

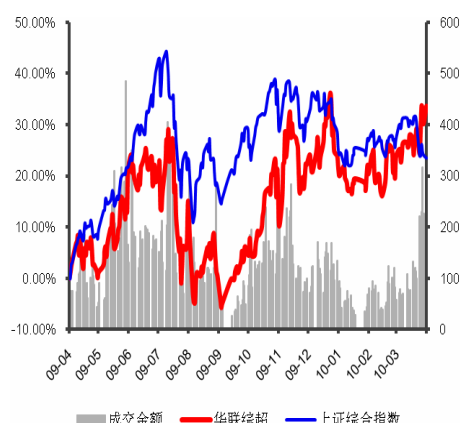
调研快报

商业零售

2010 年 4 月 27 日

投资评级：强烈推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

组长：张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

梁海

电话：0510-82832380

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话：0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性申明：

网络价值有望被重估，估值拐点将现

——华联综超（600361）调研快报

事件：近期我们对公司进行了调研，重点了解了公司未来发展战略、和门店开设等经营情况。

此外，公司一季报显示：实现营业收入 276,620.07 万元，同比增长 5.89%；利润总额 3,244.72 万元，同比减少 33.25%；归属于上市公司股东的净利润为 2,573.98 万元，同比下降 31.37%；每股收益 0.05 元。

投资要点：

业绩压力将可能在上半年集中释放，业绩拐点有望于 2010 年底或 2011 年初显现。08 年门店下半年有望实现扭亏，加上 09 年、10 年新开门店中有近半为盈利能力较强、培育期较短的精品超市和食品超市，对公司业绩的影响将可能小于市场预期。

优势区域网络加密，区域规模优势开始凸显。公司近期扩张战略是以对优势区域进行网络加密为主，暂时不会再开拓新的区域市场。公司将重点在广西、贵州等竞争小、成本低的优势区域和北京等区域进行扩张，门店数量的增加将使公司在各个区域市场的规模优势逐渐凸显。

区域物流配送中心建设提速，全国物流网络布局思路明确。公司正加快北京、合肥的物流中心扩建项目进度，并已打算在广州等地建设另外六个区域物流配送中心，逐步打造出以八个区域物流中心为主干的物流配送体系。

估值水平偏低。公司市销率只有 0.55 左右，远低于 A 股可比上市公司平均 1.28 的水平，随着公司优势区域网点布局的健全和门店密度的加大，公司的品牌优势和渠道网络价值将逐步得到市场的认可，市销率向上运行空间有望被打开。

我们预测公司 10-12 年每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.41 元。考虑到：1) 公司的渠道网络价值当前处于被市场低估的状态，随着公司业绩向上拐点的到来，公司的价值将有望得到市场重估；2) 在当前市

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，特此申明。

场系统性风险较大的背景下，行业整体估值水平将可能下降，公司本已很低的市销率估值水平将使公司具有相对更高的安全边际。基于价值与安全的双重考虑，我们给予公司 **“强烈推荐”** 评级。请关注后期深度报告。

调研纪要:

Q:公司近期扩张战略?

A: 公司近期扩张战略是以对优势区域进行网络加密为主,暂时不会再开拓新的区域市场。

公司将重点在广西、贵州等竞争小、成本低的优势区域和北京等区域进行扩张,通过增加门店数量力求实现规模效应。

公司未来将不再发展百货业务,目前只保留了阜成门店和石景山店,其中石景山店以销售食品为主、辅以百货商品。

Q:公司如何看待竞争对手?

A: 内资超市竞争对手方面,公司认为一批新兴的区域龙头不会对公司造成很大的冲击,因为公司经营多年,已经具备成熟的商业模式、较强的品牌优势和精细化管理能力。

外资超市竞争对手方面,公司认为经过多年竞争,已经对外资超市竞争策略等有所了解和适应,因此对公司的影响并不会很大。公司一方面通过专注于发展自己的模式、更准确地把握客户的需求,同时也以家乐福为标杆加以学习和借鉴,譬如家乐福的自有品牌做得较好、利润率较高,公司也将着力开发自有品牌。

Q: 近两年门店开设计划?

A: 08年规划开20家,实际开10家;09年规划20多家,实际开11家;今年已开7家,将至少开15家;11年目标开设至少与10年持平。

新开门店仍将以生活超市为主,但单店面积将由原先的1.5-1.6万平方米下降到1.2万平方米以内(特批的门店除外),将主要通过压缩非食类商品面积来实现。

Q: 超市业态发展情况?

A: 公司超市业态细分为三类:

Life Style—黄色标识,为公司主力业态大卖场,平均毛利率为10-11%;

Food Market—浅绿色标识,层次比精品超市稍低,一般镶嵌在百货店中,面积较小,平均毛利率15-16%;

Market Place—深绿色标识,针对高端人群,平均面积2000-3000平方米,平

均毛利率 28-30%。

Q: 采购、配送体系建设情况?

A: 公司目前采取“全国联采—地区统采—门店直采”的三级采购体系，其中全国联采（主要是 60 多家大客户，占采购总量的 15%左右）和地区统采（占 80%以上）是主要渠道。这样的采购模式短期内不会发生变化，但未来会逐步加大全国联采的量。

目前在建的 ERP 项目预计半年后可以投入使用，届时将全面提升公司的信息化管理能力。

公司今年将着手**扩建北京和合肥的物流配送中心**，并重点做好北京的生鲜中心作为试点，为实施**以生鲜为核心的产品战略**提供物流配送支持。其他六个区域物流配送中心已有明确构想，虽尚未有具体时间表，但**全国区域物流配送网络布局已然明确**。

Q: 创新中心的建设情况?

A: 公司现在越来越注重精细化管理，在国内同行中率先成立创新中心，**每年花费约 1400 万元进行相关研究**，加强货架空间管理、会员管理、品类管理、商品价格管理等方面研究，并建立实验卖场，让会员亲自进行购物实验。其中，创新中心以 **250-280 万/年的年薪引入前 P&G 高管**，对于加强公司与 P&G 和强生等供应商的战略合作关系也有很大助益。

Q: 10 年业绩情况如何?

A: 公司明确表示**10 年业绩反转的概率较小**。新开店数量较多是影响业绩的主要因素，其中：08 年新开门店的扭亏将有望在 10 年下半年实现（公司已采取相关负责人分片包干措施来落实），但 09 年 11 家门店和 10 年上半年新开门店将继续拖累 10 年业绩。

一季报点评:

一季度集中新开门店影响公司业绩。今年一季度，公司门店集中开设、期间费用增加以及加大促销力度使得综合毛利率降低，加上非流动资产处置损失增加，导致公司一季度业绩同比明显下滑。

业绩压力将可能在上半年集中释放，业绩拐点有望于 2010 年底或 2011 年初出现。据我们调研了解，公司为确保 08 年开设门店今年顺利实现扭亏，实行

分片包管政策，因此 08 年门店下半年实现扭亏应无悬念；加上 09 年新开门店中四家为培育期较短、盈利能力较强的精品超市，10 年一季度新开 7 家门店中 3 家也均为面积较小的食品超市，综合来看 09、10 年新开门店对公司业绩的影响将可能小于市场预期。因此，我们认为公司业绩压力将有望在上半年得到集中释放，今年年底至明年年初可能出现业绩拐点。

以 4 月 26 日收盘价计算，公司的市销率只有 0.55，远低于 A 股可比上市公司平均 1.28 的市销率水平。随着公司优势区域网点布局的健全和门店密度的加大，公司的品牌优势和渠道网络价值将逐步得到市场的认可，市销率向上运行空间有望被打开。如果公司继续保持当前较高的开店速度，至 11 年底公司的平均门店密度将比 07 年底提高近一倍（门店总量将近翻番），渠道网络价值将大幅提升；尤其公司目前已在广西、贵州和西北部部分省市取得一定优势，区域强化战略的持续推进将使公司在这些优势区域的规模化优势逐步显现，公司盈利能力有望逐步得到改善。

我们认为：1）公司的渠道网络价值当前处于被市场低估的状态，随着公司业绩向上拐点的到来，公司的价值将有望得到市场重估；2）在当前市场系统性风险较大的背景下，行业整体估值水平将可能下降，公司本已很低的市销率估值水平将使公司具有相对更高的安全边际。基于价值与安全的双重考虑，我们给予公司“强烈推荐”评级。

盈利预测表

单位：万元	2009 A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	925740.37	1133902.88	1246746.01	1468817.14
营业收入	925740.37	1133902.88	1246746.01	1468817.14
营业总成本	918632.79	1120507.39	1229060.13	1443682.47
营业成本	746673.09	913469.49	1005208.34	1180047.13
营业税金及附加	6814.91	8347.31	9178.02	10812.81
销售费用	144217.58	173244.72	186745.35	220008.55
管理费用	14905.07	20410.25	22441.43	26438.71
财务费用	5328.93	4535.61	4986.98	5875.27
资产减值损失	693.21	500.00	500.00	500.00
其他经营收益				
投资净收益	1118.41	1000.00	1000.00	1000.00
营业利润	8225.98	14395.50	18685.88	26134.67
加：营业外收入	915.10	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	767.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	8373.60	14395.50	18685.88	26134.67
减：所得税	2295.85	3946.92	5123.24	7165.53

净利润	6077.75	10448.58	13562.64	18969.14
减：少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	6077.75	10448.58	13562.64	18969.14
每股收益：				
基本每股收益	0.13	0.22	0.29	0.41

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。