

2010-04-09

批发和零售贸易/超级市场零售

公司研究 / 更新报告

华联综超 (600361)

业绩低于预期 拐点仍需等待

增持/ 维持评级

股价: RMB10.14

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号: S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

联系人

李珊珊

+755-82364411 liss@lhqz.com

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhqz.com

相关研究

《期待拐点出现》-2009/09/26

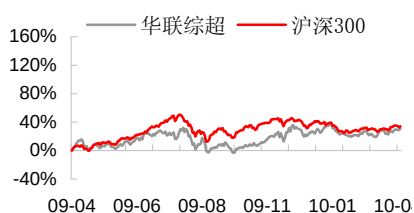
《蓄势待发 重拳出击》-2009/04/21

基础数据

总股本(百万股)	485
流通A股(百万股)	485
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)	4916

- 公司 09 年全年实现营业收入 92.57 亿元, 同比增长 7.41%; 归属母公司净利润 6078 万元, 折合 EPS0.13 元/股, 同比减少 43.46%。其中 4 季度实现收入 23.5 亿元, 同比增长 9%; 归属母公司净利润 37.82 万元, 同比下降 97%, 业绩低于我们预期。
- 4 季度净利润同比大幅下滑是导致公司业绩低于预期的主要原因。4 季度业绩下降的主要原因在于: 1、4 季度销售毛利率为 17.86%, 同比下降 4.99%, 主要是出售北京上地店、回龙观店和沈阳昌鑫店非超市业务使得毛利率较高的转租业务收入减少导致。2、由于存款利息收入的减少, 4 季度财务费用大幅增加至 1266 万元, 同比增长 11271.6%。3、公司 09 年新开 11 家门店, 其中 3 家在 11/12 月份新开。在前 3 季度新开门店经营并未出现明显好转的情况下, 4 季度新开门店带来较高的业绩消耗。
- 09 年新店全年亏损 5132 万元, 若剔除新店亏损和财务费用变化的影响, 公司 09 年净利润为 1.24 亿元, 同比增长 6%左右。老店和 08 年新开门店经营情况已经有所恢复。
- 为了应对金融危机采取的一系列降低费用的措施, 开始显现一定的成效, 管理费用率延续上半年下降的趋势, 4 季度管理费用率较 3 季度度下降 0.25 个百分点。
- 2010 年公司预计新开 15 家门店, 其中 1 季度新开 7 家店。由于前期分散扩张的策略导致议价能力下降和配送采供成本高企的问题仍然存在, 公司毛利率短期内难以得到大幅提升, 同时加上新开门店带来较高的开办费用, 公司 2010 年上半年业绩不容乐观。
- 若 2010 年下半年公司前期新开门店能够止亏为盈和毛利率随着规模效益的体现逐步回升, 公司业绩拐点有望在 2010 年底或 2011 初开始显现。我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.27/0.35/0.42 元, 维持“增持”评级。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8618.5	9257.4	11331	13277	15268
(+/-%)	16.4	7.4	22.4	17.2	7.0
归属母公司净利润(百万元)	117.0	60.8	129	172	205
(+/-%)	-42.1	-48.1	112.3	33.0	19.3
EPS(元)	0.24	0.13	0.27	0.35	0.42
P/E(倍)	42.0	80.9	38.1	28.7	24.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

09 年业绩低于预期

公司 09 年全年实现营业收入 92.57 亿元，同比增长 7.41%；归属母公司净利润 6078 万元，折合 EPS0.13 元/股，同比减少 43.46%。其中 4 季度实现收入 23.5 亿元，同比增长 9%；归属母公司净利润 37.82 万元，同比下降 97%，业绩低于我们预期。

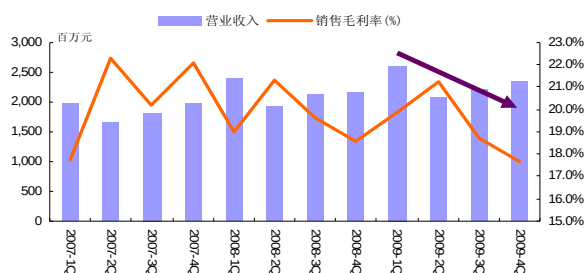
分季度来看，4 季度净利润同比大幅下滑是导致公司业绩低于预期的主要原因。4 季度业绩下降的主要原因在于：

1、4 季度销售毛利率为 17.86%，同比下降 4.99%，主要是因为出售北京上地店、回龙观店和沈阳昌鑫店非超市业务使得毛利率较高的转租业务收入减少导致。

2、由于存款利息收入的减少，4 季度财务费用大幅增加至 1266 万元，同比增长 11271.6%。

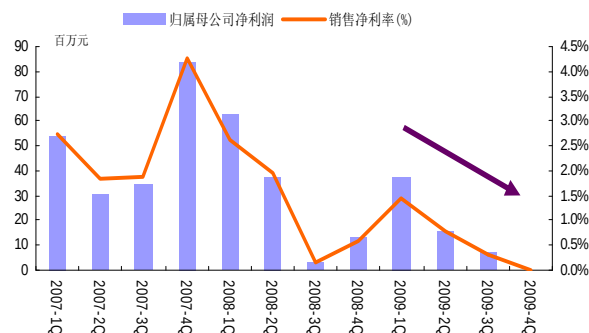
3、公司 09 年新开 11 家门店，其中 2 家在 4 季度新开。在前 3 季度新开门店经营并未出现明显好转的情况下，4 季度新开门店带来较高的业绩消耗。

图 1:公司季度销售收入和毛利率情况



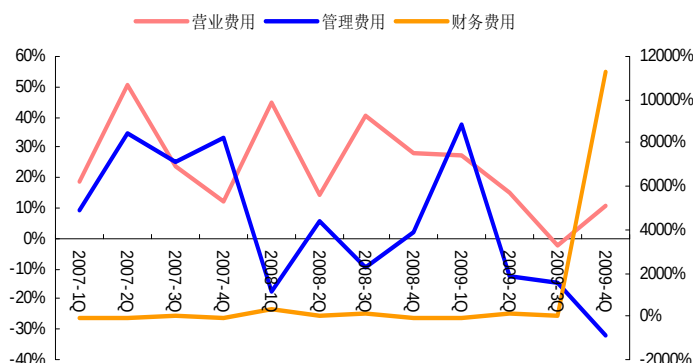
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2:公司季度净利润和净利润率情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3:公司三项费用同比增速



资料来源：华泰联合证券研究所

公司 09 年新开 11 家门店，新增经营面积 94200 平方米，新店 09 年亏损 5132 万元。若剔除新店亏损和财务费用变化的影响，公司 09 年净利润为 1.24 亿元，同比增长 6% 左右。老店和 08 年新开门店经营情况已经有所好转。

主力店阜城门店的平销基本上恢复至 07 年 19000 元/平米的水平，装修改造后的门店毛利率也有一定的提升，09 年已转亏为盈。

表 1：09 年新开门店列表

	开业时间	投资金额	超市经营面积	净利润
保定大慈阁	2009-1-1	3980.93	4320.00	-818.17
北京蓝色港湾	2009-1-15	1657.57	1360.00	-208.87
沈阳五里河	2009-1-15	9753.70	10198.00	-1592.75
南京水游城	2009-3-28	1297.75	1072.00	-432.53
重庆江北	2009-4-22	1890.88	18600.00	-256.27
武汉大唐新都	2009-4-28	3292.24	2597.00	-802.87
北京来福士	2009-7-28	816.84	8122.00	-487.45
北京西直门西环广场	2009-9-26	2571.81	6951.00	-397.57
北京西单大悦城	2009-11-18	629.69	17230.00	-158.97
安顺南马广场	2009-11-8	404.27	14380.00	14.94
梧州月桂花城	2009-12-19	575.17	9700.00	8.22
合计		26870.85	94530.00	-5132.29

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所整理

未来展望

公司计划将提高自采比例、提高配送中心的效用来降低采购成本。从半年报来看，公司通过压缩成本措施有一定的成效，上半年公司毛利率同比增长 0.5 个百分点，其中 2 季度毛利率较 1 季度提高了 1.4 个百分点（2、3 季度由于毛利率较高的转租业务收入下降，导致毛利率下滑）。

但由于公司前期分散扩张的策略导致配送采购成本高企的问题短期内难以得到根本的改善，因此公司毛利率得到大幅提升的可能性较小。随着公司门店覆盖广度和深度的加强，公司配送和采购问题得到解决后，公司的毛利率水平仍有一定的提升空间。

公司目前储备门店已达到 40-50 家左右水平，大部分集中在北京、广西等地。2010 年计划新开 15 家门店，平均经营面积为 10000 平米左右，其中 1 季度已开 7 家门店。在配送采购成本高企的情况下，新店的快速扩张对公司业绩仍将造成较大的压制，预计 2010 年上半年情况不容乐观。

若 2010 年下半年公司前期新开门店能够止亏为盈和毛利率随着规模效益的体现逐步回升，公司业绩拐点有望在 2010 年底或 2011 初开始显现。我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.27/0.35/0.42 元，维持“增持”评级。

表 2：2010 年 1 季度新开门店列表

	开业时间	投资金额	超市经营面积	净利润
遵义海珠广场	2010-1	-	9290	-
通州武夷店	2010-1	-	4000	-
宁夏石嘴山店	2010-1	-	13928	-
哈尔滨金安国际	2010-2	-	2640	-
万柳店	2010-2	-	4246	-
北京三里屯店	2010-2	-	1411	-
北京环贸中心店	2010-2	-	1216	-
合计		-	36731	-

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所整理

盈利预测

资产负债表					利润表				
	单位: 百万元					单位: 百万元			
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3638	3945	4303	4744	营业收入	9257	11331	13277	15268
现金	2252	2255	2486	2587	营业成本	7467	9131	10683	12264
应收账款	6	8	9	11	营业税金及附加	68	82	96	111
其他应收款	196	184	223	265	营业费用	1442	1765	2051	2374
预付账款	145	164	201	228	管理费用	149	182	199	229
存货	772	1054	1061	1275	财务费用	53	-8	11	8
其他流动资产	267	279	323	378	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	1917	2137	2345	2539	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	160	160	160	160	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	684	847	946	1007	营业利润	82	178	236	282
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	1074	1130	1240	1372	营业外支出	8	0	0	0
资产总计	5555	6082	6648	7283	利润总额	84	178	236	282
流动负债	2965	3448	3903	4407	所得税	23	49	65	77
短期借款	83	0	0	0	净利润	61	129	172	205
应付账款	1484	1881	2163	2505	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1397	1567	1740	1902	归属于母公司净利润	61	129	172	205
非流动负债	800	714	706	701	EBITDA	304	351	456	525
长期借款	5	705	697	692	EPS (元)	0.13	0.27	0.35	0.42
其他非流动负债	795	9	9	9					
负债合计	3764	4162	4608	5107	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2009	2010E	2011E	2012E
股本	485	485	485	485	成长能力				
资本公积	574	574	574	574	营业收入	7.4%	22.4%	17.2%	15.0%
留存收益	732	861	981	1117	营业利润	-46.9%	116.1%	33.0%	19.3%
归属于母公司股东权益	1791	1920	2040	2176	归属于母公司净利润	-48.1%	112.3%	33.0%	19.3%
负债和股东权益	5555	6082	6648	7283	获利能力				
					毛利率 (%)	19.3%	19.4%	19.5%	19.7%
现金流量表					净利率 (%)	0.7%	1.1%	1.3%	1.3%
					ROE (%)	3.4%	6.7%	8.4%	9.4%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	10.3%	10.8%	15.1%	15.3%
经营活动现金流	219	332	562	457	偿债能力				
净利润	61	129	172	205	资产负债率 (%)	67.8%	68.4%	69.3%	70.1%
折旧摊销	168	180	209	236	净负债比率 (%)	2.55%	17.13%	15.30%	13.71%
财务费用	53	-8	11	8	流动比率	1.23	1.14	1.10	1.08
投资损失	-11	0	0	0	速动比率	0.97	0.84	0.83	0.79
营运资金变动	-48	37	168	5	营运能力				
其他经营现金流	-4	-6	3	3	总资产周转率	1.72	1.95	2.09	2.19
投资活动现金流	-194	-251	-261	-274	应收账款周转率	1264	1441	1370	1380
资本支出	244	170	182	194	应付账款周转率	5.04	5.43	5.28	5.26
长期投资	-29	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	21	-81	-79	-79	每股收益 (最新摊薄)	0.13	0.27	0.35	0.42
筹资活动现金流	83	-79	-70	-81	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.69	1.16	0.94
短期借款	-582	-83	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.69	3.96	4.21	4.49
长期借款	-8	700	-8	-5	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	80.88	38.11	28.66	24.03
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.74	2.56	2.41	2.26
其他筹资现金流	673	-696	-62	-76	EV/EBITDA	11	9	7	6
现金净增加额	108	2	231	102					

数据来源: 华泰联合研究所。

华泰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

华泰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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

华泰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 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，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，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：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
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com