

审慎推荐-A (维持)

永辉超市 601933.SH

当前股价: 27.23 元

2013 年 2 月 27 日

低基数与财务费用下降致一季度净利翻番

基础数据

上证综指	2293
总股本(万股)	76790
已上市流通股(万股)	48315
总市值(亿元)	209
流通市值(亿元)	132
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	60.0%
主要股东	张轩松
主要股东持股比例	21.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	17	-12
相对表现	9	2	-11



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《永辉超市(601933) - 高速扩张的超市领军者》12/15/2010
- 2、《永辉超市(601399) - 财务、人力成本高企致业绩低于预期》04/12/2012
- 3、《永辉超市(601399) - 跨区扩张步伐加快, 拟定增募资 10.2 亿元》09/04/2012
- 3、《永辉超市(601399) - 业绩增长略超预期》01/14/2013

杨夏

0755-82944685
yangxia@cmschina.com.cn
S1090511030014

曾敏

0755-82940514
zengm@cmschina.com.cn
S1090511040030

研究助理:

刘军 0755-83177839
liujun5@cmschina.com.cn

事件:

公司预计 2013 年第一季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长约 100%。折合 EPS 约为 0.3 元。

评论:

1、一季度业绩大幅增长, 主要是因为去年同期基数较低。

一季度业绩大幅增长的主要原因是: 一、2012 年同期基数较低, 去年一季度净利润同比下滑了 23.9%, EPS 为 0.15 元; 二、13 年一季度的财务费用大幅下降, 主要是前期发行的短融已基本偿还完毕; 三、新区减亏, 公司初次进入新的区域后, 会以较低的价格进行促销以迅速占领当地市场, 此时新区的毛利率极低, 经过一段时期培育后, 将使毛利率回复正常水平, 同时密集开店, 追求规模效应, 使得门店减亏。

2、快速全国扩张, 开店持续大店化

公司的核心竞争力在于生鲜经营, 门店经营较竞争对手有显著的差异化, 且复制能力较强。报告期内, 继续推进全国扩张战略, 维持每年 50 家左右的速度。12 年共新增门店 45 家。截止 12 年末, 公司已开业门店 249 家, 进入了 94 个城市(区/县), 单店平均面积逐渐扩大, 平均单店面积达到 8000 平方米左右。

3、人工成本压力依然较大

人工成本大幅增长是超市行业面临的最大问题, 从三季报中看出, 公司支付给职工以及为职工支付的现金同比增加了 66.46%, 一方面是由于公司新开门店较多, 新招不少员工, 另一方面的主要原因在于对老员工的加薪。超市属于典型的劳动密集型企业, 人均薪酬低, 人力成本占费用比重高(公司为 40%左右), 我们认为, 未来公司仍将面临不小的人力成本压力。但人力成本上升是全社会的问题, 最终也会反映到销售上来, 是双刃剑, 因此也不用过于悲观。

4、市场对公司预期较高

当前股价估值较高, 体现了较高的市场预期, 公司快速扩张战略需要大量资金, 新开门店短期内不能贡献业绩, 导致公司短期内资金及费用压力较大, 另外公司还面临人工成本和租金上涨的压力, 一旦公司业绩不达预期, 估值可能存在回调的风险。

2012 年下半年，公司新开门店 30 家，13 年 1 月新开 4 家，具体如下：

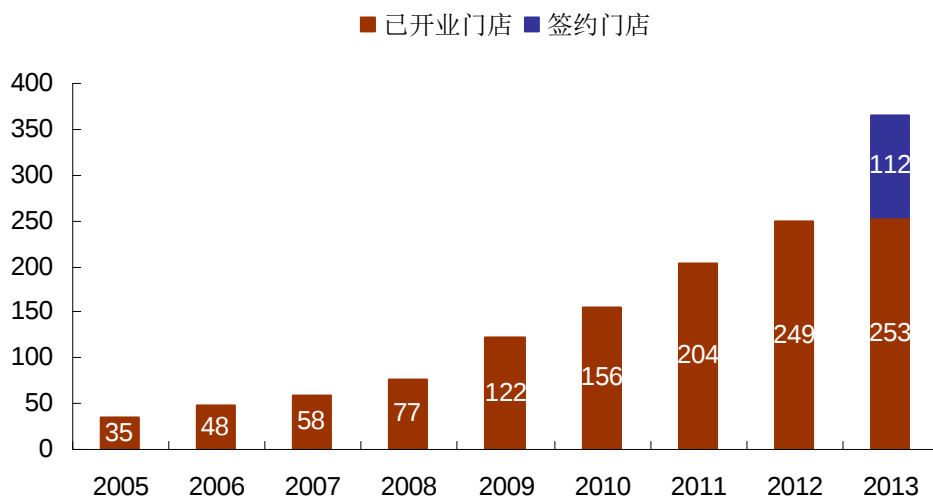
表 1：公司 2012 年 7-12 月开店情况

开店项目	地址	开店时间	租赁期限	总面积 (m²)
金渝大道店	重庆市北部新区	2012-07-25	20	4985
联芳桥店	重庆市沙坪坝区	2012-07-28	16	3386
金开大道店	重庆市北部新区	2012-08-30	20	7846
星光天地店	重庆市渝北区北部 新区	2012-09-28	15	10245
大学城北路店	重庆市沙坪坝区	2012-09-28	3	1037.33
抚琴南路店	四川省成都市	2012-09-28	15	18000
雨花台店	江苏省南京市	2012-07-13	20	16916
解放中路店	江苏省连云港市	2012-09-25	20	10569
枫桥路店	江苏省苏州市	2012-09-25	15	12215
和谐路南关店	河南省新乡市	2012-08-25	20	11353
新一街宝龙城	河南省新乡市	2012-09-29	20	17589
铁西茂业百货	辽宁省沈阳市	2012-07-11	15	10217.5
北一路万达广场店	辽宁省沈阳市	2012-08-31	15	14699.88
长白山欧洲小镇店	吉林省白山市	2012-07-28	15	1190.39
百子湾店	北京市朝阳区	2012-09-30	20	25136.1
福州新天宇广场店	福州市仓山区	2012-08-15	18	8902
晋江万达广场店	福建省晋江市	2012-08-10	15	14568.9
漳浦龙湖店	福建省漳州市	2012-09-28	20	10000
北京百子湾店	北京朝阳区	2012-09-30		25000
重庆大足国梁店	重庆市大足区国梁 路	2012-10-24		8000
漳州九龙大道万达 广场店	漳州九龙大道	2012-10-26		14000
福州贵安新天地店	福州市贵安度假区	2012-11-20		1000
浙江温州龙湾万达 店	温州龙湾区	2012-11-30		15000
江苏太仓万达店	江苏太仓市	2012-12-07		12000
福建莆田荔华东万 达广场店	福建莆田市	2012-12-15		14000
河北张家口尚峰广 场店	张家口市	2012-12-21		10000
四川绵阳花园路万 达店	四川绵阳市	2012-12-21		12000
河南郑州中州大道 店	河南郑州市	2012-12-28		7000
安徽合肥祁门路店	安徽合肥市	2012-12-28		14000
河北石家庄谈固店	河北石家庄	2012-12-31		37000
江苏淮安健康东路 店	江苏淮安	2013-01-08		30000
合肥铜陵路店	合肥市	2013-01-18		16000
重庆兴科大道店	重庆市渝北区	2013-01-24		8000
贵州贵阳枫丹白鹭 店	贵阳市云岩区三桥 改茶路中段	2013-01-29		5000

资料来源：公司公告，招商证券

截止 12 年末，公司已开业门店达到 249 家，13 年 1 月新开 4 家，基本上保持了每年新开 50 家左右门店的速度。

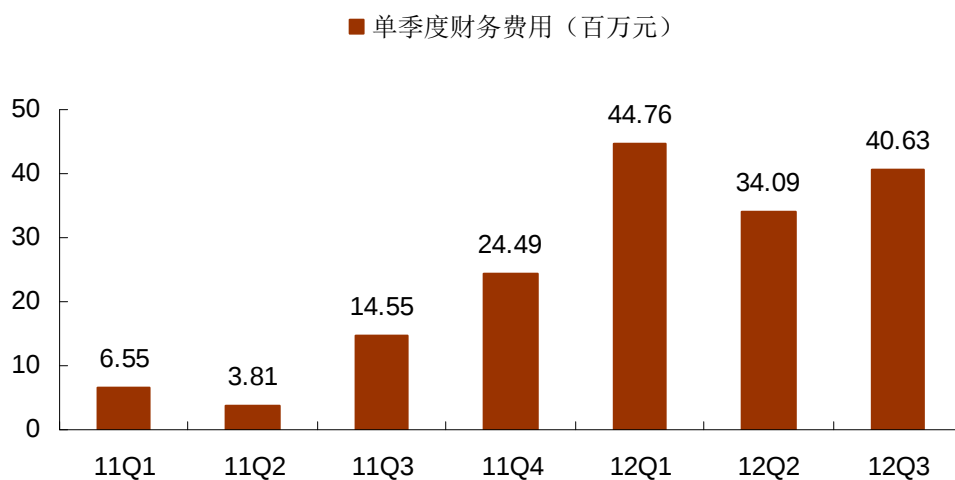
图 1: 公司门店数量增长图



资料来源：公司网站、招商证券（以上数据截止日期 2013.02.18）

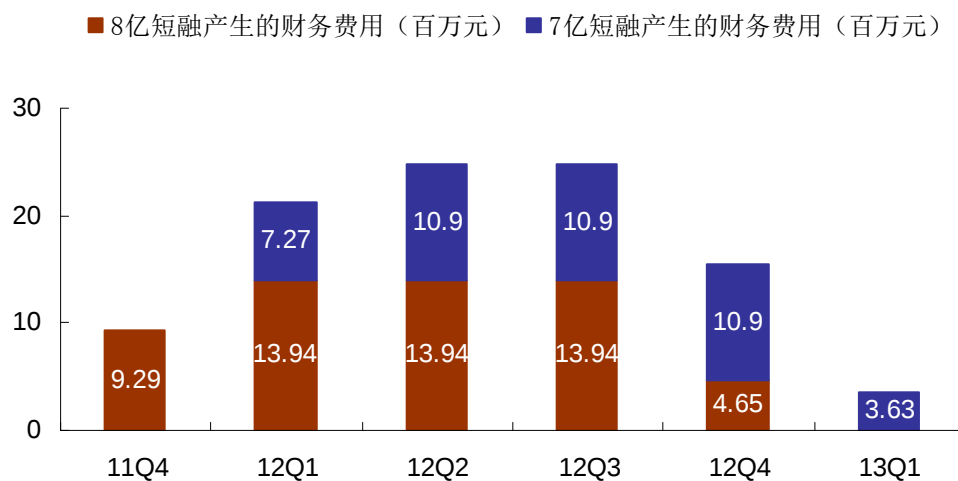
2011 年 11 月 1 日，公司发行 2011 年度第一期短期融资券 8 亿元，期限为 1 年，票面利率为 6.97%。2012 年 2 月 8 日，公司发行 2012 年度第一期短期融资券 7 亿元，期限为 1 年，票面利率为 6.23%。12 年前三季度财务费用达到 1.19 亿元，按此计算，12 年第 4 季度的财务费用有所下降，到 13 年 1 季度，短融基本偿还完毕，财务费用将继续大幅下降。

图 2: 公司单季度财务费用



资料来源：公司公告、招商证券

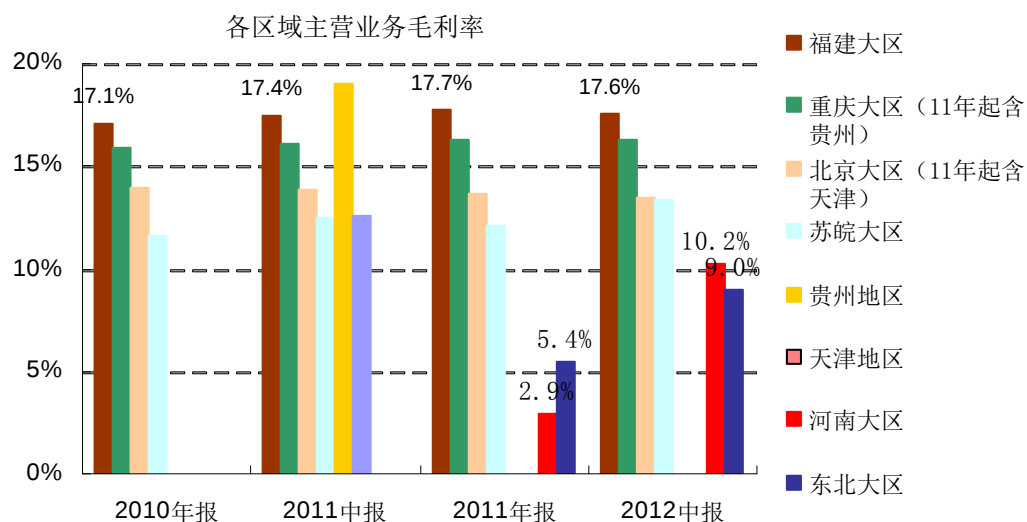
图 3: 公司短期融资券利息



资料来源：公司公告、招商证券

公司在成熟区域的主营业务毛利率较高，进入新的区域后，会以较低的价格进行促销，以迅速占领当地市场，此时新区域的毛利率极低，一旦市场成熟，新区毛利率会出现大幅度提升。以河南大区 and 东北大区为例，这两个新进大区在 11 年报的主营业务毛利率仅为 2.9% 和 5.4%，在经过培育期后，12 年中报这两个新区的主营业务毛利率提升至 10.2% 和 9%，新区减亏效果明显。

图 4: 公司各区域主营业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

二、投资策略

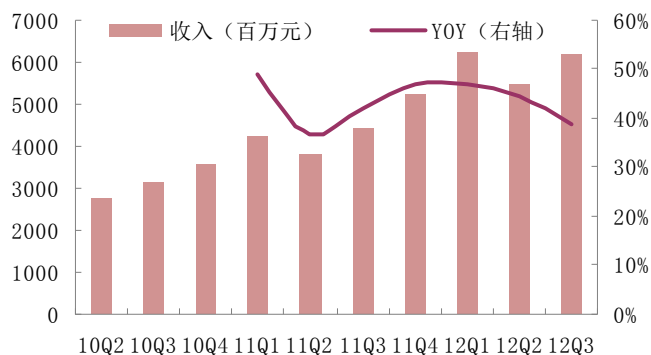
我们认为公司 2012 年主要的压力来自于新增较多债务所产生的财务成本，这一块成本相对与 2011 年基本是从无到有的过程，其次就是员工加薪的影响，公司是从去年下半年大幅提薪的，所以对 12 年上半年业绩产生了较大的影响。而下半年开始，由于去年基数本身较低，增长率出现了明显的好转，第三、四季度单季度业绩同比增长 40.2% 和 73.4%。

- 超市的核心经营在于客流，而生鲜是拉客能力极强的品类，永辉建立了生鲜经营的核心竞争力，有效实现差异化竞争，门店客流极好，单店竞争力强；
- 扩张快，复制能力强，每年 50 家门店的扩张速度有保证，由于客流好且主要采取区域密集布点的策略，后台规模优势会逐步体现，新店培育期能逐渐缩短；
- 综合毛利率能继续提升：主要原因在于公司门店大卖场化，在保证生鲜核心竞争力的情况下，能够实现品类扩张，提高高毛利产品的销售占比，并且后台费用的收取也会逐渐上升；销售规模的扩大也能带来议价能力提升，推升毛利率。

预计公司 2013、14 年 EPS 0.83、1.09 元，维持“审慎推荐-A”评级。

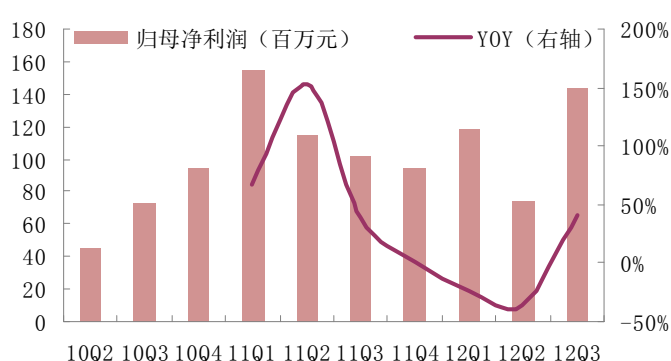
风险因素：宏观经济波动影响消费者信心，新门店培育期低于预期，人工成本大幅上升

图5：单季度收入及增速



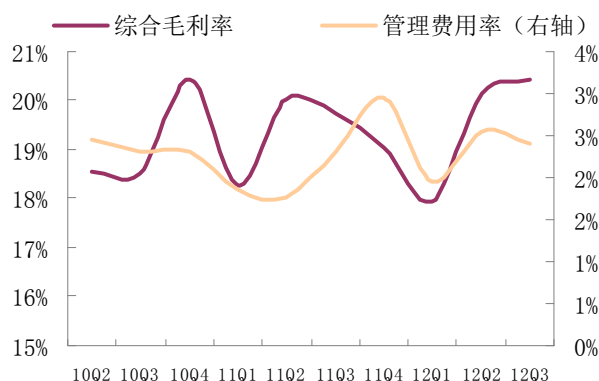
资料来源：公司公告，招商证券

图6：单季度利润及增速



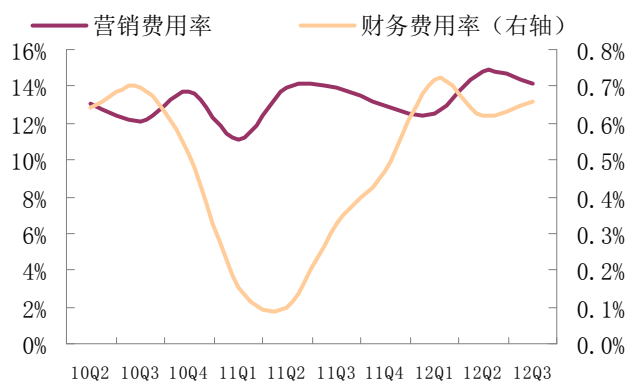
资料来源：公司公告，招商证券

图7：单季度毛利率及管理费用率



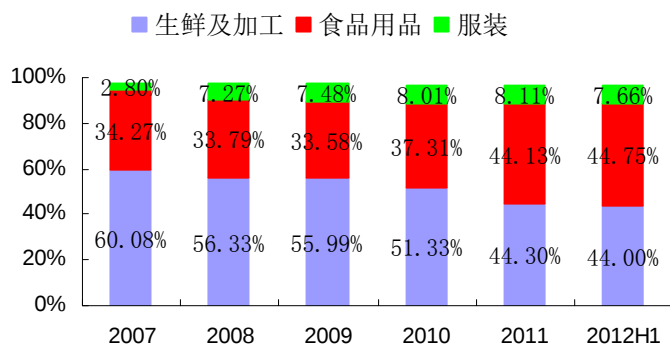
资料来源：公司公告，招商证券

图8：单季度营销费用率及财务费用率



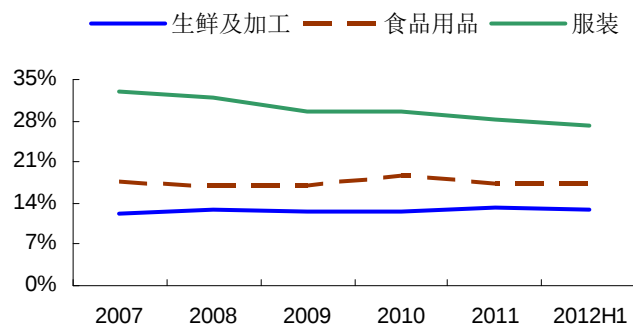
资料来源：公司公告，招商证券

图9: 各品类占比变化



资料来源: 公司公告, 招商证券

图10: 各品类盈利能力变化



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 11: 永辉超市历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 12: 永辉超市历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

参考报告:

1、《永辉超市（601933）- 高速扩张的超市领军者》12/15/2010

公司的核心竞争力在于生鲜品类的优异经营能力，成为其扩张和经营竞争的有力武器，门店扩张快，培育期短，管理层激励到位。未来的看点在于门店快速扩张、经营品类扩张、销售规模扩大带来的规模效应。

2、《永辉超市（601933）- 成长靓丽，估值有担忧》04/13/2011

3、《永辉超市（601933）- 一季度净利大增近7成，业绩高增长可期》04/28/2011

4、《永辉超市（601933）- 中报预增90%以上，上调评级至“强烈推荐-A”》07/11/2011

5、《永辉超市（601933）- 中报净利大增95%，高成长可期》08/28/2011

6、《永辉超市（601933）- 关注开店大卖场化带来的盈利能力提升》10/25/2011

7、《永辉超市（601933）- 全国扩张快速推进，高增长可期》02/10/2012

8、《永辉超市（601933）- 财务、人力成本高企致业绩低于预期》04/12/2012

8、《零售行业研究系列专题之一 - 业态战争》11/18/2009

我们认为零售业各业态经营关注侧重点有着较大差别：百货经营主要看选址、定位、招商；超市经营主要看供应链、生鲜和外延式扩张；专业店经营主要看供应链、专业化经营和外延式扩张。

9、《零售行业研究系列专题之二 - 百货业态演进探析》02/25/2010

借鉴日本百货业发展历程及现状，我们认为，中国百货业未来必将受到购物中心及自有品牌服装专业零售商的挑战，为了应对挑战，中国百货业应该在业态和盈利模式上做出改变和创新。

10、《零售行业研究系列专题之三 - 梦想即将照进现实 - 国民收入倍增计划下的零售行业变革》09/10/2010

上世纪60年代，日本实施国民收入倍增计划后，其零售业在较长时期内高速发展。当下，我国经济发展面临向消费驱动型转型，提高国民收入势在必行。我们认为，收入分配改革方案推出后，若能得到有效推行，我国零售业也将迎来高速发展期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4677	5985	5586	7045	8971
现金	2639	2019	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	48	110	101	136	175
其它应收款	220	807	755	679	877
存货	1351	2395	3409	4618	5978
其他	419	654	822	1113	1441
非流动资产	1934	3482	4631	5066	5431
长期股权投资	0	210	210	210	210
固定资产	771	1540	2215	2436	2632
无形资产	239	336	425	411	397
其他	924	1395	1781	2009	2192
资产总计	6611	9467	10217	12111	14402
流动负债	2568	5214	5614	7060	8762
短期借款	895	1190	522	375	284
应付账款	1148	2119	2446	3312	4288
预收账款	244	446	509	690	893
其他	280	1459	2137	2683	3297
长期负债	225	180	180	180	180
长期借款	150	105	105	105	105
其他	75	75	75	75	75
负债合计	2793	5394	5794	7240	8942
股本	768	768	768	768	768
资本公积金	2435	2298	2298	2298	2298
留存收益	611	1003	1352	1800	2387
少数股东权益	4	4	5	6	7
母公司所有者权益	3814	4069	4418	4866	5453
负债及权益合计	6611	9467	10217	12111	14402

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	683	579	1078	1446	1409
净利润	306	467	500	639	839
折旧摊销	0	0	451	565	635
财务费用	0	0	132	108	66
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(6)	134	(133)
其它	377	112	1	1	1
投资活动现金流	(942)	(2554)	(1600)	(1000)	(1000)
资本支出	0	0	(1600)	(1000)	(1000)
其他投资	(942)	(2554)	0	0	0
筹资活动现金流	2530	918	(997)	(446)	(409)
借款变动	0	0	(715)	(147)	(91)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(150)	(192)	(252)
其他	2530	918	(132)	(108)	(66)
现金净增加额	2271	(1057)	(1519)	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12317	17732	25160	33950	43845
营业成本	9962	14318	20379	27601	35734
营业税金及附加	47	83	118	159	205
营业费用	1558	2295	3253	4402	5657
管理费用	282	404	620	838	1078
财务费用	70	49	132	108	66
资产减值损失	6	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	22	0	0	0
营业利润	392	588	658	842	1106
营业外收入	19	36	0	0	0
营业外支出	11	22	0	0	0
利润总额	399	603	658	842	1106
所得税	94	135	158	202	265
净利润	305	468	500	640	840
少数股东损益	(0)	1	1	1	1
母公司所有者净利润	306	467	500	639	839
EPS (元)	0.40	0.61	0.65	0.83	1.09

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	45%	44%	42%	35%	29%
营业利润	19%	50%	12%	28%	31%
净利润	20%	53%	7%	28%	31%
获利能力					
毛利率	19.1%	19.3%	19.0%	18.7%	18.5%
净利率	2.5%	2.6%	2.0%	1.9%	1.9%
ROE	8.0%	11.5%	11.3%	13.1%	15.4%
ROIC	7.3%	9.0%	11.9%	13.5%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	42.3%	57.0%	56.7%	59.8%	62.1%
净负债比率	15.8%	14.2%	6.1%	4.0%	2.7%
流动比率	1.8	1.1	1.0	1.0	1.0
速动比率	1.3	0.7	0.4	0.3	0.3
营运能力					
资产周转率	1.9	1.9	2.5	2.8	3.0
存货周转率	9.5	7.6	7.0	6.9	6.7
应收帐款周转率	228.1	224.6	239.4	287.2	281.8
应付帐款周转率	11.2	8.8	8.9	9.6	9.4
每股资料(元)					
每股收益	0.40	0.61	0.65	0.83	1.09
每股经营现金	0.89	0.75	1.40	1.88	1.83
每股净资产	4.97	5.30	5.75	6.34	7.10
每股股利	0.10	0.20	0.20	0.25	0.33
估值比率					
PE	60.1	39.4	36.8	28.8	21.9
PB	4.8	4.5	4.2	3.8	3.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

曾敏，女，英国伦敦大学（UCL）经济学硕士，英国雷丁大学ICMA系国际证券、投资及银行学一等荣誉学士。曾任招商证券金融工程分析师。2011年4月开始零售行业研究。

刘军，男，经济学硕士，2012年6月加入招商证券，从事零售行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。