

中报业绩符合预期, 超市龙头继续领跑行业

- **业绩总结:** 2015年上半年公司实现营业收入208.35亿元, 同比增长17.69%; 归属于上市公司股东的净利润5.27亿元, 同比增长16.3%; 每股收益0.14元。
- **收入及利润增长高于行业平均, 同店增速放缓。** 2015年上半年全国50家重点大型零售企业零售额同比增长为1.1%, 仅20家企业实现正增长。受行业低迷影响, 公司同店增速从去年同期的5%降至0.4%。但在持续开店的驱动下(23家), 公司营收保持双位数增长; 在供应链整合的成本优势下, 公司运营效率提升, 利润增速符合预期, 业绩表现保持行业领先。我们预计第三季度同店增速将维持上半年惯性, 第四季度受节假日、春节等利好刺激, 业绩将有所提升。
- **新开店集中于华西、北京, 未来将继续深耕优势区域。** 公司2015年1-6月新开门店23家, 其中华西片区净增10家, 北京(4家)、福建(3家)紧随其后, 开店数基本符合预期, 全年新开门店约60-80家。目前公司已签约未开业门店达183家, 其中华西大区75家, 福建28家, 表明公司将加大在次成熟区和次新区布局, 战略重心明显。
- **次新区域增长较稳定, 次级阶梯逐步形成。** 就地区营业收入来看, 成熟区福建大区实现营收55.48亿元, 同比增长5.29%, 增速较上年同期下降5.32个百分点, 增长有所放缓; 次成熟区华西大区实现营收70.19亿元, 同比增长15.07%, 作为公司重点扩张区, 业绩表现符合预期; 次新区除河南大区外, 均表现出超营收水平的盈利能力, 其中华东大区、北京大区、安徽大区则分别以49.6%、28.4%、23.7%的增速领跑, 次新区域增长稳定; 公司的次级阶梯逐步形成。
- **供应链整合效果明显, 经营效率持续提高。** 公司与中百集团、联华超市联合采购, 以千亿采购规模增强供应链议价能力、获取采购成本优势。2015年上半年, 公司凭借成本优势进行“平价”策略, 食品用品、生鲜及加工分别取得20.5%、15.4%的稳定增长。定增牛奶国际为公司带来大量资金, 财务压力得到缓解。公司财务费用由上期的5117.3万降至2291.4万, 同比降低55.2%。
- **盈利预测及评级:** 预计公司2015-2017年EPS分别为0.26元、0.32元、0.39元, 对应PE分别为39.5倍、31.9倍、25.7倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新区培育期过长导致盈利下滑的风险; 生鲜电商平台建设不达预期的风险; 行业横向整合不及预期的风险。

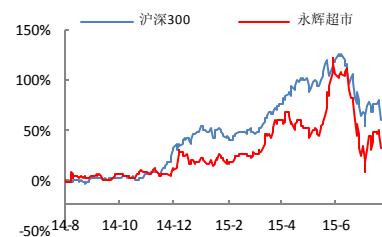
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	36726.80	44159.28	53311.19	64718.52
增长率	20.25%	20.24%	20.72%	21.40%
归属母公司净利润(百万元)	851.56	1043.02	1291.13	1601.23
增长率	18.18%	22.48%	23.79%	24.02%
每股收益EPS(元)	0.21	0.26	0.32	0.39
净资产收益率ROE	13.19%	8.70%	10.08%	11.58%
PE	48.34	39.47	31.88	25.71
PB	6.37	3.43	3.21	2.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
执业证号: S1250514080002
电话: 023-63786278
邮箱: xiongli@swsc.com.cn
联系人: 蔡欣
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

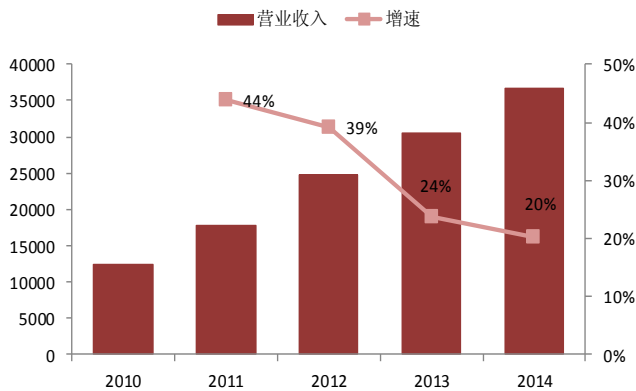
基础数据

总股本(亿股)	40.68
流通A股(亿股)	30.72
52周内股价区间(元)	7.12-16.75
总市值(亿元)	411.63
总资产(亿元)	197.36
每股净资产(元)	2.99

相关研究

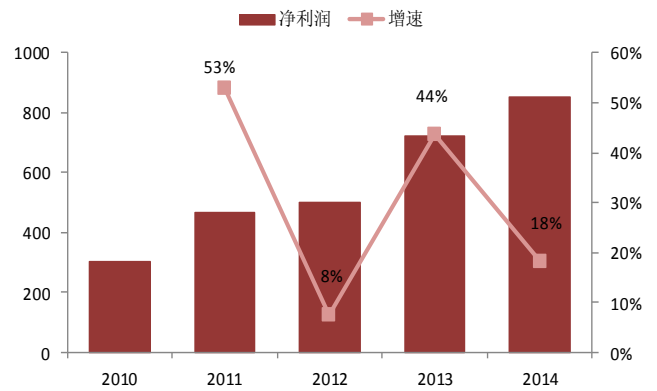
1. 永辉超市(601933): 继续加强供应链整合, 布局互联网+金融 (2015-07-03)
2. 永辉超市(601933): 全面整合供应链, 进一步筑高行业壁垒 (2015-06-30)

图 1: 2010 年以来公司收入 (百万元) 及增速



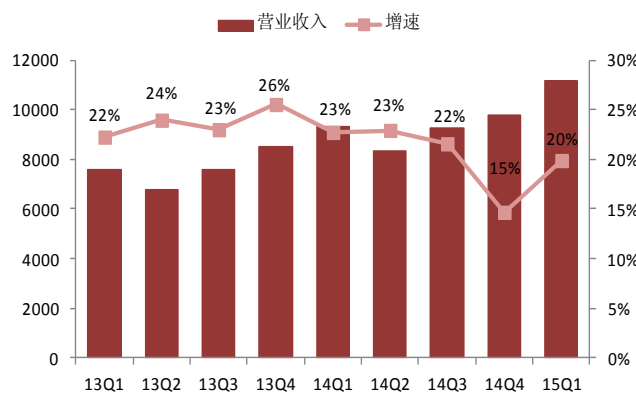
数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 2010 年以来公司净利润 (百万元) 及增速



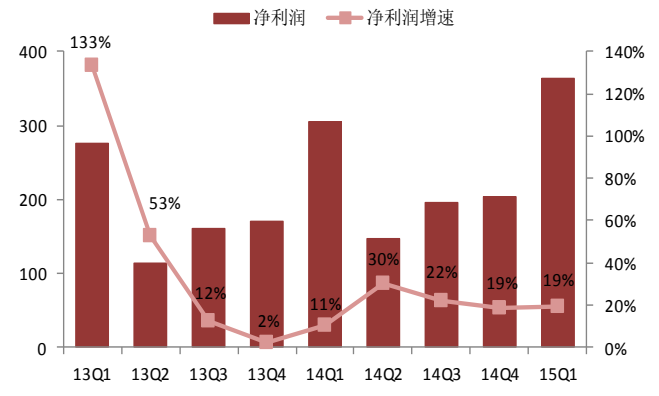
数据来源: 公司公告、西南证券

图 3: 2013 年以来公司单季度收入 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告、西南证券

图 4: 2013 年以来公司单季度净利润 (百万元) 及增速



数据来源: 公司公告、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	36726.80	44159.28	53311.19	64718.52	净利润	852.69	1044.22	1292.53	1602.83
营业成本	29506.89	35395.39	42619.57	51587.93	折旧与摊销	702.50	947.10	1090.98	1267.74
营业税金及附加	175.66	211.21	254.98	309.54	财务费用	104.09	61.76	18.00	25.21
销售费用	5263.88	6367.77	7740.79	9435.96	资产减值损失	13.85	15.00	15.00	15.00
管理费用	828.08	1015.66	1252.81	1553.24	经营营运资本变动	468.62	31.66	77.38	-42.70
财务费用	104.09	61.76	18.00	25.21	其他	-125.65	-266.91	-286.91	-316.91
资产减值损失	13.85	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	2016.09	1832.83	2206.98	2551.17
投资收益	219.57	250.00	270.00	300.00	资本支出	-245.19	-550.00	-900.00	-1150.00
公允价值变动损益	1.91	1.91	1.91	1.91	其他	-1708.62	-168.09	-48.09	181.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1953.82	-718.09	-948.09	-968.09
营业利润	1055.84	1344.40	1681.96	2093.54	短期借款	536.50	-1369.00	0.00	0.00
其他非经营损益	28.45	47.89	41.41	43.57	长期借款	-8.52	5.00	5.00	5.00
利润总额	1084.29	1392.29	1723.37	2137.11	股权融资	2.05	5691.70	0.00	0.00
所得税	231.60	348.07	430.84	534.28	支付股利	-325.44	-384.60	-471.07	-583.13
净利润	852.69	1044.22	1292.53	1602.83	其他	-101.50	-862.36	-3.00	-8.21
少数股东损益	1.13	1.20	1.40	1.60	筹资活动现金流净额	103.08	3080.74	-469.07	-586.34
归属母公司股东净利润	851.56	1043.02	1291.13	1601.23	现金流量净额	165.35	4195.48	789.82	996.74
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2092.70	6288.18	7078.00	8074.75	成长能力				
应收和预付款项	2194.37	2745.98	3273.79	3990.97	销售收入增长率	20.25%	20.24%	20.72%	21.40%
存货	3699.10	4353.63	5114.35	6190.55	营业利润增长率	31.77%	27.33%	25.11%	24.47%
其他流动资产	264.04	305.48	356.50	420.09	净利润增长率	18.15%	22.46%	23.78%	24.01%
长期股权投资	1237.35	1637.35	1937.35	2037.35	EBITDA 增长率	24.84%	26.36%	18.60%	21.34%
投资性房地产	142.08	142.08	142.08	142.08	获利能力				
固定资产和在建工程	3182.12	3081.92	3184.00	3370.86	毛利率	19.66%	19.85%	20.06%	20.29%
无形资产和开发支出	575.68	590.54	655.40	770.26	三费率	16.87%	16.86%	16.90%	17.02%
其他非流动资产	2092.13	2100.37	2162.45	2262.99	净利率	2.32%	2.36%	2.42%	2.48%
资产总计	15479.57	21245.53	23903.91	27259.91	ROE	13.19%	8.70%	10.08%	11.58%
短期借款	1369.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.56%	5.51%	4.91%	5.41%
应付和预收款项	6646.15	8034.57	9655.85	11703.94	ROIC	13.38%	14.90%	16.69%	18.56%
长期借款	34.30	39.30	44.30	49.30	EBITDA/销售收入	5.07%	5.33%	5.24%	5.23%
其他负债	965.90	1169.21	1379.86	1663.06	营运能力				
负债合计	9015.34	9243.09	11080.01	13416.30	总资产周转率	2.58	2.40	2.36	2.53
股本	3254.44	4067.54	4067.54	4067.54	固定资产周转率	14.48	16.16	19.15	22.69
资本公积	816.15	5694.75	5694.75	5694.75	应收账款周转率	351.02	349.70	336.10	326.89
留存收益	2367.55	3025.97	3846.03	4864.14	存货周转率	8.35	8.79	9.00	9.13
归属母公司股东权益	6438.14	11975.16	12795.22	13813.33	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.91%	—	—	—
少数股东权益	26.09	27.29	28.69	30.29	资本结构				
股东权益合计	6464.23	12002.45	12823.90	13843.61	资产负债率	58.24%	43.51%	46.35%	49.22%
负债和股东权益合计	15479.57	21245.53	23903.91	27259.91	带息债务/总负债	15.57%	0.43%	0.40%	0.37%
					流动比率	0.93	1.50	1.45	1.41
					速动比率	0.51	1.03	0.98	0.94
					股利支付率	38.22%	36.87%	36.49%	36.42%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.26	0.32	0.39
					每股净资产	1.59	2.95	3.15	3.40
					每股经营现金	0.50	0.45	0.54	0.63
					每股股利	0.08	0.09	0.12	0.14
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	1862.43	2353.27	2790.94	3386.49					
PE	48.34	39.47	31.88	25.71					
PB	6.37	3.43	3.21	2.97					
PS	1.12	0.93	0.77	0.64					
EV/EBITDA	17.04	14.61	12.03	9.62					
股息率	0.79%	0.93%	1.14%	1.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn