

华联综超

600361

增持/ 维持评级

股 价	2009/06/11
RMB8.59	

基础数据

总股本（百万股）	485
流通 A 股（百万股）	386
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）	3160

财务数据

市净率 (X)	2.22
TRACING P/E (X)*	43.67
EPS (元)	0.08
股息率 (%)	1.21

*最近四季盈利计算。

相关研究

减持不造成实质性冲击

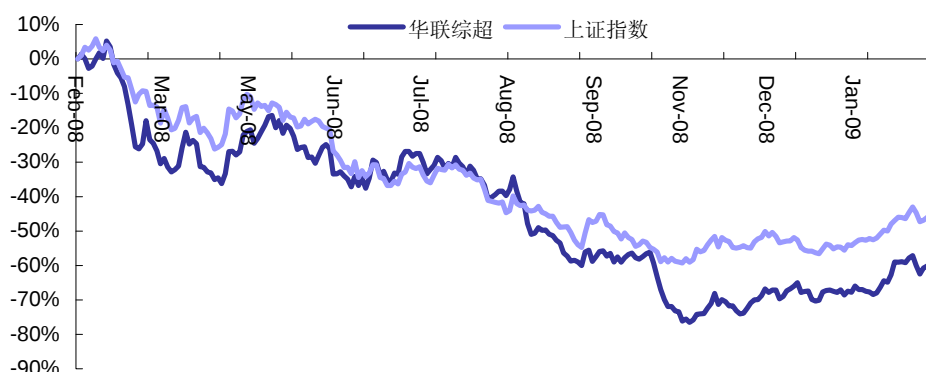
经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8618.5	2612.5	9802.7	11331.1	13276.8
(+/-%)	16.4	8.7	13.7	15.6	17.2
归属母公司净利润(百万元)	117.0	37.5	142.6	192.7	249.1
(+/-%)	-42.1	-40.3	21.9	36.4	29.3
EPS(元)	0.24	0.08	0.29	0.40	0.51
P/E(倍)	35.5	110.8	27.3	20.2	15.6

■ 公司前期采取的全国分散布点的扩张策略导致议价能力下降和物流配送成本高企是公司近年业绩表现的根本原因。但值得庆幸的是，公司从 06 年已经意识到其扩张战略上的缺陷，并开始逐步修补和完善其扩张策略。

■ 目前公司采取是强势区域扩张策略，即在维持其全国全面扩张的前提下，重点巩固和拓展其优势地区的零售网络。公司战略的调整在短期内必将对其业绩造成较大的压力，但我们认为相对于集中区域扩张，优势区域扩张权衡了公司的短期利益和日趋加大的外资竞争压力，从战略上来看更具有前瞻性。目前公司现已在网点覆盖广度上领先其它同类型公司，随着扩张门店逐渐由培育期向成长期转型和宏观经济面好转，其效果有望在 2009 年下半年开始逐渐显现。预计 09-11 年 EPS 为 0.29/0.40/0.52 元。

■ 从 PS 估值角度分析，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



分析师
 吴红光
 +0755-82492069
 wuhg@lhqz.com

华联股份于 2009 年 6 月 5 日至 8 日通过证券交易所的集中竞价交易系统转让了 460.4 万股华联综超股份，占华联综超总股本的 0.95%；于 2009 年 6 月 11 日通过大宗交易系统转让了 1940 万股华联综超股份，占华联综超总股本的 4%。

据华联股份 2009 年第二次临时股东大会决议，华联股份计划共计减持 3,000 万股。目前华联股份已减持 2400.4 万股公司股份，因此在未来 12 个月内还将继续减持 599.5 万股公司股份。此次减持后华联股份将持有公司 3496.9 万股，占总股本的 7.21%。

华联股份此次对公司的减持实质上是为其向华联集团定向增发收购 5 家商业地产公司扫除程序上的障碍。根据华联股份 2008 年 12 月披露的资产重组方案，公司拟以 3.39 元/股的价格向第二大股东华联集团定向发行不超过 2.48 亿股的公司股份，以此收购后者所持有的五家商业物业公司各 100% 的股权，在本次收购完成后，华联集团将以近六成的持股份额成为华联股份控股股东。

若此次增发成功将导致华联集团将直接及间接持有的华联综超股份或超过该公司总股本的 30%，就此触发对华联综超的要约收购义务。而要约收购需报中国证监会审批，这将给华联集团相关收购带来极大变数，甚至可能会影响华联股份的定向增发方案。因此此次华联股份对公司进行减持更多的是为其定向增发成功铺路，而并非由于担心公司未来发展前景进行减持。

另外，此轮减持主要是通过大宗交易系统采取协议转让的方式，并未通过二级市场，因此不会对股价造成实质性的冲击。

表 1：本次减持前后大股东持股情况

股东名称	减持前持有股份		完成减持后持有股份	
	股数（百万股）	占总股本比例	股数（百万股）	占总股本比例
北京华联商厦股份有限公司	64.97	13.4%	34.97	7.21%
北京华联集团投资控股有限公司	110.45	22.78%	110.45	22.78%

数据来源：公司公告

表 2：华联集团对华联股份持股情况

股东名称	增发前持有股份		增发后持有股份	
	股数（百万股）	占总股本比例	股数（百万股）	占股本比例
北京华联集团投资控股有限公司	49.208	19.75%	244.65	59.504%

数据来源：公司公告

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@lhzq.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@lhzq.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。