

3 季度环比改善，看好公司长期价值 买入 维持

- **三季报摘要。**2012年3季度公司实现营业收入61.79亿元，同比增长38.97%，归属于上市公司股东的净利润1.43亿元，同比增长40.20%。3季度摊薄每股收益0.19元，扣非后EPS0.18元。1-3季度，公司营业收入178.91亿元，同比增长43.42%，归属于上市公司股东的净利润3.36亿元，同比下降9.81%。1-3季度摊薄每股收益0.44元。
- **三季度零售业务毛利率较去年同期显著提升 0.71 个百分点至 20.42%。**公司2012年3季度零售毛利率为20.42%，较去年同期水平显著提升0.71个百分点，接近历史最高毛利率20.43%的水平。毛利率提升是公司三季度净利润增速回升高位的主要原因。在CPI仍处于低位徘徊的宏观经济背景下，公司仍能够显著提升毛利率，显示出公司很强的议价能力，同时也与公司门店平均店龄的提升和开店区域布局优化有关。按照前三季度毛利率水平来看，公司毛利率较去年略有提升，预计全年公司毛利率将略高于去年水平。
- **三季度公司期间费用控制力度明显，三项期间费率较去年同期仅上升 0.76 个百分点。**公司3季度期间费用整体控制较好，虽然期间费用率仍然较去年同期有所上升，但上升幅度较上半年明显放缓，仅提升0.76个百分点（今年1季度和2季度期间费用率分别较去年同期上升2.03和2.24个百分点）。显示出公司费用控制力度加强。细分来看，3季度销售费用率较去年同期上升0.32个百分点至14.20%；管理费用率小幅上涨0.11个百分点至2.42%。财务费用率提升0.33个百分点至0.66%。预计公司财务费用率高点已过，未来将逐步下降。
- **三季度新店布局以优势地区为主，公司门店扩张方式渐趋稳健。**3季度公司在8个区域新开18家门店，其中优势地区重庆、福建分别新开5家和3家，较上半年明显稳健（上半年新开18家中，重庆2家，福建2家）。稳健的扩张策略更有利于公司业绩的平稳释放。
- **盈利预测：**预计2012-2014年EPS分别为0.65元、0.92元及1.42元。我们看好公司核心竞争优势和发展前景，结合近期大股东定增价22.52元构成底部支撑，我们维持公司“买入”评级。

消费服务研究组

高级分析师：

陈炫如（陈旭）(S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

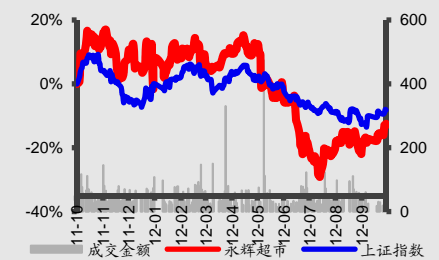
研究助理：

姜天骄

电话：010-8801 3525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	24.91
52周内高(前复权)	33.89
52周内低(前复权)	20.11
总市值(百万元)	19131
流通市值(百万元)	12305
总股本(百万股)	768
A股(百万股)	768
—已流通(百万股)	494
—限售股(百万股)	274

资料来源：宏源证券

相关研究

1、《宏源证券 * 半年报点评 * 永辉超市：知难而上，维持全年增长目标不变 * 601933 * 商贸零售行业 * 陈旭》08.06

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12316.5	17731.5	24805	35860	48213
增长率	45.33%	43.97%	39.89%	44.57%	34.45%
归属母公司净利润	305.54	466.92	505	708	1092
增长率	20.15%	52.82%	8.19%	40.15%	54.30%
每股收益	0.398	0.608	0.658	0.922	1.423
PE	62.59	40.97	37.86	27.02	17.51

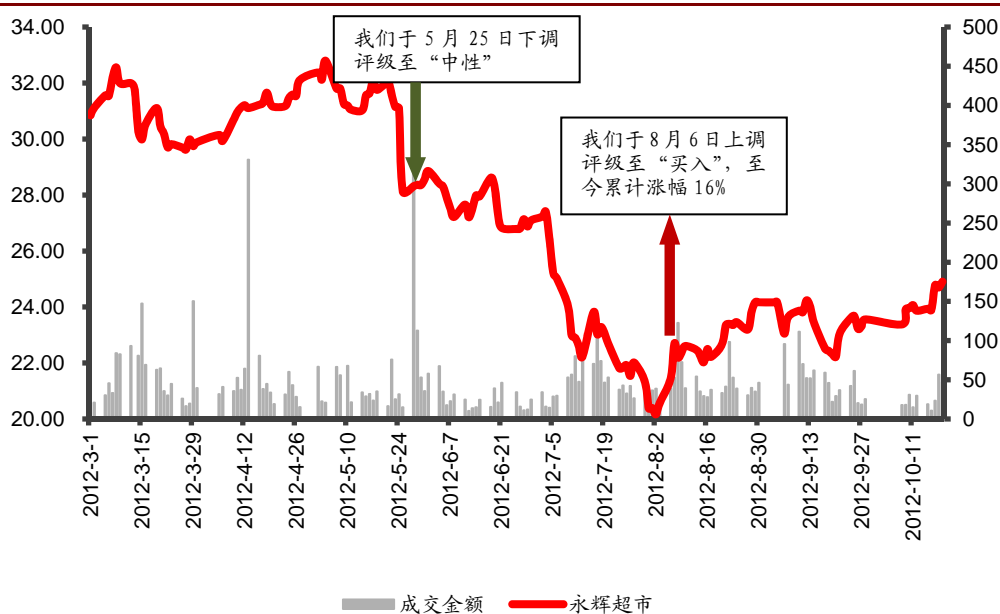
三季度环比业绩数据向好，预计四季度业绩仍将继续改善。我们看到公司3季度费用控制力度明显加大，同时着力提高毛利率，业绩增速回升至高位，显示出公司扭转前期不利局面的坚定决心和较强的控制能力。随着未来平均店龄增长以及费用率的持续改善（尤其是财务费用率的下滑），我们预计公司四季度业绩仍将继续改善。

公司大股东使用自有现金参与增发，显示出对公司极强的信心，我们认同其对未来公司增长的坚定决心和远大志向。今年9月，公司大股东张轩松先生以现金79,045.20万元认购公司股票3,510万股，显示出大股东对公司未来前景有极强的信心，我们认同大股东做强公司的坚定决心和远大志向，公司此前优秀的异地扩张能力和精细化的管理能力显示出公司具有成长为伟大公司的基因。

潜在抛压仍存，短期需谨慎对待。公司第一大流通股股东民生超市仍持有1.26亿股（占比16.46%），未来仍有减持可能。此外，博时基金从二季度末持股占比3.39%持续减持，退出前10大流通股股东行列（持股1.62%以下），但仍可能有余量仓位在未来减持。因此短期内参与仍需谨慎对待潜在抛压。

瑕不掩瑜，长期看好公司发展，给与“买入”评级。我们曾在5月25日下调公司评级至“中性”，之后公司股价下跌幅度接近30%，随着公司估值渐趋合理，我们于8月6日再次上调评级至“买入”，至今累计涨幅达16%。尽管短期内公司业绩和股价仍有承压，但我们长期看好公司的发展，认为其具有成为大企业的基因，我们认为，在公司扩张仍然保持较快水平的情况下，随着平均店龄的提升、费用控制力度加大，以及新区域逐步减亏，13年公司EPS增速将达40%，基于此我们给予公司13年35X市盈率，目前仍有30%向上空间。另外，大股东22.52元的增发认购价格也为股价提供了良好的安全边际。维持公司“买入”评级。

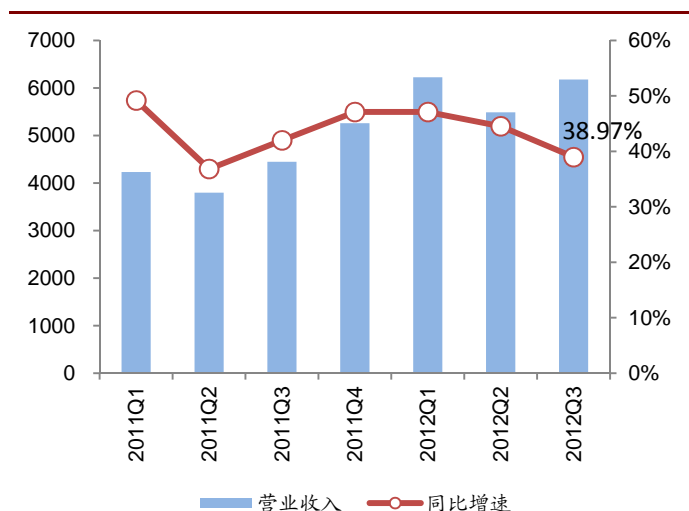
图1：自8月6日上调评级至“买入”，永辉超市累计涨幅达16%



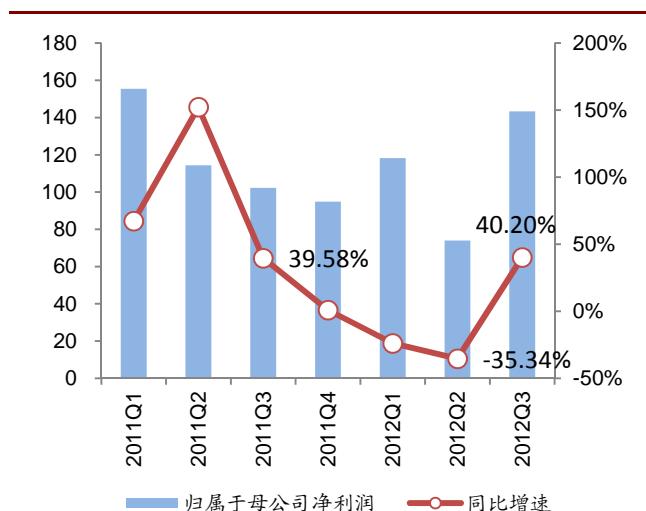
资料来源：宏源证券，公司公告

表 1: 永辉超市损益表分季度指标

单位: 百万元	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入	4230.76	3797.19	4446.35	5257.26	6223.55	5488.28	6178.99
同比增速	49.18%	36.83%	41.99%	47.10%	47.10%	44.54%	38.97%
营业成本	3457.46	3036.34	3569.04	4255.37	5106.09	4382.78	4917.43
同比增速	49.91%	34.33%	39.88%	49.64%	47.68%	44.34%	37.78%
销售毛利率	18.28%	20.04%	19.73%	19.06%	17.96%	20.14%	20.42%
营业税金及附加	17.67	15.27	21.87	28.08	27.79	25.16	31.68
同比增速	45.83%	51.90%	78.98%	117.98%	57.26%	64.79%	44.84%
销售费用	469.34	527.10	617.18	680.89	776.44	813.95	877.61
同比增速	43.16%	45.95%	62.44%	39.31%	65.43%	54.42%	42.20%
管理费用	78.79	67.31	102.73	154.81	121.39	139.31	149.26
同比增速	33.57%	-1.06%	41.84%	87.64%	54.08%	106.98%	45.30%
财务费用	6.55	3.81	14.55	24.49	44.76	34.09	40.63
同比增速	-46.71%	-78.56%	-33.52%	32.86%	583.21%	794.53%	179.31%
期间费用合计	554.68	598.22	734.45	860.18	942.59	987.35	1067.50
同比增速	38.97%	33.84%	54.86%	45.87%	69.93%	65.05%	45.35%
销售费用率	11.09%	13.88%	13.88%	12.95%	12.48%	14.83%	14.20%
管理费用率	1.86%	1.77%	2.31%	2.94%	1.95%	2.54%	2.42%
财务费用率	0.15%	0.10%	0.33%	0.47%	0.72%	0.62%	0.66%
期间费用率	13.11%	15.75%	16.52%	16.36%	15.15%	17.99%	17.28%
利润总额	201.24	149.09	126.88	125.57	159.08	103.91	182.41
同比增速	68.48%	146.82%	32.41%	1.74%	-20.95%	-30.30%	43.76%
归属于母公司净利润	155.43	114.41	102.25	94.84	118.26	73.98	143.34
同比增速	67.25%	152.19%	39.58%	0.91%	-23.91%	-35.34%	40.20%

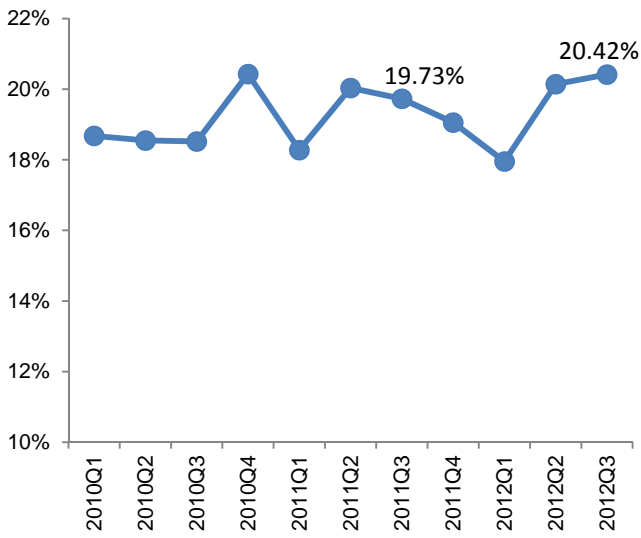
图 2: 3 季度主营业务收入较去年同比增长 38.97%


资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 3 季度净利润增速大幅反弹至 40.20%


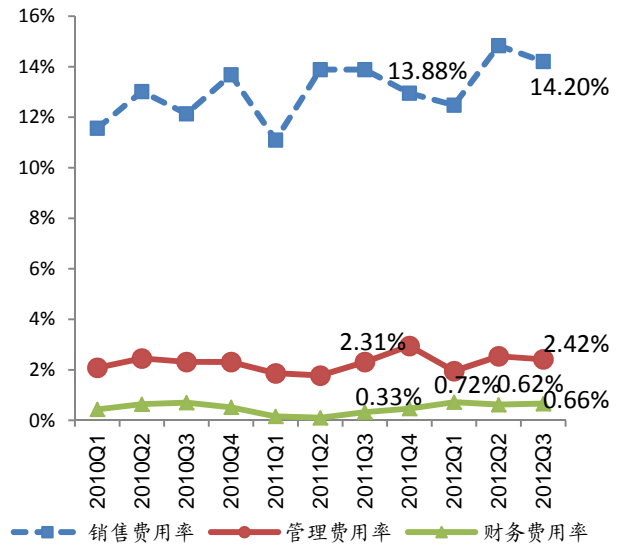
资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 3 季度毛利率继续提高至 20.42%



资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 3 季度期间费用率财务费用率显著低于去年



资料来源: wind, 宏源证券

表 6: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	17,731.56	24,804.87	35,859.91	48,212.76	收益率				
减: 营业成本	14318.21	20002.52	28996.05	38965.76	毛利率	19.25%	19.36%	19.14%	19.18%
营业税金及附加	82.89	99.51	143.86	193.42	三费/销售收入	15.50%	16.24%	16.10%	15.75%
营业费用	2294.51	3376.09	4763.45	6187.50	EBIT/销售收入	3.54%	2.94%	3.05%	3.53%
管理费用	403.63	564.65	816.30	1097.49	EBITDA/销售收入	5.31%	5.55%	5.12%	4.13%
财务费用	49.40	87.61	194.94	309.97	销售净利率	2.64%	2.04%	1.98%	2.27%
资产减值损失	16.10	8.42	8.42	8.42	资产获利率				
加: 投资收益	21.58	0.00	0.00	0.00	ROE	11.48%	11.20%	13.81%	17.96%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.84%	8.10%	7.55%	10.46%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.46%	13.41%	12.67%	14.03%
营业利润	588.39	666.07	936.89	1450.19	增长率				
加: 其他非经营损益	14.39	8.40	8.40	8.40	销售收入增长率	43.97%	39.89%	44.57%	34.45%
利润总额	602.79	674.47	945.29	1458.60	EBIT 增长率	37.86%	15.98%	49.85%	56.02%
减: 所得税	135.22	168.62	236.32	364.65	EBITDA 增长率	38.81%	46.37%	33.35%	8.47%
净利润	467.57	505.86	708.97	1093.95	净利润增长率	53.26%	8.19%	40.15%	54.30%
减: 少数股东损益	0.65	0.70	0.98	1.51	总资产增长率	41.54%	-2.08%	60.85%	12.60%
归属母公司股东净利润	466.92	505.16	707.99	1092.43	股东权益增长率	6.68%	10.84%	13.71%	18.61%
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	经营营运资本增长率	-12.30%	71.37%	109.15%	31.57%
货币资金	1765.95	744.15	1075.80	1446.38	资本结构				
应收和预付款项	1565.91	1664.97	3012.05	3274.61	资产负债率	55.66%	53.12%	66.57%	64.44%
存货	2395.41	1682.44	4228.88	3714.93	投资资本/总资产	43.86%	71.30%	62.66%	71.33%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	23.28%	39.72%	40.81%	52.66%
长期股权投资	209.99	209.99	209.99	209.99	流动比率	1.16	0.89	0.88	0.82
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.68	0.52	0.43	0.46
固定资产和在建工程	1838.84	3855.30	5674.30	7413.31	股利支付率	16.45%	12.66%	12.66%	12.66%
无形资产和开发支出	336.43	300.53	264.63	228.73	收益留存率	83.55%	87.34%	87.34%	87.34%
其他非流动资产	1072.34	536.17	0.00	0.00	资产管理效率				
资产总计	9184.86	8993.54	14465.66	16287.95	总资产周转率	1.93	2.76	2.48	2.96
短期借款	1190.00	1793.16	3825.86	5423.20	固定资产周转率	11.51	17.04	9.76	8.91
应付和预收款项	2895.10	1957.25	4777.34	4046.64	应收账款周转率	161.81	222.38	172.29	217.50
长期借款	104.50	104.50	104.50	104.50	存货周转率	5.98	11.89	6.86	10.49
其他负债	922.32	922.32	922.32	922.32	业绩和估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	5111.92	4777.24	9630.01	10496.66	EBIT	628.35	728.74	1092.04	1703.77
股本	767.90	767.90	767.90	767.90	EBITDA	941.05	1377.39	1836.68	1992.24
资本公积	2297.96	2297.96	2297.96	2297.96	NOPLAT	475.94	540.25	812.72	1271.52
留存收益	1002.69	1443.90	2062.26	3016.39	净利润	466.92	505.16	707.99	1092.43
归属母公司股东权益	4068.55	4509.76	5128.12	6082.25	EPS	0.608	0.658	0.922	1.423
少数股东权益	4.39	5.09	6.07	7.58	BPS	5.298	5.873	6.678	7.921
股东权益合计	4072.94	4514.85	5134.19	6089.84	PE	51.95	48.02	34.26	22.21
负债和股东权益合计	9184.86	9292.08	14764.20	16586.50	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E	PB	5.96	5.38	4.73	3.99
经营性现金净流量	602.95	886.95	529.03	1150.41	PS	1.37	0.98	0.68	0.50
投资性现金净流量	-2554.16	-2393.70	-1993.70	-1993.70	PCF	40.23	27.35	45.85	21.09
筹资性现金净流量	917.88	484.94	1796.32	1213.87	EV/EBIT	38.54	35.90	25.82	17.49
现金流量净额	-1033.31	-1021.80	331.65	370.59					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈炫如(陈旭): 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5年证券行业从业经验, 2010年8月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、上海家化

机构销售团队

华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。