

核心品类护城河巩固 跨区扩张利润双刃剑犹存

——永辉超市（601933）2012年财报点评

2013年4月1日

推荐/维持

永辉超市

财报点评

高坤	零售行业分析师	执业证书编号: S1480511110001
	010-66554016	gaokun@dxzq.net.cn

事件:

公司于3月20日公布了2012年年报: 全年实现营业总收入246.84亿元, 同比增长39.21%, 实现利润总额6.64亿元, 同比增长10.09%, 归属于上市公司股东的合并净利润5.02亿元, 同比增长7.54%。每股收益0.65元, 基本符合我们之前预期。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	3797.19	4446.35	5257.26	6223.55	5488.28	6178.99	6793.50
增长率(%)	36.83	41.99	47.10	47.10	44.54	38.97	29.22
毛利率(%)	20.04	19.73	19.06%	17.96	20.14	20.42	19.74
期间费用率(%)	15.75	16.52	16.36	15.15	17.99	17.28	16.54
营业利润率(%)	3.85	2.72	2.29	2.36	1.58	2.74	2.43
净利润(百万元)	114.06	102.06	95.81	118.48	74.16	143.68	166.74
增长率(%)	154.20	39.06	2.27	-23.88	-34.99	40.78	74.03
每股盈利(季度, 元)	0.150	0.130	0.130	-0.460	0.100	0.190	0.210
资产负债率(%)	35.87	45.65	56.98	57.25	58.95	60.03	59.45
净资产收益率(%)	2.83	2.47	2.35	2.83	1.80	3.38	3.77
总资产收益率(%)	1.81	1.34	1.01	1.21	0.74	1.35	1.53

评论:

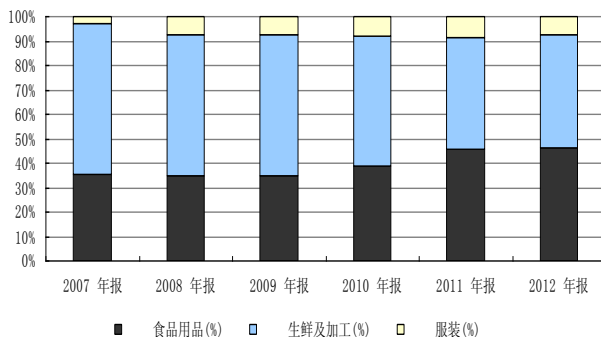
积极因素:

- **量能主导凸显核心内涵优势, 同城加密主导外延方向。**按照“与‘大地产商、大百货’合作”的战略思路, 2012年公司新开门店47家(关闭2家), 少于11年2家, 略低于年初50家开店计划, 但净增幅仍远超可比超市类企业, 门店总数达到了249家。**单店面积从去年的7696平米扩大至8251平米, 已签约未开业门店114家, 主要集中在老区和新区, 重庆22家、福建16家, 河南15家, 四川13家。从量与价的贡献匹配看, 12年日均有效客流138万人次, 同比增长24%, 高于11年6个百分点, 弱势消费环境下, 刚性生鲜消费的拉力明显; 整体同店6.5%, 高于去年CPI的整体低位水平, 量能主导凸显了公司核心竞争力的进一步强化。从区域布局来看, 次新区域苏皖和北京的收入权重已经达到22%, 苏皖地区(1.63%)和河南地区(8.64%)毛利率不同程度的大幅提升无疑成为亮点, 而两大成熟区域重庆、福建的合计毛利权重仍近80%; 已签约门店跨16个省份, 其中14个省有已开业门店, 包括新进入的四川省和浙江省。从开店的分布来看, 重点还是集中在老区, 福建和重庆各开店7家。北京和江苏也在加速布点, 分别开店5家。2011年新进的7**

个省份和2012年新进的浙江省增长迅速。从收入渠道来看，基于品牌优势和集客优势的转租收入在11年56%的高基数之上大幅上升76.8%，高于租金物业费整体支出增幅，一定程度屏蔽了部分租金成本，该项业务收入占比为1%，随着单店大型化趋势的演进，提升空间较大。从业态划分的可比口径来看，卖场无论是门店绝对数量（125家）还是销售占比及增幅均高于整体水平（同店7.01%、11年14.73%），而大卖场虽然在增量上难以匹敌其他细分业态，但其面积占比已经略超卖场也同时是转租收入提升的重要平台，有望成为公司未来的主力军（同店4.87%、11年12.64%）；另外BRAVO精致超市作为次新业态，可比收入增幅较大为54.1%。

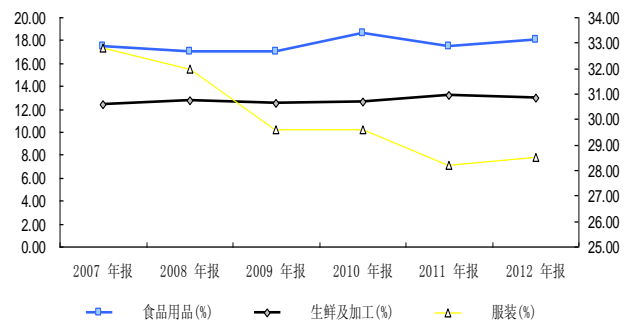
- **高周转、高盈利一主两辅品类结构稳定盈利水平。**公司对于核心品类的布局依然是以生鲜及加工（占营业收入46%）吸引客流，食品用品（占营业收入46%）提升公司毛利，服装（占营业收入8%）提升公司毛利率。报告期内公司综合毛利率略微提升0.08个百分点，其中生鲜成为唯一毛利率下降的品类，降幅为0.23，与CPI的整体下行不无关系。生鲜及加工在未来几年中依然会保持40%以上的高占比，“农超对接”生鲜集客、坪效提升的主导地位依然不变；食品用品部全国重点供应商销售占比从2011年的17%，提升至现在的31.6%；全国厂商销售全同比增长45.6%、同比增长13.7%，规模效应的逐步发挥使得该品类毛利率水平提升0.54%，增幅位于各品类首位，毛利的贡献一举超过了50%，也将成为提升空间最大的品类；服装部实施订货会制度，初步建立内衣的全国供应商体系，也使其毛利率水平在行业终端低迷的背景下逆势提升0.32；此外公司已开发自有品牌12个，覆盖107个小分类，实现销售额16752万元，同比增长279%，也对综合毛利率起到稳固作用。

图 1：按品类划分收入占比变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：按品类划分毛利率变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

后台配套方面，重庆西永物流园一期常温库项目2012年7月份已经投入使用，安徽合肥的华东物流园项目一期2012年12月份初步建成并试运行。北京大区已租赁约八千平方的物流仓储中心已投入使用。东北大区及河南大区的物流园项目计划正在推进中。优势+次核心区域的物流配套已经全面建立，有望支撑北京、安徽、东北等区域的内外兼修发展。去年一季度启动的ERP项目也有望在引领门店精细化管理的同时降低远程门店的经营风险。报告期内，公司的存货周转率延续了08年以来一直下行的趋势至7.54次。

消极因素：

- **费用压力犹存、新兴区域扭亏不容乐观。**较快的外延速度和后台系统的完善所引致的刚性费用压力随之而来。12年公司销售费用中的人力费用同比增长42.4%，管理费用中的人力成本则大幅上升84.1%，租赁费用同比增长61.6%，均高于同期收入增速。管理费用的大幅上涨一方面是基于今年启动的ERP项目全国

借调300人，形成总部费用；另一方面是1933大学生招聘形成的总部费用。同时报告期内财务费用1.48亿元，较上年同期增长3倍。预计2013年投资规模将达18亿元，预计同期营业现金净流入11亿元及定向增发投入10亿元，年末资产负债率在60%以内，定增的落地将一定程度缓解公司明年的财务杠杆压力。

报告期内，江苏、河南、辽宁子公司尚处于培育期，亏损大幅超过上一年，三大子公司12年净利润分别为-2911万元、-4045万元、-5473万元，合计亏损1.24亿，较上半年8000万的亏损略有收窄。但三地较为激烈的卖场竞争格局和终端消费弱市下培育期延长的压力仍成为制约公司13年利润弹性的重要因素。

业务展望：

高效外延、外延转向构筑业绩弹性。2013年公司计划开业约40家已签约门店（较12年进一步放缓）全年营业收入计划达到307亿元，同比增长25%左右，净利润计划增长38%以上。永辉外延跨区幅度太大、太快及大卖场业态比重的增加一直存在分歧，但我们认为首先，公司的“4+1”核心区域中北京、安徽两大次新区域已经实现盈利，完全不同的区域竞争格局和区位特点较为充分的证明了公司的跨区扩张能力；其次在亏损较为严重的东北和河南新兴区域，前者相对温和的竞争环境为公司加密布点战略提供了契机；后者或将随着绑定开发规模效应集聚而逐步确立盈利通道；此外公司还明确表示不会进入山东等区域寡头地位强劲的地区、13年不新设大区，与此同时，福建、重庆成熟区域新开门店在3-6个月的盈利周期及北京、苏皖地区6-12个月的培育周期也为业绩拐点提供了较大的支撑。

转租为主、品类关联为辅的盈利突围巩固生鲜高周转护城河。从供应链的角度，永辉的ROE具备低盈利、高周转、高杠杆的特性，生鲜及加工在未来几年中依然会保持40%以上的高占比。永辉通过生鲜品类构筑自身高周转护城河的同时，需要通过转租、品类关联两大手段突围高盈利与高财务杠杆的跷跷板效应。生鲜与服装具有较大的相关性，大幅缩短后者三年左右的培育期，前者仅需1-3个月，生鲜45%的占比，服装8-10%是比较理想的结构。但公司服装价格的定位中枢与电商服饰存在一定的重合，使得两者的相关性在一线城市甚至部分地级市大大缩水，转租形成的“类社区购物中心”模式或成为发达地区的主导形态；而在河南、东北等新兴区域及渠道下沉的成熟区域品类的关联效应对于盈利的贡献则大于转租。食品用品是未来弹性空间最大的品类：主要通过品类组合管理、全国供应商比例提升（从20%提升至60%）、单品的盈利挖掘三大手段进行毛利率的提升。

盈利预测与投资建议：

独特的生鲜模式、高效的外延扩张、灵活且标准化的供应链管理使得永辉在超市的红海市场中抵御了电商的边缘化威胁并最终实现自身内外兼修的发展态势。我们预计公司13-14年EPS的预测为0.89和1.14元，对应的PE分别为31倍和24倍；综合考虑到公司较大的业绩弹性和良好的一季报业绩，给予6个月目标价31元，距当前价格仍有14%的涨幅。维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、通胀下行引致的同店增速下滑风险。
- 2、渠道纵横外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

表 2: 投资组合盈利预测和估值

万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17,731.56	24,684.32	31,612.50	40,068.55	48,002.29
(+/-)%	43.97	39.21	28.07	26.75	19.80
经营利润 (EBITDA)	810.06	984.14	1,191.25	1,480.97	1,992.11
(+/-)%	40.97	21.49	21.04	24.32	34.51
净利润	466.92	502.12	682.83	877.57	1,181.16
(+/-)%	52.82	7.54	35.99	28.52	34.60
每股净收益 (元)	0.61	0.65	0.89	1.14	1.54

资料来源: 东兴证券

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券