

联华超市 (980 HK, HK\$8.22, 未评级) - 等待基本面好转

- ❖ **2011 年盈利微增 0.7% 至人民币 6.3 亿元。**联华超市属于综合百货业经营者，立足华东，以旗下“世纪联华”、“联华超市”、“快客便利”品牌经营大卖场、超市和便利店。2011 年，同店销售额增长 5.3%，公司总营业额同比增长 6.2% 至 275.2 亿元(人民币，下同)，股东应占盈利仅微增 0.7% 至 6.3 亿元，主要是由于运营开支增幅高于收入增幅以及联营企业上海嘉华和家乐福贡献利润下降 20.3% 所致。
- ❖ **毛利率略升但被营运开支增长抵消，经历痛苦整合。**2011 年毛利率同比提高 0.4 个百分点至 14.4%。但由于运营成本上升，销售费用增长 10.5%，高于营业额和毛利增速。2011 年对公司而言是比较困难的一年，一方面面临内部业务调整和重组，一方面行业监管趋严。全年新开大卖场 15 家，大都位于华东地区，关闭了长期亏损的大卖场 6 家。超市新开 171 家(其中直营 32 家，加盟店 139 家)，关闭 160 家加盟店。便利店新开 204 家(直营 61 家，加盟店 143 家)。截止年末，公司共有门店 5,150 家，85% 位于华东地区。
- ❖ **成本压力大，下半年或有好转。**由于通胀处于下行期，我们预计今年同店销售额增速可能会继续放缓。另外，公司面临人力成本和租金上涨的巨大压力，短期还要面对整合和重组过后的磨合期，经营压力较大。上海地区的整合工作已于去年下半年完成，目前公司在上海地区毫无疑问的处于行业龙头地位。此外，食品安全和预付卡问题的影响将逐渐淡化，加上去年下半年基数较低，我们预计下半年公司盈利增长有望得到恢复。
- ❖ **公司 2009 年收购华联超市后，直至去年下半年才完成两大体系的重组整合工作。**公司在华东地区经营良好，但缺乏有效地异地扩张能力。另外，加盟店过多使公司相比同业而言面临更大的经营风险。由于店面为租赁，租金上涨也严重侵蚀了公司利润。目前股价对应 2012/2013 年 11.6/10.5 倍市盈率，估值低于同业。

联华超市 (980HK)

评级	未评级
收市价	HK\$8.22
目标价	N/A
市值 (港币百万)	9,203
过去 3 月平均交易 (港币百万)	26.4
52 周高/低 (港币)	18.86/8
发行股数 (百万股)	1,120
主要股东	上海友谊集团(34.0%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.8%	-1.1%
3 月	-25.4%	-23.3%
6 月	-25.3%	-29.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	25,905	27,520	29,519	31,871	34,735
净利润 (人民币百万元)	622	627	640	715	824
每股收益 (人民币)	0.56	0.56	0.57	0.64	0.74
每股收益变动 (%)	23.5	0.8	2.5	11.1	15.4
市盈率 (x)	12.0	11.9	11.6	10.5	9.1
市帐率 (x)	2.6	2.3	2.1	1.9	1.6
股息率 (%)	2.7	3.0	3.0	3.3	3.8
权益收益率 (%)	23.2	20.2	18.3	18.2	18.9
净财务杠杆率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

来源: 公司及彭博

通告

因为资源重新调配，「睿智投资」将在下周一(5 月 14 日)由每日出版改为不定期发行。我们将集中精力制作公司深度研究报告「证券投资」，希望为投资者及读者带来更多投资意念。

此致

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风险。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，请与我们联系。

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商投资者

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士。