

中国：多元化零售

2015年09月24日

投资建议：

买入 (初次报告)

 目标价隐含涨/跌幅：**18.8%**

 日期 **2015/09/23**

收盘价	RMB10.35
十二个月目标价	RMB12.30
前次目标价	RMBN.A.
上海 A 股指数	3115.9

信息更新：

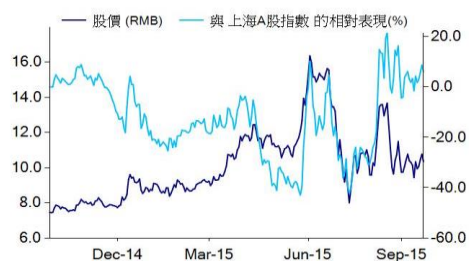
- ▶ 本中心初次将永辉超市纳入研究范围，给予买入评级。目标价人民币 12.3 元，系以现金流量折价估值法推得，隐含 18.8% 上涨空间。

本中心观点：

- ▶ 本中心预估，永辉在网络扩张及同店销售额增长两方面的表现将持续优于同业。
- ▶ 我们预估在消费者物价指数 (CPI) 升高的带动下，2015 年下半年同店销售额增长动能有望转强。

公司简介： 永辉超市主要经营大卖场、卖场、小区超市、高端超市及其他业务。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB42,099.0 百万元
六个月平均日成交量	RMB1,067.5 百万元
总股本股数 (百万股)	4,067.5
流通 A 股股数比例	75.5%
自由流通股数比例	37.6%
大股东；持股比例	牛奶有限公司, 19.9%
净负债比率	(3.7%)
每股净值 (2015F)	RMB1.76 元
市净率 (2015F)	5.89 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	36,727	43,228	51,044	62,219
营业利润 **	951	1,117	1,376	1,691
税后净利润 *	851	1,026	1,226	1,483
每股收益(元)	0.26	0.21	0.26	0.31
每股收益同比增长率 (%)	(43.2)	(17.9)	19.5	20.9
每股股利(元)	0.15	0.12	0.15	0.18
市盈率 (倍)	39.6	48.2	40.4	33.4
股利收益率 (%)	1.4	1.2	1.4	1.7
净资产收益率 (%)	13.7	13.8	14.1	16.0

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
刘珮昀

+886 2 3518 7931 juliette.liu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

蔡耀霆

+886 2 3518 7934 tim.y.tsai@yuanta.com

永辉超市 (601933 CH)

全国超市龙头逆势增长

初次纳入研究范围，给予买入评级： 本中心初次将永辉超市纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 12.3 元，系以现金流量折现估值法推得。永辉为本中心超市产业的首选个股，系因其 1) 身为在中国市占率达 5.3% 的全国性领导者，尚有能力和其余国内相对未开发的区域扩张；2) 在生鲜产品方面具有竞争优势，可持续吸引消费者并抵挡电子商务的威胁，同店销售额增长表现将因此而优于同业；及 3) 分别获得牛奶有限公司及京东商城 19.99%/10% 的股权战略性投资，显示将在未来于进口商品及物流方面合作。

同店销售额增长可期： 永辉超市同店销售额增长表现明显优于同业。公司在 2014/15 年下半年同店销售额增长表现亮眼，分别同比增长 4.3%/0.4%，而与其最相近的同业，同店销售额则呈衰退趋势。考虑同店销售额增长表现与 CPI 密切相关，我们预估公司今年下半年同店销售额增长动能有望转强。

市场增长趋缓之际仍持续扩大规模： 永辉自 2010 年上市以来，已从区域性业者扩大为全国领导者。我们预估该公司在成熟的配销中心支持下，将加快展店速度，2015/16 年将逐年新增 70 家门市，相当于同比增长率 21.2%/17.5%。

并购活动有望巩固其龙头地位： 永辉积极寻求并购目标，分别于 2013 年收购中百集团 (000759 CH, 未评级) 20% 股权、2015 年收购联华超市 (980 HK, 未评级) 21.17% 股权，目标在于切入其相对未开发的区域并巩固其采购能力。该公司亦吸引战略投资者牛奶有限公司及京东商城，目前分别持有永辉 19.99% 及 10% 的股权。与这些领导业者的深厚关系，有望促使永辉与他们在未来在进口商品及物流方面的合作。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	2,156	2,152	2,363	1,736	1,060
存货	3,349	3,699	4,367	5,039	6,284
应收帐款及票据	98	112	135	157	199
其他流动资产	1,897	2,287	2,638	3,177	3,911
流动资产	7,499	8,250	9,504	10,109	11,454
长期投资	23	1,379	1,391	1,397	1,403
固定资产	3,027	3,182	5,637	8,049	10,440
什项资产	2,424	2,668	2,668	2,668	2,668
其他资产	5,473	7,229	9,696	12,114	14,511
资产总额	12,973	15,480	19,199	22,222	25,965
应付帐款及票据	3,990	5,064	5,754	7,235	8,862
短期借款	868	1,410	1,232	1,541	1,912
什项负债	2,076	2,419	2,872	3,376	4,240
流动负债	6,934	8,893	9,858	12,151	15,014
长期借款	43	34	821	1,027	1,275
其他负债及准备	81	88	88	88	88
长期负债	124	122	909	1,115	1,363
负债总额	7,058	9,015	10,766	13,266	16,376
股本	1,627	3,254	4,785	4,785	4,785
资本公积	2,441	816	816	816	816
保留盈余	1,841	2,368	2,806	3,329	3,962
换算调整数	0	0	0	0	0
额归属母公司之权益	5,910	6,438	8,407	8,930	9,563
少数股权	5	26	26	26	26
股东权益总额	5,915	6,464	8,433	8,956	9,589

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	722	852	1,027	1,228	1,485
折旧及摊提	609	702	807	827	847
本期营运资金变动	(37)	663	100	753	469
其他营业资产	1	(220)	(12)	(6)	(6)
营运活动之现金流量	1,294	2,000	1,922	2,801	2,795
资本支出	(784)	(530)	(2,851)	(2,828)	(2,828)
本期长期投资变动	(23)	(1,137)	0	0	0
其他资产变动	(646)	(571)	(411)	(411)	(411)
投资活动之现金流量	(1,453)	(2,239)	(3,261)	(3,239)	(3,239)
股本变动	771	(305)	942	(704)	(852)
本期负债变动	126	540	609	515	619
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	897	235	1,551	(189)	(232)
本期产生现金流量	738	(4)	211	(627)	(676)
自由现金流量	287	362	(998)	(123)	(128)

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	30,543	36,727	43,228	51,044	62,219
销货成本	(24,821)	(29,683)	(34,639)	(40,871)	(49,792)
营业毛利	5,722	7,044	8,379	9,932	12,133
营业费用	(4,853)	(6,093)	(7,262)	(8,556)	(10,442)
营业利润	869	951	1,117	1,376	1,691
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	82	104	18	(9)	(9)
利息收入净额	82	104	18	(9)	(9)
投资利益(损失)净额	(1)	220	12	6	6
其他业外收入(支出)净额	(4)	(192)	113	132	132
非常项目净额	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
税前净利润	945	1,083	1,260	1,505	1,820
所得税费用	(224)	(232)	(234)	(278)	(336)
少数股权净利	(1)	(1)	0	(1)	(2)
归属母公司之净利	721	851	1,026	1,226	1,483
税前息前折旧摊销前净利	1,477	1,654	1,924	2,202	2,538
每股收益 (RMB)	0.46	0.26	0.21	0.26	0.31
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.46	0.26	0.21	0.26	0.310

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长率 (%)					
营业收入	23.7	20.2	17.7	18.1	21.9
营业利润	17.9	9.5	17.4	23.2	22.9
税前息前折旧摊销前净	22.6	11.9	16.3	14.5	15.3
税后净利润	43.5	18.0	20.7	19.5	20.9
每股收益	(29.64)	(43.19)	(17.92)	19.46	20.94
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	18.7	19.2	19.4	19.5	19.5
营业利润率	2.8	2.6	2.6	2.7	2.7
税前息前 折旧摊销前净利率	4.8	4.5	4.5	4.3	4.1
税后净利率	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4
资产报酬率	6.0	6.0	5.9	5.9	6.2
净资产收益率	13.9	13.7	13.8	14.1	16.0
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	15.4	22.3	24.3	28.7	33.2
净现金(负债)权益比(%)	36.4	33.3	28.0	19.4	11.1
利息保障倍数 (倍)	(10.5)	(9.4)	(67.2)	171.2	206.8
利息及短期债	1.1	0.8	1.0	1.0	1.0
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	(15.8)	(19.2)	(103.9)	316.7	316.1
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	1.6	1.5	1.6	1.8	1.5
流动比率 (倍)	1.1	0.9	1.0	0.8	0.8
速动比率 (倍)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
净负债 (RMB 百万元)	(1,245)	(708)	(310)	832	2,127
每股净值 (RMB)	3.77	1.98	1.76	1.87	2.00
估值指标 (倍)					
市盈率	22.5	39.6	48.2	40.4	33.4
股价自由现金流量比	56.4	93.1	(49.6)	(403.6)	(386.2)
市净率	2.7	5.2	5.9	5.5	5.2
股价税前息前折旧摊销 前净利比	11.0	20.4	25.7	22.5	19.5
股价营收比	0.5	0.9	1.1	1.0	0.8

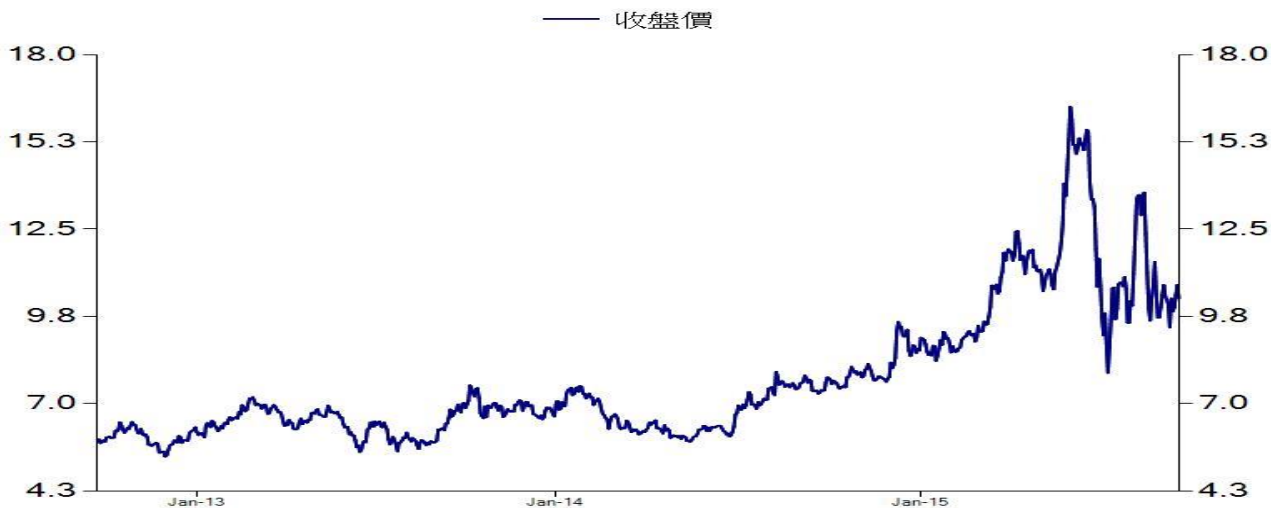
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

永辉超市 (601933 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	179	43%
持有-超越同业	108	26%
持有-落后同业	58	14%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	5	1%
总计:	417	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策, 暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价, 其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼