

同城加密主导 自上而下三重压力制衡供应链

——永辉超市（601933）2012年中报点评

2012年8月7日

推荐/维持

永辉超市

财报点评

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

公司于8月7日公布了2012年中报: 上半年实现营业收入117亿元, 同比增长45.89%, 实现利润总额 2.63亿元, 同比下降24.93%, 归属于母公司所有者的合并净利润 1.93亿元, 同比下降28.57%。每股收益0.25元, 低于我们之前预期。

公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入(百万元)	3573.87	4230.76	3797.19	4446.35	5257.26	6,223.55	5,488.28
增长率(%)	--	49.18	36.83	41.99	47.10	47.10	45.89
毛利率(%)	20.43	18.28	20.04	19.73	19.06%	17.96	20.14
期间费用率(%)	16.50	13.11	15.75	16.52	16.36	15.15	16.48
营业利润率(%)	3.35	4.75	3.85	2.72	2.29	2.36	2.00
净利润(百万元)	93.68	155.64	114.06	102.06	95.81	118.48	74.16
增长率(%)	--	67.10	154.20	39.06	2.27	-23.91	-28.76
每股盈利(季度, 元)	0.140	0.200	0.150	0.130	0.130	0.150	0.096
资产负债率(%)	42.25	35.43	35.87	45.65	56.98	57.25	58.95
净资产收益率(%)	2.45	3.90	2.83	2.47	2.35	2.87	1.78
总资产收益率(%)	1.42	2.52	1.81	1.34	1.01	1.23	0.75

评论:

积极因素:

- **同城加密战略稳步推进。**公司自下而上与‘大地产商、大百货’合作”与商业地产自上而下结构性泡沫的供给红利对接为公司11年跨省布局大年之后的同城加密战略提供了良好的外部环境。上半年公司新开门店18家, 关店一家, 门店总数达到了221家, 增速31%。已开业门店遍及13个省份(上半年新增四川省), 经营面积178.61万平方米, 单店面积提升至8千平米, 平效较11年大幅度缩水, 已签约未开业门店达118家, 面积136万平方米; 上半年整体同店水平10.24%, CPI下行背景下凭借生鲜刚性、核心竞争力的量升(客流量较上年末增长25%)成为同店超越行业平均水平的重要推力。从区域布局来看, 福建收入占比39%, 作为内生增长主导的成熟区域收入增速有限为15%; 而重庆蜂窝式加密战略下的中流砥柱作用凸显, 占比进一步追赶福建大本营, 仅低于前者1.75个百分点、北京及苏皖的相对份额、绝对增速均翻番、核心区域优势进一步确立, 两者合计收入占比21%; 去年新进驻河南及东北地区仍成为重点加密区, 并有望培养成四大核心区之外的次强区域。从业态划分的口径来看, 卖场的门店绝对数量(88家)、销售

占比（63%）及增幅均高于整体水平（同店11.23%），仍是支柱业态；而大卖场虽然在数量扩张上难以匹敌社区店，但其收入贡献上半年已经接近三分之一，7.82%的可比增速也高于后者，有望成为业态结构半壁江山的又一领航者。

- **前主后辅盈利模式奠定供应链盈利空间。**公司报告期综合毛利率18.98%，同比下降0.13%，可以分解为产品结构、产品自身毛利和业务结构三大原因。首先公司核心品类的两大阵营目前还是生鲜和服装，前者量能的强化和后者盈利的弱化是从产品结构角度促使毛利率下行的诱因：基于商业环境下行背景的刚性消费代表——生鲜品类上半年48.06%的绝对增速位居首位，相对份额也提升了近一个百分点至46%，而同期的高毛利率服装则在价、量双轨下滑的作用下相对份额回落一个百分点，食品用品则在卖场面积扩大促使的品类配比需求下保持稳定；其次三大品类基于新设的河南大区、东北大区以及北京大区辖内新开店主营业务毛利率的拖累均出现了不同程度的下降（苏皖大区规模经济巩固下的主营毛利大幅提升0.86%），下降的幅度与市场接受相关产品的速度相关：生鲜能在1到3个月内得到市场的认可，辅以公司核心的生鲜买手直采模式，该品类上半年毛利率仅微降0.15；食品用品基于规模效应需要半年至一年的磨合期，报告期内下降0.38%；而服装毛利率延续了过去下降的趋势，与新进市场的培育、自营模式下的降价去库存等因素均有一定关系；最后从业务结构看，综合毛利率的下降主要是由于主营业务毛利率下降0.47%所致，（主营毛利率为15.99%），上半年2.99%的后台毛利率较去年同期略提升0.34个百分点，也略高于去年全年2.84%的水平，但仍远低于可比超市类企业的平均水平。供应链共赢模式的大势所趋背景下，通道费的规范无疑对进一步巩固了具备规模、品牌优势的零售企业的马太效应，回归商业本质即通过存货差价和轻资产流转形成的收入和现金流入是供应链共赢背景下的大势所趋，在此背景下，公司在规模效应强化、品类经营结构优化双重背景下，主营毛利率相对溢价的提升和主要竞争对手后台毛利率的行政性压缩将有利于公司产业链地位和市场份额的良性提升。

表 1：可比公司毛利率分解对比

公司	综合毛利率			主营毛利率			差值		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
中百集团	18.15%	19.02%	19.42%	12.94%	13.32%	14.47%	5.21%	5.70%	4.96%
京客隆	19.05%	19.37%	20.34%	13.92%	14.00%	14.46%	5.13%	5.37%	5.89%
三江购物	16.44%	17.14%	18.58%	13.07%	13.67%	14.47%	3.37%	3.47%	4.11%
联华超市	20.06%	21.29%	21.57%	13.06%	13.95%	14.38%	7.54%	7.34%	7.19%
物美商业	18.68%	19.66%	19.22%	8.85%	8.95%	9.06%	9.83%	10.71%	10.17%
同行平均	18.58%	19.30%	19.83%	12.37%	12.78%	13.37%	6.22%	6.52%	6.46%
红旗连锁	23.53%	23.82%	24.58%	17.46%	18.05%	18.72%	6.07%	5.77%	5.86%
永辉超市	17.90%	19.12%	19.25%	15.42%	16.33%	16.41%	2.48%	2.79%	2.84%

资料来源：招股书，东兴证券研究所

消极因素：

- **整体下行背景下的后高速外延时代三重压力并发。**自上而下看分别对应公司三个发展阶段的门店群组，首先是宏观CPI下行对公司成熟门店的同店增速起到了一定抑制效应，公司上半年10%的同店增速较11年全年下降近4个百分点；中观层面的零售商业环境内忧（租金人力成本刚性上扬）外患（超市红海存量市场竞争加剧）压力进一步显现，从而弱化了公司次新门店（尤其是新兴区域）的高速支撑作用；公司

层面，高效的开店绩效实际上是支撑公司高速外延可持续性的重要基础，截至上半年两年期可比门店为154家，占比为70%，去年四季度密集开店24家，其中18家门店集中在去年12月开业，目前一年以内门店数量占比为24%，上述两大宏观因素的共同作用又使得新开门店的培育期延长，从而最终引致了成熟、次新门店对新开门店输血不足的整体格局。基于新拓展区域经营波动风险，下半年公司的远程店将以现有大区经营，下半年不再组建新的大区，也即全年仅拓展一个全新省份，跨区业绩及经营负面效应或将在下半年有所缓解。

- **财务、人力费用构成中长期压力。**上半年快速外延引致的人力、资金成本压力进一步凸显，报告期内公司销售及管理费用中的人力成本分别同比增长60.8%和50.7%，租赁费用同比增长62.22%，均高于同期收入增速。全年计划50家新开门店的资金需求大约在10-20亿之间，为获取优质的商业物业预留8亿元投资额度，预计2012年度营业现金净流入10亿元，巨大的财务缺口引致的财务费用压力与11年财务费用的大幅缩水形成了鲜明对比，上半年公司财务费用较去年同期增长近八倍，主要是去年8亿短融和年初7亿短期融资券产生的利息费用。下半年公司针对财务费用持续增加的风险，将减少签约门店履约保证金及其他应收款，收回部分长期投资，从而减轻部分财务压力。

表 2：公司 12Q2 财务费用明细

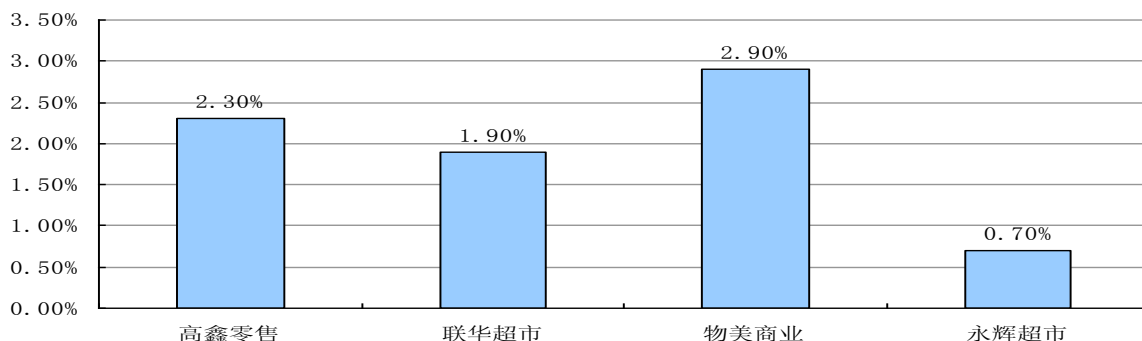
	金额、百万	对应利息、百万
短期借款	750	18
短期融资券	1500	50
一年内到期的长期贷款	48	1.5
长期借款	144	4.7

资料来源：东兴证券研究所

业务展望：

精细化导向下的单店盈利优势形成高速跨区、有效扩张重要支撑。公司计划门店350家的三年目标不变，然而永辉外延跨区幅度太大、太快的的问题虽然一直存在分歧，但我们认为：一方面，公司的区域布局在坚持巩固“4+1”核心区域发展的前提下，对于不同区域的发展侧重点不尽相同；另一方面，大比例的一年内培育门店，即只要盈利门店的整体占比不出现较大幅度下滑，公司外延的有效性就能够保证。在商业环境下行阶段，新店培育期延长成为共性，单店效率的提高也即单个网点的竞争力和盈利是与整体规模良性循环的关键所在，最大程度上屏蔽了新店占比提升带来的利润压力。高鑫以品类管理最为复杂的大卖场业态为主，高效的终端运营无疑是其制衡对手的杀手锏，永辉则以生鲜品类集客、服装品类盈利的组合有望创造出与之匹敌的高效门店绩效。永辉的单店面积从07年的平均6300平米已经提升至11年的7696平米，单店销售也提升至8700万元，四年提升了近1.5倍。高鑫零售高达3.23亿的单店销售已经远超过了外资超市巨头，并连续三年保持了3亿以上的领先规模，永辉和大润发均定位于大卖场，而永辉的单店面积仅为高鑫平均单店面积的二分之一不到。大润发综合性大卖场的楼面面积通常介于3.5—4.5万之间，大卖场售货区平均面积为8800平米，而以租金收入为主的商业街面在4000—6000平米之间。租金收入占比在提高整体利润率的同时，也确保了整体收入的“抗通胀周期性”。未来随着永辉单店面积的扩大和相应租赁面积的同步增加，有望在单店绩效和单店坪效方面实现进一步的突破。

图 1：可比公司零售租金收入占比



数据来源：高鑫零售招股书，东兴证券研究所

品类管理引致的全产业链精细化经营构筑盈利护城河。独特模式下的永辉均凭借基地直采和生鲜专业化、精细化的物流配送、门店管理谱写了独占鳌头的供应链量化优势。随着公司远程店比例的不不断提升，采购体系也略有调整：即加强统采、强化生鲜地采、培育大型直采商户。统采比例由之前的20%提升至40%，这一方面降低了远程店现金采购的比例以及其所产生的风险；另一方面也提高了公司门店的标准化运作和快消品份额扩大趋势下的议价能力。而直采的模式则由之前的单一农户主导转变为培养一些大供应商，**在实现品质源头控制的同时也提高了相关产品毛利及货源的稳定性。**同时其买手模式使得高人力成本不可避免，而高效的终端运营引致的人均劳效优势实现了人力成本的最小化；此外，供应链共赢的开放模式下，永辉前台为主后台为辅的盈利模式有望成就其规模、品牌优势的马太效应。

盈利预测与投资建议：

独特的生鲜模式、高效的外延扩张、灵活且标准化的供应链管理使得永辉在超市的红海市场中抵御了电商的边缘化威胁并最终实现自身内外兼修的发展态势。我们略微下调公司12-13年EPS的预测为0.62和0.79元（分别较月度报告的盈利预测下降0.02元和0.07元），对应的PE分别为34倍和27倍；综合考虑到公司融资预期，对应6个月目标价26元，距当前价格仍有21%的涨幅，维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、通胀下行引致的同店增速下滑风险。
- 2、渠道纵横外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

表 3：投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,316.50	17,731.56	24,278.04	32,780.67	41,674.91
(+/-)%	45.33	43.97	36.92	35.02	27.13
经营利润（EBITDA）	574.62	810.06	890.39	1,197.84	1,628.55
(+/-)%	33.13	40.97	9.92	34.53	35.96
净利润	305.54	466.92	478.94	603.62	847.39
(+/-)%	20.15	52.82	2.57	26.03	40.38
每股净收益（元）	0.46	0.61	0.62	0.79	1.10

资料来源：东兴证券

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。