

分析师: 张丽华

执业证书编号: S0050210010166

Tel: 010-59355982

Email: zhanglh@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

商业贸易

合理估值区间(元) 20.3元-23.2元

发行上市资料

发行价格(元)	23.98
发行市盈率(倍)	0.00
发行股数(万股)	11000
发行后总股本(万股)	76790
发行日期	2010/12/7
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	中信证券
上市日期	2010/12/15

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	1.60
总股本/流通A股(万股)	65790/0
流通B股/H股(万股)	0/0
2010年6月30日	

相关研究**永辉超市 (601933. SH)****以生鲜为特色的行业领跑者****投资要点**

●公司成立于2001年,是一家以经营生鲜农产品为主,日用百货、服装鞋帽为辅的零售企业。公司门店分布于福建、重庆、北京、安徽等地区,截至2010年上半年共有135家门店,营业面积达86.57万平方米,2010年1-6月公司实现营业收入56.11亿元,归属于母公司股东的净利润为1.38亿元。

●募集资金情况:公司此次发行1.1亿股,占发行后总股本的比例14.32%;每股发行价格为23.98元;对应静态市盈率为市盈率73.14倍,募集资金主要投向连锁超市发展项目、农产品加工配送中心项目、信息化系统升级改造项目、企业培训中心项目。

●“永辉模式”独特的优势:与同行相比,公司优势在于以生鲜为主经营策略。该策略使公司生鲜农产品的销售收入长期稳定在营业收入的50%以上,始终保持在同行业超市企业前列。

●盈利预测:我们预测2010年-2012年公司营业收入增长分别为45%、40%、40%,归属于母公司净利润分别为3.09亿元、4.42亿元、6.15亿元。每股收益分别为0.40元、0.58元、0.80元。我们认为公司合理估值区间为20.3元-23.2元,上市首日涨幅区间为20%-40%。

●风险提示:公司扩张速度过快,导致人才储备不足、物业成本提高。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	5678.16	8474.82	12288.48	17203.88	24085.43
增长率(%)	54.58	49.25	45.00	40.00	40.00
净利润(百万)	213.71	254.29	311.83	446.80	620.76
增长率(%)	64.62	18.99	21.40	43.28	38.93
EPS(元)	0.28	0.33	0.40	0.58	0.80
毛利率(%)	17.88	17.89	17.95	18.10	18.35
净资产收益率(%)	26.42	24.10	22.67	24.55	25.47

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.24	0.79	53.50	0.00	0.00
2008A	1.30	0.92	54.95	225.11	15.44
2009A	1.02	0.63	66.21	191.93	12.31

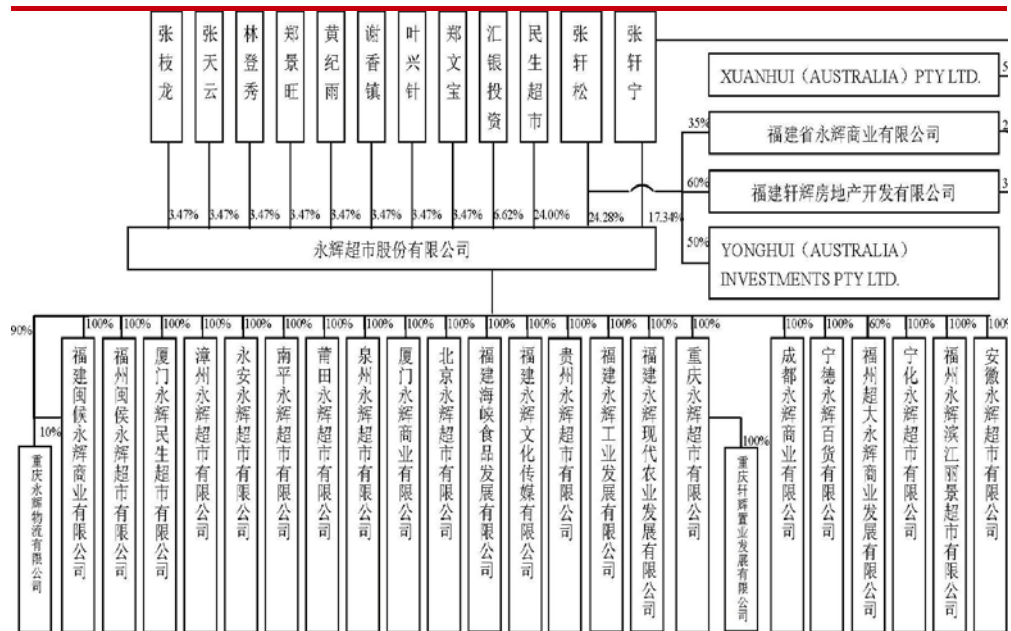
来源:招股说明书、民族证券

一、公司概况

公司创办于 2001 年，是一家以经营生鲜农产品为主，日用百货、服装鞋帽为辅的商业零售企业。公司的经营模式被国务院七部委誉为中国“农改超”推广的典范，亦是国内首批将生鲜农产品引进现代超市的流通和农业产业化企业之一。

截至 2010 年 6 月底，公司及其控股的子公司拥有 135 家连锁门店，总经营面积约 865,720 平方米，其中大卖场 20 家（占比 15%）、卖场 64 家（占比 47%）和社区超市 51 家（占比 38%）；福建省已开业门店数量达到 81 家，重庆市已开业的门店数量达到 47 家，北京市属于 2009 年新进的市场，已开业的门店数量达到 5 家，安徽省属于 2010 年战略性新进的市场，已开业的门店数量达到 2 家。

图 1：永辉超市发行前股权结构图



资料来源：招股说明书，民族证券

表 1：公司发行股本前后股东变化情况

公司名称	发行前		发行后	
	持股数（股）	股权比例	持股数（股）	股权比例
张轩松	159,754,750	24.28%	159,754,750	20.80%
张轩宁	114,110,540	17.34%	114,110,540	14.86%
郑文宝	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
叶兴针	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
谢香镇	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
黄纪雨	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
郑景旺	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
林登秀	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
张天云	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
张枝龙	22,822,110	3.47%	22,822,110	2.97%
汇银投资	43,557,830	6.62%	43,557,830	5.67%
民生超市	157,900,000	24.00%	157,900,000	20.56%

社会公众股	-	-	110,000,000	14.32%
合计	657,900,000	100%	767,900,000	100%

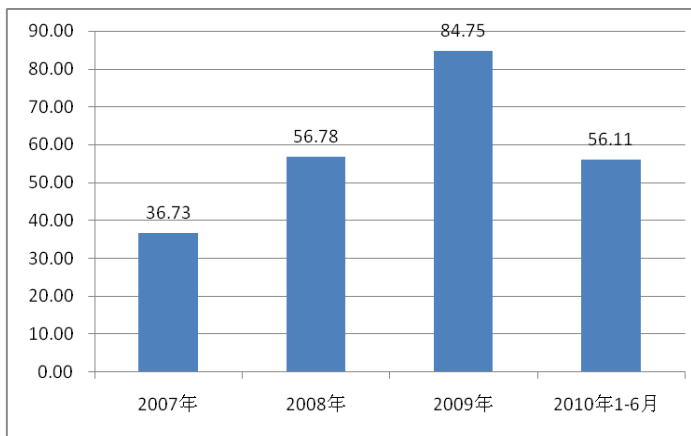
资料来源：招股说明书，民族证券

二、主营业务分析

1、公司经营情况

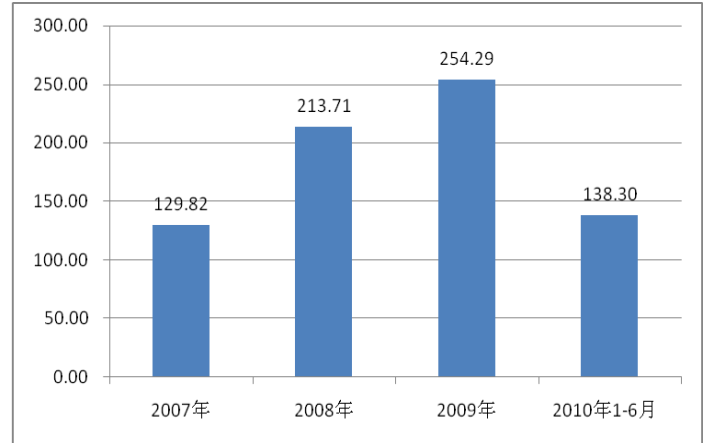
自成立以来，公司营业规模迅速增长、盈利能力大幅提升。2010年1-6月公司实现营业收入56.11亿元，归属于母公司股东的净利润为1.38亿元。

图 2：公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，民族证券

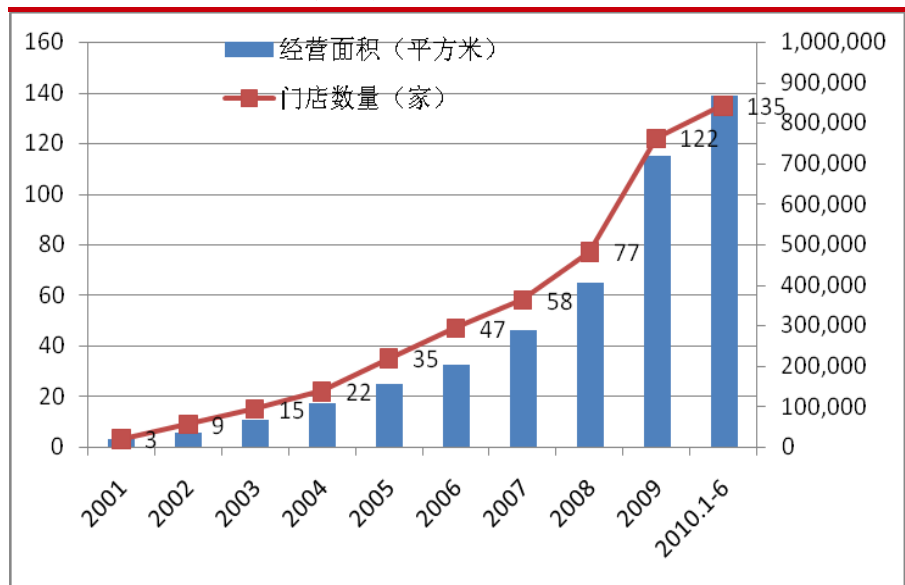
图 3：公司归属于母公司所有者净利润（单位：百万）



资料来源：招股说明书，民族证券

截至2010年6月月底，公司及其控股的子公司拥有135家连锁门店，总经营面积约86.57万平方米。2002年-2009年期间，公司每年的门店净增加数量分别为6家、6家、7家、13家、12家、11家、19家和45家，年复合增长率约59%，经营面积总数由2001年的20,171平方米增加到2009年的719,216平方米，年复合增长率约56%。

图 4：公司门店数量与经营面积



数据来源：招股说明书，民族证券

未来，公司将分别以福建省、重庆市、北京市、安徽省作为海峡西岸经济区、成渝经济

区、京津冀都市经济圈和泛长三角经济区的核心市场，在加强和巩固核心市场的前提下对四大区域的周边市场进行核心扩张，从而发展成为全国性的超市企业。

1)、各业态情况

公司的主营业务是超市的连锁经营，是以经营生鲜为特色，大卖场、卖场及社区超市为核心业态、便利店的特许加盟为补充、食品加工和现代农业相结合的连锁超市业务。

从公司经营数据可见，卖场和大卖场的收入占比稳步提高，由 2007 年 66.4% 上升至 2010 年 6 月底的 78.3%。与此同时，社区超市的收入占比呈现稳步下降的趋势，由 2007 年的 33.6% 下降至 2010 年 6 月底的 21.7%，主要原因在于社区超市门店数增长幅度远低于卖场和大卖场的门店数增长，社区超市门店数量由 2006 年的 30 家增加到 2010 年 6 月底的 51 家，净增加 21 家，增长了 70%，但卖场和大卖场的门店数量由 2006 年 17 家增加到 2010 年 6 月底的 84 家，净增加 67 家，增长了 394%。这与公司经营能力的稳步提高，公司逐步增加卖场和大卖场业态的拓展，并以此作为开拓新市场的重要方式密不可分。

表 2：各业态收入情况（单位：万元）

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
卖场	300,219.46	54.00%	445,635.84	53.20%	281,168.72	50.20%	161,997.83	44.50%
大卖场	135,102.42	24.30%	179,931.83	21.50%	122,210.14	21.80%	79,482.76	21.90%
社区超市	120,871.57	21.70%	211,894.14	25.30%	157,208.67	28.00%	122,158.27	33.60%
合计	556,193.45	100.00%	837,461.81	100.00%	560,587.53	100.00%	363,638.86	100.00%

数据来源：招股说明书，民族证券

3)、各区域情况

截至 2010 年 6 月 30 日，公司的主营业务收入来自福建、重庆和北京，其中福建和重庆占比较大，合计约占 94.32%。分区域看，公司各经营区域的营业收入占公司营业收入比重发生了较大的变化，其中福建地区的营业收入占比由 2007 年的 81.49% 下降到 2010 年 1-6 月的 57.33%，重庆地区的营业收入占比由 2007 年的 18.51% 提高到 2010 年 1-6 月的 36.98%。

表 3：公司连锁门店的拓展情况

区域	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
福建	3	9	15	21	32	43	49	59	79	81
重庆				1	3	4	9	18	41	47
北京									2	5
安徽										2
合计	3	9	15	22	35	47	58	77	122	135

数据来源：招股说明书，民族证券

表 4：各地区门店经营情况

地区	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
福建地区	321,714.22	57.33%	544,365.34	64.23%	413,346.93	72.80%	299,322.09
重庆地区	207,507.70	36.98%	283,048.46	33.40%	154,469.29	27.20%	67,994.96
北京地区	27,158.68	4.84%	20,067.78	2.37%	-	-	-

安徽地区	4,733.01	0.84%	-	-	-	-	-
营业收入合计	561,113.61	100.00%	847,481.58	100.00%	567,816.22	100.00%	367,317.05

数据来源：招股说明书，民族证券

2、竞争优势—永辉模式

公司创造了独特的“永辉模式”：一是在购物环境上，率先把“生鲜区”的营业面积扩大，把粮食、蔬菜、水果、肉禽、水产等近 3,000 多种农产品作为主营产品，并对陈列台、灯光照明、称量、保鲜设施、服务技术等进行全面改造升级，营造干净、有序、舒适的购物环境；二是在购物习惯和商品价格上，保持对农贸市场的价格竞争优势，满足消费者自选的购物习惯。三是在生鲜农产品经营中，做到了“两低、两高”，即价格低、损耗低，保鲜高、质量高。公司建立了冷链系统，拥有恒温库、速冷库、冷库、冷藏车等多种冷链设施；建立了生鲜农产品质量认证体系和防控体系，保证了生鲜农产品的质量安全；组建专业团队，专门负责农产品种植辅导、采购、保鲜、冷藏、配送、售卖，实现了对生鲜农产品的单品类管理，降低生鲜农产品在“购、运、储、销”等环节的损耗率，提升生鲜农产品的盈利空间，推动区域生鲜农产品流通一体化；四是实现商业反哺农业。公司凭借一支 700 余人的生鲜农产品采购团队和 135 家连锁门店的终端优势，着力整合上游资源，推动农业产业化。

公司凭借生鲜农产品销售终端的优势，推动了“农业产品品牌化，品牌产品超市化，超市商品绿色化”，使公司同时逐步发展成为带动农副产品生产、加工的“贸工农”一体化的农业产业化龙头企业。

生鲜领先的经营策略是公司与其他超市企业的差异化经营，使公司生鲜农产品的销售收入长期稳定在营业收入的 50%以上，始终保持在同行业超市企业前列。公司以差异化的经营策略建立起的以生鲜农产品及加工为主、以食品用品和服装为辅的“三位一体”商品结构和直采、自营模式（主营业务收入达到 95%以上），在为顾客提供独特的产品和服务的同时，提高了消费者对永辉品牌的忠诚度，形成了独特的“永辉模式”。

表 5：各类别商品收入情况（单位：万元）

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
生鲜及加工类	33,517.78	39.06%	59,663.50	47.04%	40,949.25	47.12%	27,309.04	51.78%
食品用品类	39,119.78	45.59%	48,434.19	38.18%	32,736.70	37.67%	22,052.65	41.81%
服装类	13,168.61	15.35%	18,750.31	14.78%	13,216.08	15.21%	3,378.28	6.41%
合计	85,806.17	100.00%	126,848.00	100.00%	86,902.03	100.00%	52,739.97	100.00%

数据来源：招股说明书，民族证券

三、募集资金项目

公司此次发行 1.1 亿股股，占发行后总股本的比例 14.32%；每股发行价格为 23.98 元；对应静态市盈率为市盈率 73.14 倍。募集资金主要用于以下项目：

表 6：公司募集资金投向

序号	项目名称	投资金额(万元)	募集资金使用金额(万元)
1	连锁超市发展项目	159788	159788

2	农产品加工配送中心项目	12000	12000
3	信息化系统升级改造项目	12600	12600
4	企业培训中心项目	5000	5000
	小计	-	189388

资料来源：招股说明书，民族证券

1、募集资金项目

1)、连锁超市发展项目

连锁超市发展项目共包括 73 家门店，其中租赁门店 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）。公司新增超市租赁面积 581,008 平方米，其中福建新增面积 163,668 平方米，重庆新增面积 230,933 平方米，北京新增面积 85,306 平方米，安徽新增面积 84,851 平方米，贵州新增面积 16,250 平方米。闽侯生活中心总面积 14,055 平方米。

连锁超市发展项目总投资 159,788 万元，其中固定资产投资 129,718 万元，流动资金 30,070 万元。

目前公司新开租赁门店项目的 72 家租赁门店中 51 处经营门店场所签订了租赁合同，16 处签订意向书，仍有 5 处门店场地尚未签订租赁合同或达成合作意向。

2)、农产品加工配送中心项目

公司计划对成都永辉商业发展有限公司增资，并通过成都永辉在彭州市濠阳县工业开发区建设农产品加工配送中心。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。

3)、信息化系统升级改造项目

根据公司信息化管理的现状和未来的需求，本项目拟投资 12,600 万元对公司现有的信息化系统进行升级改造，主要完成以下建设内容：信息系统规划、核心业务系统升级、数据中心建设、顾客关系管理与服务系统、电子商务平台、基础平台建设、新技术研发，通过对现有信息化资源的集成和优化升级，实现公司上下游业务的协同能力、不断优化公司管理流程，提升管理绩效和节约管理成本，保障各门店及分支机构有序经营，为公司管理层的决策分析提供更为科学准确的信息，实现公司物流、商品流、资金流的一体化管理，提升公司的核心竞争力。

4)、企业培训中心项目

为满足公司未来 3 年业务扩张对人力资源的需求，完善公司的人才培养方式，形成可复制的、标准化人才产出模式并投入运行，公司拟投资建设企业培训中心项目。根据公司人力资源发展与管理的现状和未来的需求，本项目拟总投资 5,000 万元，主要完成以下建设内容：培训中心建设、培训咨询项目（包括课程开发和师资两部分，主要针对店长、经理和课长）、核心干部培训外包。

2、募集资金对公司业务发展影响

本次募集资金拟投资的连锁超市发展项目是在公司现有门店的基础上，进一步扩大公司在福建、重庆和北京的网点数量 and 市场份额，同时进入安徽、贵州两省，巩固公司在零售行业的市场地位。规模的扩张使公司对供应商的议价能力增强，有利于降低采购成本，提高盈利能力。本次连锁超市发展项目拟发展 73 家门店，其中 24 家在福建省，而只有 5 家（包括闽侯生活中心）在福州市，其余分布在莆田、南平、厦门、三明等地，这也说明公司开始加快福建其他城市的核心扩张，加快“由点到面”的发展；30 家在重庆市，进一步巩固重庆

市的地位，为下一轮成渝经济区的区域渗透作准备。

四川彭州农产品加工配送中心建成后，公司在重庆的商品配送能力有所提高，可满足公司及其子公司的连锁店不断发展的短期需要，并作为公司进入四川零售市场的伏笔。信息系统的升级改造使公司信息技术等现代零售技术的应用水平显著提高，企业培训中心项目的建设可为公司输送快速扩张所需的专业化、标准化人才，使公司的核心竞争能力得到较大提升。

四、投资价值分析

在植根于福建的同时，围绕海峡西岸经济区、成渝经济区、京津冀都市经济圈、泛长三角经济区，重点拓展福建、重庆、北京、安徽市场，以稳健又快速的步伐走向全国；公司将本次股票公开发行为契机，计划 2011 年全国门店超过 250 家，力争至 2014 年全国门店超过 350 家，年销售额 500 亿元。

1、盈利预测与估值

根据公司项目进展，假设 2010 年-2013 年公司新开门店数量分别为 40 家、50 家、56 家，我们预测公司营业收入增长分别为 45%、40%、40%，归属于母公司净利润分别为 3.09 亿元、4.42 亿元、6.15 亿元。每股收益分别为 0.40 元、0.58 元、0.80 元。我们认为公司合理估值区间为 20.3 元-23.2 元，上市首日涨幅区间为 20%-40%。

表 7：A 股超市类上市公司主要指标

证券简称	总股本（万股）	1H2010 年营业收入（万元）	1H2010 年归属母公司股东的净利（万元）	预测市盈率（2011 年）
武汉中百	68102.15	605526.62	12707.36	26.45
步步高	27036	335813.38	10563.66	30.33
新华都	16032	208666.72	4626.31	30.65
人人乐	40000	497859.38	15176.67	30.26
华联综超	48480.79	509189.32	5406.23	39

资料来源：wind，民族证券

2、风险提示

- 1) 扩张速度过快或导致的人才储备不足；
- 2) 扩张速度过快或导致物业成本大幅提高。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1977.95	2487.51	3244.98	4384.64
现金	534.61	619.46	631.97	778.84
应收账款	59.71	84.17	117.83	117.83
其它应收款	234.93	336.67	471.34	659.87
预付账款	379.54	538.67	754.14	1055.80
存货	752.11	883.96	1235.29	1724.12
其他	17.05	24.58	34.41	48.17
非流动资产	1190.32	1515.28	1810.24	2077.17
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1182.95	1502.99	1793.04	2053.09
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.38	12.29	17.20	24.09
资产总计	3168.28	4002.79	5055.22	6461.81
流动负债	1938.86	2281.73	2783.72	3478.74
短期借款	992.00	992.00	992.00	992.00
应付账款	635.17	911.59	1273.89	1778.00
其他	311.69	378.15	517.83	708.74
非流动负债	159.10	340.75	447.05	588.67
长期借款	85.00	94.98	102.97	106.96
其他	74.10	245.77	344.08	481.71
负债合计	2097.96	2622.49	3230.77	4067.41
少数股东权益	15.28	18.40	22.87	29.08
归属母公司股东权益	1055.04	1361.90	1801.59	2412.45
负债和股东权益	3168.28	4002.79	5055.22	6461.81

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	141.85	369.85	426.58	532.69
净利润	254.29	308.72	442.33	614.56
折旧摊销	65.13	179.95	209.95	239.95
财务费用	36.78	25.01	31.26	39.08
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-214.35	-143.83	-256.97	-360.89
投资活动现金流	-814.26	-500.00	-500.00	-500.00
资本支出	-814.26	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	-1571.94	-16.69	-7.02	-15.89
短期借款	685.45	10.17	26.90	26.87
长期借款	85	94.98	102.97	106.96
现金净增加额	476.28	534.61	619.46	631.97

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8474.82	12288.48	17203.88	24085.43
营业成本	6957.99	10082.70	14089.97	19665.75
营业税金及附加	29.86	49.15	68.82	96.34
营业费用	946.61	1450.04	2030.06	2890.25
管理费用	171.91	270.35	395.69	578.05
财务费用	36.78	31.26	39.08	48.85
资产减值损失	3.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0.00	0	0	0
营业利润	328.16	404.98	580.26	806.19
营业外收支	3.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	331.59	404.98	580.26	806.19
所得税	74.72	93.15	133.46	185.42
净利润	256.87	311.83	446.80	620.76
少数股东损益	2.58	3.12	4.47	6.21
归属母公司净利	254.29	308.72	442.33	614.56
EPS (元)	0.39	0.40	0.58	0.80
主要财务比率				
成长能力				
营业收入	49.25%	45.00%	40.00%	40.00%
营业利润	15.43%	23.41%	43.28%	38.93%
归属母公司净利	18.99%	21.40%	43.28%	38.93%
获利能力				
毛利率	17.90%	17.95%	18.10%	18.35%
净利率	3.03%	2.54%	2.60%	2.58%
ROE	24.10%	22.67%	24.55%	25.47%
偿债能力				
资产负债率	66.22%	65.52%	63.91%	62.95%
流动比率	102.02%	109.02%	116.57%	126.04%
速动比率	63.22%	70.28%	72.19%	76.48%
每股指标(元)				
每股收益	0.39	0.40	0.58	0.80
每股经营现金	0.18	0.48	0.56	0.69
每股净资产	1.39	1.80	2.38	3.12
估值比率				
P/E	61	60	42	30
P/B	17	13	10	8

分析师简介

2006年毕业于中国人民大学，经济学硕士。2007年进入天相投资顾问公司，负责酒店旅游行业研究，2008年12月进入民族证券，供职于研究发展中心，主要负责商业贸易行业研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn