



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

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 26 日

零售

研究部

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010028
qianbing@cicc.com.cn

中性

华联综超(600361.CH)

业绩符合预期, 盈利仍有待提升

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7,402	8,618	9,257	10,673	12,560
(+/-%)	14.4%	16.4%	7.4%	15.3%	17.7%
毛利	1519	1684	1791	2086	2480
(+/-%)	24.7%	10.9%	6.3%	16.5%	18.9%
净利润	202	117	61	115	146
(+/-%)	21.8%	-42.1%	-48.1%	89.4%	27.2%
每股收益	0.42	0.24	0.13	0.24	0.30
市盈率(倍)	24.7	42.7	82.2	43.4	34.1
每股经营现金流	1.11	0.50	0.45	0.84	1.06
市净率(倍)	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6
股价/经营现金	9.3	20.7	22.8	12.3	9.7
净资产收益率(%)	12.8%	6.9%	3.4%	6.3%	7.7%
股息收益率(%)	0.0%	1.0%	1.0%	0.9%	1.2%

股票信息

当前股价	人民币 10.31
股票代码	600361.CH
日成交量(百万股)	16.10
总市值(百万元)	4998
52周最高价/最低价	人民币 10.84 / 7.35
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

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
华联综超	0.8	7.8	4.2	7.7
上证综指	-4.7	-2.3	-4.6	-9.0
零售指数	1.1	6.8	2.3	4.5

最近估值走势



2010 年一季度业绩符合预期

华联综超 2010 年一季度实现营业收入 27.7 亿元, 同比增长 5.9%; 新店促销影响毛利、费用增加导致单季度经营性净利润仅 2475 万元, 同比下降 31.5%, 符合我们的预期。公司一季度虽然相对 09 年四季度 200 万的净利润有所改善, 但仍不是很理想。

正面:

- 同店销售逐步恢复, 费用控制较为合理。1 季度同店增长 5% 左右, 较 2009 年四季度 2~3% 的水平略有恢复; 较多新店促销使毛利额同比基本持平; 销售管理费用合计同比增长 2.1%, 低于收入增速。
- 经营现金流 5.8 亿元, 仍具备较好赚取现金能力。
- 公司 1 季度新开门店 7 家, 分别位于北京、贵州、宁夏、黑龙江等地, 门店网络进一步加强。

负面:

- 毛利率同比有所下降。1 季度毛利率同比下降 1.2 个百分点, 主要受新店促销影响; 但环比去年四季度提升 1 个百分点。
- 新店促销、亏损使短期业绩仍有一定压力。公司 1 季度新开门店已达 7 家, 预计全年在 15 家左右, 同时 09 年新增 11 家门店尚未全部扭亏, 快速门店拓展带来的费用和亏损将对公司业绩表现造成压力。

发展趋势和盈利预测:

公司 1 季度业绩不是很理想, 预计上半年受新店促销、费用增加等因素影响, 业绩表现仍不容乐观。

我们维持年报业绩回顾时对公司 2010 年业绩的判断: 同店增速有望达到 5% 左右, 盈利有望恢复至 2008 年水平 (参见表 4), 但实质性提升幅度仍有待观察。

估值与建议:

目前公司 2010 年市盈率为 43 倍, 在板块中估值处于中高水平, 我们维持“中性”评级。

公司 09 年业绩处于低谷, 若单季盈利水平实现较好的持续性恢复, 将带来新的投资机会, 我们将作持续跟踪。目前, 武汉中百是我们 A 股超市板块的首选, 公司受益于区域经济振兴、通胀、国资整合, 盈利增速最快、估值最低, 具备良好的性价比和长期投资价值。

图表 1：分季度业绩分析

百万元	1Q08A	2Q08A	3Q08A	4Q08A	2008A	1Q09A	2Q09A	3Q09A	4Q09A	2009A	1Q10A	2009(+/-)%	1Q10(+/-)%	CICC 简评
营业收入	2,403	1,917	2,141	2,157	8,618	2,612	2,072	2,221	2,352	9,257	2,766	7.4%	5.9%	1季度营业收入同比增长5.9%，受新店促销成本加大等影响，毛利额同比基本持平
营业成本	(1,947)	(1,509)	(1,721)	(1,757)	(6,934)	(2,094)	(1,632)	(1,806)	(1,936)	(7,467)	(2,251)	7.7%	7.5%	
毛利	456	408	420	401	1,684	519	441	415	416	1,791	515	6.3%	-0.7%	
营业税金及附加	(17)	(15)	(16)	(13)	(62)	(23)	(15)	(15)	(15)	(68)	(24)	10.4%	0.7%	
营业费用	(306)	(302)	(355)	(325)	(1,287)	(390)	(346)	(346)	(360)	(1,442)	(392)	12.0%	0.4%	期间费用同比增长3.1%，其中销售管理费用同比增长2.1%，低于收入增速
管理费用	(32)	(44)	(41)	(47)	(164)	(44)	(38)	(35)	(32)	(149)	(52)	-8.8%	17.6%	
财务费用	(18)	(7)	(14)	0	(39)	(13)	(14)	(14)	(13)	(53)	(17)	38.2%	35.7%	
资产减值损失	(1)	(3)	1	4	0	(1)	(2)	(2)	(2)	(7)	(2)	-2725.8%	172.9%	
投资收益	22	0	0	(0)	22	0	0	3	8	11	3	-48.2%	-	净利润表现不理想，但是1季度同店增长达到5%，有所回暖，不过仍需密切关注新店的经营情况
营业利润	103	37	(5)	20	155	47	26	7	2	82	32	-46.9%	-33.2%	
营业外收入	2	3	13	4	22	2	2	2	3	9	2	-57.5%	19.4%	
营业外支出	(21)	(1)	(0)	(4)	(26)	(1)	(3)	(2)	(2)	(8)	(1)	-70.7%	107.8%	
税前利润	84	39	8	20	150	49	25	7	3	84	32	-44.3%	-33.2%	净利润表现不理想，但是1季度同店增长达到5%，有所回暖，不过仍需密切关注新店的经营情况
所得税	(21)	(1)	(4)	(7)	(33)	(11)	(9)	(0)	(3)	(23)	(7)	-31.0%	-39.6%	
有效税率	25.0%	3.3%	56.9%	33.5%	22.1%	22.9%	35.2%	2.0%	89.1%	27.4%	20.7%	5.3%	-2.2%	
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-	
净利润	63	38	3	13	117	38	16	7	0	61	26	-48.1%	-31.4%	1季度毛利率同比下降1.2个百分点，主要受新店促销影响；但环比去年四季度提升了1个百分点
经营性净利润	61	36	(5)	11	103	36	17	4	2	58	25	-43.5%	-31.5%	
摊薄每股收益	0.13	0.08	0.01	0.03	0.24	0.08	0.03	0.01	0.00	0.13	0.05	-48.1%	-31.4%	
毛利率	19.0%	21.3%	19.6%	18.6%	19.5%	19.9%	21.3%	18.7%	17.7%	19.3%	18.6%	-0.2%	-1.2%	
营业费用率	12.8%	15.7%	16.6%	15.0%	14.9%	14.9%	16.7%	15.6%	15.3%	15.6%	14.2%	0.6%	-0.8%	
管理费用率	1.3%	2.3%	1.9%	2.2%	1.9%	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.6%	1.9%	-0.3%	0.2%	
营业利润率	4.3%	1.9%	-0.2%	0.9%	1.8%	1.8%	1.2%	0.3%	0.1%	0.9%	1.1%	-0.9%	-0.7%	
净利率	2.6%	2.0%	0.2%	0.6%	1.4%	1.4%	0.8%	0.3%	0.0%	0.7%	0.9%	-0.7%	-0.5%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：公司历史新开门店概况

2007年新开门店	开业时间	项目定位	面积(平方米)	净利润(万元)
合计6家新店	-	-	78,000	-1,387
2008年新开门店	开业时间	项目定位	面积(平方米)	净利润(万元)
合计10家新店	-	-	76,384	-4,612
2009年新开门店	开业时间	项目定位	面积(平方米)	净利润(万元)
保定大慈阁	2009.1.1	大卖场	4,032	-818
蓝色港湾	2009.1.15	高级超市	1,360	-209
沈阳五里河	2009.1.15	大卖场	10,198	-1,593
南京水游城	2009.3.28	高级超市	1,072	-433
重庆江北	2009.4.22	大卖场	18,600	-256
武汉大唐新都	2009.4.28	大卖场	2,597	-803
来福士	2009.7.28	高级超市	8,122	-487
西环广场	2009.9.26	大卖场	6,951	-398
安顺南马广场	2009.11.18	大卖场	17,230	15
西单大悦城	2009.11.8	高级超市	14,380	-159
梧州月桂花城	2009.12.19	大卖场	9,700	8
合计			94,241	-5,132

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 3：2010 年新开门店概况

2010年新开门店	开业时间	项目定位	面积(平方米)
遵义海珠广场	2010.1.3	大卖场	9,290
通州武夷	2010.1.16	大卖场	4,000
宁夏石嘴山	2010.1.30	大卖场	13,928
哈尔滨金安国际	2010.2.3	食品超市	2,640
万柳	2010.2.6	大卖场	4,246
三里屯	2010.2.6	食品超市	1,411
小黄庄（环贸中心）	2010.2.6	食品超市	1,216
合计			36,731

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 4：2010 年盈利预测拆分

(百万元)	2009	2010E
净利润	61	115
增长率		89%
剔除新店净利润	152	170
增长率		12%
2010年新店		-60
2009年新店	-51	-25
2008年新店	-40	0
2007年新店	0	30

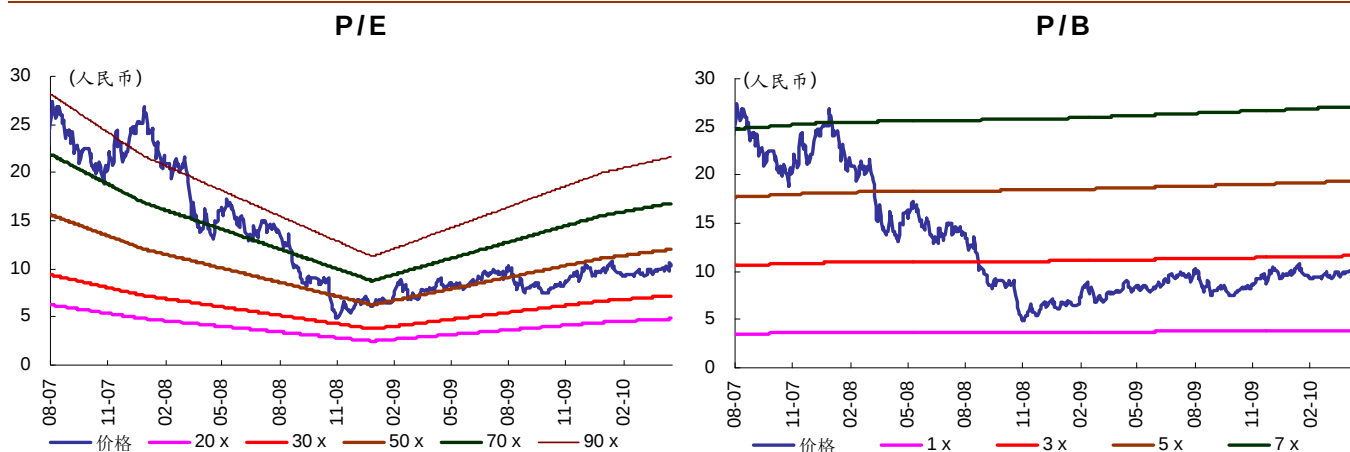
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5: 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	市净率	股价/经营现金流	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	净利润CAGR	2009E	2009E	
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	12.80	35,940	911	8.3%	1076	18.2%	1337	24.2%	0.37	0.45	0.58	34.7	28.7	22.0	21.1%	8.1	18.3	1.4
	825.HK	新世界	6.82	11,500	498	7.7%	570	14.3%	685	20.3%	0.30	0.34	0.41	23.1	20.2	16.8	17.3%	2.6	12.8	1.2
	600694.CH	大商股份	50.74	14,903	-116	-	440	-	600	36.4%	-0.40	1.50	2.04	-	33.9	24.8	-	5.0	12.2	-
	600859.CH	王府井	35.70	14,029	384	11.7%	469	22.0%	586	25.0%	0.98	1.19	1.49	36.5	29.9	23.9	23.5%	6.0	12.0	1.3
高物定位	000987.CH	广州友谊	26.90	9,656	285	10.9%	343	20.3%	459	33.6%	0.79	0.96	1.28	33.9	28.1	21.1	26.8%	7.3	21.9	1.1
区域型	600631.CH	百联股份	17.61	19,389	404	13.4%	514	27.2%	637	23.8%	0.37	0.47	0.58	48.0	37.7	30.5	25.5%	2.6	15.3	1.5
	600631.CH	百联股份(考虑出售资产收益)	17.61	19,389	404	13.4%	567	40.3%	720	26.9%	0.37	0.52	0.65	48.0	34.2	26.9	33.5%	2.6	15.3	1.0
	600628.CH	上海新世界	16.67	8,865	180	10.7%	228	26.4%	276	21.0%	0.34	0.43	0.52	49.1	38.9	32.1	23.7%	5.0	28.7	1.6
	000417.CH	合肥百货	16.00	7,676	201	66.9%	260	29.6%	339	30.2%	0.42	0.54	0.71	38.2	29.5	22.6	29.9%	7.5	11.3	1.0
	000417.CH	合肥百货(经营性)	16.00	7,676	175	50.3%	250	42.7%	329	31.5%	0.37	0.52	0.69	43.8	30.7	23.3	37.0%	7.5	11.3	0.8
	1212.HK	利福国际	14.28	23,950	1081	12.9%	1256	16.2%	1470	17.1%	0.64	0.75	0.88	22.2	19.1	16.3	16.6%	4.3	14.9	1.1
	1833.HK	银泰百货	7.41	12,987	331	25.6%	464	40.2%	627	35.1%	0.21	0.31	0.44	34.5	24.1	17.0	37.6%	3.3	14.0	0.6
	3308.HK	金鹰商贸	15.62	30,322	768	34.2%	985	28.2%	1242	26.1%	0.45	0.59	0.78	34.7	26.5	20.0	27.1%	9.1	17.2	1.0
	600858.CH	银座股份	28.42	8,211	119	-16.4%	235	97.7%	310	31.9%	0.41	0.81	1.07	69.1	34.9	26.5	61.5%	5.5	58.6	0.6
	600697.CH	欧亚集团	28.17	4,482	111	4.6%	129	16.1%	155	20.1%	0.70	0.81	0.98	40.3	34.7	28.9	18.1%	5.6	6.8	1.9
	600693.CH	东百集团	11.67	4,005	83	-16.1%	137	65.3%	168	22.6%	0.24	0.40	0.49	48.3	29.2	23.8	42.4%	6.8	17.0	0.7
	600785.CH	新华百货	36.79	6,359	192	77.4%	246	28.3%	297	20.7%	1.11	1.42	1.72	33.2	25.9	21.4	24.5%	7.4	19.8	1.1
	600729.CH	重庆百货	43.52	8,878	157	-3.6%	488	-	589	20.7%	0.77	1.28	1.54	56.6	34.1	28.2	22.1%	9.4	16.3	1.5
	002187.CH	广百股份	31.36	5,296	166	2.0%	196	18.2%	239	22.1%	0.98	1.16	1.41	32.0	27.1	22.2	20.1%	4.5	-	1.3
	000501.CH	鄂武商(经营性)	15.02	7,619	201	3.6%	251	25.1%	312	24.0%	0.40	0.50	0.61	37.9	30.3	24.4	24.5%	5.4	8.1	1.2
	600828.CH	成商集团	16.49	6,030	128	25.3%	173	35.0%	233	35.0%	0.35	0.47	0.64	47.2	34.9	25.9	35.0%	6.6	23.6	1.0
002277.CH	家润多	37.20	7,217	150	24.6%	185	23.6%	228	23.2%	0.77	0.95	1.18	48.2	39.0	31.7	23.4%	4.8	14.6	1.7	
金饰	600612.CH	老凤祥	38.25	12,886	130	85.1%	273	110.0%	330	21.1%	0.39	0.81	0.98	99.3	47.3	39.1	59.4%	10.8	-	0.8
	600655.CH	豫园商城	30.99	24,746	481	46.5%	605	25.7%	743	22.7%	0.60	0.76	0.93	51.4	40.9	33.3	24.2%	6.2	42.5	1.7
商业地产开发	000882.CH	华联股份	9.99	4,934	74	47.3%	100	35.2%	148	48.0%	0.15	0.20	0.30	66.7	49.3	33.3	41.5%	3.2	29.5	1.2
	600415.CH	小商品城	47.59	32,380	916	50.4%	1207	31.9%	1543	27.8%	1.35	1.77	2.27	35.4	26.8	21.0	29.8%	5.1	-	0.9
超市类公司																				
大型综合超市	600361.CH	华联综超	10.31	4,998	61	-48.1%	115	89.4%	146	27.2%	0.13	0.24	0.30	82.2	43.4	34.1	55.2%	2.8	22.8	0.8
	000759.CH	武汉中百	11.44	7,791	213	24.1%	289	35.3%	386	33.8%	0.31	0.42	0.57	36.5	27.0	20.2	34.5%	4.5	11.4	0.8
	002251.CH	步步高	24.65	6,664	165	1.5%	201	21.7%	252	25.4%	0.61	0.74	0.93	40.3	33.2	26.4	23.5%	4.3	16.1	1.4
	002264.CH	新华都	20.20	3,238	69	6.5%	84	22.0%	107	27.2%	0.43	0.52	0.66	47.1	38.6	30.4	24.6%	4.3	9.9	1.6
	814.HK	京客隆	8.78	3,619	148	-5.7%	178	20.1%	210	18.3%	0.41	0.50	0.62	21.6	17.5	14.1	19.2%	2.3	77.2	0.9
	980.HK	联华超市	29.50	18,349	507	22.9%	619	22.2%	755	21.8%	0.93	1.16	1.48	31.9	25.5	19.9	22.0%	6.6	12.3	1.2
	8277.HK	物美集团	16.36	19,965	438	21.2%	547	24.9%	684	25.0%	0.41	0.52	0.68	40.1	31.4	23.9	25.0%	8.8	18.8	1.3
			15.45																	
家电及电子消费品																				
493.HK	国美电器	2.63	39,596	1,394	-24.3%	1,855	33.1%	2,203	18.7%	0.09	0.12	0.15	29.7	21.8	17.5	25.7%	3.5	-	0.9	
	002024.CH	苏宁电器	11.40	79,757	2,890	33.2%	3,596	24.4%	4,412	22.7%	0.41	0.51	0.63	27.6	22.2	18.1	23.6%	5.5	14.4	0.9
手机分销	000829.CH	天音控股	15.81	14,970	190	36.7%	621	227.3%	912	46.9%	0.20	0.66	0.96	78.9	24.1	16.4	119.3%	8.2	15.4	0.2
	000829.CH	天音控股(考虑出售资产收益)	15.81	14,970	285	105.2%	741	160.2%	912	23.1%	0.30	0.78	0.96	52.6	20.2	16.4	79.0%	8.2	15.4	0.3

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	5,301	6,470	7,402	8,618	9,257	10,673	12,560
营业成本	-4,716	-5,252	-5,883	-6,934	-7,467	-8,588	-10,080
销售费用	-675	-783	-982	-1,287	-1,442	-1,639	-1,933
管理费用	-129	-140	-171	-164	-149	-161	-190
财务费用	-30	-29	-18	-39	-53	-56	-63
营业利润	201	226	288	155	82	151	190
税前利润	198	231	286	150	84	159	190
所得税	-68	-65	-84	-33	-23	-43	-44
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	130	166	202	117	61	115	146
现金流量表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	365	604	538	242	219	408	513
投资活动现金流	-22	-515	-223	-284	-194	-244	-244
融资活动现金流	-244	405	-163	962	83	184	-59
资产负债表(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产							
货币资金	581	1,071	1,223	2,143	2,251	2,598	2,809
应收帐款	238	313	445	520	615	652	733
存货	391	408	538	733	772	865	1,016
	1,364	1,792	2,207	3,396	3,638	4,116	4,557
非流动资产							
长期投资	3	0	104	104	160	160	160
固定资产净值	1,063	737	803	660	684	779	879
无形资产和其他资产	3	549	606	763	796	741	689
	1,069	1,519	1,626	1,817	1,917	1,967	2,020
总资产	2,433	3,311	3,833	5,213	5,555	6,082	6,577
流动负债							
短期借款	257	0	275	665	83	313	313
应付帐款	1,155	1,356	1,584	1,826	1,874	2,051	2,408
短期融资券	0	0	0	600	600	600	600
	1,650	1,754	2,153	3,425	2,965	3,422	3,829
非流动负债							
长期借款	0	29	21	13	5	5	5
应付债券	0	0	0	0	687	687	687
其他长期负债	0	9	11	11	108	108	108
	0	38	32	24	800	800	800
总负债	1,650	1,792	2,186	3,449	3,764	4,222	4,629
股东权益	780	1,519	1,647	1,764	1,791	1,860	1,948

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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。