

公司最新消息

永辉超市 (601933.SS)

买入

证券研究报告

调研要点：外延扩张积极推进，供应链持续改善，维持买入评级

最新事件

我们12月3日至4日拜访了永辉超市董事长、CFO、董秘等高管，参观了公司数家门店，考察了公司物流、生鲜基地、香蕉库，访谈了公司生鲜总监和食品用品总监等。我们对公司商业模式和成长性持积极态度。（要点详见第三页）

潜在影响

1、外延扩张仍然是公司长期可持续成长的关键因素。永辉扩张能力强，速度超越本土同行（年均开店45-50家，2014年开店可能再次加速），未来有望借助快速扩张能力成长为行业领军企业。

2、供应链不断优化，生鲜向上游延伸，快消品全国统采比例持续提升。公司在生鲜供应链持续向上游延伸，推行订单农业，提高生鲜的标准化以及产品的安全、品质水平。快消品全国统采比例从2010年的7%提升至2012年的30%，并且随着物流基地陆续投入使用，和ERP系统到明年全面上线，供应链有望进一步优化，效率不断提升。

3、业绩趋势向好。永辉同店增速优于同行和CPI。12年前3季度同店增速为7.59%，4季度将达10%以上。随着次新店的成长，新区亏损减少，毛利率的提升和短融到期带来的财务费用节省，业绩趋势将不断向好。

4、公司品类结构和商业模式在不断优化中。随着快消品销售占比的提升，公司营运资金占销售的比重持续下滑，应付账款帐期逐步回升至行业平均水平，综合毛利率不断改善，我们认为商业模式正不断优化。

估值

我们依然看好公司的商业模式和全国跨区域扩张的能力，维持我们的盈利预测、买入评级和12个月目标价人民币31元不变。

主要风险

异地扩张门店经营低于预期；通胀下行影响同店销售增速；人工、租金成本上涨超预期。

所属投资名单

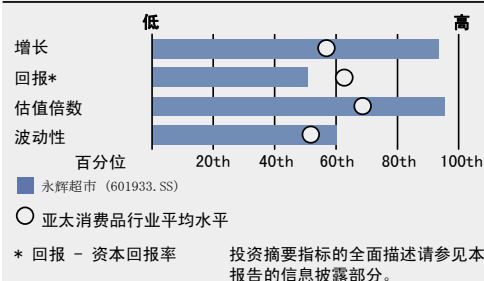
亚太买入名单

行业评级：具吸引力

胡维波 执业证书编号：S1420511110001
+86(21)2401-8944 weibo.hu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

投资摘要



主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	22.33
12个月目标价格 (Rmb)	31.00
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	17,147.2 / 2,754.3
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21
每股盈利增长 (%)	52.8	3.7	40.5	36.6
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21
每股基本盈利 (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21
市盈率 (X)	36.7	35.4	25.2	18.4
市净率 (X)	4.2	3.8	3.4	2.9
EV/EBITDA (X)	22.6	14.3	11.1	8.7
股息收益率 (%)	0.9	0.3	0.4	0.5
净资产回报率 (%)	11.8	11.3	14.1	16.8
CROCI (%)	15.8	13.5	12.8	13.0

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(5.2)	(21.1)	(29.0)
相对于上证A股指数	(4.9)	(10.2)	(18.4)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为12/05/2012收盘价)

中国价值投资网 最多、最好用
www.jztzw.net

永辉超市：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	17,731.6	25,675.4	33,946.9	43,095.4	现金及等价物	2,019.1	2,716.1	2,075.2	2,198.7
主营业务成本	(14,318.2)	(20,717.1)	(27,326.1)	(34,620.8)	应收账款	916.5	1,327.1	1,754.6	2,227.5
销售、一般及管理费用	(2,781.0)	(4,127.4)	(5,513.1)	(6,985.6)	存货	2,395.4	3,465.9	4,571.6	5,792.0
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	654.0	654.0	654.0	654.0
其它营业收入/ (支出)	(16.1)	(23.3)	(30.8)	(39.1)	流动资产	5,984.9	8,163.1	9,055.4	10,872.1
EBITDA	928.9	1,240.7	1,692.5	2,244.9	固定资产净额	1,838.8	2,429.1	3,156.8	3,640.5
折旧和摊销	(312.7)	(433.1)	(615.7)	(795.1)	无形资产净额	336.4	326.2	315.9	305.7
EBIT	616.2	807.6	1,076.8	1,449.8	长期投资	210.0	210.0	210.0	210.0
利息收入	24.5	32.6	24.9	26.4	其它长期资产	1,096.7	1,889.5	2,672.3	3,435.0
财务费用	(73.9)	(230.6)	(230.4)	(272.6)	资产合计	9,466.9	13,017.9	15,410.5	18,463.3
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	2,730.8	3,951.2	5,211.7	6,603.0
其它	36.0	36.0	36.0	36.0	短期贷款	1,190.0	3,190.0	3,690.0	4,490.0
税前利润	602.8	645.5	907.3	1,239.5	其它流动负债	1,293.4	1,188.2	1,207.8	1,232.7
所得税	(135.2)	(161.4)	(226.8)	(309.9)	流动负债	5,214.2	8,329.4	10,109.5	12,325.7
少数股东损益	(0.6)	0.0	0.0	0.0	长期贷款	104.5	104.5	104.5	104.5
优先股股息前净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	其它长期负债	75.3	75.3	75.3	75.3
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	179.8	179.8	179.8	179.8
非经常性项目前净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	负债合计	5,394.0	8,509.2	10,289.4	12,505.6
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	普通股权益	4,068.6	4,504.3	5,116.7	5,953.4
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21	少数股东权益	4.4	4.4	4.4	4.4
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21	负债及股东权益合计	9,466.9	13,017.9	15,410.5	18,463.3
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.61	0.63	0.89	1.21	每股净资产 (Rmb)	5.30	5.87	6.66	7.75
每股股息 (Rmb)	0.20	0.06	0.09	0.12					
股息支付率 (%)	32.9	10.0	10.0	10.0					
自由现金流收益率 (%)	(5.3)	(6.7)	(6.4)	(3.5)					
增长率和利润率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	比率	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	44.0	44.8	32.2	26.9	ROCI (%)	15.8	13.5	12.8	13.0
EBITDA增长率	35.8	33.6	36.4	32.6	净资产回报率 (%)	11.8	11.3	14.1	16.8
EBIT增长率	33.4	31.1	33.3	34.6	总资产回报率 (%)	5.8	4.3	4.8	5.5
净利润增长率	52.8	3.7	40.5	36.6	平均运用资本回报率 (%)	11.7	10.3	9.5	9.7
每股盈利增长	52.8	3.7	40.5	36.6	存货周转天数	47.8	51.6	53.7	54.6
毛利率	19.3	19.3	19.5	19.7	应收账款周转天数	12.2	15.9	16.6	16.9
EBITDA利润率	5.2	4.8	5.0	5.2	应付账款周转天数	53.0	58.9	61.2	62.3
EBIT利润率	3.5	3.1	3.2	3.4	净负债/股东权益 (%)	(17.8)	12.8	33.6	40.2
					EBIT利息保障倍数 (X)	12.5	4.1	5.2	5.9
现金流量表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	466.9	484.2	680.5	929.6	基本市盈率 (X)	36.7	35.4	25.2	18.4
折旧及摊销	312.7	433.1	615.7	795.1	市净率 (X)	4.2	3.8	3.4	2.9
少数股东权益	0.6	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA (X)	22.6	14.3	11.1	8.7
运营资本增减	(241.8)	(260.7)	(272.7)	(302.0)	企业价值/总投资现金 (X)	2.9	1.8	1.6	1.4
其它	40.7	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	0.9	0.3	0.4	0.5
经营活动产生的现金流	579.1	656.6	1,023.4	1,422.7					
资本开支	(1,724.4)	(1,805.9)	(2,115.9)	(2,031.2)					
收购	(156.4)	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(673.4)	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(2,554.2)	(1,805.9)	(2,115.9)	(2,031.2)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(118.6)	(153.6)	(48.4)	(68.0)					
借款增减	1,066.5	2,000.0	500.0	800.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(30.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	917.9	1,846.4	451.6	732.0					
总现金流	(1,057.2)	697.1	(640.9)	123.4					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

胡维波

weibo.hu@ghsl.cn

外延扩张积极推进，供应链持续改善，维持买入评级

我们12月3日至4日拜访了永辉超市董事长、CFO、董秘等高管，参观了公司数家门店，考察了公司物流、生鲜基地、香蕉库，访谈了公司生鲜总监和食品用品总监等。要点如下：

1、公司扩张战略。公司不再会开辟新的大区，目前5个大区可以支撑公司1000亿元规模的扩张，未来3年专注现有大区核心扩张，预计2012年新开门店46家左右，2013年新开40-50家，2014年开店有望再次加速。2012年江苏、安徽、河南、东北等新区亏损约1亿元，2013年苏皖、北京区域可贡献较高盈利、河南打平，新区较2012年减亏在5000万元以上。

2、公司生鲜品类经营。目前公司生鲜采购团队增加至1200人，全国性生鲜采购SKU达到170个左右，占整个生鲜SKU4000-6000种虽然不高，但是采购金额占比达到50-60%。区域性直采占比约在15%-20%。采购的95%以上的商品有10%左右的价格优势。未来公司生鲜会继续向上游延伸，将农业产业链做深，推进生鲜标准化建设。其一，公司在上游开始推行订单农业，提高生鲜采购的品质、可追溯和安全；其二，通过生鲜物流中心自动化分拣系统的建设使用，提高生鲜精细化分拣、电子化识别、标准化包装，降低损耗，提高毛利率、节省终端门店的人工投入。

3、公司食品用品品类经营。目前公司食品用品事业部从多家国际同行引进了很多专业化的采购和运营团队。前三季公司拥有6000多家供应商，快消品销售占比47.7%，快消品SSS为11.38%，高于公司整体的7.59%SSS。其中全国性供应商销售增长48%，SSS达到14.57%。整个2010年公司只有18个全国性供应商，销售额3.8亿元，占快消品比例为7%，2012年公司有全国性厂商108家，40亿元销售额，销售占比30%。2013年公司预计全国性供应商销售占快消品比例达到40%。未来快消品全国供应商采购比例将稳定在40-45%，剩余留给区域供应商，以适应当地消费者需求。

4、公司物流体系建设。公司福建一期物流106亩2万平方米基地于去年7月份投入使用，目前年配送量25亿元，周转7-9天，厂商到货率70%左右，门店满足率99%以上。二期300亩土地已拿到，后续将抓紧建设。重庆一期100多亩的常温库和50多亩的生鲜库（合计6万平方米）将于2012年底陆续投入使用；二期200多亩待建。成都105亩物流基地一期基本完工，待销售规模上量之后便可投入使用。安徽350亩物流基地一期已基本建好，2013年上半年便可投入使用。

5、公司ERP系统建设。公司执行总裁，前IBM商业咨询合伙人李建波先生主抓公司ERP系统建设，目前福建大区已于10月份上线试点，2013年上半年全国推广，目前已投入1.26亿元，未来投入有限。前台销售有了规模，后台ERP系统才能发挥工业化规模体系的优势。ERP成功上线有利于公司提高运营效率，降低库存和人工成本压力。

6、公司资本开支与财务费用。公司新开门店资本开支大约10亿元/年，未来2年物流建设投入不超过3-4亿元/年。公司预计2012年财务费用大约为1.5亿元，随着15亿元短期融资券的到期偿还（8亿元已经于今年11月份偿还，利率6.97%，2013年2月份偿还7亿元，利率6.23%）、固定资产及非主业资产处置收益（大约可回收4-5亿元）以及10亿元定增资金的到位，2013年公司财务费用仍有大幅下降空间（公司预计为1亿元）。

作者感谢唐琳对本文的贡献。

信息披露附录

申明

本人，胡维波，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

胡维波：香港/中国内地消费品行业。

香港/中国内地消费品行业：安踏体育、华联综超、百丽国际、步步高、波司登、周大福、达芙妮、思捷环球、新华都、金鹰商贸集团、国美电器、银泰百货、利丰、李宁、利福国际、茂业国际、新世界百货、百盛集团、人人乐、新秀丽国际有限公司、三江购物、美邦服饰、苏宁电器、利邦控股、永辉超市、中百集团。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：永辉超市 (Rmb22.33)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及/或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及/或估值。**中性(N)**：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及/或估值持平。**谨慎(C)**：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及/或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**: 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**: 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**: 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**: 此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**: 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net