

专业连锁

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 樊俊豪

S0960111080472

0755-82026909

fanjunhao@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.20元

当前股价: 31.76元

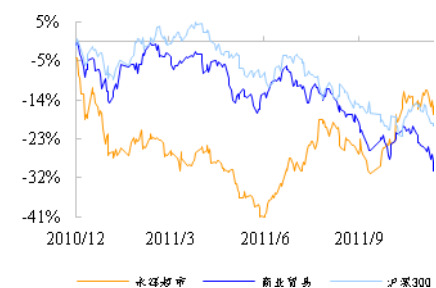
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2275.01 |
| 总股本(百万) | 767 |
| 流通股本(百万) | 494 |
| 流通市值(亿) | 149 |
| EPS | 0.40 |
| 每股净资产(元) | 4.97 |
| 资产负债率 | 42.25% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|---------|-------|--------|--------|
| 永辉超市 | 10.12 | 18.37 | 20.53 |
| 商业贸易 | -5.48 | -12.97 | -29.45 |
| 沪深300指数 | -2.73 | -4.58 | -21.78 |



相关报告

永辉超市深度报告_得“民心”者得天下,成就中国“沃尔玛” 2011-12-19

永辉超市

601933

强烈推荐

增加自有物业占比,降低未来经营风险

公告要点:

1、永辉董事会拟将原租赁的杭州宝龙(位于杭州市经济技术开发区学林街以南、文海路以西第47号地块)在建项目中负一层的商业物业一处转为自有物业,并授权拓展部门洽购并签署有关协议;

2、该物业按套内建筑面积计暂定总价为人民币11,340万元,如最终达成买卖合同,公司此前就该处物业与宝龙签订的租赁协议将届时终止,公司依据租赁协议支付的有关租赁及物业费用将全额返还。

公告点评:

◇目前公司所有超市门店中,自有物业占比不到3%,该动作意味着公司将利用目前房地产调控的有利时机,寻找好的物业进行收购,适当增加公司的自有物业占比,公司计划自有物业的占比未来提高至10%左右,这样可以降低公司未来的经营风险。从模式上看,永辉做成百年老店没有问题。

◇未来公司每年大约需要20亿元的资金来支持扩张,其中10亿元做自有物业,主要包括自建物流中心(一个物流中心大概花费3-4亿元,2012年将建设2家物流中心,1家在安徽,1家在重庆)及购买物业(收购杭州宝龙物业就是表现之一),另外10亿用来满足公司每年新开50家门店的资金需求(每家店2000万计算)。

◇公司每年扩张所需的20亿元靠自有资金积累是不够的,公司未来将通过发短融、公司债及增发的方式募集发展所需资金,公司目前已有的资金可以支持公司2012年的快速扩张,公司计划在2012年下半年进行增发,以筹集资金用于2013、2014年的扩张。

◇从国际经验看:超市行业容易诞生巨型零售企业,中国巨大的市场空间正是诞生中国“沃尔玛”的最佳舞台。永辉作为国内超市中当之无愧的领军企业,目前正处于门店快速扩张、规模迅速成长时期,其“一招鲜,吃遍天”的经营模式使其具备成为中国“沃尔玛”的实力与潜质;且规模越大,其“护城河”将越宽,同行也越难以跨越。

◇从板块配置上考虑:超市经营的商品多数是生活必需品,需求受宏观经济的影响较小,受电子商务的冲击也较小,具备较强的防御性,是经济下行环境下较好的配置品种。

◇盈利预测及投资建议:预计公司2011-2014年EPS分别为0.62、0.88、1.21和1.65元,以2010年为基期,未来4年复合增速43%。我们认为公司在成长性及核心竞争力上大幅领先同行,可以给予一定程度的估值溢价,目标价35.2元,对应2012年PE40倍。给予公司“强烈推荐”评级。

◇风险提示:(1)门店扩张、新店培育不及预期;(2)食品安全风险;(3)租金风险

主要财务指标

| 单位:百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 12317 | 16918 | 23802 | 31987 |
| 收入同比(%) | 45% | 37% | 41% | 34% |
| 归属母公司净利润 | 306 | 474 | 674 | 930 |
| 净利润同比(%) | 20% | 55% | 42% | 38% |
| 毛利率(%) | 19.1% | 19.3% | 19.4% | 19.5% |
| ROE(%) | 8.0% | 11.3% | 13.8% | 16.0% |
| 每股收益(元) | 0.40 | 0.62 | 0.88 | 1.21 |
| P/E | 76.28 | 49.19 | 34.58 | 25.06 |
| P/B | 6.11 | 5.53 | 4.77 | 4.01 |
| EV/EBITDA | 32 | 27 | 20 | 16 |

资料来源:中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4677 | 5953 | 7622 | 9471 |
| 现金 | 2639 | 3000 | 3300 | 3600 |
| 应收账款 | 48 | 93 | 128 | 175 |
| 其他应收款 | 220 | 405 | 618 | 861 |
| 预付账款 | 399 | 553 | 871 | 1161 |
| 存货 | 1351 | 1879 | 2679 | 3646 |
| 其他流动资产 | 20 | 23 | 26 | 29 |
| 非流动资产 | 1934 | 2177 | 2445 | 2736 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 771 | 865 | 896 | 896 |
| 无形资产 | 239 | 309 | 405 | 484 |
| 其他非流动资产 | 924 | 1003 | 1144 | 1355 |
| 资产总计 | 6611 | 8130 | 10068 | 12207 |
| 流动负债 | 2568 | 3612 | 4801 | 5932 |
| 短期借款 | 895 | 1201 | 1332 | 1075 |
| 应付账款 | 1148 | 1639 | 2399 | 3347 |
| 其他流动负债 | 524 | 772 | 1069 | 1510 |
| 非流动负债 | 225 | 299 | 369 | 442 |
| 长期借款 | 150 | 225 | 295 | 368 |
| 其他非流动负债 | 75 | 74 | 74 | 74 |
| 负债合计 | 2793 | 3911 | 5170 | 6373 |
| 少数股东权益 | 4 | 8 | 13 | 19 |
| 股本 | 768 | 768 | 768 | 768 |
| 资本公积 | 2435 | 2435 | 2435 | 2435 |
| 留存收益 | 611 | 1008 | 1682 | 2612 |
| 归属母公司股东权益 | 3814 | 4211 | 4885 | 5815 |
| 负债和股东权益 | 6611 | 8130 | 10068 | 12207 |

现金流量表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 683 | 279 | 349 | 712 |
| 净利润 | 305 | 478 | 679 | 936 |
| 折旧摊销 | 222 | 158 | 163 | 166 |
| 财务费用 | 70 | 14 | 17 | 10 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 89 | -369 | -532 | -416 |
| 其他经营现金流 | -4 | -2 | 22 | 16 |
| 投资活动现金流 | -942 | -208 | -234 | -218 |
| 资本支出 | 930 | 22 | 22 | 22 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -12 | -186 | -211 | -195 |
| 筹资活动现金流 | 2530 | 291 | 185 | -194 |
| 短期借款 | -97 | 306 | 131 | -257 |
| 长期借款 | 65 | 75 | 70 | 73 |
| 普通股增加 | 110 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2409 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 43 | -91 | -16 | -10 |
| 现金净增加额 | 2271 | 361 | 300 | 300 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 12317 | 16918 | 23802 | 31987 |
| 营业成本 | 9962 | 13656 | 19191 | 25746 |
| 营业税金及附加 | 47 | 65 | 90 | 120 |
| 营业费用 | 1558 | 2208 | 3130 | 4238 |
| 管理费用 | 282 | 350 | 488 | 649 |
| 财务费用 | 70 | 14 | 17 | 10 |
| 资产减值损失 | 6 | 3 | 3 | 4 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 392 | 622 | 883 | 1220 |
| 营业外收入 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 399 | 622 | 883 | 1220 |
| 所得税 | 94 | 144 | 204 | 284 |
| 净利润 | 305 | 478 | 679 | 936 |
| 少数股东损益 | 0 | 4 | 5 | 6 |
| 归属母公司净利润 | 306 | 474 | 674 | 930 |
| EBITDA | 684 | 794 | 1063 | 1396 |
| EPS (元) | 0.40 | 0.62 | 0.88 | 1.21 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 45.3% | 37.4% | 40.7% | 34.4% |
| 营业利润 | 19.4% | 58.8% | 42.0% | 38.1% |
| 归属于母公司净利润 | 20.2% | 55.1% | 42.2% | 38.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 19.1% | 19.3% | 19.4% | 19.5% |
| 净利率 | 2.5% | 2.8% | 2.8% | 2.9% |
| ROE | 8.0% | 11.3% | 13.8% | 16.0% |
| ROIC | 12.2% | 14.0% | 16.2% | 19.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 42.3% | 48.1% | 51.3% | 52.2% |
| 净负债比率 | 37.41% | 36.47% | 31.48% | 22.64% |
| 流动比率 | 1.82 | 1.65 | 1.59 | 1.60 |
| 速动比率 | 1.29 | 1.13 | 1.03 | 0.98 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 2.52 | 2.30 | 2.62 | 2.87 |
| 应收账款周转率 | 204 | 215 | 193 | 190 |
| 应付账款周转率 | 11.17 | 9.80 | 9.51 | 8.96 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.40 | 0.62 | 0.88 | 1.21 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.89 | 0.36 | 0.45 | 0.93 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.97 | 5.48 | 6.36 | 7.57 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 76.28 | 49.19 | 34.58 | 25.06 |
| P/B | 6.11 | 5.53 | 4.77 | 4.01 |
| EV/EBITDA | 32 | 27 | 20 | 16 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士，通过 CFA 二级考试，1 年基金行业从业经验，曾任职于广发基金金融工程部，2011 年加盟中投证券。

徐晓芳，百货零售行业分析师，中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所，3 年机构销售从业经验，1 年行业研究经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

| 深圳市 | 北京市 | 上海市 |
|--|---|---|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434 |