

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: 30.97元

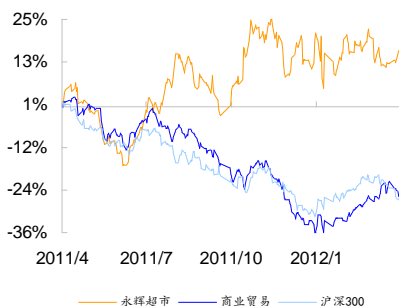
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2305.86
总股本(百万)	767
流通股本(百万)	494
流通市值(亿)	153
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	-3.66	6.47	20.79
商业贸易	-6.52	8.97	-9.66
沪深300指数	-5.34	8.93	-3.34



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” 2011-12-23
永辉超市_2011年业绩增速符合预期,2012年关键看门店内生增长 2012-01-19

永辉超市

601933

强烈推荐

风宜长物放眼量: 12年业绩将逐季好转, 重点关注财务费用
——2011年年报点评

公司公告 2011 年年报: 1、全年新开门店 49 家, 营业收入 177.32 亿元 (+43.95%); 归属于上市公司股东净利润 4.67 亿元 (+52.92%); EPS 0.61 元, 符合预期(我们预计 0.62 元)。拟每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税);

2、2012 年一季度经营情况: 收入同比增 40%-50%以上, 同店增长 10%以上, 利润同比下降 25%, 主要是人工成本、11 年末集中开店和同期财务费用增长过快所致;

3、公司 2012 年目标: 新开门店 50 家, 总开业门店约 260 家, 营业收入 260 亿元(扣税后, 同比增 40%以上), 利润高于 2011 年。

投资要点:

- **三大因素使公司 2012 年一季度业绩负增长 25%。**①CPI 增速回落, 使公司同店收入增速下降, 而人工等成本依然增长较快, 使得业绩承压; ②11 年下半年新开门店 35 家(四季度 24 家), 这些门店多数在 12 年一季度仍处培育期中, 它们一季度约给公司带来近 3000 万亏损; ③短融 8 个亿, 使公司一季度财务费用大幅增加, 估算 3000-4000 万, 而去年同期财务费用仅 655 万元。**如果扣除财务费用、以及新开门店亏损等因素, 公司老店经营情况尚属正常(净利润 1.9 亿元, 增速 23%)。**
- **一季度预计是全年业绩最低点, 未来有望逐季好转。**永辉新开的 44 家门店(11 年三季度 11 家、四季度 24 家、12 年一季度 11 家)在二季度将逐渐度过培育期(4-6 个月), 开始贡献业绩, 越往后业绩贡献也将越多。
- **国际经验: 国外超市公司在高速成长期, 只要收入能保持高增速, 业绩增速放缓(甚至是小幅负增长), 股价依然可以维持较高的估值溢价(100%以上)。**详细数据请见下页。
- **财务费用是判断 12 年业绩的关键。**公司运营正常, 基本面没有出现重大变化, 12 年业绩最大的影响因素是财务费用。我们认为: 公司现在必须快速扩张, 为满足扩张所需资金而增加的财务费用也是必须付出的代价, 只要公司收入能维持 40%以上的高增长, 毛利率提升、费用率下降只是时间问题。
- **盈利预测:** 因财务费用增加, 调低公司 12 年业绩, 预计 12-14 年 EPS 分别为 0.73、0.99 和 1.40 元。我们认为: **短期阵痛不改公司长期成长为中国“沃尔玛”趋势, 风宜长物放眼量。**维持目标价 35.2 元, “强烈推荐”!
- **风险提示:** (1) 门店扩张、新店培育不及预期; (2) 财务费用大幅增加

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	17732	24666	34502	46664
收入同比(%)	44%	39%	40%	35%
归属母公司净利润	467	561	761	1074
净利润同比(%)	53%	20%	35%	41%
毛利率(%)	19.3%	19.3%	19.4%	19.6%
ROE(%)	11.5%	12.1%	14.1%	16.6%
每股收益(元)	0.61	0.73	0.99	1.40
P/E	51.20	42.58	31.42	22.26
P/B	5.88	5.16	4.43	3.70
EV/EBITDA	24	18	14	11

资料来源: 中投证券研究所

附录：国外超市公司在高速成长期的估值溢价变化规律

我们以与永辉超市比较相似的美国全食超市（Whole Foods Market Inc）为例，研究其在碰到永辉 2012 年一季报情况时的估值变化规律。关于国外超市公司在高速成长期的估值溢价变化规律请见我们稍后发出的专题研究报告。

永辉超市与全食超市的相似之处：

- ①经营品类相似（都是以生鲜为特色）；
- ②盈利模式相似（主要依靠商品进销差价）；
- ③都处于高速成长期。

永辉超市 2012 年一季报情况：

- ①收入维持高增长；
- ②净利润增速放缓，甚至为负（负增长的比例不要太大）；
- ③发展前景良好。

我们认为：永辉超市和全食超市具有可比性，全食超市在碰到永辉超市 2012 年一季报情况时的估值溢价变化情况可以作为永辉今后走势的参考。

规律：

在高速成长期，只要收入能保持高增速，业绩增速放缓（甚至是小幅负增长），股价依然可以维持较高的估值溢价（100%以上）

表 1 全食超市高速成长期的经营情况和估值溢价变化情况

年份	营业额 增速	净利润 增速	门店增加	溢价情况			备注
				行业	标普	沃尔玛	
2003	17.03%	24.00%	10	35.27%	58.91%	19.19%	
2004	22.75%	30.94%	18	86.14%	119.26%	55.09%	
2005	21.64%	5.29%	12	229.88%	277.31%	199.35%	2005、2007 年，净利润增速放缓甚至为负，收入保持高增速，还是获得了高溢价。
2006	19.27%	49.49%	11	121.81%	152.39%	149.77%	
2007	17.56%	-10.35%	90	114.31%	118.75%	130.79%	
2008	20.66%	-37.33%	-1	56.73%	46.19%	37.18%	2008 年，经济危机导致净利润大幅下滑、门店扩张脚步放慢、可比门面收入增速历史低点，是史上最困难的年份，但依然享有估值溢价。
2009	0.98%	28.19%	9	97.15%	60.47%	110.31%	
2010	12.13%	67.46%	15	53.60%	55.05%	58.15%	
2011	12.24%	39.37%	16	114.05%	144.50%	134.62%	

资料来源：Bloomberg、公司公告、中投证券研究所

结论：意味着投资者在给高速成长期的超市估值溢价时，更关注收入增速的变化情况，而在一定程度上淡化了净利润增速波动所带来的影响。

因为规模是反应超市经营能力的最要指标，规模越大，与供应商的溢价能力才能越强，规模效应也才越有发挥的余地（带来毛利率提升、费用率降低）。

而超市的净利润增速可能受 CPI 下降、财务费用增加、新开门店占比较高、遭受自然灾害影响等因素而出现短期波动，并不代表公司的经营状况或者长期发展前景出现重大转折。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度				
流动资产	5985	8924	10894	14535
现金	2019	4500	4500	6000
应收账款	110	137	196	249
其他应收款	807	597	994	1266
预付账款	649	927	1296	1675
存货	2395	2740	3883	5316
其他流动资产	5	23	26	29
非流动资产	3482	3346	3412	3507
长期投资	210	0	0	0
固定资产	1540	1519	1407	1248
无形资产	336	435	520	603
其他非流动资产	1395	1392	1485	1656
资产总计	9467	12270	14306	18042
流动负债	5214	7444	8749	11420
短期借款	1190	4018	3809	4438
应付账款	2119	2388	3474	4877
其他流动负债	1905	1038	1467	2105
非流动负债	180	188	155	144
长期借款	105	114	81	70
其他非流动负债	75	74	74	74
负债合计	5394	7632	8905	11564
少数股东权益	4	8	11	13
股本	768	768	768	768
资本公积	2298	2298	2298	2298
留存收益	1003	1564	2325	3399
归属母公司股东权益	4069	4630	5391	6465
负债和股东权益	9467	12270	14306	18042

现金流量表

会计年度				
经营活动现金流	579	-34	799	1434
净利润	468	565	764	1077
折旧摊销	313	343	359	369
财务费用	49	208	299	297
投资损失	-22	0	0	0
营运资金变动	-242	-1159	-653	-323
其他经营现金流	13	9	29	15
投资活动现金流	-2554	-57	-258	-256
资本支出	1724	22	22	22
长期投资	-210	-210	0	0
其他投资现金流	-1040	-245	-235	-233
筹资活动现金流	918	2572	-541	321
短期借款	295	2828	-210	629
长期借款	-76	10	-33	-12
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-177	0	0	0
其他筹资现金流	875	-266	-299	-297
现金净增加额	-1057	2481	0	1500

利润表

会计年度				
营业收入	17732	24666	34502	46664
营业成本	14318	19897	27792	37512
营业税金及附加	83	93	129	177
营业费用	2295	3219	4537	6183
管理费用	404	511	731	1050
财务费用	49	208	299	297
资产减值损失	16	7	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	22	0	0	0
营业利润	588	732	1005	1436
营业外收入	36	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	603	732	1005	1436
所得税	135	167	241	359
净利润	468	565	764	1077
少数股东损益	1	3	3	3
归属母公司净利润	467	561	761	1074
EBITDA	950	1283	1664	2101
EPS (元)	0.61	0.73	0.99	1.40

主要财务比率

会计年度				
成长能力				
营业收入	43.9%	39.1%	39.9%	35.3%
营业利润	50.3%	24.4%	37.3%	42.9%
归属于母公司净利润	52.9%	20.2%	35.5%	41.2%
获利能力				
毛利率	19.3%	19.3%	19.4%	19.6%
净利率	2.6%	2.3%	2.2%	2.3%
ROE	11.5%	12.1%	14.1%	16.6%
ROIC	11.7%	13.3%	16.1%	19.8%
偿债能力				
资产负债率	57.0%	62.2%	62.2%	64.1%
净负债比率	24.87	54.15%	43.69	38.98%
流动比率	1.15	1.20	1.25	1.27
速动比率	0.69	0.83	0.80	0.81
营运能力				
总资产周转率	2.19	2.27	2.60	2.89
应收账款周转率	202	180	186	188
应付账款周转率	8.76	8.83	9.48	8.98
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.73	0.99	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	-0.04	1.04	1.87
每股净资产(最新摊薄)	5.30	6.03	7.02	8.42
估值比率				
P/E	51.20	42.58	31.42	22.26
P/B	5.88	5.16	4.43	3.70
EV/EBITDA	24	18	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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.china-invs.cn>

深圳市

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

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

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