

华联综超

600361

增持/ 维持评级

股 价	2009/06/08
RMB8.69	

基础数据

总股本（百万股）	485
流通 A 股（百万股）	394
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	3426

财务数据

市净率 (X)	2.34
TRACING P/E (X)*	45.95
EPS (元)	0.08
股息率 (%)	1.15

*最近四季盈利计算。

相关研究

《蓄势待发 重拳出击》

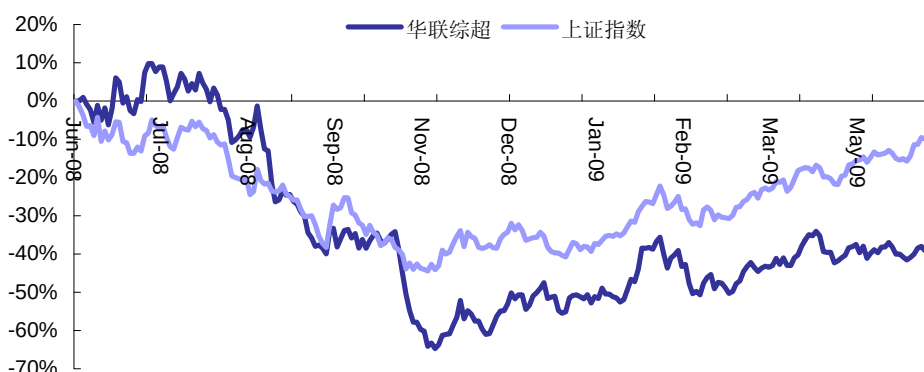
分 析 师
 吴红光
 +755-82492069
 wuhg@lhq.com

优化债务结构 财务更加稳定

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8618.5	2612.5	9802.7	11331.1	13276.8
(+/-%)	16.4	8.7	13.7	15.6	17.2
归属母公司净利润(百万元)	117.0	37.5	142.6	192.7	249.1
(+/-%)	-42.1	-40.3	21.9	36.4	29.3
EPS(元)	0.24	0.08	0.29	0.40	0.51
P/E(倍)	35.5	110.8	27.3	20.2	15.6

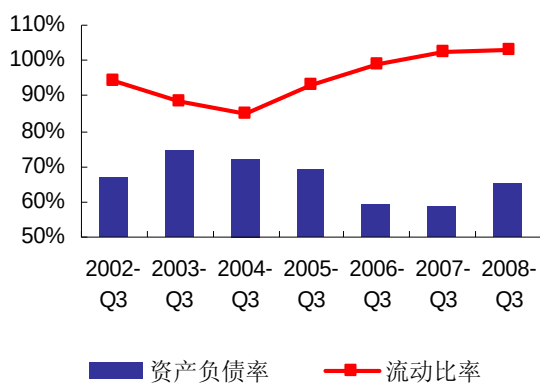
- 公司公开发行不超过 7 亿元人民币公司债券的申请，已经在证券监督委员会发行审核委员会审核后获得有条件通过。此次发行公司债的目的是偿还部分银行短期债务，达到完善债务结构，控制财务风险的目标。
- 公司 08 年向银行借贷 6.5 亿银行短期借款和发行 6 亿短期融资券用于缓解其短期的现金流压力，由此造成了公司的财务费用和负债比率的大幅上升。经过此次调整后，公司的债务结构将趋向稳定，有利于其长期发展。而且长期借款带来较低的财务费用，使得公司面临的财务压力得到一定缓解。
- 虽然公司的债务比率从 07 年的 58.65% 上升至 08 年的 65.2%，但与公司的历史水平和与行业同类型上市公司相比，公司的负债率不算太高，仍具有举债的空间。此外，公司目前的账面现金充裕，09 年 1 季度公司共有帐面现金 2.4 亿元，占其总资产的 44%，充足的现金给公司带来可观的利息收入，同时也会为偿还债务提供一定的保障。
- 考虑到公司债务调整带来财务费用的降低，我们认为公司 09-11 年 EPS 为 0.29/0.40/0.51 元。目前公司 2009 年加权 PS 仅为 0.39 倍，远低于行业平均 1.04 倍 PS 水平，这实际预示一旦公司业绩在 2009 年出现转机，其将成为超市行业估值弹性最大的投资标的。同时，考虑到公司在门店管理能力、物业选址和业态创新等方面的竞争优势，我们认为公司长线投资价值逐渐显现。通过结合 DCF 和 PE 估值，我们认为公司的合理价位应在 9.8-12.1 元之间，维持对公司“增持”评级。

最近 52 周股价表现

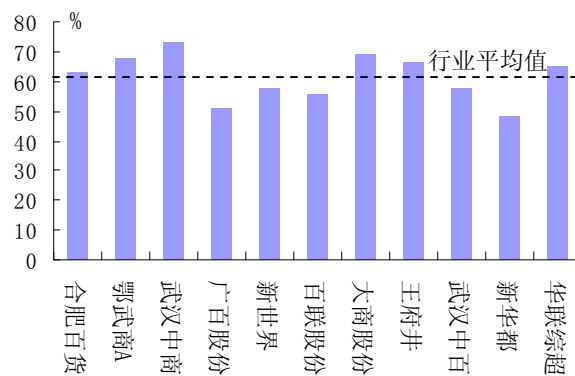


图：公司资产负债率略高于行业可比公司平均水平，但其流动比率呈上升趋势

华联综超资产负债率



可比零售公司资产负债率



数据来源：公司年报、挽德咨询、联合证券整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3396	3727	4053	4528	营业收入	8618	9803	11331	13277
现金	2143	2345	2463	2691	营业成本	6934	7902	9131	10763
应收账款	8	10	11	13	营业税金及附加	62	69	81	95
其他应收款	126	129	154	182	营业费用	1287	1457	1651	1846
预付账款	141	117	143	174	管理费用	164	181	210	246
存货	733	848	961	1090	财务费用	39	12	11	8
其他流动资产	245	279	323	378	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	1817	2045	2259	2462	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	104	104	104	104	投资净收益	22	0	0	0
固定资产	660	837	947	1018	营业利润	155	181	247	320
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	22	0	0	0
其他非流动资产	1054	1104	1209	1340	营业外支出	26	0	0	0
资产总计	5213	5772	6313	6990	利润总额	150	181	247	320
流动负债	3425	3194	3607	4117	所得税	33	40	55	71
短期借款	665	0	0	0	净利润	117	141	193	249
应付账款	1479	1693	1952	2304	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1281	1501	1655	1813	归属母公司净利润	117	141	193	249
非流动负债	24	721	713	708	EBITDA	371	366	459	555
长期借款	13	713	705	700	EPS (元)	0.24	0.29	0.40	0.51
其他非流动负债	11	8	8	8	主要财务比率				
负债合计	3449	3916	4320	4825	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	485	485	485	485	营业收入	16.4%	13.7%	15.6%	17.2%
资本公积	574	574	574	574	营业利润	-46.2%	17.1%	36.4%	29.3%
留存收益	705	798	934	1106	归属于母公司净利润	-42.1%	20.7%	36.4%	29.3%
归属母公司股东权益	1764	1857	1993	2165	获利能力				
负债和股东权益	5213	5772	6313	6990	毛利率(%)	19.5%	19.4%	19.4%	18.9%
现金流量表					净利率(%)	1.4%	1.4%	1.7%	1.9%
单位: 百万元					ROE(%)	6.6%	7.6%	9.7%	11.5%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	15.8%	14.5%	16.7%	19.7%
经营活动现金流	242	479	454	592	偿债能力				
净利润	117	141	193	249	资产负债率(%)	66.2%	67.8%	68.4%	69.0%
折旧摊销	178	173	201	227	净负债比率(%)	19.89%	18.41%	16.50%	14.67%
财务费用	39	12	11	8	流动比率	0.99	1.17	1.12	1.10
投资损失	-22	0	0	0	速动比率	0.78	0.90	0.86	0.84
营运资金变动	-53	148	47	106	营运能力				
其他经营现金流	-16	5	3	2	总资产周转率	1.91	1.78	1.88	2.00
投资活动现金流	-284	-251	-261	-274	应收账款周转率	997	1036	1017	1036
资本支出	561	170	182	194	应付账款周转率	5.05	4.98	5.01	5.06
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	277	-81	-79	-79	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.29	0.40	0.51
筹资活动现金流	962	-26	-75	-90	每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.99	0.94	1.22
短期借款	390	-665	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.64	3.83	4.11	4.47
长期借款	-8	700	-8	-5	估值比率				
普通股增加	112	0	0	0	P/E	33.23	27.52	20.18	15.61
资本公积增加	-112	0	0	0	P/B	2.20	2.09	1.95	1.80
其他筹资现金流	580	-61	-67	-85	EV/EBITDA	6	6	5	4
现金净增加额	919	202	118	228					

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。