

华联综超（600361）：新开门店亏损影响当期盈利表现 中性（下调）

商业

当前股价：7.19 元

报告日期：2009 年 3 月 12 日

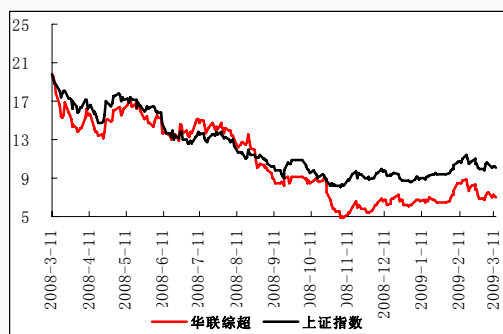
主要财务指标（单位：百万元）

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	7,402	8,618	9,627	10,453
(+/-%)	14.4%	16.4%	11.7%	8.6%
营业利润	288	153	185	269
(+/-%)	27.6%	-46.8%	20.9%	45.6%
归属于母公司净利润	202	115	144	210
(+/-%)	21.8%	-42.8%	24.7%	45.6%
每股收益（元）	0.42	0.24	0.30	0.43
市盈率（倍）	13	30	24	17

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	48,481/39,428
流通市值（亿元）	34.86
每股净资产（元）	3.64
资产负债率（%）	66.17

股价表现（最近一年）



联系人—天相商业组

021-58824282-859 xiangt@txsec.com

联系人—施剑刚

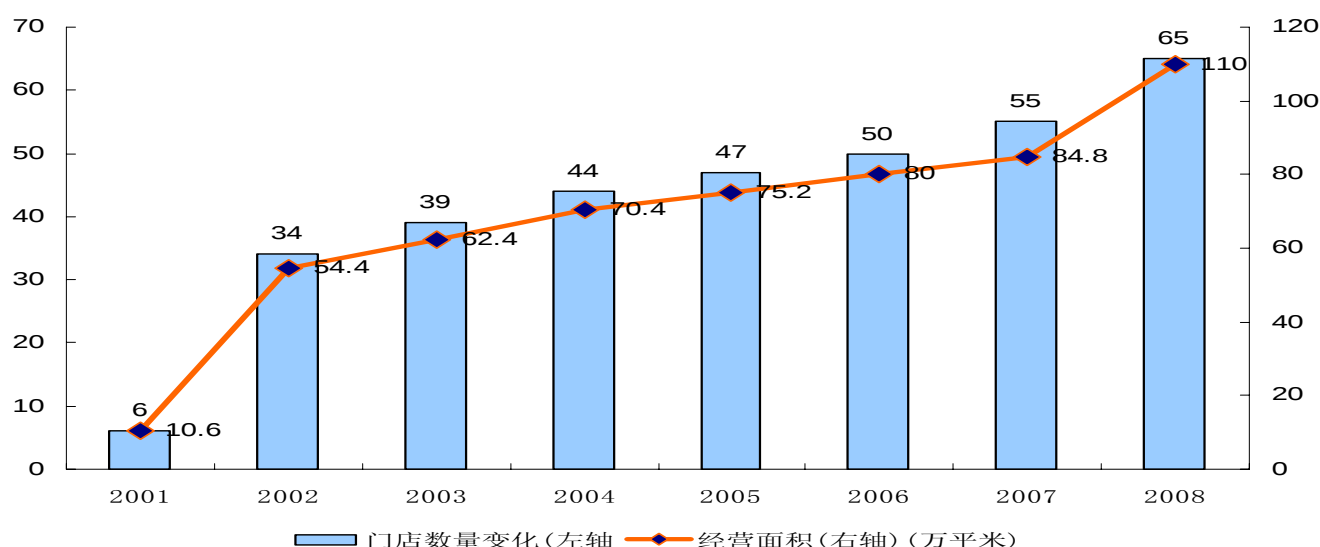
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008年报显示，公司全年实现营业收入86.18亿元，同比增长16.43%；利润总额1.5亿元，同比减少47.5%；归属母公司净利润为1.17亿元，同比减少42.1%，每股收益0.24元；其中，第四季度营业收入21.6亿，同比增加10%，净利润1307万元，同比减少84%。分红预案为：每10股送1元（含税）派发现金红利。
- 门店扩张迅速。2008年公司加快了门店扩张速度，新开10家门店，新增营业面积在17万平方米左右；营业面积同比增幅在20%以上；根据我们与公司的沟通，截止2008年底，公司营业面积达到110万平方米左右，门店总数达到65家。
- 超市业态毛利率下降明显。公司的综合毛利率为19.54%，同比下降0.98个百分点；分业态来看，超市业态的毛利率为9.83%，同比下降1.09个百分点；百货的毛利率为19.36%，同比提升0.71个百分点；但百货业态在收入的占比为11.61%，同比下降1.77个百分点，这主要是由于阜成门百货店2008年进行装修停业所致；分季度来看，四季度的综合毛利率为18.57%，同比下降3.54个百分点，低于前三季度19.87%的水平；我们认为，四季度新开3家门店、宏观经济下行导致的消费不景气都是导致四季度毛利率下降的原因。
- 新开门店导致期间费用率上升。公司的期间费用率为17.28%，同比提升1.46个百分点，其中，销售费用率提升1.67个百分点，管理费用率同比下降0.42个百分点，财务费用同比提升0.21个百分点；我们认为，公司新门店的开办费用一次性计入当期是导致期间费用率上升的主要原因；从分季度情况来看，四季度的期间费用率为17.2%，比第三季度下降1.93个百分点，我们认为这与四季度新开门店数量和体量小于第三季度有关（见图表3）。
- 新开门店亏损影响公司全年盈利表现。公司新开门店中有6家门店为亏损，4家处于微利状态，累计亏损4611万，其中，北京两家大店合计亏损3340万；我们认为，这主要是由于宏观经济下行导致新开门店市场培育期延长而形成当期亏损；另外，子公司联合创新商业咨询公司亏损1061万这直接影响了公司当期盈利表现。总体来说，公司08年开店过于密集又恰逢经济危机导致培育期延长影响了全年盈利表现。

- **其他业务利润平稳：**公司其他业务的收入增长速度为15.54%，略低于主营业务收入16.53%的增速；2008年其他业务营业利润占主营业务收入的比重10.56%，与07年基本一致；但其他业务的营业利润率为100%，要远高于以百货和超市为表现形式的主营业务11.05%的营业利润率，是公司净利润的重要贡献点。
- **风险提示：**我们认为，在未来宏观经济前景不明朗的情况下，2008年新开门店的培育期会相应延长；而根据我们与公司的沟通，2009年公司仍将开出10家左右的门店，保持快速的开店速度，考虑到开办费用的一次计提以及新开门店培育期延长，我们认为公司09年业绩要出现快速反转也存在较大难度。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到2009年公司继续新开10家门店的高速扩张计划，我们对公司未来两年业绩做出下调，预计公司2009-2010年EPS分别为0.30元（下调21%）和0.43元（下调26%），按公司昨日收盘价7.19元计算对应动态PE分别为24倍和17倍，我们把公司的投资评级由“增持”下调为“中性”。

图表1： 门店数量和经营面积的变动



资料来源：公司年报，天相投顾整理

图表 2： 公司近 4 年其他业务利润变动及占主营业务收入比

单位：万元	2005A	2006A	2007A	2008A	08 年同比增长
其他业务收入	48,888	55,826	71,421	82,520	15.54%
租金	12,947	17,841			
价外	32,527	33,263			
托管	107	109			
其他	3,307	4,614			
其他业务支出	2,802	3,198	0		
其中：租金	723	1,012			
价外	1,799	1,850			
托管	7	23			
其他	273	313			
其他业务利润	46,086	52,628	71,198	82,286	15.57%
主营业务收入	530,083	591,188	668,774	779,325	16.53%
其他业务利润 / 主营业务收入	8.69%	8.90%	10.65%	10.56%	

资料来源：公司年报

图表 3: 2008 年新开门店经营情况

项目名称	项目金额(万元)	经营情况 (万元)	面积(万平米)	开业时间
北京五道口店	5,814	-1,717	3	2008 年上半年
重庆沙坪坝店	4,927	-644	1.5	2008 年上半年
北京上地店	9,663	-1,623	4	2008 年上半年
广西贵港华隆店	1,070	11	1.5	2008 年三季度
广西贵港九龙城店	1,300	1	1.5	2008 年三季度
遂宁金海店	992	-314	1.4	2008 年三季度
甘肃酒泉店	1,240	-251	1.6	2008 年三季度
玉林盛业店	1,413	49	1	2008 年四季度
北京欧陆广场店	1,346	-213	0.24	2008 年四季度
南宁荣宝华店	1,197	90	1.5	2008 年四季度
合计	34,461	-4,612		
两家子公司的经营情况				
沈阳世纪信达商业管理有限公司	5,000	-24		
北京联合创新商业咨询有限公司	500	-1,062		
合计		-1,085		

资料来源: 公司年报, 天相投顾整理

图表 1: 华联综超盈利预测表 (单位: 万元)

报告期间	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	740,195	861,845	962,719	1,045,344
减: 营业成本	588,326	693,210	780,483	843,660
毛利率	20.52%	19.57%	18.93%	19.29%
营业税金及附加	5,391	6,464	7,220	7,840
资产减值损失	592	72	72	72
销售费用	98,188	128,745	137,187	146,871
管理费用	17,137	16,351	17,329	17,875
财务费用	1,769	3,856	1,925	2,091
费用率	15.82%	17.28%	16.25%	15.96%
投资净收益	0	2,158	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
二、营业利润	28,791	15,306	18,502	26,936
加: 营业外收入	626	1,779	0	0
减: 营业外支出	796	2,251	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	687	77	0	0
三、利润总额	28,621	14,834	18,502	26,936
减: 所得税费用	8,413	3,284	4,096	5,964
四、净利润	20,208	11,550	14,406	20,972
净利润率	2.73%	1.34%	1.50%	2.01%
归属母公司所有者的净利润	20,208	11,550	14,406	20,972
少数股东权益	0	0	0	0
EPS(全面摊薄/元)	0.42	0.24	0.30	0.43

资料来源: 天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002