



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费服务:零售及百货

刘都

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001  
(8621) 2032 8511  
du.liu@bocigroup.com

\*路辉为本报告重要贡献者

# 永辉超市 2012 年第一季度 季报点评

## 1 季度业绩简介:

永辉超市(601933.SS/人民币 31.26, 持有)2012年1季度营业收入 62.24 亿元, 同比增长 47.1%, 归属于上市公司股东的净利润为 1.18 亿, 同比降低 23.91%, 每股收益 0.15 元, 扣非后每股收益 0.14 元。

图表 1. 投资摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2011 年 4 季度	2012 年 1 季度	同比变动 (%)	环比变动 (%)
营业收入	4,230.76	5,257.26	6,223.55	47.10	18.38
营业成本	3,457.46	4,255.37	5,106.09	47.68	19.99
毛利额	773.3	1,001.9	1,117.5	44.51	11.54
销售费用	469.34	680.89	776.44	65.43	14.03
管理费用	78.79	154.81	121.39	54.07	(21.59)
财务费用	6.55	24.49	44.76	583.34	82.76
营业利润	200.95	120.14	147.09	(26.80)	22.43
净利润	155.64	95.81	118.48	(23.88)	23.66
归母净利润	155.43	94.84	118.26	(23.91)	24.70
每股收益(元)	0.20	0.13	0.15	(25.00)	15.38

资料来源: 公司数据

## 开店速度和业态复合预期:

永辉超市 1 季度新开门店 9 家, 新签约门店 11 家。截至 2012 年 1 季度末, 公司共有门店 213 家, 签约门店 104 家, 已开业门店面积达到 166.34 万平米。永辉的门店在地区和业态的分布情况, 见图 2。

五一、十一、元旦和春节是零售业新开门店较为集中的时间点, 从季度来看, 4 季度往往是门店开业的高峰。永辉在 2011 年 1 季度新增门店仅为 3 家, 2011 年全年新增 49 家。我们认为永辉 2012 年 1 季度的开店速度, 复合我们对公司全年开业 50 家的预期。

截至 1 季度末, 公司平均单店面积为 7810 平米, 新开门店平均单店面积为 11,000 平米, 9 家新开门店中 4 家为大卖场、5 家为卖场, 符合我们对于永辉未来开店倾向于卖场和大卖场业态的预期。

**图表 2.截至 2012 年 1 季度末，永辉门店的地区和业态分布情况**

地区	门店总数	门店面积 (平米)	1 季度新增门店数量	签约门店总数
福建	98	588,608	1	18
重庆	65	459,673	1	28
北京	16	196,807	3	7
安徽	13	126,337	1	5
贵州	4	40,666	0	2
天津	2	30,940	0	1
江苏	6	66,589	1	3
河南	3	51,669	0	15
河北	2	48,943	1	5
黑龙江	1	15,345	0	0
吉林	1	2,568	0	2
辽宁	2	35,300	1	7
四川				4
陕西				4
浙江				2
广东				1
<b>合计</b>	<b>213</b>	<b>1,663,446</b>	<b>9</b>	<b>104</b>
<b>业态</b>				
大卖场	45	674,440	4	
卖场	117	844,674	5	
社区店	51	144,332	0	

资料来源：公司数据

### 收入和费用符合预期：

从 2011 年的经营情况来看，1 季度的营业收入占全年营收的 23.86%。2012 年 1 季度营业收入 62.23 亿，占我们对于永辉全年收入预期 260 亿的 23.94%，符合预期。

2012 年销售费用同比增长 65.43%，主要为 2011 年第四季度开业门店销售费用增长及人员工资增长所致；管理费用同比增长 54.07%，主要为公司经营规模扩大所致；财务费用同比增速 583.34%，主要是 1 季度银行借款和短期融资券同比大幅增长所致。这与我们预期的人力成本将随着开店速度加快和平均人工成本的提高而上升，以及快速扩张、开店面积加大和增加自有物业将带来折旧和摊销以及利息费用的大幅上升相一致。

### 关注毛利率和周转速度下降：

永辉 1 季度的净利率为 1.90%，比 2011 年全年 2.64% 的净利率低了 0.74 个百分点，这主要因为毛利率较 2011 年下降 1.29 个百分点。我们认为这与 2011 年 4 季度的快速开店有关，一般新开门店会用打折促销等活动增加门店的知名度和人气，去年 4 季度单季度开店数量占去年总门店数量的 11.76%，这在一定程度上会拉低总体的毛利率。然而 17.96% 的毛利率是 2010 年以来单季度的最低水平，我们并没有看到公司的综合毛利率因为高毛利的食品日用品和服装的销售占比提高而有所增加（2011 年非生鲜收入占比 52.24%，比 2010 年高了 6.93 个百分点），这与我们的预期相悖，我们将重点关注公司未来毛利率的趋势。

1 季度的存货周转天数为 37.91 天，比去年 1 季度慢了 6 天。我们在深度报告中就已提到公司近年非生鲜品类的经营效率较以前有所下降，而从 1 季度的情况看，总体周转率并没有改善，我们维持公司非生鲜品类面临如何有效突破跨区域瓶颈的挑战的观点，将继续关注公司的周转情况。

图表 3. 公司的财务比率

	2010 年 1 季度	2010	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	2011 年 4 季度	2011A	2012 年 1 季度
毛利率(%)	18.68	19.13	18.28	20.04	19.73	19.06	19.25	17.96
营业税金及附加率(%)	0.43	0.39	0.42	0.40	0.49	0.53	0.47	0.45
销售费用率(%)	11.56	12.62	11.09	13.88	13.88	12.95	12.94	12.48
管理费用率(%)	2.08	2.32	1.86	1.77	2.31	2.94	2.28	1.95
财务费用率(%)	0.43	0.57	0.15	0.10	0.33	0.47	0.28	0.72
营业利润率(%)	4.15	3.18	4.75	3.85	2.72	2.29	3.32	2.36
实际税率(%)	22.03	23.57	22.66	23.50	19.56	23.70	22.43	25.52
净利率(%)	3.28	2.48	3.68	3.00	2.30	1.82	2.64	1.90
归母净利率(%)	3.28	2.48	3.67	3.01	2.30	1.80	2.63	1.90
经营活动现金流比净利润(%)	300.26	225.11	263.66	54.30	253.12	(158.15)	123.86	268.30
流动比率(%)		1.82	2.02	1.93	1.55	1.15	1.15	1.14
负债率(%)		42.35	35.43	35.87	45.65	56.98	56.98	57.25
存货周转天数		38.53	31.89				47.75	37.91
应收账款周转天数		1.61	1.18				1.63	1.76
应付账款周转天数		32.67	29.46				41.64	35.29
运营周期		7.46	3.61				7.74	4.38

资料来源：公司数据

综上，我们认为公司 1 季度经营复合预期，维持 2012 年全年每股收益 0.76 元的预测，未来我们将重点关注公司的毛利率和周转率情况。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371