

# 多层次布局 内部模式趋利性调整

## ——永辉超市（601933）调研快报

2012年2月13日

推荐/维持

永辉超市

调研快报

高坤 零售行业分析师

执业证书编号：S1480511110001

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

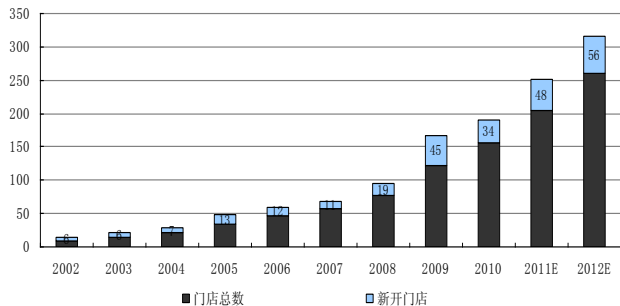
### 事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

### 1. 核心-外围式高速扩张多层次推进。

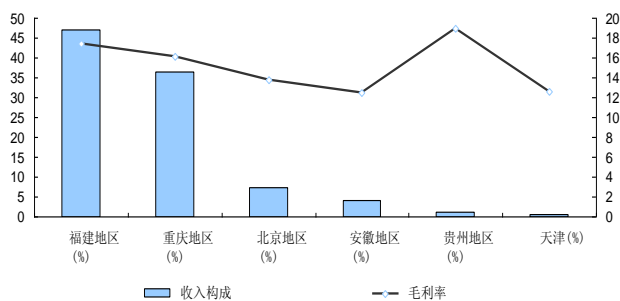
2011年公司共新开门店49家，关闭1家，门店总数达到了204家。另外，公司尚有已签约未开业门店104家。继2010年重点巩固了福建、重庆、安徽、北京四大优势区域后，在2011年开启了全面战略布局新区域的旅程，新进驻江苏、河南、河北、天津以及东北等新地区。12年公司的外延速度将超过50家，总门店数达到260家左右。

图 1：公司门店扩张趋势图



资料来源：东兴证券研究所

图 2：公司区域收入及毛利率占比（2011 中）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

公司外延跨区幅度太大、太快的的问题虽然一直存在分歧，但我们认为：一方面，公司的区域布局在坚持巩固“4+1”核心区域发展的前提下（河北或东北有望于2012年成为公司的第五大重点区域），对于不同区域的发展侧重点不尽相同。其中，重庆、福州作为成熟区要深耕细作重点在于纵向下沉；而安徽基于较低的消费水平稳步推进；北京地区则在良好的口碑效应基础上能快则快的推进；河南地区因为地产商的批量供低，今年初步预期开10家店左右；对于河北石家庄，常州等目前以区域单体店存在的，则在允许低毛利的基础上主要发展大店，大店的好处一是自身有中转功能、二是品牌影响力大；而对于东北、江苏、天津等消费能力较好的区域，公司已经与百盛、新世界、茂业等百货企业和以万达为代表的部分地产企业达成战略合作，以BROVE的业态进入。另一方面，高效的开店绩效实际上是支撑公司高速外延可持续性的重要基础，已开的门店中有20%是四个月内实现盈亏平衡，最差的占比10%也在12月以后就盈利，而60%以上的门店则是1年内盈利。对于永辉而言，高效外延即新店培育期最小化的核心要素主要归结为以下三点：生鲜、低价核心为据点的强大集客能力；高效的人员激励以及良好的费用掌控力。公司内生的壁垒有效保证了外延的绩效性，从而在现金流、人员、业绩多方面对进一步的外延形成了支撑。此外，正如我们年度策略报告判断，商业地产的在09年之后的井喷式供给为专业连锁企业的外延扩张提供了较好的契机，前者优势商业资源的相对稀缺与后者优势物业的稀缺形成了匹配。公司目前也已经与保利、万达、恒隆等地产企业形成了合作，

以河南为例，与地产商“被动”的前期合作在提前落实公司区域战略规划的同时，为进一步其它区域的合作开发奠定了基础。未来进入和巩固各区域的方式也将不断的多元化，除了 BROVE 这一高端业态外，3-4 万平米的旗舰店也在尝试。以实现外延的低成本、高效性，去年收购的易买得就颇为成功，其中北京马家堡店已经由之前的日均 10 万销售提升至目前的日均 50 万，实现了这一商圈的共同繁荣和良性循环。

## 2. 品类管理、采购模式适度调整屏蔽经营风险、政策利空。

公司核心品类的两大阵营目前还是生鲜和服装，虽然随着公司卖场单店面积扩大所需的品类扩充而引致了生鲜占比的下降，但两大品类阵营的合计份额仍然在 50% 以上，其中服装的占比在公司的大力扶持下逐年提升，买断模式使其毛利率也维持了 29% 左右的高位水平。服装中男正装做的最好，该品类目前已经做到 15-16 亿的规模，未来的议价空间将有望进一步提升。以生鲜品类集客、以服装品类盈利的组合创造出了高效的门店业绩，也一定程度上屏蔽了电商的冲击。公司 1 月同店增长 15%，累计增长 50% 以上，与去年基本无异。与此同时，由于快消品的占比相对较小，所以进场费的占比也相对较低，政府清理整顿大型零售企业向供应商违规收费对于公司的影响有限。出于行业长期良性发展的考虑，收费模式的合理性是存在的，但是需要明确各类收费项目的合理与否。

而随着公司远程店比例的不不断提升，采购体系也略有调整：即加强统采、强化生鲜地采、培育大型直采商户。统采比例由之前的 20% 提升至 40%，这一方面降低了远程店现金采购的比例以及其所产生的风险；另一方面也提高了公司门店的标准化运作和快消品份额扩大趋势下的议价能力，统采品类及产品的确定与公司的物流配送能力息息相关。而直采的模式则由之前的单一农户主导转变为培养一些大供应商，在实现品质源头控制的同时也提高了相关产品毛利及货源的稳定性。另外，物流配套建设方面，安徽华东商贸物流园有望最快投入使用，重庆西部物流园一期基于招拍挂流程的滞后争取在今年完成以支持重庆今年 100 亿的销售计划。

## 3. 人才、租金、资金三项成本压力尚可。

人力方面——公司目前的员工流失主要集中在基层，而中高层的人员基本稳定。招工难和流失率上升是社会现象，每一个企业都很难避免。目前正战略布局提升本科人才的比例，并通过职位上升通道和区域间人才回流双向机制实现基层人才稳定。另外公司也将在今年通过股权激励进一步稳定骨干中层。

租金方面——公司自有物业的占比在 3% 左右，这一比例不会在快速扩张进程中有较大波动。根据发达国家的发展经验来看，未来商业租金的增长空间相对有限且稳定，而现代零售业也已经不再适合走依托原有商圈的发展模式，公司将着手自建旗舰物业以拓展或配合新兴商圈和租赁为主的双轨并行战略。

资金方面——基于成本和流程的控制，之前的农改超模式已经逐步过渡为替代型新建。由于农贸市场只有管理费而没有税收，政府通过永辉可以减少管理难度和物价的调节难度，所以会有一些的返还补贴措施。在政府的菜篮子工程主导下，各地小区的社超型配备和升级替代还有较大的空间，而较快的外延速度所带来的资金成本压力也随之而来。但公司尚有较大的融资空间，去年 4 月拟发行 15 亿元公司债，11 月发行了 15 亿元短期融资券，50 家新开门店的资金需求大约在 10-20 亿之间，加上公司自身的经营性现金流，能够支持其快速的发展。

## 结论：

公司未来仍将保持每年 40-50 家的外延速度, 独特的生鲜模式、高效的外延扩张、灵活且标准化的供应链管理使得其在超市的红海市场中, 把脉了生鲜这一核心竞争力, 从而抵御电商的边缘化威胁并最终实现自身内外兼修的发展态势。我们预计公司 11-13 的 EPS 分别为 0.64、0.89、1.20 元, 对应的 PE 分别为 48、35、26 倍, 综合考虑到公司 2012 年的股权激励计划和目前较高的估值水平, 我们给予公司 6 个月目标价 34 元, 距当前价格仍有 12% 的涨幅, 维持公司“推荐”的投资评级。

**表 1: 永辉超市盈利预测**

百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,474.82	12,316.50	17,602.62	25,153.08	31,092.72
(+/-)%	49.25	45.33	42.92	42.89	23.61
经营利润 (EBITDA)	431.62	574.62	731.31	960.51	1,302.18
(+/-)%	25.00	33.13	27.27	31.34	35.57
净利润	254.29	305.54	493.81	679.44	923.45
(+/-)%	18.99	20.15	61.62	37.59	35.91
每股净收益 (元)	0.33	0.40	0.64	0.88	1.20

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。