

分析师：张丽华

执业证书编号：S0050510120019

Tel: 010-59355982

Email: zhanglh@chinans.com.cn

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)。

商业贸易

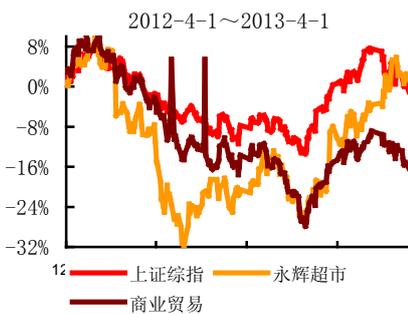
投资评级

本次评级:	增持
跟踪评级:	维持
目标价格:	29.0

市场数据

市价(元)	27.77
上市的流通A股(亿股)	4.83
总股本(亿股)	7.68
52周股价最高最低(元)	20.11-32.9
上证指数/深证成指	2297.67/9226.64
2012年股息率	0.31%

52周相对市场表现



相关研究

永辉超市 (601933. SH)

扩张致费用大幅增加 下半年业绩出现反弹

投资要点

●2012年，公司实现营业总收入246.84亿元，较上年同期增长39.21%；实现营业利润5.68亿元，较上年同期下降3.46%；归属于上市公司股东的合并净利润5.02亿元，较上年同期增长7.54%；归属于上市公司股东的净利润扣除非经常性损益后为4.53亿元，较上年同期相比增长2.46%，每股收益0.65元。利润分配方案：每10股转增10股，派发现金红利3.00元（含税）。

●下半年业绩大幅反弹：分季度看，一到四季度营业收入增速分别是47.10%、44.53%、38.97%、29.22%；净利润增速分别为-23.88%、-34.98%、40.78%、74.03%；毛利率为17.96%、20.14%、20.42%、19.74%；净利率为1.90%、1.35%、2.33%、2.45%。

●开店速度有所放缓：2012年，新开门店47家，略低于年初开店计划（逾50家），关闭两家门店，门店总数249家，经营面积205万平米，比上年净增加48万平米。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。2012年，福建和重庆各关店1家，均是3千平米左右的社区店。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。

●同店增速下滑：从门店类别看，开业两年以上的门店数量为152家，相比2011年增加36家，其中大卖场21家、卖场88家、社区店42家、BRAVO精致超市1家，销售额188.74亿元，占营业收入的76.46%；同店增速分别为4.87%、7.01%、4.07%、54.10%，相比2011年大卖场、卖场、社区店同店增速分别下降7.77、7.72、4.48个百分点，内生增长动力下降。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	24684.32	30855.40	37026.48	43691.24
增长率(%)	39.21	25.00	20.00	18.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	502.12	40.94	22.78	17.59
增长率(%)	7.53	40.94	22.78	17.59
毛利率(%)	19.54	19.60	19.70	19.80
净资产收益率(%)	11.37	13.81	14.69	14.90
EPS(元)	0.65	0.92	1.13	1.33
P/E(倍)	42.47	29	24	20
P/B(倍)	0.00	4	3	3

来源：公司年报、民族证券

●费用大幅增加：2012年期间费用率为16.69%，较上年增长1.19个百分点；其中销售费用33.29亿元，较上年同期增长45.09%；管理费用6.44亿元，较上年同期增长59.53%；财务费用1.48亿元，较上年同期增长199.55%。费用增加主要源于前期展店速度过快，折旧摊销与人工费用增幅较大。

●从商品类别看，公司生鲜及加工、食品用品、服装实现营业收入分别为109.59亿元、109.64亿元、18.26亿元，增速为40.11%、39.50%、27.00%；毛利率分别为12.95%、18.02%、28.59%。生鲜及加工、食品用品营业收入的增长都高过公司营业收入的增长，但服装的增长速度、销售占比、毛利贡献都低于公司的总体水平，主要是受服装行业全年不景气的影响。相比2012年上半年，生鲜及加工、食品用品、服装及主营业务毛利率在下半年的毛利率分别提高了0.35%、1.47%、2.88%、0.96%。

●分区域看：福建、重庆、北京、苏皖、河南、东北各区营业收入同比增速分别为10.76%、34.09%、102.36%、111.92%、730.85%、1771.25%；毛利率分别为18.52%、16.51%、14.30%、13.74%、11.57%、11.57%。越新的地区营业收入增速越快，毛利率和毛利贡献越低。重庆大区规模效应明显，营业收入已经超过福建大区，由于成立时间比福建晚，毛利率和毛利贡献低于福建大区。

●年报披露2013年公司总体目标：已签约门店计划开业约40家，新签约现货店视实际情况决定；2013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。除此之外，公司预计2013年投资规模将达18亿元，预计营业现金净流入11亿元及定向增发投入10亿元可满足资金需求。公司此前披露预计2013年第一季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长约100%。

●盈利预测与投资评级：随着2011年底、2012年初新开门店逐步成熟，公司内生增长动力将有所恢复；开店速度有所放缓，各项费用或得到适当控制，我们预测公司2013年、2014年、2015年每股收益为0.92元、1.13元、1.33元，给予公司“增持”评级。

●风险提示：新开门店培育期延长；人才储备不足。

表 1：2012 年销售费用（万元）

项目	2012 年发生额	2011 年发生额	增速 (%)	占比 (%)
工资福利社保等薪金	132653.55	93134.21	42.43	39.85
房租物业费	65816.13	40740.39	61.55	19.77
水电费及燃料费	32601.05	25992.34	25.43	9.79
折旧及摊销	40898.89	25773.29	58.69	12.29
运费	19908.83	12396.15	60.60	5.98
物耗费	16170.10	10425.56	55.10	4.86
汽车、差旅、通讯等办公费用	5434.82	5409.82	0.46	1.63
保洁费	9769.65	5585.02	74.93	2.93
业务宣传费	4095.19	4492.65	-8.85	1.23
修理费	4165.79	4787.83	-12.99	1.25
其他	1399.82	714.01	96.05	0.42
合计	332913.82	229451.27	45.09	100.00

资料来源：公司公告，民族证券

表 2：2012 年管理费用（万元）

项目	2012 年发生额	2011 年发生额	增速 (%)	占比 (%)
工资福利社保等薪金	34,717.07	18,853.74	84.14	53.92
折旧及摊销	5,911.31	5,264.64	12.28	9.18
商品损耗费	7,697.05	5,500.52	39.93	11.95

汽车、差旅、通讯等 办公费用	6,593.53	4,867.19	35.47	10.24
低值易耗品	2,478.72	1,572.32	57.65	3.85
印花税等税费	2,120.87	1,283.57	65.23	3.29
咨询、审计、律师等 中介费用	2,728.24	926.07	194.60	4.24
房租物业费	1,136.76	1,103.61	3.00	1.77
其他	1,007.05	991.69	1.55	1.56
合计	64,390.59	40,363.35	59.53	100.00

资料来源：公司公告，民族证券

表 3：各品类经营数据（万元）

分产品	毛利率	营业收入 比上年增 减	营业成本 比上年增 减	毛利率比 上年增减	占主营业 务收入权 重	主营业务 收入权重 比上年增 减	毛利占比	毛利占比 比上年增 减
生鲜及加 工	12.95%	39.50%	39.88%	-0.23%	46.15%	0.25%	36.24%	-0.62%
食品用品	18.02%	40.11%	39.20%	0.54%	46.17%	0.46%	50.46%	1.76%
服装	28.54%	27.00%	26.44%	0.32%	7.69%	-0.71%	13.30%	-1.13%
合计	16.49%	38.73%	38.60%	0.08%	100.00%	0.00%	100.00%	0.00%

资料来源：公司公告，民族证券

表 4：各区域经营数据（万元）

地区名称	营业收入比 上年增减	本期毛利率	毛利率比上 年增减	主营业务收 入权重	主营业务收 入权重比上 年增减	毛利权重	毛利权重比 上年增减
福建大区	10.76%	18.52%	0.78%	36.41%	-9.20%	40.90%	-6.98%
重庆大区	34.09%	16.51%	0.25%	37.80%	-1.31%	37.85%	-0.89%
北京大区	102.36%	14.30%	0.60%	13.52%	4.25%	11.72%	2.80%
苏皖大区	111.92%	13.74%	1.63%	8.50%	2.93%	7.08%	2.76%
河南大区	730.85%	11.57%	8.64%	1.81%	1.51%	1.27%	1.21%
东北大区	1771.25%	9.89%	4.47%	1.95%	1.81%	1.17%	1.09%
合计	38.73%	16.49%	0.08%	100.00%	0.00%	100.00%	0.00%

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	6276.86	9611.95	11897.77	14497.25
现金	1418.07	3423.96	4477.26	5747.04
应收账款	177.67	169.07	202.88	239.40
其它应收款	999.17	1521.64	1825.96	2154.64
预付账款	761.59	1098.96	1318.75	1556.13
存货	2871.91	3398.32	4072.91	4800.05
其他	48.44	0.00	0.00	0.00
非流动资产	4629.59	5083.60	5414.50	5717.87
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4594.72	4914.77	5204.82	5464.86
无形资产	0.00	10.00	20.00	30.00
其他	34.87	158.83	189.68	223.01
资产总计	10906.45	14695.55	17312.27	20215.12
流动负债	6407.56	8970.30	10619.99	12399.78
短期借款	700.00	700.00	700.00	700.00
应付账款	3314.88	3058.49	3665.62	4320.05
其他	2392.68	5211.81	6254.37	7379.74
非流动负债	76.88	593.75	770.31	949.76
长期借款	0.00	46.64	89.79	125.94
其他	76.88	547.11	680.53	823.82
负债合计	6484.44	9564.05	11390.30	13349.54
少数股东权益	5.32	6.74	8.32	10.21
归属母公司股东权益	4417.09	5124.75	5913.64	6855.37
负债和股东权益	10906.85	14695.55	17312.27	20215.12

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	1670.07	1840.38	2047.88	2336.62
净利润	503.05	707.67	788.89	941.73
折旧摊销	312.70	179.95	209.95	239.95
财务费用	147.96	162.76	179.04	196.94
投资损失	-13.48	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	719.84	800.00	880.00	968.00
投资活动现金流	-1144.18	-1258.60	-1384.46	-1522.90
资本支出	-1659.82	-1742.81	-1829.95	-1921.45
筹资活动现金流	-885.95	-241.82	-95.22	-116.13
短期借款	700.00	700.00	700.00	700.00
长期借款	0	46.64	89.79	125.94
现金净增加额	-197.72	339.97	568.20	697.59

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	24684.32	30855.40	37026.48	43691.24
营业成本	19859.03	24807.74	29732.26	35040.38
营业税金及附加	115.17	154.28	185.13	218.46
营业费用	3329.14	4103.77	4943.03	5854.63
管理费用	643.91	771.38	944.18	1135.97
财务费用	147.96	162.76	179.04	196.94
资产减值损失	24.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	-10.51	0	0	0
投资净收益	13.48	10	10	10
营业利润	568.01	865.47	1052.84	1254.87
营业外收支	95.61	70.00	70.00	70.00
利润总额	663.62	935.47	1122.84	1324.87
所得税	160.57	226.38	252.37	301.26
净利润	503.05	709.09	870.47	1023.61
少数股东损益	0.93	1.42	1.58	1.89
归属母公司净利	502.12	707.67	868.89	1021.73
EPS (元)	0.65	0.92	1.13	1.33

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	39.21%	25.00%	20.00%	18.00%
营业利润	-3.46%	52.37%	21.65%	19.19%
归属母公司净利	7.54%	40.94%	22.78%	17.59%
获利能力				
毛利率	19.55%	19.60%	19.70%	19.80%
净利率	2.04%	2.30%	2.35%	2.34%
ROE	11.37%	13.81%	14.69%	14.90%
偿债能力				
资产负债率	59.46%	65.08%	65.79%	66.04%
流动比率	97.96%	107.15%	112.03%	116.92%
速动比率	53.14%	69.27%	73.68%	78.20%
每股指标(元)				
每股收益	0.65	0.92	1.13	1.33
每股经营现金	2.17	2.40	2.67	3.04
每股净资产	5.76	6.68	7.71	8.94
估值比率				
P/E	41	29	24	20
P/B	5	4	3	3

分析师简介

经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。