

公司研究/公告点评

2017年04月11日

商业贸易/零售 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 5.72
合理价格区间(元): 6.7~7

许世刚 执业证书编号: S0570512080004
研究员 025-83387508
xushigang@htsc.com

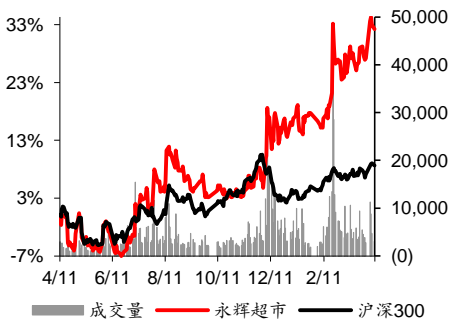
张坚 0755 82364269
联系人 zhang_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《永辉超市(601933,增持): 业绩表现亮眼, 成本控制卓有成效》2017.03
- 2《永辉超市(601933,增持): 业绩超预期, 投资达曼强化供应链》2017.01
- 3《永辉超市(601933):退出联华股权, 发展海阔天空》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

业绩大超预期, 王者本色凸显

永辉超市(601933)

永辉超市 2017 年一季度归母净利润同比增长 57.55%, 大超市场预期

公司发布 2017 年一季度业绩快报, 2017 年一季度公司实现营业收入 152.6 亿元, 较上年同期增长 13.76%; 实现利润总额 9.12 亿元, 同比增长 58.68%; 归属于上市公司股东的净利润 7.44 亿元, 较上年同期增长 57.55%。业绩大超市场预期。

毛利率进一步提升, 王者本色彰显

公司 2017 年一季度归母净利润同比增长 57.55%, 主要是得益于公司毛利率进一步提升, 团队自主管控费用以及灵活使用账户资金增加利息收入等。预计毛利率提升及费用管控是利润大幅增加的主要原因。2016 年公司零售主业毛利率同比提升 0.11 个百分点, 其中生鲜业务毛利率增加 0.54 个百分点、食品业务毛利率增加 0.57 个百分点、服装业务毛利率减少 1.77 个百分点, 2017 年一季度毛利率又进一步提升, 王者本色彰显。

成本控制卓有成效, 2017 年一季度数据进一步验证

对于零售企业而言, 人工与租金压力一直是压制零售企业业绩的两大难题。在 2016 年永辉新增门店 105 家(含会员店、超级物种及优选店), 经营面积增加 61.44 万平米的情况下, 公司员工数减少 4739 人, 公司不断优化流程控制成本, 卓有成效。从 2017 年一季度业绩预告看, 公司费用管控能力得到进一步验证。

业态方面不断推层出新, 符合行业发展趋势

面对行业竞争的加剧, 公司推出“超级物种”业态, 创新融合“零售+餐饮”业态, 陆续推出了“麦子工坊”、“鲑鱼工坊”、“盒牛工坊”等, “工坊”系列采用“独立店”模式, 合伙人共享单店利润, 与永辉超市共享供应链, 借助其门店网络进行扩张。背靠永辉强大全球供应链资源, 永辉“工坊”优势明显, 大受市场欢迎, 预期将成为永辉超市未来一大赢利点。

维持“增持”评级, 建议投资者积极关注

面对电商的冲击及行业的不景气, 公司不断优化供应链流程, 毛利率持续提升, 费用率管控卓有成效再度验证, 与达曼国际等供应链服务龙头合作将进一步提升供应链管理水平和优化供应链资源。鉴于公司靓丽的业绩表现, 将公司 2017-2019 年归母净利润从 14.81/18.04 /21.8 亿元上调至 16.01/ 20.09 /24.25 亿元(提升幅度分别为 1.2/2.05/2.45 亿元), 同比增速分别为 28.89%/25.51%/20.7%。给予公司 2017 年 40-42 倍 PE, 上调公司目标价至 6.7-7 元(之前目标价为 5.5-6 元), 维持公司“增持”评级, 继续建议投资者积极关注。

风险提示: 宏观消费环境景气度急剧下行。

公司基本资料

总股本 (百万股)	9,570
流通 A 股 (百万股)	6,509
52 周内股价区间 (元)	4.02-8.83
总市值 (百万元)	54,743
总资产 (百万元)	29,438
每股净资产 (元)	2.01

资料来源: 公司公告

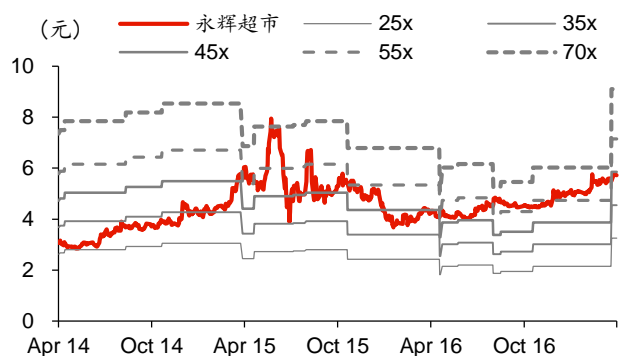
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	42,145	49,232	58,222	68,582	80,124
+/-%	14.75	16.82	18.26	17.79	16.83
净利润 (百万元)	605.33	1,242	1,601	2,009	2,425
+/-%	(28.92)	105.18	28.89	25.51	20.70
EPS (元)	0.06	0.13	0.17	0.21	0.25
PE (倍)	90.44	44.08	34.20	27.24	22.57

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

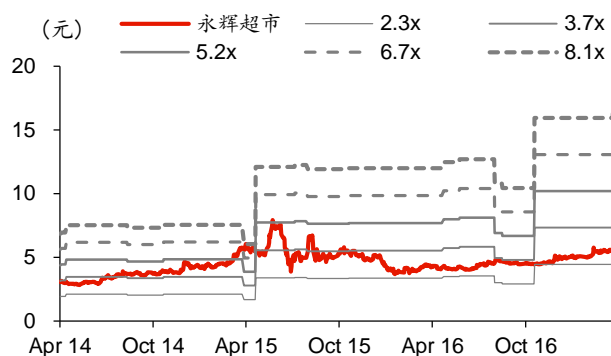
PE/PB-Bands

图表1: 永辉超市历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 永辉超市历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,930	20,566	23,886	26,637	29,966
现金	4,294	8,097	12,267	13,006	14,224
应收账款	101.55	486.90	349.37	450.80	553.27
其他应收账款	767.35	1,221	1,280	1,528	1,811
预付账款	1,063	1,443	1,681	1,942	2,288
存货	4,250	5,379	6,094	7,214	8,438
其他流动资产	1,455	3,939	2,216	2,497	2,651
非流动资产	8,374	8,872	8,023	8,219	8,269
长期投资	1,945	1,976	1,000	1,000	1,000
固定投资	3,008	3,109	3,530	3,867	4,093
无形资产	600.03	629.01	609.67	591.81	572.83
其他非流动资产	2,820	3,158	2,883	2,760	2,603
资产总计	20,304	29,438	31,909	34,856	38,234
流动负债	7,929	10,049	11,023	12,698	14,578
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,201	6,495	7,547	8,841	10,351
其他流动负债	2,728	3,554	3,476	3,857	4,227
非流动负债	93.60	147.33	57.79	63.26	71.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	93.60	147.33	57.79	63.26	71.53
负债合计	8,023	10,197	11,081	12,761	14,650
少数股东权益	53.53	42.85	20.13	(12.44)	(52.83)
股本	4,068	9,570	9,570	9,570	9,570
资本公积	5,675	6,511	6,511	6,511	6,511
留存公积	2,485	3,117	4,718	6,006	7,528
归属母公司股	12,228	19,199	20,809	22,107	23,637
负债和股东权益	20,304	29,438	31,909	34,856	38,234

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,538	1,928	3,256	2,366	2,911
净利润	600.07	1,214	1,578	1,977	2,385
折旧摊销	811.05	940.66	894.26	1,033	1,168
财务费用	(24.58)	(74.20)	(421.54)	(523.14)	(563.66)
投资损失	73.36	(167.47)	(86.00)	(100.00)	(110.00)
营运资金变动	(34.22)	(142.38)	1,264	(40.02)	8.39
其他经营现金	112.68	157.85	27.15	19.52	23.90
投资活动现金	(3,067)	(3,883)	491.77	(1,429)	(1,352)
资本支出	1,313	1,440	1,000	1,000	1,000
长期投资	818.28	1,656	(1,100)	18.75	9.70
其他投资现金	(936.18)	(787.55)	391.47	(410.63)	(342.76)
筹资活动现金	3,748	5,746	421.14	(197.26)	(340.53)
短期借款	(1,369)	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	(34.30)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	813.10	5,503	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4,859	836.01	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(521.44)	(593.17)	421.14	(197.26)	(340.53)
现金净增加额	2,219	3,792	4,169	739.10	1,218

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	42,145	49,232	58,222	68,582	80,124
营业成本	33,785	39,292	46,423	54,557	63,594
营业税金及附加	206.54	218.99	271.01	317.32	369.08
营业费用	6,377	7,165	8,471	9,979	11,658
管理费用	969.91	1,289	1,514	1,783	2,083
财务费用	(24.58)	(74.20)	(421.54)	(523.14)	(563.66)
资产减值损失	12.10	18.52	15.60	15.99	16.28
公允价值变动收益	15.20	7.49	9.13	9.60	9.09
投资净收益	(73.36)	167.47	86.00	100.00	110.00
营业利润	760.74	1,498	2,045	2,563	3,086
营业外收入	181.45	179.14	0.00	0.00	0.00
营业外支出	144.87	120.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	797.33	1,556	2,045	2,563	3,086
所得税	197.26	342.76	466.55	586.21	700.86
净利润	600.07	1,214	1,578	1,977	2,385
少数股东损益	(5.26)	(28.28)	(22.72)	(32.58)	(40.38)
归属母公司净利润	605.33	1,242	1,601	2,009	2,425
EBITDA (倍)	1,547	2,364	2,517	3,072	3,690
EPS (元)	0.15	0.13	0.17	0.21	0.25

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.75	16.82	18.26	17.79	16.83
营业利润	(27.95)	96.86	36.53	25.35	20.40
归属母公司净利润	(28.92)	105.18	28.89	25.51	20.70
获利能力 (%)					
毛利率	19.83	20.19	20.27	20.45	20.63
净利率	1.44	2.52	2.75	2.93	3.03
ROE	4.95	6.47	7.69	9.09	10.26
ROIC	6.90	11.30	14.19	17.40	21.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.51	34.64	34.73	36.61	38.32
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	1.50	2.05	2.17	2.10	2.06
速动比率	0.97	1.51	1.61	1.53	1.48
营运能力					
总资产周转率	2.36	1.98	1.90	2.05	2.19
应收账款周转率	336.42	161.14	133.81	158.76	149.18
应付账款周转率	6.58	6.72	6.61	6.66	6.63
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.13	0.17	0.21	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.20	0.34	0.25	0.30
每股净资产(最新摊薄)	1.28	2.01	2.17	2.31	2.47
估值比率					
PE (倍)	90.44	44.08	34.20	27.24	22.57
PB (倍)	4.48	2.85	2.63	2.48	2.32
EV_EBITDA (倍)	27.72	18.14	17.04	13.96	11.62

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com