

聯華超市 (980 HK, HK\$7.40, 目標價：HK\$7.63, 持有) - 等待合適時機

- ❖ 華東地區最大的超市運營商。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。截止 2011 年底，門店總數 5,150 間，覆蓋 19 個省區，85% 的門店位於華東三省一市，66% 的門店為加盟店。以銷售額計聯華是國內第二大快消連鎖零售商，以網點計為第一大。2011 年，同店銷售額增長 5.3%，公司總營業額同比增長 6.2%，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。
- ❖ 內部整合結束重啓擴張。聯華於 2009 年收購母公司旗下的華聯超市資產，之後經歷了兩年半的痛苦的重組和整合過程，整合已於去年下半年結束。公司計劃今年新開 350 家門店，將戰略重心放在優勢區域繼續提高集中度和強化華東區的市場份額上。但是，公司缺乏有效的異地擴張能力。我們應關注今年的關店情況，並對公司的未來擴張持謹慎態度。聯華目前仍就收購母公司華聯 GMS 的大賣場資產進行談判，目前仍未有資產注入的跡象。
- ❖ 毛利率提升部分化解了成本上升帶來的壓力。與同業一樣，聯華也面臨勞動力成本上升和租金上升的巨大壓力，短期內還面臨整合結束後的磨合期。2008-2011 年期間，公司費用率和毛利率均上升了 1.4 個百分點，上漲幅度相同，而淨利率的波動主要是由於聯營投資收益波動所致。我們相信公司未來在成本上升壓力下仍有能力保持 2.3%-2.7% 的相對穩定的淨利率。聯華槓杆率極低，現金循環較有利，有助於降低資金成本改善資金運用效率。加盟模式也可以實現低成本的快速擴張，但存在一定的管理風險。
- ❖ 公司在華東地區經營良好，但缺乏有效的異地擴張能力。我們預計 2012-2014 年營業額和淨利潤年均複合增長率分別為 4% 和 10.7%。目前零售行業面臨一定挑戰，通脹下降將直接影響同店銷售增速。同時高漲的人力和租金成本將吞噬零售商的利潤空間。我們建議等待下半年的拐點出現。我們首次給予聯華超市“持有”評級，目標價 7.63 港元，對應 1 倍 PEG。

聯華超市 (980 HK)

評級	持有
收市價	HK\$7.40
目標價	HK\$7.63
市值 (港幣百萬)	8,285
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	17.5
52 周高/低 (港幣)	18.60/7.01
發行股數 (百萬股)	1,120
主要股東	上海友誼(55.2%)

來源：HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-1.1%	-0.6%
3 月	-8.4%	0.6%
6 月	-30.4%	-24.7%

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	28,368	29,445	30,946
淨利潤 (人民幣百萬元)	622	627	648	736	851
每股收益 (人民幣)	1.00	0.56	0.58	0.66	0.76
每股收益變動 (%)	22.8	(44.1)	3.4	13.6	15.5
市盈率 (x)	6.3	10.7	10.4	9.1	7.9
市帳率 (x)	1.3	2.0	1.8	1.5	1.4
股息率 (%)	5.3	3.4	3.4	3.9	4.5
權益收益率 (%)	23.2	20.2	18.2	18.0	18.3
淨財務槓杆率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

來源：公司及招銀國際研究部

損益表

年結：12 月 31 日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額	25,905	27,520	28,368	29,445	30,946
銷售成本	(22,292)	(23,564)	(24,198)	(25,058)	(26,274)
毛利	3,613	3,956	4,170	4,387	4,673
其他收入	2,417	2,523	2,612	2,768	2,990
其他收益	448	596	548	581	616
銷售及分銷費用	(4,977)	(5,498)	(5,713)	(5,970)	(6,328)
管理費用	(648)	(673)	(696)	(731)	(760)
其他運營費用	(78)	(75)	(79)	(81)	(84)
息稅前利潤	775	829	842	955	1,106
財務費用	-	(0)	-	-	-
應佔聯營公司利潤	179	143	160	185	211
稅前利潤	954	972	1,002	1,140	1,317
所得稅	(244)	(258)	(265)	(303)	(350)
少數股東權益	(88)	(87)	(88)	(100)	(116)
淨利潤	622	627	648	736	851

來源：公司，招銀國際研究部

資產負債表

年結：12 月 31 日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	6,326	8,249	9,044	9,699	10,462
固定資產	3,353	3,710	4,245	4,442	4,694
金融資產	545	491	614	860	1,117
無形資產	178	187	168	151	138
定期存款	1,493	2,744	2,744	2,744	2,744
聯營投資	504	517	621	776	931
其他	254	600	653	727	838
流動資產	12,127	12,065	12,506	13,047	13,736
存貨	2,787	3,421	3,518	3,592	3,745
貿易應收款	118	86	106	108	112
金融資產及其他應收款	1,359	1,279	1,268	1,286	1,318
定期存款	2,281	1,713	1,713	1,713	1,713
現金及等價物	5,581	5,566	5,903	6,349	6,849
流動負債	15,179	16,645	17,347	17,959	18,734
銀行貸款	-	2	-	-	-
貿易應付款	4,157	4,419	4,549	4,636	4,861
其他應付款及應計負債	10,914	12,062	12,665	13,171	13,698
應付稅款	108	162	133	152	175
非流動負債	49	47	47	47	47
遞延稅負債	49	47	47	47	47
少數股東權益	329	308	345	393	468
淨資產總額	2,896	3,314	3,812	4,348	4,949
所有者權益	2,896	3,314	3,812	4,348	4,949

來源：公司，招銀國際研究部

現金流量表

年結：12 月 31 日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
稅前利潤	954	972	1,002	1,140	1,317
折舊和攤銷	543	546	601	649	701
利息收入	(194)	(302)	(287)	(258)	(279)
應占聯營公司利潤	(179)	(143)	(160)	(185)	(211)
其他	(31)	(124)	(84)	(134)	(134)
營業利潤	1,093	949	1,072	1,211	1,394
存貨	(331)	(634)	(97)	(75)	(152)
應收款	(94)	(175)	(46)	118	60
應付款	2,557	1,553	733	593	752
其他	(897)	(863)	-	-	-
經營活動淨現金流	2,235	793	1,683	1,803	1,982
金融資產	86	315	287	258	279
固定資產購置	(593)	(1,170)	(1,053)	(948)	(995)
其他	(118)	566	-	-	-
投資活動淨現金流	(625)	(289)	(766)	(689)	(716)
支付股息	(225)	(448)	(579)	(667)	(766)
資本發行	4	-	-	-	-
銀行貸款變動	-	2	(2)	-	-
其他	-	(73)	-	-	-
融資活動淨現金流	(221)	(518)	(581)	(667)	(766)
總現金流	1,389	(15)	336	446	499
期初現金	4,192	5,581	5,566	5,903	6,349
期末現金	5,581	5,566	5,903	6,349	6,849

來源：公司，招銀國際研究部

主要財務比率

年結：12 月 31 日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股數據					
每股收益 (人民幣)	1.001	0.560	0.579	0.658	0.760
每股淨資產 (人民幣)	4.655	2.960	3.405	3.884	4.420
每股股息 (港元)	0.390	0.247	0.249	0.283	0.327

盈虧比率 (%)

毛利率	13.9	14.4	14.7	14.9	15.1
經營利潤率	3.0	3.0	3.0	3.2	3.6
淨利率	2.4	2.3	2.3	2.5	2.7
有效稅率	25.5	26.6	26.5	26.6	26.6

成長性指標 (%)

營業額增速	7.9	6.2	3.1	3.8	5.1
毛利增速	15.2	9.5	5.4	5.2	6.5
息稅前利潤增速	18.6	7.0	1.5	13.4	15.8
淨利潤增速	22.8	0.7	3.4	13.6	15.5

資產負債表相關比率

流動比率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
速動比率 (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
應收帳款周轉日	1.4	1.4	1.2	1.3	1.3
應付帳款周轉日	63.5	68.3	67.9	67.1	66.3
存貨周轉日	43.0	48.1	52.3	51.8	51.0
權益總負債率 (%)	-	0.1	-	-	-
權益淨負債率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

回報率指標 (%)

權益回報率	23.2	20.2	18.2	18.0	18.3
總資產回報率	3.7	3.2	3.1	3.3	3.8

來源：公司，招銀國際研究部

免责声明及披露**分析员声明**

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。