

新店扭亏+管理效率提升支持公司业绩增长

——华联综超(600361)调研简报

分析师

姚雯琦:

☎(86-755) 83515144

✉ yaowenq@cgws.com

要点:

- 未来两年仍是公司扩张年,公司计划年新增门店 10-15 家,每年新开店所需资本性支出在 2.5 亿-3.7 亿之间。
- 经营策略上,公司逐步退出百货业态,专心综超主业,即可提升综超业务经营效率,也可减少新百货店带来的经营压力。同时,公司从全国布点向重点地区密集发展转变,未来扩张重点将放在北京、江苏、辽宁、广西、内蒙、贵州等公司已形成区域竞争优势的地区。
- 扩张和保持盈利能力并举,公司采取控制新店面积、提高人员使用效率、压缩营运费用等方式降低成本费用。
- 今年公司已发行一期短期融资券,年内有计划再发一期中期债,解决资金问题。
- 预计未来三年公司销售收入增长 13.4%、20.7%、14.9%,净利润为 1.61 亿元、1.91 亿元、2.12 亿元,每股收益 0.332 元、0.393 元和 0.438 元,PE 为 29.4 倍、24.8 倍、22.3 倍。给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示:超市子行业与 CPI 密切相关,目前 CPI 仍维持低位负增长,预计 10 年进入温和通胀阶段,在通胀信号显现前,合理估值与预期明确的超市公司难有超越大盘表现。

投资评级: 谨慎推荐(维持)

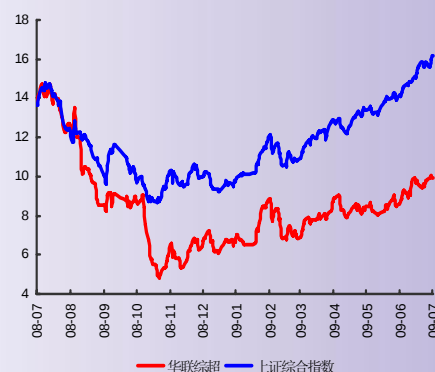
市场数据

总市值(百万元)	3,689
流通市值(百万元)	3,000
总股本(百万股)	484.81
流通股本(百万股)	394.28
12 个月最高/最低	22.80/4.64
十大流通股(%)	35.00%
股东户数	18,658

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	861845	977568	1180218
(+/-%)	16.4%	13.4%	20.7%
净利润(万元)	11701	16099	19057
(+/-%)	-42.1%	37.6%	18.4%
摊薄 EPS	0.241	0.332	0.393

近一年股价表现



相关报告

华联综超年报点评 2009 年 03 月 13 日

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

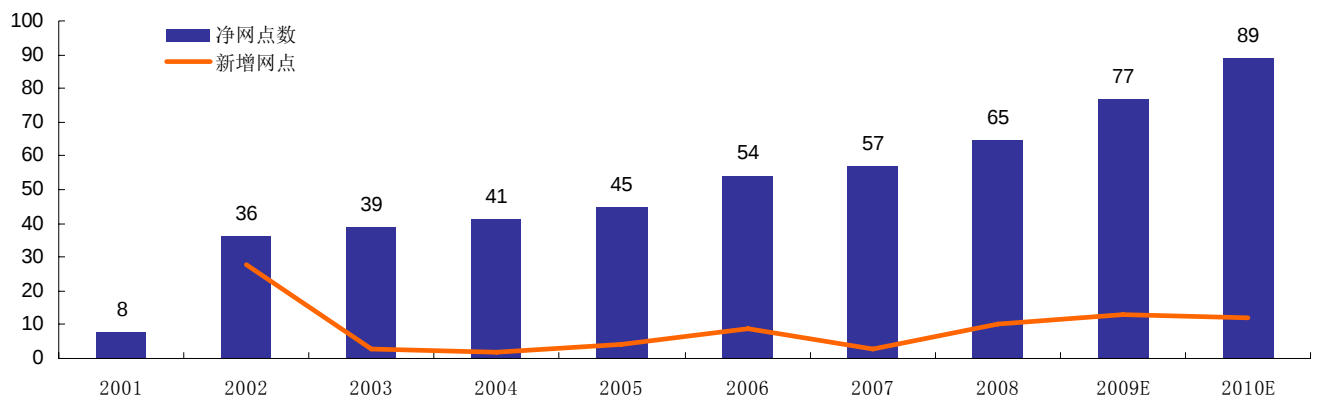


近期，我们调研华联综超，与公司董事会秘书交流，情况如下：

1、未来两年仍为扩张年

公司于 2001 年上市，2005 年以来一直保持平稳扩张，每年新开门店 10 家左右，截至 09 年 6 月管理门店 71 家，经营面积 88 万平米，预计 2009 年-2010 年仍为公司扩张年，年新增门店 10-15 家。和前几年相比，租金原材料成本都有所下降，平均降幅 10%，目前每家新店需投入 2000-3000 万，预计 09、10 年的资本性投资在 25000 万-37500 万之间。

图 1、公司历年网点数



数据来源：长城证券研究所

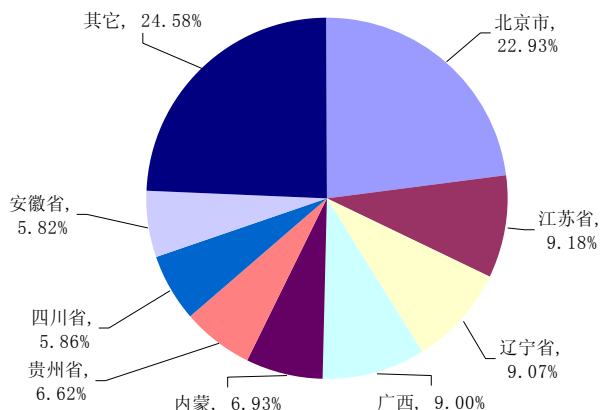
2、退出百货业态，专心综超主业

进入 09 年，为应对经济危机，公司调整门店扩张策略，逐步退出家庭百货业务，专心综合超市主业，北京上地店、北京回龙观店、沈阳昌鑫店、北京阜成门店、北京望京店、沈阳五洲店是公司经营家庭百货业的主要门店，上地店、回龙观店、昌鑫店的经营性资产已在 6 月份让给了关联公司华联股份，五洲店也已整体转租，未来只有阜城门店继续经营百货业务。

3、重点地区加强布点

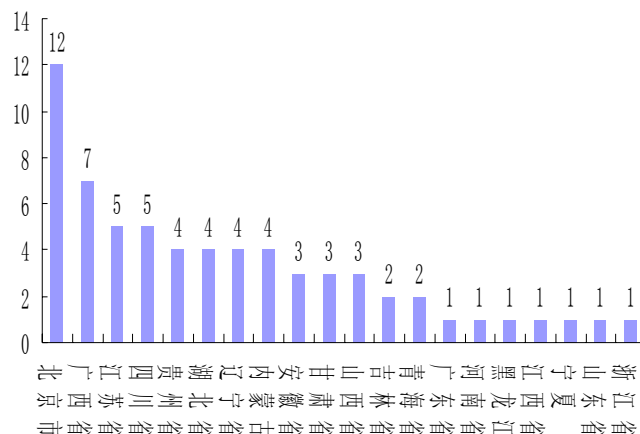
2001 年上市以来，公司持续扩张，在全国范围内进行网点建设，经过多年探索，北京、江苏、辽宁、广西、内蒙、贵州已成为公司具有优势竞争力地区，上述六个地区的销售占公司销售的 63.74%，网点数占公司网点数的 55.38%。未来，公司将继续在北京、广西等地密集布点，扩大在当地的竞争优势。为控制采购风险，公司的采购平台一直使用“全国联采+地区统采+门店自采”的三级联采制度，其中地区统采占到采购总量的 60—70%，通过在重点地区增加网点数量，可以提升公司在地区统采中的谈判能力，从而提高其盈利能力。

图 2、各地销售额占比（2007）



数据来源：公司公告、长城证券研究所

图 3、各地网点数（2007）



数据来源：公司公告、长城证券研究所

4、控制新店面积，缩短培育期

前期公司以开大店为主，平均单店面积 1.2 万平米，为应对金融危机，公司在不减少经营品种的前提下，通过卖场空间管理调整店面陈设，实现压缩经营面积的目的，未来新开店面积将减至 8000 平米，相应减少了租金、水电、装修摊销等与店面大小直接相关的费用。根据测算，若在北京开店，门店面积减少 4000 平米，一年可减少费用 400 万，相应达到盈亏平衡时所需的销售收入减少 2300 万，新店培育期大幅缩短。

表 1：压缩面积带来的费用下降

经营面积	年租金	水电物业管理费	折旧摊销	费用合计	税	毛利率	销售收入
8000	5,256,000.00	1,440,000	1,500,000	8,196,000.00	0.70%	20%	42,466,321.24
12000	7,884,000.00	2,160,000	2,250,000	12,294,000.00	0.70%	20%	63,699,481.87

数据来源：长城证券研究所

5、提高管理效率，压缩费用

未来几年公司仍将大举扩张，为保持适当的盈利，公司要求各下属门店采取措施控制营运费用，目标是将水电、人工、企划、保洁等可变费用降低 5%。2008 年公司工资福利费用为 4.46 亿元，在同一地区合理安排销售人员，使得门店增加而人工成本不变是控制费用的最重要举措。

表 2：运营费用下降获得的收益

销售费用	1,287,447,093.65
+ 管理费用	163,508,162.39
- 租赁费	393,369,400.00
- 固定资产折旧	81,073,074.89
- 长期待摊费用	96,486,148.29
= 营运费用	880,026,632.86



所得税率 25%
实现收益 33,000,998.73
数据来源: 公司公告, 长城证券研究所

6、通过债权融资解决资金问题

未来两年, 公司资本性支出为 5-7 亿, 根据 公司计划, 主要以债权融资方式解决资金来源。2008 年年报显示, 公司资产负债率为 66.17%, 有息负债/总资产为 13.15%, 其中, 以短期融资券方式存在的短期借款 6.65 亿元, 长期借款 1300 万, 债务结构为有息负债比例低, 且以短期负债为主。公司已在 4 月份发行了 6 亿规模的短期融资券, 以替换 08 年发行的短期融资券, 由于发行成本低 4 个百分点, 可为公司节约财务费用 1800 万, 年内公司还计划发行 7 亿公司债, 用于偿还银行贷款、改善债务结构和补充运营资金, 如果采用可转债方式发行, 公司的财务成本还将继续下降。

7、盈利预测

1、08 年公司营业利润 1.55 亿, 比 07 年下降 46.2%, 其中, 上地店亏损 1622 万, 新店合计亏损 5700 万, 在上地店转让以及其他店平稳渡过培育期后, 预计 09 年新店亏损状况将有很大改观。

2、在实行全面成本预算管理后, 09 年公司运营成本将降低 5%, 节约费用 4000 万。

3、公司以较低利率发行短期融资券, 融资成本降低, 但未来若实施债券融资计划, 财务费用有可能升高, 两相抵消。

4、由于新店严格控股规模, 且在招商、招工、装修等方面的计划性更强, 预计开店第一年单店亏损 250 万。

5、新店培育期 1 年, 08 年成熟店单店销售 1.2 亿。

6、未来三年公司净新增门店 12、12、8 家。

基于上述假设, 预计未来三年公司销售收入增长 13.4%、20.7%、14.9%, 净利润为 1.61 亿元、1.91 亿元、2.12 亿元, 每股收益 0.332 元、0.393 元和 0.438 元, PE 为 29.4 倍、24.8 倍、22.3 倍。给予公司“谨慎推荐”评级。

8、风险提示

超市子行业与 CPI 密切相关, 目前 CPI 仍维持低位负增长, 预计 10 年进入温和通胀阶段, 在通胀信号显现前, 合理估值与预期明确的超市公司难有超越大盘表现。



附：盈利预测表

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	861845	977568	1180218	1356211	成长性				
营业成本	693414	786942	952436	1098531	营业收入增长	16.4%	13.4%	20.7%	14.9%
销售费用	128745	146032	176304	202594	营业成本增长	17.9%	13.5%	21.0%	15.3%
管理费用	16351	12351	12351	12351	营业利润增长	-46.2%	38.6%	18.4%	11.4%
财务费用	3856	3935	5456	4933	利润总额增长	-47.5%	42.8%	18.4%	11.4%
投资净收益	2158	0	0	0	净利润增长	-42.1%	37.6%	18.4%	11.4%
营业利润	15492	21465	25410	28308	盈利能力				
营业外收支	-465	0	0	0	毛利率	19.5%	19.5%	19.3%	19.0%
利润总额	15027	21465	25410	28308	销售净利率	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
所得税	3327	5366	6352	7077	ROE	6.6%	8.4%	9.0%	9.1%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	10.5%	16.1%	18.9%	21.1%
净利润	11701	16099	19057	21231	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
流动资产	339573	379147	518713	595422	管理费用/营业收入	1.9%	1.3%	1.0%	0.9%
货币资金	214301	236892	346671	397212	财务费用/营业收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%
应收帐款	764	978	1180	1356	投资收益/营业利润	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	73281	83166	100655	116095	应收帐款周转率	989.58	906.08	930.61	933.27
非流动资产	181748	189989	204107	205593	存货周转率	8.86	8.56	8.79	8.72
固定资产	95045	115471	141773	155443	流动资产周转率	2.40	2.18	2.12	#REF!
资产总计	521321	569137	722820	801014	总资产周转率	1.58	1.51	1.55	#REF!
流动负债	342505	374222	438848	495811	偿债能力				
短期借款	66500	66500	66500	66500	资产负债率	66.2%	66.2%	70.7%	70.9%
应付款项	147920	167871	203175	234340	流动比率	0.99	1.01	1.18	1.20
非流动负债	2427	2427	72427	72427	速动比率	0.78	0.79	0.95	0.97
长期借款	1300	1300	71300	71300	每股指标（元）				
负债合计	344932	376650	511275	568239	EPS	0.241	0.332	0.393	0.438
股东权益	176388	192487	211544	232776	每股净资产	3.64	3.97	4.36	4.80
股本	48481	48481	48481	48481	每股经营现金流	0.50	1.09	1.63	1.65
留存收益	127907	144006	163064	184295	每股经营现金/EPS	2.1	3.3	4.1	3.8
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	521321	569137	722820	801014	PE	40.4	29.4	24.8	22.3
现金流量表（万元）					PEG	1.84	1.98	2.17	-
经营活动现金流	24175	52755	78882	80047	PB	2.7	2.5	2.2	2.0
其中营运资本减少	56539	14733	34839	30796	EV/EBITDA	15.51	11.44	10.95	9.98
投资活动现金流	-28409	-30165	-39103	-29505	EV/SALES	0.63	0.55	0.52	0.45
其中资本支出	-56062	-30165	-39103	-29505	EV/IC	4.69	4.45	4.96	5.40
融资活动现金流	96156	0	70000	0	ROIC/WACC	1.33	2.04	2.40	2.68
净现金总变化	91923	22590	109779	50541	REP	3.52	2.18	2.07	2.01

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。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的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
		说明
		预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
		预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
		预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
		预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
		预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
		预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
		预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
		预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>