

经营模式具备核心竞争力, 看好公司全国布点的战略

——永辉超市(601933)调研简报

核心观点

1、快速推进全国布点的扩张策略。公司自 2009 年以来实施积极的门店扩张策略, 09 年和 10 年新开店数量分别达到 45 家和 34 家。2011 年上半年公司新开 14 家门店, 下半年开店数量将达到 36 家, 2012 年和 2013 年新开店数量保持在每年 50 家左右。从区域分布来看, 除了公司已经进入的区域(如福建、重庆、北京、安徽、贵州)之外, 未来将拓展河南、河北、江苏和辽宁等省份, 全国扩张策略初步显现。

2、以生鲜为特色的经营模式具备明显的竞争优势和高度的可复制性。从经营模式来看, 与传统的大卖场模式相比, 公司生鲜产品占收入的比重在 50% 以上。传统的大卖场在跨区域经营过程中很大程度上受制于当地日用品及百货经销商的制约, 导致大卖场模式的跨区域扩张效率较慢(内资超市企业尤其明显)。永辉超市实施的生鲜直采是公司最为倚重的策略, 无缝式的农超对接实现了农户和超市的“双赢”, 使得公司门店一旦进入当地市场便具备明显的价格优势, 门店培育期也明显低于行业平均水平。永辉超市强调生鲜产品的直接采购和百货产品的买断经营策略, 在很大程度上摆脱了各地区经销商的制约, 扩张更具效率。

3、公司未来盈利能力将持续提升。从公司的经营情况来看, 2011 年上半年公司的同店增长率达到 15%, 一方面源于前期新开度度过培育期所致; 另一方面, 上半年高企的 CPI 也是重要原因, 尤其在生鲜农副产品出现“卖难买贵”的情况下, 生鲜直采策略使公司受益匪浅, 单季度来看, 公司 1 季度和 2 季度的净利润分别增长 67% 和 137%。我们判断公司未来的盈利能力将持续提升: 一方面公司未来生鲜直采比例(目前为 70% 左右)和日用百货品的全国统采比例(目前为 20% 左右)将进一步提升。另一方面, 公司未来新开门店中的大店(9000 平方米以上)占比进一步提升, 导致公司的百货产品占比相应上升, 这将提升公司的综合毛利率。总体来看, 在通胀持续的大背景下, 公司生鲜直采和百货的买断经营策略使得公司最大程度减少了产品的中间流通环节, 使公司的综合毛利率呈现持续提升的状态。

4、股权激励或将推出, 进一步扩大持股高管的范围。公司目前 8 名自然人股东中包括了生鲜、食品用品和服装三大主要事业部负责人。伴随公司快速的扩张, 公司准备将股权激励的范围再次扩大, 部分业绩优秀的店长也有望获得股权, 该项计划有望在 2011 年底推出, 这将有利于公司管理层的稳定和业绩释放。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	12,317	17,132	23,126	29,787
同比增速	45.3%	39.1%	35.0%	28.8%
净利润(百万)	315	535	753	1,053
同比增速	10.9%	69.8%	40.8%	39.8%
EPS(元)	0.41	0.70	0.98	1.37
P/E	64	37	27	19

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	76790.00
流通A股(万股)	11000.00
52周内股价区间(元)	21.83-37.71
总市值(亿元)	206.03
总资产(亿元)	66.11
每股净资产(元)	4.97
目标价	6个月 12个月

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-新股研究-永辉超市(601933):模式领先, 竞争优势明显的超市强者》 2010-12-01

研究员: 赵宪栋

电话: 010- 84183362

Email: zhaoxiandong@guodu.com

执业证书编号: S0940510120013

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

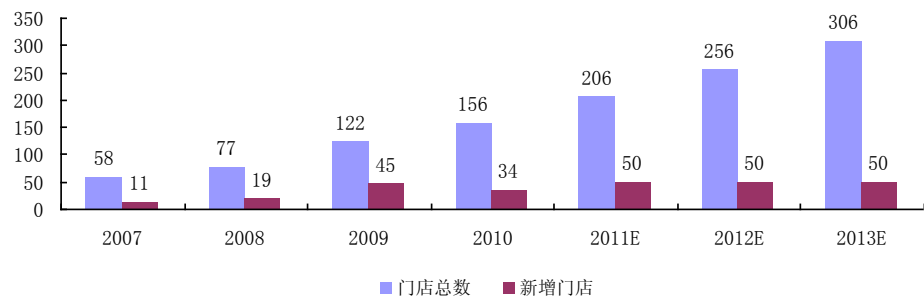
Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

5、盈利预测与评级。考虑到公司独特的经营模式和布点全国的发展战略，我们认为未来三年公司的净利润复合增长率在 50%以上，公司将成为内资超市企业的典范公司。我们预计 2011—2013 年的 EPS0.70 元、0.98 元和 1.37 元，对应 PE 分别为 37 倍、27 倍和 19 倍，给予“短期_强烈推荐，长期_A”评级。

6、投资风险。快速扩张中，人才储备可能出现短缺；新开门店经营业绩低于预期；宏观经济波动带来的风险。

图 1: 公司门店数量变动



数据来源: 国都证券

图 2: 目前高管持股情况

表 1 公司本次发行前后股本变化及股东情况介绍

股东名称	发行前		发行后		备注
	持股数(万股)	股权比例	持股数(万股)	股权比例	
张轩松	15975	24.28%	15975	20.80%	36 个月 董事长
张轩宁	11411	17.34%	11411	14.86%	36 个月 董事、总经理
郑宝宝	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 董事、副总经理兼生鲜事业部总经理; 亲戚
叶兴针	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 董事、副总经理兼服装事业部总经理
谢香镇	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 监事、食品用品事业部总经理; 亲戚
黄纪雨	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 生鲜事业部食品加工部采购经理; 亲戚
郑景旺	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 监事会主席、生鲜事业部副总经理; 亲戚
林登秀	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 监事、工程部经理; 亲戚
张天云	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 生鲜事业部营运标准部经理
张枝龙	2282	3.47%	2282	2.97%	12 个月 生鲜事业部采购部负责经理
汇银投资	4356	6.62%	4356	5.67%	12 个月 由公司 132 名骨干员工组成
民生超市	15790	24.00%	15790	20.56%	12 个月 汇丰直投-外资私募股权基金; 目前有 1 人在董事会, 1 人在监事会
社会公众股	-	-	11000	14.32%	无限售条件
合计	65790	100.00%	76790	100.00%	

数据来源: 国都证券

表 1: 行业毛利率对比

毛利率对比	2008	2009	2010
中百集团	18.23%	18.15%	19.02%
步步高	19.73%	19.61%	20.48%
新华都	19.01%	18.84%	20.07%
人人乐	20.5%	20.8%	20.81%
华联综超	19.54%	19.34%	18.99%
友谊股份	20.97%	21.08%	21.89%
永辉超市	17.88%	17.9%	19.12%

数据来源: 国都证券

表 2: 行业净利润率对比

净利润率对比	2008	2009	2010
中百集团	2.0%	2.1%	2.1%
步步高	3.1%	2.9%	2.5%
新华都	2.8%	2.0%	1.8%
人人乐	3.0%	2.6%	2.4%
华联综超	1.4%	0.7%	0.5%
友谊股份	0.5%	0.6%	1.0%
永辉超市	3.8%	3.0%	2.5%

数据来源: 国都证券

表 3: 行业存货周转对比

存货周转天数	2007A	2008A	2009A	2010A
中百集团	37.8	43.1	47.1	46.0
步步高	37.3	42.0	44.1	47.4
新华都	29.5	35.6	39.4	41.9
人人乐	35.4	39.3	43.4	47.0
华联综超	29.0	33.0	36.3	39.4
友谊股份	39.7	41.3	39.6	40.7
三江购物	0.0	44.2	47.2	49.6
永辉超市	0.0	23.3	29.2	38.0

数据来源: 国都证券

表 4: 公司的盈利预测表 (单位: 万元)

报告期间	2010E	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	1,231,650	1,713,225	2,312,604	2,978,700
减: 营业成本	996,186	1,382,573	1,861,646	2,391,896
毛利率 (%)	19.12	19.30	19.50	19.70
营业税金及附加	4,727	6,575	8,876	11,432
资产减值损失	1,103	0	0	0
销售费用	154,572	207,300	280,288	354,465
管理费用	28,195	38,548	50,877	65,531
财务费用	7,038	9,423	12,719	16,383
投资净收益	2,040	2,100	2,200	2,300
加: 公允价值变动净收益	-557	0	1	2
二、营业利润	41,313	70,907	100,400	141,296
加: 营业外收入	341	0	0	0
减: 营业外支出	377	0	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	209	0	0	0
三、利润总额	41,277	70,908	100,402	141,299
减: 所得税费用	9,723	17,018	24,598	35,325
四、净利润	31,553	53,890	75,803	105,974
归属母公司所有者的净利润	31,493	53,490	75,303	105,274
少数股东权益	60	400	500	700
五、EPS (全面摊薄/元)	0.41	0.70	0.98	1.37

数据来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
姜璇	IT	jiangying@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com