

专业连锁

署名人: **樊俊豪**

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 27.99元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2314.16
总股本(百万)	768
流通股本(百万)	494
流通市值(亿)	138
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	10.33%	21.06%	19.62%
商业贸易	3.18%	15.60%	3.29%
沪深300	-0.01%	19.24%	13.11%



相关报告

- 永辉超市_Q4持续高增长兑现, 13年上半年业绩有望60%以上高增长 2013-01-14
- 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_公布定增预案, 董事长大比例参与认购 2012-09-05
- 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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

永辉超市

601933

强烈推荐

13年上半年业绩将70%以上高增长, 持续强烈推荐

投资要点:

- 业绩持续回升趋势已确立, 维持“自12年3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”观点不变。自我们于2012年10月22日发布报告《基本面逐季好转趋势确立, 上调评级至“强烈推荐”》以来, 永辉2012年Q3业绩增速40.2%, Q4业绩增速73.5%, 已先后验证了我们的“永辉业绩将逐季好转”观点, 也进一步增强了市场对永辉管理层强大的纠错力与执行力信心。
- 永辉2012年业绩逐季回升的原因: ①河南、东北、江苏等新区的逐渐减亏; ②公司自12年Q3起, 加强了对费用的管控; ③减少了低效的促销, 实现了公司毛利率的持续提升, 同时收入增速又能维持在35%左右的高增长。
- 13年上半年永辉业绩有望70%以上高增长, 其中13年Q1业绩增速70%+, Q2业绩增速100%+, 预计13年全年业绩增速35%+。

1、13年上半年业绩有望70%以上高增长。原因: ①营收持续快速增长(13年上半年预计30%-35%); ②新区域(河南、东北、江苏)持续减亏, 我们预计河南门店将于2013年Q1实现盈亏平衡, 江苏、东北门店将分别于2013年Q2、Q3实现盈亏平衡; ③费用管控, 使得13年永辉的费用率有望下降(公司已偿还15亿短期融资券, 因此13年财务费用将减小); ④12年上半年的低基数效应。

2、13年我们预计公司将新开门店40家, 开店区域也将主要集中在成熟大区(如福建、重庆、北京等), 因此预计永辉13年的新开门店培育期将缩短, 同时放缓的开店速度也使得永辉的门店开办费减少, 利润将得以释放。预计永辉2013年的收入增速为30%-35%, 净利润增速为35%-40%。

- 未来3年永辉业绩高增长可持续, 我们预计永辉未来3年业绩CAGR=35%+。公司目前已初步完成全国化布局+新门店(开业时间不足3年)占比高达52%+生鲜领先经营模式, 且公司明显加强了后台供应链管理, 以及费用率管控, 使得公司经营效率有望持续提升, 业绩持续高增长可期。
- 持续“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; ②13年上半年, 永辉将延续基本面向上拐趋势, 且公司未来3年业绩高增长可持续。目前股价对应PE 31.98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	46.03	43.09	31.98	23.16
P/B	5.28	4.87	4.23	3.57
EV/EBITDA	22	17	13	11

资料来源: 中投证券研究所

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”
2013-01-14	永辉超市_Q4持续高增长兑现, 13年上半年业绩有望60%以上高增长

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5985	8699	11011	14750
现金	2019	4000	4500	6000
应收账款	110	145	199	254
其它应收款	807	631	1007	1291
预付账款	649	986	1321	1719
存货	2395	2914	3958	5457
其他	5	23	26	29
非流动资产	3482	3346	3412	3507
长期投资	210	0	0	0
固定资产	1540	1519	1407	1248
无形资产	336	435	520	603
其他	1395	1392	1485	1656
资产总计	9467	12045	14423	18257
流动负债	5214	7436	9172	12087
短期借款	1190	3823	4150	4944
应付账款	2119	2539	3541	5006
其他	1905	1073	1481	2137
非流动负债	180	188	155	144
长期借款	105	114	81	70
其他	75	74	74	74
负债合计	5394	7624	9327	12231
少数股东权益	4	7	10	12
股本	768	768	768	768
资本公积	2298	2298	2298	2298
留存收益	1003	1348	2020	2948
归属母公司股东权益	4069	4414	5086	6014
负债和股东权益	9467	12045	14423	18257

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	579	-187	780	1316
净利润	468	502	675	931
折旧摊销	313	343	359	369
财务费用	49	206	316	344
投资损失	-22	0	0	0
营运资金变动	-242	-1249	-598	-343
其它	13	11	28	16
投资活动现金流	-2554	-57	-258	-256
资本支出	1724	22	22	22
长期投资	-210	-210	0	0
其他	-1040	-245	-235	-233
筹资活动现金流	918	2225	-22	440
短期借款	295	2633	326	795
长期借款	-76	10	-33	-12
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-177	0	0	0
其他	875	-418	-316	-343
现金净增加额	-1057	1981	500	1500

利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	17732	26101	34975	47566
营业成本	14318	21159	28330	38510
营业税金及附加	83	99	131	181
营业费用	2295	3406	4575	6255
管理费用	404	574	727	1027
财务费用	49	206	316	344
资产减值损失	16	7	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	22	0	0	0
营业利润	588	650	888	1241
营业外收入	36	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	603	650	888	1241
所得税	135	149	213	310
净利润	468	502	675	931
少数股东损益	1	3	3	2
归属母公司净利润	467	499	672	928
EBITDA	950	1200	1563	1953
EPS (元)	0.61	0.65	0.88	1.21

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	43.9%	47.2%	34.0%	36.0%
营业利润	50.3%	10.5%	36.5%	39.7%
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	46.03	43.09	31.98	23.16
P/B	5.28	4.87	4.23	3.57
EV/EBITDA	22	17	13	11

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、苏宁电器、永辉超市、文峰股份、海印股份、大连友谊、小商品城、友谊股份、农产品、华联综超、吉峰农机、红旗连锁、轻纺城、华联股份等。

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