

红旗连锁 (002697)

成都区域便利超市第一股

 证券分析师: 林浚清
 SAC 证书编号: S0160511010007
 联系人: 周丽
zhoul@ctsec.com
 0571-87620713
 2012 年 09 月 27 日

商业零售行业
估值区间: 14.69 至 19.51 元/股
增持 (首次)
投资要点:
▶ 便利店扩张潜力巨大, 属于零售升级业态

零售业的业态与人均 GDP 水平存在一定的对应规律, 分别是: 人均 GDP 处于 1000 美元~3000 美元, 以传统百货商店为主; 3000 美元~5000 美元, 以大型综合超市为主; 5000~10000 美元, 以购物中心、专卖店、专业店、便利店为主。2011 年中国人均 GDP 达到 5432 美元, 人们对便利性和时效性要求增加, 便利店开始进入快速增长的黄金期。

▶ 控股稳固的成都便利店龙头民营企业

公司前身是成立于 1969 年的四川地区最大的副食品零售企业、成都三大老牌商场之一的国营成都市红旗商场, 民营化改制后, 2011 年公司销售收入达到 34.5 亿元, 同比增长 24.7%; 实现净利润 1.7 亿元, 同比增长 13.2%。2012 年上半年, 公司实现销售收入 19.3 亿元, 同比增长 13.6%; 实现净利润 1.0 亿元, 同比增长 3%。

▶ 成都区域便利超市第一股, 扩张稳健

截止 2012 年中, 公司有门店 1211 家直营店。根据募投项目规划, 到 2013 年底, 公司门店总数将达到 1668 家, 比 2009 年底扩大近 1 倍。目前公司 90% 以上的收入均来自成都市, 其中成都主城区贡献收入 60% 以上, 造就了公司在成都地区的便民连锁超市具有较强的垄断优势, 毛利率持续保持在同行业前列, 终端商品的零售价平均也比一号店贵 13~15%。便利店具有高毛利率、高费用率的特点。公司历史以成都为核心的扩张, 显示了较稳健的经营战略。但从长期看, 单一区域的过度集中, 可能有摊薄平均单店坪效的风险。目前公司的平均客单价是 36 元, 客户群体的特点是少量、多次购买, 品类上多以水果、蔬菜等新鲜度要求较高的产品为主。

▶ 投资建议

鉴于便利店业态将进入快速增长期, 募投项目实施后, 对公司后续发展起到持续推进作用, 我们谨慎给予公司合理的估值区间为地区型超市公司的下限 15.06-20 倍的动态市盈率估值较为合理, 对应 2012 年 EPS0.98 元, 合理股价为 14.69—19.51 元, 区间中值为 17.1 元, 对应 2012 年-2013 年市盈率为 17.5 倍、14.4。

市场数据

2012 年 09 月 27 日

收盘价 (元)	16.07
一年内最高	22.00
一年内最低	15.97
市盈率	16.48
市净率	1.83

基础数据

净资产收益率 (%)	11.11%
资产负债率 (%)	55.90%
总股本 (百万股)	200.00

股价走势

相关报告
财务指标摘要

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3447.96	4189.27	5063.04	6162.43
Growth(%)	24.71%	21.50%	20.86%	21.71%
净利润	170.61	195.06	237.08	286.88
Growth(%)	13.17%	14.33%	21.54%	21.00%
毛利率(%)	24.58%	24.15%	24.24%	24.27%
净利润率 (%)	4.95%	4.66%	4.68%	4.66%
每股收益 (元)	1.14	0.98	1.19	1.43

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
每股经营现金流	1.68	2.31	2.29	2.94
净资产收益率(ROE)	27.34%	11.11%	11.89%	12.58%
每股净资产 BPS	4.16	8.78	9.97	11.40
资产负债率	59.61%	55.90%	38.52%	42.52%
流动比率	1.10	0.95	1.98	1.80
市盈率(P/E)	14.13	16.48	13.56	11.20
市净率(P/B)	3.86	1.83	1.61	1.41

目 录

目 录	2
图目录	3
表目录	4
1、中国便利店市场行业分析	5
1.1 便利店扩张潜力巨大，属于零售升级业态	5
1.2 超市行业集中度低，区域性明显	6
1.3 外资加快扩张步伐，竞争格局加剧	7
1.4 便利店与大型超市差异化竞争	8
2、公司基本情况	9
2.1 控股稳固的成都便利店龙头民营企业	9
2.2 红旗连锁销售规模较小，外延扩张空间大	10
2.3 销售网由成都辐射周边，中小业态占主导	10
2.4 零售+服务助推业绩稳步上升	12
2.5 主要风险因素	12
3、IPO 募集资金投入项目分析	13
3.1 IPO 募集资金计划使用情况	13
3.2 超市扩建抢占川内市场	13
3.3 超市设施改造提高综合竞争力	14
3.3 信息系统改造打造一体化管理平台	14
4、公司财务分析测算	15
4.1 公司成长性	15
4.2 公司偿债能力	17
4.3 公司运营能力	17
5、公司盈利预测	18
5.1 盈利预测的假设	18
5.2 盈利预测	18
6、公司估值	19
6.1 相对估值法	19
6.2 DCF 估值	20

图目录

图表 1: 日韩美人均 GDP 与中国 2011 年人均 GDP 对比图 (1960—2010 年)	5
图表 2: 人均 GDP 与零售业态分布关系图	5
图表 3: 发行前公司股权组织结构	9
图表 4: 红旗连锁与同行业主要企业的销售规模比较	10
图表 5: 目前红旗连锁门店数量分布	10
图表 6: 红旗连锁与主要竞争对手门店数量比较	10
图表 7: 红旗连锁门店新建数量	11
图表 8: 分业态门店数量	12
图表 9: 分业态营业收入占比	12
图表 10: 红旗连锁营业商品收入占比	12
图表 11: 红旗连锁租赁物业情况	13
图表 12: 红旗连锁门店因经营困难关闭情况	13
图表 13: 主营业务收入增长率	15
图表 14: 净利润增长率	15
图表 15: 公司总资产与净资产	16
图表 16: 公司盈利能力稳步提升	16
图表 17: 期间费用控制良好	16
图表 18: 资产负债率对比	17
图表 19: 利息保障倍数对比	17
图表 20: 存货周转能力对比	18
图表 21: 资产周转能力对比	18

表目录

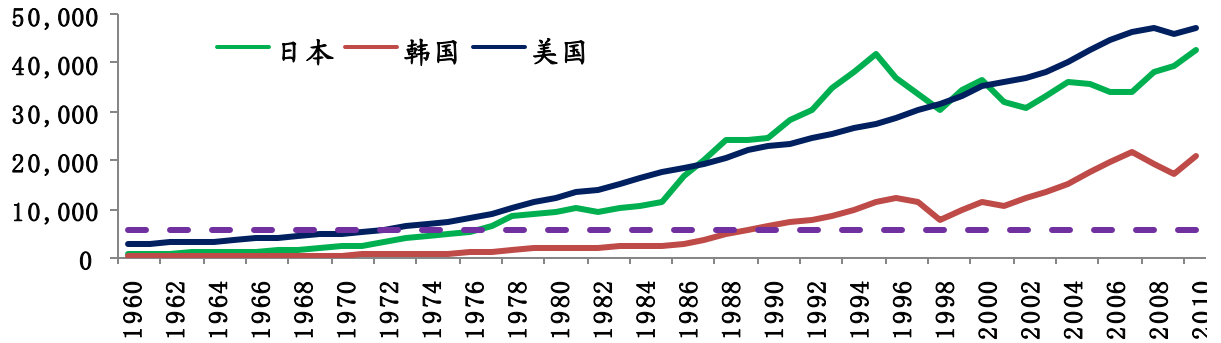
表格 1: 2011 年中国快速消费品连锁百强	6
表格 2: 2011 年主要连锁便利店企业发展情况	7
表格 3: 红旗连锁零售业态的划分	8
表格 4: 便利超市与大型超市差异比较	9
表格 5: 红旗连锁区域门店营业情况	11
表格 6: 红旗连锁本次募集资金拟投资项目	13
表格 7: 红旗连锁便利店及标准超市开店计划	14
表格 8: 红旗连锁中型及大型超市开店计划	14
表格 9: 红旗连锁超市经营项目改造进度	14
表格 10: 红旗连锁信息系统改造年度投资计划	15
表格 11: 损益表预测 (单位: 万元)	19
表格 12: 可比 A 股上市公司估值比较	20
表格 13: 可比 A 股上市公司财务指标 (2011 年前三季数据)	20
表格 14: WACC 主要假设与 DCF 估值结构	21
表格 15: WACC 估值敏感性分析表	21

1、中国便利店市场行业分析

1.1 便利店扩张潜力巨大，属于零售升级业态

零售业的业态与人均GDP水平存在一定的对应规律，分别是：人均GDP处于1000美元~3000美元，以传统百货商店为主；3000美元~5000美元，以大型综合超市为主；5000~10000美元，以购物中心、专卖店、专业店、便利店为主。2011年中国人均GDP达到5432美元，人们对便利性和时效性要求增加，便利店开始进入快速增长的黄金期。

图表 1: 日韩美人均 GDP 与中国 2011 年人均 GDP 对比图 (1960—2010 年)

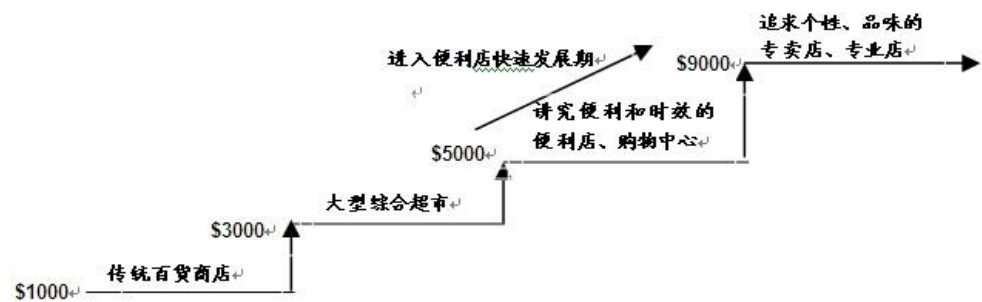


数据来源：招股说明书，财通证券研究所

消费升级后居民对便利性和时效性需求增强。便利店是零售的升级业态：

- ▶ 距离的便利性：便利店更靠近消费者，一般步行 5-10 分钟到达；
- ▶ 购物的便利性：便利店商品突出的是即时性消费，小容量，急需性等特性。便利店的卖场面积小（50-200 平方米），统计显示顾客从进入便利店到付款结束平均只需三分钟的时间；
- ▶ 时间的便利性：便利店的营业时间为 16-24 小时，全年无休，提供“Any Time”式的购物方式；
- ▶ 服务的便利性：便利店逐步有社区服务功能，为顾客提供如速递、存取款、发传真、复印、代收公用事业费、代售邮票、代订车票和飞机票、代冲胶卷等等服务，对购物便利的追求是社会发展的趋势，这就决定了便利店具有强大的生命力和竞争力。

图表 2: 人均 GDP 与零售业态分布关系图



数据来源：招股说明书，财通证券研究所

1.2 超市行业集中度低，区域性明显

根据 2011 年度中国快速消费品连锁百强排名，销售额最高的联华超市股份有限公司占快速消费品连锁百强总销售额的比例仅为 10.73%，行业内前五位销售额之和占快速消费品连锁百强总销售额的比例也仅为 39.00%，低于 40%，充分说明了目前我国超市行业集中度较低，超市行业龙头企业和零散的小规模连锁及单店超市并存，未来我国超市行业中超市龙头企业整合、替代小规模连锁和单店超市的空间还非常巨大。

表格 1: 2011 年中国快速消费品连锁百强

序号	企业名称	销售规模 (万元)	门店总数 (个)
1	华润万家有限公司	8270000	3977
2	联华超市股份有限公司	6807630	5221
3	康成投资 (中国) 有限公司 (大润发)	6156700	185
4	家乐福 (中国) 管理咨询服务有限公司	4519581	203
5	沃尔玛 (中国) 投资有限公司	4300000	271
6	物美控股集团有限公司 ^①	3303076	409
7	农工商超市 (集团) 有限公司 ^②	3024551	3374
8	永辉超市股份有限公司	2038000	204
9	特易购 (TESCO)	1800000	121
10	新一佳超市有限公司	1753400	116
11	山东家家悦集团有限公司	1624500	573
12	乐天玛特	1541077	75
13	武汉中百连锁仓储超市有限公司	1468969	203
14	人人乐连锁商业集团股份有限公司	1384204	126
15	锦江麦德龙现购自运有限公司	1380000	54
16	好又多管理咨询服务 (上海) 有限公司	1300000	99
17	欧尚 (中国) 投资有限公司	1269626	45
18	山东新星集团有限公司	1239079	652
19	北京京客隆商业集团股份有限公司	1221200	251
20	福建新华都购物广场股份有限公司	1099757	112
	百强合计	77066116	42936

数据来源: 中国连锁经营协会 财通证券研究所整理

国内连锁超市行业区域性发展特征明显，由于现行流通体制中区域分割的制约导致的。国内生产厂商一般都会在每个省、区指定一家代理商或经销商为该区域的唯一流通中介，具有排他性，不同省、区间不能相互串货，因此只有在区域市场形成市场领先优势的超市企业才能获得采购、物流等方面的规模优势，提升获利能力。根据商务部商业改革发展司和中国连锁经营协会的调查统计，2009 年连锁百强企业中，有 70 家是以区域发展为主的企业，比 2005 年增加了 16 家。但是相信随着零售连锁企业规模扩张和跨区域发展，现有区域代理体制的制约将逐渐减弱。

表格 2: 2011 年主要连锁便利店企业发展情况

序号	公司名称/品牌名称	主要分布地区	门店总数(个)
1	东莞市糖酒集团美宜佳便利店有限公司	广东省	3650
2	农工商集团便利店(好德、可的)	上海市	2100
3	快客便利店	上海市/浙江省/江苏省	2014
4	苏果便利店	南京市	1446
5	东莞市星瀚商贸有限公司	广东省、湖北省、云南省	1400
6	四川省互惠商业有限责任公司	四川省	1270
7	成都红旗连锁股份有限公司	成都市/眉山市	1129
8	山西省太原唐久便利店	太原市/晋中市	1106
9	浙江人本超市有限公司之上便利店	温州市	892
10	河北国大 36524 便利店	河北省	840
11	青岛利群便利店	青岛市	800
12	7-Eleven 便利店	广州市/北京市/天津市/成都市/上海市	798
13	全家便利店	上海市	700
14	喜士多(C-store)便利店	上海市	660
15	武汉中百便利店	武汉市	584
16	山西金虎便利连锁股份有限公司	太原市	537
17	上海良友金伴便利店	上海市	525
18	上海梅林正广和便利连锁有限公司	上海市	400
19	北京物美便利超市	北京市	392
20	天津市津工超市有限责任公司	天津市	382
21	罗森便利店	上海市	354
22	WOWO(中国)便利连锁管理有限公司	四川省	295
23	万店通便利店	深圳市	260
24	哈尔滨中央红集团小月亮便利店	哈尔滨市	250
25	上海迪亚零售有限公司	上海市	214
26	北京好邻居便利店	北京市	186
27	北京京客隆便利店	北京市	161
28	OK 便利店	广州市	95
29	太阳系便利店连锁经营有限公司	大连市	65
30	青岛迷你岛便利店有限公司	青岛市	29

数据来源: 中国连锁经营协会, 财通证券研究所整理

1.3 外资加快扩张步伐, 竞争格局加剧

近年来, 以全家、7-11 为代表的外资便利企业加速布局, 加剧了行业竞争。凭借着强大的技术和资金优势, 外资便利企业对内资企业施加了强大的压力。以 2011 年为例, 7-11、全家、喜士多等外资便利店门店大幅增加的同时, 好德、可的、快客等内资便利店门店数量出现了 0 增长、甚至负增长。

2011 年 3 月, 7-11 挺进成都, 当年新开门店就达到 41 家。并且公司计划在今年放开加盟业务, 加速门店扩张, 预计到明年 3 月门店数量将达到 150 家。此外, 全家今年也计划进入成都, 年内开店 20 家以上。外资的进入无疑将加剧成都市场竞争。

表格 3: 红旗连锁零售业态的划分

业态	面积	商品种类	特点
大型超市	5,000 m ² 以上	15,000-30,000 种	大众化衣食日用品一次购齐, 设停车场, 对商圈规模要求很高。
中型超市	1,000-5,000 m ²	8,000-15,000 种	日常生活必需品, 有生鲜经营, 对商圈要求较高。
便利超市	小于 1,000 m ²	1,000-8,000 种	以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主, 为消费者提供一站式便利购物服务, 对商圈规模要求不高, 商圈可分为住宅区、娱乐区、院校区、商务区、观光区等, 分为标准超市和便利店两种业态。
其中: 标准超市	200-1,000m ² 左右	4,000-8,000 种	属于便利超市, 以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主。
便利店	200 m ² 以内	1,000-4,000 种	属于便利超市, 以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主。
24 小时便利店	200 m ² 以内	1,000-2,000 种	营业时间 24 小时, 以速成食品、日用百货为主, 有即时消费、小容量、应急性等特点。

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

1.4 便利店与大型超市差异化竞争

大型超市沃尔玛, 家乐福、人人乐、永辉等都纷纷进驻四川, 成都市场目前竞争激烈, 并开始向四川三四线城市扩张, 但是大型超市和便利店的诸多差异, 因此他们并不构成完全的直接竞争。

- ▶ 零售业态不同: 同行业上市公司营业收入主要来自于 3,000m² 以上的超市业态, 以大卖场、百货、仓储超市、社区综合超市居多, 公司营业收入主要来自于 100-500m² 的便利超市, 多位于人流量大的商圈或者社区聚集点, 目标顾客多是附近社区居民、流动顾客、单身者, 种类以高毛利率的烟酒、休闲食品、购买频率高的消费品为主, 以满足目标顾客快捷、方便甚至是全天 24 小时的购物需求为经营策略。
- ▶ 定价策略不同: 公司不以低价取得市场竞争优势, 而是以提供商品和服务的“便利”性消费作为核心竞争力。产品定价因所提供的便利及增值服务溢价, 一般高于大中型超市, 打折促销力度较大型超市小。根据公司的市场调查资料, 报告期内商品售价高于同区域大型超市的商品品类占全部商品 50%以上。
- ▶ 商品结构及销售比重不同: 同行业上市公司以经营商品种类 10,000-30,000 以上, 提供大而全的商品种类为主, 促销打折次数和种类多于便利超市, 并日趋常态化。此外, 生鲜、家电等商品多以联营模式为主, 同行业上市公司如三江购物的联营收入占营业收入的比重约 5%。超市企业对该模式下的商品价格、质量等没有实质控制权, 不利于统一管理, 所获得的利润会低于经销、代销模式。公司在经营模式上, 以经销、买断式代销为主, 联营销售比重为 3%以内, 占比很小。
- ▶ 直接采购和统一配送比例较高: 与大、中型超市相比, 公司门店面积小, 数量多, 门店网络密集, 商品配送具有“频率高、小批量、拆零多”的特点。公司实行与经营业态相适应的“大总部、小门店”管理模式, 以总部统采、直接采购、统一配送为主要采购、配送模式, 直接采购和统一配送比例在行业内处于较高水平。

表格 4: 便利超市与大型超市差异比较

项目	便利超市	大型超市
门店面积	一般在 100-500 m ² 之间。	5,000 m ² 以上。
商品及服务	1,000-8,000 种左右, 以购买频率高的食品、烟酒、日用百货商品和便民服务为主, 为消费者提供一站式的便利购物服务。	15,000-30,000 种左右, 大众化衣食日用品一次购齐、设停车场。
商圈及目标客户	人口数量 2,000-10,000 人左右, 辐射半径 300-500m 以内, 消费者 5-10 分钟可以到达, 目标顾客主要为附近社区居民、流动顾客、单身者。	人口数量 50,000 人以上, 辐射半径 1-3 公里, 目标顾客以采购日常用品、消费品的居民、流动顾客为主。
选址	住宅区、娱乐区、院校区、商务区、观光区等。	市、区商业中心、大型居住区。

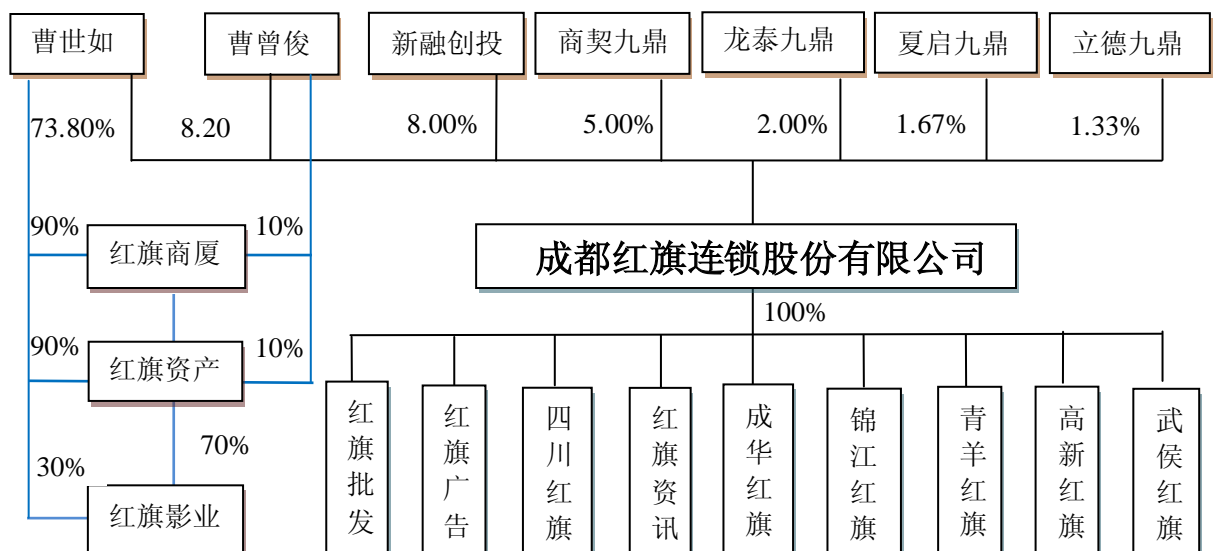
数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

2、公司基本情况

2.1 控股稳固的成都便利店龙头民营企业

公司前身是成立于 1969 年的四川地区最大的副食品零售企业、成都三大老牌商场之一的国营成都市红旗商场, 从九十年代开始进行社区连锁扩张, 到 2000 年初已经有连锁门店上百家。2000 年 6 月红旗商场批发公司在曹世如女士的带领下, 脱离红旗商场实施改制, 单独组建了民营的红旗连锁有限公司。公司成立时注册资本 400 万元, 历经 2001-2005 年 5 次股权变更, 09-10 年 2 次增资, 2010 年公司进行股份制改造前已有门店数量 853 家。

图表 3: 发行前公司股权组织结构



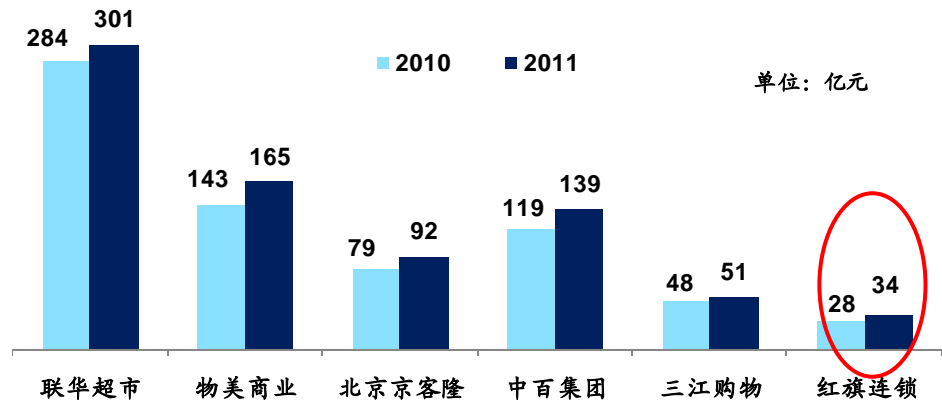
数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

2010 年的整体变更以及多次重大资产重组后，成都红旗连锁有限公司成为了拥有 9 个全资子公司，民营企业控股，战略投资者参股的连锁集团，业务涵盖批发零售物流配送广告咨询等多个层面。

2.2 红旗连锁销售规模较小，外延扩张空间大

目前公司销售规模在已上市连锁超市企业中规模最小，外延扩张空间大，计划未来三年内建设 928 家门店，经营区域大幅扩张，门店总数将达到 1,900 家左右，营业面积达到 40 万 m² 左右，公司销售规模将达到 65 亿元左右。

图表 4: 红旗连锁与同行业主要企业的销售规模比较



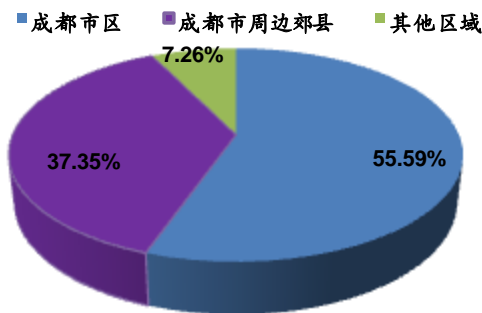
数据来源: WIND, 香港上市公司年报, 财通证券研究所

2.3 销售网由成都辐射周边，中小业态占主导

➤ 现有门店分布及筹建目标

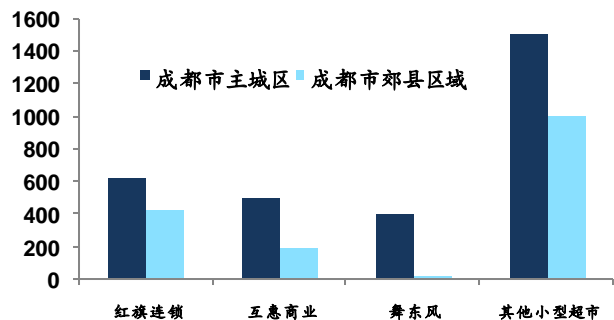
截止 2011 年底,成都市主城区门店 626 家,占比 55.59%;成都市周边郊县门店 422 家,占比 37.35%;四川其他二三线城市门店为 82 家,占比 7.26%,与业内主要竞争者相比(主要是互惠商业与舞东风),在数量上占显著优势。公司计划利用募集资金在三年内新建 928 家门店,增加经营面积 269,178.65 m²,进一步提高市场占有率,扩大规模效应,增强竞争优势。

图表 5: 目前红旗连锁门店数量分布



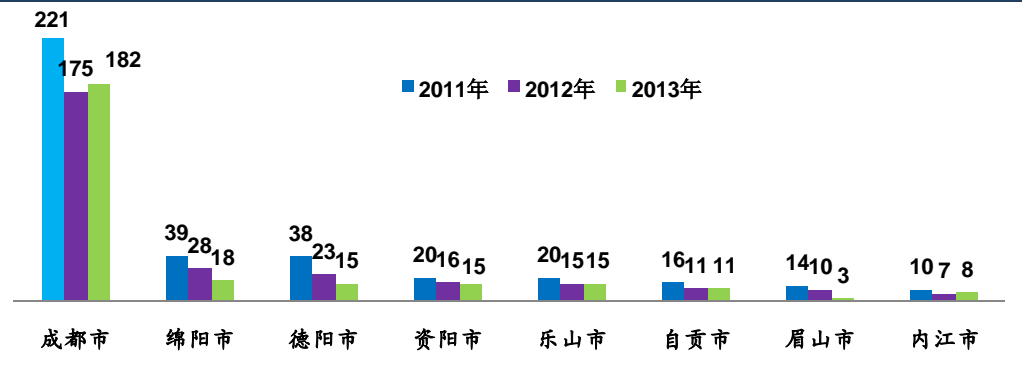
数据来源: 招股说明书

图表 6: 红旗连锁与主要竞争对手门店数量比较



数据来源: 招股说明书

图表 7: 红旗连锁门店新建数量



数据来源: 财通证券研究所整理

➤ 分区域营业状况分析

目前公司核心收入来源地区为成都主城区及市郊县, 占总收入比重 97%以上, 其他地区 (主要是眉山市、内江市、德阳市) 收入贡献不足 3%。

表格 5: 红旗连锁区域门店营业情况

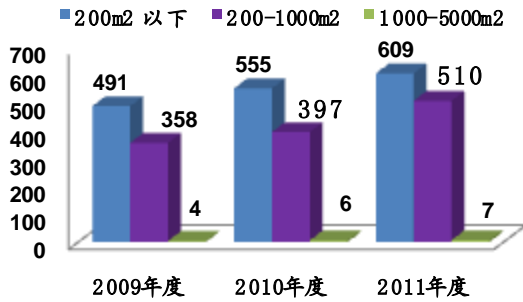
		收入 (万元)	门店利润 (万元)	平效 (万元)
主城区	09 年	162,278.96	14,025.31	1.38
	10 年	180,176.51	17,580.31	1.49
	11 年	225,523.83	20,666.67	1.62
成都市郊县	09 年	75,335.09	7,736.35	1.21
	10 年	85,347.40	8,392.73	1.19
	11 年	104,934.76	8,880.21	1.22
其他地区	09 年	7,181.75	554.87	0.89
	10 年	7,598.79	647.61	0.90
	11 年	9,293.79	637.05	0.93
总计	09 年	244,795.80	22,316.53	1.30
	10 年	273,122.70	26,620.65	1.36
	11 年	339,752.38	30,183.93	1.44

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

➤ 分业态经营状况

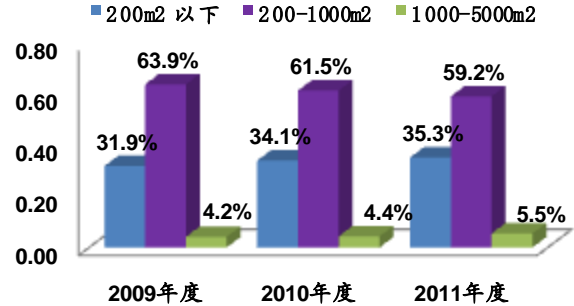
红旗连锁以便利店 (200 平以下) 及标准超市 (200 到 1000 平) 为主要经营业态, 不论从数量还是收入贡献来看, 这两种形态都占绝对的主导, 1000 平以上的大卖场非主要业态, 数量很少, 收入贡献也十分有限。

图表 8: 分业态门店数量



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图表 9: 分业态营业收入占比

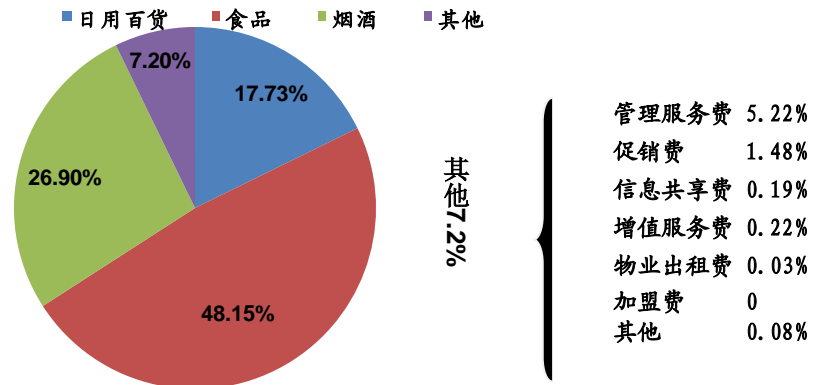


数据来源: Wind, 财通证券研究所

2.4 零售+服务助推业绩稳步上升

公司以食品、烟酒、日用百货为主营商品, 销售占比分别为 48%、28%、18%, 同时引入各类充值等增值服务, 目前, 增值服务的业绩贡献还很小, 与行业均值相比仍有较大潜力。

图表 10: 红旗连锁营业商品收入占比



数据来源: WIND, 香港上市公司年报, 财通证券研究所

2.5 主要风险因素

公司主要风险因素如下:

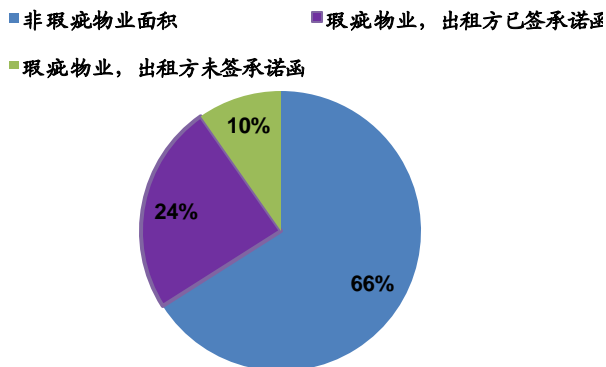
- 部分租赁物业产权不完善的风险
- 新项目带来的管理和运营风险

公司近年来加快门店拓展速度, 近三年新开门店累计达 427 家。报告期内,

公司新开门店一般在开业后 6-12 个月左右实现盈亏平衡, 在开业后第 2 年的平效达到成熟门店平效的 60%左右, 一般均能盈利并可弥补完第 1 年的亏损, 在开业后第 3 年的平效达到成熟门店平效的 70%以上, 一般在开业 3 年后可达到成熟门店的平效。

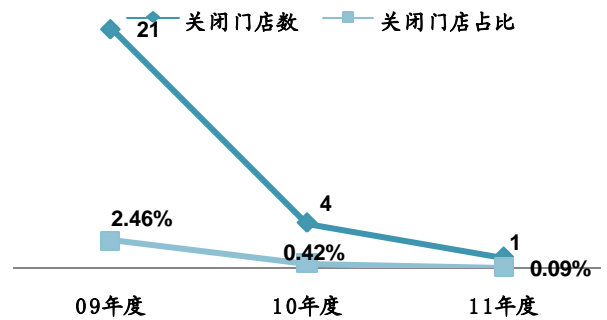
- 控股股东及实际控制人风险

图表 11: 红旗连锁租赁物业情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图表 12: 红旗连锁门店因经营困难关闭情况



数据来源: Wind, 财通证券研究所

3、IPO 募集资金投入项目分析

3.1 IPO 募集资金计划使用情况

公司本次拟公开发行人 5000 万股 (A 股), 拟募集资金 6.16 亿元。该资金将重点投资于超市扩建技术改造项目 (5.05 亿元, 占比 81.90%), 在超市经营设施技术改造项目及信息化系统技术改造项目中拟各投资 0.76 亿元与 0.36 亿元, 分别占投资的 12.30% 与 5.80%。

表格 6: 红旗连锁本次募集资金拟投资项目

序号	项目名称	总投资 (万元)	
		投资金额 (万元)	占比
1	超市扩建技术改造项目	505,00.00	81.90%
2	超市经营设施技术改造项目	7,554.62	12.30%
3	信息化系统技术改造项目	3,578.00	5.80%
合计		61,632.62	100%

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

3.2 超市扩建抢占川内市场

计划用本次募集资金新增门店 928 家, 新增经营面积 26.92 万 m²。其中, 成都市仍为扩建重点, 576 家新建门店将进一步巩固公司在成都市的便利超市优势地位, 分布于绵阳市、德阳市、自贡市、内江市、乐山市、眉山市、资阳市等 7 个区域性中心城市的 352 家新店将为公司扩大规模, 辐射成渝经济区助力。

从经营业态来看, 便利店及标准超市将继续为公司主推模式, 计划新建便利店 266 家, 占比 28.73% (成都市 182 家, 7 市 84 家), 新建标准超市 652 家, 占比 70.41% (成都市 386 家, 7 市 266 家), 同时在成都及部分城市适当向中/大型超市延伸 (成都拟建中型超市 6 家, 大型超市 2 家, 德阳与资阳各拟建中型超市 1 家)

表格 7: 红旗连锁便利店及标准超市开店计划

区域	2011年		2012年		2013年		总计		总计
	便利店	标准超市	便利店	标准超市	便利店	标准超市	便利店	标准超市	
成都市	70	150	56	115	56	121	182	386	568
德阳市	9	29	4	18	2	13	15	60	75
绵阳市	8	31	6	22	6	12	20	65	85
自贡市	4	12	2	9	2	9	8	30	38
内江市	4	6	2	5	2	6	8	17	25
乐山市	4	16	3	12	3	12	10	40	50
眉山市	4	10	3	7	1	2	8	19	27
资阳市	7	13	4	11	4	11	15	35	50
合计	110	267	80	199	76	186	266	652	918

数据来源: 招股说明书 财通证券研究所整理

3.3 超市设施改造提高综合竞争力

公司计划对经营业绩较好、开业3年以上的440家门店进行为期3年的经营设施改造,其中便利店218家,标超221家,共占比99.78%,为改造重点对象。拟改造中超仅1家。

通过按照目前新建门店的档次进行重新装修,对经营设备进行更换等手段,提升门店形象及购物环境的舒适度,改善货品陈列和商品品类管理,从而能够吸引更多消费者,推动公司长期战略目标的实现。

表格 8: 红旗连锁中型及大型超市开店计划

区域	2011年		2012年		2013年		总计		总计
	中型超市	大型超市	中型超市	大型超市	中型超市	大型超市	中型超市	大型超市	
成都市	0	0.5	3	1	3	0.5	6	2	8
德阳市	-	-	1	-	-	-	1	-	1
资阳市	-	-	1	-	-	-	1	-	1

数据来源: 财通证券研究所整理

表格 9: 红旗连锁超市经营项目改造进度

	T+1年	T+2年	T+3年	总计	占比
便利店	73	73	72	218	49.55%
标准超市	73	72	76	221	50.23%
中型超市	0	0	1	1	0.23%
合计	146	145	149	440	100%
比例	33.18%	32.95%	33.86%	100%	

数据来源: 财通证券研究所整理

3.3 信息系统改造打造一体化管理平台

本次信息化系统技术改造项目拟投资3,578万元,对公司现有信息系统进行升级改造。其中,近半资金(49.97%)用于硬件设施改造,45%的资金用于软件改造,少部分(5.03%)为系统实施流动资金。

本项目旨在优化信息系统架构，提高信息系统自动化分析能力，增加信息系统管理功能以及提升信息系统硬件水平。完成后，将加强公司信息系统数据处理能力和安全运行能力，进一步提高企业的管理水平和运营效率，有力支撑公司未来业务的快速拓展，提升竞争优势。

表格 10: 红旗连锁信息系统改造年度投资计划

类别	第一年(万元)	第二年(万元)	第三年(万元)	总投资额(万元)	占比
硬件设施	1303	321	164	1788	49.97%
应用软件	530	520	130	1180	32.98%
系统软件	240	110	80	430	12.02%
系统实施流动资金	91	65	24	180	5.03%
合计	2164	1016	398	3578	100%

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

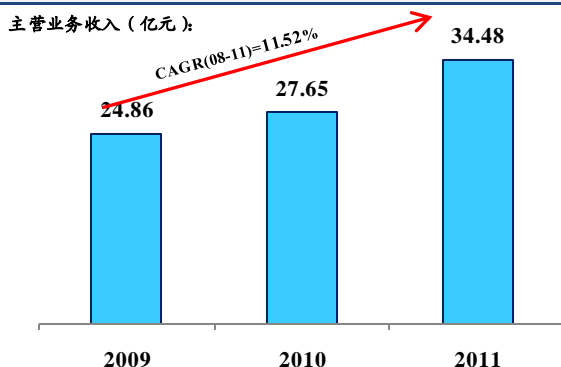
4、公司财务分析测算

鉴于便利店正处于快速增长期，成都地区的便利店与上海的覆盖度与上海的差距为12%，四川地区的便利店覆盖度仍有较大提升空间，结合公司募投项目、规模与实施效果预判，预计2011、2012、2013年公司营业收入分别为41.9亿、50.6亿与61.6亿元，归母公司股东净利润分别为公司11/12/13年的净利润分别为1.95、2.37和2.86亿元，相应EPS为0.98/1.19/1.43元/股。

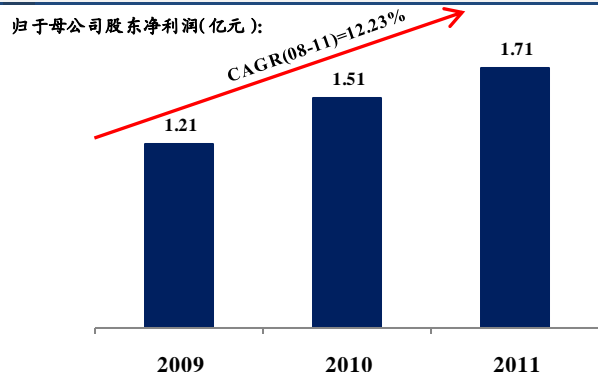
4.1 公司成长性

2009至2011年公司主营业务收入复合增长为11.52%，比中百集团的11.15%、三江购物的4.72%以及北京京客隆的9%都要高。

图表 13: 主营业务收入增长率

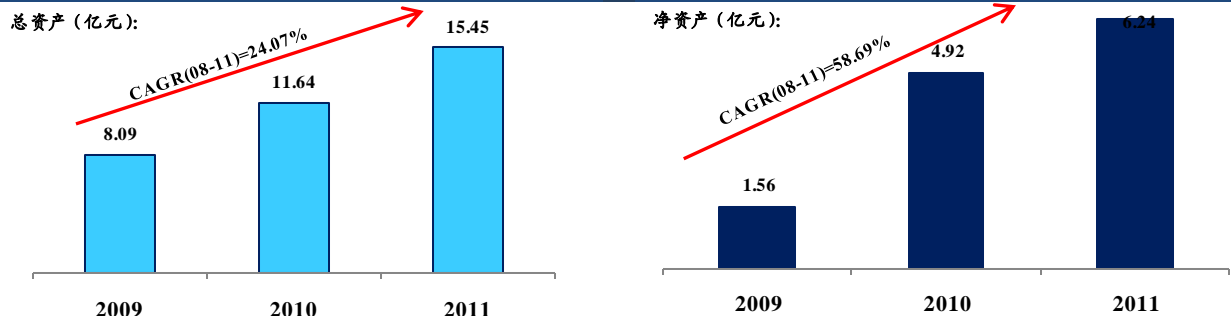


图表 14: 净利润增长率



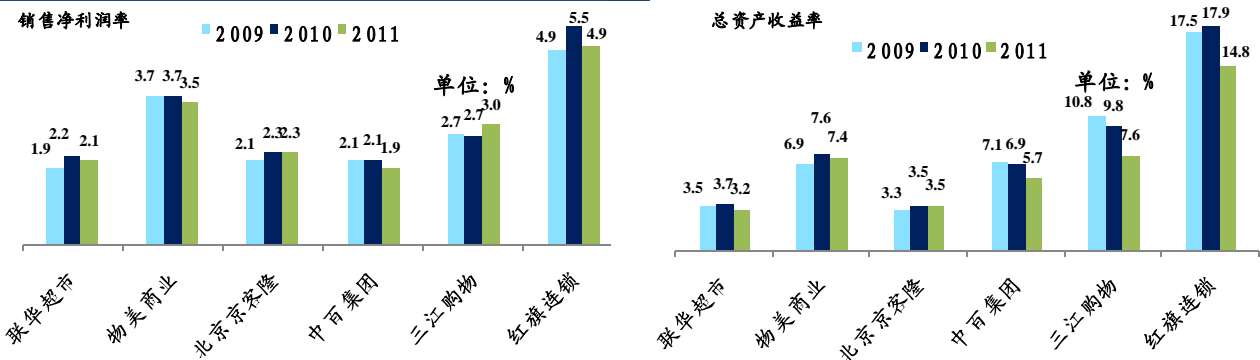
数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

图表 15: 公司总资产与净资产



数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

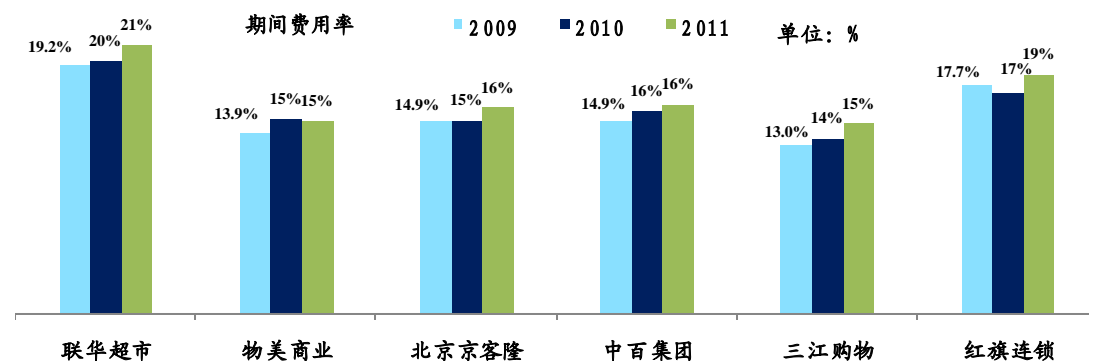
图表 16: 公司盈利能力稳步提升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

销售净利率: 公司 09/10/11 年净利润率分别达到 4.9%, 5.5%与 4.9%, 处于行业上游水平, 远远高于 A 股上市的可比公司中百集团和三江购物。总资产收益率: 公司 09/10/11 年分别达到 17.5%, 17.9%和 14.8%的水平, 一直处于可比公司上游水平。

图表 17: 期间费用控制良好

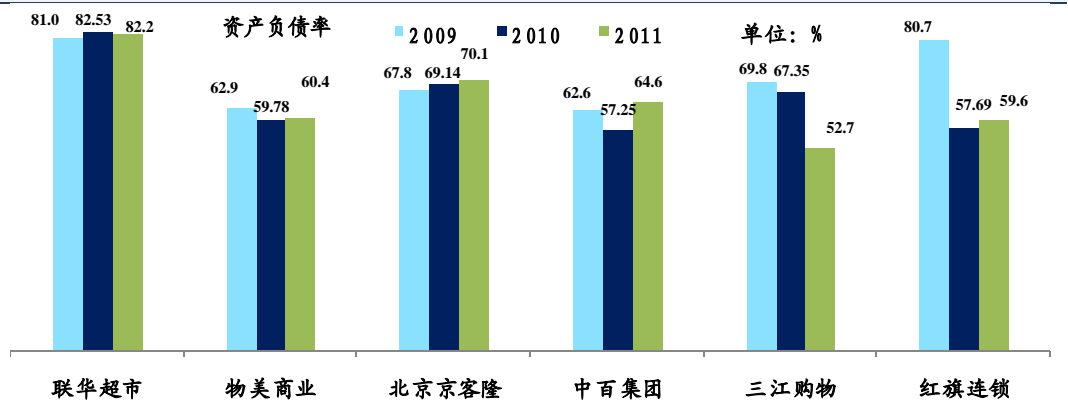


数据来源: Wind, 财通证券研究所

4.2 公司偿债能力

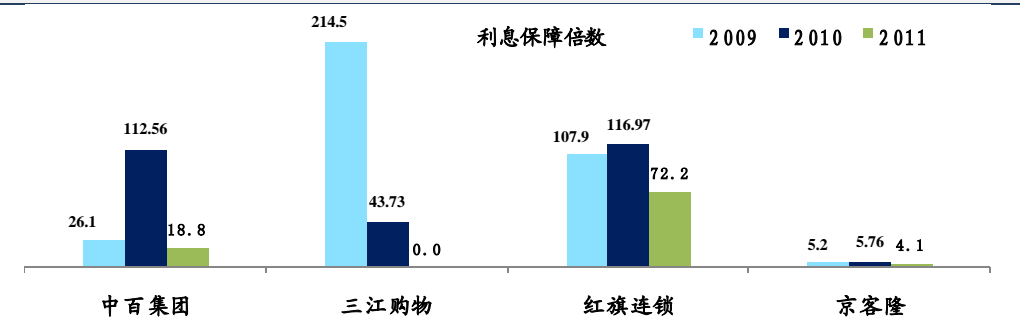
2009, 2010, 2011 年公司的资产负债率分别为 81%、58%与 60%，IPO 之前公司资本结构就比较合理，在可比公司中处于平均值水平，其利息保障倍数与同行业其他公司比处于较高水平。

图表 18: 资产负债率对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图表 19: 利息保障倍数对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

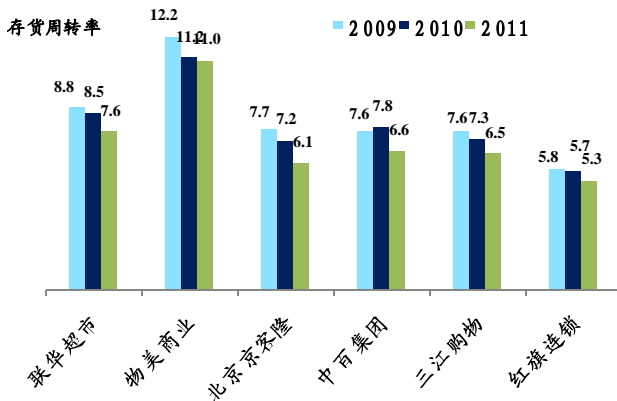
注: 利息保障倍数=息税前利润 EBIT/财务费用

4.3 公司运营能力

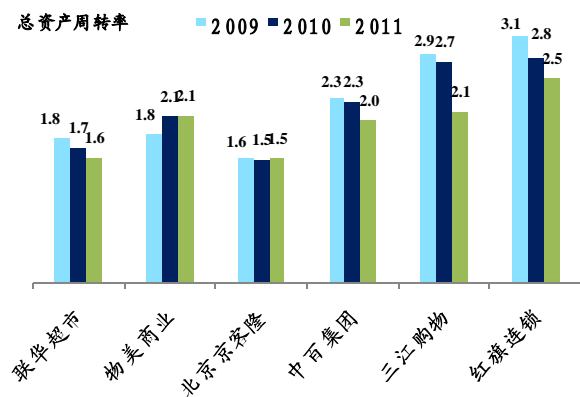
公司存货周转率在 09/10/11 年分别为 5.9, 5.7 和 5.3, 处于行业中等水平, 由于①公司备货量大: 便利超市门店数量较多、单个门店面积小, 因此单位销售收入所需的备货量大; ②公司经销模式下商品全部计入公司库存, 而其他大型超市为主的, 主要采取联营模式, 商品作为供应商库存。③公司物流配送采用“小批量、多批次”配送方式, 统一配送比例处于同行业较高水平。2011 年 10 月公司租赁物业新建了红光第三物流配送中心, 导致 2011 年末存货快速增长, 存货周转率略有下降。公司报告期内门店平效逐年增长, 分别为 13,034.39、13,567.16、14,425.72 元, 体现出公司在快速稳定扩张的同时, 盈利能力的持续增长。

总资产周转率在 09/10/11 年分别为 3.1, 2.8, 和 2.5 处于行业较高水平。公司门店以贴近居民社区、学校、公交站、大型企业事业单位和地铁站等为主, 单个门店面积小、租金或购置费用低、培养周期短、选址对商圈的要求低、复制速度快, 主要通过租赁方式拓展连锁经营业务、发展连锁网络, 实现快于中型超市和大型超市的扩张速度, 更能体现“轻资产、重经营”的经营模式。

图表 20: 存货周转能力对比



图表 21: 资产周转能力对比



数据来源: Wind, 财通证券研究所

5、公司盈利预测

基于公司过往经营业绩, 结合 IPO 募投项目与资金使用计划, 对未来三年公司经营业绩与财务状况进行预测, 具体测算过程、相关假设以及预测结论如下:

5.1 盈利预测的假设

- 1、假设公司 2012-14 年新开店数 279、262 和 250 家; 2012-14 年便利店坪效分别为 1.9、2.6 和 2.9 万元/平米, 郊县的坪效分别为 1.4、1.7、2.0 万元; 由此推测, 公司 2012~14 年公司的收入增速分别为: 21.5%、20.86%、21.71%;
- 2、假设公司 2012~14 年的毛利率基本稳定, 保持为 24% (2012H=24.15%)
- 3、期间费用率基本保持稳定在 18%左右, 2012H=17.91%
- 4、公司的税率维持为 15%左右;

5.2 盈利预测

基于以上假设, 我们预测公司 11/12/13 年的净利润分别为 1.95/2.37/2.86 亿元, 相应 EPS 为 0.98/1.19/1.43 元/股。。

表格 11: 损益表预测 (单位: 万元)

年份	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
预测假设						
销售增长率 (%)		11.22%	24.71%	21.50%	20.86%	21.71%
销售成本率 (%)	76.47%	76.18%	75.42%	75.85%	75.76%	75.73%
利润表项目						
税后经营利润:						
一、营业收入	248588	276472	344796	418927	506304	616243
减: 营业成本	190091	210625	260037	317748	383578	466696
营业税金及附加	1759	1831	2461	2914	3524	4306
销售费用	37908	40654	55837	65102	79079	96679
管理费用	5994	6513	7699	9650	11588	14077
财务费用	131	151	277	282	352	435
资产减值损失	(266)	(44)	(0)	268	268	268
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	16	0	0	0	0	0
二、税前营业利润	12986	16740	18486	22964	27915	33781
加: 营业外收支净额	1211	987	1621	0	0	0
三: 利润总额	14196	17727	20108	22964	27915	33781
减: 所得税	2126	2651	3047	3457	4207	5094
四: 净利润	12070	15076	17061	19506	23708	28688
其中: 少数股东权益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	12070	15076	17061	19506	23708	28688
总股本	500	15000	15000	20000	20000	20000
EPS	24.14	1.01	1.14	0.98	1.19	1.43

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

6、公司估值

6.1 相对估值法

红旗连锁传统上属于以成都市区为主要扩张区域的地区型超市, 同时考虑到便利型超市的定价特点, 其对大城市高密度客流有较高的依赖性, 根据公司未来 3 年的扩张计划, 公司的主要经历仍将集中于成都市区。因此, 相对于区域性百货的步步高、新华都等在本地全省市场具有较高的扩张性的公司, 红旗连锁便利店业态的扩张空间相对有限。鉴于便利店业态将进入快速增长期, 募投项目实施后, 对公司后续发展起到持续推进作用, 我们谨慎给予公司合理的估值区间为地区型超市公司的下限 15.06-20 倍的动态市盈率估值较为合理, 对应 2012 年 EPS0.98 元, 合理股价为 14.69—19.51 元, 区间中值为 17.1 元, 对应 2012 年-2013 年市盈率为 17.5 倍、14.4。

表格 12: 可比 A 股上市公司估值比照

公司代码	公司名称	股价	总市值 (百万)	每股收益			市盈率			10PB	PS (TTM)	10EV1/ EBITDA	P/B
				10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE				
全国扩张超市													
601933.sh	永辉超市	23.23	17838.32	0.61	0.61	0.81	38.08	38.08	28.80	4.38	1.01	26.04	0.85
002336.sz	人人乐	9.33	3732.00	0.42	0.08	0.21	22.03	119.8	43.89	1.05	0.31	15.04	0.25
平均值			10785.16	0.52	0.34	0.51	30.06	78.92	36.34	2.72	0.66	20.54	0.55
区域型超市													
002251.sz	步步高	20.80	5623.49	0.96	1.23	1.59	21.62	16.88	13.08	3.22	0.67	11.59	0.44
002264.sz	新华都	5.62	3043.24	0.46	0.33	0.41	12.22	17.06	13.68	2.63	0.54	12.75	0.55
000759.sz	中百集团	6.30	4290.44	0.39	0.41	0.48	16.15	15.50	13.19	1.60	0.31	10.38	0.73
601116.sh	三江购物	10.40	4271.89	0.38	0.42	0.45	27.25	24.78	22.92	3.08	0.83	17.19	2.82
平均值			4307.26	0.55	0.60	0.73	19.31	18.55	15.72	2.63	0.59	12.98	1.14
002697.sz	红旗连锁	16.07	3214.00	1.14	0.95	1.08	14.10	16.87	14.85	5.15	0.93	--	1.09

数据来源: WIND, 财通证券研究所 (注: 收盘价为 2012 年 9 月 27 日收盘价)

表格 13: 可比 A 股上市公司财务指标 (2011 年前三季数据)

公司代码	公司名称	主营业务收入 (百万)	净利润 (百万)	毛利率%	净利率%	资产负债率%	存货周转率%	ROA (%)	ROE (%)
0980.hk	联华超市	27520.18	626.73	14.38	2.08	82.17	7.59	3.23	20.19
1025.hk	物美商业	14562.64	586.04	9.06	3.54	60.36	11.05	7.38	19.39
0814.hk	京客隆	8632.53	210.16	15.03	2.29	70.10	6.08	3.55	13.50
000759.sz	中百集团	13864.37	265.71	19.42	1.92	64.62	6.63	5.70	10.32
601116.sh	三江购物	5116.91	152.94	18.58	2.99	52.72	6.52	7.57	15.34
601933.sh	永辉超市	17731.56	467.57	19.25	2.64	56.98	7.64	7.82	11.85
002336.sz	人人乐	12091.92	169.41	20.27	1.40	51.58	6.75	2.48	4.74
平均值		14217.16	354.08	16.57	2.41	62.65	7.47	5.39	13.62
002697.sz	红旗连锁	3447.96	170.61	24.58	4.95	59.61	5.25	14.78	30.56

数据来源: WIND, 财通证券研究所

6.2 DCF 估值

公司正处于高速增长阶段, 采用的两阶段 DCF 估值法, 假设 2010-2020 年为高速增长阶段, 2021 年起为永续增长阶段, 永续增长率为 5%。其他具体假设见下表。根据 DCF 估值模型, 公司价值中枢为 14.35 元, 位于相对估值合理股价范围内。敏感性分析显示公司的合理投资价值区间在 13.56—15.27 元。

表格 14: WACC 主要假设与 DCF 估值结构

WACC 计算过程		股权价值计算(万元)	
无风险利率(%)	3.50%	现金流现值	52003.27
市场组合报酬率(%)	11.87%	终值现值	179701.84
β	1.13	企业价值	231705.11
股权成本(%)	12.96%	货币资金	147348.06
股权比例(%)	44.10%	长期股权投资	0
税率	15.06%	总资产价值	379053.17
债权成本(%)	5.00%	债务价值	92114.43
债权比例(%)	55.90%	股权价值	286938.74
WACC(%)	8.09%	总股份(万股)	20,000.00
TV 增长率	5.00%	每股价值(元)	14.35

数据来源: WIND, 财通证券研究所

表格 15: WACC 估值敏感性分析表

TV	g	g							
		4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	5.00%	5.25%	5.25%	5.25%
WACC	6.09%	17.82	17.82	17.82	17.82	19.34	21.27	21.27	21.27
	6.59%	16.48	16.48	16.48	16.48	17.69	19.19	19.19	19.19
	7.59%	15.37	15.37	15.37	15.37	16.36	17.56	17.56	17.56
	7.84%	14.44	14.44	14.44	14.44	15.27	16.25	16.25	16.25
	8.09%	13.65	13.65	13.65	13.65	14.35	15.16	15.16	15.16
	8.59%	12.97	12.97	12.97	12.97	13.56	14.25	14.25	14.25
	9.09%	12.38	12.38	12.38	12.38	12.89	13.48	13.48	13.48
	9.59%	11.86	11.86	11.86	11.86	12.31	12.81	12.81	12.81
	10.09%	11.40	11.40	11.40	11.40	11.79	12.23	12.23	12.23

数据来源: WIND, 财通证券研究所

报表预测						
利润表	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E
营业收入	248587.78	276471.52	344796.23	418927.42	506303.87	616243.24
减: 营业成本	190091.37	210625.39	260036.61	317747.88	383577.67	466695.88
营业税金及附加	1758.92	1831.35	2460.54	2913.80	3524.09	4306.33
营业费用	37907.76	40654.15	55836.80	65101.99	79079.11	96679.50
管理费用	5994.19	6513.50	7698.59	9650.38	11587.86	14077.18
财务费用	131.31	150.98	277.32	281.62	352.00	434.91
资产减值损失	-265.80	-43.59	-0.03	268.00	268.00	268.00
加: 投资收益	15.58	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	12985.61	16739.74	18486.40	22963.76	27915.14	33781.43
加: 其他非经营损益	1210.66	986.90	1621.43	0.00	0.00	0.00
利润总额	14196.27	17726.65	20107.83	22963.76	27915.14	33781.43
减: 所得税	2126.26	2650.57	3046.51	3457.39	4206.90	5093.88
净利润	12070.00	15076.07	17061.32	19506.36	23708.24	28687.56
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	12070.00	15076.07	17061.32	19506.36	23708.24	28687.56
资产负债表	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E
货币资金	12516.32	17026.49	22765.26	147348.06	178080.71	234772.32
应收和预付款项	5063.44	17228.54	20354.59	16976.60	18444.21	18666.34
存货	32953.72	40881.60	58093.36	48166.17	50261.14	50868.19
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	27807.37	39090.53	50056.91	56449.04	62433.52	59721.37
无形资产和开发支出	1654.15	1653.89	1286.00	11170.00	9051.74	6933.48
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	80896.91	116393.98	154519.98	398193.38	324187.25	396672.33
短期借款	2000.00	2000.00	0.00	119688.26	1360.75	19383.72
应付和预收款项	63279.75	65149.75	92114.43	102887.01	123500.15	149274.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	65279.75	67149.75	92114.43	222575.28	124860.90	168658.43
股本	500.00	15000.00	15000.00	20000.00	20000.00	20000.00
资本公积	24.59	20496.25	20496.25	109202.45	109202.45	109202.45
留存收益	2749.14	1342.37	2888.38	12403.27	24643.17	38239.09
归属母公司股东权益	15617.15	49244.23	62405.55	175618.11	199326.35	228013.90
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	15617.15	49244.23	62405.55	175618.11	199326.35	228013.90
负债和股东权益合计	80896.91	116393.98	154519.98	398193.38	324187.25	396672.33
现金流量表	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	26285.61	10054.67	25172.69	46193.75	45732.83	58894.93
投资性现金净流量	-14347.22	-24080.33	-13725.35	-14970.41	-13287.42	-407.65
筹资性现金净流量	-6693.82	18535.84	-5858.57	213047.72	-118679.52	17588.06
现金流量净额	5244.58	17026.49	22615.26	267036.32	61113.94	254156.04

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券有限责任公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券有限责任公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。