永辉超市上调评级 仍面临“成长的烦恼”

实习记者 蔡梦藜 报道

12月5日，申银万国上调永辉超市(601933.SH)的评级至“增持”。申银万国通过调研了解到，永辉超市的六大区框架(福建、重庆、北京、苏皖、河南、东北)已形成，未来将以此通道进行快速扩张，同时不再建立新的大区。预计未来每年将新开50家左右门店。申万分析师认为，永辉具备“商业模式+零售技术”的双重优势，竞争优势难以模仿，成长空间巨大。尽管未来2-3年会因快速扩张而呈现收入增长快于利润增长的态势。但其成长性和竞争优势相较竞争对手十分显著，因此决定上调其评级至“增持”。同日，永辉超市的估值破跌上涨2.8%，收盘于22.33元/股。

扩张导致股价走低

不过，纵观永辉超市全年股价走势，总体仍呈下降趋势。自2012年1月至2012年5月，其股指能基本持续维持在30元以上。但从5月24日开始便一路下跌，持续维持低位，即便12月5日利好，也仅仅收盘于22.33元，比发行价的23.98元还略低。通过永辉超市官网发布的季度财务报表可看出，即使在业内人士称为“拐点”的第三季度，公司实现营业收入61.79亿元，同比增长38.97%，归属于上市公司股东的净利润同比增长40.20%。但净利润仅达1.43亿元，占营业收入的2.3%，且环比降低26%。而1-3季度公司营业收入总和为178.91亿元，同比增长43.42%，但归属于上市公司股东的净利润3.36亿元，同比仍递减9.81%。1-3季度基本每股收益也同比递减了8.33%。利润率的降低，也直接表现在永辉超市的股价上。

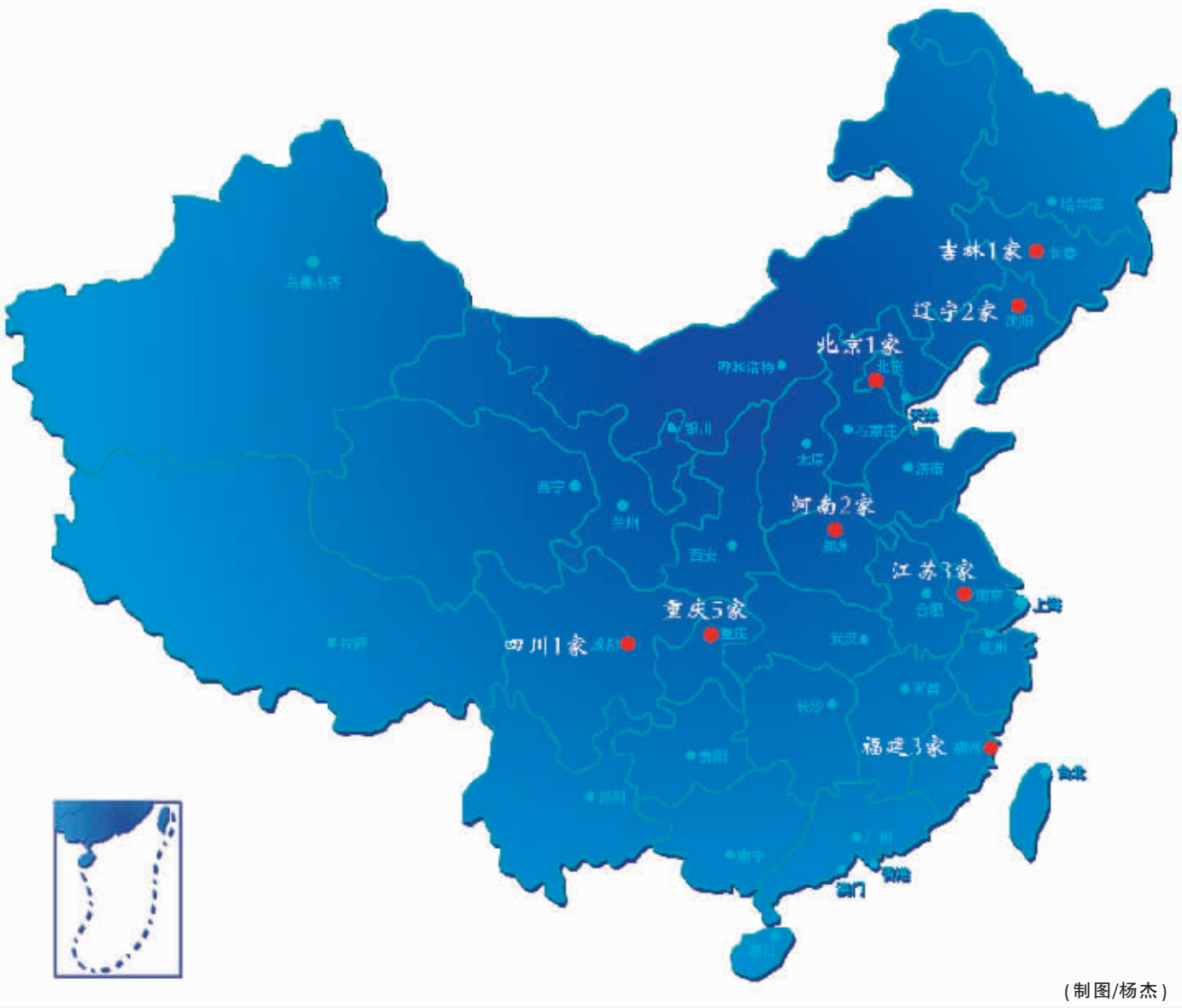
据业内人士分析称，造成永辉超市股价持续走低的主要原因仍是其近一年来大肆扩张所致。永辉超市成立于2001年，2001年-2009年末，永辉超市尽管急速扩张，开出数百家卖场，但所有卖场均扎根福建省与重庆两市场。据重庆当地相关人士介绍：永辉超市于2004年在重庆开出第一店，当时的重庆市场竞争并不激烈，外资超市连锁仅有家乐福、易初莲花和麦德龙，合计不足10家卖场。除此之外较为强有力的竞争对手仅本土连锁商社集团旗下的新世纪超市。永辉超市在渝开出数十家店后，迅速在当地建立自有生鲜基地，依仗其生鲜的优良品质与低价策略迅速占领市场，并通过一市多点的快速扩张渗透进当地各人口密集区域，很快成为当地龙头老大。迄今为止，据永辉超市官网统计，永辉超市已在重庆市开出71家面积在6000至1万平方米左右的超市卖场，在重庆市场能与之在数量上分庭抗礼的仅有新世纪超市(据记者在重庆商社集团官网了解，旗下新世纪百货在重庆、四川两地共开出90家连锁超市)。

战线过长速度过快

永辉超市通过8年时间才在重庆市场取得如此成就，但该公司从2009年末到2012年三年时间内，先后在浙江、广东、贵州、四川、北京、天津、河北、安徽、江苏、河南、陕西、黑龙江、吉林、辽宁等多省市进行扩张，且扩张方式类似于撒胡椒面，战线拉得很长。以四川省为例，据永辉超市官网显示，公司现筹备门店共12家，分别位于成都、宜宾、南充、广安、绵阳 5市，最多的成都市为7家，其中1家还位于远郊崇州市，最少的南充、广安、绵阳市分别仅1家。另外，永辉超市在成都市场已开业和筹备中的9家卖场中有4家在郊县，市区的5处卖场有3家在购物中心，2家位于社区，其扩张方式也为大卖场、卖场、社区卖场三种形态齐头并进。而同样在成都发展的另一家零售商伊藤洋华堂，尽管是日本最大的零售集团，资金链雄厚，但在蓉发展数十年，也是先投资卖场并经营10年以上，才又引入7-11便利店，其社区超市尚在市场调研中。

永辉超市从2010年到2012年第三季度末，开店数量与规模比之2002年到2009年翻了一番，达239家。业内人士认为：正是因为过快的扩张，导致公司压力重重，整体业绩受到影响。据永辉超市相关人士透露：“江苏、河南、河北、东北与成熟区域比发展相对不顺。”大量的投入以及并不及时的收益，直接导致公司上半年归属于上市公司股东的净利润为1.92亿元人民币，较2011年同期的2.69亿元同比下滑28.76%，二季度较一季度净利润亦环比下滑23.91%。股价亦因此遭受不良影响，二三季度出现从30元/股接连下挫至20元/每股持续性低迷。公司第三季度归属于上市公司股东的净利润1.43亿元，同比增长40.20%。据分析人士认为，其重要原因之一也是三季度18家新门店布局中有8家位于福建和重庆，集中在传统优势区域。

永辉超市2012年第三季度开店情况



(制图/杨杰)

深耕优势区域

同时，亦有专业人士认为，永辉超市第三季度整体出现拐点，其新区域减亏也功不可没。据业内人士透露：上半年河南、东北三省、江苏三大新区合计亏损7000万元，是中报业绩大幅下降的主要原因之一。新大区的前期巨亏，既是刚性费用的被动结果，也是开拓市场的主动选择。随着门店数和收入规模增加(目前河南6 店、东北8店、江苏9店)，采购成本下降，促销力度减小，毛利率提升，费用率下降，减亏幅度显著(三季度整体毛利率环比上升0.27 个百分点至20.42%，销售+管理费用率环比下降0.75个百分点至16.62%，所得税率环比下降7.4个百分点)。

永辉超市近两年在除福建与重庆以外的新区域拓展中，被认为最成功的则是安徽与北京两市场。永辉超市在其官网公布的2012年第三季度财务报表并未细分各大区经营状况，但通过2012年中期财务报表可看出，在永辉超市整体利润下滑的时期里，北京和苏皖两大区的营业收入分别劲增136.63%和186.14%，远超于两大传统区域福建和重庆的15.37%和37.90%。其中北京区域的营业额更是达15亿，分别占到福建和重庆两区域营业额的34%和35%，占营业总额112亿的13.28%。而据永辉超市官网显示，公司在北京大区仅20家店，分别为福建和重庆开店数量的五分之一和四分之一，而营业额却分别为两传统区域的三分之一，可见每家店贡献的营业额之高。

另外，永辉进入新区域除了要面临培养人气、密集促销以迅速拉拢人气以外，其建立物流配送中心、自有养殖中心的建立也会挤压掉很大一部分利润空间。加之永辉超市为中国第一家“农改超”，其主打产品、也是最受欢迎的一直为生鲜类产品，而这本身价格也不高。因此，新区域拓展面临投资大、营业额大而利润微薄，甚至濒临亏损边缘在所难免。永辉超市在2012年第三季度已积极调整战略：深耕优势区域以增加利润，不进行新区域拓展以控制成本。据永辉超市官网显示，其114家筹备门店中，福建、重庆、北京三大营业额颇10亿的市场就占40家。

长期价值仍被看好

有专业人士分析，永辉超市的长期价值仍被看好，除了公司对成本控制愈发明显之外，利润增速有回升高位之迹象，以及之前永辉股东抛售的股票不少都被公司实际控制人承接两大现象同为关键因素。特别是12月5日申银万国将公司评级调为增持以后，公司股价更是一路凯歌，12月6日开盘后最高价已达到22.90元/股，最终收盘于22.89元，涨幅为2.51%。

只是，从长远看，永辉超市的股价要长期向好，仅靠短期利好消息影响着实有限，未来公司仍需克服诸多现实因素所致的诸多压力与困境。

首先，永辉超市要面临经济大环境不佳、CPI高于收入增长，以及恩格尔系数逐步降低所致消费力疲软问题。毕竟永辉超市现主要优势在于生鲜产品质量优、价格低，优势尚十分单一。而据重庆当地部分消费者表示：永辉超市的副食品等其余消费品价格普遍高于其他超市，以致于部分精明的消费者仅限于在永辉超市购买生鲜品。因此，合理调整供应链，让卖场其他产品也能吸引更多消费者，对永辉超市创造营业额和利润空间是一大挑战。

其次，如今的江苏、河南、河北、东北市场已远非本世纪初的福建和重庆，家乐福、大润发、沃尔玛等购物环境和供应链更优的卖场已在深耕全国，此类大型卖场除单一超市以外，更朝购物中心方向发展，卖场内涵盖品牌服饰、餐饮等业态，可吸引更多目的不同的消费者。而永辉超市要与虎谋皮，还需进一步考量自身的购物环境、新店选址以及经营业态。

另外，即便永辉超市在新兴市场站稳脚跟，为扩大影响力和降低价格，除不断开店外，仍不得不像在福建和重庆市场那样建立自身的养殖基地，依照2005年永辉超市在重庆公布的消息，这部分一次性投入即达3亿元，加上之后的经营与追加投资，也会进一步挤压当地市场所带来的利润。由此可见，永辉超市要保证进一步盈利而带来长期的利好，仍有很长很艰难的路要走。

101公司IPO折戟背后

特约记者 刘翔 济南报道

市场低迷、股市羸弱、新政频出，对资本市场而言，即将过去的2012年，许多变化让人记忆深刻。在等待IPO企业超过800家、“堰塞湖”高压背景下，2012年企业IPO被否“真相”，更值得深味。

同花顺Ifind数据显示，截至12月6日，今年已有225家企业上会，其中，37家被否。值得注意的是，IPO被否企业，无一例外地来自创业板和中小板，其中并无山东企业的身影。

除了上述被否企业，另有64家企业遭遇“终止审查”。这其中，即包含皇明太阳能、山东金创、金岭化工等5家鲁企。

记者统计后发现，在证监会所披露的“被否原因”中，关联交易导致的独立性欠缺、持续盈利能力欠佳以及存内控风险，成为频频提及的原因。

“在被否个例背后，折射出IPO发审尺度的共性及监管层的思路变化。”5日，泰昌投资担保有限公司副总经理李喜盈在接受记者采访时表示，企业屡屡因持续盈利和内控能力遭否，体现出监管层对上市公司成长性以及细节方面的重视。

5鲁企上会前“栽倒”

在上述遭遇“终止审查”的企业中，41家拟登陆创业板，23家拟登陆主板和中小板。

在5家“终止审查”鲁企中，第四次闯关IPO的山东金创尤其引人注意。10月25日，山东金创被证监会正式作出终止审查的决定。这意味着山东金创成为A股第一家四次申请IPO均被否的企业，堪称A股上市“碰壁王”。

纵观山东金创屡次碰壁的原因，首次失败是因为递交上市申请距离此前的资产重组不到三年，并涉及稀有资源问题；2010年4月上会遭否是因为与主管部门蓬莱市黄金总公司关联关系不明；2011年5月上会遭否的原因是募投项目无法确定有效控制权，实施不确定；第四次冲刺IPO时，山东金创火速更改了募投项目，招致外界广泛质疑。此外，公司在职工股权方面存在问题，也被视作上市途中的“地雷”，曾导致IPO审核进程中止。

在5家鲁股中，皇明太阳的折戟也备受关注。负面新闻缠身加之光伏市场不景气的“硬伤”，使得皇明太阳能无奈退出。实际上，今年已有10余家光伏企业的IPO搁浅。

道恩高材和宏艺科技两家拟登陆创业板的鲁企，也双双遭否。

其中，道恩高材由于其控股股东旗下企业存在严重的环境污染问题备受争议，此外募投项目处于夕阳产业，在目前产能还未充分利用的情况下，募集资金上市也难脱圈钱的嫌疑。

更重视独立性 内控能力

在IPO发审收紧大背景下，监管部门对拟IPO企业的独立性问题愈发审慎，许多企业在此跌倒。

7月25日，深圳天珑移动和湖南泰嘉新材的首发申请均未通过。而折戟的原因也如出一辙：独立性存疑。

以泰嘉新材为例。发审委反馈意见显示，其重要客户金锯联、长沙环胜均系湖机国际的主要股东，而二股东中联重科系湖机国际的第一大客户；金锯联、长沙环胜、湖机国际的主要股东均系泰嘉新材和中联重科的前员工。

“这将可能导致公司的业务不独立，公司的独立性存在缺陷；而这环环相扣的裙带关联，均未在泰嘉新材的招股书申报稿中披露。”发审委指出。

而作为今年惟一一家被否的服装生产企业，海澜之家也折戟于“独立性”。证监会披露的信息显示，海澜之家的控股股东海澜集团曾是上市公司凯诺科技的控股股东，2009年、2010年，凯诺科技的三家主要供应商与海澜之家、海澜集团存在业务或资金往来。

“而IPO申报材料和海澜之家公司代表、保荐代表人的现场陈述未就上述具体事项作出充分、合理解释。因此，发审委认为公司独立性存在缺陷。”发审委在反馈材料中称。

在37家公司中，也不乏因内控问题遭否者。

“实际上，随着近年来监管层对于企业内控制度建设越发关注，内控制度的不完善也成为导致企业IPO闯关失败的重要因素之一。”李喜盈表示。

李喜盈介绍说，《企业内部控制审计指引实施意见》已经自今年1月1日起施行，今年主板上市的IPO企业需出具内部控制审计报告。而种种迹象显示，企业内控制度正由主板公司逐渐向中小板、创业板全面过渡。

在证监会已披露的被否原因中，通宇通讯、金大地新材料等公司，就皆因内部控制问题遭否。

其中，通宇通讯实际控制人在报告期内通过11家单位占用公司资金，且未支付资金占用费。此外，通宇通讯2010年5月分别补缴2007年、2008年度企业所得税及滞纳金合计约3400万元。

证监会认为，通宇通讯未在申报材料和现场聆讯中，对内部控制制度是否健全且被有效执行作出充分合理的说明。

细节同样关键

细节决定成败，对志在上市的企业而言，再恰当不过。

记者注意到，财报亮丽并不能高枕无忧，许多企业未能过会的原因，并非明显的财务问题。细节的疏忽，成为企业上市绊脚石。

随着上海来伊份上市申请被否，这家致力于打造“中国休闲食品第一品牌”、曾备受国内PE青睐的休闲食品连锁企业，再次成为PE界的热点话题。

根据证监会公告显示，发审委在审核中关注到，来伊份存在以下情形：根据申请材料，报告期内来伊份公司多次因产品质量问题被有关部门处罚。4月24日晚，央视二套《消费主张》栏目报道公司及部分供应商产品质量存在问题。节目播出后，公司销售收入明显下降，第二季度处于亏损状态。公司内部控制存在缺陷，且对公司经营产生重大不利影响。

“蜜饯门”，对正处IPO关键时期的来伊份来说几乎是“当头一棒”。

而汉嘉设计，则倒在了一个看似低级的自相矛盾的成本核算问题上。

公司招股说明书(申报稿)披露建筑工程设计成本核算方法时称，对于项目直接费用的计提依据是每个项目的完工百分比乘以项目的预估总直接费用，减去之前会计年度累计已确认的成本。

然而，该公司在答复反馈问题时却表示，在实际进行成本核算时，未按照上述披露的方法对建筑工程设计成本中的项目直接费用进行核算，且汉嘉设计和保荐人中信建投在聆讯现场也未就上述差异的原因予以说明。