

红旗连锁踏上价值回归路 PE 大鳄熊市投机遭中枪

红旗漫卷西风。过度包装的红旗连锁(002697.sz)上市第 9 个交易日,即一路向西,壮烈跌破发行价 18.76 元。随着 A 股的持续震荡走低,外延扩张放缓的红旗连锁,将踏上漫漫的价值回归路。21 家投资机构,已然深陷红旗连锁的投资陷阱。一向长袖善舞的 PE 大鳄,吸引着大众投机者慕名跟风。在价值评估体系错乱的投机世界,连横合纵、共同进退的资本大鳄,能否勇敢地将红旗扛起,并顺利退出?

记者 秦小华 成都报道

第一部分 运营分析篇

10 月 23 日,红旗连锁发布全年业绩预告称,2012 前三季度实现净利润 1.31 亿元,同比增长 3.23%。仔细分析公司 2009 以来的财务数据,不难发现,红旗连锁外延增长放缓,上市前被过度包装的迹象非常严重。

单店增量不增利

公开资料显示,截至 2012 年 9 月底,红旗连锁共有 1285 家直营店,2009 年、2010 年、2011 年,及 2012 年 1-9 月,累计开店达 603 家,新开门店分别为 112 家、124 家、191 家和 176 家(三季度新开 74 家),2012 年 1-9 月、2011 年末、2010 年末、2009 年末、2008 年末分别有 1302、1126、958、853、741 家(2008 年数据为 2009 年末减 2009 年新开门店计算而得,2012 年 1-9 月为 2011 年末数加本年度最新开店数)。

年报数据显示,红旗连锁 2009、2010、2011 及 2012 年 1-9 月的净利,分别是 1.2 亿元、1.5 亿元、1.7 亿元、1.3 亿元,增长放缓的趋势非常明显。如果将新开门店因素计算在内,红旗连锁的单店净利放缓趋势更明显。(详见表 1)

事实上,新开门店是一把双刃剑。新开门店常常需要 3-5 年的利润培育期,新开越多,费用折旧摊销也越大,经营活动现金流消耗也将更大,不但影响企业的经营,而且影响当年的净利润。

10 月 23 日,红旗连锁副董事长曹曾俊表示,2012 年 1-9 月,红旗连锁新开 176 家门店,争取到年末超过 200 家开业。曹曾俊乐观预测,2013、2014 年开店速度预计比今年增长 20%左右,未来两年的收入增速将与开店速度呈同样比例。

如果以曹曾俊预计新将达到 200 家算,2012 年红旗连锁门店总数将达 1326 家,那么平均单店净利只有 13.51 万元,同比下降 12.16%。从数据上看,曹曾俊所憧憬的未来两年收入增速与开店速度呈同样比例乐观情形,几无可能。

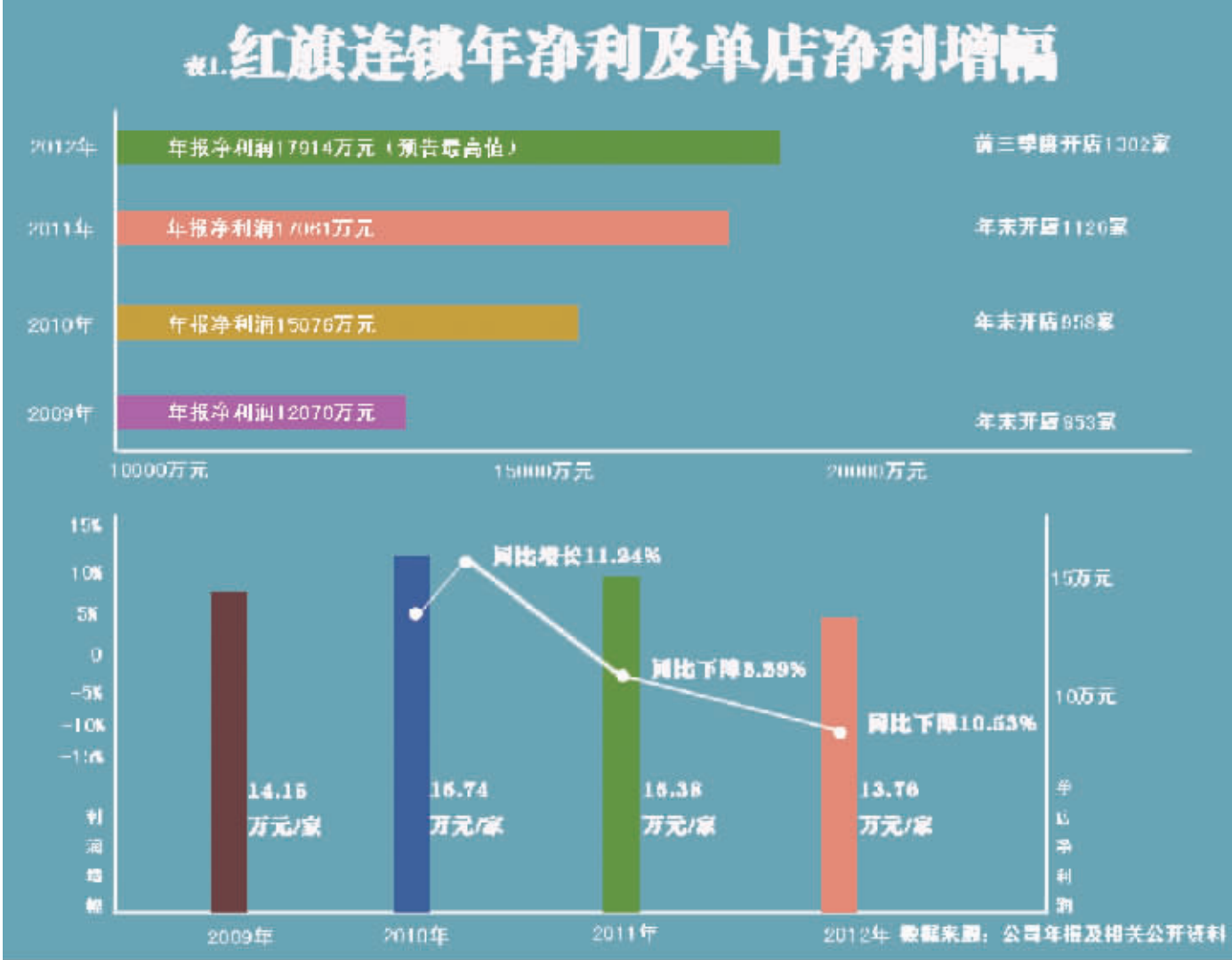
有分析师指出,便利行业,单店平均净利更能够体现企业扩张和运营能力,单纯追求门店的绝对量,而忽略单店平均净利的增长,会陷入规模不经济的盲目扩张陷阱,也会导致边际收益递减。

第二部分 投资运作篇

红旗连锁运营业务除零售便利店外,还有商业地产。红旗连锁上市之前,曾频频运用红旗资产拥有的地产,进行关联资产运作。而逐年投资购买的房产资产,并没有全部用于自营主业。

巨资频频投向商业地产

红旗连锁及其关联公司,最近几年,一直加大房屋产权储备和商业地产投资。公开资料显示,截止 2012 年 6 月 30



	2012 年 1-6 月	2011 年末	2010 年末	2009 年末
支付给职工以及为职工支付的现金(万元)	19610.41	30234.65	21658.03	19750.45
应付职工薪酬(万元)	1924.22	1588.89	1724.01	1933.53
员工人数	12375	11286	8955	7816
人均获得现金(万元)	1.5846	2.6790	2.4185	2.5269
人均获得薪酬(万元)	0.1555	0.1408	0.1925	0.2474

表 2: 员工人均薪酬统计表 (数据来源: 红旗连锁公司年报及相关公开资料)

成都地区门店饱和 增长乏力

超市行业在成都市区的竞争日趋激烈,红旗连锁遭遇互惠商业和舞东风惨烈竞争。公开资料显示,截至 2012 年 6 月末,三家便利超市在成都市区约 2400 家门店,红旗连锁在成都市的门店数达 1166 家,互

惠商业约为 750 家,舞东风约 530 家门店。

红旗连锁年报数据显示,2009、2010、2011、和 2012 年 1-6 月,成都市主城区门店的销售收入占公司全部门店的总收入的比重分别为 66.29%、65.97%、66.38% 和 64.85%,门店利润占其全部门店利润的比重分别为 62.85%、66.04%、68.47% 和 71.41%。由此可见,红旗连锁收入主要来自成都市主城区。

由于竞争的充分存在,红旗连锁想在如此密集的狭小区域内,继续开拓新门店,难度不小。相关数据也表明,红旗连锁在成都市主城区新增门店增速也相应放缓,2009 年为 63 家、2010 年为 61 家、2011 年为 76 家。

在此情况下,红旗连锁需要找到新的利润增长点,要么扩张三四线门店,要么介入新的业务。

企业,在未来投资房地产的必然。

曹世如所指物业,系红旗资产公司持有的,具有土地使用权的,位于成都市总府路 85、87 号,总面积达 3286.16 平方米的两宗商业物业地块。

2005 年,该地块被收购后,曹世如多次借此地块进行资产运作关联交易。

资料显示,该地块归属红旗资产,是红旗商场分公司。在 2005 年 7 月,被曹世如(持红旗商场 93.38%股份)和红旗有限(持红旗商场 6.62%股份)以总价 1933.56 万元收归囊中。2005 年 11 月,“红旗有限”以总价 1612.26 万元,从曹世如手中购得红旗资产 83.38%的股权。2006 年 12 月,“红旗有限”以总价 1740.21 万元,将持有的红旗资产 90%的股权,转让给曹世如的儿子曹曾俊。2007 年 3 月,曹曾俊以约 1392.19 的价格,将其持有的红旗资产 80%股权转让给曹世如。

为了引入战略投资者,2007 年 12 月,

人均薪酬呈下降趋势

资料显示,截至 2012 年 6 月底,红旗连锁有员工 12375 人。2009、2010、2011 年普通员工的离职率分别是 11.8%、13.5%、10.4%,也就是每年 1000 人左右离职,按一个门店 10 人算,这意味着每年约 100 个门店的员工离开,占总员工人数的 10%。

对红旗连锁来说,更重要的或许是,提高人员的薪酬待遇,以刺激员工为门店利润最大化加倍努力。(详见表 2)

从数据上分析,随着红旗连锁员工人数逐年扩大,人均获得现金并没有出现显著性上涨,低于物价消费指数(CPI)增幅,人均获得薪酬反而出现逐年下滑的趋势,员工生存现状堪忧。

上述数据也表明,红旗连锁并没有遭遇人工成本上升的困扰,相反,人工平均成本还在显著下降。人均成本开支的缩减,有助于提高公司的净利润。

三四线拓展动能不足

红旗连锁公告显示,截至 2012 年 6 月末,在四川省内的德阳、眉山、内江等三四线城市,红旗连锁仅仅开设了 45 家门店。而互惠商业在绵阳、德阳等地仅拥有 50 余家门店。

红旗连锁在《首次公开发行股票招股意向书》中曾提及,公司在四川省内其它三四线城市的销售比重较小是因为“成都市经济发展水平较高,2010 年人均 GDP 已达到 39539 元,接近 6000 美元,在消费特性上更加注重便利性、舒适性,便利超市还有很大的发展空间”。

从红旗连锁在三四线开店缓慢,与过度注重成都市中心的态度来看,制约其开拓三四线门店的因素,或者还有物流配送和管理人才瓶颈的难言之隐。

红旗连锁实施的是总部采购运营管理,三四线门店开得越多,就需要更多的物流配送中心,以降低配送成本,而超市店面管理人才的紧缺,也足以制约其扩张步伐。

红旗连锁新开门店数据显示,2009-2012 年 6 月,红旗连锁新开 529 个门店,开办费用共计 2.18 亿元,平均每开一个新门店需要资金 41.32 万元。依据公司募集资金规划,红旗连锁计划以成都为中心的其它三四线城市,新开设 352 家门店,如果考虑到物价及人力成本上涨因素,以 50 万元计算,352 家门店仅仅需要 1.76 亿元。红旗连锁最终以 18.76 元每股的价格公开发行 5000 万股,扣除发行费及相关费用后,最终募集到资金为 8.87 亿元。

“红旗有限”再次以总价 1933.56 万元从曹世如(1740.2 万元,90%股权)、曹曾俊(193.36 万元,10%股权)购得红旗资产 100%(原始出资额 644.52 万元)。2008 年 8 月,“红旗有限”再次以 1933.56 万元,将红旗资产 100%股权卖还给曹世如(90%)、曹曾俊(10%),不过,此次红旗资产下辖的业务跟 2007 年 12 月相比,已经多了 9 个商铺,未经审计的财务资料显示,红旗资产总资产增加 3600 万,而净资产仅增加了 9 万元。2009 年,红旗资产以名下 20 多处房产,按账面净值冲抵红旗有限 6770.36 万元欠款。自红旗连锁发行上市后,红旗资产一直处于低调运作状态。

一位资深投行人士向记者分析道:“关联公司运作非主营业务,不需要向投资者公开相关信息,一旦条件成熟,不排除与上市公司置换,乃至变更主业的可能。红旗连锁的实际控制人不讳言地产开发,或为以后资本运作留下了操作空间”。