

永辉超市 (601933)
增持/维持评级

股价: RMB28.72

分析师
耿邦昊
SAC 执业证书编号:s1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人
洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

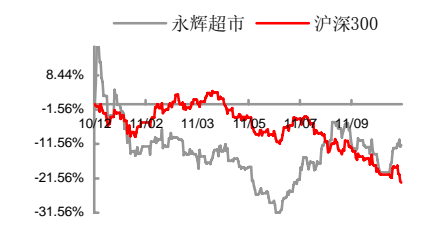
相关研究

- 《收购关联公司, 符合长期利益》-2011/09/13
- 《大店开店, 加速布局》-2011/08/27
- 《开大店, 进新区》-2011/04/28
- 《跨区扩张, 思路清晰》-2011/04/14
- 《巩固核心, 布局全国》-2011/03/30
- 《强势出击, 万众瞩目》-2010/12/01

基础数据

总股本 (百万股)	768
流通 A 股 (百万股)	768
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	21,854

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

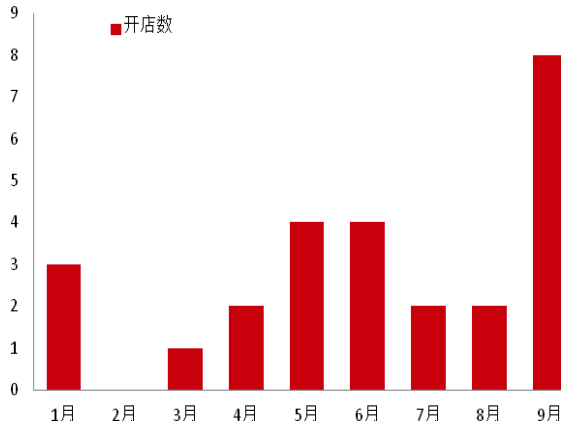
大店战略的良好执行

- 公司今日公布 2011 三季报, 1-9 月实现营业收入 124.74 亿元, 同比增长 42.7% (其中 7-9 月收入 44.46 亿元, 同比增长 42%); 归属母公司净利润 3.72 亿元或 EPS=0.48 元, 同比增长 75.9% (其中 7-9 月净利润 1.02 亿元或 EPS=0.13 元, 同比增长 39.6%), 仍然处于发展快车道。
- 三季度公司新开门店 11 家至 180 家 (1-9 月共计开店 25 家), 新进入江苏、河南两省, 平均单店面积 11522 平米。纵观公司今年以来新开的 25 家门店, 除了在福建、重庆两个成熟市场有少量社区店, 其余均为卖场或大卖场业态, “大店开道” 的战略得以良好执行!
- 大店由于其影响力, 具有社区店不可比拟的优势: 1) 培育期短, 一般在半年左右; 2) 非生鲜商品占比高, 更易于发挥生鲜集客优势; 3) 成长期更长, 一般在 3 年左右。从今年中报我们已经看到, 食品用品超过生鲜, 成为收入占比最高的品类, 我们预计随着大店战略的执行, 生鲜占比还将进一步下降, 整体毛利率水平将持续上升, 而三季度毛利率的稳步提升也印证了我们的判断 (单季毛利率 19.73%, 同比提升 1.21 个百分点)。
- 三季度期间费用率 16.52%, 同比上升 1.38 个百分点, 其中销售费用率 13.88%, 上升 1.75 个百分点, 其主要原因是公司三季度新开门店 11 家 (其中 9 月份单月新开 7 家), 导致各项费用 (人工、租金、开办费) 增长超过收入增速所致。财务费用率下降 0.37 个百分点至 0.33%, 主要由于公司上市后归还大量短期及长期贷款所致。
- 考虑到公司全年开店目标为 40-50 家, 我们预计四季度有 20 家左右的新开门店, 资本开支在 4 亿元左右, 全年资本开支约 14 亿元 (含 1.88 亿元收购福建永辉商业 100% 股权)。新开门店费用压力在短期内较难消化, 维持公司 11-13 年 EPS=0.63、0.89 和 1.23 元的盈利预测, 现价对应 PE 为 46 倍, 给予增持评级!
- 风险提示: 人工成本及租金压力; 公司跨区域发展获取核心区域优质物业能力; 快速扩张下优秀买手等人才储备不足。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	12,316.5	17,740.6	24,508.3	31,731.3
(+/-%)	45.3%	44.0%	38.1%	29.5%
归属母公司 利润(百万元)	305.5	484.8	686.5	944.8
(+/-%)	20.2%	58.7%	41.6%	37.6%
EPS(元)	0.40	0.63	0.89	1.23
P/E(倍)	72.2	45.5	32.1	23.3

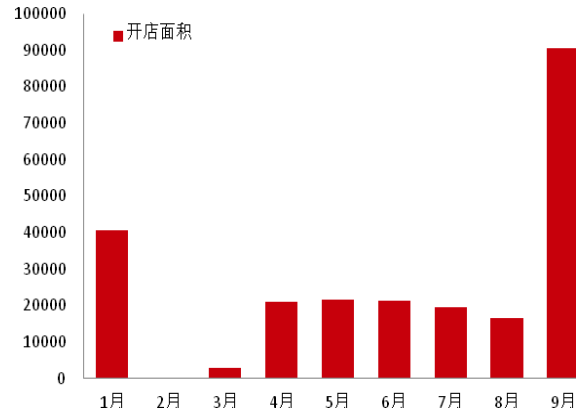
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 公司月新开门店数



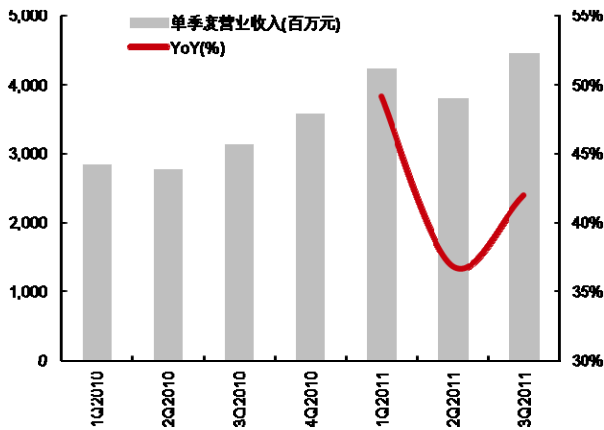
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 2: 公司月新开门店面积 (平方米)



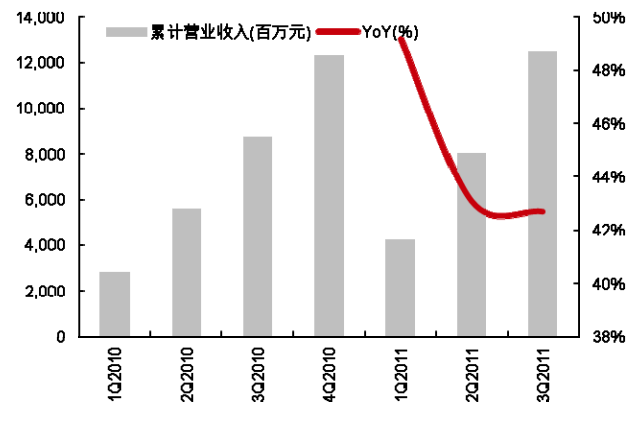
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 3: 公司季度收入增速变化



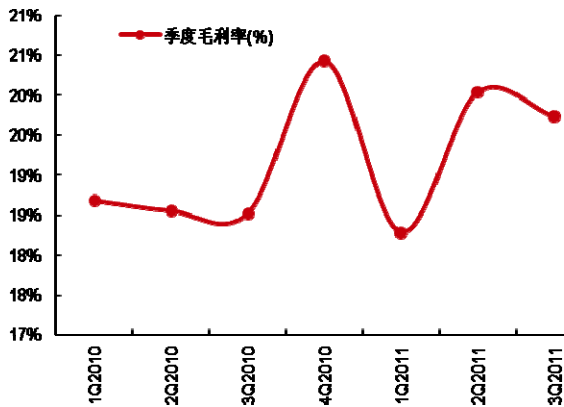
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 4: 公司季度累计收入增速变化



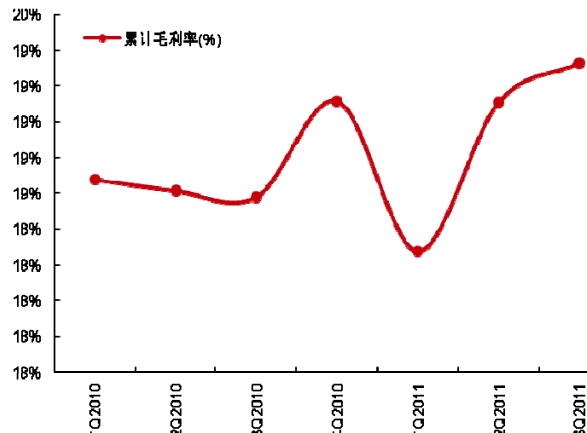
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 5: 公司季度毛利率变化



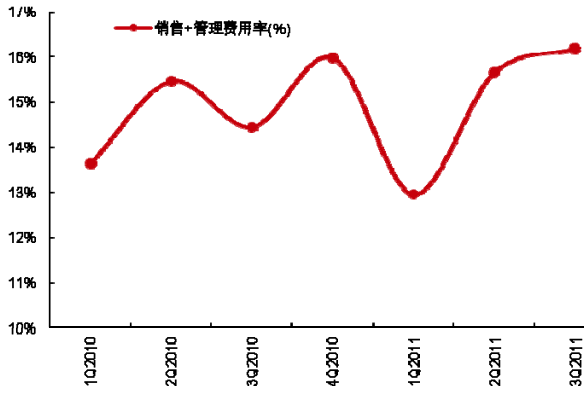
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 6: 公司季度累计毛利率变化



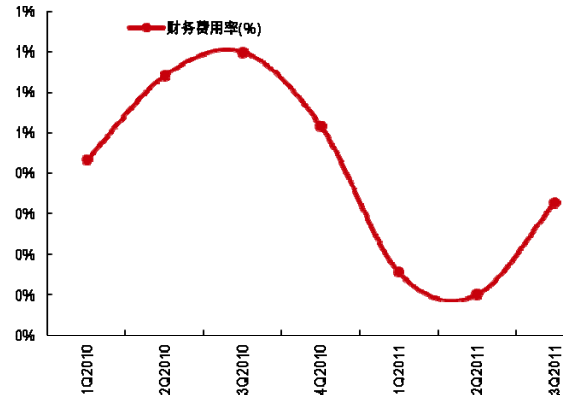
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 7: 公司季度销售+管理费用率



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 8: 公司季度财务费用率



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4677	5 62	7944	10267	营业收入	12317	17741	24508	31731
现金	2639	2661	3676	4760	营业成本	9962	14261	19646	25358
应收账款	48	124	172	222	营业税金及附加	47	71	98	127
其他应收款	220	532	735	952	营业费用	1558	2317	3216	4087
预付账款	399	713	982	1268	管理费用	28	419	582	825
存货	1351	1711	2358	3043	财务费用	70	36	64	94
其他流动资产	20	20	21	22	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	1934	2723	3184	3728	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	771	1226	2028	2711	营业利润	392	637	901	1241
无形资产	239	227	214	202	营业外收入	19	0	0	0
其他非流动资产	924	1270	942	816	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	6611	8484	11128	13995	利润总额	399	637	901	1241
流动负债	2568	3958	5916	7840	所得税	94	153	216	298
短期借款	895	1656	2796	3821	净利润	305	484	6 5	943
应付账款	1148	1569	2161	2789	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)
其他流动负债	524	733	959	1230	归属母公司净利	306	485	687	945
非流动负债	225	225	225	225	EBITDA	885	1185	1478	1675
长期借款	150	150	150	150	EPS (元)	0.40	0.63	0.89	1.23
其他非流动负	75	75	7	75					
负债合计	2793	4183	6142	8065	主要财务比率				
少数股东权益	4	3	1	(0)	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	768	768	768	768	成长能力				
资本公积	2435	2435	2435	2435	营业收入	45.3%	44.0%	38.1%	29.5%
留存收益	611	1095	1782	2727	营业利润	19.4%	62.5%	41.6%	37.6
归属母公司股	3818	4301	4987	5930	归属母公司净利	20.2%	58.7%	41.6%	37.6%
负债和股东权	6611	8484	11128	13995	获利能力				
					毛利率(%)	19.1%	19.6%	19.8%	20.1%
					净利率(%)	.5%	2.5%	2.6%	2.5%
					ROE(%)	8.0%	11.3%	13.8%	15 9%
					ROIC(%)				
					偿债能力				
					资产负债率(%)	42%	49%	55%	58%
					净负债比率(%)	37.4%	3.2%	48.0%	49.2%
					流动比率	1.8	1.5	1.3	1.3
					速动比率	1.3	1.0	0.9	0.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转率	57.0	51.4	41.4	40.3
					应付账款周转率	2.8	2.6	2.6	.6
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.4	0.6	0.9	1.2
					每股经营现金流	0.9	0.5	1.1	1.6
					每股净资产(最	5.0	5.6	6.5	7.7
					估值比率				
					P/E	72.2	45.5	32.1	23.3
					P/B	5.8	5.1	4.4	3.7
					EV/EBITDA	29.5	25.1	19.9	16.6

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

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

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层

邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932

传真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层

邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028

传真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司