

中國：多元化零售
2016年5月3日
投資建議：
持有-超越同業 (維持評等)

 目標價隱含漲/跌幅：**5.6%**

 日期 **2016/04/29**

收盤價	RMB8.83
十二個月目標價	RMB9.00
前次目標價	RMB11.70
上海A股指數	3,074.9

資訊更新：

- ▶ 2015年營收雖強勁成長14.8%，但受到費用增加及業外虧損所累，獲利年減28.9%。

本中心觀點：

- ▶ 本中心認為，雖然永輝持續積極擴張以提升市場地位，但其超市營運缺乏利多。本中心下修2016年每股盈餘估值36.7%，目標價調降至人民幣9元，維持該股「持有」評等。

公司簡介：永輝超市主要經營大賣場、賣場、社區超市、高端超市及其他業務。

股價相對上海A股指數表現


市值	RMB35,916.3 百萬元
六個月平均日成交量	RMB231.7 百萬元
總股本股數 (百萬股)	4.067.5
流通A股股數比例	75.5%
自由流通股數比例	37.2%
大股東：持股比率	牛奶有限公司, 20.0%
淨負債比率	(19.3%)
每股淨值 (2016F)	RMB2.58
股價淨值比 (2016F)	3.30 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至12月	2014A	2015A	2016F	2017F
營業收入	36,727	42,145	47,916	54,283
營業利益**	952	806	961	1,110
稅後純益*	852	605	743	885
每股盈餘(元)	0.26	0.15	0.16	0.18
每股盈餘年增率(%)	(40.9)	(43.1)	4.3	19.2
每股股利(元)	0.15	0.10	0.14	0.17
本益比(倍)	32.6	57.3	54.9	46.1
殖利率(%)	1.8	1.2	1.7	2.0
股東權益報酬率(%)	13.2	5.0	6.0	6.9

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
劉珮昀

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

蔡耀霆

+886 2 3518 7934

tim.y.tsai@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>
Bloomberg code: YUTA
永輝超市 (601933 CH)
2016年第一季營運回溫，但費用增加為隱憂

維持「持有」評等但目標價下修至人民幣9.0元：雖然同店銷售額正成長顯示2016年第一季業務改善，但本中心對於此趨勢能否延續存疑，我們對該股維持觀望態度，係因預估2016年門市裝修可能導致費用增加，造成營運槓桿降低，該股因而面臨下檔風險。本中心2016年每股盈餘估值下修36.7%至人民幣0.16元，目標價調降至人民幣9.0元，係以現金流量折現評價法推得。重申該股「持有」評等。

2015年財報不如預期：2015年營收年增14.8%，主要係由於門市網絡擴張，數量年增17.6%至388家所帶動。然而，2015年營業利率年減0.68個百分點至1.9%，導致獲利年減28.9%。本中心認為財報表現不如預期係因1)在消費環境疲弱不振的情況下進行企業重組及投資門市裝修，導致營業費用增加；2)於2014年將公司對中百集團的投資改歸類為長期投資而認列人民幣2.17億元投資收益；及3)聯華超市於2015年表現疲弱，造成投資虧損人民幣6,990萬元。若扣除中百集團及聯華超市的影響，2015年核心稅後純益年增6.6%。

2015年業務重整帶動第一季同店銷售額成長率改善，以及2016年第一季費用率為季節性低點：永輝2016年第一季自結財報顯示在2015年組織重整的支撐下，同店銷售額成長5%，帶動營收/稅後純益年增19.8%/29.8%。第一季費用率處於季節性低點可望支撐當季財報表現亮眼。

股票評價：本中心2016/17年每股盈餘估值下修36.7%/37.6%至人民幣0.16/0.18元，以反映費用增加。目標價因此由人民幣11.7元調降至人民幣9.0元。該股目前股價相當於55倍/46倍本中心2016/17年預估每股盈餘，相較於同業評價較不具吸引力。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。本報告為摘要版；請聯繫本中心取得完整英文版。

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
現金與短期投資	1,896	2,093	4,294	2,392	2,550
存貨	3,349	3,699	4,250	4,377	5,162
應收帳款及票據	98	112	102	141	134
其他流動資產	2,156	2,346	3,285	3,285	3,285
流動資產	7,499	8,250	11,930	10,196	11,131
長期投資	23	1,379	2,092	2,092	2,092
固定資產	3,027	3,182	3,384	5,827	7,104
什項資產	2,424	2,668	2,898	2,863	2,830
其他資產	5,473	7,229	8,374	10,782	12,026
資產總額	12,973	15,480	20,304	20,978	23,157
應付帳款及票據	3,990	5,064	5,201	5,741	7,376
短期借款	868	1,410	0	0	0
什項負債	2,076	2,419	2,728	2,728	2,728
流動負債	6,934	8,893	7,929	8,469	10,104
長期借款	43	34	0	0	0
其他負債及準備	81	88	94	94	94
長期負債	124	122	94	94	94
負債總額	7,058	9,015	8,023	8,563	10,198
股本	1,627	3,254	4,068	4,785	4,785
資本公積	2,441	816	5,675	4,958	4,958
保留盈餘	1,841	2,368	2,485	2,618	3,163
換算調整數	0	0	0	0	0
歸屬母公司之權益	5,910	6,438	12,228	12,361	12,906
少數股權	5	26	54	54	54
股東權益總額	5,915	6,464	12,281	12,415	12,959

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
本期純益	722	853	600	744	886
折舊及攤提	337	405	466	516	556
本期營運資金變動	51	1,053	(95)	373	857
其他營業資產	660	(295)	567	0	0
營運活動之現金流量	1,769	2,016	1,538	1,633	2,299
資本支出	(1,322)	(1,198)	(1,313)	(2,800)	(1,800)
本期長期投資變動	(244)	(793)	(799)	0	0
其他資產變動	233	38	(956)	(124)	0
投資活動之現金流量	(1,333)	(1,954)	(3,067)	(2,924)	(1,800)
股本變動	1,003	2	5,704	0	0
本期負債變動	(579)	533	(1,444)	0	0
其他調整數	(336)	(432)	(513)	(610)	(342)
融資活動之現金流量	88	103	3,748	(610)	(342)
本期產生現金流量	524	165	2,219	(1,902)	158
自由現金流量	436	62	(1,529)	(1,291)	499

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
營業收入	30,543	36,727	42,145	47,916	54,283
銷貨成本	(24,682)	(29,507)	(33,785)	(38,402)	(43,523)
營業毛利	5,861	7,220	8,359	9,513	10,760
營業費用	(4,992)	(6,268)	(7,553)	(8,552)	(9,650)
營業利益	869	952	806	961	1,110
利息收入	0	0	25	9	9
利息費用	(82)	(104)	0	0	0
利息收入淨額	(82)	(104)	25	9	9
投資利益(損失)淨額	(1)	220	(73)	(2)	24
其他業外收入(支出)淨額	160	17	40	(56)	(56)
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	945	1,084	797	912	1,087
所得稅費用	(224)	(232)	(197)	(168)	(200)
少數股權淨利	(1)	(1)	5	(1)	(1)
歸屬母公司之淨利	721	852	605	743	885
稅前息前折舊攤銷前淨利	1,206	1,357	1,273	1,478	1,665
每股盈餘 (RMB)	0.44	0.26	0.15	0.16	0.18
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.44	0.26	0.15	0.16	0.185

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
年成長率 (%)					
營業收入	23.7	20.2	14.8	13.7	13.3
營業利益	17.9	9.6	(15.3)	19.2	15.4
稅前息前折舊攤銷前淨	20.0	12.5	(6.2)	16.1	12.7
稅後純益	43.5	18.2	(28.9)	22.7	19.2
每股盈餘	(32.28)	(40.91)	(43.13)	4.32	19.16
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	19.2	19.7	19.8	19.9	19.8
營業利益率	2.8	2.6	1.9	2.0	2.0
稅前息前折舊攤銷前淨利率	3.9	3.7	3.0	3.1	3.1
稅後純益率	2.4	2.3	1.4	1.6	1.6
資產報酬率	6.0	6.0	3.4	3.6	4.0
股東權益報酬率	12.2	13.2	5.0	6.0	6.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	15.4	22.3	0.0	0.0	0.0
淨負債比率 (%)	(16.7)	(10.0)	(35.0)	(19.3)	(19.7)
利息保障倍數 (倍)	12.5	11.4	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期債	1.1	0.8	N.A.	N.A.	N.A.
現金流量對利息保障倍數 (倍)	21.6	19.4	N.A.	N.A.	N.A.
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	1.9	1.3	N.A.	N.A.	N.A.
流動比率 (倍)	1.1	0.9	1.5	1.2	1.1
速動比率 (倍)	0.6	0.5	1.0	0.7	0.6
淨負債 (RMB 百萬元)	(986)	(649)	(4,294)	(2,392)	(2,550)
每股淨值 (RMB)	3.63	1.98	3.01	2.58	2.70
評價指標 (倍)					
本益比	19.2	32.6	57.3	54.9	46.1
股價自由現金流量比	31.8	445.2	(22.7)	(31.6)	81.6
股價淨值比	2.3	4.3	2.8	3.3	3.2
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	11.5	20.4	27.2	27.6	24.5
股價營收比	0.5	0.8	0.8	0.9	0.8

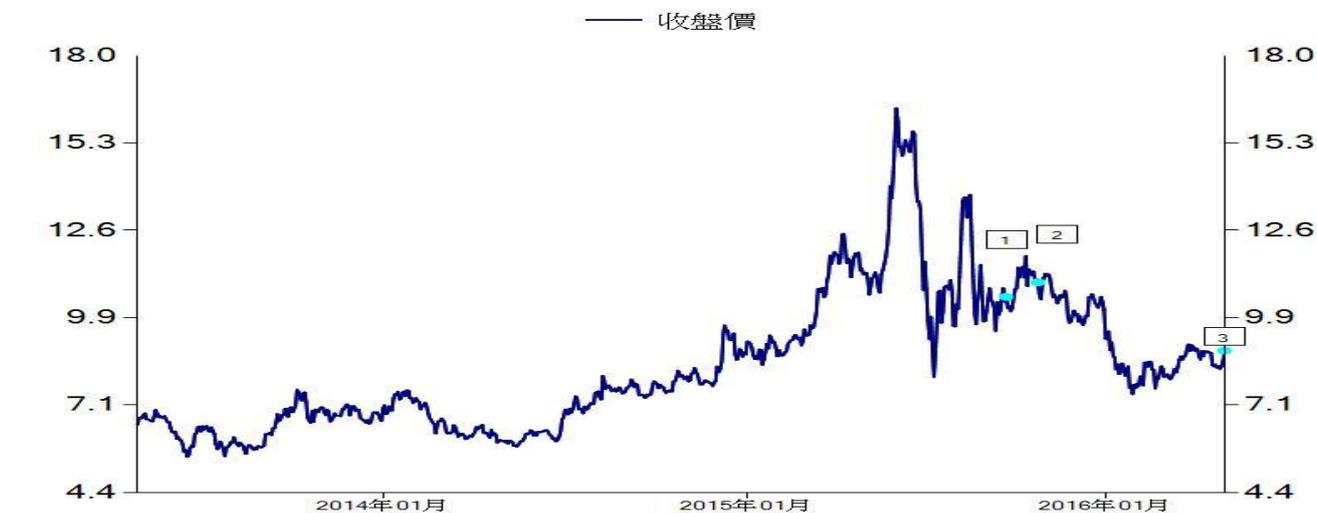
資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

永輝超市 (601933 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2015/09/24	10.35	12.30	12.30	買進	劉珮昀
2	2015/10/30	11.04	11.70	11.70	持有-超越同業	劉珮昀
3	2016/05/03	8.52	9.00	9.00	持有-超越同業	劉珮昀

資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	223	47%
持有-超越同業	116	24%
持有-落後同業	44	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計：	475	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀請。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓