

门店扩张迅速，未来业绩有保证

永辉超市（601933）三季度点评

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2011年10月26日

投资要点：

事件：

1) 2011年1-9月实现营业收入124.74亿元，同比增长42.68%，利润总额为4.77亿元，同比增长73.11%；2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为3.72亿元，同比增长75.88%，每股收益为0.48元；

2) 2011年3季度单季度营业收入为44.46亿元，同比增长41.99%；利润总额为1.27亿元，同比增长32.41%；2011年3季度单季度实现归属于上市公司股东的净利润为1.02亿元，同比增长39.58%；

点评：

1、外延和内生增长带动营收快速增长。2011年1-9月实现营业收入124.74亿元，同比增长42.68%，继续保持较大增幅。主要在于门店数量比上年同期增加，商品销售收入增长、管理费、展示费等其他业务收入增长引起营业收入增加。

2011年1-9月份，公司新开门店25家，同时关闭1家门店（福建莆田店），净增门店24家；截至2011年9月底，公司目前共有门店180家，其中福建92家，重庆市61家，北京市10家，安徽省10家，贵州省2家，天津市2家，江苏省2家以及河南省1家。

储备门店来看，公司目前已签约门店共有85家，其中，2011年7-9月，公司在九个区域新签约15家门店项目；这些门店仍主要分布在福建、重庆、北京、安徽；同时，公司也积极向贵州、天津、河南、江苏等地区扩张，其中河南省储备门店较多有13个。预计未来，公司将继续保持每年新开40-50家门店的扩张速度，公司规模的使得公司未来营收增加有保证。

近年来，公司可比门店增速也保持较快增加，预计公司超市可比门店增速超过10%是大概率事件，强劲的内生增长也是推动公司收入快速增长的重要原因。

2、综合毛利率稳步提高，费用率整体稳定。在公司营业收入快速增长同时，公司2011年1-9月的综合毛利率19.33%，同比增加0.75%，费用率保持稳定，促使2011年1-9月实现归属于上市公司股东的净利润为3.72亿元，同比增长75.88%，每股收益为0.48元。

借助于物流体系效率的不断提升，以及收入占比较大的生鲜加工食品业务的毛利水平的提高，公司主营业务的综合毛利水平得到了一定的提高，且未来仍有提高的趋势。

俞春燕

SAC 执业证书编号：

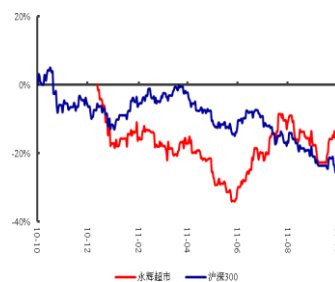
S0340511010001

电话：0769-22110925

主要数据 2011年10月25日

收盘价(元)	31.16
总市值(亿元)	239.28
总股本(百万股)	767.90
流通股本(百万股)	110.00
ROE (TTM)	11.31
12月最高价(元)	37.71
12月最低价(元)	21.83

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

报告期内，公司销售费用和管理费用同比分别增加 62.44%、41.84%；财务费用同比减少 33.52%；报告期内新开门店 11 家，销售费用同比增长 403.6%，新店开办费同比增加 446.2%；系统管理费、人力成本均有所上升。本期银行借款减少，使得财务费用同比有所下降。

3、逐步完善的物流体系，为公司高速扩张提高保障。公司在福州目前有闽侯和鳌峰两个物流中心，其中闽侯配送中心占地约 110 亩，负责福建各地区进行仓储配送；目前福建物流中心的建设已基本完成，闽侯配送中心正向新物流中心搬迁；而福州鳌峰配送中转站则主要负责福州地区生鲜物流配送。重庆地区在北碚区三溪口和江北区金源时代购物广场配送中转站基础上，重庆西部物流园一期 350 亩项目正在建设中。另外，北京朝批物流配送体系已初步完成；安徽华东商贸物流园和彭州募投项目也在逐步建设中。这些物流加工中心的投入使用将为门店营运及拓展提供强有力的后台支持，大大提高门店的竞争力。

4、继续加大团队及自有品牌建设。为适应市场发展要求，公司服装事业部继续强化营运团队的建设，全力打造区域精英服装专业营运团队。同时，食品用品事业部也增加了对自有品牌的研发及建设，逐步打造“咏悦汇”葡萄酒专卖、“安歌母婴馆”等越来越多的自有品牌，在超市中引入专卖店模式，努力实现吸引中高端客户。

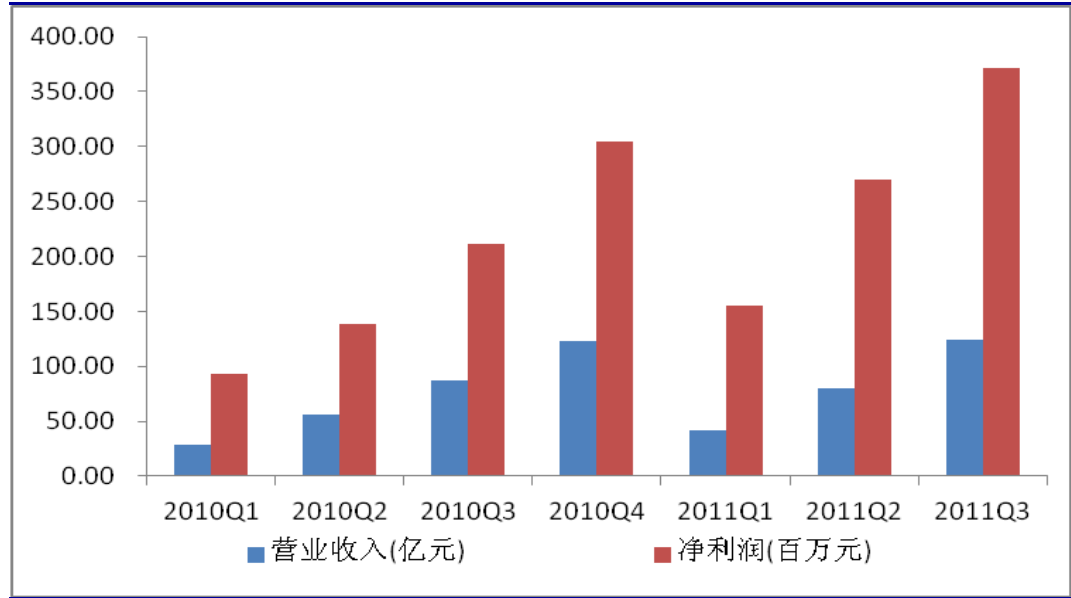
5、盈利预测与评级。预计公司未来短期内仍将保持高速扩张的态势，而良好的业绩效果则主要依赖于快速扩张的有效性。鉴于公司整体规模的不断提升及培育期门店较高的成长性，营业收入将继续高速增加，而公司未来净利润水平预计将保持相对平稳增长。我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.68/0.87 元，对应的 PE 分别为 45 倍、36 倍。考虑到公司较好的扩张能力和盈利能力，未来仍具备较大的成长空间，给予公司推荐评级。

表 1：2011 年三季度公司新开门店概况

开店项目	地址	开店时间	租赁期限	总面积（平方米）
海州店	安徽合肥	2011.7.31	20 年	7500
肥西水晶城店	安徽合肥	2011.9.28	15 年	12637
东太康路店	河南郑州	2011.9.30	8 年	9400
陈家桥店	重庆沙坪坝	2011.8.31	15 年	3900
石坪桥店	重庆九龙坡	2011.9.11	15 年	6556
滨江新城店	江苏南京浦口	2011.8.19	20 年	12620
盐城宝龙店	江苏盐城	2011.9.23	20 年	20939
鲤城广场店	福建仙游	2011.7.15	15 年	12141
厦门金湖	福建厦门	2011.9.7	15 年	6429
垡头店	北京朝阳	2011.9.23	15 年	21362
双街店	天津北辰	2011.9.23	20 年	13260

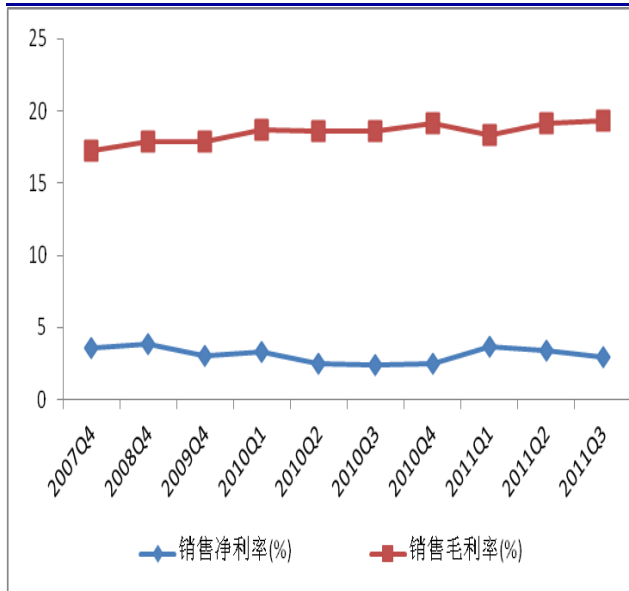
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 1：主营业务收入情况



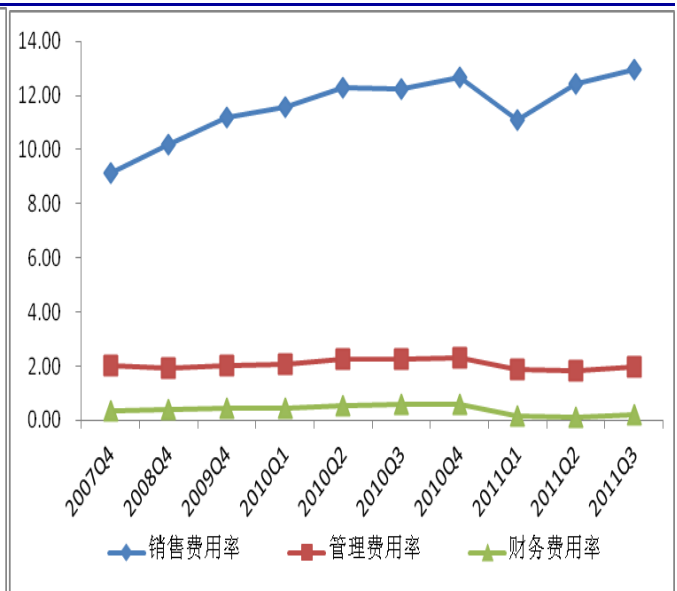
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：销售毛利率及销售净利率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 3：各项费用率变动



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	12316.50	17631.08	25090.78	35240.00
营业总成本	11924.80	16953.23	24223.99	34010.92
营业成本	9961.86	14221.23	20270.84	28491.54
综合毛利率	19.12%	19.34%	19.21%	19.15%
营业税金及附加	47.27	72.29	95.34	130.39
营业税金及附加率	0.38%	0.41%	0.38%	0.37%
销售费用	1557.71	2290.28	3229.18	4493.10
管理费用	281.95	357.91	509.34	718.90
财务费用	70.38	2.71	106.73	162.90
期间费用	1910.04	2650.90	3845.26	5374.90
资产减值损失	5.64	8.82	12.55	14.10
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	391.70	677.85	866.79	1229.08
加 营业外收入	18.59	23.00	24.00	25.00
减 营业外支出	11.20	15.00	16.00	17.00
利润总额	399.10	685.85	874.79	1237.08
减 所得税	94.01	161.17	205.58	290.71
实际所得税率	23.56%	23.50%	23.50%	23.50%
净利润	305.08	524.67	669.21	946.37
减 少数股东损益	-0.45	0.69	0.87	1.24
归母公司所有者的净利润	305.54	523.99	668.34	945.13
总股本(万)	76790.00	76790.00	76790.00	76790.00
基本每股收益(元)	0.40	0.68	0.87	1.23

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司投资评级

推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级

高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明:

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: www.dgzq.com.cn