

毛利率不达预期拖累公司业绩

谨慎推荐 (维持)

永辉超市 (601933) 2013 年三季度报点评

风险评级：一般风险

2013 年 10 月 28 日

投资要点:

- ◇ **公司三季度业绩增长放缓。**公司2013年三季度报披露，1-9月份公司实现营业收入220.14亿元，同比增长23.04%；实现归属于上市公司股东的净利润5.5亿元，较上年同期增长63.87%，实现EPS0.36元。业绩基本符合预期。分季度看，三季度公司实现营业收入及归属净利润分别为76.01亿元、1.61亿元，同比增长分别为23.01%、12.23%。
- ◇ **三季度外延扩张加快，新进区域营收增速快。**截至第三季度，公司在7个省新开门店10家，开店速度几乎达到上半年水平（上半年开店14家），前三季度合计开店23家，关店1家，公司在扩张方面并未显示出放缓态势反而更加积极。截止三季报末公司已开业门店总数达到269家，总面积超过200万平米。另外，三季度公司在10个省新签约项目17家，目前公司已签约为开店的储备项目达到128家。公司在三季度单季度营业收入维持了今年20+的同比增速，我们认为公司在河南、东部等新进区域的收入带动是主因。
- ◇ **单季度毛利率同比环比皆下跌是业绩增长放缓的主因。**公司前三季度综合毛利率19.28%，同比下降0.2个百分点，是报告期内净利润增速放缓的主要原因。其中三季度单季度综合毛利率达到19.51%，同比下跌0.89个百分点，该毛利率水平也是公司近两年以来单季度第二低的毛利率（2012年一季度为17.96%）。我们认为一方面与整个宏观环境低迷有关；另一方面也与公司服装业务在重庆和福建地区大力增加促销有关；再者，公司通常在新进区域采取较低的价格进行产品促销以谋求快速获得市场份额，因此新进区域毛利与成熟地区毛利差距较大，拖低总体毛利率。而由于三季度新开门店较多，且公司计划全年实现新开门店40家的目标，四季度开店步伐预计较大，毛利率将会继续受到拖累。
- ◇ **销售费用管控良好，财务费用同比大幅减少。**三季度公司销售管理费用同比下降0.45个百分点，主要是因为公司ERP系统上线提升了管理的效率。财务费用率同比下降0.39个百分点，显示了公司持续控制成本的能力。
- ◇ **定增完成，公司有望长期获益。**公司在9月完成了定向增发。公司生鲜、服装的经营模式为自营，基本现款现货，而两项业务销售占比超过50%，这也是公司现金流较其它公司差，需要更多营运资金的原因。一旦增发完成，公司将有充足的资金改善资本结构，缓解财务费用压力。而此次增发募集资金将主要用于补充流动资金，包括：1) 提高生鲜、食品用品同采直采比例；

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

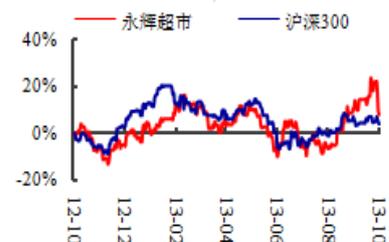
研究助理：曾彤浩
电话：0769-22110619

邮箱：
zengtonghao@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 10 月 25 日

收盘价(元)	13.18
总市值(亿元)	214.47
总股本(百万股)	1,627
流通股本(百万股)	988.07
ROE(TTM)	12.5%
12月最高价(元)	15.23
12月最低价(元)	10.51

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

2) 加大自有品牌研发与投入, 对公司现有信息系统升级及物流配送体系完善有所推动; 3) 补充门店运营资金; 4) 改善资本结构, 缓解财务费用压力, 同时也缓解了现金流压力。5) 有助于公司加快向东北、河南等全国其他区域市场开拓。

给予“谨慎推荐”的投资评级。公司在新进区域减亏态势良好、现金流状况改善, 目前公司仍处于高速成长期, 发展前景值得期待。预计公司 2013/14 年 EPS 分别为 0.46/0.59 元, 对应 PE 为 29 倍和 13 倍, 维持“谨慎推荐”的评级。我们认为短期内公司以生鲜为主导的经营品类能最大程度地抵制网购带来的冲击, 且公司在 11、12 年新开近 100 家门店正处于快速成长期, 将在市场整体不景气时带动公司保持高于行业平均的同店增速。长期来看, 公司的核心竞争优势突出, 复制型强, 在行业景气度低时作为行业龙头有望趁势通过并购整合进一步提高市场竞争力, 我们将长期看好公司发展的前景。

风险提示: 行业竞争加剧, CPI 持续下行, 外延扩张引至的效率降低, 租金人力成本上升等。

表 1: 公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	17,731.56	24684.32	31306.00	39690.00
营业总成本	17,164.74	24119.28	30436.26	38528.81
营业成本	14,318.21	19859.03	25169.78	31821.06
营业税金及附加	115.17	115.17	118.96	150.82
销售费用	2295	3329.14	4220.05	5326.40
管理费用	404	643.91	754.47	956.53
财务费用	49	147.96	161.00	259.00
资产减值损失	16	24.08	12.00	15.00
其他经营收益	22	2.97	13.00	13.00
公允价值变动净收益	0	-10.51	0.00	0.00
投资净收益	22	13.48	13.00	13.00
其中 对联营和合营投资收益	0	0.00	0.00	0.00
营业利润	588	568.01	882.74	1174.19
加 营业外收入	36	126.59	127.00	127.00
减 营业外支出	22	30.98	31.00	31.00
利润总额	603	663.62	978.74	1270.19
减 所得税	135	160.57	236.85	307.39
净利润	468	503.05	741.88	962.80
减 少数股东损益	1	0.93	1.08	1.40
归属于母公司净利润	466.92	502.12	740.81	961.41
最新总股本(万股)	153580	153580	162722	162722
基本每股收益(元)	0.30	0.33	0.46	0.59
市盈率(倍)	44.33	40.30	29.21	22.51

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119450

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn