利预测、估值及投资评级

预计公司 2011~13 年将实现营业收入 179、250 和 338 亿元，同比增长 45%、40% 和 35%，净利润为 456、672 和 891 亿元，同比增长 50%、47% 和 33%，EPS 为 0.59、0.87 和 1.16 元，对应昨日收盘价 12 年 PE 估值为 33x，我们维持“推荐”评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2639	400	400	580
应收款项	268	636	891	1202
存货净额	1351	1981	2761	3723
其他流动资产	419	607	850	1147
流动资产合计	4677	3624	4901	6652
固定资产	997	919	827	735
无形资产及其他	239	230	220	211
投资性房地产	698	698	698	698
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	6611	5470	6647	8296
短期借款及交易性金融负债	895	704	364	100
应付款项	1148	1783	2485	3351
其他流动负债	524	860	1205	1629
流动负债合计	2568	3346	4054	5080
长期借款及应付债券	150	(2089)	(2089)	(2089)
其他长期负债	75	75	75	75
长期负债合计	225	(2013)	(2013)	(2013)
负债合计	2793	1333	2041	3067
少数股东权益	4	3	3	2
股东权益	3814	4133	4603	5227
负债和股东权益总计	6611	5470	6647	8296

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.40	0.59	0.87	1.16
每股红利	0.17	0.18	0.26	0.35
每股净资产	4.97	5.38	5.99	6.81
ROIC	10%	11%	21%	27%
ROE	8%	11%	15%	17%
毛利率	19%	19%	20%	20%
EBIT Margin	4%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	5%	4%	4%	3%
收入增长	45%	45%	40%	35%
净利润增长率	20%	49%	47%	33%
资产负债率	42%	24%	31%	37%
息率	0.7%	0.7%	1.1%	1.5%
P/E	60.3	40.4	27.4	20.7
P/B	4.8	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	36.6	29.6	22.8	18.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	12317	17859	25003	33753
营业成本	9962	14466	20127	27104
营业税金及附加	47	77	120	169
销售费用	1558	2286	3250	4388
管理费用	282	456	710	1022
财务费用	70	(23)	(89)	(106)
投资收益	0	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	392	602	889	1181
营业外净收支	7	5	5	5
利润总额	399	607	894	1186
所得税费用	94	152	224	297
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	306	456	672	891

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	306	456	672	891
资产减值准备	2	(6)	0	0
折旧摊销	113	94	101	102
公允价值变动损失	6	0	0	0
财务费用	70	(23)	(89)	(106)
营运资本变动	(123)	(222)	(229)	(282)
其它	(2)	5	(1)	(1)
经营活动现金流	300	327	542	711
资本开支	(510)	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(510)	0	0	0
权益性融资	2522	0	0	0
负债净变化	65	(2239)	0	0
支付股利、利息	(127)	(137)	(201)	(267)
其它融资现金流	(85)	(191)	(341)	(264)
融资活动现金流	2314	(2566)	(542)	(531)
现金净变动	2104	(2239)	0	180
货币资金的期初余额	535	2639	400	400
货币资金的期末余额	2639	400	400	580
企业自由现金流	(163)	303	468	623
权益自由现金流	(183)	(2110)	194	439

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432			黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn