

分析师：张丽华
执业证书编号：S0050510120019
Tel：010-59355982
Email：zhanglh@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

永辉超市 (601933. SH)

快速扩张拉低利润

投资要点

● 2012年上半年公司实现营业收入117亿元，较上年同期增长45.89%；实现营业利润2.34亿元，较上年同期下降32.37%；归属于上市公司所有者净利润1.93亿元，较上年同期下降28.57%；归属于上市公司所有者扣除非经常损益的净利润为1.72亿元，较上年同期下降35.47%；每股收益0.25元。

● **高速扩张引发短期内业绩承压：**在行业景气度较低背景下大规模多区域快速扩张导致公司新开门店培育期延长，亏损幅度加大，反应到利润表上表现为毛利率下降、费用率提升，利润增速远低于收入增速：2012年上半年毛利率为18.98%，较上年同期19.11%，下降了0.13个百分点；期间费用率为16.48%，较上年同期14.36%上升了2.12个百分点，其中财务费用同比增长661%。

● **短期业绩压力不影响长期增长趋势：**1、传统地区优势突出：上半年福建、重庆等优势区域收入保持较快增速，分别为15.37%、37.90%；毛利率均有小幅上涨；2、项目储备为后续发展提供保障：目前经营面积为178.61万平方米，已签约未开业门店达118家，面积136万平方米；3、持有人人乐216万股权，释放出的积极信号引发更多想象空间。

● **盈利预测与评级：**下半年公司将微调开店策略，努力降低财务成本，我们预测公司2012年、2013年每股收益分别为0.61元、0.76元，我们认为短期内的业绩下降并不影响公司长期投资价值，给予公司“增持”评级。风险：财务压力增大进一步侵蚀公司业绩。

商业贸易

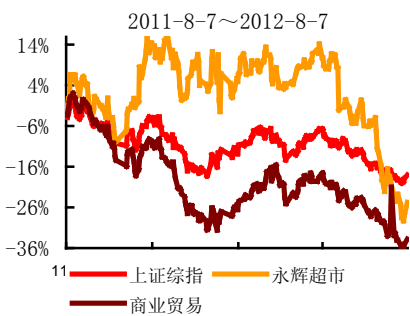
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	24.4

市场数据

市价(元)	21.46
上市的流通A股(亿股)	4.94
总股本(亿股)	7.68
52周股价最高最低(元)	20.11-34.13
上证指数/深证成指	2154.92/9212.20
2011年股息率	2.01%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	17731.56	25710.76	34709.52	45122.38
增长率(%)	43.94	45.00	35.00	30.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	466.92	468.76	586.70	758.31
增长率(%)	52.91	0.39	25.16	29.25
毛利率(%)	19.25	18.95	18.98	19.05
净资产收益率(%)	11.48	10.33	11.45	12.89
EPS(元)	0.61	0.61	0.76	0.99
P/E(倍)	35.29	35	28	22
P/B(倍)	4.21	4	3	3

来源：公司年报、民族证券

一、2012 年上半年净利润大幅下滑

2012 年上半年公司实现营业收入 117 亿元，较上年同期增长 45.89%；实现营业利润 2.34 亿元，较上年同期下降 32.37%；归属于上市公司所有者的净利润 1.93 亿元，较上年同期下降 28.57%；归属于上市公司所有者的扣除非经常损益后净利润为 1.72 亿元，较上年同期下降 35.47%；每股收益为 0.25 元。我们认为公司上半年业绩大幅下滑，既受行业整体景气度较低的影响，又有公司自身的原因。

表 1：2012 年中期与 2011 年中期业绩对比（万元）

	2012 年中期	2011 年中期	增速
一、营业总收入	1171183.15	802794.35	45.89%
二、营业总成本	1147634.00	768067.71	49.42%
营业成本	948886.29	649379.82	46.12%
营业税金及附加	5294.61	3293.73	60.75%
销售费用	159038.68	99644.68	59.61%
管理费用	26070.45	14609.45	78.45%
财务费用	7884.69	1036.19	660.93%
资产减值损失	459.28	103.84	342.32%
三、其他经营收益	-177.65	0.00	
公允价值变动净收益	-176.40	0.00	
四、营业利润	23371.50	34726.64	-32.70%
加：营业外收入	4734.67	1417.52	234.01%
减：营业外支出	1807.20	1110.95	62.67%
其中：非流动资产处置净损失	2.83	0.29	885.15%
五、利润总额	26298.98	35033.21	-24.93%
减：所得税	7035.82	8063.59	-12.75%
六、净利润	19263.16	26969.61	-28.57%
减：少数股东损益	38.92	-13.98	-378.35%
归属于母公司所有者的净利润	19224.24	26983.60	-28.76%

资料来源：公司公告，民族证券

1、加速扩张压制业绩增长

公司 2011 年新开门店 49 家，2012 年上半年又新开 18 家门店，其中一、二季度分别开出 9 家门店。

表 2：2012 年上半年新开门店情况

福建	重庆	北京	安徽	江苏	河南	河北	贵州	四川	辽宁	全国
2	2	4	1	1	1	3	1	1	2	18

资料来源：公司公告，民族证券

从 2011 年及 2012 年上半年开店情况看，公司近期开店区域比较分散，目前辽宁（3 家）、四

川（1家）、贵州（5家）、河北（4家）、江苏（6家）、河南（4家）、黑龙江（1家）等地门店数量较少，尚未规模优势，造成毛利率较低，费用率上升，亏损额度增大的局面。

表 3：2012 年各区域业绩指标对比

地区名称	主营业务 收入同比	2012年上半 年毛利率	2011年上 半年毛利率	毛利率 同比	本期收入 占比	上期收入 占比	收入占比 同比
福建大区	15.37%	17.58%	17.44%	0.14%	38.69%	48.76%	-10.07%
重庆大区	37.90%	16.33%	16.22%	0.11%	36.94%	38.95%	-2.01%
北京大区	136.63%	13.42%	13.74%	-0.32%	13.29%	8.17%	5.12%
苏皖大区	186.14%	13.36%	12.50%	0.86%	8.13%	4.13%	4.00%
河南大区		10.24%			1.42%		1.42%
东北大区		8.97%			1.53%		1.53%
合计	45.40%	15.99%	16.46%	-0.47%	100.00%	100.00%	0.00%

资料来源：公司公告，民族证券

表 4：净利润前三位和后三位子公司

净利润前三位和后三位子公司	资产总计	注册资本	净资产	净利润
重庆永辉超市有限公司	154,266.97	71,440.00	112,619.81	13,742.44
福建闽侯永辉商业有限公司	95,323.13	5,000.00	23,732.89	5,794.69
永辉物流有限公司	62,169.42	10,000.00	14,736.06	3,774.27
江苏永辉超市有限公司	12,286.74	2,000.00	-16.94	-1,675.07
辽宁永辉超市有限公司	2,921.52	1,000.00	-1,915.11	-2,613.33
永辉超市河南有限公司	3,409.89	1,001.00	-2,629.00	-2,785.26

资料来源：公司公告，民族证券

2、财务费用进一步侵蚀业绩

2012 年上半年公司毛利率为 18.98%，较上年同期 19.11%，下降了 0.13 个百分点；期间费用率为 16.48%，较上年同期 14.36%上升了 2.12 个百分点，其中销售费用同比增长 60.74%；管理费用同比增长 59.61%；财务费用同比增长 661%。从偿债指标分析，公司目前财务压力较大。公司中报披露，部分签约门店履约保证金及其他应收款合计约 9.6 亿元，较 2011 年末增加 17.59%，影响了当期经营性现金流和财务成本，故下半年将有所调整。这种低迷期预付的方式，目前尚在可承受能力之内，待景气时将会产生巨大先发优势。

表 5：偿债能力指标

报告期	2011 中报	2011 三季报	2011 年报	2012 一季报	2012 中报
资本结构					
资产负债率 (%)	35.87	45.65	56.98	57.25	58.95
权益乘数 (%)	1.56	1.84	2.32	2.34	2.44
流动比率	1.93	1.55	1.15	1.14	1.06
速动比率	1.34	1.03	0.69	0.79	0.72
保守速动比率	1.12	0.87	0.56	0.64	0.56
产权比率	0.56	0.84	1.33	1.34	1.44

息税折旧摊销前利润 / 负债合计	0.23	0.14	0.17	0.04	0.09
经营活动产生的现金流量净额 / 负债合计	0.21	0.21	0.11	0.06	0.07
经营活动产生的现金流量净额 / 带息债务	1.31	0.75	0.43	0.30	0.39
经营活动产生的现金流量净额 / 流动负债	0.22	0.22	0.11	0.06	0.07
已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)	216.41	20.16	24.58	4.55	4.34
长期债务与营运资金比率	0.07	0.08	0.23	0.31	0.68

资料来源：公司公告，民族证券

二、短期内的利润下滑并不改变公司长期趋势

1、传统地区优势依然突出

从前面分析，我们可以看到福建大区、重庆大区收入增长分别为 15.37%、37.90%，毛利率均有小幅增长，在消费偏弱的市场背景下，公司在上述区域依然取得了不错的成绩说明了公司已经具备了突出的竞争优势。

2、项目储备为后续发展打开空间

2012 年上半年新开业门店 18 家，同比增长 63.64%，关店一家。已开业门店遍及全国 13 个省市，经营面积 178.61 万平方米，单店面积提升到 8 千平方米以上。已签约未开业门店达 118 家，面积 136 万平方米。签约门店的陆续开业可能在短期内将进一步拉低业绩，但从长期看，随着新近区域门店数量积累，规模优势可以得以发挥，盈利能力将逐步释放。

3、持有人人乐引发遐想

公司中报披露，公司持有上市公司人人乐连锁商业集团股份有限公司 2,160,298 股股份。人人乐作为一家扩区域连锁超市，虽然近年来业绩大幅下滑，但公司在深圳、西安、天津等地拥有加大的竞争优势，而上述区域永辉超市均没有太多作为。因此，公司增持人人乐股我们认为并不会是单纯的财务投资。

三、2012 年下半年业绩预测

自 2011 年下半年到 2012 年上半年，公司加快了对外扩展步伐，新进入此前没有涉足的地区，在宏观经济放缓、居民消费能力下降的情况下，扩张的压力有所放大。

从公司中报披露的情况看，公司下半年将进行微调：1) 下半年视资金以及前次募集资金项目的完成情况，拟启动第二轮股权融资，为 2013 和 2014 年的高速发展预作项目和资金的准备。2)、对于财务费用持续增加的风险，公司已经制定相关应对措施，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；3) 新拓展区域经营波动风险，公司拟视市场环境调整开店速度，先开好店、盈利快的店，远程店以现有大区经营，下半年不再组建新的大区。

2012 年，公司仍坚持要努力实现新开业门店逾 50 家，总开业门店约 260 家；全年实现含税销售额近 300 亿元人民币，同比增加 40%以上，利润高于 2011 年的目标。

下半年业绩将好于上半年，我们预测公司 2012 年、2013 年、2014 年每股收益分别为 0.61 元、0.76 元、0.99 元，我们认为公司为 A 股市场上质地较好的一家公司，短期业绩压力并不改变公司的长期投资价值，给予公司“增持”评级。风险：财务压力增大进一步侵蚀公司业绩。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5980.38	9444.74	12300.40	15796.49
现金	2019.06	4265.61	5310.00	6713.29
应收账款	109.58	140.88	190.19	247.25
其它应收款	806.92	1267.93	1711.70	2225.21
预付账款	649.41	915.73	1236.23	1607.10
存货	2395.41	2854.60	3852.28	5003.64
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3482.01	3910.75	4245.79	4557.90
长期投资	209.99	209.99	209.99	209.99
固定资产	3247.60	3567.65	3857.69	4117.74
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.41	133.10	178.10	230.16
资产总计	9462.38	13355.49	16546.19	20354.38
流动负债	5214.17	8196.07	10574.01	13375.67
短期借款	1190.00	1190.00	1190.00	1190.00
应付账款	2118.87	2569.14	3467.05	4503.27
其他	1905.30	4436.94	5916.95	7682.40
非流动负债	179.82	615.35	838.48	1082.88
长期借款	104.50	101.14	144.29	180.44
其他	75.32	514.22	694.19	902.45
负债合计	5393.99	8811.43	11412.48	14458.56
少数股东权益	4.39	6.75	9.70	13.51
归属母公司股东权益	4068.55	4537.31	5124.01	5882.32
负债和股东权益	9466.93	13355.49	16546.19	20354.39

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5473.93	2453.96	1543.18	1872.09
净利润	4858.89	468.76	586.70	758.31
折旧摊销	222.17	179.95	209.95	239.95
财务费用	49.40	123.49	154.36	192.95
投资损失	-21.58	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	365.06	1681.76	592.17	680.88
投资活动现金流	-1732.89	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	-4357.27	-94.13	-127.72	-118.39
短期借款	296.35	29.36	26.64	74.56
长期借款	104.5	101.14	144.29	180.44
现金净增加额	2638.58	2019.06	4265.61	5310.00

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	17731.56	25710.76	34709.52	45122.38
营业成本	14318.21	20838.57	28121.65	36526.56
营业税金及附加	82.89	154.26	208.26	270.73
营业费用	2294.51	3365.54	4564.30	5956.15
管理费用	403.63	617.06	885.09	1173.18
财务费用	49.40	123.49	154.36	192.95
资产减值损失	16.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	21.58	0	0	0
营业利润	588.39	611.84	775.85	1002.79
营业外收支	14.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	602.79	611.84	775.85	1002.79
所得税	135.22	140.72	186.21	240.67
净利润	467.57	471.12	589.65	762.12
少数股东损益	0.65	2.36	2.95	3.81
归属母公司净利	466.92	468.76	586.70	758.31
EPS（元）	0.61	0.61	0.76	0.99
主要财务比率				
成长能力				
营业收入	43.97%	45.00%	35.00%	30.00%
营业利润	50.21%	3.98%	26.81%	29.25%
归属母公司净利	52.82%	0.39%	25.16%	29.25%
获利能力				
毛利率	19.25%	18.95%	18.98%	19.05%
净利率	2.64%	1.83%	1.70%	1.69%
ROE	11.48%	10.33%	11.45%	12.89%
偿债能力				
资产负债率	57.00%	66.00%	68.99%	71.05%
流动比率	114.69%	115.23%	116.33%	118.10%
速动比率	68.75%	80.41%	79.90%	80.69%
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.61	0.76	0.99
每股净资产	5.30	5.91	6.68	7.67
估值比率				
P/E	35	35	28	22
P/B	4	4	3	3

分析师简介

2006年毕业于中国人民大学，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。