



东兴证券
DONGXING SECURITIES

厚积薄发的价值型超市领军

——华联综超（600361）调研快报

2010年3月3日

推荐/首次

零售行业

调研快报

高坤 零售行业分析师

010-66507320

执业证书编号：S1480109110910

事件：

3月2日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司的经营情况和业务方向与公司董秘进行了交流。

问题 1：公司未来外延扩张的战略如何，具体的模式及业态取向？

公司 08-09 年处于快速成长期，新开门店较多，加上金融危机的外部冲击使得业绩出现了明显的下滑。但积极布局全国，重点发展区域的战略方向不会改变，今后两年仍将延续之前高速增长的外延态势，并同时重点发展北京、贵州、宁夏、安徽等省份的市场。具体而言，从扩张模式来看，坚持全部自主经营，暂时没有加盟发展的意向；从业态选择来看，几千平米中小型的精品、生活化超市将成为主导，购物中心的内置式超市也将相应发展，经营面积基本不超过 12000 平米；从扩张渠道来看，租赁及自有物业将并行发展。结合业态的取向，与关联公司华联股份的商业地产业务合作式发展，租赁期物业下属资产，会成为一个相对优越的外延渠道。

问题 2：农超对接的大背景下，公司主营的超市业务如何均衡与产业链上游的关系？

公司目前正在积极探索若干产品的上游一体化项目，如黄山地区的有机茶饮料等。虽然自采比列不大，但随着健康消费理念的逐步渗透，有机、绿色食品已经成为今后超市生鲜类商品发展的主要趋势，这一方面要求公司加强自采标的物研究的投入力度，另一方面借鉴公司之前在饼干及枣类等食品销售方面的成功经验，跨过渠道商，直接与农户、合作社、基地等以各种合作形式的上游渗透成为必然。无论是完全纵向上游一体化还是一般意义上的战略投资，随着公司规模效应的不断释放及品牌影响力的扩大，形式多样的合作方式都将使公司对上游的议价能力得到强化。

问题 3：公司大力投资的创新中心如何取转化成下游消费需求带来的实际利润？

新投入两个多亿的创新中心5月18日开业，后续还有较大投入，主要进行进行的品类管理研究、消费者购买行为等项目的研究，如品类研究室，购物者实验室，实验卖场，信息系统，会员管理等。其成果运用效果将在以后年度逐步在门店中得到体现，但目前尚处于经费投入阶段。每年1000-2000多万的摊销费用对业绩构成一定压力，但目前公司正争取将创新中心的物业通过向集团租赁的方式获得，从而减少相关的开支费用。

问题 4：公司一直注重精细化的内涵发展，最新的措施及动态有哪些？

一、加强空间管理，充分利用货架，增加堆头和端架的比例；通过对价格敏感商品匹配度的提高使得货架空间效应最大化。

二、由于非食品类商品面临网购迅猛发展的威胁，公司的业务结构调整成以生鲜食品为核心竞争力，加快发展物流配送中心的战略方向。公司采用“全国联采—地区统采—门店直采”的三级采购体系建设，先重点发展北京地位的物流配送中心，利用生鲜产品的比例带动整个门店的客流和客单价。

三、加大对购物卡的灵活度和销售力度，从而增加公司的现金流量。

结论：

1、外延步伐带来“扬长避短”的投资价值。根据公司 07-08 年的扩张速度来看，公司未来几年仍将保持每年 10 家左右的外延发展，这将较大程度上制约公司短期业绩的突破。公司目前 08 年共新开店 5 家，同期利润总额同比增速已由 07 年 23.9% 的正增长，逆转直下为 47.49% 的负增长。新门店的培育期平均为 1.5 年，虽然这批门店有望在今年上半年全线扭亏，但 09 年更大幅度的开店比例又为利润增速蒙上了一层寒霜，从季度数据来看，09 年整体利润增速虽然仍为负值，整体上还是呈现了缓慢回升的态势。

在中国，实现真正意义上的全国连锁经营的屈指可数，新上市的人人乐以及港股联华超市、物美超市等都在外资大举进军国内的二三线超市的高调扩张战略下，略显单薄。依靠自身规模发展，从而获得上游采购、中游物流、下游品牌需求的全产业链规模衍生优势是这些外资零售巨头的成功之所在，先入为主的优势让内资超市面临较少的生存空间。公司布局全国、发展重点城市的小型化扩张战略，一方面兼顾了超市发展所需的规模经济，另一方面又同时避开了外资超市已有优势的业态的同质竞争，以精品、生活化超市为主的清晰扩张战略和短期的业绩低谷，正为长期投资带来了良好的机遇。

2、领军产业前沿、深耕细作的成长态势明确。公司为了平滑门店扩张带来的业绩损耗，进行了一系列内部管控及业务配套措施，无论从费用控制来看还是从经营效率来看都略显成效：07 年以来公司的财务费用在新店数量递增的态势下水涨船高，但相应时期的管理费用却节节下降；此外，虽然新门店铺货数量的增加一定程度上降低了公司存货周转的速度，但年均 12.57 的存货周转率仍位居可比超市类上市公司之首。

公司前期对致力消费者倾向、行为、习惯的研究投入，不但出于对缩短培育期的考虑，也同时为超市细分业态的差异化定位提供了充分的前期论证和实验，短期资本摊销对业绩的暂时影响难以一蹴而就转化为利润的增长，随着前端研发与后端消费市场的有效连接，公司将成为联系前、后两端的平台，业绩将逐渐释放，并最终实现超越收入增速的质变。

3、集团公司旗下优质资产的示范关联效应与公司主业相得益彰。经过 09 年内与华联股份(000882)的资产整合，大股东北京华联集团对公司的定位已经明确。华联股份专注于商业地产和购物中心业务，而公司的定位是专注于综合超市业务。而恰恰是如此明晰的定位，使得公司在快速成长过程中节省了一定的物业搜寻时间和洽谈等前期成本，通过内置华联股份购物中心的主要合作方式实现两者的共赢发展。

集团与台湾新光三越百货公司双方各持 50% 股份成立的新光天地，造就了零售行业当年盈利的奇迹，新光百货的众多高端品牌和进口食品在北京其他中高端百货商场内也零星可见，但门店较强的管理能力和体验型的建筑设计成为其重要的集客优势。同属集团下的华联综超 BHG 高端超市，面临前有堵截（外资高端超市的风生水起）、后有追兵（精品专卖店、网购渠道对非食品销售冲击）的两难行业背景下，通过专业化的国际自采以及对生鲜有机产品的特色化经营成为其突出重围的关键，然而无论是国际化品牌的采选还是对管理要求较高的生鲜经营，正与新光百货管理及品牌的优势形成了对接，一定程度上形成了集团向上市公司注入无形资产的变相之举。

4、盈利预测与投资评级。我们预计华联综超 2009—2011 年 EPS 分别为 0.21 元、0.33 元、0.45 元，对应的市盈率分别是 46.9、29.85 和 21.89。公司短期业绩虽然承受一定压力，但此时的厚积是为了彼时的薄

发。同时，考虑到 CPI 上行趋势逐渐清晰带来的内涵增长以及公司作为北京国资委旗下的优质商业资源，具有一定的重组预期，我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

风险提示：主要是 CPI 低于预期以及宏观消费环境变化对公司内涵发展带来压力，从而无法平滑外延发展的业绩负作用。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。