

商贸零售

永辉超市 (601933.SH)

维持

报告原因：事件点评

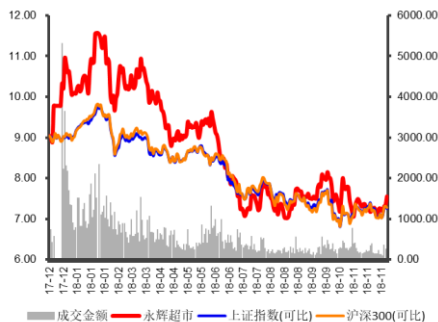
稀释云创股份聚焦云超主业，携手万达加速门店扩张

增持

2018年12月5日

公司研究/事件点评

公司近一年市场表现



市场数据：2018年12月5日

收盘价(元):	7.55
年内最高/最低(元):	12.12/6.68
流通A股/总股本(亿):	79.76/95.70
流通A股市值(亿):	602
总市值(亿):	723

基础数据：2018年9月30日

基本每股收益:	0.11
每股净资产(元):	1.96
每股资本公积(元):	0.77
净资产收益率:	5.26%

分析师：谷茜

执业证书编号：S0760518060001

Tel: 0351-8686775

Email: guqian@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➢ 12月3日，公司与一方集团、孙喜双签订股权转让协议，拟受让大连一方集团持有的大连万达商管股份6791.02股，占万达商管股份总数的1.5%，每股转让价52元，标的资产价格35.31亿元；12月4日，公司与张轩宁签订股权转让协议，约定以3.94亿元向张轩宁转让永辉云创20%的股份，本次转让后，张轩宁成为永辉云创第一大股东。

事件点评

➢ **优化法人治理结构，提升公司决策效率。**公司将20%的股份转让给张轩宁后，张轩宁所持永辉云创的股权将由9.6%增至29.6%，成为永辉云创第一大股东，而公司将持有云创26.6%的股权，为云创第二大股东。云创业务主要承接公司IT系统建设、永辉生活和超级物种部分，自成立以来保持着较高的成长速度，2017、2018Q3的营收分别为5.66亿元、14.78亿元，但由于新业态存在较长的培育与缓冲期，造成业绩亏损并有扩大趋势，2017、2018Q3的归母净利润分别是-2.67亿元、-6.17亿元。此次稀释云创股权可以促使公司聚焦主业云超的发展，有效减轻云创业务对公司整体运营成本和运营风险的拖累。同时，为优化公司法人治理结构，提高公司决策质量，提升公司决策效率，公司股东张轩松与张轩宁签署协议解除一致行动关系，之后牛奶有限公司持股占公司股本19.99%，张轩松持股占比14.70%，张轩宁持股占比7.77%，截至12月5日，公司不存在控股股东及实际控制人。经过董事会决议修改公司章程，设立执行董事为公司法定代表人，设轮值董事长一人，任期不超过一年，可以连任。

➢ **携手万达商管，战略拓展优质物业。**为了拓展优质物业，公司拟受让大连商管1.5%的股份，标的资产价格35.31亿元，此次投资将对公司财务状况造成影响，主要是银行贷款增加及相应财务费用的提高。如果按年利率6%测算，预计该部分银行利息每年约2.1亿元，对公司当期利润的影响估计在10%左右。万达商管是中国商业地产领军企业，截止2017年，已在全国开业北京CBD、上海五角场、成都金牛、昆明西山等235座万达广场，持有物业面积3151万平方米，年客流31.9亿人次，预计到2019年万达广场数量将超过300座。初步估算2019年全国范围内还将开设45座万达广场，其中三四线城市开业数量占比达7成，这与公司下沉三四线城市布局新店扩张的战略规划不谋而合。一直以来万达广场都是公司开店的主要阵地，公司入股万达商管后，双方均能实现在高速拓展期的深度绑定，实现优势互补。

投资建议

➢ 公司提出2020年之前成为中国线下零售前三强，双线双轨发展以满足大众消费和部分差异化消费群日常需求的战略构想，公司以股权激励+合伙人机制+智慧供应链平台维持自身良好的造血能力，逐年递增的现金流能够支撑公司外延扩张的脚步。预计公司2018-2020年EPS分别为0.17/0.22/0.31，对应公司12月5日收盘价7.55元，2018-2020年PE分别为45.57X/33.81X/24.69X，给予“增持”评级。

存在风险

➢ 宏观经济增速放缓；新业态培育期较长；拓展新区短期业绩波动风险。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	20,337	32,085	38,026	45,149	营业收入	58,591	72,038	89,010	108,014
现金	4,608	14,408	17,802	21,603	营业成本	46,383	57,472	70,834	85,579
应收账款	1,792	2,063	2,786	3,259	营业税金及附加	209	274	351	407
其他应收款	812	1,366	1,710	1,873	销售费用	8,452	10,345	12,859	15,468
预付账款	1,904	2,144	2,706	3,335	管理费用	1,781	2,240	2,601	3,266
存货	5,583	7,030	7,871	10,093	财务费用	(83)	41	168	218
其他流动资产	5,637	5,074	5,151	4,986	资产减值损失	23	9	(3)	2
非流动资产	12,534	9,953	10,030	10,085	公允价值变动收益	(81)	0	0	0
长期投资	3,659	2,527	2,721	2,969	投资净收益	145	80	131	119
固定资产	3,676	3,443	3,211	2,978	营业利润	1,941	1,736	2,332	3,192
无形资产	638	596	556	519	营业外收入	167	176	174	172
其他非流动资产	4,561	3,388	3,543	3,620	营业外支出	74	113	102	97
资产总计	32,870	42,038	48,056	55,234	利润总额	2,033	1,799	2,403	3,267
流动负债	12,311	21,591	26,761	32,933	所得税	348	270	360	490
短期借款	0	7,356	9,012	11,533	净利润	1,685	1,529	2,043	2,777
应付账款	7,591	9,251	11,569	13,920	少数股东损益	(132)	(56)	(94)	(149)
其他流动负债	4,720	4,983	6,180	7,480	归属母公司净利润	1,817	1,585	2,137	2,927
非流动负债	151	194	258	306	EBITDA	2,414	2,053	2,772	3,680
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.19	0.17	0.22	0.31
其他非流动负债	151	194	258	306					
负债合计	12,462	21,785	27,019	33,239	主要财务比率				
少数股东权益	413	357	263	113	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	9,570	9,570	9,570	9,570	成长能力				
资本公积	6,639	5,975	5,975	5,975	营业收入	19.01%	22.95%	23.56%	21.35%
留存收益	3,785	4,351	5,229	6,337	营业利润	29.58%	-10.53%	34.28%	36.90%
归属母公司股东权益	19,995	19,896	20,774	21,882	归属于母公司净利润	46.28%	-12.73%	34.78%	36.97%
负债和股东权益	32,870	42,038	48,056	55,234	获利能力				
					毛利率(%)	20.84%	20.22%	20.42%	20.77%
					净利率(%)	3.10%	2.20%	2.40%	2.71%
					ROE(%)	8.25%	7.55%	9.71%	12.63%
					ROIC(%)	23.11%	15.70%	9.52%	11.74%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	37.91%	51.82%	56.22%	60.18%
					净负债比率(%)	27.39%	-9.60%	-16.03%	-16.35%
					流动比率	1.65	1.49	1.42	1.37
					速动比率	1.20	1.16	1.13	1.06
					营运能力				
					总资产周转率	1.88	1.92	1.98	2.09
					应收账款周转率	79.88	85.91	100.36	87.71
					应付账款周转率	8.32	8.55	8.55	8.48
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.19	0.17	0.22	0.31
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.24	0.34	0.36
					每股净资产(最新摊薄)	2.09	2.08	2.17	2.29
					估值比率				
					P/E	39.8	45.6	33.8	24.7
					P/B	3.6	3.6	3.5	3.3
					EV/EBITDA	35.89	36.68	27.68	21.48

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,641	2,255	3,278	3,437
净利润	1,685	1,585	2,137	2,927
折旧摊销	1,076	275	273	270
财务费用	(103)	41	168	218
投资损失	(145)	(80)	(131)	(119)
营运资金变动	(2,112)	480	929	288
其他经营现金流	2,240	(47)	(98)	(148)
投资活动现金流	(5,782)	1,876	(63)	(130)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(1,683)	1,132	(194)	(248)
其他投资现金流	(4,099)	744	131	119
筹资活动现金流	(631)	5,631	230	484
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	128	0	0	0
其他筹资现金流	(759)	5,631	230	484
现金净增加额	(3,772)	9,762	3,445	3,791

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。