

2014 年尘埃落定，新成长周期启航在即

公司简报

◆事件描述

公司1月9日发布2014年业绩快报，营业总收入增20.38%，营业利润增31.19%，利润总额增16.46%，归母净利润增18.05%。

◆业绩基本符合预期，外延扩张空间高度确定

公司因行业大环境不佳在2014年主动控制扩张速度，Q1-Q4分别新开业2、10、11、29家门店，关闭福建3家社区店及南京大厂、常州百盛店，全年实际开店47家(初期投入较大的Bravo店12家)，略低于2012年的52家；公司14年同店增速仍在业内领先(4%以上)，且毛利率稳中有升，期间费用率控制得当，剔除中百等投资企业股权损益的营业利润Q1-Q3增长8.85%，Q4增长5.36%，反映出年末集中开业对公司业绩的边际影响已较13和11年明显缓和；14年公司获得的营业外收入周期性波动较大，且部分大店止血关闭对净利润压制明显，预计上述不利因素将随着物业诉讼转回和补贴延迟发放在15年迅速消除。

公司目前线下门店已开业334家(15年Q1新开1家)，待开业及储备门店超过500家，预计15年Q3门店数量追平高鑫，16年内超过沃尔玛，市场份额达到8%进入行业前三，2018年中性预测可开业633家线下实体店(不考虑一线城市农改超及空白区域大规模并购)，差异化生鲜定位将助力永辉在行业低迷期外延发力，紧随新型城镇化穿越经济周期。

◆深度整合大众消费产业链，内生改善料将持续

公司明确定位大众化消费，管理层的进取心在业内堪称翘楚：1、逆势开店下沉空白三、四线区域、绑定购物中心等战略有足够前瞻性；2、最早回归自营直采的供应链本质，最坚持ERP/合伙人等精细化管理；3、上游生鲜供应链虽有变化，但公司在上海积极推进“农改超”或为强化生鲜壁垒的捷径；4、食品用品目前尚未产生规模效应，期待大店化策略进一步理顺品类结构并复制高鑫以租养租的商业模式；5、战投方牛奶国际定增资金到位和资源对接完成后，公司将尽快推进滞后的物流仓储短板建设，并有望在精品超市、自有品牌开发、全球化采购、跨境电商运营等层面取得突破。

◆新一轮成长周期启动在即，买入分享绝对收益

短期来看，公司将充分受益于“沪港通开闸+定增获批临近+O2O店配发酵+中百股权增值+更多供应链强化框架出炉”等事件催化。其中，移动电商事业部“永辉微店”周日已启动新年第一波O2O狂欢活动，福州市区近百家实体门店配合，商品主要来自新直采渠道并侧重中高端，预计北京、重庆、华东大区春季前会陆续跟进，PC端综合平台五一期间将正式上线。

长期来看，公司是全亚洲唯一既能快速扩张，又能扎实经营的大卖场零售商，同时符合优势业态(社区O2O+跨境电商+生鲜卖场+体验式购物中心)的甄选标准。我们预计其2015-2017年净利润复合增速为29.4%(新成长周期)，给予16年EPS的PE估值为28倍，目标价12.26元。公司是零售行业今年最重要的绝对收益品种，调升至“买入”评级，坚定推荐!

买入(调升)

当前价/目标价：8.69/12.26元

目标期限：6个月

分析师

潮浩(执业证书编号：S0930514070003)

021-22169161

chaohao@ebscn.com

联系人

市场数据

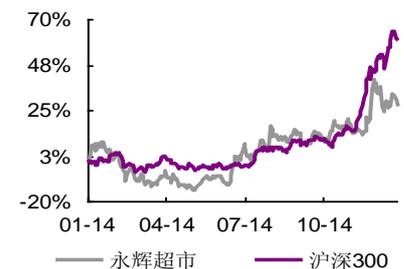
总股本(亿股)：32.54

总市值(亿元)：282.81

一年最低/最高(元)：5.79/15.38

近3月换手率：80.29%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-16.96	-30.32	-34.22
绝对	-6.87	13.46	26.64

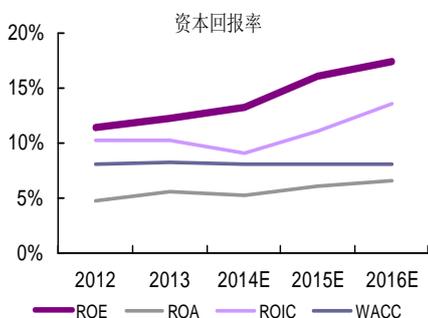
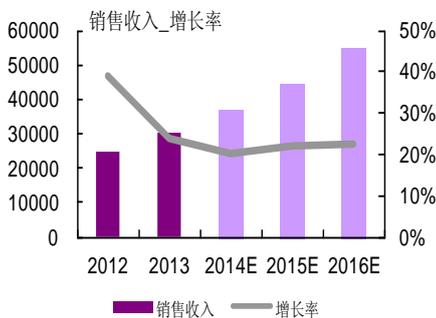
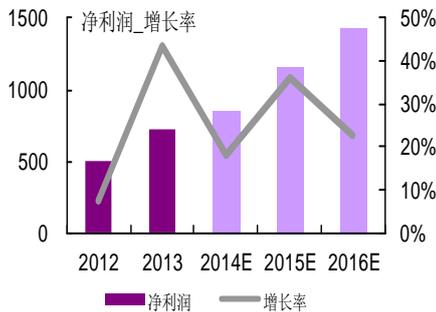
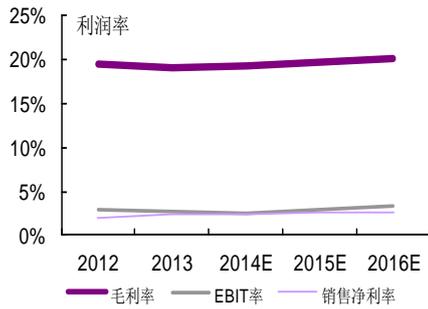
相关研报

◆风险提示:

低通胀环境压制同店增长，次新区培育进度迟缓。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	24,684	30,543	36,767	44,804	54,817
营业收入增长率	39.21%	23.73%	20.38%	21.86%	22.35%
净利润(百万元)	502	721	851	1,160	1,425
净利润增长率	7.54%	43.51%	18.05%	36.32%	22.91%
EPS(元)	0.15	0.22	0.26	0.36	0.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.37%	12.19%	13.22%	15.99%	17.35%
P/E	56	39	33	24	20



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	24,684	30,543	36,767	44,804	54,817
营业成本	19,859	24,682	29,627	35,946	43,817
折旧和摊销	468	609	523	773	1,066
营业税费	115	139	170	206	252
销售费用	3,329	4,148	5,210	6,317	7,729
管理费用	644	705	805	986	1,206
财务费用	148	82	114	198	225
公允价值变动损益	-11	18	218	200	120
投资收益	13	-1	3	15	18
营业利润	568	801	1,051	1,357	1,722
利润总额	664	945	1,101	1,507	1,852
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	502.12	720.58	850.65	1,159.57	1,425.28

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	10,907	12,973	16,364	19,308	22,187
流动资产	6,277	7,499	10,246	12,250	14,484
货币资金	1,399	1,896	2,206	2,688	3,289
交易型金融资产	19	259	1,275	1,564	1,700
应收帐款	178	98	165	223	231
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	999	864	1,103	1,120	1,096
存货	2,872	3,349	4,130	5,012	6,112
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	23	23	23	23
固定资产	2,068	2,357	3,258	4,466	5,395
无形资产	523	581	562	546	530
总负债	6,484	7,058	9,922	12,047	13,964
无息负债	5,695	6,147	6,979	8,394	10,110
有息负债	789	910	2,944	3,653	3,854
股东权益	4,422	5,915	6,441	7,261	8,223
股本	768	1,627	3,254	3,254	3,254
公积金	2,406	2,607	1,065	1,181	1,324
未分配利润	1,244	1,675	2,115	2,818	3,637
少数股东权益	5	5	6	7	8

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,832	1,769	1,022	2,398	3,099
净利润	502	721	851	1,160	1,425
折旧摊销	468	609	523	773	1,066
净营运资金增加	-331	388	962	301	381
其他	1,193	52	-1,313	165	227
投资活动产生现金流	-1,144	-1,333	-2,306	-2,086	-2,010
净资本支出	-1,781	-1,319	-1,511	-2,012	-2,012
长期投资变化	0	23	0	0	0
其他资产变化	637	-37	-795	-74	2
融资活动现金流	-886	88	1,594	170	-488
股本变化	0	859	1,627	0	0
债务净变化	-553	121	2,033	709	201
无息负债变化	1,643	452	831	1,415	1,716
净现金流	-198	524	310	482	601

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	39.21%	23.73%	20.38%	21.86%	22.35%
净利润增长率	7.54%	43.51%	18.05%	36.32%	22.91%
EBITDA/EBITDA 增长率	27.14%	24.88%	-0.50%	43.99%	36.09%
EBIT/EBIT 增长率	15.71%	21.49%	9.09%	41.85%	35.02%
估值指标					
PE	56	39	33	24	20
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	6	10	20	14	11
EV/EBIT	11	17	32	23	17
EV/NOPLAT	14	22	41	29	22
EV/Sales	0	0	1	1	1
EV/IC	1	2	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	19.55%	19.19%	19.42%	19.77%	20.07%
EBITDA 率	4.78%	4.83%	3.99%	4.72%	5.25%
EBIT 率	2.89%	2.84%	2.57%	2.99%	3.30%
税前净利润率	2.69%	3.10%	2.99%	3.36%	3.38%
税后净利润率 (归属母公司)	2.03%	2.36%	2.31%	2.59%	2.60%
ROA	4.61%	5.56%	5.20%	6.01%	6.43%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.37%	12.19%	13.22%	15.99%	17.35%
经营性 ROIC	10.25%	10.20%	9.04%	11.06%	13.46%
偿债能力					
流动比率	0.98	1.08	1.05	1.03	1.05
速动比率	0.53	0.60	0.62	0.61	0.60
归属母公司权益/有息债务	5.60	6.49	2.19	1.99	2.13
有形资产/有息债务	11.19	11.59	4.86	4.81	5.39
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.15	0.22	0.26	0.36	0.44
每股红利	0.07	0.10	0.10	0.14	0.18
每股经营现金流	0.56	0.54	0.31	0.74	0.95
每股自由现金流(FCFF)	-0.13	-0.14	-0.37	-0.15	0.02
每股净资产	1.36	1.82	1.98	2.23	2.52
每股销售收入	7.58	9.38	11.30	13.77	16.84

资料来源：光大证券、上市公司

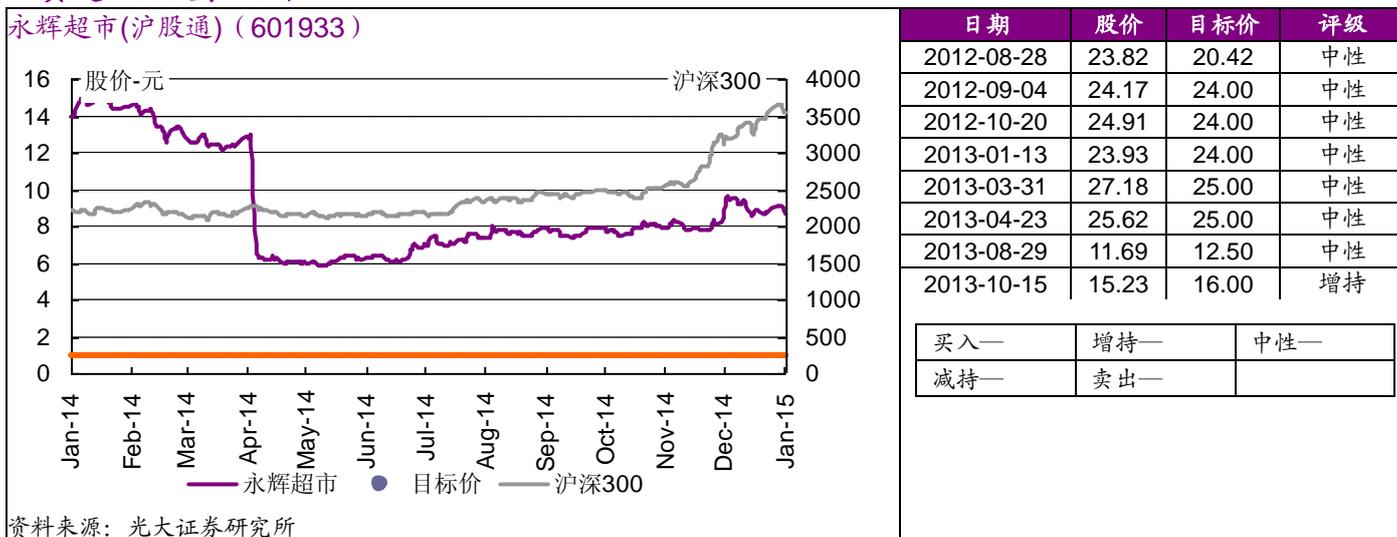
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潮浩，上海交通大学安泰经济与管理学院经济学硕士，12年入行从事消费行业研究，14年加盟光大证券零售团队。覆盖商贸流通主要子行业，对超市、百货、电商等细分行业有较深研究和认识。熟悉的上市公司有：永辉超市、文峰股份、华联股份、重庆百货、中央商场、友阿股份、海宁皮城、苏宁云商、京东商城等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com	
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com	
上海	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com	
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com	
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebscn.com
		李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
张亦潇		0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com	
王渊锋			-	wangyuanfeng@ebscn.com	
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com	
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com	
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com	
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com	
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com	