

苏宁拟以现金 48 亿收购家乐福中国 80% 股份

公司点评

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

谢海音(分析师)

xiehaiyin@xsdzq.cn

证书编号: S0280518060001

● 苏宁拟以现金 48 亿收购家乐福中国 80% 股份

2019年6月23日,苏宁易购公告,公司全资子公司苏宁国际拟以现金48亿元人民币收购家乐福中国80%股份。本次交易完成后,苏宁易购将成为家乐福中国控股股东,家乐福集团持股比例降至20%。本次交易已通过家乐福集团董事会审批。本次交易尚需通过国家市场监督管理总局的经营者集中反垄断审查。收购后公司监督董事会将由7名监督董事组成,其中5名监督董事由苏宁国际委派,2名监督董事由家乐福集团委派,参与家乐福中国及其子公司的业务、战略。监督董事会的主席由苏宁国际委派的人士担任。

● 家乐福中国业务受国内电商冲击近几年营收持续下滑

国内零售业受电商冲击持续低迷多年,家乐福中国在中国大陆地区的销售份额从2012年56亿欧元下降到2017年的46亿欧元。公告显示家乐福中国2018年营收继续下降,营业利润较2017年亏损10亿下降到亏损4亿。

家乐福中国1995年进入中国,门店覆盖22省及51城,主营大型综合超市业务。截至2019年3月,家乐福中国在国内拥有约3000万会员,210家大型综合超市、24家便利店以及6大仓储配送中心,店面总建筑面积超过400万平方米。本次交易家乐福中国100%股份的估值为60亿元人民币。家乐福中国2018年营收约为300亿元。本次交易价格隐含的股权价值/收入倍数为0.2x。通过与A股主要的同行业上市公司2018年平均股权价值/收入倍数的平均值0.88x及中位数0.7x相比,本次交易的估值水平较为合理。

● 苏宁实体渠道不断扩展,双线并进加快全场景业态布局:

2019年初公司收购万达百货,此次拟现金收购家乐福中国业务,通过收购能快速获取优质线下场景资源,进一步完善公司全场景业态布局;加快大快消类发展,有利于降低采购和物流成本,提升公司市场竞争力和盈利能力;加强公司在生鲜冷链物流业务方面的发展。暂不考虑收购影响预计公司2019-2021年EPS分别为0.43/0.47/0.52元,维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 宏观经济风险; 消费下行风险; 开店不及预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 187,928 | 244,957 | 318,059 | 407,832 | 522,912 |
| 增长率(%) | 26.5 | 30.3 | 29.8 | 28.2 | 28.2 |
| 净利润(百万元) | 4,213 | 13,328 | 3,969 | 4,380 | 4,841 |
| 增长率(%) | 498.0 | 216.4 | -70.2 | 10.3 | 10.5 |
| 毛利率(%) | 14.1 | 15.0 | 15.2 | 15.1 | 15.0 |
| 净利率(%) | 2.2 | 5.4 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| ROE(%) | 4.8 | 14.3 | 4.1 | 4.4 | 4.7 |
| EPS(摊薄/元) | 0.45 | 1.43 | 0.43 | 0.47 | 0.52 |
| P/E(倍) | 24.9 | 7.9 | 26.4 | 23.9 | 21.6 |
| P/B(倍) | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

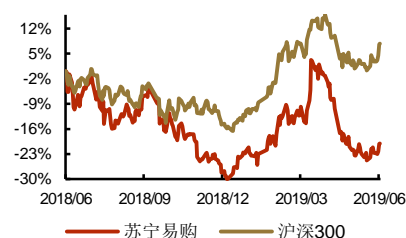
强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.06.21

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元): | 11.25 |
| 一年最低/最高(元): | 9.77/14.69 |
| 总股本(亿股): | 93.1 |
| 总市值(亿元): | 1,047.38 |
| 流通股本(亿股): | 77.02 |
| 流通市值(亿元): | 866.49 |
| 近3月换手率: | 39.29% |

股价一年走势



收益涨幅(%)

| 类型 | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|------|-------|--------|
| 相对 | -2.1 | -8.83 | -23.21 |
| 绝对 | 2.46 | -8.91 | -16.5 |

相关报告

《线下门店扩张提速,智慧零售生态布局加速成长》2019-03-30

《中报业绩略超预期 持续看好公司线上线下互补》2018-07-31

《零售云加速开店不能停 改造县乡镇传统零售模式》2018-06-18

《挖掘县镇潜力,零售云布局低线城市智慧零售端口》2018-04-20

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 87830 | 131743 | 143833 | 127486 | 149143 | 营业收入 | 187928 | 244957 | 318059 | 407832 | 522912 |
| 现金 | 34030 | 48042 | 40693 | 15801 | 10074 | 营业成本 | 161432 | 208217 | 269640 | 346096 | 444396 |
| 应收账款 | 2389 | 0 | 3102 | 876 | 4225 | 营业税金及附加 | 729 | 894 | 1161 | 1489 | 1909 |
| 其他应收款 | 6919 | 0 | 8984 | 2536 | 12235 | 营业费用 | 20636 | 26067 | 33846 | 43399 | 55645 |
| 预付账款 | 8668 | 17469 | 16468 | 27047 | 28746 | 管理费用 | 4864 | 5201 | 6753 | 8659 | 11102 |
| 存货 | 18551 | 22263 | 30592 | 37250 | 49861 | 财务费用 | 306 | 1235 | 1275 | 1975 | 2627 |
| 其他流动资产 | 17272 | 43969 | 43994 | 43976 | 44003 | 资产减值损失 | 513 | 2059 | 1272 | 1631 | 2092 |
| 非流动资产 | 69447 | 67725 | 89495 | 111592 | 135800 | 公允价值变动收益 | 19 | 292 | 93 | 135 | 173 |
| 长期投资 | 1767 | 17675 | 33682 | 49689 | 65697 | 投资净收益 | 4300 | 13991 | 100 | 100 | 100 |
| 固定资产 | 14373 | 15199 | 21030 | 27490 | 35179 | 营业利润 | 4076 | 13659 | 4305 | 4818 | 5415 |
| 无形资产 | 8217 | 9677 | 9622 | 9594 | 9628 | 营业外收入 | 405 | 506 | 500 | 500 | 500 |
| 其他非流动资产 | 45090 | 25174 | 25161 | 24819 | 25296 | 营业外支出 | 149 | 219 | 200 | 200 | 200 |
| 资产总计 | 157277 | 199467 | 233328 | 239078 | 284943 | 利润总额 | 4332 | 13945 | 4605 | 5118 | 5715 |
| 流动负债 | 64264 | 93697 | 126538 | 130977 | 175125 | 所得税 | 283 | 1303 | 839 | 963 | 1122 |
| 短期借款 | 8686 | 24314 | 24314 | 24314 | 24314 | 净利润 | 4050 | 12643 | 3765 | 4155 | 4593 |
| 应付账款 | 13095 | 19836 | 22810 | 31928 | 38357 | 少数股东损益 | -163 | -685 | -204 | -225 | -249 |
| 其他流动负债 | 42482 | 49547 | 79414 | 74736 | 112454 | 归属母公司净利润 | 4213 | 13328 | 3969 | 4380 | 4841 |
| 非流动负债 | 9385 | 17560 | 15931 | 13986 | 12094 | EBITDA | 6357 | 17326 | 7948 | 9485 | 10294 |
| 长期借款 | 6354 | 14788 | 13160 | 11215 | 9323 | EPS (元) | 0.45 | 1.43 | 0.43 | 0.47 | 0.52 |
| 其他非流动负债 | 3032 | 2771 | 2771 | 2771 | 2771 | | | | | | |
| 负债合计 | 73649 | 111256 | 142469 | 144964 | 187219 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 4669 | 7294 | 7090 | 6865 | 6616 | 主要财务比率 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 股本 | 9310 | 9310 | 9310 | 9310 | 9310 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 35980 | 38288 | 38288 | 38288 | 38288 | 营业收入(%) | 26.5 | 30.3 | 29.8 | 28.2 | 28.2 |
| 留存收益 | 21363 | 33678 | 37127 | 40934 | 45142 | 营业利润(%) | 198540.2 | 235.1 | -68.5 | 11.9 | 12.4 |
| 归属母公司股东权益 | 78958 | 80917 | 83769 | 87249 | 91108 | 归属于母公司净利润(%) | 498.0 | 216.4 | -70.2 | 10.3 | 10.5 |
| 负债和股东权益 | 157277 | 199467 | 233328 | 239078 | 284943 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 14.1 | 15.0 | 15.2 | 15.1 | 15.0 |
| | | | | | | 净利率(%) | 2.2 | 5.4 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| | | | | | | ROE(%) | 4.8 | 14.3 | 4.1 | 4.4 | 4.7 |
| | | | | | | ROIC(%) | 4.1 | 10.8 | 3.4 | 3.9 | 4.4 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 46.8 | 55.8 | 61.1 | 60.6 | 65.7 |
| | | | | | | 净负债比率(%) | -22.4 | -6.1 | 0.1 | 24.8 | 28.3 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.1 | 1.2 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.7 | 2.0 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 107.6 | 205.1 | 205.1 | 205.1 | 205.1 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 12.6 | 12.6 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.45 | 1.43 | 0.43 | 0.47 | 0.52 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.64 | -0.56 | 2.28 | 0.51 | 2.84 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 8.48 | 8.69 | 9.00 | 9.37 | 9.79 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 24.9 | 7.9 | 26.4 | 23.9 | 21.6 |
| | | | | | | P/B | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 14.2 | 5.4 | 12.4 | 12.8 | 12.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 经营活动现金流 | -6605 | -13874 | 21237 | 4791 | 26431 |
| 净利润 | 4050 | 12643 | 3765 | 4155 | 4593 |
| 折旧摊销 | 2100 | 2372 | 2740 | 3339 | 3155 |
| 财务费用 | 306 | 1235 | 1275 | 1975 | 2627 |
| 投资损失 | -4300 | -13991 | -100 | -100 | -100 |
| 营运资金变动 | -9002 | -17087 | 13649 | -4443 | 16330 |
| 其他经营现金流 | 241 | 954 | -93 | -135 | -173 |
| 投资活动现金流 | 13437 | -3010 | -24318 | -25201 | -27089 |
| 资本支出 | 2364 | 7432 | 5763 | 6090 | 8200 |
| 长期投资 | 13092 | -8678 | -16007 | -16007 | -16007 |
| 其他投资现金流 | 28894 | -4257 | -34562 | -35119 | -34896 |
| 筹资活动现金流 | -911 | 22534 | -4267 | -4483 | -5068 |
| 短期借款 | 2527 | 15628 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 2836 | 8435 | -1629 | -1944 | -1892 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 145 | 2308 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -6418 | -3836 | -2639 | -2538 | -3176 |
| 现金净增加额 | 5653 | 6666 | -7348 | -24893 | -5727 |

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

谢海音，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|---|
| 北京 | 郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn |
| 广深 | 吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>