



持有

8% ↓

目标价格: 人民币 26.21

601933.CH

价格: 人民币 24.17

目标价格基础: 32倍 12年市盈率

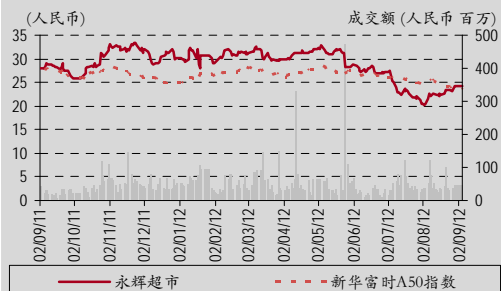
板块评级: 中立

永辉超市

定增 4510 万股预案点评

永辉超市 9月4日发布非公开发行股票预案, 发行价格 22.52 元/股, 发行数量 4510 万股, 募集资金 10.16 亿元。其中大股东张轩松先生认购 3510 万股, 上海糖业烟酒认购 500 万股, 朗源股份认购 500 万股。本次募得资金将用于补充公司的流动资金。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19)	18	(14.9)	(14.1)
相对新华富时 A50 指数	(15)	24	(3.3)	2.3

发行股数 (百万)	813
流通股 (%)	64
流通股市值 (人民币 百万)	19,650
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	49
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东 (%)	
张轩松和张轩宁	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 9 月 4 日收市价为标准

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

(8621) 2032 8511

du.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

* 路暉为本报告重要贡献者

支撑评级的要点

- 大股东和实业企业认购显示实业对公司前景的看好;
- 本次发行后, 公司债务压力将有所减轻, 财务费用下降;
- 看好公司在次新区密集布店以及加强物流平台和信息系统建设的发展方向;
- 公司以生鲜为主的经营模式决定了公司无法通过占用上游供应商的资金实现快速扩张, 故通过资本市场融资将成为重要的方式。

评级面临的主要风险

- 新区域盈利能力高于或低于我们预期。

估值

- 我们按照定增后的总股本调整后 12-14 年全面摊薄每股收益为 0.603、0.868 和 1.125 元 (对应发行前的股本总数每股收益为 0.64、0.93 和 1.20 元)。2012-15 年的复合增速为 33%, 给予公司 2013 年 30 倍市盈率的估值, 目标价格为 26.21 元, 维持 **持有** 评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	12,271	17,649	25,899	35,866	46,663
变动 (%)	45	44	47	38	30
净利润 (人民币 百万)	305	467	495	710	919
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.393	0.598	0.603	0.868	1.125
变动 (%)	2.3	52.2	0.9	43.9	29.6
市场预期每股收益 (人民币)			0.700	0.925	1.168
先前预测每股收益 (人民币)	-	-			
调整幅度 (%)	-	-	N/A	N/A	N/A
核心每股收益 (人民币)	0.393	0.598	0.603	0.868	1.125
变动 (%)	2.3	52.2	0.9	43.9	29.6
全面摊薄市盈率 (倍)	61.6	40.4	40.1	27.8	21.5
核心市盈率 (倍)	61.6	40.4	40.1	27.8	21.5
每股现金流量 (人民币)	1.04	0.75	1.51	1.55	2.06
价格/每股现金流量 (倍)	23.3	32.0	16.0	15.6	11.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	24.5	19.4	14.7	12.2	9.8
每股股息 (人民币)	0.100	0.200	0.200	0.287	0.371
股息率 (%)	0.4	0.8	0.8	1.2	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

事件:

永辉超市 9 月 4 日发布非公开发行股票预案公告, 发行价格 22.52 元/股, 发行数量 4510 万股, 募集资金 10.16 亿元。其中, 大股东张轩松先生认购 3510 万股, 上海糖业烟酒认购 500 万股, 朗源股份认购 500 万股。本次募得资金将用于补充公司的流动资金。

点评:

1. 大股东和实业企业认购显示实业对公司前景的看好

大股东以 22.5 元/股的价格, 以现金 7.9 亿认购公司 3510 万股, 显示大股东对公司未来经营的信心。本次发行后, 大股东在公司股权的占比将从 36.38% 上升到 38.24%。

另外两位发行对象都是实业企业, 经营范围为食品产业, 处于公司上游供应端, 此两公司各以现金 1.13 亿认购 500 万股, 显示上游供应商对公司前景的看好。且这两位股东的加入, 使得公司未来在食品经营方面或许会在消费者需求和商品经营趋势上受益。

图表 1. 本次非公开发行前后股权结构变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	股数 (万股)	占比 (%)	股数 (万股)	占比 (%)
张轩松	16,525	21.52	19,675	24.20
一致行动人张轩宁	11,411	14.86	11,411	14.04
大股东合计	27,937	36.38	31,087	38.24
上海糖业烟酒	0	0.00	500	0.62
朗源股份	0	0.00	500	0.62
其他股东	48,853	63.62	49,213	60.53
合计	76,790	100.00	81,300	100.00

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

2. 本次发行后, 公司债务压力将有所减轻, 财务费用下降

截止到 2012 年上半年, 公司的负债率达到 58.23%。公司在 2012 年 11 月和 2013 年 2 月分别有 8 亿和 7 亿元的短期融资券到期, 本次发行后募得 10 亿现金, 可以缓解公司的偿债压力, 负债率将下降到 52.15%。

图表 2. 公司负债汇总和利息支出情况

百万人民币	2011 年上半年	2012 年上半年	增加额
短期借款	300	750	450
一年内到期的非流动负债	0	48	48
长期借款	58	144	87
短期融资券	0	1,500	1,500
有息负债合计	358	2,442	585
利息支出	11	75	65

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

此外, 10 亿元补充流动资金, 将对公司未来的财务费用带来有利影响, 我们预计 2013 年的财务费用将比我们之前预计的减少 4000 万元左右。

图表 3. 预计本次发行对公司费用和利润的影响

	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31
净财务支出:			
本次发行前预测	171	175	277
本次发行后预测	161	133	212
节约财务费用	10	42	65
归属于母公司净利润:			
本次发行前预测	488	679	870
本次发行后预测	495	710	919
净利润增加额	7	32	50

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

3. 看好公司在次新区密集布店以及加强物流平台和信息系统的建设

生鲜直采和统采是公司生鲜低价的来源, 公司依靠简化生鲜供应链带来成本优势, 形成品类杀手吸引客流, 做到成熟地区新开店培育期在半年以内, 次新区培育期 6-12 个月, 新区培养期在一年左右, 成功的证明了公司跨区域扩张的能力。从预案中, 我们看到, 公司还将继续加大生鲜和食品的直采和统采, 并且提高自有品牌产品比例, 这些举措我们认为继续深化公司整合供应链上游的能力, 贯彻简化品类采购链带来成本优势的战略, 这是公司核心竞争力来源。

公司目前积极推进“与‘大地产商、大百货’合作”的战略思路, 深耕福建、重庆、北京和苏皖并向这四个核心区周边以点带面。公司成熟区域福建和重庆大区, 次新区北京和苏皖大区, 新区东北和河南大区。从公司今年开店数量来看, 公司贯彻在成熟区域和次新区的北京大区密集布点, 发力东北市场。我们认为公司本次发行补充流动资金后, 利于门店快速拓展, 在次新区和新区加速连锁门店开设, 利于规模扩大带来成本降低。

图表 4. 公司去年底到今年 8 月底的门店数量

	2011.12.31	2012.06.30	2012.08.31	2012 年新增
福建	97	99	101	4
重庆	64	65	68	4
北京	13	17	17	4
安徽	12	13	13	1
贵州	4	5	5	1
天津	2	2	2	0
江苏	5	6	7	2
河南	3	4	5	2
河北	1	4	4	3
黑龙江	1	1	1	0
吉林	1	1	2	1
辽宁	1	3	5	4
四川		1	1	1
合计	204	221	231	27

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

公司在预案中还将物流平台建设和信息系统升级作为公司的发展重点部署。我们认为公司目前的配送中心仅在成熟区域的福建刚刚建成, 其余地区尚在建或试运营。信息系统上, 公司 ERP 系统年底上线。这些都与公司 230 家门店的规模不相匹配, 现在公司重点加强后台建设, 我们期待未来公司在商品运营效率上的提高。

4. 公司快速扩张需要资金的持续支持

由于公司生鲜品类占比较高，故对上游供应商的资金占用较小，快速扩张所带来的资金压力不得不依赖于直接融资和间接融资。本次非公开发行募集 10 亿资金，暂时缓解公司的偿债压力和财务费用压力，但是从公司的扩张计划上看，我们预计未来 2-3 年，公司每年的资本开支需求都在 20 亿元左右，未来公司在资金上仍将有需求。我们认为，公司拥有生鲜吸客的杀手铜，在异地快速培育新店的能力出众，同时公司的发展重点向自有品牌、物流平台、信息建设等后台建设转型，符合零售行业竞争力来源于效率的本质，是值得期待的。

图表 5.公司的运营周期

	2009	2010	2011 年 上半年	2011 年 下半年	2011	2012 年 上半年
存货周转天数	29.64	38.53	36.15	42.78	47.75	41.33
应收账款周转天数	1.90	1.61	1.30	1.67	1.63	1.81
应付账款周转天数	24.91	32.67	32.42	38.76	41.64	40.29
运营周期	6.63	7.46	5.04	5.69	7.74	2.84

资料来源：公司公告，中银国际研究

5. 调整目标价格，维持持有评级

本次增发后总股本由 7.68 亿股扩张至 8.13 亿股，我们调整了对公司财务费用的预测，调整后 2012-14 年全面摊薄每股收益为 0.603、0.868 和 1.125 元（对应于发行前股本总数的每股收益为 0.64、0.93 和 1.20 元）。2012-15 年的复合增速为 33%，给予公司 2013 年 30 倍市盈率的估值，目标价格为 26.21 元，维持**持有**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	12,271	17,649	25,899	35,866	46,663
销售成本	(9,962)	(14,318)	(21,032)	(29,246)	(38,062)
经营费用	(1,615)	(2,385)	(3,540)	(4,871)	(6,333)
息税折旧前利润	694	945	1,327	1,749	2,268
折旧及摊销	(226)	(313)	(510)	(678)	846
经营利润(息税前利润)	468	632	817	1,071	1,423
净利息收入/(费用)	(70)	(49)	(161)	(133)	(212)
其他收益/(损失)	2	20	(8)	(8)	(8)
税前利润	399	603	648	930	1,203
所得税	(94)	(135)	(153)	(219)	(283)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	305	467	495	710	919
核心净利润	302	459	490	706	915
每股收益(人民币)	0.398	0.608	0.609	0.874	1.131
核心每股收益(人民币)	0.393	0.598	0.603	0.868	1.125
每股股息(人民币)	0.100	0.200	0.200	0.287	0.371
收入增长(%)	45	44	47	38	30
息税前利润增长(%)	27	35	29	31	33
息税折旧前利润增长(%)	44	36	40	32	30
每股收益增长(%)	3	53	0	44	29
核心每股收益增长(%)	2	52	1	44	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	399	603	648	930	1,203
折旧与摊销	226	313	510	678	846
净利息费用	70	49	161	133	212
运营资本变动	89	(242)	12	(328)	(365)
税金	(94)	(135)	(158)	(153)	(219)
其他经营现金流	(4)	(9)	0	0	0
经营活动产生的现金流	686	579	1,173	1,261	1,677
购买固定资产净值	(930)	(1,724)	(2,394)	(2,078)	(2,053)
投资减少/增加	2	36	0	0	0
其他投资现金流	(14)	(865)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(942)	(2,554)	(2,394)	(2,078)	(2,053)
净增权益	2,522	0	1,016	0	0
净增债务	(2)	1,067	184	729	1,679
支付股息	(127)	(119)	(153)	(163)	(233)
其他融资现金流	136	(30)	(161)	(133)	(212)
融资活动产生的现金流	2,529	918	886	434	1,234
现金变动	2,273	(1,057)	(336)	(384)	857
期初现金	348	2,621	2,019	1,683	943
公司自由现金流	(255)	(1,950)	(1,208)	(807)	(366)
权益自由现金流	(257)	(958)	(1,198)	(221)	1,090

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,641	2,019	1,683	1,300	1,800
应收帐款	49	110	102	141	184
库存	1,351	2,395	2,851	3,948	5,137
其他流动资产	642	1,461	1,347	1,865	2,427
流动资产总计	4,683	5,985	5,984	7,255	9,547
固定资产	997	1,839	2,724	4,079	5,315
无形资产	950	1,409	2,407	2,453	2,425
其他长期资产	60	234	234	234	234
长期资产总计	2,007	3,482	5,366	6,766	7,974
总资产	6,691	9,467	11,350	14,021	17,522
应付帐款	1,148	2,119	2,424	3,371	4,387
短期债务	895	1,190	1,174	2,531	3,853
其他流动负债	535	1,905	1,840	1,587	2,063
流动负债总计	2,578	5,214	5,439	7,489	10,303
长期借款	180	105	405	477	477
其他长期负债	75	75	75	75	75
股本	768	768	813	813	813
储备	3,085	3,301	4,613	5,160	5,846
股东权益	3,853	4,069	5,426	5,973	6,659
少数股东权益	4	4	5	6	6
总负债及权益	6,691	9,467	11,350	14,021	17,521
每股帐面价值(人民币)	5.02	5.30	6.67	7.35	8.19
每股有形资产(人民币)	3.78	3.46	3.71	4.33	5.21
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.01)	(0.35)	(0.13)	2.10	3.11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.7	5.4	5.1	4.9	4.9
息税前利润率(%)	3.8	3.6	3.2	3.0	3.0
税前利润率(%)	3.3	3.4	2.5	2.6	2.6
净利率(%)	2.5	2.6	1.9	2.0	2.0
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.1	1.1	1.0	0.9
利息覆盖率(倍)	6.2	8.5	4.7	7.5	6.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	28.6	38.0
速动比率(倍)	1.3	0.7	0.6	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	60.8	39.7	39.7	27.7	21.4
核心业务市盈率(倍)	61.6	40.4	40.1	27.8	21.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	66.8	43.9	43.5	30.2	23.3
市净率(倍)	4.8	4.6	3.6	3.3	3.0
价格/现金流(倍)	23.3	32.0	16.0	15.6	11.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.5	19.4	14.7	12.2	9.8
周转率					
存货周转天数	38.5	47.8	45.5	34.6	35.5
应收帐款周转天数	1.6	1.6	1.5	1.2	1.3
应付帐款周转天数	26.5	33.8	32.0	29.5	30.3
回报率					
股息支付率(%)	25.1	32.8	32.8	32.8	32.8
净资产收益率(%)	12.4	11.8	10.4	12.5	14.6
资产收益率(%)	7.3	6.1	6.0	6.5	6.9
已运用资本收益率(%)	13.3	12.8	13.4	13.5	14.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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