

商贸零售：永辉超市（601933）中报点评

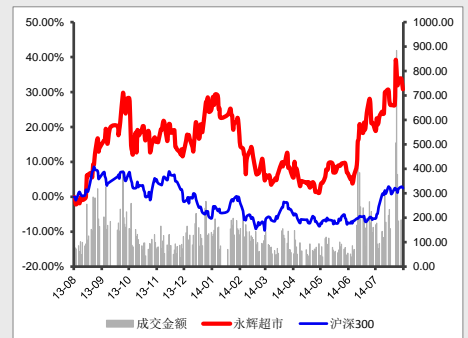
2014年8月21日

内生增长态势良好，外延扩张有望提速

推荐（首次）

市场表现

截至 2014.8.20



市场数据

2014-8-20

A 股收盘价 (元)	7.57
一年内最高价 (元)	8.38
一年内最低价 (元)	5.79
上证指数	2,240.21
市净率	4.17
总股本 (亿股)	32.54
实际流通 A 股 (亿股)	30.72
限售流通 A 股 (万股)	1.83
流通 A 股市值 (亿元)	232.52

分析师：周悦

执业证书号：S1490514060001

电话：010-58568159

邮箱：zhouyue@hrsec.com.cn

⑤ H1 收入、净利润增速符合预期

2014H1 公司实现营收 177.03 亿元，同比增长 22.83%，毛利总额 34.40 亿元，同比增长 23.30%，营业利润 5.69 亿元，同比增长 35.58%，归属净利润 4.53 亿元，同比增长 16.37%。EPS 为 0.14 元，加权平均 ROE 为 7.51%，同比下降 1 个百分点。

⑤ 上半年开店速度不及预期，但同店销售、毛利率稳步提高

1) 由于物业交付延迟，2014H1 公司开店仅 11 家，其中 10 家为 2 季度完成，对上半年收入贡献较小。公司展店计划为 3 年近 200 家/每年 60 家左右，下半年开店速度将加快，预计在 30 家以上；

2) 2014H1 公司可比门店收入同比增加 5.51%，较 2013H1 的 3.84% 有所提高，公司日均有效客流量同比增长 10.81%，低于收入的增速，可比门店收入的增加主要来自于客单价的提升；

3) 综合毛利率达到 19.43%，同比增加 0.07 个百分点，食品用品、生鲜、服装毛利率分别提升 0.4、0.08、1.93 个百分点，公司持续优化供应链的效果开始显现。高毛利率的服装增速较低，收入占比下降 0.7 个百分点至 6.3%。

⑤ 次新区、新区改善明显，贡献利润可期

次新区中，北京、安徽收入增速分别为 23.1%、25.0%，毛利率同比上升 0.59、2.33 个百分点，至 14.45%、16.18%。新区中，河南、东北收入增速为 59.5%、60.1%，毛利率同比上升 0.93、0.52 个百分点，至 14.57%、11.69%，华东区收入同比增长 105.9%，毛利率下滑 2.13 个百分点至 14.18%，主要为新开门店较多及南京大厂店关店所致，可比门店毛利率仍为上升。上半年河南区已实现净利润转正，下半年华东区也有望实现扭亏，新区将成为利润贡献的来源。

⑤ 薪酬支出增加致销售费用大幅提升

1) 销售费用同比增长 28.67%，销售费用率提高 0.62 个百分点至 13.85%，其中职工薪酬支出同比增加 35.69%，占收入比重提升 0.57 个百分点至 5.84%。原因之一是开店较多的华东地区人力成本较高。房租物业费、折旧摊销支出占收入比重与去年同期持平。

2) 管理费用同比增长 15.95%，管理费用率下降 0.13 个百分点至 2.19%。

⑤ 牛奶国际入股，外延扩张有望提速

永辉超市于8月12日公告定增预案，拟向牛奶国际香港子公司定向增发8.13亿股，占发行后总股本19.99%，发行价格为7元/股，募集资金规模达56.92亿元，锁定期三年。牛奶国际旗下运营Wellcome（惠康），7-Eleven（7-11），Mannings（万宁）等亚太知名的连锁零售企业，其中惠康是香港地区第二大连锁超市。牛奶国际在中国大陆地区未涉足超市业态，投资永辉超市是补足其自身的短板，从另一方面也可以证明永辉超市本身质地的优秀。对于永辉超市而言，实际上公司目前的现金储备（19.6亿元）及经营活动产生的现金流量（2013年、2014H1分别为17.7亿元、6.0亿元）已经足够覆盖其新开门店的投资所需，**增发所得的资金将使公司有足够的能力对同行业公司进行并购，外延扩张有望提速。**即使公司未能寻找到良好的并购标的，充足的资金可以使公司减少对供应商占款的依赖，而得到成本方面的补偿，有利于毛利率的提升。

⑥ 投资建议及评级

公司凭借差异化的生鲜经营优势，得以在全国范围内通过复制门店而进行扩张，业绩仍处于快速增长期。假设公司2015年完成增发，不考虑公司未来可能的并购，预计公司2014-2016年营收分别为375.7亿元、488.5亿元、608.9亿元，净利润分别为8.4亿元、10.9亿元、15.2亿元，摊薄EPS分别为0.26元、0.26元、0.37元，当前股价对应2014年P/E 29.4倍，考虑公司的增长能力和可能的并购机会，我们认为目前估值水平合理，给予公司“推荐”的评级。

⑦ 风险提示

电商渗透速度超预期；新店培育期过长。

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	24,684.32	30,542.82	37,570.49	48,850.61	60,886.28
同比增长(+/-%)	39.2%	23.7%	23.0%	30.0%	24.6%
营业利润（百万元）	568.01	801.25	1,029.67	1,383.02	1,970.52
同比增长(+/-%)	-3.5%	41.1%	28.5%	34.3%	42.5%
净利润（百万元）	502.1	720.6	838.1	1,085.1	1,524.8
同比增长(+/-%)	7.5%	43.5%	16.3%	29.5%	40.5%
摊薄每股收益（元）	0.15	0.22	0.26	0.26	0.37
PE	49.06	34.19	29.40	29.07	20.69
PB	5.58	4.17	2.85	1.89	2.35

表 1: 主营业务分地区情况

收入	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 H1	
	增速	占比	增速	占比	增速	占比	增速	占比
福建大区	19.7%	44.0%	10.8%	35.0%	13.3%	32.1%	10.6%	29.8%
华西大区	50.1%	37.8%	34.1%	36.4%	20.1%	35.3%	19.8%	34.5%
北京大区	133.3%	9.0%	102.4%	13.0%	28.4%	13.5%	23.1%	14.0%
安徽大区	293.7%	5.4%	33.8%	5.2%	28.9%	5.4%	25.0%	5.5%
华东大区	-	-	-	3.0%	100.7%	4.9%	105.9%	6.8%
河南大区	-	-	730.8%	1.7%	78.4%	2.5%	59.5%	3.0%
东北大区	-	-	1771.2%	1.9%	48.7%	2.3%	60.1%	2.5%
其他业务	48.3%	3.5%	52.6%	3.8%	33.0%	4.1%	24.1%	4.0%
营业收入合计	44.0%	100.0%	39.2%	100.0%	23.7%	100.0%	22.8%	100.0%

毛利率	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 H1
福建大区	17.75%	18.52%	17.71%	17.67%
华西大区	16.26%	16.51%	16.53%	17.30%
北京大区	13.70%	14.30%	14.25%	14.45%
安徽大区	12.12%	15.24%	16.19%	16.18%
华东大区	-	11.19%	13.29%	14.18%
河南大区	2.94%	11.57%	13.76%	14.57%
东北大区	5.43%	9.89%	10.69%	11.69%
其他业务	98.38%	97.10%	89.32%	89.75%
营业收入合计	19.25%	19.55%	19.19%	19.43%

数据来源：公司公告，华融证券

表2：主营业务分产品情况

收入	2011年		2012年		2013年		2014年H1	
	增速	占比	增速	占比	增速	占比	增速	占比
食品用品	70.3%	44.1%	40.1%	44.4%	25.3%	45.0%	23.2%	45.5%
生鲜及加工	24.3%	44.3%	39.5%	44.4%	22.8%	44.1%	24.2%	44.1%
服装	45.8%	8.1%	27.0%	7.4%	15.2%	6.9%	11.2%	6.3%
其他业务	48.3%	3.5%	52.6%	3.8%	33.0%	4.1%	24.1%	4.0%
营业收入合计	44.0%	100.0%	23.7%	100.0%	23.7%	100.0%	22.8%	100.0%

毛利率	2011年	2012年	2013年	2014年H1
食品用品	17.49%	18.02%	17.76%	18.23%
生鲜及加工	13.18%	12.95%	12.37%	12.87%
服装	28.22%	28.54%	30.68%	29.15%
其他业务	98.38%	97.10%	89.32%	89.75%
营业收入合计	19.25%	19.55%	19.19%	19.43%

数据来源：公司公告，华融证券

表3：销售费用、管理费用明细

销售费用	本期发生额 (百万元)	费用率	上期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
工资福利社保等职工薪酬	1,033.49	5.84%	761.67	5.28%	35.69%
房租物业费	470.07	2.66%	385.54	2.68%	21.92%
水电费及燃料费	218.97	1.24%	181.98	1.26%	20.33%
折旧及摊销	294.46	1.66%	254.40	1.77%	15.75%
运费	135.51	0.77%	98.37	0.68%	37.76%
物耗费	106.33	0.60%	58.34	0.40%	82.25%
汽车、差旅、通讯等办公费用	25.30	0.14%	32.15	0.22%	-21.33%
保洁费	64.24	0.36%	50.49	0.35%	27.24%
业务宣传费	43.05	0.24%	27.55	0.19%	56.25%
修理费	34.14	0.19%	26.24	0.18%	30.13%
其他	27.05	0.15%	29.37	0.20%	-7.91%
合计	2,452.63	13.85%	1,906.12	13.23%	28.67%

管理费用	本期发生额 (百万元)	费用率	上期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
工资福利社保等职工薪酬	187.01	1.06%	157.01	1.09%	19.11%
折旧及摊销	35.98	0.20%	38.48	0.27%	-6.50%
商品损耗费	65.10	0.37%	50.00	0.35%	30.20%
汽车、差旅、通讯等办公费用	45.79	0.26%	41.62	0.29%	10.02%
低值易耗品	-	-	-	-	-
印花税等税费	15.91	0.09%	11.66	0.08%	36.44%
咨询、审计、律师等中介费用	8.14	0.05%	9.19	0.06%	-11.47%
房租物业费	9.55	0.05%	7.66	0.05%	24.73%
其他	20.79	0.12%	19.23	0.13%	8.08%
合计	388.27	2.19%	334.86	2.32%	15.95%

项目合并	本期发生额 (百万元)	费用率	本期发生额 (百万元)	费用率	本期同比增长
薪酬合计	1,220.49	6.89%	918.68	5.10%	32.85%
租金合计	479.62	2.71%	393.20	2.73%	21.98%
折旧及摊销合计	330.44	1.87%	292.88	2.03%	12.83%

数据来源：公司公告，华融证券

附表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	5,925.1	7,096.8	9,283.0	15,820.4	17,656.2	营业收入	24,684.3	30,542.8	37,570.5	48,850.6	60,886.3
现金	1,046.9	1,493.7	1,502.8	6,434.7	5,848.2	营业成本	19,859.0	24,681.9	30,249.8	39,286.7	48,903.9
交易性投资	19.5	259.3	259.3	259.3	259.3	营业税金及附加	115.2	138.7	170.6	221.8	276.5
应收票据	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	营业费用	3,329.1	4,148.2	5,223.1	6,765.0	8,371.1
应收款项	177.7	98.0	266.9	207.6	383.8	管理费用	643.9	705.3	833.9	1,069.1	1,317.4
其他应收款	999.2	863.5	1,427.8	1,551.5	2,161.8	财务费用	148.0	82.0	149.1	110.7	32.7
存货	2,871.9	3,348.5	4,501.9	5,693.8	6,997.8	资产减值损失	24.1	2.5	14.2	14.2	14.2
其他	810.0	1,032.6	1,322.3	1,670.5	2,001.3	公允价值变动净收益	-10.5	17.9	100.0	0.0	0.0
非流动资产	4,594.7	5,445.6	5,800.4	6,187.9	6,533.9	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	22.5	22.5	22.5	22.5	营业利润	568.0	801.3	1,029.7	1,383.0	1,970.5
固定资产	2,067.6	2,357.1	3,203.1	3,404.6	3,576.1	营业外收入	126.6	180.4	120.0	120.0	120.0
无形资产	523.4	580.6	589.4	605.9	629.8	营业外支出	31.0	36.2	60.0	50.0	50.0
其他	2,003.6	2,485.4	1,985.4	2,154.9	2,305.5	利润总额	663.6	945.5	1,086.3	1,449.7	2,037.2
资产总计	10,519.9	12,542.3	15,083.4	22,008.3	24,190.1	所得税	160.6	223.8	246.6	362.4	509.3
流动负债	6,020.6	6,504.5	8,426.5	8,858.9	9,914.3	净利润	503.0	721.7	839.8	1,087.3	1,527.9
短期负债	700.0	832.5	1,905.2	0.0	0.0	少数股东权益	0.9	1.1	1.7	2.2	3.1
应付账款	3,314.9	3,990.2	4,962.8	6,664.8	7,809.2	归属母公司所有者净利润	502.1	720.6	838.1	1,085.1	1,524.8
预收账款	702.3	914.8	791.5	1,427.1	1,338.2	摊薄 EPS (元)	0.15	0.22	0.26	0.26	0.37
其他	1,303.4	767.0	767.0	767.0	767.0						
长期负债	76.9	122.5	122.5	122.5	122.5	主要财务比率					
长期借款	0.0	42.8	42.8	42.8	42.8	单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他	76.9	79.7	79.7	79.7	79.7	同比增长率					
负债合计	6,097.4	6,627.0	8,549.1	8,981.5	10,036.9	营业收入	39.2%	23.7%	23.0%	30.0%	24.6%
股本	767.9	1,627.2	3,254.4	4,167.4	4,167.4	营业利润	-2.58%	39.75%	16.48%	48.76%	42.48%
资本公积金	2,298.0	2,441.3	814.1	5,592.1	5,592.1	净利润	7.59%	43.46%	16.36%	29.47%	40.53%
留存收益	1,351.2	1,841.4	2,458.8	3,258.2	4,381.4	盈利能力					
少数股东权益	5.3	5.3	7.0	9.2	12.2	毛利率	19.5%	19.2%	19.5%	19.6%	19.7%
母公司所有者权益	4,417.1	5,910.0	6,527.4	13,017.7	14,141.0	净利率	2.0%	2.4%	2.2%	2.2%	2.5%
负债及权益合计	10,519.9	12,542.3	15,083.4	22,008.3	24,190.1	ROE	11.4%	12.2%	12.8%	8.3%	10.8%
						ROIC	12.2%	12.1%	12.3%	13.0%	17.3%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	58.0%	52.8%	56.7%	40.8%	41.5%
经营活动现金流	1,867.9	1,802.9	371.7	2,909.2	1,372.2	流动比率	0.98	1.09	1.10	1.79	1.78
净利润	504.6	707.8	839.8	1,087.3	1,527.9	速动比率	0.50	0.56	0.55	1.13	1.06
折旧摊销	468.0	608.6	887.5	1,078.1	1,293.1	营运能力					
财务费用	-148.0	-82.0	-149.1	-110.7	-32.7	资产周转率	2.35	2.44	2.49	2.22	2.52
投资收益	-13.5	0.8	0.0	0.0	0.0	存货周转率	138.93	311.63	140.78	235.35	158.66
营运资金变动	724.0	401.2	-1,327.8	732.1	-1,366.9	应收账款周转率	6.91	7.37	6.72	6.90	6.99
其他	332.9	166.4	121.4	122.4	-49.2	每股资料 (元)					
投资活动现金流	-1,144.2	-1,332.9	-1,114.1	-1,429.9	-1,603.2	每股收益	0.15	0.22	0.26	0.26	0.37
资本支出	-1,781.8	-1,321.8	-1,256.6	-1,479.9	-1,653.2	每股经营现金	2.43	1.11	0.11	0.70	0.33
其他投资	637.6	-11.1	142.5	50.0	50.0	每股净资产	5.75	3.63	5.75	3.63	2.01
筹资活动现金流	-885.9	88.0	751.5	3,452.6	-355.4	每股股利	0.20	0.14	0.07	0.07	0.10
借款变动	-652.5	-578.7	1,072.7	-1,905.2	0.0	估值比率					
普通股增加	0.0	859.3	1,627.2	913.0	0.0	PE	49.06	34.19	29.40	29.07	20.69
资本公积增加	0.0	143.4	-1,627.2	4,778.0	0.0	PB	5.6	4.2	2.9	1.9	2.3
股利分配	-270.6	-336.0	-220.7	-285.8	-401.6						
其他	37.2	0.0	-100.5	-47.5	46.1						

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

周悦，在此声明，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159

网址：www.hrsec.com.cn