

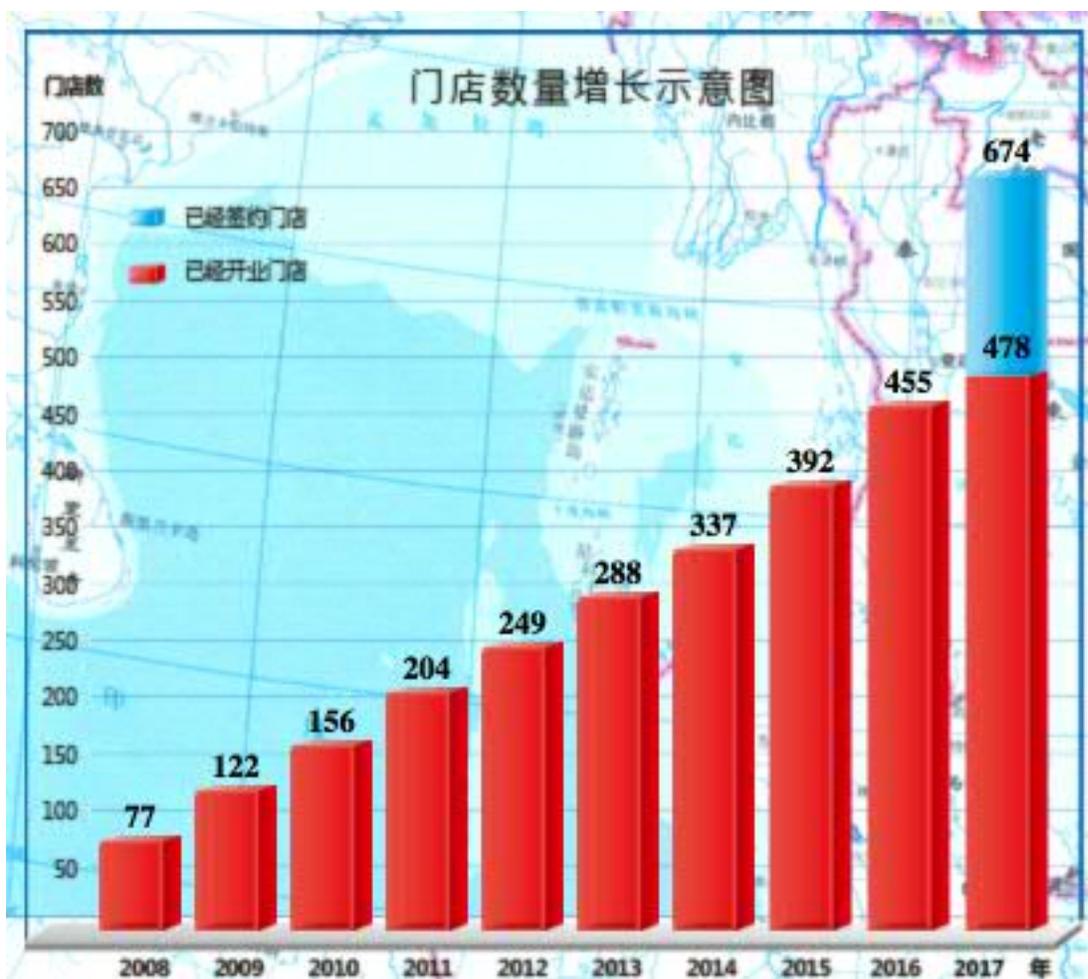
## 对永辉估值的尝试

发现雪球对于 excel、图片的导入支持的不好，就用 PDF 了吧。

对永辉的关注是小区附近的永辉会员店的开业开始的，发现很有特色而后开始关注永辉。关注之后会员店经常去，物品的种类、价格和陈设装修都很不错，下载了 APP 后可以扫码购物了也就可以省去了排队的麻烦（店铺打折、水果的除外），同时也支持自提、送货上门，每个会员店会有一个会员群，每天会有一些特色商品的介绍，尝试打造粉丝群，总体都是不错的尝试，而且和店长聊了之后，预估今年在一线来说是会员店的大年，从永辉今年总体的门店数量看也将是大年

当年也有小小的不足，因为现在属于抢地盘的阶段，员工的整体服务意识有待提高（聊天中发现），同时相应的运维部门等部门之间的沟通协调也与待进步

从公司的策略和新零售的发展趋势来看，目前的永辉应该是投资的很好的选择



## 对永辉的估值

以前从没有对公司进行估值过，关注了永辉后，根据它的这种持续稳定的增长性和稳健性，初步尝试选择自由现金流量折现估值法对其进行估值，希望永辉粉斧正。

$$PV = \sum_{i=1}^t \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{\text{连续价值}}{(1+WACC)^t}$$

式中  $FCF_i$ ——i 期的自由现金流预测值；

WACC——公司的加权平均资本成本；

连续价值——t 期之后的未来现金流量。连续价值的计算为：

$$\text{连续价值} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g}$$

在这里根据永辉今年采取新零售的战略，我们选取 T=8，首先对未来 8 年的未来现金流进行预测，再计算连续价值。

对于 WACC 的取值，我们参考论文《关于永辉超市价值的研究与思考》  
(<http://d.wanfangdata.com.cn/Thesis/D427188>)，

$WACC = \text{目标股权资本权数} \times \text{股权资本成本} + \text{目标债权资本成本} \times (1 - \text{税率})$ ，因目前永辉没有相应的债券融资，这里只考虑股权成本。

$\text{股权资本成本} = R_f + \beta(R_m - R_f)$

$R_f$ 是无风险利率，通常取短期国债利率，这里我们取一年期国债利率：3.85%

$R_m$ 是市场回报率，比如上证综合指数

$\beta$ 系数测定的是某一种资产或资产组合的市场风险，反映了某一资产收益与市场投资组合收益之间的关系，通常为这支股票相对上证指数的比率。

参考论文，分别设定为  $R_m$  为 7.5%， $\beta$  为 0.82。计算得  $WACC = 6.83\%$ 。

对自由现金流的预测，目前主要有以下三种方法，为了能直接从财务报表中计算，我们采取第三种计算方法：

- 1、自由现金流=息前税后净营业利润+折旧+摊销-资本支出-营运资本净增加
- 2、自由现金流=经营现金流量净额-利息费用-资本支出（即：现金流量表中的：购买固定资产、无形资产及其他长期资产现金支出-处置固定资产、无形资产及其他长期资产现金收入）
- 3、自由现金流量=经营现金净流量净额-资本支出（即：购买固定资产、无形资产及其他长期资产现金支出-处置固定资产、无形资产及其他长期资产现金收入）

根据第三种计算方法，我们参考 2013-2016 年的财务报表，可以计算出相应年度的自由现金流以及同期增长率如下：

2013-2016 经营活动产生的现金流量额：

	2016	2015	2014	2013
--	------	------	------	------

一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	58,441,594,319.32	50,170,847,337.31	41,100,197,595.01	33,852,012,914.94
与去年同期(%)	16.49%	22.07%	21.41%	
收到其他与经营活动有关的现金	404,455,872.65	353,890,853.12	213,573,922.11	225,267,845.52
与去年同期(%)	14.29%	65.70%	-5.19%	
经营活动现金流入小计	58,846,050,191.97	50,524,738,190.43	41,313,771,517.12	34,077,280,760.46
与去年同期(%)	16.47%	22.30%	21.24%	
购买商品、接受劳务支付的现金	48,193,547,059.05	41,691,593,954.65	32,897,387,026.05	27,238,814,907.27
与去年同期(%)	15.60%	26.73%	20.77%	
支付给职工以及为职工支付的现金	3,654,612,175.05	3,130,436,222.11	2,564,585,211.71	2,035,669,435.76
与去年同期(%)	16.74%	22.06%	25.98%	
支付的各项税费	1,525,658,095.10	1,300,836,855.77	1,102,277,058.76	904,926,189.67
与去年同期(%)	17.28%	18.01%	21.81%	
支付其他与经营活动有关的现金	3,544,046,286.56	2,863,515,479.46	2,733,428,376.14	2,128,592,105.99
与去年同期(%)	23.77%	4.76%	28.41%	
经营活动现金流出小计	56,917,863,615.76	48,986,382,511.99	39,297,677,672.66	32,308,002,638.69
与去年同期(%)	16.19%	24.65%	21.63%	
经营活动产生的现金流量净额	1,928,186,576.21	1,538,355,678.44	2,016,093,844.46	1,769,278,121.77
与去年同期(%)	25.34%	-23.70%	13.95%	

2013-2016 自由现金流计算结果：

	2016	2015	2014	2013
经营活动产生的现金流量净额	1,928,186,576.21	1,538,355,678.44	2,016,093,844.46	1,769,278,121.77
与去年同期(%)	25.34%	-23.70%	13.95%	
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,439,652,702.12	1,312,887,142.54	1,198,298,614.83	1,321,811,316.00
与去年同期(%)	9.66%	9.56%	-9.34%	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3,838,067.09	2,718,093.72	1,735,795.02	3,280,228.41
与去年同期(%)	41.20%	56.59%	-47.08%	
自由现金流量	492,371,941.18	228,186,629.62	819,531,024.65	450,747,034.18
与去年同期(%)	115.78%	-72.16%	81.82%	

对于 2017-2024 年的自由现金流的预测，我们首先做如下假设：

1：对于未来三年（2017-2019），公司会采取新零售的快速扩张的增长策略，因此对于经营活动产生的现金流量净额选项，我们给予中性偏上的 20% 的增长率，三年之后，将稳定增长率调整为 15%。

2：在未来三年，公司的门店增长速度会比之前有所加快，比如 2017 年将由 460 到 674（47%）的增长，相当于前两年的 2 倍以上的增长速度，因此对于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金选项，我们从之前的将近 9% 的年增长率调整为 19%，三年以后降低为 10%。

3：对于处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额选项，给予 35% 的增长。

根据以上假设，通过计算可得在稳定增长期（2017-2024）年间的自由现金情况如下：

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
经营活动产生的现金流量净额	231382389 1	2776588670	3331906404	3831692364	440644621 9	506741315 2	582752 5124	67016538
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	171318671 6	2038692191	2426043708	2668648079	293551288 7	322906417 5	355197 0593	39071676
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	5181390.5 72	6994877.27 2	9443084.31 7	12748163.83	17210021. 17	23233528. 58	313652 63.58	42343105
公司自由现金流	605818566 .5	744891355. 5	915305780. 2	1175792449	148814335 4	186158250 5	230691 9795	28368293
折现因子	0.936	0.876	0.819	0.767	0.718	0.672	0.422	0.397
现值	567046178 .2	652524827. 5	749635433. 9	901832808.7	106848692 8	125098344 3	973520 153.7	11262212
现值和								51905096

### 永续增长期

结合发达国家的超市行业的发展与我国连锁超市的发展现状，我们假设永辉超市在未来八年经历较快速度的发展后，将进入一个相对平稳的增长期，即永续增长期。在永续增长期内，公司按照一个长期增长速度逐年增长。参考中国宏观经济的整体增长水平，我们认为8年后我们的长期增长率为4.8%。

根据永续增长模型，2024年后自由现金流折现的现值如下：

WACC 6.85%

$g=4.8\%$

永续增长期的自由现金流现值：100499011386

那么对于永辉的总体估值为：增长期的自由现金流现值和+永续增长期的现值  
=105689521006。