

2014年7月21日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

該股為合資格滬股通股票

目標價(元) 11

公司基本資訊

產業別	商業貿易		
A 股價(2015/7/21)	10.84		
上證綜指(2015/7/21)	4017.68		
股價 12 個月高/低	16.36/6.88		
總發行股數(百萬)	4067.54		
流通 A 股數(百萬)	3071.60		
總市值(億元)	332.96		
主要股東	牛奶有限公司 (19.99%)		
每股淨值(元)	2.95		
股價/賬面淨值	3.68		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-21.6	-3.0	54.8

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

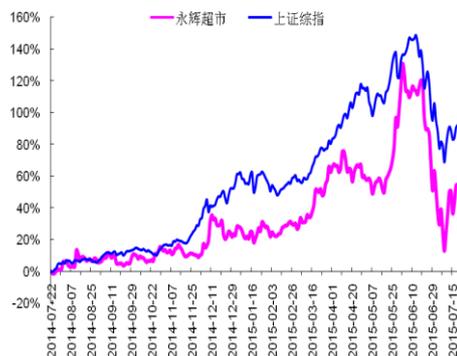
產品組合

食品用品	47.2%
生鮮及加工	46.4%
服裝	6.4%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	6.4%
----	------

股價相對大盤走勢



永輝超市(601933.SH)

HOLD (持有)

半年業績好於同業，綫上綫下布局完善

公司上半年淨利潤同比增長 16.3%，好於同業整體水準。公司在實體店、綫上等方面全國布局完善，長期經營看好，短期估值合理，維持持有評級。

結論與建議：

- **上半年業績：**公司公布業績預告，預計 2015 年 1H 實現營業收入 20.83 億元，YOY 增長 17.7%，淨利潤 5.26 億元，YOY 增長 16.3%，小幅低於我們的預期。2 季度公司實現營收 96.4 億元，YOY 增長 15.3%，淨利潤 1.63 億元，YOY 增長 10.69%。由於整體消費仍然低迷，公司 2Q 營收增速降至 15%，低於以往 20% 以上的增長水平，但仍然明顯好與同業。
- **經營狀況：**截至目前，公司已經開業門店達到 361 家，較年初淨增加 24 家，已簽約門店達到 541 家。我們估計上半年同店增長僅在 1% 左右，低於往年 5% 左右的水平，因此門店費用占營收比重水平有一定程度提高。業績增長源於集中採購和經營效率提高帶來毛利率上升，且今年 4 月公司完成對牛奶國際 56.9 億元戰略投資，使得近期的財務費用大幅下降。
- **未來發展：**實體店方面：公司計劃近三年年均新開店 60 家以上，公司門店開業集中在下半年，按照目前節奏，預計全年能夠完成開店目標。公司近期資本市場動作頻繁，一方面定向增發引入牛奶國際戰略投資，另一方面收購聯華超市 21% 的股權以及中百集團 20% 的股權，並同中百集團實現合作。分區域來看，除了福建、華西、北京、安徽等傳統強勢區域外，次新的河南和東北區域均實現了較高的增速，並通過入股及合作方式進入華東和華中地區，全國經營格局基本形成。互聯網+建設：永輝微店 APP 已上綫，目前配送區域為福建、重慶和北京，品類包括生鮮和日用等，預期年內完成電商的全國布局上綫，未來可能尋求和 BAT 等互聯網企業的合作。供應鏈建設：公司去年已和茅臺實現採購合作，近期簽約澳洲富邑集團實現紅酒產品的國際直采。年內在北京入股海底撈供應商蜀海公司，並在上海建設中央廚房總部，實現生鮮產品加工，在滿足自有門店需求同時，拓展餐飲企業、企事業單位等配送市場。
- **盈利預測：**公司計畫未來三年的利潤增速在 20% 以上，除內生增長外，部分來自併購帶來的外延增長，受益定增資金到位，下半年利潤增速有望加快。預計 2015-2017 年公司實現淨利潤 10.24、12.36 和 15.16 億元，同比增長 20.3%、20.7% 和 22.6%，EPS 為 0.25、0.3 和 0.37 元，目前股價對應 PE 為 43、35.7 和 29.1 倍，估值相對合理，維持持有評級。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	502	721	852	1024	1236	1516
同比增減	%	7.54%	43.50%	18.18%	20.28%	20.71%	22.63%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.654	0.221	0.262	0.252	0.304	0.373
同比增減	%	7.54%	-66.14%	18.18%	-3.77%	20.71%	22.63%
市盈率(P/E)	X	16.58	48.96	41.43	43.05	35.66	29.08
股利 (DPS)	RMB 元	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率 (Yield)	%	2.77%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%

預期報酬(Expected Return; ER)為准, 說明如下:

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%); 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
營業額	24684	30543	36727	43670	52404	63933
經營成本	19859	24682	29507	35170	42185	51402
主營業務利潤	4710	5722	7044	8300	9983	12243
銷售費用	3329	4148	5264	6230	7546	9174
管理費用	644	705	828	945	1153	1407
財務費用	148	82	104	-25	-220	-200
營業利潤	568	801	1056	1170	1507	1865
補貼收入	127	180	123	150	120	125
稅前利潤	664	945	1084	1307	1607	1970
所得稅	161	224	232	281	370	453
少數股東權益	1	1	1	1	1	1
淨利潤	502	721	852	1024	1236	1516

附二: 合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
貨幣資金	1399	1896	2093	6682	6437	6404
應收帳款淨額	1177	962	891	936	982	1032
存貨淨額	2872	3349	3699	3884	4078	4282
流動資產合計	6277	7500	8250	12302	12298	12518
固定資產合計	2068	2357	2717	3260	3912	4695
在建工程	482	670	465	698	1047	1570
非流動資產合計	4630	5473	7229	6258	7259	8565
資產總計	10907	12973	15480	18560	19557	21082
流動負債合計	6408	6934	8893	6350	6882	7689
長期負債合計	77	124	122	134	148	163
負債合計	6484	7058	9015	6485	7030	7852
歸屬於母公司所有者權益	4417	5910	6438	12048	12469	13170
少數股東權益	5	5	26	27	29	30
股東權益合計	4422	5915	6464	12075	12498	13200
負債和股東權益總計	10907	12973	15480	18560	19557	21082

附三: 合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
經營活動產生的現金流量淨額	1832	1769	2016	2295	2495	2763
投資活動產生的現金流量淨額	-1144	-1333	-1954	-3126	-3282	-3447
籌資活動產生的現金流量淨額	-886	88	103	5421	542	650
現金及現金等價物淨增加額	-198	524	165	4589	-245	-33

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫, 群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務, 不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠, 但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司, 不對此報告之準確性及完整性作任何保證, 或代表或作出任何書面保證, 而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司, 及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會份報告內描述之證券@持意見或立場, 或會買入, 沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口, 或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告, 不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。