



永辉:红海杀出, 10 倍外延潜力

2014.04.23

张芳(首席分析师)

电话: 020-88834052

邮箱: zhangfang@gzgzhs.com.cn

执业编号: AS0320510120003

谨慎推荐

现价: 6.37

目标价: 7

股价空间: 10%

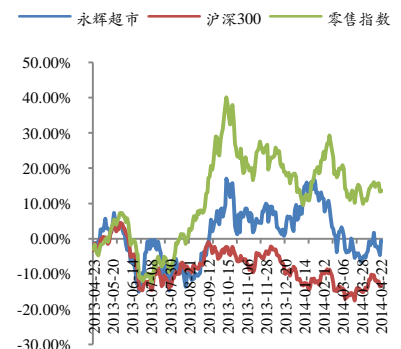
商业零售行业

事件: 今日公布一季报

评论:

- 1 季度公司在新开 1 家店前提下实现收入增长 22.7%, 增速良好. 净利润同比增长 10.8%. 净利润增速低于收入增速主要是因为 1) 毛利率微降 0.1 个百分点, 2) 费用率同比提升 0.5 个百分点, 3) 所得税率增加 0.1 个百分点. 剔除非经常项目的营业利润增速为 5.2%.
- 永辉正从红海顺利杀出从一家区域超市变身全国型超市, 扩张阶段尚处初期. 永辉从 01 年 3 家店扩展到 13 年 288 家店, 随着规模扩张和区域拓展, 拿店能力、供应商谈判能力, 市场知名度, 政府认可度不断提升意味着未来永辉的外延扩张能力将不断增强. 永辉的优势在于低价优质生鲜打造客户黏性. 供应链高效管理保证盈利能力. 模仿壁垒在于生鲜全品类农户直采. 这些基因保证其他超市屡屡收缩战线背景下而永辉快速外延扩张; 保证永辉新店培育期明显快于同业; 保证永辉在重庆、北京这类高度竞争市场上站稳脚跟. 在未来, 我们判断这些优势和壁垒将助永辉在行业一片红海中顺利杀出, 从一家区域超市变身一家全国超市.
- 外延门店扩张空间具 10 倍潜力. 未来公司控制每年新开 50-60 家店的节奏, 匹配供应链、管理、人才、资金的需求. 从长期空间看, 假设每个一级城市和直辖市容纳 100 家, 省会城市 50 家, 地级市 10 家, 县级市 2 家, 那么总数是 5000 家左右, 外延扩张的天花板还较远.
- 第三次举牌中百集团, 持股 15%. 对永辉而言, 湖北市场一直迟迟未能打开, 而中百在湖北已具备明显的优势, 拥有 1000 多家实体门店, 5 座常温干货配送中心以及占地 300 亩的生鲜物流园. 若能与中百达成某种合作, 借机切入湖北市场, 则能打通公司围绕湖北已布局的重庆、河南、安徽、陕西等区域, 有利于规模效应发挥, 减低物流等成本, 具有战略意义.
- 长期看, 我们认为公司是较好的稳健成长股标的, 短期看, 我们预计 14 年公司新开门店 50 家左右, 业绩增速大约 20%-25% 左右, 目前价格比较合理, 缺乏明显低估的安全边际, 所以暂给予“谨慎推荐”评级.
- 风险提示: 永辉最强的对手不是沃尔玛, 大润发, 因为市场购大, 完全可以支撑几头大象的共同成长, 我们认为永辉最大风险在于移动互联趋势下, 便利店业态对卖场业态的流通价值颠覆.

股价走势



股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
永辉超市	5.99	-10.26	-7.
零售指数	1.84	-4.14	-9.
沪深 300	2.08	-0.26	-8.

基本资料

总市值 (亿元)	207.31
总股本 (亿股)	32.54
流通股比例 (%)	94.38
资产负债率 (%)	53.80
大股东	张轩松
大股东持股比例 (%)	24.68

相关报告



表 1: 盈利预测

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	24684	30543	37873	45448
同比 (%)	39.21%	23.73%	24.00%	20.00%
归属母公司净利润	502	721	872	1080
同比 (%)	7.54%	43.51%	21.06%	23.77%
ROE	11.37%	12.20%	0.00%	0.00%
每股收益 (元)	0.15	0.22	0.27	0.33
P/E	39.80	28.77	23.76	19.20
P/B	4.52	3.51	2.89	2.34

资料来源: 广证恒生

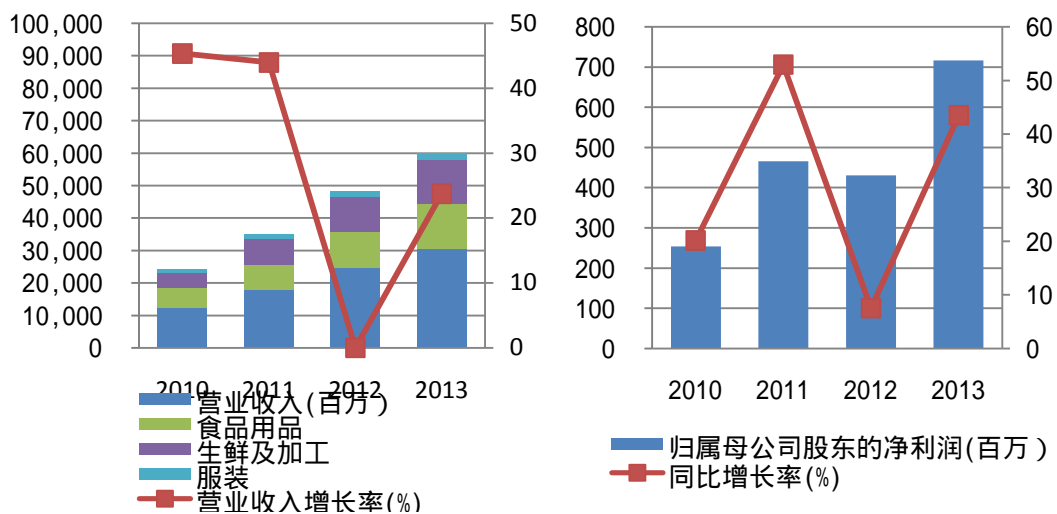
表 2: 单季度业绩

单季度业绩	2013/3/31	2013/6/30	2013/9/30	2013/12/31	2014/3/31
营业成本率	22.30%	24.00%	23.00%	25.50%	22.70%
折旧占成本比	80.60%	80.70%	80.90%	81.10%	80.70%
营业税金及附加占收入比	1.90%	0.00%	4.10%	0.00%	2.00%
主营毛利率	0.40%	0.50%	0.50%	0.40%	0.50%
销售费用率	19.00%	18.80%	18.60%	18.50%	18.90%
管理费用率	12.00%	14.60%	13.90%	13.90%	12.90%
财务费用率	2.60%	2.00%	2.20%	2.30%	2.20%
三费率	0.30%	0.30%	0.30%	0.20%	0.30%
成本费用率	14.90%	16.90%	16.40%	16.40%	15.40%
营业利润率	95.50%	97.60%	97.30%	97.50%	96.10%
营业利润率 (扣除非经常项目)	4.00%	1.60%	2.20%	2.50%	4.10%
营业外收入占收入比	4.00%	1.90%	2.20%	2.10%	3.50%
利润率	0.70%	0.80%	0.50%	0.40%	0.20%
所得税率	4.60%	2.30%	2.60%	2.80%	4.20%
净利润率	21.30%	26.70%	20.00%	28.20%	22.30%
少数股东损益	3.60%	1.70%	2.10%	2.00%	3.30%
母公司净利润增长率	0.10%	0.20%	0.10%	0.20%	0.10%
	133.30%	52.90%	12.20%	2.50%	10.80%

资料来源: wind

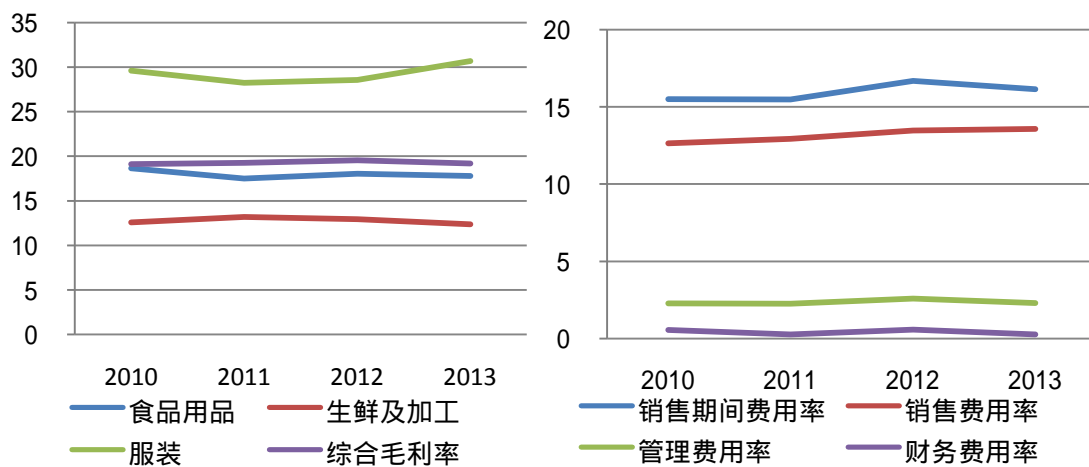


图表 1 公司近年收入（百万元）及增长率情况 图表 2 公司近年归母净利（百万元）及增长率情况



资料来源:wind

图表 3 公司主业及综合毛利率变化情况 (%) 图表 4 公司近年三项期间费用率情况 (%)



资料来源: wind



机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域 机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
广州机构销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构销售	杨箭	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	黄诚	(86)18616267711	huangc@gzgzhs.com.cn
海外业务拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。