

联华超市

关注永辉超市战略投资协同效应

业绩回顾 中文摘要

维持确信买入

股票代码	00980.HK
最新收盘价	港币 6.14
目标价	港币 10.15
主营行业	零售

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

2015年1季度业绩低于预期

公司收入下滑 5.0%至 84.65 亿元，净利润下滑 **48.6%**至 **5035 万元**，低于市场预期。

毛利率改善，但费用压力高于预期：毛利率同比改善 0.4 个百分点，主要得益于采购改革使得直接采购占比上升。不过，人力成本增加导致净利率下滑 0.5 个百分点。

发展趋势

业绩疲弱反映原有管理运营模式效率低下，尤其是在零售行业消费环境疲弱和竞争加剧的情况下。公司亟需体制改革。

预计永辉超市战略投资有望大幅改善公司管理水平并带来规模优势。我们预计永辉领先的管理水平将帮助公司：1) 通过整合采购增加毛利率。公司与永辉的销售额总和有望达到 660 亿元，与国内第二大超市销售额相当。2) 通过加强员工激励以及生鲜产品运作提高销售效率；3) 通过严格的成本控制提高营业利润率。

估值与建议

维持“确信买入”评级，目标价为 **10.2 港元**，基于 **0.3 倍 2015 年市销率**（相对 A 股同行折价 61%）。短期业绩低于预期可能引起股价波动。我们仍然看好永辉的管理能力以及联华的领先规模，预计协同效应与经营改善有望在 2015 年下半年逐步体现。

风险

费用增长高于预期。

本报告是原出版于 2015 年 4 月 26 日英文报告 Lianhua Supermarket Holdings: Watch synergy of Yonghui's strategic investment 的翻译摘要。

黄垚鑫

分析员

yaoxin.huang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080514100001

SFC CE Ref: BCC718

郭海燕

分析员

haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E					
利润表					成长能力									
营业收入	30,383	29,152	30,377	31,713	营业收入	4.8%	-4.1%	4.2%	4.4%					
营业成本	-26,021	-24,911	-25,888	-26,952	营业利润	-48.1%	-9.0%	52.0%	40.3%					
营业费用	-6,178	-6,101	-6,336	-6,592	EBITDA	-27.6%	-5.8%	57.6%	10.6%					
管理费用	-737	-761	-775	-790	净利润	-84.4%	-41.4%	149.0%	83.8%					
其他	-116	-26	-36	-37	盈利能力									
营业利润	266	242	368	516	毛利率	14.4%	14.5%	14.8%	15.0%					
财务费用	0	0	0	0	营业利润率	0.9%	0.8%	1.2%	1.6%					
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	2.9%	2.9%	4.3%	4.6%					
利润总额	352	300	426	574	净利润率	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%					
所得税	-216	-179	-254	-333	偿债能力									
少数股东损益	-82	-90	-94	-99	流动比率	0.73	0.77	0.80	0.82					
归属母公司净利润	53	31	77	142	速动比率	0.52	0.59	0.58	0.60					
EBITDA	886	834	1,314	1,453	现金比率	0.29	0.31	0.33	0.35					
扣非后净利润	53	31	77	142	资产负债率	82.2%	80.1%	80.4%	79.8%					
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金					
货币资金	4,877	4,511	5,108	5,528	回报率分析									
应收账款及票据	1,107	1,178	1,118	1,079	总资产收益率	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%					
存货	3,404	2,676	3,380	3,594	净资产收益率	1.6%	0.9%	2.2%	4.0%					
其他流动资产	2,812	2,884	2,884	2,884	每股指标									
流动资产合计	12,201	11,250	12,490	13,085	每股净利润 (元)	0.05	0.03	0.07	0.13					
固定资产及在建工程	3,400	3,368	3,370	3,371	每股净资产 (元)	3.01	3.04	3.10	3.21					
无形资产及其他长期资产	4,920	3,810	3,721	3,641	每股股利 (元)	0.07	0.01	0.02	0.04					
非流动资产合计	8,320	7,178	7,091	7,012	每股经营现金流 (元)	1.73	0.44	1.26	1.11					
资产合计	20,521	18,428	19,580	20,097	估值分析									
短期借款	2	2	2	2	市盈率	101.4	177.3	71.0	38.2					
应付账款	4,542	3,713	4,674	4,941	市净率	1.6	1.6	1.6	1.5					
其他流动负债	12,239	10,940	10,969	11,000	EV/EBITDA	0.9	1.5	0.6	0.3					
流动负债合计	16,784	14,655	15,645	15,943	股息收益率	1.5%	0.2%	0.4%	0.8%					
长期借款	0	0	0	0										
非流动负债合计	88	99	99	99										
负债合计	16,872	14,754	15,744	16,042										
股本	1,120	1,120	1,120	1,120										
未分配利润	2,252	2,283	2,351	2,470										
股东权益合计	3,371	3,402	3,470	3,589										
负债及股东权益合计	20,521	18,428	19,580	20,097										
现金流量表														
税前利润	352	300	426	574										
折旧和摊销	534	534	888	879										
营运资本变动	1,267	-172	347	123										
其他	-212	-172	-254	-333										
经营活动现金流	1,941	490	1,406	1,243										
资本开支	-565	-800	-800	-800										
其他	1,154	22	0	0										
投资活动现金流	589	-778	-800	-800										
股权融资	0	0	0	0										
银行借款	1	0	0	0										
其他	-242	-78	-9	-23										
筹资活动现金流	-241	-78	-9	-23										
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0										
现金净增加额	2,288	-366	596	420										

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

联华超市是以直接经营、加盟经营和并购方式发展而成的一家具备全国网点布局、业态最齐全的零售连锁超市公司，在中国快速消费品连锁零售行业保持领先地位。公司经营大型综合超市、超级市场及便利店三大主要零售业态，分别透过「世纪联华」、「联华超市」、「快客便利」品牌不断扩张，满足广大消费者的不同需要。近年来，「联华超市」、「快客便利」连续获得中国连锁经营协会特许委员会评定的「中国优秀特许品牌」之一。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150323

翻译：刘剑

编辑：龙莹



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

