

# 商业贸易行业

## 永辉超市拟要约收购中百集团，超市行业整合兼并提速

分析师：洪涛

分析师：高峰



SAC 执业证号: S0260514050005



SAC 执业证号: S0260518050003



SFC CE.no: BNV287



021-60750633



021-60750604



hongtao@gf.com.cn



gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

#### ● 永辉拟要约收购中百集团不超过 10.14% 的股权，有望成为中百第一大股东

中百集团发布公告称永辉超市拟通过现金要约收购的方式收购中百集团不超过 6906 万股股份，占总股本的比例为 10.14%，要约收购价为 8.1 元/股，耗资不超过 5.59 亿元（较中百集团 2019 年 3 月 28 日收盘价溢价 23%，对应中百 19 年 PS 为 0.35X）。若完成要约收购，则永辉持有中百的股份比例有望提升至 40%，将超越武商联成为中百的第一大股东（目前武汉国资委为中百集团的实控人，武商联及关联方合计拥有中百 34% 股权）。

#### ● 湖北为永辉的战略要地，永辉超市有望控股中百集团深入协同布局华中

中百集团作为武汉国资委下属的零售公司，深耕湖北多年，资源禀赋丰厚，截止 2018 年底在湖北省内共拥有 1225 个零售网点，是湖北省商超龙头。而湖北作为打通全国供应链的战略要地，永辉试图以收购中百股权的方式切入湖北市场，2013 年以来，永辉合计七次收购中百集团股份，目前共持有中百股权比例为 29.86%（期间武商联及关联方亦七次增持中百股权，以维护其第一大股东地位），并与中百在门店运营和部分生鲜供应链等方面展开合作。同时永辉与中百成立合资公司在湖北省开店，据永辉官网显示，目前仅于 2017 年在湖北襄阳开设一家云超店，开店进度较为缓慢，而在湖北省周边省份均已快速布局（重庆 120 家，安徽 54 家，河南 31 家，陕西 20 家，江西 9 家）。此次若永辉要约收购成功，则有望通过控股中百深入布局华中地区，完善全国供应链协同。

#### ● 商超龙头外延扩张加速，通过兼并整合带动行业集中度提升

随着社零增速放缓，商超龙头借助兼并整合的方式进行外延扩张，如家家悦于 2019 年 3 月 6 日发布公告，拟托管华润集团位于山东省内的 7 家门店，托管期内享有华润门店的经营权、资产管理权、人事聘用及任免权等，托管期限为 10 年。因此，我们认为尽管零售行业增速放缓，但龙头公司凭借规模、管理、资本等优势持续抢夺份额，具有强劲的扩张能力，亦能享受存量市场集中度提升的红利，获得远高于行业的成长速度，我们建议关注永辉超市、家家悦。由于永辉溢价收购中百集团，同时年报显示中百盈利能力不断优化，积极拥抱新零售，2018 年电商交易额达 2.2 亿元，同时中央大厨房实现首次盈利，建议重点关注中百集团的交易性机会。

#### ● 风险提示

终端需求疲软，拖累零售增速下滑；各公司兼并整合低于预期；运营效率低下，人工租金成本上涨。

### 相关研究：

商业贸易行业:1-2 月社零总额同比增长 8.2%，高基数导致电商增速放缓

2019-03-14

商贸行业投资月报——海外高端品牌观察:2018 年高端消费复苏延续，中国区、数字化、免税店是关键词

2019-03-04

商贸行业投资月报——会员超市运营之道:聚焦思维叠加高效供应链，铸造坚固成本堡垒

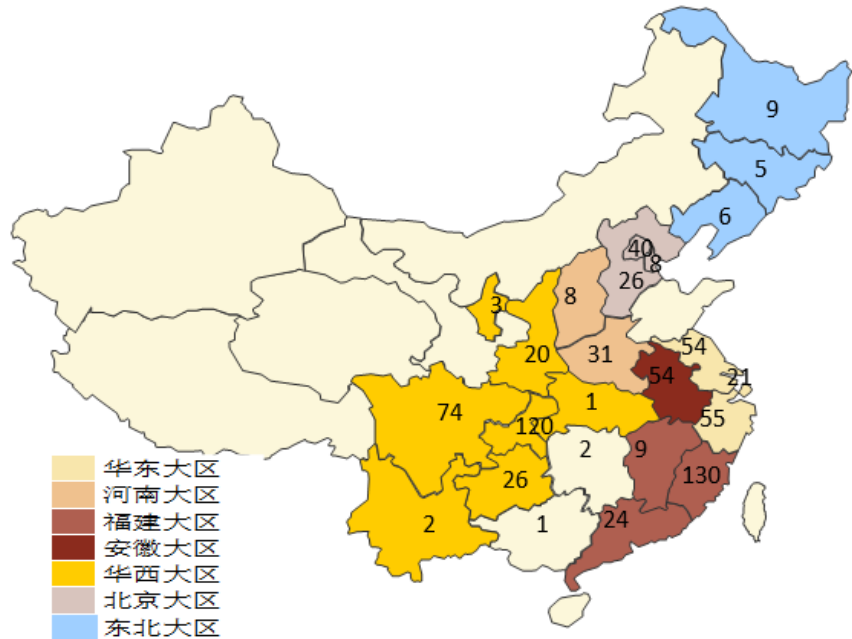
2019-01-28

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/28	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
南极电商	002127.SZ	买入	CNY	11.12	14.3	0.36	0.51	30.89	21.80	28.39	20.01	28.7%	28.8%
永辉超市	601933.SH	增持	CNY	8.32	-	0.16	0.23	52.00	36.17	40.98	27.97	7.0%	9.3%
家家悦	603708.SH	买入	CNY	23.68	27	0.87	1.08	27.22	21.93	15.00	11.97	14.9%	15.5%
苏宁易购	002024.SZ	买入	CNY	12.05	16.36	1.43	1.84	8.43	6.55	39.61	33.23	16.9%	18.2%
天虹股份	002419.SZ	买入	CNY	14.16	15.5	0.75	0.87	18.88	16.28	38.98	12.02	13.8%	14.2%
周大生	002867.SZ	买入	CNY	31.88	35.5	1.66	2.03	19.20	15.70	16.33	12.67	22.3%	19.1%
王府井	600859.SH	买入	CNY	18.26	-	1.52	1.70	12.01	10.74	7.74	6.78	10.4%	10.1%
重庆百货	600729.SH	买入	CNY	36.30	-	2.09	2.43	17.37	14.94	11.15	9.64	14.5%	15.3%

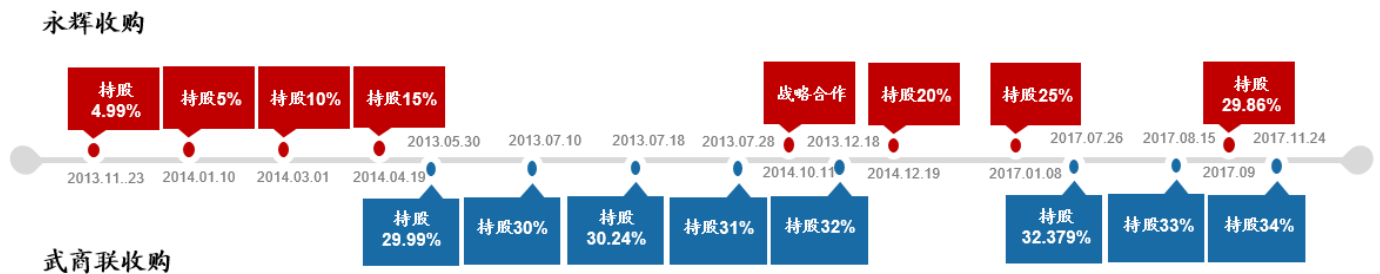
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(天虹股份、王府井、重庆百货已公布 2018 年年报)

图 1：永辉超市全国各大区分布情况



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心（注：数据截止2019年3月5日）

图 2：永辉超市与武商联均多次收购中百集团的股权



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与周大生(002867)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。