



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 12 月 16 日

零售行业

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

中性

华联综超(600361.CH)

收购小幅增厚盈利，业绩反转仍待观察

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,402	8,618	9,315	10,903	12,930
(+/-%)	14.4%	16.4%	8.1%	17.0%	18.6%
净利润	202	117	90	148	188
(+/-%)	21.8%	-42.1%	-23.4%	64.7%	27.3%
经营性净利润	199	103	90	148	188
(+/-%)	21.5%	-48.4%	-12.8%	64.7%	27.3%
每股收益	0.42	0.24	0.18	0.30	0.39
每股经营性收益	0.41	0.21	0.18	0.30	0.39
市盈率(倍)	24.0	41.5	54.2	32.9	25.9
每股经营现金流	1.11	0.50	0.51	0.78	1.04
市净率(倍)	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4
股价/经营现金	9.0	20.1	19.7	12.9	9.6
净资产收益率(%)	12.8%	6.9%	5.0%	7.9%	9.6%
股息收益率(%)	0.0%	1.0%	0.8%	1.3%	1.6%

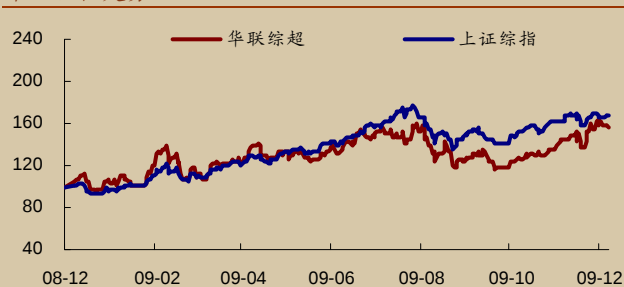
股票信息

当前股价	人民币 10.02
股票代码	600361.CH
日成交量(百万股)	12.33
总市值(百万元)	4858
52周最高价/最低价	人民币 10.74 / 6.03
发行股数(百万股)	485
其中:流通股(百万股)	310
主要股东(持股比例)	北京华联集团投资控股有限公司 (22.78%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
华联综超	-4.5	8.2	19.3	62.7
上证综指	-0.7	2.7	7.9	79.8
零售指数	-0.1	6.8	24.4	98.5

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

- 公司公告收购集团北京安贞和河南郑州二七广场店超市资产, 合计金额 1.1 亿元, 收购市盈率约 16 倍。
- 4 季度预计新开门店 4-5 家, 全年新店数 13 家左右, 同时对 3 家老店进行了一定翻修改造, 会带来一定费用上升; 但是, 公司同店增长从 10 月以来已转正至 3% 左右水平, 销售增长趋势逐步向好。

评论:

- 收购门店增厚 2010 年盈利 5% 左右。两家超市 10 年有望实现净利润 800 万元左右, 其中安贞店后续面积存在拓宽可能性。目前集团还有 2-3 家托管超市门店, 因此上市公司可收购的集团资产已不多。
- 4 季度同店增速转正符合预期, 但新店扩展和翻修费用仍将使业绩面临一定压力。公司同店增长已从上半年-2% 转至+3% 左右, 后续销售提升对业绩拉动将会逐步得以体现。但是, 4-5 家新店和老店翻修仍将使其单季盈利达到市场 4000-4500 万净利润预期面临压力。
- 2010 年展望: 保持较快开店速度, 同店销售提升和新店减亏值得关注。公司计划明年新开店 10-15 家, 基本和 09 年持平。我们预计明年公司同店增速有望达到 5% 左右的水平, 同时新店减亏也能使其盈利获得一定提升。
- 业绩趋势初判: 2009 筑底, 2010 有望逐步恢复, 但幅度仍需观察。我们认为, 明年下半年业绩较明显好转的机率较大, 而 2 季度(相对单季)是检验业绩回暖幅度的重要时点。如果其单季能实现 3000-4000 万元左右净利润, 则说明业绩已趋于稳定。

估值与建议:

在前期通胀预期相关行业报告中我们对超市板块的投资机会进行了提示, 若在该子行业进行配置, 武汉中百和华联综超相对具备较好的投资价值。

目前来看综超 10 年市盈率 33x, 年初以来滞涨、近期通胀预期上升、2010 年业绩回暖的预期均使其在技术面上有一定补涨要求。但是, 我们认为公司短期业绩仍可能有波动性风险, 同时其性价比比较我们重点推荐的百货公司和天音控股仍显逊色, 因此暂时维持“中性”评级。

收购集团两家超市资产概况

公司公告收购集团北京安贞和河南郑州二七广场店超市相关资产（安贞店含停车场，后续存在超市面积拓宽可能性），收购价格分别为 10,080 万元和 1,105 万元。

2008 年这两家超市所在的子公司分别实现净利润 131 万元和 335 万元，我们估计超市业务的净利润分别在 500 万元和 200 万元左右（其他业务存在业绩拖累），按超市盈利测算对应的收购市盈率在 16 倍，价格并不贵。

近期经营情况更新

- **新开门店。**公司 4 季度以来新开门店 2 家(大悦城、贵州安顺)，预计 12 月中下旬将继续新增 2-3 家，分别为银川石嘴山店、梧州二店和遵义二店(月底)，全年新门店总数在 13 家左右。

图表 1：公司新开门店概况

名称	开业时间	总面积 (㎡)
北京蓝色港湾	2009.1.15	4032
保定大慈阁	2009.1.1	18600
南京水游城	2009.3.28	2597
沈阳昌鑫店	2009.1.15	44531
武汉大唐新都	2009.4.28	17230
重庆江北	2009.4.22	14380
来福士	2009.7.28	1360
西直门西环广场	2009.9.26	10198
大悦城	2009.10	n.a.
贵州安顺	2009.11.18	10000
银川石嘴山	2009.12	n.a.
梧州二店	(预计)	n.a.
遵义二店		n.a.

资料来源：公司资讯，中金公司研究部

- **部分门店进行翻修。**公司对北京地区的广安门(关店)、学院路店(关店)、五道口进行改造，会带来一定费用上升。
- **同店销售开始转正。**同店增长从 10 月以来已转正至 +3% 左右的水平，较上半年 -2% 左右的水平已经有所回升，销售呈现出一定的回暖趋势。

2010 年门店拓展计划

- 推进重点市场加密布点策略，北京仍是发展的重点，其他优势地区，如西南、西北和华南将继续寻找相应拓展机会。
- 全年保持较快的开店速度，预计在 10-15 家的水平，基本和 2009 年持平。
- 新开门店主力为 10,000 平方米左右的大型综合超市，将不会再直接经营购物中心，因此单店培育期亏损有望得以一定的控制。

盈利预测：2009 筑底，2010 有望逐步恢复，但幅度仍需观察

我们认为，公司 2009 年是业绩的底部，主要原因有：

- 食品价格下降使公司上半年同店销售同比下降 2% 左右，至 10 月刚刚转正；
- 2007 年以后门店扩张加速，新店亏损直接吞噬了公司的业绩。明年新门店数量和 2009 年基本持平，历史上新门店的减亏有望带来一定的盈利提升。
- 公司 2009 年上半年向华联股份出售北京上地店、回龙观店和沈阳昌鑫店三家老店并返租超市面积经营，因此老店亏损有望下降。

我们预计，公司明年业绩有望逐步恢复，但是幅度仍有待观察，尤其是考虑到公司今后 2 年开店速度仍会较快（参见盈利预测假设）：

- **销售层面：**明年同店增速能够达到 5% 左右的水平，同时外生性扩张也有望贡献 10% 以上的销售增长，因此合计销售增长有望达到 17%。
- **净利润层面：**我们预计公司老店净利润能够增长 12%（有一定低基数效应），新店亏损仍然对业绩造成压力，但有望减少。两家收购超市 10 年有望实现净利润 800 万元左右，其中安贞店后续面积存在拓宽可能性，合计对净利润增厚 5% 左右。
- **业绩分布层面：**我们认为公司明年下半年出现好转的机率较大，但是上半年仍可能出现一定的波动性。相对而言，2 季度（相对单季）是检验公司业绩回暖幅度的重要时点，若能实现 3000-4000 万元左右净利润，则说明业绩已趋于稳定。

估值与建议：

在前期通胀预期相关行业报告中我们对超市板块的投资机会进行了提示，相关公司中武汉中百和华联综超值得关注。目前，综超 10 年市盈率 33x，处于 A 股超市板块居中水平。年初以来滞涨、近期通胀预期上升、2010 年业绩走出底部的预期均使其在技术面上有一定补涨要求。

我们认为，公司经营已呈现回暖趋势，但短期业绩(10 年上半年)仍可能有一定波动性风险，暂时维持“中性”评级。若单季盈利趋稳，将带来相应上调机会，我们会作持续跟踪。

图表 2: 盈利预测及其主要假设

百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,470	7,402	8,618	9,315	10,903	12,930
同比增长	22.1%	14.4%	16.4%	8.1%	17.0%	18.6%
净利润	166	199	103	90	148	188
同比增长	27.2%	19.8%	-48.4%	-12.8%	64.7%	27.3%
原有门店(截至06年)	133	164	208	196	227	260
同比增长	30.5%	23.3%	26.5%	-6.0%	12.0%	10.0%
06-07年新开门店	-	4	5	7	9	11
08年翻修/新开门店/新公司等			-111	-16	33	50
门店翻修/关店			(39)	15	18	20
阜城门商厦(含总部费用)		18	(18)	10	12	14
金宇店、合肥金寨、杭州店(关店)		13	(21)	5	6	6
新开门店			(46)	(23)	9	23
北京五道口店			-17	-10	-3	3
重庆沙坪坝店			-6	-5	0	0
北京上地店(2009年中向华联股份返租超市面积)			-16	-10	0	3
广西贵港华隆店			0	2	3	4
广西贵港九龙城店			0	1	2	2
遂宁金海店			-3	-2	1	2
甘肃酒泉店			-3	-2	0	2
玉林盛业店			0	1	2	2
北京欧陆广场店			-2	0	2	3
南宁荣宝华店			1	2	3	3
其他(联合创新国际商业咨询等)			(11)	0	6	7
09年新开门店(13家)+翻修(3家)				-97	-33	12
保定大慈阁				-13	-5	2
蓝色港湾				-2	1	3
沈阳昌鑫店				-19	-3	-
南京水游城				-6	-	1
重庆江北				-3	-	1
武汉大唐新都				-6	-6	-
下半年新店(7家)						
来福士、西直门西环广场、大悦城、贵州安顺、银川石嘴山、梧州二店、遵义二店				-40	-20	5
翻修(广安门、学院路、五道口)				-8	-	-
10年新开门店(10-15家)+翻修(3家)					-96	-35
北京安贞和河南郑州二七广场店				7	8	10
11年新开门店(15家)+翻修(3家)						-120

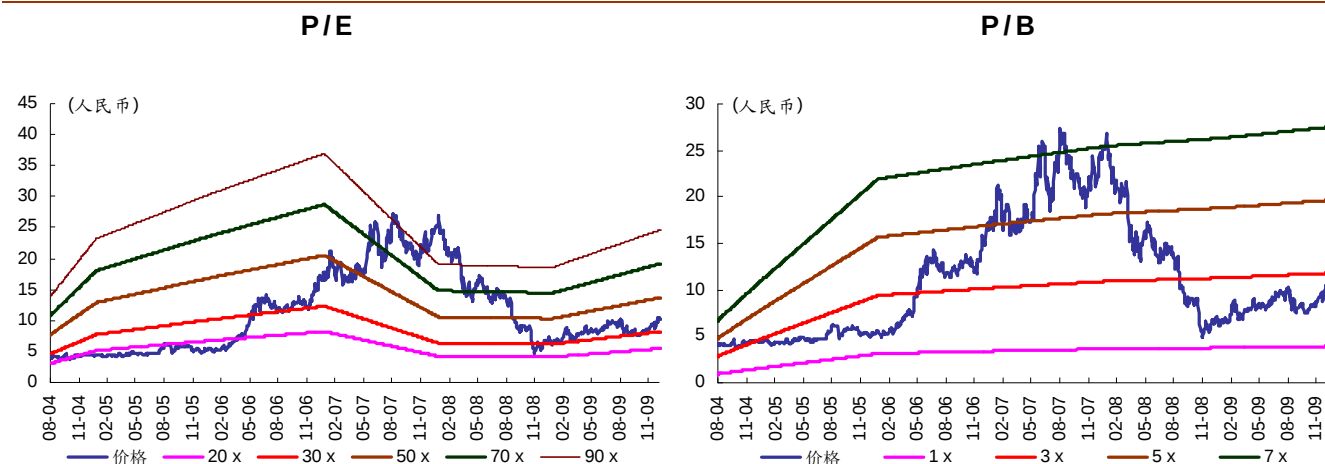
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	市净率	股价/经营现金流	PEG		
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E					2010E	2011E
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	14.28	40,077	950	12.1%	1148	20.7%	1440	25.5%	0.38	0.48	0.61	37.1	30.0	23.3	23.1%	8.9	25.7	1.3
	825 .HK	新世界	7.39	12,461	498	7.7%	573	15.0%	690	20.4%	0.30	0.34	0.40	25.0	21.7	18.6	17.7%	2.8	13.8	1.2
	600694.CH	大商股份	40.67	11,946	0	-	302	-	500	65.6%	0.00	1.03	1.35	-	39.6	30.1	-	3.8	7.7	-
	600859.CH	王府井	36.31	14,269	367	6.7%	465	26.7%	591	27.0%	0.93	1.18	1.50	38.9	30.7	24.2	26.9%	6.1	17.2	1.1
高档定位	000987.CH	广州友谊	27.63	9,918	293	14.1%	367	25.1%	452	23.1%	0.82	1.02	1.26	33.8	27.0	22.0	24.1%	7.7	23.8	1.1
区域型	600631.CH	百联股份	17.41	19,169	386	8.2%	496	28.6%	615	24.0%	0.35	0.45	0.56	49.7	38.6	31.2	26.2%	3.3	12.6	1.5
	600628.CH	上海新世界	14.15	7,525	175	7.4%	217	24.0%	260	20.0%	0.33	0.41	0.49	43.0	34.7	28.9	22.0%	4.4	13.1	1.6
	000417.CH	合肥百货	13.97	6,702	180	49.7%	221	22.8%	290	31.2%	0.38	0.46	0.57	37.2	30.3	24.3	26.9%	7.0	9.8	1.1
	000417.CH	合肥百货(考虑增发)	13.97	6,702	180	49.7%	263	46.1%	334	27.0%	0.32	0.46	0.61	44.2	30.3	22.8	36.2%	7.0	9.8	0.8
	1212.HK	利福国际	14.30	23,933	856	-10.6%	996	16.4%	1166	17.1%	0.51	0.60	0.70	27.9	23.9	20.5	16.7%	4.3	15.0	1.4
	1833.HK	银泰百货	7.50	13,127	314	15.4%	423	34.7%	540	27.7%	0.20	0.28	0.38	36.8	26.7	19.9	31.1%	3.2	17.6	0.9
	3308.HK	金鹰商贸	16.50	31,984	622	29.6%	800	28.6%	1040	30.0%	0.36	0.48	0.65	45.3	34.4	25.2	29.3%	11.2	24.2	1.2
	600858.CH	银座股份	25.39	5,969	200	46.5%	256	28.0%	325	27.0%	0.63	0.81	1.38	40.0	31.2	18.4	27.5%	4.1	24.4	1.1
	600697.CH	欧亚集团	24.16	3,844	118	10.9%	148	25.4%	186	26.0%	0.74	0.93	1.17	32.6	26.0	20.6	25.7%	4.5	19.3	1.0
	600693.CH	东百集团	11.79	4,047	110	11.1%	136	23.6%	172	26.5%	0.32	0.40	0.50	36.8	29.8	23.5	25.0%	4.4	18.3	1.2
	600785.CH	新华百货	28.86	4,989	178	64.7%	205	15.2%	252	22.9%	1.03	1.19	1.46	28.0	25.0	19.8	19.0%	6.1	9.7	1.3
	600729.CH	重庆百货	39.79	8,117	440	-	518	17.7%	622	20.0%	1.15	1.35	1.62	34.7	29.4	24.5	18.9%	8.4	17.9	1.6
金饰	002187.CH	广百股份	31.67	5,067	153	7.7%	192	25.5%	238	24.0%	0.96	1.20	1.49	33.1	26.4	21.3	24.7%	4.9	-	1.1
	000501.CH	鄂武商	14.56	7,386	218	20.8%	262	20.2%	328	25.2%	0.43	0.52	0.65	33.9	28.2	22.5	22.7%	4.9	9.6	1.2
	600828.CH	成商集团	24.44	4,965	124	21.6%	157	26.6%	198	26.1%	0.61	0.77	0.97	40.0	31.6	25.1	26.4%	9.3	26.1	1.2
	002277.CH	家润多	34.27	6,648	147	22.7%	182	23.5%	223	22.5%	0.76	0.94	1.15	45.1	36.5	29.8	23.0%	4.4	26.4	1.6
	600612.CH	老凤祥	26.82	9,036	190	170.9%	285	50.0%	345	21.1%	0.56	0.85	1.02	47.6	31.7	26.2	34.8%	4.5	22.2	0.9
	600655.CH	豫园商城	28.01	22,366	500	52.2%	630	26.0%	773	22.7%	0.63	0.79	0.97	44.7	35.5	28.9	24.3%	5.3	20.6	1.5
商业地产开发																				
	000882.CH	华联股份	8.83	4,361	103	104.8%	117	14.1%	166	41.3%	0.21	0.24	0.34	42.4	37.2	26.3	27.0%	2.8	26.1	1.4
	600415.CH	小商品城	43.60	29,665	850	39.7%	1121	31.9%	1433	27.8%	1.25	1.65	2.11	34.9	26.5	20.7	29.8%	3.4	7.5	0.9
超市类公司																				
大型综合超市	600361.CH	华联综超	10.02	4,858	90	-23.4%	148	64.7%	188	27.3%	0.18	0.30	0.39	54.2	32.9	25.9	44.8%	2.7	19.7	0.7
	000759.CH	武汉中百	12.78	7,163	200	16.3%	247	23.5%	312	26.3%	0.29	0.36	0.46	43.7	35.4	28.0	24.9%	4.1	15.4	1.4
	002251.CH	步步高	26.99	7,297	188	15.5%	225	19.7%	286	27.1%	0.70	0.83	1.06	38.8	32.4	25.5	23.3%	4.9	22.1	1.4
	002264.CH	新华都	34.40	3,677	80	22.7%	101	26.3%	132	30.7%	0.75	0.94	1.24	46.0	36.4	27.9	28.5%	6.0	18.0	1.3
	814.HK	京客隆	6.59	2,716	158	0.5%	185	17.2%	218	18.0%	0.43	0.52	0.67	15.2	12.6	9.8	17.6%	1.7	12.9	0.7
	980.HK	联华超市	20.75	12,907	429	10.5%	507	18.0%	596	17.7%	0.78	0.95	1.17	26.5	21.9	17.8	17.8%	3.7	6.5	1.2
	8277.HK	物美集团	13.02	15,889	438	21.2%	551	25.8%	695	26.1%	0.4	0.5	0.6	31.9	24.8	22.9	26.0%	5.5	20.6	1.0
家电及电子消费品																				
	493.HK	国美电器	2.87	43,209	1,400	-24.0%	1,597	14.0%	1,844	15.5%	0.09	0.10	0.15	32.3	27.7	19.2	14.8%	4.2	13.6	1.9
	002024.CH	苏宁电器	20.05	89,955	2786	28.4%	3419	22.7%	4255	24.4%	0.59	0.73	0.95	33.7	27.5	21.1	23.6%	7.6	25.7	1.2
手机分销	000829.CH	天音控股	11.23	10,634	178	28.5%	442	147.6%	682	54.5%	0.19	0.47	0.72	59.6	24.1	15.6	95.6%	6.4	17.1	0.3

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 4：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5: 2009 年季度业绩分析

百万元	1Q08A	2Q08A	3Q08A	1-3Q08A	4Q08A	2008A	1Q09A	2Q09A	3Q09A	1-3Q09A	3Q(+/-%)	1-3Q(+/-%)	CICC 简评
营业收入	2,403	1,917	2,141	6,461	2,157	8,618	2,612	2,072	2,221	6,906	3.7%	6.9%	年中向华联股份出售北京上地店、回龙观店和沈阳昌鑫店三家大店并返租超市面积经营，因此同比销售增速有所放缓
营业成本	(1,947)	(1,509)	(1,721)	(5,177)	(1,757)	(6,934)	(2,094)	(1,632)	(1,806)	(5,531)	4.9%	6.8%	
毛利	456	408	420	1,284	401	1,684	519	441	415	1,375	-1.2%	7.1%	
营业税金及附加	(17)	(15)	(16)	(48)	(13)	(62)	(23)	(15)	(15)	(53)	-7.7%	10.8%	
营业费用	(306)	(302)	(355)	(963)	(325)	(1,287)	(390)	(346)	(346)	(1,082)	-2.6%	12.4%	新店带来费用依旧高企
管理费用	(32)	(44)	(41)	(117)	(47)	(164)	(44)	(38)	(35)	(117)	-15.0%	0.4%	
财务费用	(18)	(7)	(14)	(39)	0	(39)	(13)	(14)	(14)	(41)	5.7%	5.1%	
资产减值损失	(1)	(3)	1	(3)	4	0	(1)	(2)	(2)	(4)	-374.5%	35.1%	
投资收益	22	0	0	22	(0)	22	0	0	3	3	-	-85.1%	
营业利润	103	37	(5)	135	20	155	47	26	7	80	236.8%	-41.0%	08年终止购买安徽和平店房产并将其退还出让方而因此产生收益
营业外收入	2	3	13	18	4	22	2	2	2	6	-83.8%	-67.3%	
营业外支出	(21)	(1)	(0)	(23)	(4)	(26)	(1)	(3)	(2)	(5)	231.3%	-76.1%	
税前利润	84	39	8	131	20	150	49	25	7	80	-9.2%	-38.5%	
所得税	(21)	(1)	(4)	(27)	(7)	(33)	(11)	(9)	(0)	(20)	-96.9%	-25.4%	
有效税率	25.0%	3.3%	56.9%	20.4%	33.5%	22.1%	22.9%	35.2%	2.0%	24.8%	-55.0%	4.4%	
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-	
净利润	63	38	3	104	13	117	37	16	7	60	106.6%	-41.9%	净利润表现不理想，但是同店销售有所回暖，加之4季度为行业旺季，单季盈利有望好转，不过仍需密切关注新店的经营情况。
经营性净利润	61	36	(5)	91	11	103	36	17	4	57	170.9%	-38.1%	
摊薄每股收益	0.13	0.08	0.01	0.21	0.03	0.24	0.08	0.03	0.01	0.12	106.6%	-41.9%	
毛利率	19.0%	21.3%	19.6%	19.9%	18.6%	19.5%	19.9%	21.3%	18.7%	19.9%	-0.9%	0.0%	
营业费用率	12.8%	15.7%	16.6%	14.9%	15.0%	14.9%	14.9%	16.7%	15.6%	15.7%	-1.0%	0.8%	受促销影响，同时中期开始公司出售大店使得毛利率较高的出租收益也随之减少。
管理费用率	1.3%	2.3%	1.9%	1.8%	2.2%	1.9%	1.7%	1.8%	1.6%	1.7%	-0.3%	-0.1%	
营业利润率	4.3%	1.9%	-0.2%	2.1%	0.9%	1.8%	1.8%	1.3%	0.3%	1.2%	0.5%	-0.9%	
净利率	2.6%	2.0%	0.2%	1.6%	0.6%	1.4%	1.4%	0.8%	0.3%	0.9%	0.2%	-0.7%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。