

2011年10月17日

# 永辉超市

## 生鲜超市龙头企业，主营业务增长迅速

**A**
**未有评级**

601933.SS- 人民币 28.19

**刘都**

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(10)	(1)	3	-
相对新华富时A50指数(%)	3	1	16	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	767.9
流通股(%)	14.3
流通股市值(人民币 百万)	3,096
3个月日均交易额(人民币 百万)	44
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
张轩松	20.8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

永辉超市是以经营生鲜和加工品为主，以服装和食品用品为辅的现代超市。在巩固福建和重庆龙头地位的同时，公司近些年外延扩张趋势迅猛，目前169家门店已遍布全国13个省份。2007-10年主营业务收入年复合增长率高达49.41%。公司未来的看点集中在外延扩张，预计未来三年每年新开门店50家左右。

### 主要发现:

- 近年公司新开门店走大超(经营面积在10,000平方米以上)策略,使得服装和食品用品的经营面积有所增加,营收占比由2007年的38.16%上升至2011年上半年的55.18%。服装和食品用品的毛利率分别为28%和17%左右,远高于生鲜及加工品13%左右的毛利率,由此可以发现,公司大超的盈利能力高于标超(经营面积为5,000-10,000平方米)及便利店。随着生鲜及加工占比的下降,未来主营业务毛利率将会有所提升。
- 公司盈利模式复制成本较高。如今超市行业同质化问题严重,但公司以生鲜直采为主的经营方式较难复制。首先买手的培养需要较长时间,公司有1,300多名买手,且流失率极低。生鲜超市营建配套设施不同于一般的超市,硬件设施投入较大,所以改装的成本较高。结合前后台运营体系的建设并非一时半刻能够复制成功的。
- 外延扩张迅速。公司从2009年开始加快展店步伐。截止至今年上半年,公司拥有门店169家,相比2008年新增99家门店。2008-10年主营业务收入复合增长率达46.71%。预计未来3年每年将新增门店50家左右。

**图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	8,474.82	12,316.50	17,710.60	24,528.29	32,733.30
变动(%)	49.25	45.33	43.80	38.49	33.45
净利润(人民币百万)	331.59	399.11	650.90	924.48	1,254.24
全面摊薄每股收益(人民币)	0.39	0.40	0.6391	0.9041	1.2438
变动(%)	-	2.56	59.78	41.46	37.57
市盈率(倍)	72	70	44	31	23
净资产收益率(%)	27.29	12.55	11.78	14.71	17.07
每股股息(人民币)	-	-	0.1450	0.1800	0.1500
股息率(%)	-	-	0.51	0.46	0.53

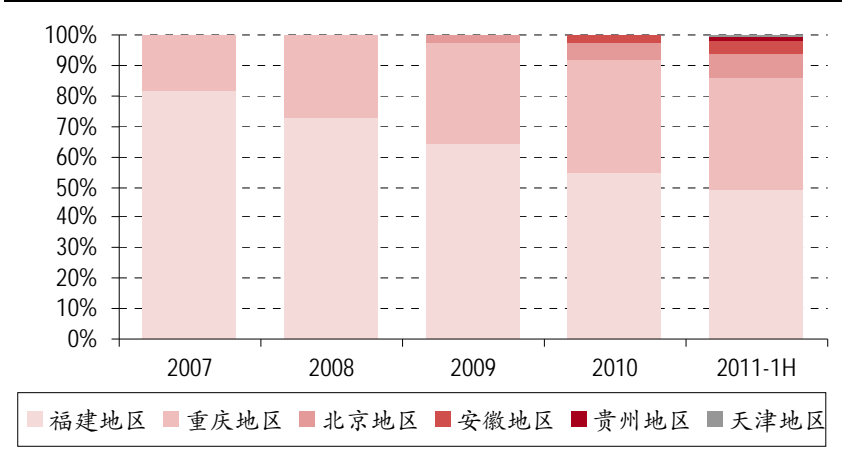
资料来源: 公司数据及万得资讯

## 公司概况

永辉超市是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的企业之一。公司是以生鲜及加工品为龙头产品，以服装和食品用品为两翼，以直采和直营为主要经营手段，关注百姓民生的企业。

永辉超市成立于2001年，经过3年的发展，2004年已经发展成为福建地区农业产业的龙头企业。2004年公司可将业务拓展到重庆地区，经过5年的发展，2009年公司名列重庆零售业企业前三甲。2009年公司又将业务开拓到北京，2010年北京所有门店基本实现盈利，到今年上半年北京除一家门店，其余门店全部实现盈利。2010年公司进入安徽市场，预计安徽所有门店今年均能实现盈亏平衡。目前福建、重庆、北京和安徽是公司的核心发展区域，新开门店以这四个区域为核心，遍布全国13个省份，其中贵州、河南和四川以重庆为中心，江苏依托于安徽，河北和天津依托于北京，东北三省依托于沈阳。

图表 2.2007-2011 年上半年公司主营业务分地区营收占比



资料来源：公司数据

图表 3.截止至 2011 年上半年公司门店分布

	福建	重庆	北京	安徽	贵州	天津	总数
门店数	90	59	9	8	2	1	169

资料来源：公司数据

## 生鲜买手是公司的重要资源

永辉目前拥有2万多名员工，其中有1,300多个买手，这1,300名买手中800多人负责生鲜采购。公司买手的流失率非常低，中层干部基本没有流失。主要原因是永辉超市的产品50%以上的是生鲜和加工类产品，生鲜的采购量之大是其他超市无法超越的。公司所提供给买手的平台和后台支持是其他企业无法提供的。

在所有的买手中，生鲜买手的绩效最高，在公司的发展空间最大，公司很多高层都是从生鲜部门成长起来。

如何确保买手的廉洁自律？第一，公司的后台数据中心拥有国内所有批发市场生鲜的价格，因此买手很难在价格上作弊。第二，公司每到新地区开发农业基地，至少会有2个负责人，使得他们之间相互制约。第三，与公司有业务往来农户的详细联系方式都会存入公司的后台数据管理中心，以便公司更新和核对采购价格。第四，公司的监督和惩罚体系相当严格。一旦发现买手有作弊的行为，将会被永久除名。这些措施都能非常有效的确保买手的廉洁自律。

## 门店的特点

截止至今年上半年公司有169家门店，目前计划未来三年每年开设50家门店。

- 一般情况下，门店的租约均是15-20年，每3-5年租金会上涨3-5%左右。

公司门店扩张战略基本保持不变，依然是以四个主要区域（福建、重庆、北京、安徽）为主要根据地，以蜂窝状向四周扩张，目前福建和重庆已经做到区域龙头，均有50-60家门店，安徽有信心做到龙头企业。

- 公司门店的分类：社区店经营面积小于5,000平米，卖场的经营面积为5,000-10,000平米，大卖场的经营面积大于10,000平米。从目前的盈利能力来看，卖场和大卖场的盈利能力较社区店强。因此除非有十分有必要抢占的区域，一般情况下不会考虑开社区店。也不会考虑加盟店的形式。

## 新开门店的特点:

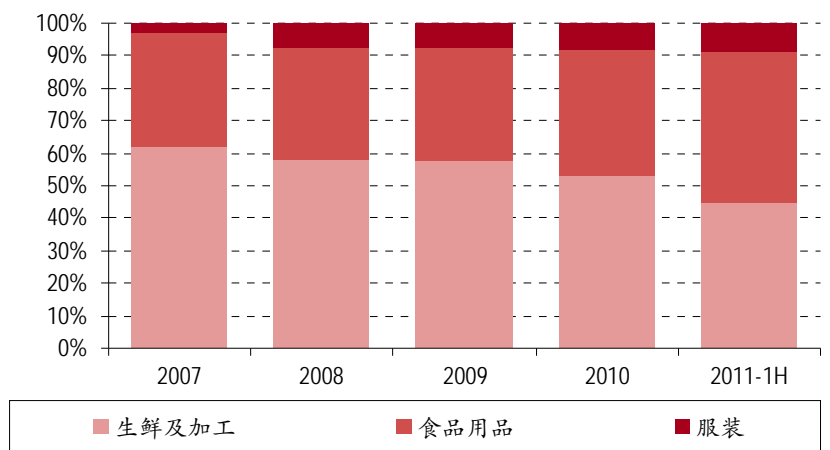
### 1. 着力发展大型卖场

目前新开门店的经营面积均在1万平方米左右的大卖场，比起以往6,000平米的标超，新开门店有足够的空间来经营服装和食品用品品类。生鲜是超市品类中集客能力最强的商品，随着公司生鲜品牌美誉度的增加，生鲜消费带动了服装和食品用品的消费。

2008年公司以自营的方式经营服装品类，管理服装业务的经理已有30多年的从业经验。2008年服饰类有4亿元左右的销售收入，2010年实现销售收入9.85亿元，预计今年将会有十几亿左右的营收。

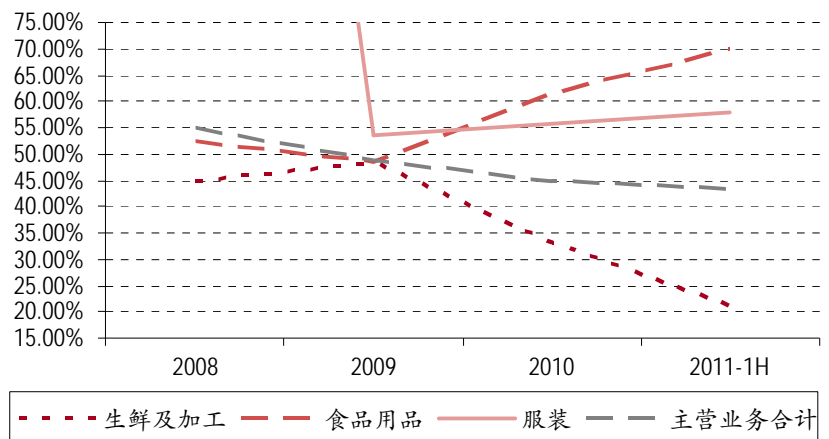
食品用品类也在着手做自营品牌。因为自营品类的毛利率较高，所以今后将会逐步提高自营品类的比例。今年上半年，公司聘请了一些在食品用品非常有经验的管理者，相信公司的非生鲜类的发展前景很好。从今年上半年半年报可以看出食品用品营收同比增长69%。其营收占比和增速均超过了生鲜及加工的营收占比及营收增速。主要是由于公司先前的社区店生鲜品类已经非常齐全，当营业面积扩大以后，生鲜品类不变，相应的食品用品的品类增多，使得食品用品的营收占比有所增加。

图表 4.2007-2011 年上半年公司主营业务分产品营收占比



资料来源：公司数据

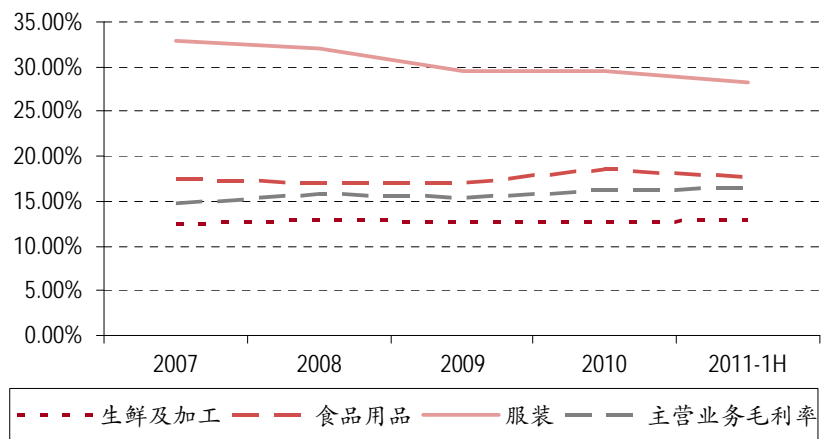
图表 5.2007-2011 年上半年公司主营业务分产品营收增速



资料来源：公司数据

随着服装和食品用品品类占比的增加，公司的综合毛利率会随之增加，但是提升毛利率不是公司目前的首要目标，公司希望将毛利率保持现有水平，即便是毛利率有所提升，也会将多增加的毛利率部分让利给消费者。

图表 6.2007-2011 年上半年公司主营业务分产品毛利率



资料来源：公司数据

## 2. 培育期较短

- 一般情况公司新开门店培育期均在 1 年以下。有些门店经营情况较好，比如今年 4 月份在北京东城区开业的恒基地到 7 月份已经盈利。

- 在公司成熟区域新开的门店，有的当月就能实现盈亏平衡，因为物流成本几乎为零。新区域开新开的门店培育期会相对长一些。但是今年新区域开设的新门店经营状况非常好，比如今年8月19日在南京新开的滨江新城店，经营面积约有2万平方米，前三天的含税日流水分别为200万元、220万元和240万元。
- 随着公司新开卖场和大卖场数量的增多，公司关闭了被新店辐射半径覆盖的社区店，目前公司关闭了7家社区店（去年6家，今年1家）

### 新开门店物业的特点

公司的经营模式已经比较稳定，目前公司将会把主要精力投入到了门店的扩张方面。

公司去年8月份董事会讨论得出了公司获取物业的5大战略：

#### 1) 与优质物业商合作

公司今年上半年开设了14家门店，扩张速度有所放缓，主要是由于物业商提供物业的速度放缓。

去年重庆万达广场店开业，万达店定位于精品超市，今年已经开始盈利，万达广场店的开业预示着公司与万达建立长期战略合作的开始。今年公司又与万达签了三家门店，目前国内前30名大物业商均与永辉有合作关系。

#### 2) 与大百货商的合作，如百盛、银泰均与公司有合作项目。

3) 适当提升自有物业的比例，目前自有物业占比为3%左右，未来预计会提升到10%左右。

#### 4) 与房地产上合作获取物业。

5) 跟着政府的规划走，例如：公司与沈阳政府关系很好，对公司在东北三省发展非常有利。

## 公司的管理模式

公司近些年扩张较为迅速，为使得门店管理人员的成长速度能与公司的成长速度一致，永辉的管理模式是重总部轻门店，管理实现流程化、标准化，店长只需做好日常的管理工作，对店长的能力要求相对较低。一般情况下，新开设的门店由资深员工带着新员工一起管理，等门店经营稳定后，再交给新员工管理，资深员工继续扩展新店。

## 公司的采购方式

公司目前采用区域采购的方式，主要原因是：第一，全球或者全国采购需要很强的物流配送中心支持，目前公司尚无强大的物流配送中心；第二，全球或者是全国采购需要采购量的支持。随着公司采购量的上升和物流中心的完善，会有越来越多的商品采取全国统采，例如今年上半年已经与宝洁公司签订全国统采购的合约。

## 公司现金流的状况

按照公司目前的发展速度，募集资金预计在明年将会使用完毕，加上公司今年上半年还款额较高，预计公司的现金流将难以覆盖未来的资本性支出，所以公司计划发 15 亿短期融资债券和 15 亿为期 3 年左右的公司债。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371