

永辉超市 (601933)

中性/维持评级

股价: RMB31.26

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:s1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

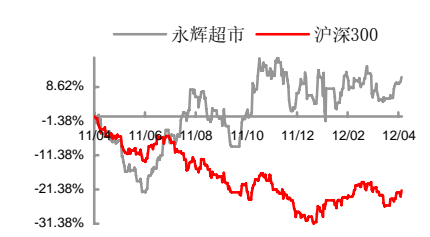
相关研究

- 《“河东伤血”，为成霸业》-2012/04/12
- 《12月单月开店18家，全年业绩符合预期》-2012/01/19
- 《大店战略的良好执行》-2011/10/25
- 《收购关联公司，符合长期利益》-2011/09/13
- 《大店开道，加速布局》-2011/08/27
- 《开大店，进新区》-2011/04/28
- 《跨区扩张，思路清晰》-2011/04/14
- 《巩固核心，布局全国》-2011/03/30
- 《强势出击，万众瞩目》-2010/12/01

基础数据

总股本(百万股)	768
流通A股(百万股)	768
流通B股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通A股市值(百万元)	24,312

最近52周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

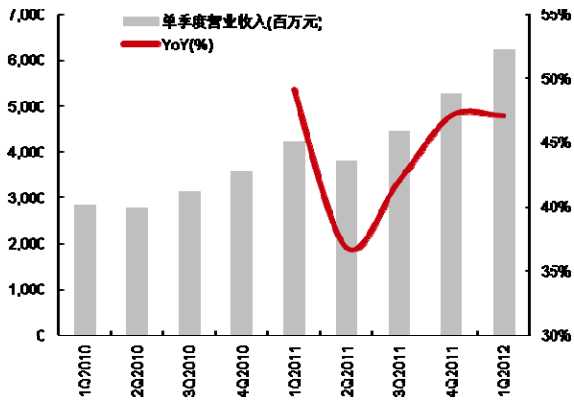
痛并成长着

- 公司今日发布 2012 年一季报, 实现收入 62.2 亿元, 同比增长 47.1%; 归属母公司净利润 1.18 亿元或 EPS=0.15 元, 同比下降 23.9%; 扣非后 EPS=0.14 元, 同比下降 29.2% (非经常性收益主要为补贴收入)。收入大增、业绩下降所折射的正是公司处于快速扩张期所必须承受和克服的阵痛。
- 一季度毛利率下降 0.32 个百分点至 17.96%: 战略进军河南、东北两区域, 以破坏性的低价抢占市场份额是主要原因。我们在年报点评中指出, 随着公司大店战略的执行, 整体毛利率正常情况下将逐步提升 (低毛利率生鲜占比下降, 高毛利率食品用品占比上升)。而河南 2.9%、东北 5.4% 的毛利率一定程度上拉低整体水平, 同时造成较大亏损。我们预计一季度“河东”两区共 7 店收入 2-3 亿元, 亏损率 10%, 仅这一项就致 2-3 千万亏损。
- 一季度销售+管理费用率大幅上升 1.47 个百分点至 14.43%: 大量培育期新店以及新进大区尚未得到有效分摊的刚性管理成本是主要原因。公司一季度新开 9 店, 单店面积 9880 平米 (去年四季度新开 24 店, 其中 12 月单月新开 18 店), 同时新进东三省、河南、江苏、河北、天津等区域, 需相应地设立区域管理运营团队, 短期无法分摊刚性成本。
- 一季度财务费用率上升 0.56 个百分点至 0.72%: 去年底今年初分别新发两笔短融券合计 15 亿元, 致当期财务费用 4500 万元是主要原因, 而这也揭示了在规模快速扩张及重资产化下, 公司资金需求将长期存在。目前公司签约门店 104 家, 未来 2-3 年项目储备充裕, 我们预计全年新开 55 店, 加上物流中心及自有物业购置, 资本开支约 25-30 亿元。
- 公司门店总数 213 家, 其中老店: 次新店: 新店为 125: 34: 54, 从实际经营数据来看, 这一店龄结构在相对较低的同店增速下有较大业绩压力。我们中长期认可公司生鲜竞争力及“大店开道, 抢占新区”的扩张战略, 但考虑到短期快速扩张面临较大的业绩压力, 维持 12-14 年 EPS=0.70、0.88 和 1.13 元, 现价对应动态 PE=44.4X, 中性评级不变!
- 风险提示: CPI 回落压制同店增速, 河南东北等新区持续低毛利率, 史无前例的扩张速度下管理人才的缺乏。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	17,731.6	25,710.8	36,509.3	51,113.0
(+/-%)	44.0%	45.0%	42.0%	40.0%
归属母公司净利润(百万元)	466.9	540.9	675.0	870.5
(+/-%)	52.8%	15.8%	24.8%	29.0%
EPS(元)	0.61	0.70	0.88	1.13
P/E(倍)	51.4	44.4	35.6	27.6

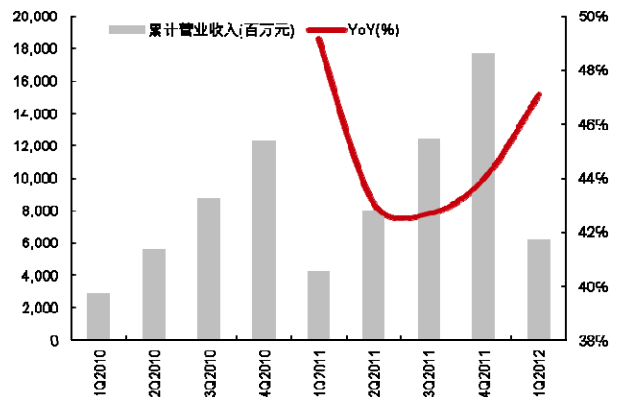
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 永辉超市季度收入 (百万元)



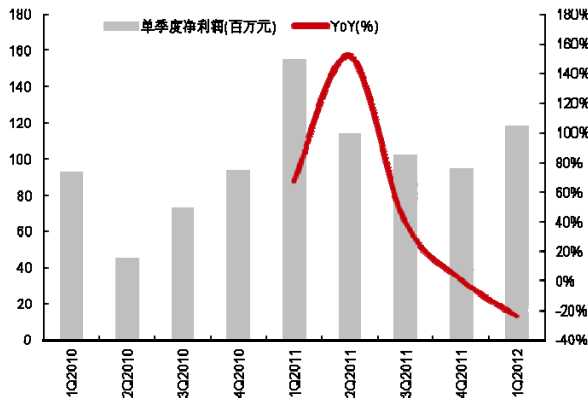
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 2: 永辉超市季度累计收入 (百万元)



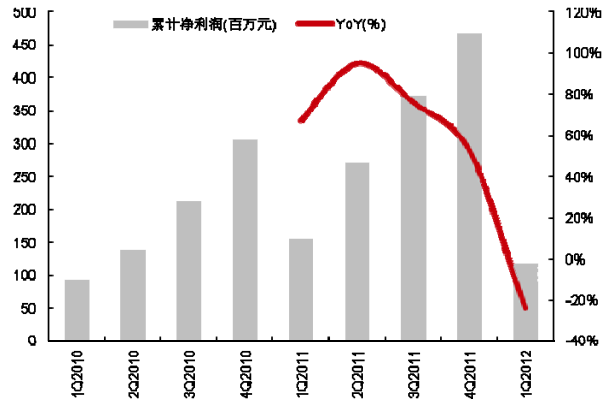
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 3: 永辉超市季度净利润 (百万元)



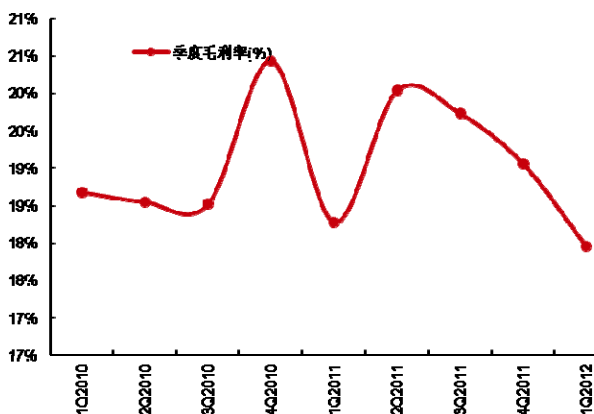
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 4: 永辉超市季度累计净利润 (百万元)



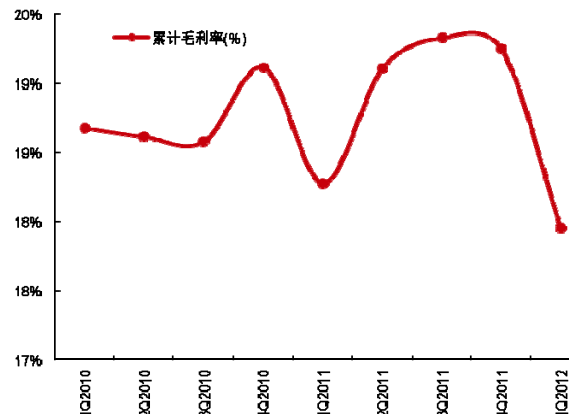
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 5: 永辉超市季度毛利率



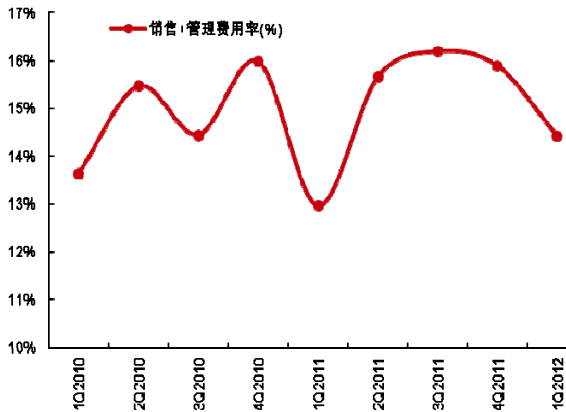
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 6: 永辉超市季度累计毛利率



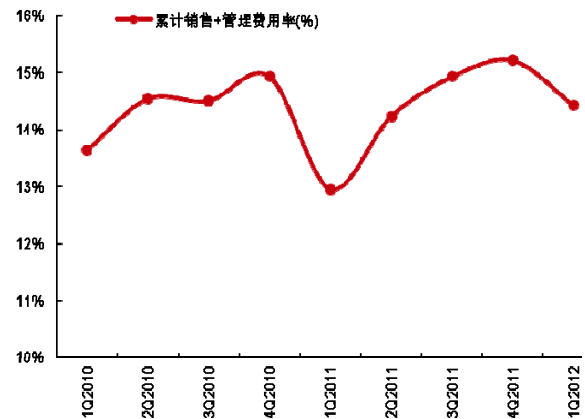
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 7: 永辉超市季度销售+管理费用率



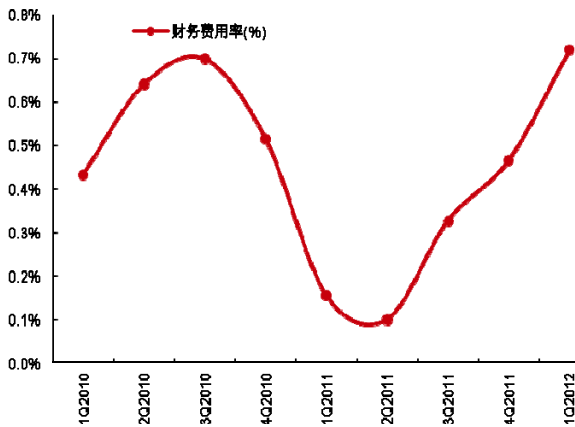
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 8: 永辉超市季度累计销售+管理费用率



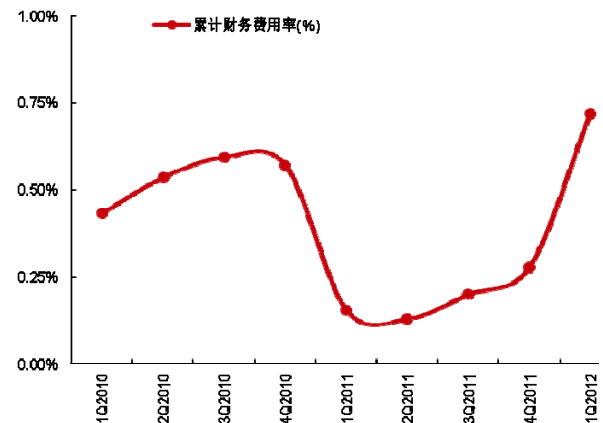
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 9: 永辉超市季度财务费用率



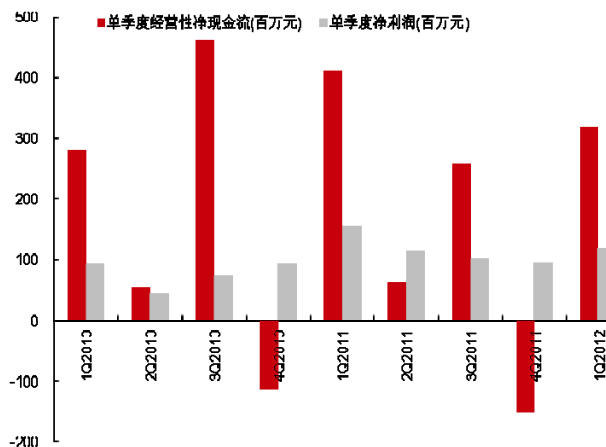
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 10: 永辉超市季度累计财务费用率



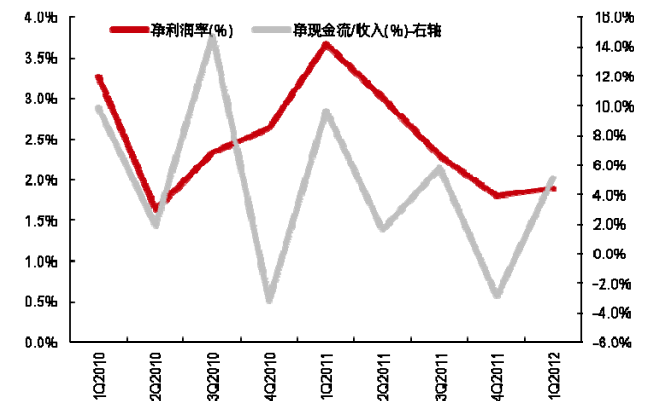
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 11: 永辉超市季度经营性净现金流与净利润(百万元)



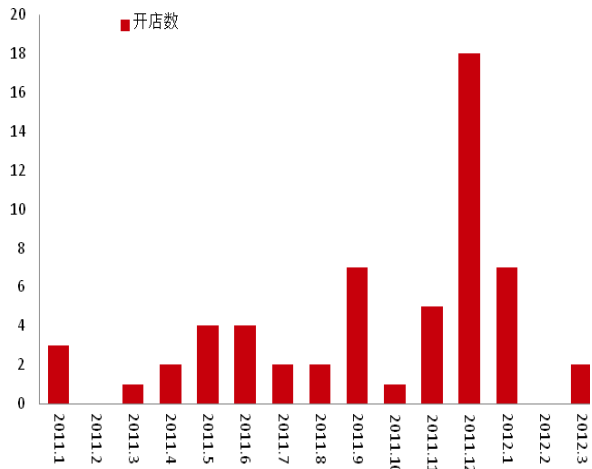
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 12: 永辉超市季度净现金流/收入与净利率



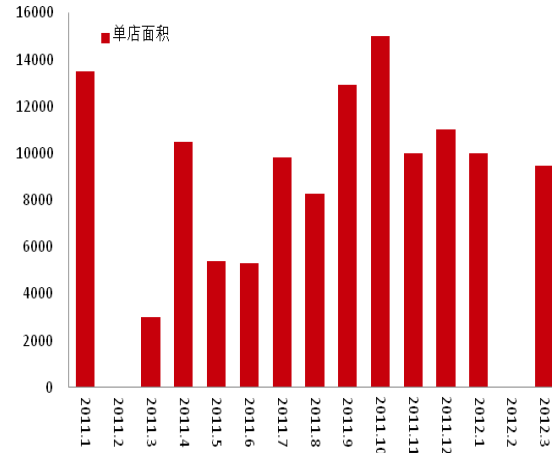
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 13: 永辉超市月度新开门店数



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 14: 永辉超市月度新开门店平均单店面积(平米)



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、CPI 回落压制同店增速;
- 2、河南东北等新区持续低毛利率;
- 3、史无前例的扩张速度下管理人才的缺乏。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5985	7045	10018	11487	营业收入	17732	25711	36509	51113
现金	2019	2571	3651	2556	营业成本	14318	20723	29499	41402
应收账款	110	180	256	358	营业税金及附加	83	103	146	204
其他应收款	807	771	1095	1533	营业费用	2295	3484	4910	6875
预付账款	649	1036	1475	2070	管理费用	404	627	924	1293
存货	2395	2487	3540	4968	财务费用	49	73	155	211
其他流动资产	5	0	1	2	资产减值损失	16	0	0	0
非流动资产	3482	5643	7431	9234	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	22	0	0	0
固定资产	1540	2968	4716	6318	营业利润	588	701	875	1128
无形资产	336	324	311	299	营业外收入	36	0	0	0
其他非流动资产	1605	2352	2403	2617	营业外支出	22	0	0	0
资产总计	9467	12689	17449	20721	利润总额	603	701	875	1128
流动负债	5214	7896	11983	14386	所得税	135	161	201	259
短期借款	1190	3669	6468	7131	净利润	468	540	674	869
应付账款	2119	2280	3245	4554	少数股东损益	1	(1)	(1)	(2)
其他流动负债	1905	1948	2270	2701	归属母公司净利	467	541	675	870
非流动负债	180	180	180	180	EBITDA	1313	1727	2072	2299
长期借款	105	105	105	105	EPS (元)	0.61	0.70	0.88	1.13
其他非流动负	75	75	75	75					
负债合计	5394	8076	12162	14566	主要财务比率				
少数股东权益	4	3	2	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	768	768	768	768	成长能力				
资本公积	2298	2298	2298	2298	营业收入	44.0%	45.0%	42.0%	40.0%
留存收益	1003	1544	2219	3089	营业利润	50.2%	19.1%	24.8%	29.0%
归属母公司股	4073	4613	5286	6155	归属母公司净利	52.8%	15.8%	24.8%	29.0%
负债和股东权	9467	12689	17449	20721	获利能力				
					毛利率(%)	19.3%	19.4%	19.2%	19.0%
					净利率(%)	2.6%	2.1%	1.8%	1.7%
					ROE(%)	11.5%	11.7%	12.8%	14.1%
					ROIC(%)				
					偿债能力				
					资产负债率(%)	57%	64%	70%	70%
					净负债比率(%)	24.9%	47.3%	54.4%	50.0%
					流动比率	1.1	0.9	0.8	0.8
					速动比率	0.7	0.6	0.5	0.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
					应收账款周转率	56.2	44.4	41.9	41.7
					应付账款周转率	2.2	2.4	2.7	2.7
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.6	0.7	0.9	1.1
					每股经营现金流	0.8	1.0	1.2	1.6
					每股净资产(最	5.3	6.0	6.9	8.0
					估值比率				
					P/E	51.4	44.4	35.6	27.6
					P/B	5.9	5.2	4.5	3.9
					EV/EBITDA	26.3	20.9	17.1	15.7

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司