

联华超市 (980 HK, HK\$7.40, 目标价: HK\$7.63, 持有) - 等待合适时机

- ❖ 华东地区最大的超市运营商。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。截止 2011 年底，门店总数 5,150 间，覆盖 19 个省区，85% 的门店位于华东三省一市，66% 的门店为加盟店。以销售额计联华是国内第二大快消连锁零售商，以网点计为第一大。2011 年，同店销售额增长 5.3%，公司总营业额同比增长 6.2%，盈利仅微增 0.7% 至 6.3 亿元，主要是由于运营开支升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。
- ❖ 内部整合结束重启扩张。联华于 2009 年收购母公司旗下的华联超市资产，之后经历了两年半的痛苦的重组和整合过程，整合已于去年下半年结束。公司计划今年新开 350 家门店，将战略重心放在优势区域继续提高集中度和强化华东区的市场份额上。但是，公司缺乏有效的异地扩张能力。我们应关注今年的关店情况，并对公司的未来扩张持谨慎态度。联华目前仍就收购母公司华联 GMS 的大卖场资产进行谈判，目前仍未有资产注入的迹象。
- ❖ 毛利率提升部分化解了成本上升带来的压力。与同业一样，联华也面临劳动力成本上升和租金上升的巨大压力，短期内还面临整合结束后的磨合期。2008-2011 年期间，公司费用率和毛利率均上升了 1.4 个百分点，上涨幅度相同，而净利率的波动主要是由于联营投资收益波动所致。我们相信公司未来在成本上升压力下仍有能力保持 2.3%-2.7% 的相对稳定的净利率。联华杠杆率极低，现金循环较有利，有助于降低资金成本改善资金运用效率。加盟模式也可以实现低成本快速扩张，但存在一定的管理风险。
- ❖ 公司在华东地区经营良好，但缺乏有效的异地扩张能力。我们预计 2012-2014 年营业额和净利润年均复合增长率分别为 4% 和 10.7%。目前零售行业面临一定挑战，通胀下降将直接影响同店销售增速。同时高涨的人力和租金成本将吞噬零售商的利润空间。我们建议等待下半年的拐点出现。我们首次给予联华超市“持有”评级，目标价 7.63 港元，对应 1 倍 PEG。

联华超市 (980 HK)

评级	持有
收市价	HK\$7.40
目标价	HK\$7.63
市值 (港币百万)	8,285
过去 3 月平均交易 (港币百万)	17.5
52 周高/低 (港币)	18.60/7.01
发行股数 (百万股)	1,120
主要股东	上海友谊(55.2%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.1%	-0.6%
3 月	-8.4%	0.6%
6 月	-30.4%	-24.7%

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	28,368	29,445	30,946
净利润 (人民币百万元)	622	627	648	736	851
每股收益 (人民币)	1.00	0.56	0.58	0.66	0.76
每股收益变动 (%)	22.8	(44.1)	3.4	13.6	15.5
市盈率 (x)	6.3	10.7	10.4	9.1	7.9
市帐率 (x)	1.3	2.0	1.8	1.5	1.4
股息率 (%)	5.3	3.4	3.4	3.9	4.5
权益收益率 (%)	23.2	20.2	18.2	18.0	18.3
净财务杠杆率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

来源: 公司及招銀国际研究部

损益表

年结: 12 月 31 日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额	25,905	27,520	28,368	29,445	30,946
销售成本	(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
销售及分销费用	(4,977)	(5,498)	(5,713)	(5,970)	(6,328)
管理费用	(648)	(673)	(696)	(731)	(760)
其他运营费用	(78)	(75)	(79)	(81)	(84)
息税前利润	775	829	842	955	1,106
财务费用	-	(0)	-	-	-
应占联营公司利润	179	143	160	185	211
税前利润	954	972	1,002	1,140	1,317
所得税	(244)	(258)	(265)	(303)	(350)
少数股东权益	(88)	(87)	(88)	(100)	(116)
净利润	622	627	648	736	851

来源: 公司, 招銀国际研究部

资产负债表

年结: 12 月 31 日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	6,326	8,249	9,044	9,699	10,462
固定资产	3,353	3,710	4,245	4,442	4,694
金融资产	545	491	614	860	1,117
无形资产	178	187	168	151	138
定期存款	1,493	2,744	2,744	2,744	2,744
联营投资	504	517	621	776	931
其他	254	600	653	727	838
流动资产	12,127	12,065	12,506	13,047	13,736
存货	2,787	3,421	3,518	3,592	3,745
贸易应收款	118	86	106	108	112
金融资产及其他应收款	1,359	1,279	1,268	1,286	1,318
定期存款	2,281	1,713	1,713	1,713	1,713
现金及等价物	5,581	5,566	5,903	6,349	6,849
流动负债	15,179	16,645	17,347	17,959	18,734
银行贷款	-	2	-	-	-
贸易应付款	4,157	4,419	4,549	4,636	4,861
其他应付款及应计负债	10,914	12,062	12,665	13,171	13,698
应付税款	108	162	133	152	175
非流动负债	49	47	47	47	47
递延税负债	49	47	47	47	47
少数股东权益	329	308	345	393	468
净资产总额	2,896	3,314	3,812	4,348	4,949
所有者权益	2,896	3,314	3,812	4,348	4,949

来源: 公司, 招銀国际研究部

现金流量表

年结: 12 月 31 日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
税前利润	954	972	1,002	1,140	1,317
折旧和摊销	543	546	601	649	701
利息收入	(194)	(302)	(287)	(258)	(279)
应占联营公司利润	(179)	(143)	(160)	(185)	(211)
其他	(31)	(124)	(84)	(134)	(134)
营业利润	1,093	949	1,072	1,211	1,394
存货	(331)	(634)	(97)	(75)	(152)
应收款	(94)	(175)	(46)	118	60
应付款	2,557	1,553	733	593	752
其他	(897)	(863)	-	-	-
经营活动净现金流	2,235	793	1,683	1,803	1,982
金融资产	86	315	287	258	279
固定资产购置	(593)	(1,170)	(1,053)	(948)	(995)
其他	(118)	566	-	-	-
投资活动净现金流	(625)	(289)	(766)	(689)	(716)
支付股息	(225)	(448)	(579)	(667)	(766)
资本发行	4	-	-	-	-
银行贷款变动	-	2	(2)	-	-
其他	-	(73)	-	-	-
融资活动净现金流	(221)	(518)	(581)	(667)	(766)
总现金流	1,389	(15)	336	446	499
期初现金	4,192	5,581	5,566	5,903	6,349
期末现金	5,581	5,566	5,903	6,349	6,849

来源: 公司, 招银国际研究部

主要财务比率

年结: 12 月 31 日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股数据					
每股收益 (人民币)	1.001	0.560	0.579	0.658	0.760
每股净资产 (人民币)	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

盈亏比率 (%)

毛利率	13.9	14.4	14.7	14.9	15.1
经营利润率	3.0	3.0	3.0	3.2	3.6
净利率	2.4	2.3	2.3	2.5	2.7
有效税率	25.5	26.6	26.5	26.6	26.6

成长性指标 (%)

营业额增速	7.9	6.2	3.1	3.8	5.1
毛利增速	15.2	9.5	5.4	5.2	6.5
息税前利润增速	18.6	7.0	1.5	13.4	15.8
净利润增速	22.8	0.7	3.4	13.6	15.5

资产负债表相关比率

流动比率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率 (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转日	1.4	1.4	1.2	1.3	1.3
应付帐款周转日	63.5	68.3	67.9	67.1	66.3
存货周转日	43.0	48.1	52.3	51.8	51.0
权益总负债率 (%)	-	0.1	-	-	-
权益净负债率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

回报率指标 (%)

权益回报率	23.2	20.2	18.2	18.0	18.3
总资产回报率	3.7	3.2	3.1	3.3	3.8

来源: 公司, 招银国际研究部

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之分析员，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。