

2014年11月13日

# 永辉超市 (601933)

——合纵连横强化供应链助力未来腾飞，沪港通或带动价值成长

报告原因：强调原有的投资评级

## 增持

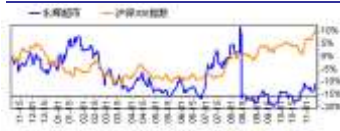
维持

市场数据:	2014年11月12日
收盘价(元)	8.13
一年内最高/最低(元)	15.38/5.79
上证指数/深证成指	2495/8410
市净率	4.2
息率(分红/股价)	2.46
流通A股市值(百万元)	24972

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	1.92
资产负债率%	54.89
总股本/流通A股(百万)	3254/3072
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《永辉超市三季报点评——持续外延收入稳定,内外合作助力公司长期发展》 2014/10/31

《永辉超市(601933):联手中百战略合作,关注沪股通投资配置价值》 2014/10/13

### 证券分析师

刘章明 A0230514040001  
liuzm@swsresearch.com

### 研究支持

陆达 A0230114080012  
luda@swsresearch.com

### 联系人

陆达  
(8621)23297818  
luda@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号

电话:(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	30,543	24	721	44	0.44	19.2	12.2	18	14
14Q1-Q3	26,945	22	649	18	0.20	19.3	10.4		
2014E	38,179	25	902	25	0.22	19.3	12.3	37	11
2015E	46,196	21	1,111	23	0.27	19.2	12.2	30	9
2016E	55,435	20	1,369	23	0.34	19.2	12.4	24	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点:

- **稳健外延助收入、利润高速增长。**公司上市以来一直保持高速外延扩张，每年新开门店约60家；14年初至今，公司总计新开门店28家，门店总数达到316家，主要优势区域在福建(108家)、重庆(85家)、北京(20家)、安徽(18家)；同时，子公司上蔬永辉“农改超”9月顺利落地，成功切入上海市场，目前已有尚德路店、株洲路店两家门店开出；受益于快速外延扩张，公司在消费低迷大环境下保持收入、利润稳定增长，前三季度实现收入269.45亿，同比增长22.4%；实现归母净利润6.49亿，同比增长18%。按照规划，公司今年将至少新开标超60家，农改超3-5家，预计11、12月将迎来公司开店高峰期。
- **合纵连横强化供应链助力未来腾飞。**公司过去三年战略重点在建设门店网络和树立品牌形象，未来三年战略重点在于供应链，涉及供应商、物流、门店终端三方面。第一，供应商。对于核心商品、基础商品参股供应商，例如糖酒、朗源、新希望六合、茅台等案例；同时借力牛奶国际加大自有品牌建设，引入进口商品。第二，物流。生鲜仍以大物流为主，B2B模式，食品用品物流参照重庆模式，生鲜冷链物流是未来发展的重点，不排除合作的可能；第三，门店终端，合纵连横、借力打力。一方面，公司持有中百股权进而签订合作协议，双方供应链完全打开，在竞价采购、联合采购、物流基建等方面展开合作（“中百模式”），区域联合扩大采购规模，降低供应链成本，提升线下竞争力，不排除以“中百模式”同其他公司合作的可能。另一方面，引入国际巨头牛奶国际，全面加入其全球采购供应链中，低价、高效的获得国际优质商品。供应链能力的提升是公司未来腾飞发展的基础。
- **沪港通直接受益标的。**沪港通开闸在即，带来海外增量资金、优化投资方式，海外投资者更多从基本面发展关注：一是行业景气度（内含行业稀缺性）、二是高景气度行业龙头或潜在龙头公司（内含稳定增长）、三是相对低估值。另

外，Q4 投资常态是估值切换，业绩稳定增长使低估蓝筹具备估值切换价值。公司是处于成长期、具备全国扩张能力的生鲜超市龙头，未来成长空间广阔，是 A 股零售公司中稀少的成长价值蓝筹，必将获得海外资金追捧，是沪港通直接受益标的。

● **维持盈利预测，维持增持。**公司是具备全国扩张能力的生鲜超市龙头，目前仍处于成长期，农改超今年如期落地，未来或将持续稳健增长，是“沪港通”开启后海外投资者首选标之一。我们认为，公司在与中百合作及引入国际零售企业后，未来或逐步重视内生增长。我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.28 元、0.34 元、0.42 元，对应 PE 分别为 29 倍、24 倍、19 倍；考虑定增产生的股权增量，预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.34 元，对应 PE 为 37 倍、30 倍、24 倍。

**表：公司 14-16 年盈利预测表（单位：百万元）**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	24684.32	30542.82	38179.00	46196.00	55435.00
二、营业总成本	24119.28	29758.62	37137.12	44873.71	53795.98
其中：营业成本	19930.65	24681.91	30867.72	37318.05	44795.91
营业税金及附加	115.17	138.70	173.38	209.79	251.74
销售费用	3257.52	4148.22	5157.22	6236.46	7428.29
管理费用	643.91	705.27	878.12	1062.51	1275.01
财务费用	147.96	82.01	51.69	41.66	40.09
资产减值损失	24.08	2.51	8.99	5.25	4.94
加：公允价值变动收益	-10.51	17.89	2.46	3.28	7.88
投资收益	13.48	-0.84	25.00	23.00	28.00
三、营业利润	568.01	801.25	1069.34	1348.57	1674.89
加：营业外收入	126.59	180.43	150.00	160.00	163.48
减：营业外支出	30.98	36.22	29.64	32.28	20.00
四、利润总额	663.62	945.46	1189.70	1476.28	1818.37
减：所得税	160.57	223.78	287.68	363.32	447.59
五、净利润	503.05	721.68	902.02	1112.96	1370.78
少数股东损益	0.93	1.10	1.43	1.84	2.18
归属于母公司所有者的净利润	502.12	720.58	900.59	1111.12	1368.60
六、基本每股收益	0.65	0.46	0.55	0.68	0.84
全面摊薄每股收益	0.15	0.22	0.28	0.34	0.42

资料来源：公司公告，申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。