

零售

报告原因: 调研简报

2011年12月01日

市场数据: 2011年12月01日

收盘价(元)	31.12
一年内最高/最低(元)	37.71/21.83
市净率	5.9
息率(分红/股价)	0.32%
A股流通市值(亿元)	34.83

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2011年9月30日

每股净资产(元)	5.37
资产负债率%	45.65%
总股本/流通A股(万)	76790/11000
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760511040001

010-82190307

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

永辉超市 (601933)

增持

成长势如破竹

公司研究/调研简报

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	归属母公司						
	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	市盈率	市净率
2009A	8475	49.3	254	19	0.33	94	22.65
2010A	12317	45.3	306	20.2	0.4	78	6.27
2011E	17877	45.1	517	69.0	0.67	46	5.66
2012E	25272	41.4	692	33.8	0.9	35	4.86

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **内生增长强劲。**受益于食品类CPI高企, 公司前三季度同店增速大约在15%左右。如果明年CPI增速能保持在3%以上, 预计公司明年同店收入增速可以保持在10%以上。公司新开门店平均培育期在4个月左右, 公司刚度过培育期的新门店同店增速较快, 可以达到30%以上。公司成长期门店(度过培育期之后三年内)净利润增速可以达到35%以上, 成熟期门店(开业4-6年左右)净利润增速平均在15%以上, 衰退期门店(开业6年后)净利润增速平均在5%-6%左右。公司新开门店平均建设期为二、三个月, 新店开办费约为100万-300万。
- **外延扩张速度领跑行业。**截止2011年9月底, 公司今年净增门店24家, 合计拥有门店180家(福建92家、重庆61家、北京10家、安徽10家、天津2家、贵州2家、江苏2家、河南1家), 其中贵州、江苏、河南、天津等区域市场为新进入。2011年公司计划新开业门店50家, 营业面积将增加45%左右, 开业门店数量将超过200家。截至2011年9月底, 公司今年新签约门店达到46家, 公司也已经在福建、安徽、江苏、重庆、北京、河南、辽宁、贵州等9个区域储备项目超过40个, 合计面积约为52.85万平方米, 面积增量约为2010年底公司总经营面积的50%, 公司总储备门店数达到100家以上。近年来, 公司每年新开门店超过40家, 预计未来仍将保持每年40-50家新门店的扩张速度。预计至2014-15年, 公司整体营收规模将达到约400-500亿元, 营业面积达到约400万平方米, 总门店数超过300家。未来预计公司在新区扩张将采用“一店定江山”的大店开拓策略, 迅速占领市场, 做大做强。公司计划先将福州、重庆做成销售超百亿的大区, 接着依次是北京、安徽。公司还计划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。



公司未来几年资本投入较大，一年约合 20 亿左右，所以公司融资需求较为迫切，不排除明年年底前在资本市场再次融资。

- **毛利率仍有小幅上涨空间。**公司毛利率可以通过以下渠道获得提升：
1、提高食品、用品类商品品质及服装类“定制包销”比重来提高商品销售毛利率；2、随着销售规模的扩大，公司对食品用品类供应商的议价能力提升，从而提高综合毛利率；3、生鲜类商品的管理进一步精细化，提升生鲜类食品的经营毛利水平。4、单店面积提升带来的高毛利品类销售占比提升；5、出租部分租金提升、6、物流中心建成后将提升统采比例和自有配送比例，从而提高综合毛利率。
- **物流配送网络成为有力支撑。**公司福建物流中心的建设已基本完成，七月份已交付使用。北京朝批物流配送体系的建设工作已初步完成。福建及北京的物流加工中心的投入使用将为门店的营运及拓展提供强有力的后台支持，提高门店的竞争力。重庆西部物流园一期面积 350 亩物流项目和安徽华东商贸物流园 300 亩物流项目正在加快建设，将于 2012 年建成。彭州募投项目（农产品加工配送中心项目）展示中心、采配中心项目已完工，物流库进入单体设计阶段，预计将在成都门店正式开出后投入运营。随着物流中心逐渐建成投入使用公司将由目前的区域采购方式逐渐向全国统采过渡，采购成本还有降低空间。
- **投资建议。**中国农产品市场协会预计到 2015 年，大中城市超市流通的农产品数量将由目前的 15-30%增长至 50%以上。我们看好公司独特的“永辉模式”和优秀的管理能力，公司或计划于明年推出股权激励方案，团队凝聚力将进一步加强。预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 0.67 元和 0.9 元，对应的动态 PE 分别为 46 倍和 35 倍，给予公司“增持”评级。
- **风险因素。**1、新进入区域由于门点较少，采购优势无法发挥。2、高速扩张带来的管控模式和人才储备的风险。3、2014 年之前租约到期门店不能续约或租金上涨过快。4、新开店培育期表现低于预期。5、CPI 增速回落给公司同店增长带来压力。6、公司估值在行业内较高。



表 1：盈利预测表

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	5678	8475	12317	17877	25272
二、营业总成本	5394	8147	11925	17198	24362
营业成本	4663	6958	9962	14462	20445
营业税金及附加	22	30	47	72	101
销售费用	577	947	1558	2270	3210
管理费用	108	172	282	358	556
财务费用	22	37	70	36	51
资产减值损失	1	4	6	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(0)	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	284	328	392	679	910
加：营业外收入	6	14	19	0	0
减：营业外支出	7	10	11	0	0
五、利润总额	283	332	399	679	910
减：所得税	66	75	94	158	211
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
六、净利润	217	257	305	522	699
减：少数股东损益	3	3	(0)	0	0
归属于母公司所有者的净利润	214	254	306	517	692
七、每股收益：	0.28	0.33	0.40	0.67	0.90

资料来源：公司公告、山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。