

专业连锁

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 24.33元

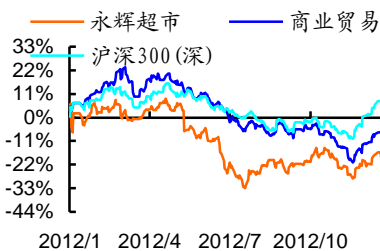
评级调整: 首次

基本资料

| | |
|----------|---------|
| 上证综合指数 | 2283.66 |
| 总股本(百万) | 768 |
| 流通股本(百万) | 494 |
| 流通市值(亿) | 120 |
| EPS | 0.44 |
| 每股净资产(元) | 5.54 |
| 资产负债率 | 60.0% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|-------|--------|--------|--------|
| 永辉超市 | 5.46% | 1.54% | 5.78% |
| 商业贸易 | 11.61% | -1.25% | -7.12% |
| 沪深300 | 11.43% | 8.88% | 5.15% |



相关报告

永辉超市_基本面逐季好转趋势确立,上调评级至“强烈推荐” 2012-10-22

永辉超市_短期业绩阵痛,难掩长期投资价值 2012-08-08

永辉超市_(深度报告)得“民心”者得天下,成就中国“沃尔玛” 2011-12-23

永辉超市

601933

强烈推荐

Q4持续高增长兑现,13年上半年业绩有望60%以上高增长

公司公告2012年业绩预告:预计归属于母公司所有者的净利润约人民币5亿元。

公告点评:

➤ **Q4业绩超市场预期,持续高增长兑现。**2012年Q4,公司实现归属净利润1.64亿元(EPS 0.21元),同比增73.5%,环比增14.7%,延续了Q3以来的高增长趋势(Q3业绩同比增40.2%),再次强化市场对永辉业绩重回上升轨迹的预期,也进一步验证了我们此前一直强调的“自12年三季度起(至13年2季度),永辉业绩将呈现明显的逐季好转趋势”观点。

➤ **公司兑现12年业绩正增长承诺,再次验证公司优秀的管理层智慧及执行力。**12年公司实现EPS 0.65元,同比增7.1%,超市此前预期(此前,市场怀疑公司能否在12年实现业绩正增长承诺,根源在于部分投资者对公司的管理层智慧及执行力缺乏信心,对此,永辉以实际行动证明了自己)。

➤ **12年业绩超预期增长原因有三:**

①**12年公司营收持续高速增长。**生鲜领先的盈利模式+新店(开业不足3年)占比高达51%,是公司业绩能持续快速增长主因,我们预计12年收入增40%;

②**新区逐渐减亏。**12年下半年,公司加强对新进区域(河南、东北、江苏)的帮扶,强化了门店精细化管理,使得新进区域的利润表现逐季稳步提升。我们预计,河南区域门店较为集中,预计13年Q1将实现盈亏平衡,东北、江苏由于新开门店较为分散,预计13年Q2能实现盈亏平衡。

③**费用管控。**公司加强了对成本费用的预算管控,12年Q4费用率有一定下降。

➤ **公司业绩高增长可持续,13年上半年公司业绩有望60%以上高增长。**

①**公司业绩高增长可持续。**目前公司已初步完成全国化布局+新门店占比高达51%+生鲜领先经营模式,且公司明显加强了后台供应链管理,使得公司经营效率有望持续提升,业绩持续高增长可期,我们预计未来3年业绩CAGR 35%+。

②**13年我们预计公司将新开门店40家,开店区域将主要集中在成熟大区,收入增速30%-35%,净利润增速35%-40%。**

③**13年上半年业绩有望60%以上高增长。**原因:①营收持续快速增长(13年全年预计30%-35%);②新区域(河南、东北、江苏)持续减亏;③13年财务费用减小;④12年低基数效应。维持“永辉13年上半年业绩将逐季好转趋势”观点!

➤ **坚定“强烈推荐”:**预计公司12-14年EPS 0.65/0.88/1.21元(暂未考虑增发摊薄)。我们认为:①永辉作为A股里最具成长为巨型零售企业气质的公司,是难得的长期投资标的;②三季度起,公司基本面向上拐点趋势明确;公司目前PE 36.8倍(合理,明年主要赚业绩增长带来的收益),坚定“强烈推荐”,目标价32元。

➤ **风险提示:**(1)门店扩张、新店培育不及预期;(2)财务费用大幅增加

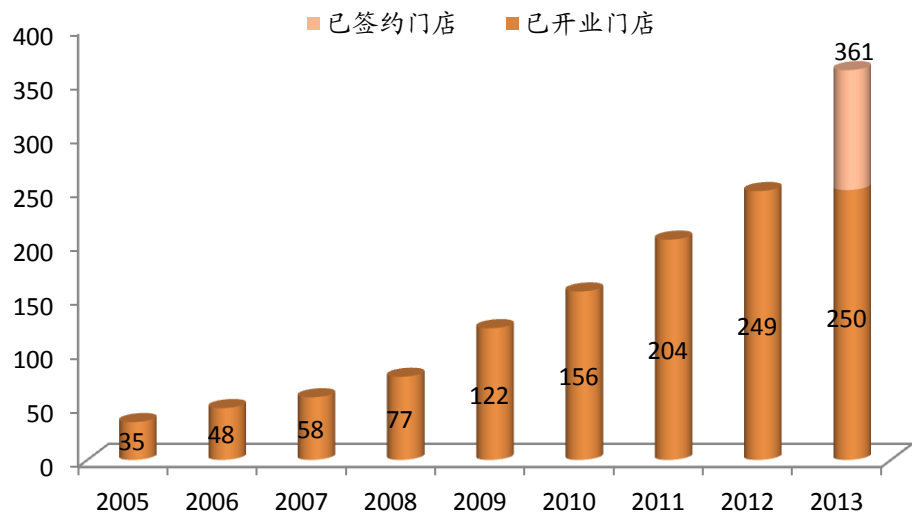
主要财务指标

| 单位:百万元 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 17732 | 26101 | 34975 | 47566 |
| 收入同比(%) | 44% | 47% | 34% | 36% |
| 归属母公司净利润 | 467 | 499 | 672 | 928 |
| 净利润同比(%) | 53% | 7% | 35% | 38% |
| 毛利率(%) | 19.3% | 18.9% | 19.0% | 19.0% |
| ROE(%) | 11.5% | 11.3% | 13.2% | 15.4% |
| 每股收益(元) | 0.61 | 0.65 | 0.88 | 1.21 |
| P/E | 39.36 | 36.84 | 27.34 | 19.80 |
| P/B | 4.52 | 4.16 | 3.61 | 3.06 |
| EV/EBITDA | 18 | 15 | 11 | 9 |

资料来源:中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1 永辉超市门店数增长示意图



资料来源：公司公告、中投证券研究所

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|-------------------|--------------------------------------|
| 2011-12-23 | 永辉超市_ (深度报告) 得“民心”者得天下, 成就中国“沃尔玛” |
| 2012-01-13 | 永辉超市_增加自有物业占比, 降低未来经营风险 |
| 2012-01-19 | 永辉超市_2011年业绩增速符合预期, 2012年关键看门店内生增长 |
| 2012-04-12 | 永辉超市_风宜长物放眼量: 12年业绩将逐季好转, 重点关注财务费用 |
| 2012-04-20 | 永辉超市_营收快速成长, 费用压力增大, 业绩有望逐季好转 |
| 2012-05-31 | 永辉超市_民生超市12年不再减持缓担忧, 董事长28元增持提信心 |
| 2012-07-10 | 永辉超市_财务费用、新进区域亏损吞噬利润, 全年业绩压力较大 |
| 2012-08-08 | 永辉超市_短期业绩阵痛, 难掩长期投资价值 |
| 2012-09-05 | 永辉超市_公布定增预案, 董事长大比例参与认购 |
| 2012-10-22 | 永辉超市_基本面逐季好转趋势确立, 上调评级至“强烈推荐” |

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 5985 | 8699 | 11011 | 14750 | 营业收入 | 17732 | 26101 | 34975 | 47566 |
| 现金 | 2019 | 4000 | 4500 | 6000 | 营业成本 | 14318 | 21159 | 28330 | 38510 |
| 应收账款 | 110 | 145 | 199 | 254 | 营业税金及附加 | 83 | 99 | 131 | 181 |
| 其它应收款 | 807 | 631 | 1007 | 1291 | 营业费用 | 2295 | 3406 | 4575 | 6255 |
| 预付账款 | 649 | 986 | 1321 | 1719 | 管理费用 | 404 | 574 | 727 | 1027 |
| 存货 | 2395 | 2914 | 3958 | 5457 | 财务费用 | 49 | 206 | 316 | 344 |
| 其他 | 5 | 23 | 26 | 29 | 资产减值损失 | 16 | 7 | 8 | 9 |
| 非流动资产 | 3482 | 3346 | 3412 | 3507 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 210 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1540 | 1519 | 1407 | 1248 | 营业利润 | 588 | 650 | 888 | 1241 |
| 无形资产 | 336 | 435 | 520 | 603 | 营业外收入 | 36 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1395 | 1392 | 1485 | 1656 | 营业外支出 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 9467 | 12045 | 14423 | 18257 | 利润总额 | 603 | 650 | 888 | 1241 |
| 流动负债 | 5214 | 7436 | 9172 | 12087 | 所得税 | 135 | 149 | 213 | 310 |
| 短期借款 | 1190 | 3823 | 4150 | 4944 | 净利润 | 468 | 502 | 675 | 931 |
| 应付账款 | 2119 | 2539 | 3541 | 5006 | 少数股东损益 | 1 | 3 | 3 | 2 |
| 其他 | 1905 | 1073 | 1481 | 2137 | 归属母公司净利润 | 467 | 499 | 672 | 928 |
| 非流动负债 | 180 | 188 | 155 | 144 | EBITDA | 950 | 1200 | 1563 | 1953 |
| 长期借款 | 105 | 114 | 81 | 70 | EPS (元) | 0.61 | 0.65 | 0.88 | 1.21 |
| 其他 | 75 | 74 | 74 | 74 | | | | | |
| 负债合计 | 5394 | 7624 | 9327 | 12231 | | | | | |
| 少数股东权益 | 4 | 7 | 10 | 12 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 768 | 768 | 768 | 768 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 资本公积 | 2298 | 2298 | 2298 | 2298 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 1003 | 1348 | 2020 | 2948 | 营业收入 | 43.9% | 47.2% | 34.0% | 36.0% |
| 归属母公司股东权益 | 4069 | 4414 | 5086 | 6014 | 营业利润 | 50.3% | 10.5% | 36.5% | 39.7% |
| 负债和股东权益 | 9467 | 12045 | 14423 | 18257 | 归属于母公司净利润 | 52.9% | 6.8% | 34.7% | 38.1% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 19.3% | 18.9% | 19.0% | 19.0% |
| | | | | | 净利率 | 2.6% | 1.9% | 1.9% | 2.0% |
| | | | | | ROE | 11.5% | 11.3% | 13.2% | 15.4% |
| | | | | | ROIC | 11.7% | 11.9% | 14.7% | 17.9% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 57.0% | 63.3% | 64.7% | 67.0% |
| | | | | | 净负债比率 | 24.87 | 51.65% | 45.36 | 40.99% |
| | | | | | 流动比率 | 1.15 | 1.17 | 1.20 | 1.22 |
| | | | | | 速动比率 | 0.69 | 0.78 | 0.77 | 0.77 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 2.19 | 2.43 | 2.64 | 2.91 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 202 | 184 | 183 | 189 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.76 | 9.09 | 9.32 | 9.01 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.61 | 0.65 | 0.88 | 1.21 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.75 | -0.24 | 1.02 | 1.71 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 5.30 | 5.75 | 6.62 | 7.83 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 39.36 | 36.84 | 27.34 | 19.80 |
| | | | | | P/B | 4.52 | 4.16 | 3.61 | 3.06 |
| | | | | | EV/EBITDA | 18 | 15 | 11 | 9 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

樊俊豪: 连锁零售行业分析师, 中山大学金融学硕士, 通过 CFA 二级考试, 1 年基金行业从业经验, 曾任职于广发基金金融工程部, 2011 年加盟中投证券。2012 年“水晶球”奖最佳分析师入围。

重点覆盖公司: 海宁皮城、海印股份、文峰股份、永辉超市、苏宁电器、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、新华都、天音控股等。

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

徐晓芳, 百货零售行业分析师, 中山大学岭南学院西方经济学硕士。2007 年加盟中投证券研究所, 3 年机构销售从业经验, 1 年行业研究经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434