

## 商业贸易

2014年08月12日

## 永辉超市 (601933)

——定增引入海外战投，强强联合开启国际化征程

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

维持

市场数据：2014年08月11日

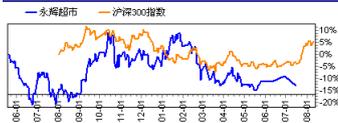
收盘价(元)	7.31
一年内最高/最低(元)	15.55/5.79
上证指数/深证成指	2225/8010
市净率	1.9
息率(分红/股价)	2.74
流通A股市值(百万元)	22453

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年03月31日

每股净资产(元)	3.82
资产负债率%	53.80
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(601933)点评：小非减持结束短期提振估值，基本面稳定发展提供长期投资价值边界》

2014/08/01

《永辉超市一季报点评——高基数导致单季盈利增速放缓，全渠道扩张支撑未来增长》 2014/04/23

## 证券分析师

刘章明 A0230514040001  
liuzm@swsresearch.com

## 联系人

陆达  
(8621)23297344  
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	17	14
2014Q1	9,339	23	306	11	0.19	19.3	4.9		
2014E	38,179	25	902	25	0.22	19.3	12.3	33	11
2015E	46,196	21	1,111	23	0.27	19.2	12.2	27	9
2016E	55,435	20	1,369	23	0.34	19.2	12.4	21	8

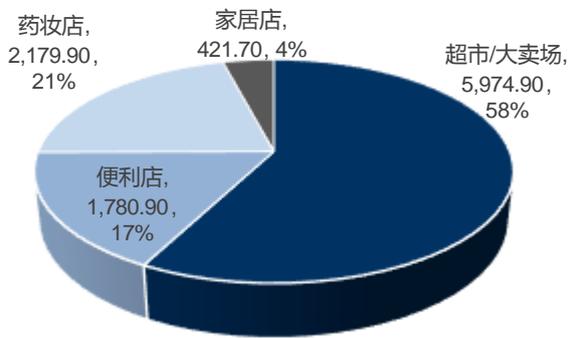
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

## 投资要点：

- **公告非公开发行股票预案。**公司拟以 7 元/股的价格向牛奶有限公司定增 8.13 亿股，合计金额 56.92 亿（现金支付）。增发前，张轩松、张轩宁及其他 A 股股东持股比例为 24.68%、15.24%、60.08%；增发后，张轩松、张轩宁及其他 A 股股东、牛奶有限持股比例为 19.75%、12.19%、48.07%、19.99%。
- **战略投资者为泛亚零售龙头，业态丰富、资产优质。**牛奶有限是牛奶国际孙公司，牛奶国际是怡和集团重要成员。第一，怡和集团是专注于亚洲的多元化业务集团，旗下拥有怡和策略、怡和公共、怡和合发、牛奶国际等上市平台，涉及建筑、保险、地产、零售、酒店等业务。13 年集团实现收入 613.80 亿美元，同比增长 1.53%，营业利润 15.02 亿美元，同比增长 2.74%，其中大中华、东南亚地区营业利润贡献分别为 43%、53%。第二，牛奶国际是泛亚零售龙头，13 年底拥有超过 5800 家门店，13 年收入 103.6 亿美元，同比增长 5.68%，净利润 5 亿美元，同比增长 12.18%。牛奶国际主营超市/大卖场、便利店、药妆店、家居用品店（13 年收入占比 58%、17%、21%、4%，营业利润占比 44%、13%、35%、8%）；同时拥有 7-11 在广东、澳门、香港、新加坡的经营权和 IKEA 在香港、台湾的经营权。第三，牛奶有限作为牛奶国际在香港经营实体，13 年底经营超市 308 家，便利店 916 家、药妆店 366 家、家居用品店 3 家，并全资拥有中国大陆万宁业务和餐饮企业美心 50% 股权。
- **优势互补、强强联合利好公司中长期发展。**我们认为，定增引入海外战投——牛奶有限长期利好公司：业务协同方面，第一，牛奶国际在泛亚地区经营门店众多，拥有先进零售管理经验，公司将会引入牛奶公司指定人员担任非执行董事，拓宽国际化管理和经营思路。第二，双方能够在全球采购、食品加工与安全、自有品牌开发、高端超市、信息技术与电子商务、人员培训等方面开展战略合作，利于降低公司采购成本、增强供应链管控能力、提高运营管理水平，提升核心竞争力和盈利能力，加速公司国际化。补充资金需求方面，定增 57 亿资金将提升公司资本实力，满足公司在门店外延、信息化建设、物流建设、产业兼并等方面的资金需求，助力业务中长期稳健增长。

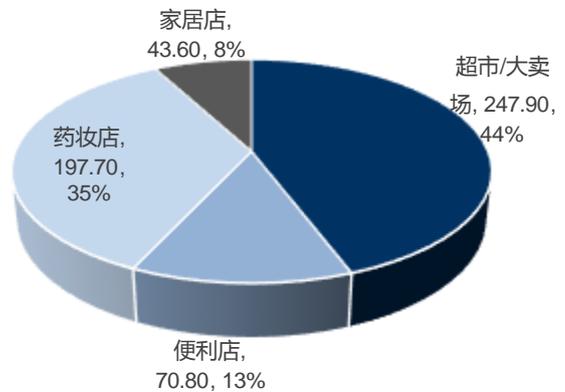
● **维持盈利预测，维持增持。**公司是具备全国扩张能力的生鲜超市龙头，目前仍处于成长期，年均新增门店超过 60 家，14 年将通过农改超进驻上海市场，未来增量值得期待。我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.28 元、0.35 元、0.42 元，对应 PE 分别为 27 倍、21 倍、18 倍。考虑到增发摊薄（总股本 40.67 亿），在不考虑募集资金带来的投资收益和财务费用节约（预计 15 年资金到位）的情况下，我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.34 元，对应 PE 分别为 33 倍、27 倍、21 倍（高鑫零售 14-16 年 PE 分别为 23 倍、21 倍、18 倍）。然而，考虑到公司获得资金会实现财务费用节约，获得现金后或将对外并购整合，维持增持。

图 1：牛奶国际 13 年收入拆分(单位：百万 USD)



资料来源：艾瑞咨询，申万研究

图 2：牛奶国际 13 年营业利润拆分(单位：百万 USD)



资料来源：艾瑞咨询，申万研究

表 1：怡和集团收入按业务拆分(单位：百万 USD)

Business	业务	2013	占比	2012	占比	同比增长
Jardine Pacific	怡和亚太	110	7.32%	145	9.92%	-24.14%
Jardine Lloyd Thompson	怡和公共	76	5.06%	71	4.86%	7.04%
Hongkong Land	香港置地集团	385	25.63%	321	21.96%	19.94%
Dairy Farm	牛奶国际	307	20.44%	283	19.36%	8.48%
Mandarin Oriental	文华东方酒店	56	3.73%	42	2.87%	33.33%
Jardine Motors		59	3.93%	15	1.03%	293.33%
Jardine Cycle & Carriage	怡和合发	35	2.33%	34	2.33%	2.94%
Astra		508	33.82%	571	39.06%	-11.03%
Corporate and other interests	其他收益	-34	-2.26%	-20	-1.37%	70.00%
Underlying profit	营业利润	1502		1462		2.74%

资料来源：公司公告，申万研究

表 2：怡和集团收入分区域拆分(单位：百万 USD)

Region	业务	2013	占比	2012	占比	同比增长
Greater China	大中华地区	648	43.14%	605	41.38%	7.11%
Southeast Asia	东南亚	803	53.46%	817	55.88%	-1.71%
United Kingdom	大不列颠	60	3.99%	45	3.08%	33.33%
Rest of the world	其他地区	25	1.66%	15	1.03%	66.67%
Corporate and other interests	其他收益	-34	-2.26%	-20	-1.37%	70.00%
Underlying profit	营业利润	1502		1462		2.74%

资料来源：公司公告，申万研究

表 3：牛奶国际分业态业务简介

公司	介绍
<b>超市/大卖场：</b>	
Wellcome	<p>惠康超市业务遍及台湾、香港和菲律宾，是香港最大的连锁超市品牌，主打价格优惠的生鲜食品。</p> <p>(1) 香港：惠康超级市场于 1945 年成立，现为香港最具规模及历史最悠久的超级市场连锁集团。自 1964 年起，惠康已成为牛奶有限公司的全资附属公司。惠康拥有约 8,000 名员工，旗下现有超过 280 间分店，遍布香港每一个角落。</p> <p>(2) 台湾：牛奶公司集团于 1987 年在台湾成立惠康百货股份有限公司。目前分店已经超过 300 多家。</p>
Cold Storage	提供新鲜商品、食品、以及优质服务。它特有婴儿区、披萨 DIY 和烤面包。在新加坡已有一个世纪的历史，在马来西亚也有广泛门店分布。新加坡有 45 家门店。
Jasons MarketPlace	是一家定位中高端的超市，以愉悦舒适的购物环境为消费者提供价格合理、国际化且别树一格的优质食品、日用品、酒类、名牌药妆等。不断引进世界最著名的名牌，最受欢迎的美食；空运进口各国当季蔬果肉类等新鲜限量食材，以严选高品质及高规格的生鲜食材呈现给消费者。在马来西亚有 1 家门店；在香港有 27 家门店；在新加坡有 3 家；在台湾有 6 家
Giant' s	适合家庭购物，是社区型的超市和大卖场。承诺“高质量，广范围，低价格”，提供大量价格实惠的货品。主要吸引的顾客是预算有限的家庭顾客。商品品类有新鲜食品、杂货、家用商品。Giant' s 在马来西亚、文莱、新加坡和越南都有分布。在新加坡有 66 家分店；在越南有 1 家。
Hero	提供高质量、新鲜的当地产品，和高端国际品牌的产品。主要针对印度尼西亚的中高端客户。
Mercato	高端、全业务覆盖的超市。提供精品美食、杂货、酒类、药妆，满足马来西亚不同顾客的需求。它所提供的精品熟食、有机食品、奶酪、香料、肉类和酒类，是马来西亚其他超市所无法相比的。只在马来西亚有 2 家门店。
Oliver' s	香港的高端红酒及食品超市，为顾客提供来自世界的高端食品和红酒。为顾客提供定制服务。只有在香港的一家店。
ThreeSixty	香港最大的有机食品超市，提供大量健康食品，以及环保的家居和个人生活用品。向香港顾客强调健康生活和保护环境理念。
Lucky	在柬埔寨的便利店。提供高品质的新鲜食品，家用商品。
Rustan' s	是在菲律宾大城市分布的超市品牌。从世界各地提供高品质产品和当地的新鲜食品。在菲律宾有 20 家分店。
Shopwise	菲律宾著名的卖场品牌，提供价廉物美的日用品、食品。
<b>便利店：</b>	
7-Eleven	牛奶公司在广东、澳门、香港、新加坡在 7-Eleven Inc. 的授权下经营 7-ELven 便利店。广东省分店超过 600 家，香港门店超过 900 家，澳门超过 40 家，新加坡有超过 500 家。
Starmart	由 PT Hero Supermarkets Tbk 运营，Dairy Farm 有其 81% 股权。印度尼西亚有 150 家门店。

---

**药妆店：**

Mannings	香港 354 间门店，中国内地 200 间。
Guardian	门店遍布柬埔寨、印度尼西亚、马来西亚、新加坡、越南。
GNC	在 General Nutrition Centers 的授权下，牛奶公司在香港和澳门经营 GNC 门店和专柜。 GNC 是全球最具规模的营养产品连锁零售商，提供优质维他命、矿物营养、天然草本以及运动营养补充产品。在香港有 9 间门店，并且在 30 间 Mannings 和 Apita 设有专柜

---

**家居用品：**

宜家	牛奶公司在香港和台湾经营宜家门店，并且拥有 PT Hero Supermarkets Tbk 81%的股权。后者拥有宜家在印度尼西亚的特许经销和发展权。在香港有 8 家分店，台湾有 2 家。
----	---

---

**食品：**

美心	牛奶公司有 Maxim' s Caterers Limited 50%的股份。集團業務範疇廣泛，包括中菜、亞洲菜、西菜、快餐、西餅、咖啡店、日式連鎖餐飲及機構食堂等。在香港、中國、越南擁有超過 840 間分店。
----	---

---

**资料来源：公司官网，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。