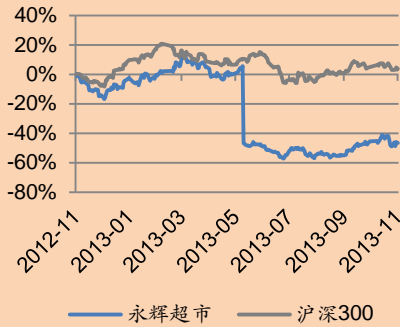




永辉超市 (601933)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-08-21



主要数据

总股本(百万股)	3,254.44
A股股本(百万股)	3,254.44
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	237.9
A股流通比例(%)	94.4
第一大股东	张轩松
第一大股东持股比例	24.68
12个月最高/最低(元)	15.38/5.85

华安证券大消费研究组

分析师: 王俊杰

021-60956106

wjjhazq@163.com

S0010513100001

联系人: 洪叶

021-60956105

hy_hazq@126.com

S0010113110005

业绩略低于预期 关注外延加速+内生改善+新业务探索

主要观点:

□ 业绩略低于预期, 毛利率略升, 期间费用率压力致使净利率下降。

公司发布 2014 年半年报, 报告期实现营业收入 177.03 亿, 同比增长 22.83%; 实现归母净利润 4.53 亿, 同比增长 16.37%, 扣非净利润 3.86 亿, 同比增长 13.40%, 略低于预期。

报告期内主营业务毛利率为 16.49%, 较去年同期增加 0.26 个百分点, 各品类毛利率均有提升。

品类	收入同比 (%)	毛利率 (上期)	毛利率 (本期)
生鲜	24.23%	12.79%	12.87%
食品用品	23.17%	17.83%	18.23%
服装	11.18%	27.23%	29.15%

净利率为 2.56%, 较上年同期下降 0.14 个百分点, 主要是由于期间费用率 (16.34%), 较去年同期增加 0.57 个百分点。其中, 销售费用率为 13.85%, 较去年同期上升 0.62 个百分点, 主要由于去年四季度快速开店 23 家以及今年上半年又开店 11 家, 尤其是人工成本上升 (职工薪酬同比上升 35.56%)。

□ 同店增长: 内生盈利能力持续改善。

公司营收同比增长 22.83%, 主要来自于新开门店的外延增量和稳健的同店增长。公司上半年同店增长达 5.51%, 其中客单价增速 7% 以上。分区域来看, 福建大区收入稳健增长 10.61%, 同店增速在 4% 左右; 次成熟区华西大区已进入稳定利润贡献阶段, 收入同比增长 19.78%, 保持 8-10% 的同店增速; 次新区发展稳定向好, 其中安徽大区上半年实现收入 9.68 亿 (占比 6%), 同比增长 25.01%, 毛利同比增长 46%; 华东、河南、东北等地区分别实现营收同比增长 105.93%、59.52%、60.10%。河南地区上半年已达到盈亏平衡, 我们预计下半年江苏及东北地区有望减亏。

□ 外延扩张: 门店交付延迟导致开店慢于预期, 下半年将加速。

报告期公司延续了上半年开店少的惯例, 但受门店交付延迟的影响, 上半年仅新开门店 11 家, 分别位于福建重庆老区 (5 家)、四川 (2 家)、江苏 (1 家)、安徽 (1 家)、上海 (2 家)。至此公司共拥有门店 297 家, 合计经营面积 271.69 万平方米, 单店平均面积 9147.73 平方米。

上半年新签约门店 40 家, 签约总数达到 167 家, 储备面积 192.54 万平方米。我们认为, 公司仍保持较快的外延扩张速度, 下半年将迎来开店高峰, 我们保守预计 14 年全年开店 50 家。

□ 盈利预测与评级

公司是农改超龙头企业, 借力生鲜差异化经营模式保证外延扩张动力, 同时, 其供应链管理铸就公司核心竞争力。未来公司看点有在于新区、次新区培育期的结束带来的盈利改善, 以及微店、上海农改超

店、五代店等新探索的实施效果。另外，上半年公司通过向牛奶有限公司定增，获得 56.92 亿元资金用于新店建设、基础架构建设，并与战投开展商品资源共享等方面业务合作，有利于公司长期战略发展。

我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.23 元、0.27 元、0.34 元，对应 PE 分别为 33 倍、27 倍、21 倍，维持“增持”评级。

□ 风险提示

门店扩张不达预期；门店培育期过长。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	7,499	9,910	11,327	13,877	营业收入	30,543	37,262	45,460	55,461
现金	1,896	2,000	2,100	2,000	营业成本	24,682	30,108	36,686	44,785
应收账款	962	1,781	2,073	2,844	营业税金及附加	139	168	205	250
其他应收款	864	1,294	1,560	1,903	销售费用	4,148	5,030	6,137	7,432
预付账款	926	1,225	1,497	1,855	管理费用	705	857	1,046	1,276
存货	3,365	4,634	5,393	6,930	财务费用	82	60	100	100
其他流动资产	1,034	1,294	1,560	1,903	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	5,473	7,529	8,784	10,331	公允价值变动收益	18	18	18	18
长期投资	23	77	33	44	投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
固定资产	3,027	4,896	6,373	7,933	营业利润	801	1,056	1,304	1,636
无形资产	581	542	506	472	营业外收入	180	180	180	182
其他非流动资产	1,843	2,014	1,872	1,882	营业外支出	36	36	36	36
资产总计	12,973	17,439	20,111	24,208	利润总额	945	1,200	1,448	1,782
流动负债	6,934	10,921	12,971	16,291	所得税	224	284	342	422
短期借款	833	329	102	98	净利润	722	916	1,105	1,361
应付账款	3,990	4,783	5,961	7,210	少数股东损益	1	1	2	2
其他流动负债	2,111	5,810	6,908	8,982	归属母公司净利润	721	915	1,103	1,359
非流动负债	124	124	124	124	EPS (元)	0.22	0.23	0.27	0.34
长期借款	43	43	43	43					
其他非流动负	81	81	81	81					
负债合计	7,058	11,045	13,095	16,415					
少数股东权益	5	7	9	11					
股本	1,627	4,067	4,067	4,067					
资本公积	2,441	2,441	2,441	2,441					
留存收益	1,841	2,468	3,366	4,468					
归属母公司股东权	5,910	6,388	7,009	7,787					
负债和股东权益	12,973	17,440	20,111	24,209					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	693	1,219	2,512	1,478
净利润	722	956	1,242	1,555
折旧摊销	337	217	321	438
财务费用	82	60	100	100
投资损失	(15)	15	15	15
营运资金变动	(351)	(18)	834	(630)
其他经营现金	32	(11)	0	0
投资活动现金流	(1,031)	(2,241)	(1,590)	(2,000)
资本支出	(768)	(2,100)	(1,800)	(2,000)
长期投资	(23)	(55)	44	(11)
其他投资现金	(241)	59	0	0
筹资活动现金流	836	1,173	(722)	521
短期借款	133	(504)	(226)	(4)
长期借款	43	0	0	0
普通股增加	859	0	0	0
资本公积增加	143	0	0	0
其他筹资现金	(342)	1,677	(496)	525
现金净增加额	498	104	100	(100)

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	23.73%	22.00%	22.00%	22.00%
营业利润	41.06%	21.40%	23.41%	25.53%
归属于母公司净利润	43.51%	26.97%	20.60%	23.13%
获利能力				
毛利率(%)	19.19%	19.20%	19.30%	19.25%
净利率(%)	2.36%	2.46%	2.43%	2.45%
ROE(%)	12.20%	14.10%	15.20%	18.27%
ROIC(%)	35.38%	11.60%	13.90%	15.00%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.40%	54.16%	54.66%	54.85%
净负债比率(%)	6.70%	5.80%	2.50%	2.50%
流动比率	1.08	1.00	1.00	1.00
速动比率	0.60	0.50	0.40	0.40
营运能力				
总资产周转率	2.56	2.22	2.06	2.18
应收账款周转率	221.58	245.12	203.17	221.31
应付账款周转率	8.36	8.49	8.46	8.42
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.28	0.34	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.06	0.42	0.36
每股净资产(最新摊薄)	1.82	2.01	2.28	2.62
估值比率				
P/E	34.0	26.7	22.2	18.0
P/B	4.1	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	15.21	9.48	6.36	5.19

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。