

永辉超市 (601933.SH)

永辉参股整合持续推进,有望成为超市龙头之一

● 百联集团拟转让联华超市 21.17%股权,行业整合再下一城

今日百联股份授权公司下属全资子公司将其持有的联华超市 21.17%股份协议受让永辉超市,转让价格为签订协议前 30 个交易日的算数平均,即 3.92 港元,此次转让价款约为 9.29 亿港元(合 7.43 亿人民币),而在此之前永辉超市从 2013 年 11 月-2014 年 12 月连续增持中百集团合计 20% 股权,我们测算增持成本为 10 亿元。

● 二八原则,体现永辉合伙人制传统

无论是牛奶国际入股永辉超市还是永辉超市整合区域性零售公司,参股比例均在 20% 左右(并不一定要求控制权),恰好体现了永辉的合伙人制度传统-合作共赢的理念,未来公司将与收购标的共享物流、信息系统、线上平台、质量控制体系来实现双方经营效率的提升。进可继续收购标的股权,退可通过改善标的运营效率提升股价而带来股权收益。

在永辉传统六大优势区域的基础上,通过中百、联华超市进一步加强了华中地区、华东地区。永辉向牛奶国际增发的募资规模为 56.92 亿,按照每家区域龙头参股 20% 的策略来看,定增资金预计还能完成 2-4 个区域零售公司的整合,通过该策略可以在这一波行业调整中最大程度的完善公司的网点布局,扮演行业整合的角色。

● 盈利预测与投资建议

公司以生鲜为特色,在激烈市场竞争中充分体现出自身的竞争定位和差异化,生鲜聚客效应也将成为抵御新兴渠道的重要壁垒,通过参股合作的模式将助力公司成为未来中国超市业态龙头之一。牛奶国际入股有望加速公司竞争力提升步伐,为公司拓展国际化管理引入产业资本视角,进一步完善公司治理结构,同时利用牛奶国际资源加强全球采购(跨境商品)、自有品牌产品开发、高端超市、电子商务等方面的布局。公司在一、二线城市向标准超市、中高端生鲜超市等朝阳业态转型进度仍在进一步推进,转型效果将逐步显现。公司 14-16 年 EPS 预测为 0.26、0.27、0.35 元,剔除牛奶国际定增 14-16 净利 CAGR 25%,11.53 元收盘价对应 14-16 年 44X、43X、33XPE,维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示:牛奶国际整合、上蔬展店、O2O 进度不达预期。

盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	24,684.32	30,542.82	36,768.78	44,606.87	54,317.73
增长率(%)	39.21%	23.73%	20.38%	21.32%	21.77%
EBITDA(百万元)	1,205.06	1,477.35	1,919.78	2,432.32	3,074.81
净利润(百万元)	502.12	720.58	850.67	1,099.76	1,412.77
增长率(%)	7.54%	43.51%	18.05%	29.28%	28.46%
EPS(元/股)	0.654	0.443	0.261	0.270	0.347
市盈率(P/E)	38.55	30.01	44.18	42.70	33.23
市净率(P/B)	4.38	3.66	3.14	2.20	2.01
EV/EBITDA	15.56	13.97	13.40	11.22	9.01

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

11.53 元

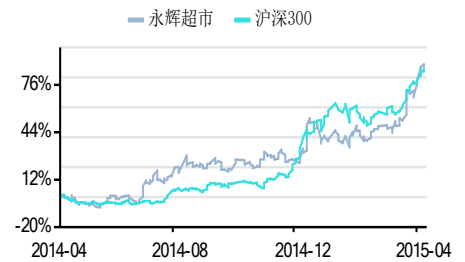
前次评级

谨慎增持

报告日期

2015-04-09

相对市场表现



分析师: 洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师: 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

相关研究:

【广发零售-永辉超市业绩快报点评】上蔬永辉、BRAVO 2015-01-12

朝阳业态继续拓展,关注牛奶国际协同效应_20150112

【广发零售-永辉超市】14Q3 2014-10-31

点评:投资收益拉升净利,关注生鲜超市、牛奶国际协同效应

【广发零售-永辉超市】14H1 2014-08-21

点评:投资收益推动净利增长,关注高端超市、移动互联、牛奶国际合作进展

联系人: 倪华 020-87555888-8423

nihua@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	6277	7499	7393	13060	13829
货币资金	1399	1896	1133	5748	5326
应收及预付	1938	1887	2285	2656	3040
存货	2872	3349	3616	4297	5104
其他流动资产	68	367	359	359	359
非流动资产	4630	3657	5158	7384	9978
长期股权投资	0	23	23	23	23
固定资产	2068	2357	3441	5167	7177
在建工程	482	670	970	1320	1720
无形资产	2045	581	690	840	1024
其他长期资产	35	28	35	35	35
资产总计	10907	11157	12551	20444	23807
流动负债	6408	6934	7477	8772	10720
短期借款	700	833	414	0	0
应付及预收	4878	6065	7023	8732	10680
其他流动负债	830	37	40	40	40
非流动负债	77	124	123	123	123
长期借款	0	43	43	43	43
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	77	81	80	80	80
负债合计	6484	7058	7600	8894	10843
股本	768	1627	3254	4068	4068
资本公积	2298	2441	2441	7125	7125
留存收益	1351	1841	2692	3792	5205
归属母公司股东权	4417	5910	8388	14984	16397
少数股东权益	5	5	7	8	10
负债和股东权益	10907	12973	15994	23887	27250

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	24684	30543	36769	44607	54318
营业成本	19859	24682	29890	36435	44354
营业税金及附加	115	139	585	709	864
销售费用	3329	4148	4387	5091	6055
管理费用	644	705	743	862	1026
财务费用	148	82	124	133	245
资产减值损失	24	3	-2	7	8
公允价值变动收益	-11	18	0	0	0
投资净收益	13	-1	10	15	20
营业利润	568	801	1051	1384	1785
营业外收入	127	180	93	112	134
营业外支出	31	36	43	54	67
利润总额	664	945	1101	1442	1852
所得税	161	224	249	340	437
净利润	503	722	852	1101	1415
少数股东损益	1	1	1	2	2
归属母公司净利润	502	721	851	1100	1413
EBITDA	1205	1477	1920	2432	3075
EPS (元)	0.65	0.44	0.26	0.27	0.35

现金流量表

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1832	1769	1870	2620	3141
净利润	503	722	852	1101	1415
折旧摊销	468	609	757	924	1056
营运资金变动	713	398	302	650	749
其它	148	41	-41	-56	-79
投资活动现金流	-1144	-1333	-2190	-3077	-3563
资本支出	-1781	-1319	-2200	-3092	-3583
投资变动	252	-244	10	15	20
其他	385	230	0	0	0
筹资活动现金流	-886	88	-443	5072	0
银行借款	2730	2887	-418	-414	0
债券融资	-3383	-3466	5	0	0
股权融资	0	1003	0	5497	0
其他	-233	-336	-30	-10	0
现金净增加额	-198	524	-763	4614	-422
期初现金余额	2019	1399	1896	1133	5748
期末现金余额	1821	1923	1133	5748	5326

主要财务比率

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)					
营业收入增长	39.2	23.7	20.4	21.3	21.8
营业利润增长	-3.5	41.1	31.2	31.7	29.0
归属母公司净利润增长	7.5	43.5	18.1	29.3	28.5
获利能力(%)					
毛利率	19.5	19.2	18.7	18.3	18.3
净利率	2.0	2.4	2.3	2.5	2.6
ROE	11.4	12.2	10.1	7.3	8.6
ROIC	14.7	14.3	12.0	12.7	14.2
偿债能力					
资产负债率(%)	59.5	54.4	47.5	37.2	39.8
净负债比率	-0.1	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3
流动比率	0.98	1.08	0.99	1.49	1.29
速动比率	0.41	0.47	0.36	0.85	0.66
营运能力					
总资产周转率	2.42	2.77	3.10	2.70	2.46
应收账款周转率	161.80	197.75	214.71	214.71	214.71
存货周转率	7.53	7.91	8.30	8.49	8.69
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.44	0.26	0.27	0.35
每股经营现金流	2.39	1.09	0.57	0.64	0.77
每股净资产	5.75	3.63	2.58	3.68	4.03
估值比率					
P/E	38.6	30.0	31.0	30.0	23.3
P/B	4.4	3.7	3.1	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.6	14.0	13.4	11.2	9.0

广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2014年度新财富批零行业第三名，2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：资深分析师，浙江大学金融学硕士，拥有4年零售行业研究经历，2014年进入广发证券发展研究中心。2014年度新财富批零行业第三名，2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。