

零售

报告原因: 公司公告

2012年4月12日

市场数据: 2012年4月11日

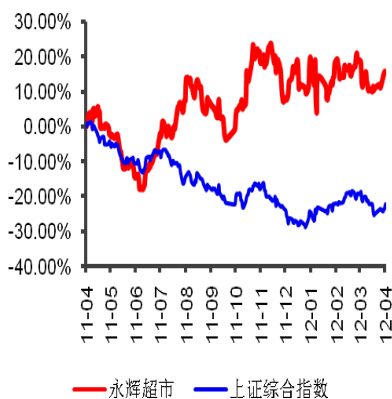
收盘价(元)	31.13
一年内最高/最低(元)	34.13/25.51
市净率	5.8
A股流通市值(亿元)	153.74

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2011年12月31日

每股净资产(元)	5.77
资产负债率%	56.98%
总股本/流通A股(万)	76790/49403
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



《永辉超市(601933)成长势如破竹》2011.12.1

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

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)

中性

门店密集开业影响短期业绩

下调评级

公司研究/公司点评

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	归属母公司		每股收益	市盈率	市净率
			净利润	增长率			
2010A	12,317	45.33	306	20.15	0.40	78.25	6.26
2011A	17,732	43.97	467	52.82	0.61	51.20	5.87
2012E	25824	45.64	539	15.50	0.70	44.33	5.37
2013E	36418	41.02	761	41.02	0.99	31.44	4.72

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

公告内容

公司发布 2011 年年报, 2011 年实现营业收入 177.32 亿元, 同比增长 43.95%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.67 亿元, 同比增长 52.92%; 实现基本每股收益 0.61 元; 利润分配欲案为拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元人民币(含税)。

公司发布 2012 年一季度业绩预告, 预计营业收入比去年同期增长 45%, 归属于母公司所有者的净利润比上年同期下降近 25%。

投资要点:

- **外延扩张速度领跑行业。**公司2011全年新开49家门店, 其中第四季度新开24家。公司目前门店遍及12个省, 经营面积157万平方米, 比2010年净增加52万平方米, 同比增加49.5%。已签约未开业门店达102家, 面积116万平方米, 涉及16个省。其中自有物业占比从年初的3.01%提升至5.19%。公司2012年一季度新开门店9家, 公司预计2012年新开门店超过50家, 总开业门店达到260家。
- **毛利率小幅提升。**2011年公司同店增长13.4%, 2011年公司综合毛利率同比上升0.12个百分点至19.3%。预计公司毛利率仍有小幅上升空间, 主要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。

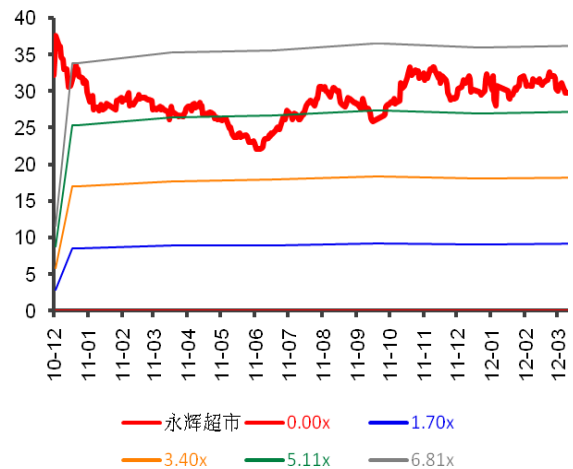


- **物流配送网络成为有力支撑。**福建南屿物流中心的建设已基本完成，2011年7月已交付使用。北京朝批物流配送体系的建设工作已初步完成。重庆西永物流园一期面积100亩物流项目（常温库及员工宿舍）预计2012年7月投入试运行。安徽华东物流用地：一期物流用地103亩已取得土地证，土建工程基础已完成。彭州募投项目一期（农产品加工配送中心项目）展示中心、采配中心项目已完工，物流库进入单体设计阶段，预计2012年下半年完工。2011年9月16日，公司与沈阳市于洪区人民政府签订项目投资框架协议，包括“永辉东北交易物流中心”在内计划用地770亩。
- **投资建议。**公司计划2012年全年实现含税销售额近300亿元，同比增速超过40%，同时计划适时推出股权激励方案。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。公司快速扩张带来的财务费用和人工费用快速上升加之新进入区域由于规模优势无法发挥带来较多亏损额可能会影响公司2012年的业绩表现。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2012年、2013年EPS分别为0.67元和0.9元，对应的动态PE分别为44倍和31倍，由于公司目前在行业中动态估值较高，我们暂时给予公司“中性”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。

图表 1:公司 PE-Bands

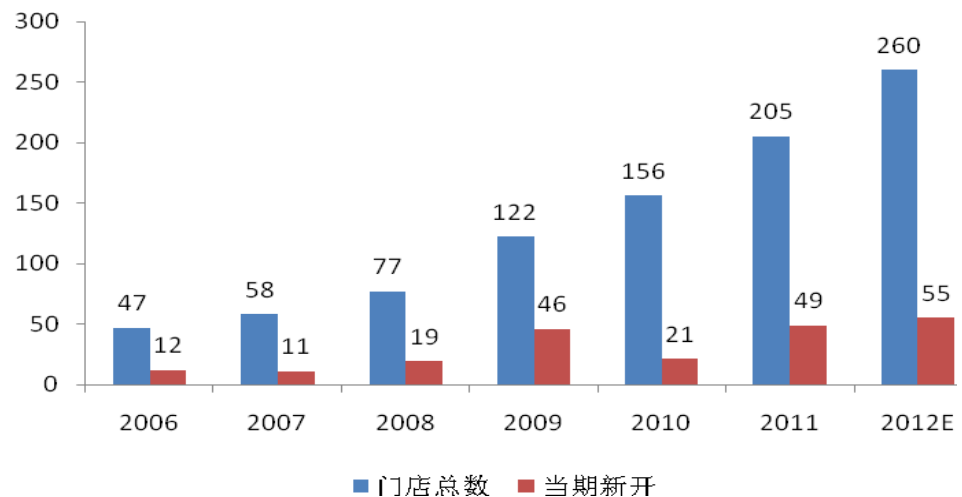


图表 2: 公司 PB-Bands



资料来源：世界奢侈品协会、山西证券研究所

图3: 公司门店扩张 (家)



资料来源：公司公告、山西证券研究所

表 1: 盈利预测表

一般企业一利润表 (单位: 百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业总收入	8,475	12,317	17,732	25824	36418
二、营业总成本	8,147	11,925	17,165	25127	35435
营业成本	6,958	9,962	14,318	20840	29389
营业税金及附加	30	47	83	103	146
销售费用	947	1,558	2,295	3357	4734
管理费用	172	282	404	749	1056
财务费用	37	70	49	77	109



资产减值损失	4	6	16	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	22	0	0
四、营业利润	328	392	588	697	983
加：营业外收入	14	19	36	0	0
减：营业外支出	10	11	22	0	0
五、利润总额	332	399	603	697	983
减：所得税	75	94	135	157	221
六、净利润	257	305	468	540	762
减：少数股东损益	3	-0	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	254	306	467	539	761
七、每股收益（元）：	0.33	0.40	0.61	0.70	0.99

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。