

**评级：审慎推荐**
**商贸/超市**
**公司研究报告**

 第一创业研究所  
 吕丽华 S1030207080530

 电 话：0755-82485024  
 邮 件：lvlihua@fcsc.cn

## 永辉超市（601933）

### ——提升自有物业占比，平滑租金上升压力

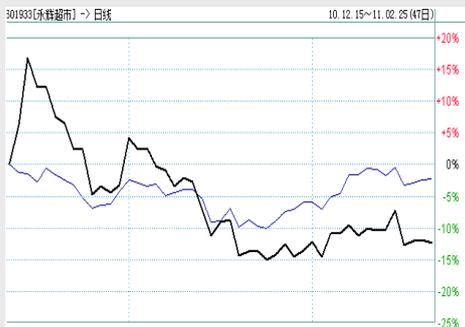
#### 交易数据

52周内股价区间（元）	27.03-37.71
总市值（百万元）	217.01
流通股本（百万股）	8800
流通股比率（%）	11.46%

#### 资产负债表摘要(06/10)

股东权益（百万元）	1128.54
每股净资产（元）	1.71
市净率（元）	16.53
资产负债率	67.04%

#### 公司与沪深300指数比较



#### 相关报告

《永辉超市新股定价报告》

#### 事件：

- 公司公告称，决定与福建嘉博筑业投资管理集团有限公司按 65%、35% 比例共同出资 2000 万元在福建省漳浦县设立一家项目公司永嘉（漳浦）房地产开发有限公司，专项开发漳清县 2010G01 号宗地，公司存续期为五年。
- 该项目占地面积 20051.76 平方米，位于漳浦县市中心，是目前漳浦最大的商业地块。该项目拟打造成为集百货、娱乐、精品酒店、大型餐饮、步行商业街为一体的首个漳浦城市综合体。其中公司以定制方式获得超市物业约 12000 平方米、部分车位和投资收益权，规划建成定制永辉超市漳浦旗舰店并集购物、餐饮、娱乐、休闲于一体的“漳浦城市生活广场”。超市建成后，公司将以低成本取得所定制超市物业，其后将适时退出项目公司。

#### 点评：

- **提高自有物业比例，有利于降低经营风险、减少经营成本，抢占稀缺物业资源** 截止目前，公司已开门店总数达 158 家（其中福建 87 家，重庆 54 家、北京 8 家、安徽 7 家、贵州 1 家、天津 1 家），筹建中的门店有 77 家（其中福建 20 家、重庆 28 家、北京 5 家、安徽 11 家、贵州 1 家、江苏 4 家、河南 7 家、四川 1 家），我们预计未来每年将新增门店 50 家，至 2014 年总门店数有望超过 350 家。但公司自有物业较少，自有门店面积占门店总经营面积的比重不足 3%，绝大多数门店依赖于租赁，租期平均约 10 年，并且约 5 年递增租金 3~5%。公司目前在安徽和重庆已获得建设用地各 350 亩和 550 亩，其中 50 亩均用于建设大区总部办公室和“永辉城市生活广场”，其余用于建设采购加工中心、展示销售中心、物流配送中心、区域培训中心等，该两项目均由轩辉置业运作。同时，随着公司门店数量的迅速增加，公司在不同区域设立旗舰店，亦有利于展示“永辉模式”，提高品牌知名度，增加集客能力。公司此次再兴设立房地产开发公司，除了降低经营风险之外，通过低成本取得的定制超市物业，不仅具有较大的升值预期及空间，而且购置成本折合同等物业租赁费用测算也具优势。
- **公司已成为异地农改超的典范，生鲜差异化经营具有较强的可复制性** 公司最核心经营特色是生鲜农产品，目前在北京、安徽、重庆三大异地市场主要以大卖场和卖场的业态进行扩张，全国统采和区域直采依然占据绝大部分，其中生鲜销售占比均达 50% 以上，生鲜毛利率维持在



12%~13%，生鲜损耗率约3%~4%，均优于同行。从销售规模排名看，公司目前已成为重庆地区的超市之王；在安徽地区，随着规模不断扩大，公司亦处于生鲜领先优势；在超市竞争趋于白热化的北京地区，公司的单店平效增长也最为显著。这些均折射出在目前超市白热化竞争中，“永辉模式”具有较强的异地扩张能力，在异地能够快速形成商品采购、物流配送、信息管理、门店经营等一整套的“永辉模式”。

- **短期估值压力依然较大，但较强的外延扩张能力和卓越的管理能力将平滑高估值带来的风险** 维持 2010 年~2012 年的每股收益预测分别为 0.40 元、0.69 元和 0.90 元。当前股价对应下的 2011 年 PE 为 41 倍，位于超市行业估值高端。虽然短期看公司估值并不具优势，但虑及公司具有明显的盈利模式可复制性和精细化经营优势，发展潜力和盈利增速均领先于同行。因此，维持“审慎推荐”评级。
- **风险提示** 快速扩张引致的管理风险。



资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	1978	2967	2472	5607	<b>营业收入</b>	8475	11689	20164	33271
现金	535	1969	1008	2662	营业成本	6958	9527	16343	26866
应收账款	60	83	180	297	营业税金及附加	30	49	97	183
其他应收款	235	342	629	1038	营业费用	947	1447	2557	4375
预付账款	380	286	327	806	管理费用	172	275	514	915
存货	752	285	326	803	财务费用	37	-23	-57	-3
其他流动资产	17	2	2	2	资产减值损失	4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1190	2169	3123	4088	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	538	536	521	498	<b>营业利润</b>	328	415	710	935
无形资产	161	173	185	197	营业外收入	14	0	0	0
其他非流动资产	492	1460	2418	3393	营业外支出	10	0	0	0
<b>资产总计</b>	3168	5136	5595	9695	<b>利润总额</b>	332	415	710	935
<b>流动负债</b>	1939	1089	1016	4415	所得税	75	104	178	234
短期借款	992	0	1	2775	<b>净利润</b>	257	311	533	701
应付账款	635	667	490	806	少数股东损益	3	2	5	7
其他流动负债	312	422	525	834	<b>归属母公司净利润</b>	254	308	528	694
<b>非流动负债</b>	159	161	159	159	<b>EBITDA</b>	365	419	682	961
长期借款	85	85	85	85	<b>EPS (元)</b>	0.39	0.40	0.69	0.90
其他非流动负债	74	76	74	74					
<b>负债合计</b>	2098	1249	1175	4574	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	15	18	23	30	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	658	768	768	768	<b>成长能力</b>				
资本公积	26	2422	2422	2422	营业收入	49.3%	37.9%	72.5%	65.0%
留存收益	371	679	1207	1901	营业利润	15.4%	26.3%	71.4%	31.6%
归属母公司股东权益	1055	3869	4397	5091	归属于母公司净利润	19.0%	21.3%	71.1%	31.4%
<b>负债和股东权益</b>	3168	5136	5595	9695	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	17.9%	18.5%	19.0%	19.3%
					净利率(%)	3.0%	2.6%	2.6%	2.1%
					ROE(%)	24.1%	8.0%	12.0%	13.6%
					ROIC(%)	13.9%	8.6%	8.3%	8.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	66.2%	24.3%	21.0%	47.2%
					净负债比率(%)	51.34%	6.80%	7.32%	62.53%
					流动比率	1.02	2.73	2.43	1.27
					速动比率	0.63	2.46	2.11	1.09
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	3.39	2.82	3.76	4.35
					应收账款周转率	172	146	137	125
					应付账款周转率	14.65	14.63	28.25	41.45
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.33	0.40	0.69	0.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	-0.12	-1.31	-1.45
					每股净资产(最新摊薄)	1.37	5.04	5.73	6.63
					<b>估值比率</b>				
					P/E	85.43	70.44	41.16	31.31
					P/B	20.59	5.61	4.94	4.27
					EV/EBITDA	61	53	33	23

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	205	-95	-1008	-1112
净利润	257	311	533	701
折旧摊销	0	28	29	29
财务费用	37	-23	-57	-3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-403	-1539	-1864
其他经营现金流	-88	-8	27	25
<b>投资活动现金流</b>	-692	-12	-12	-12
资本支出	759	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	67	-12	-12	-12
<b>筹资活动现金流</b>	562	1541	58	2778
短期借款	526	-992	1	2774
长期借款	85	0	0	0
普通股增加	592	110	0	0
资本公积增加	-496	2396	0	0
其他筹资现金流	-145	27	57	4
<b>现金净增加额</b>	76	1435	-961	1653

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120