

聯華超市 (980 HK, HK\$8.22, 未評級) - 等待基本面好轉

- ❖ **2011 年盈利微增 0.7% 至人民幣 6.3 億元。**聯華超市屬於綜合百貨業經營者，立足華東，以旗下“世紀聯華”、“聯華超市”、“快客便利”品牌經營大賣場、超市和便利店。2011 年，同店銷售額增長 5.3%，公司總營業額同比增長 6.2% 至 275.2 億元(人民幣，下同)，股東應占盈利僅微增 0.7% 至 6.3 億元，主要是由於運營開支升幅高於收入增幅以及聯營企業上海嘉華和家樂福貢獻利潤下降 20.3% 所致。
- ❖ **毛利率略升但被營運開支增長抵消，經歷痛苦整合。**2011 年毛利率同比提高 0.4 個百分點至 14.4%。但由於運營成本上升，銷售費用增長 10.5%，高於營業額和毛利增速。2011 年對公司而言是比較困難的一年，一方面面臨內部業務調整和重組，一方面行業監管趨嚴。全年新開大賣場 15 家，大都位於華東地區，關閉了長期虧損的大賣場 6 家。超市新開 171 家(其中直營 32 家，加盟店 139 家)，關閉 160 家加盟店。便利店新開 204 家(直營 61 家，加盟店 143 家)。截止年末，公司共有門店 5,150 家，85% 位於華東地區。
- ❖ **成本壓力大，下半年或有好轉。**由於通脹處於下行期，我們預計今年同店銷售額增速可能會繼續放緩。另外，公司面臨人力成本和租金上漲的巨大壓力，短期還要面對整合和重組過後的磨合期，經營壓力較大。上海地區的整合工作已於去年下半年完成，目前公司在上海地區毫無疑問的處於行業龍頭地位。此外，食品安全和預付卡問題的影響將逐漸淡化，加上去年下半年基數較低，我們預計下半年公司盈利增長有望得到恢復。
- ❖ **公司 2009 年收購華聯超市後，直至去年下半年才完成兩大體系的重組整合工作。**公司在華東地區經營良好，但缺乏有效地異地擴張能力。另外，加盟店過多使公司相比同業而言面臨更大的經營風險。由於店面為租賃，租金上漲也嚴重侵蝕了公司利潤。目前股價對應 2012/2013 年 11.6/10.5 倍市盈率，估值低於同業。

聯華超市 (980HK)

評級	未評級
收市價	HK\$8.22
目標價	N/A
市值 (港幣百萬)	9,203
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	26.4
52 周高/低 (港幣)	18.86/8
發行股數 (百萬股)	1,120
主要股東	上海友誼集團(34.0%)

來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.8%	-1.1%
3 月	-25.4%	-23.3%
6 月	-25.3%	-29.9%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	25,905	27,520	29,519	31,871	34,735
淨利潤 (人民幣百萬元)	622	627	640	715	824
每股收益 (人民幣)	0.56	0.56	0.57	0.64	0.74
每股收益變動 (%)	23.5	0.8	2.5	11.1	15.4
市盈率(x)	12.0	11.9	11.6	10.5	9.1
市帳率(x)	2.6	2.3	2.1	1.9	1.6
股息率 (%)	2.7	3.0	3.0	3.3	3.8
權益收益率 (%)	23.2	20.2	18.3	18.2	18.9
淨財務杠杆率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

來源: 公司及彭博

通告

因為資源重新調配，「睿智投資」將在下週一(5月14日)由每日出版改為不定期發行。我們將集中精力製作公司深度研究報告「證券投資」，希望為投資者及讀者帶來更多投資意念。

此致

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。