

公司研究

新股研究

建议询价区间: 18.42 - 21 元

模式领先，竞争优势明显的超市强者

——永辉超市(601933)新股研究

核心观点

询价结论:

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄后每股收益为 0.38 元、0.58 元、0.83 元，三年复合增长率为 38%。2011 年公司的合理市盈率为 35-40 倍，对应二级市场的合理价格为 20.2 元-23.1 元之间，给予 10% 的折扣，建议一级市场询价区间为 18.42 元-21 元。

主要依据:

1、全国布局，快速成长:

公司于 2001 年成立，发源于福建地区，截止 2010 年 6 月底，公司直营门店数量达到 135 家，此外在福州还拥有 85 家加盟店，覆盖福建、重庆、安徽和北京四个地区。全国布局是公司的基本战略，公司未来将把四川、贵州、河南、江苏等地作为拓展区域。公司未来的收入和净利润增长率将保持在 40% 和 45% 以上。

2、经济模式独特，符合行业发展趋势:

公司经营的最大特点是采取直营模式，利润主要来源于进销差价，这与行业以联营扣点为主的经营模式截然不同，从经营指标来看，公司的主营业毛利率和净利润率均高于行业平均水平。在经营策略中，以生鲜为突破口，实现农超对接，减少中间流通环节，实现零供双赢。我们认为先进的经营模式使公司具备更强大的竞争力。

3、管理层持股使得激励机制完备:

作为一家民营企业，公司的主要骨干都实现了持股，公司的激励机制进一步完备，这使得公司在未来成长过程中更具凝聚力和事业心。

4、募投项目进一步提升竞争实力:

公司募集资金用于 73 家门店的拓展、四川物流中心建设、信息系统建设和企业培训中心建设；上述项目一方面使公司未来的成长性更加确定，收入规模的扩大提高了公司竞争的“硬实力”，另一方面提升了公司的运营和管理能力，提高了公司竞争的“软实力”。

5、风险提示:

快速扩张带来的亏损风险和物业租金上涨风险。

基础数据

总股本(万股)	65790.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	31.68
每股净资产(元)	1.60
建议询价区间(元)	18.42元-21元

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	8,475	11,949	16,968	22,907
同比增速(%)	49.3%	41.0%	42.0%	35.0%
净利润(百万)	254	290	444	634
同比增速(%)	19.1%	14.0%	53.2%	42.8%
EPS(元)	0.33	0.38	0.58	0.83

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

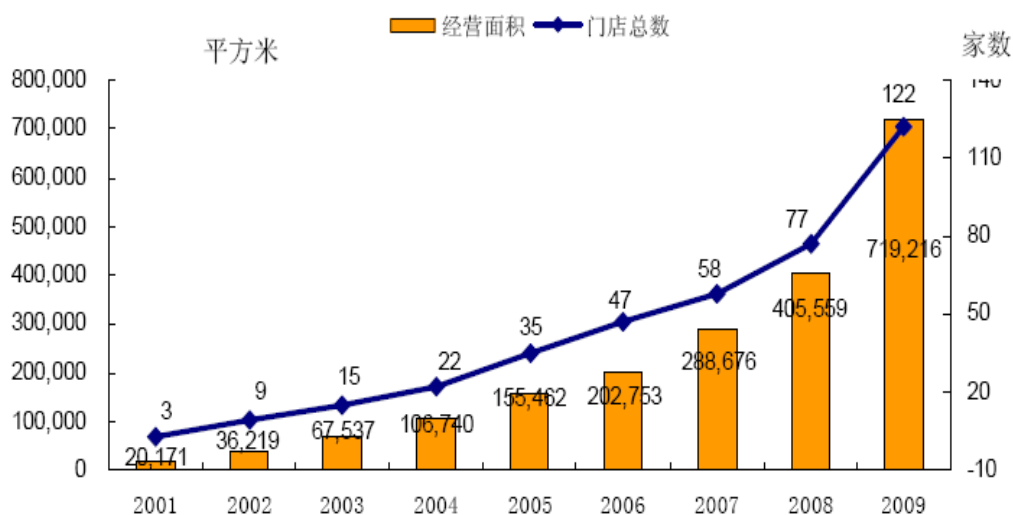
公司名称	永辉超市股份有限公司
公司简称	永辉超市
发行地	上海
发行日期	2010-12-01
申购代码	601933
发行股数(万股)	11000
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本(万股)	76,790
每股盈利(2009年)	0.39
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.33
发行前每股净资产(元)	1.70

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

2、公司概况

公司于 2001 年成立, 发源于福建地区, 截止 2010 年 6 月底, 公司直营门店数量达到 135 家, 此外在福州还拥有 85 家加盟店, 覆盖福建、重庆、安徽和北京四个地区。全国布局是公司的基本战略, 公司未来将把四川、贵州、河南、江苏等地作为拓展区域。公司未来的收入和净利润增长率将保持在 40%和 45%以上。

图 1: 公司门店和经营面积变化情况



数据来源: 国都证券

公司实际控制人为张轩松和张轩宁, 两人为兄弟关系, 并签署了一致行动协议。本次发行前, 张轩松和张轩宁合计持有本公司 41.62%的股份, 为本公司的相对控股股东, 公司本次不超过 1.1 亿股 A 股股票发行成功后, 张轩松和张轩宁合计持有本公司的股份将下降为 35.66%, 但合计仍为本公司第一大股东

图 2：公司股权结构



数据来源：国都证券

3、经营模式分析

公司经营的最大特点是采取直营模式，利润主要来源于进销差价，这与行业以联营扣点为主的经营模式截然不同，体现出公司高于行业的经营和管理水平。在经营策略中，以生鲜为突破口，实现农超对接，减少中间流通环节，实现零供双赢。这种经营模式使公司具备了较行业更强大的竞争力。

从产品的品类来看，公司的生鲜和食品占比达到 92% 以上，远高于行业平均水平。在产品的采销模式，直采比率在 75% 以上，完善的物流配送体系给予公司的直营模式形成强大支持，我们认为超市行业竞争的核心因素之一就是物流配送体系的完善，公司日益完善的物流配送体系是公司对外快速扩张的重要基石。

从具体经营数据来看，由于公司采取与明显区别于行业的直模式，公司的直营收入占总体收入的比重达到 97%，远高于行业平均的 84% 的水平；直营业务的毛利率占公司总体毛利率的比重达到 83%，远高于行业平均 60% 的水平；销售净利润率连续三年高于行业平均水平。

表 2: 主营收入占总收入比例

证券代码	公司名称	2009 年		2008 年		2007 年	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
600361.SH	华联综超	742,629	80.22%	600,765	77.34%	478,181	74.63%
000759.SZ	武汉中百	950,367	94.13%	810,731	93.74%	647,613	93.06%
002251.SZ	步步高	380,200	66.41%	350,415	83.93%	292,012	86.69%
002264.SZ	新华都	295,068	94.90%	216,674	95.06%	155,888	94.91%
002336.SZ	人人乐	581,347	66.31%	527,297	68.61%	431,349	69.76%
8277.HK	物美商业	1,051,141	89.22%	875,926	89.84%	711,876	90.50%
0980.HK	联华超市	2,401,772	90.05%	2,070,244	90.66%	1,808,686	88.90%
1832.HK	时代零售			390,605	89.92%	282,606	89.66%
0814.HK	北京京客隆	669,104	94.04%	667,044	94.75%	563,665	95.80%
	行业平均	883,953	84.41%	723,300	87.09%	596,875	87.10%
601933.SH	永辉超市	820,643	96.83%	553,028	97.40%	356,845	97.15%

资料来源: 招股意向书、国都证券

表 3: 产品结构分类

项目	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
生鲜及加工	286,993	52.91%	474,500	57.69%	319,851	57.84%	220,673	61.84%
食品用品	211,652	39.02%	284,593	34.60%	191,870	34.69%	125,878	35.28%
服装	43,749	8.07%	63,355	7.70%	41,307	7.47%	10,294	2.88%
合计	542,395	100.00%	822,448	100.00%	553,028	100.00%	356,845	100.00%

资料来源: 招股意向书、国都证券

表 4: 销售净利润率对比

公司名称	2009 年	2008 年	2007 年
华联综超	0.66%	1.36%	2.73%
武汉中百	2.12%	1.98%	1.82%
步步高	2.90%	3.14%	2.98%
新华都	2.11%	2.85%	4.43%
人人乐	2.62%	3.30%	4.26%
物美商业	5.47%	6.36%	4.57%
联华超市	2.66%	2.23%	2.10%
时代零售	N/A	3.43%	2.50%
北京京客隆	2.71%	3.05%	3.00%
行业平均	2.76%	3.08%	3.16%
本公司	3.03%	3.82%	3.58%

资料来源: 招股意向书、国都证券

4、募投项目分析

公司募集资金用于 73 家门店的拓展, 四川物流中心建设、信息系统建设和企业培训中心建设。

拓展方面, 租赁门店 72 家 (福建 23 家、重庆 30 家、北京 9 家、安徽 9 家、贵州 1 家), 自建门店 1 家 (闽侯生活中心)。截止 2010 年 7 月, 72 家门店中已经有 51 家签订了租赁协议, 占比在 70%; 剩余的 21 家已经达到租赁意向。

四川彭州物流中心建设—该项目规划用地 108 亩, 集生鲜产品深加工和物流配送

于一体，该项目契合公司的发展规划以及西南地区连锁门店迅速扩张的需求。根据公司总体发展规划，未来 5 年将以重庆为核心，着力拓展成渝经济区，在该区域建立 150-200 家门店，预计西南物流体系需要支撑的年周转商品总金额保守估计将达 150 亿元

我们认为，上述项目一方面使公司未来的成长性更加确定，收入规模的扩大提高了公司竞争的“硬实力”，另一方面提升了公司的运营和管理能力，提高了公司竞争的“软实力”。

表 5：募投项目

序号	项目名称	投资金额（万元）	募投资金占比
1	连锁超市发展项目	159,788	84.4%
2	农产品加工配送中心项目	12,000	6.3%
3	信息化系统升级改造项目	12,600	6.7%
4	企业培训中心项目	5,000	2.6%
小计		189,388	

资料来源：招股意向书、国都证券

5、盈利预测

盈利预测假设：

- (1)、新店拓展方面：我们假设 2010 开始，每年新开店数量保持在 40 家以上。
- (2)、综合毛利率水平在 2010 年 18.6%的水平上保持稳步提升。
- (3)、期间费用率在快速扩张时期保持小幅提升。

表 6：募投项目

报告期间	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	847,482	1,194,949	1,696,828	2,290,717
收入同比增长(%)	49	41	42	35
减：营业成本	695,799	973,883	1,377,824	1,855,481
毛利率(%)	17.90	18.50	18.80	19.00
营业税金及附加	2,986	4,721	6,704	9,050
资产减值损失	351	-194	0	0
销售费用	94,661	149,369	213,800	288,630
管理费用	17,191	27,049	38,409	51,852
财务费用	3,678	2,390	1,697	2,291
费用合计	115,529	178,807	253,906	342,773
投资净收益	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	1
二、营业利润	32,816	37,731	58,394	83,415
加：营业外收入	1,357	794	0	0
减：营业外支出	1,014	624	0	0
其中：非流动资产处置净损失	70			
三、利润总额	33,159	37,901	58,395	83,417
减：所得税费用	7,472	8,817	13,585	19,406
四、净利润	25,687	29,083	44,810	64,011
净利润率(%)	3.03	2.43	2.64	2.79
归属母公司所有者的净利润	25,429	28,983	44,410	63,411
少数股东权益	258	100	400	600
EPS(全面摊薄/元)	0.33	0.38	0.58	0.83

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com