

专业连锁

署名人: 樊俊豪

S0960512060001

0755-82026909

fanjunhao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 36.00元

当前股价: 28.00元

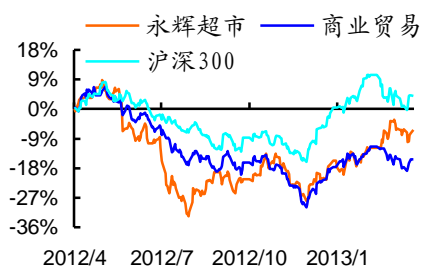
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2301.26
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	0.90%	14.71%	18.24%
商业贸易	-0.75%	4.13%	3.01%
沪深300	-0.43%	5.68%	14.74%



相关报告

永辉超市\_Q1业绩大超市场预期,上调盈利预测及目标价,持续强推 2013-02-27  
永辉超市\_13年上半年业绩有望70%以上高增长,持续强烈推荐 2013-02-25  
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\_(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

2013年收入增速放缓,业绩有望持续高增长

公司公告 2012 年年报:

- 1、2012年,公司新开门店47家(净增加45家),实现营收246.84亿元,同比增长39.21%,实现归属母公司净利润5.02亿元,同比增长7.54%,EPS 0.65元;
- 2、公司公布2013年计划:新开门店40家左右,实现营收307亿元,同比增25%左右,净利润计划增长38%;
- 3、利润分配方案:拟每10股转增10股,并派发现金红利3元(含税)。

公告点评:

- **2012年公司业绩呈现明显的“V”字型走势。**上半年,公司受财务费用大幅增长,以及新进区域(东北、河南、江苏)门店培育期延长等因素影响,业绩下降28.76%;下半年,公司采取了调整外延扩张节奏、控制新区亏损及成本管控等措施,业绩同比实现了57.23%的增长,成功实现了公司2012年初制定的业绩正增长目标。
- **2012年,公司的营业收入略低于预期,客流量、同店增速下半年有所下滑。**
  - ①公司2012年实现营收246.84亿元(同比增39.21%),略低于公司年初制定的**260亿元销售目标**(同比增40%以上),主要是四季度收入增速下滑至29.22%;
  - ②**客流量2012年下半年相对上半年有所减少**,2012年上半年,公司的日均客流量为139万人次,而2012年全年的日均客流量则为137.68万人次,我们预计2012年下半年的日均客流量下降至136万人次;
  - ③**同店增速12年下半年亦相对上半年有所下滑**,公司2012年全年的同店增速为6.5%,相对上半年的10.24%同店增速,我们预计下半年公司的同店增速下滑至1%-3%。下滑的原因我们预计与日均客流量减少、居民消费意愿不强及公司为扭转上半年的毛利率下滑,而在下半年减少门店的促销有关。
- **2012年整个零售行业都面临严峻的经营压力,但我们看到永辉管理层通过自身的不断努力,用结果证明了自身优秀的管理能力,以及强大的纠错力与执行力:**
  - ①**食品用品的收入占比快速提升,并首次超过生鲜及加工类**(2012年永辉食品用品的收入占比为46.17%,生鲜及加工类的收入占比为46.15%),这将有利的打消市场对永辉成长模式的担心(即永辉能否以生鲜为突破口,吸引客流并销售更高毛利的食品用品);
  - ②**食品用品、服装的毛利率持续上升。**2012年公司的食品用品、服装毛利率分别较2011年上升0.54%、0.32%,另外公司的食品用品毛利占比也超过50%,达到50.46%,永辉的收入及毛利结构进一步改善;

主要财务指标

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	24684	31102	39780	50361
收入同比(%)	39%	26%	28%	27%
归属母公司净利润	502	712	939	1280
净利润同比(%)	8%	42%	32%	36%
毛利率(%)	19.5%	19.7%	19.8%	19.9%
ROE(%)	11.4%	13.9%	15.5%	17.4%
每股收益(元)	0.65	0.93	1.22	1.67
P/E	41.57	29.30	22.24	16.30
P/B	4.73	4.07	3.44	2.84
EV/EBITDA	17	13	10	8

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

- **③公司的租金上涨压力得到有效对冲。**通过开大店（1万平方米以上），以及将部分面积转租出去以获取租金收入，公司有效的对冲了租金上涨压力。2012年公司的转租收入为2.14亿元，同比增76.77%，而租金成本为6.69亿元，同比增60.01%，通过对冲，使得最终的净租金支出为4.55亿元，同比增53.16%。**我们认为未来公司的转租收入将能有效对冲门店的租金上涨压力，有些门店甚至能通过这一方式实现“零租金”；**
- **④河南、江苏新区的扭亏效果较为明显，东北新区的扭亏效果还不够明显。**2012年上半年，河南、江苏新区的净利润分别为-2785万元、-1675万元，而全年的净利润分别为-4044万元、-2911万元，这2个新区在下半年的扭亏效果明显；而辽宁新区在2012年上半年的净利润为-2613万元，全年的净利润为-5473万元，下半年的扭亏效果不明显。
- **我们预计，公司自2012年三季度开始的业绩逐季好转趋势将在2013年上半年延续，Q2业绩增速有望在100%以上，且永辉未来3年的业绩高增长可持续（未来3年业绩CAGR=35%+）。**原因：公司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，以及费用管控，因此公司经营效率有望持续提升，业绩持续高增长可期。
- **盈利预测：鉴于公司在2013年收入增速将承压，我们略微下调公司13-15年的EPS至0.93元/1.22元/1.67元（原预计为1.00元/1.38元/1.80元），若考虑增发后的摊薄，则公司13-15年的EPS分别为0.88元/1.15元/1.57元。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。目前公司股价对应2013年PE 29倍（永辉合理估值中枢30-35倍，13年主要赚业绩增长带来的收益），持续“强烈推荐”，目标价36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**

## 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
2013-02-25	永辉超市_13年上半年业绩有望70%以上高增长, 持续强烈推荐
2013-02-27	永辉超市_Q1业绩大超市场预期, 上调盈利预测及目标价, 持续强烈推荐

**附：财务预测表**

资产负债表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	6277	8634	10585	12989
现金	1399	3000	3300	3600
应收账款	178	189	232	318
其它应收款	999	878	1240	1626
预付账款	762	1113	1342	1717
存货	2872	3431	4445	5698
其他	68	23	26	29
<b>非流动资产</b>	4630	4572	4528	4530
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2068	2068	1924	1707
无形资产	523	630	743	873
其他	2039	1874	1861	1950
<b>资产总计</b>	10907	13206	15113	17519
<b>流动负债</b>	6408	8087	9156	10377
短期借款	700	3804	3441	2788
应付账款	3315	2998	3988	5242
其他	2393	1286	1727	2346
<b>非流动负债</b>	77	-16	-113	-207
长期借款	0	-90	-187	-281
其他	77	74	74	74
<b>负债合计</b>	6484	8072	9042	10170
少数股东权益	5	7	9	11
股本	768	768	768	768
资本公积	2298	2298	2298	2298
留存收益	1351	2064	3002	4282
归属母公司股东权益	4417	5127	6062	7338
<b>负债和股东权益</b>	10907	13206	15113	17519

现金流量表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	1832	-791	1398	1640
净利润	503	714	940	1282
折旧摊销	468	477	501	515
财务费用	148	195	295	222
投资损失	-13	0	0	0
营运资金变动	724	-2210	-358	-386
其它	3	32	20	6
<b>投资活动现金流</b>	-1144	-323	-350	-367
资本支出	1782	22	22	22
长期投资	270	0	0	0
其他	908	-301	-327	-345
<b>筹资活动现金流</b>	-886	2716	-748	-972
短期借款	-490	3104	-363	-653
长期借款	-105	-90	-97	-94
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-291	-298	-288	-226
<b>现金净增加额</b>	-198	1601	300	300

利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	24684	31102	39780	50361
营业成本	19859	24983	31903	40325
营业税金及附加	115	117	149	191
营业费用	3329	4127	5251	6713
管理费用	644	731	935	1209
财务费用	148	195	295	222
资产减值损失	24	12	15	17
公允价值变动收益	-11	-3	-3	-4
投资净收益	13	0	0	0
<b>营业利润</b>	568	934	1229	1680
营业外收入	127	0	0	0
营业外支出	31	0	0	0
<b>利润总额</b>	664	934	1229	1680
所得税	161	220	290	397
<b>净利润</b>	503	714	940	1282
少数股东损益	1	2	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	502	712	939	1280
<b>EBITDA</b>	1184	1606	2026	2417
<b>EPS (元)</b>	0.65	0.93	1.22	1.67

主要财务比率				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	39.2%	26.0%	27.9%	26.6%
营业利润	-3.5%	64.4%	31.6%	36.6%
归属于母公司净利润	7.5%	41.9%	31.8%	36.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.5%	19.7%	19.8%	19.9%
净利率	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%
ROE	11.4%	13.9%	15.5%	17.4%
ROIC	10.2%	11.6%	15.0%	17.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.5%	61.1%	59.8%	58.1%
净负债比率	12.17	46.01%	35.98	24.65%
流动比率	0.98	1.07	1.16	1.25
速动比率	0.53	0.64	0.67	0.70
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.42	2.58	2.81	3.09
应收账款周转率	165	163	175	171
应付账款周转率	7.31	7.91	9.13	8.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.93	1.22	1.67
每股经营现金流(最新摊薄)	2.39	1.03	1.82	2.14
每股净资产(最新摊薄)	5.75	6.68	7.89	9.56
<b>估值比率</b>				
P/E	41.57	29.30	22.24	16.30
P/B	4.73	4.07	3.44	2.84
EV/EBITDA	17	13	10	8

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、永辉超市、苏宁电器、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、物产中大、新华都、天音控股、中顺洁柔等。

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