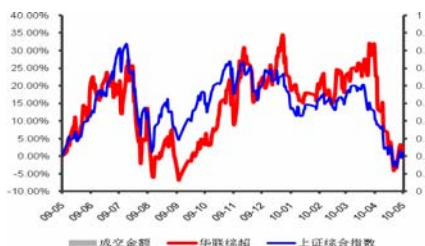


2010 年 05 月 27 日

评级：强烈推荐

合理价格：11.1-13.2 元

52 周走势



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: sheny@glsc.com.cn

相关报告

华联综超（600361）：网络价值有望被重估，
估值拐点将现 2010-4-27

独立性申明

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。

——华联综超（600361.SH）深度报告

投资要点：

- **战略调整：优势区域网络加密，区域规模优势开始凸显。**公司近期扩张战略以对优势区域进行网络加密为主，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，暂时不会开拓新的区域市场，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。
- **精品超市：未来盈利新的增长点。**精品超市不仅满足了高收入人群的高要求，也实现了公司业态的错位经营，扩大了消费市场的占有份额，且精品超市的培育期较短，一般在 1 年以内，毛利率普遍较高，将成为公司未来新的利润增长点。
- **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，新开门店对公司业绩的不利影响将可能小于市场预期。
- 预计公司 10-12 年每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.41 元。**我们认为当前市销率已处于对公司价值低估水平，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，公司业绩向上拐点也有望在 10 年底或 11 年初显现，因此我们认为公司的价值将有望得到市场重估，市销率向上运行空间有望被打开，给予公司“强烈推荐”评级，合理价格为 11.1-13.2 元。**

一、全国扩张型超市的先行者

1.1 历史沿革

北京华联综超是由北京华联商厦有限公司于 2000 年 4 月 19 日依法变更设立的，在 2000 年以前公司主业为百货业，在 2000 年 5 月公司通过收购综合超市的资产和受让股权，使公司的经营业态由纯百货业态变为百货业态与大型综合超市业态并存，并以发展大型综合超市业态为主。公司于 2001 年在上交所上市，并开始采取了全国扩张的策略，截止 2009 年 12 月底，公司在全国 18 个省共拥有 76 家门店，分布如下：

图 1：公司门店分布图

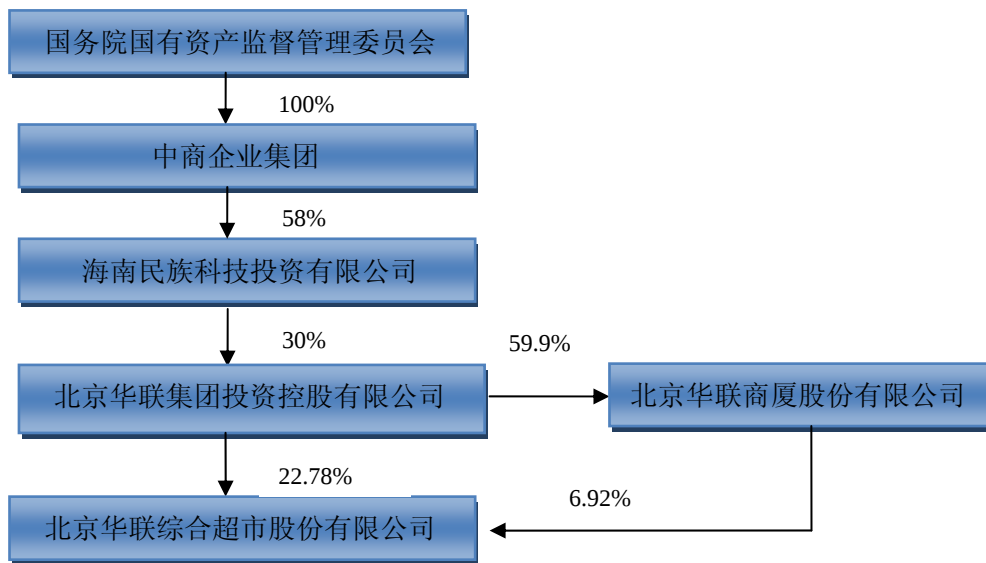


数据来源：国联证券研究所

1.2 股权结构

公司的实际控制人是北京华联集团投资有限公司，北京华联集团投资控股有限公司持有公司 22.78%的股权，结构图如下：

图 2: 公司股权结构图



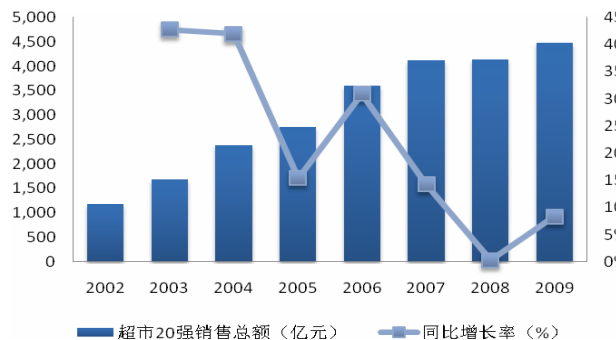
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

二、行业竞争格局: 外资加快布局 行业竞争加剧

2.1 行业集中度不断提高

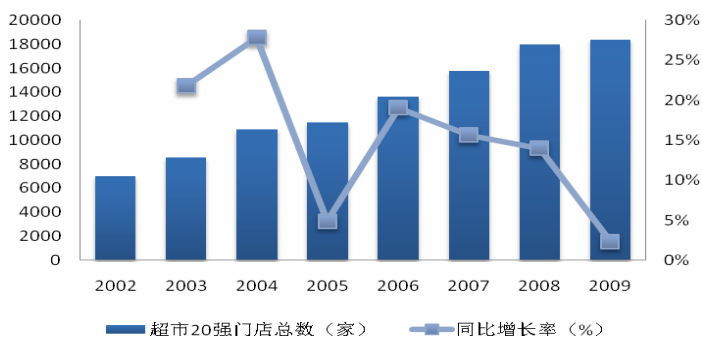
中国超市行业经过十几年的快速发展, 业态逐渐成熟, 行业龙头企业实力不断增强, 行业集中度逐渐提高。以中国连锁经营协会公布的 2002-2009 年连锁百强数据来测算, 2002-2009 年间超市前 20 强的销售总额和门店数量分别保持 21.01% 和 14.76% 的高复合增长率。

图 3: 超市 20 强销售规模与同比增速



数据来源: 联商网 国联证券研究所

图 4: 超市 20 强门店数量与同比增速



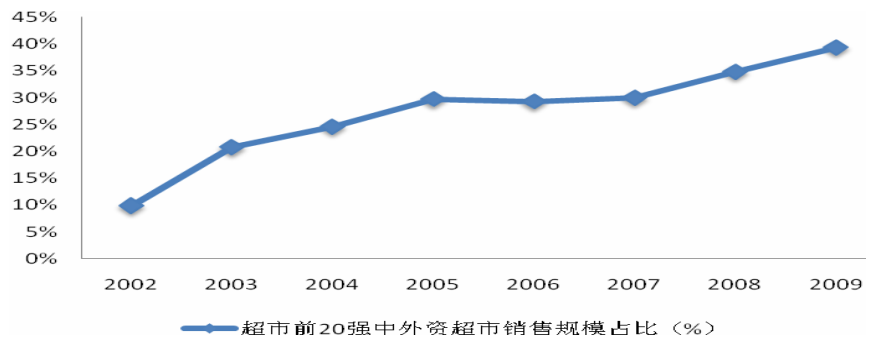
数据来源: 联商网 国联证券研究所

从中国连锁经营协会 06 年开始公布的快速消费品连锁百强数据来看，超市前 20 强的销售规模占快速消费品连锁百强的比率由 06 年的 69.21% 进一步上升至 09 年的 71.02%，“强者恒强”的“马太效应”十分显著。

2.2 外资超市加快布局中国市场

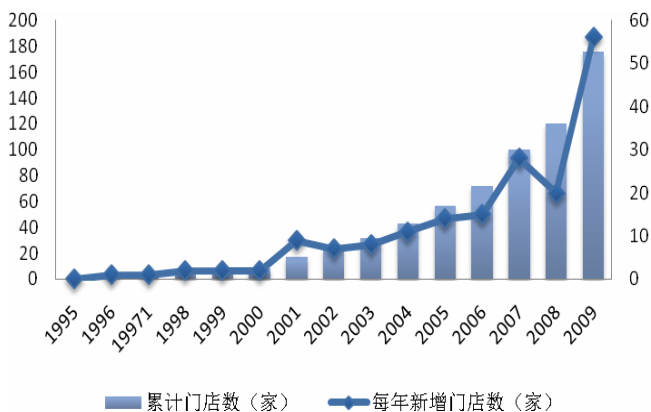
从 1995 年家乐福首家门店入驻中国内地市场开始，外资超市巨头抢滩中国内地市场的步伐不断加快，包括沃尔玛、家乐福、大润发、麦德龙、欧尚等在内的 11 家外资超市巨头门店总量从无到有，迅速增加到今年 1 月底的 810 家，且绝大多数为体量大、效益好的大卖场，对内资超市企业发展造成非常强烈的冲击。

图 5：超市前 20 强中外资销售规模占比持续快速提高



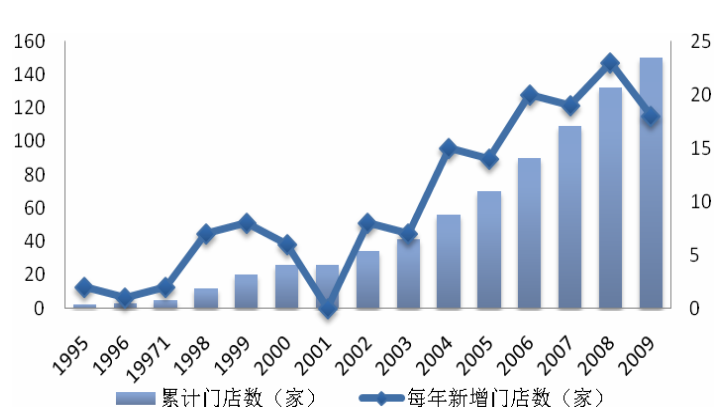
数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 6：沃尔玛中国市场门店数量增加速度不断加快



数据来源：联商网 国联证券研究所

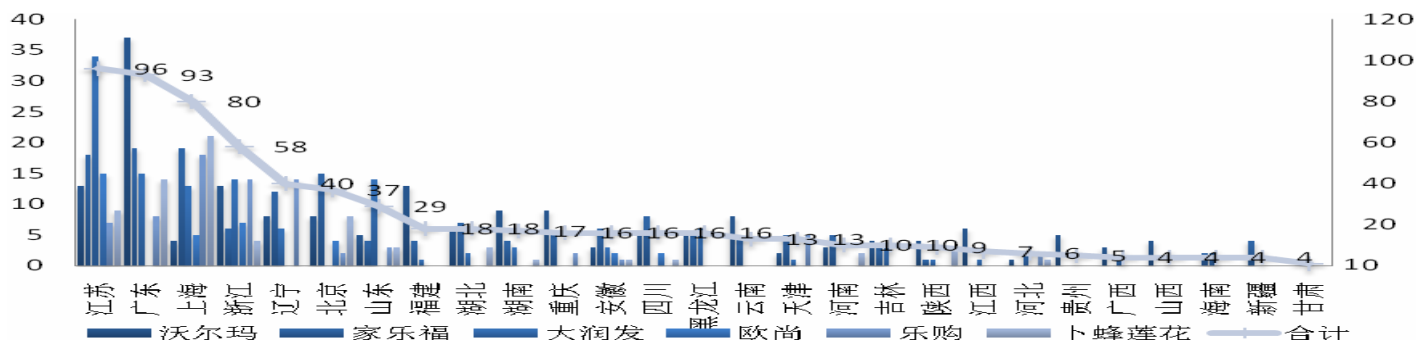
图 7：家乐福中国市场门店数量增加速度不断加快



数据来源：联商网 国联证券研究所

外资超市进入中国市场，其区域布局呈现出自发达地区向不发达地区、由一线城市向二、三线城市不断进军的态势，不仅内资全国性超市的生存空间受到挤压，区域型超市企业也开始受到外资超市巨头的正面冲击。

图 8：09 年底沃尔玛等六大外资超市巨头在中国的门店区域分布：分布密度与经济发达程度高度相关



数据来源：联商网 国联证券研究所

2.3 内资超市以区域扩张为主导模式

从中国连锁经营协会公布的快速消费品百强排名中可以很明显的看出，与外资超市普遍采取全国布局的发展战略不同，内资超市企业除联华超市、华联综超等少数几家在全国范围内进行门店布局外，绝大多数超市企业采取“区域称王”的扩张模式，通过密集开店、深耕本地市场来构建成本优势和进入壁垒。

图 9：09 年底中国内资超市 30 强的区域分布格局



数据来源：中国连锁经营协会 国联证券研究所

2.4 三四线城市市场空间巨大

根据 AC Nielsen 2007 年的统计资料，三四线城市超市的发展速度明显快于一线城市，地级市和县级市/县乡镇大卖场销售增长率分别比一线城市高出 13-15 和 17-19 个百分点，超市销售额增速分别高出 8-11 和 6-9 个百分点。巨大的存量和增量市场空间，加上目前外资超市巨头刚刚开始涉足，竞争环境相比于一、二线城市大为缓和。

图 10: 09 年沃尔玛中国市场门店分布

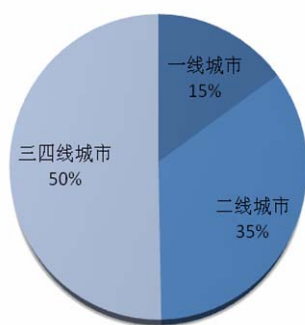
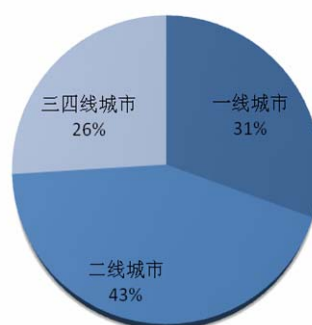


图 11: 09 年家乐福中国市场门店分布



数据来源：国联证券研究所

数据来源：国联证券研究所

三、战略调整：重点强化优势区域 分步实现全国布局

3.1 区域分割流通体制：全国扩张的重要障碍

基础设施不健全和分部门管理的流通管理体制导致我国企业物流成本高企。具有资料统计，我国企业生产成本中的物流成本占生产成本的比例高达 40% 左右，而发达国家仅占 10%；在社会流通领域，我国物流成本占 GDP 比重接近 20%，而美国仅有 10%。

这就对像华联综超一样采取全国扩张战略的企业的全局性物流配送体系建设造成了很大障碍，使其不得不承受较高的物流成本，规模优势发挥受到限制，这也是为什么沃尔玛、家乐福等采取全国布局战略的外资超市巨头目前尚未获得明显成本优势的重要原因之一。这一体制问题短期内虽然尚无法得到根本解决，但随着我国交通基础设施建设的加快和物流行业的快速发展，这一问题将

逐步得到改善。

3.2 业态定位和市场选择：“腹背受敌”的困境

公司以大卖场为主力业态、主要选择各省会城市进行分散布点的市场策略导致公司面临激烈的市场竞争。一方面，公司的业态与市场选择与同样采取全国扩张战略的沃尔玛、家乐福等外资巨头基本相同，但公司在品牌、政策和税收优惠以及精细化管理能力等各方面均存在较大差距，因此在与外资超市巨头的正面竞争中受到挤压；另一方面，省会城市又往往是各区域市场龙头企业“重兵把守”的市场，并且相比于采取区域性扩张战略的竞争对手，公司在区域竞争中又处于明显的规模和成本劣势。这种“腹背受敌”的不利竞争结构使得公司在快速扩张过程中新店培育期较长，从而拖累公司整体业绩出现明显下滑。

3.3 战略新方向：重点对优势区域进行网络加密

沃尔玛和家乐福等外资超市进行全国布局的最初几年过程中也曾经历过整体亏损的阶段，但凭借其强大的资金实力和全球化的资源配置，可以为顺利实现这一战略提供足够的资金、管理、人才和时间成本等多方面的支持但华联综超并不具备这些；而且深入分析可以发现，即使是沃尔玛和家乐福这样的外资巨头，目前也只是在中国的局部市场具有一定优势，全国范围内的优势构建尚未实现，因此并不能完全照搬外资超市巨头的全国分散布点的扩张模式。

图 12：沃尔玛优势区域集中在华南、华东和西南

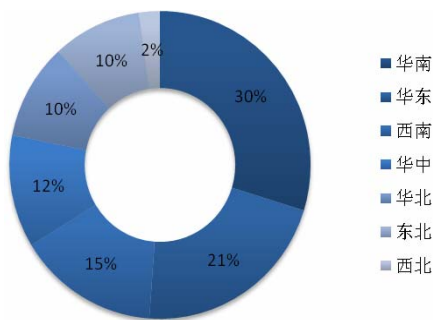
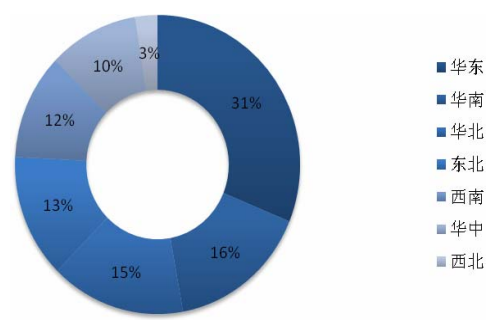


图 13：家乐福优势区域集中在华东、华南和华北



数据来源：国联证券研究所

数据来源：国联证券研究所

公司已经深刻地认识到先前的市场扩张模式存在的问题，对整体发展战略作了新的调整：

业态选择上仍然以大卖场（Life Style）为主，但单店营业面积由原先的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），并且开发出高端精品超市（Market Place）和食品超市（Food Market）两种子业态，业态组合更加完备；市场定位方面，不再进入新的区域市场，而是重点对公司现有的优势区域进行网络加密，先巩固和深挖优势区域市场，再进一步开拓外埠市场，分步骤实现全国布局战略。

图 14: 公司扩张速度显著加快

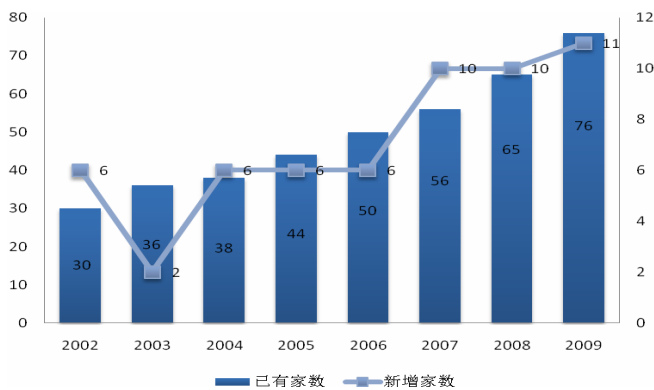
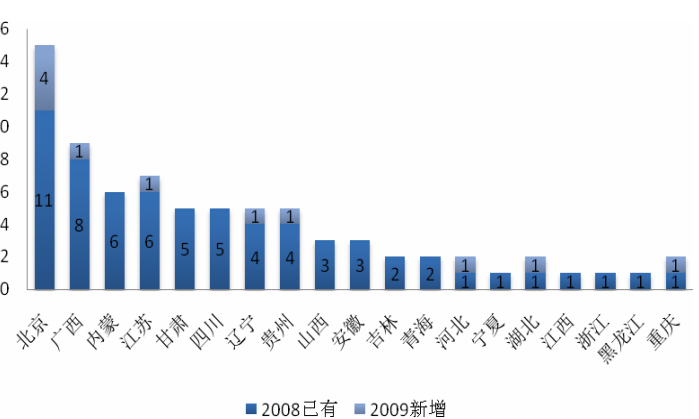


图 15: 新开门店主要集中于优势区域



数据来源：国联证券研究所

数据来源：国联证券研究所

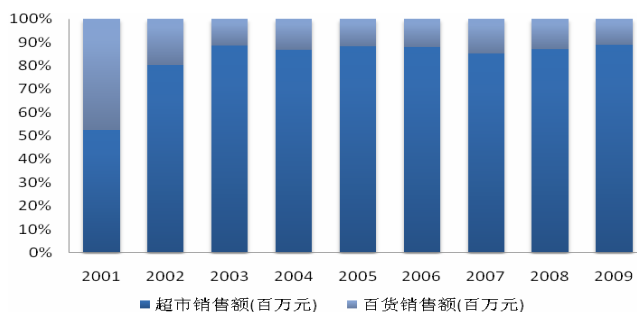
我们看好公司进行的这一战略调整。目前公司尚未大力改善供应链管理滞后的状况，其中一个很重要的原因就是已开门店过于分散；但随着新的“强化优势区域市场”战略的推进，为公司在各优势区域市场建设物流配送中心创造条件，从而在根本上改变公司供应链管理滞后的状况，为全国布局战略的最终实现扫清障碍。

四、公司业务分析

4.1 主营结构：超市+百货

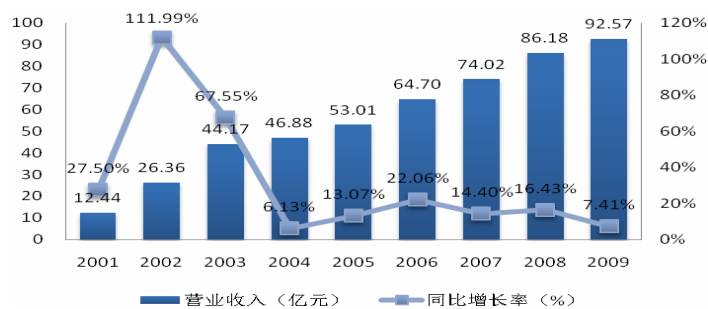
2002年以后，公司将业务重心转向超市业务，百货业务销售额占比迅速降至15%以内，超市业务成为公司主导业务。公司主营收入03-09年间保持13.12%的年复合增长率，营业面积也保持较快增长，但09年主营收入增速和分业务毛利率出现明显下降。

图 16: 2002 年后超市业务销售占比迅速上升至 85% 以上



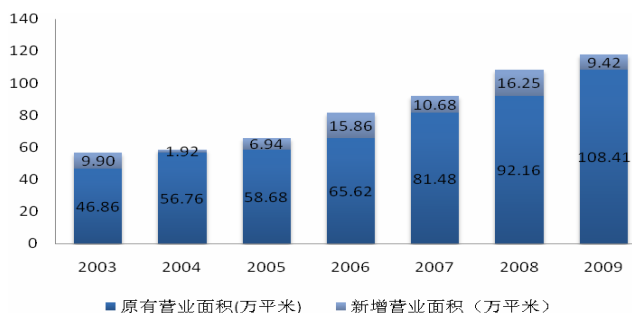
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 17: 09 年销售收入增速出现明显下滑



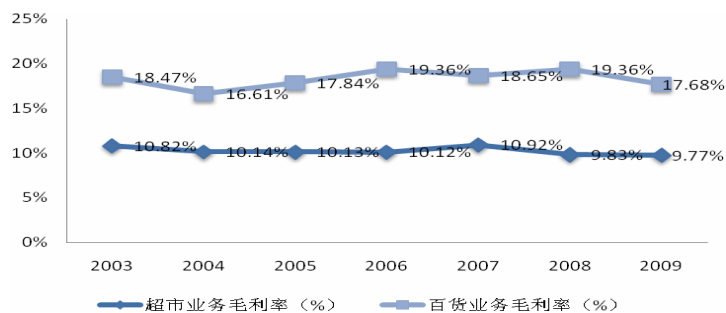
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 18: 营业面积快速扩张, 06 年开始扩张速度大幅提升



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 19: 分业务主营毛利率 09 年出现下降

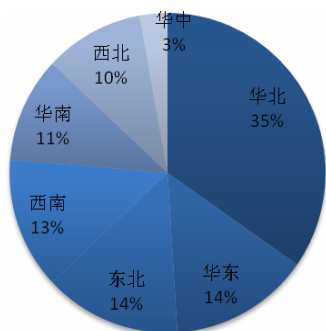


数据来源: 公司公告 国联证券研究所

4.2 大卖场: 优势区域发展态势良好

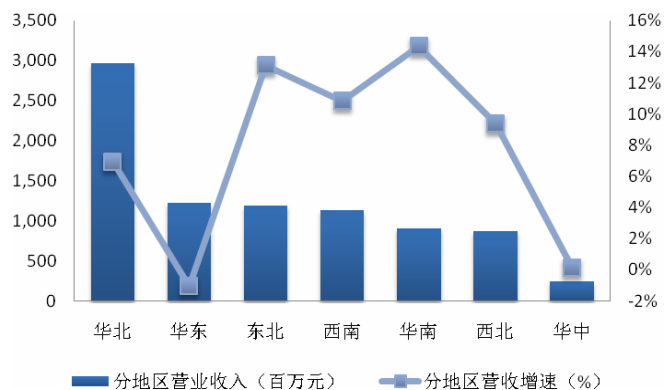
公司主力业态大卖场 (Life Style) 优势区域主要集中在华北 (主要在北京、内蒙)、华南 (广西)、西南 (贵州)、西北 (甘肃、宁夏) 和东北 (辽宁、黑龙江) 等区域, 其中华南、西南、西北和华北地区为公司的核心优势区域。

图 20: 09 年公司营收结构 (分区域)



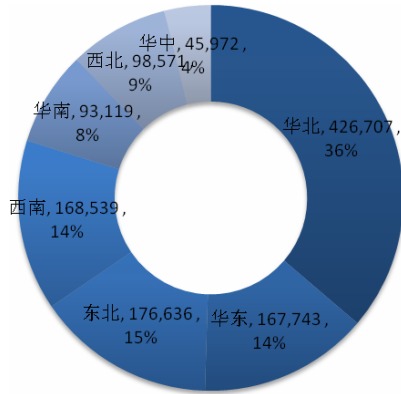
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 21: 09 年公司华南、东北和西南等区域营收高速增长



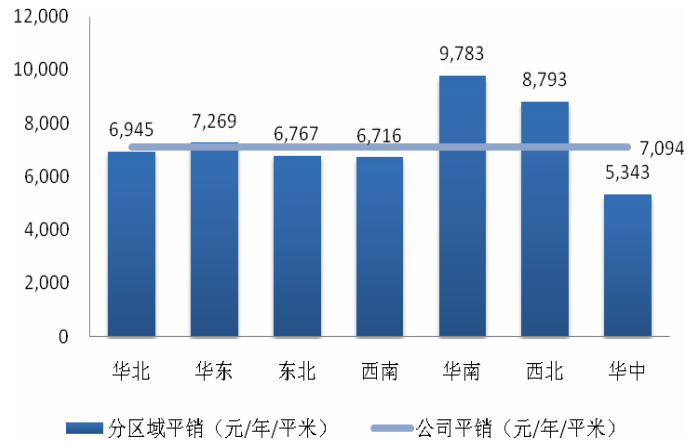
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 22:09 年公司各区域营业面积（平米）及其占比



数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 23: 09 年分区域平销比较：华南、西北区域显著高于公司平均水平



数据来源：公司公告 国联证券研究所

(1) 北京市场

在我们调研过程中通过随机走访和提问的方式了解到，当地居民对于华联综超的品牌认可度还是比较高的，经营状况也比较好。以我们实地调研的西直门店为例：

该门店建筑面积 9280 平方米，营业面积 7800 平方米。该门店开业前，距离本门店最近的伊藤洋华堂超市日均销售额为 30 万元左右，公司西直门店开业后华堂超市的日均销售额直降到 15 万元左右；而公司西直门店的日均销售额平日里约为 40 万元，普通双休日可达 50-60 万元，大型假日可达 60 万元以上，平销水平甚至超过了附近的家乐福门店（约 20000 平方米面积，日均销售额 70-80 万元），经营状况良好，日均客流量可达 8000 人左右。

(2) 广西市场

在外埠市场中，广西省是公司进行全国性扩张最为成功的省份，不仅平销远超过公司平均水平，而且已构建起良好的品牌效应和经营模式，新店培育期最短，一般开业当年即可实现盈利，与其他地区开业当年即现巨额亏损形成鲜明对比。

表 1: 08 年新开门店: 广西四家门店当年即实现盈利

2008 新开门店	开业时间	营业面积 (平米)	开店成本 (元/平米)	当期收益 (万元)
广西南宁荣宝华店	2008.12.30	1,197	1,040.37	89.77
广西玉林盛业店	2008.11.26	1,413	1,633.53	48.98
广西贵港华龙店	2008.08.27	1,070	1,426.51	10.74
广西贵港九龙城店	2008.09.01	1,300	1,004.36	1.49
广西新开门店合计/平均		4,980	1,276.19	150.98
北京欧陆广场店	2008.12.19	1,346	4,539.19	-212.69
甘肃酒泉富康店	2008.08.02	1,240	1,347.97	-251.37
四川遂宁金海店	2008.08.18	992	970.42	-314.43
重庆沙坪坝店	2008.05.18	4,927	6,027.87	-644.43
北京上地店	2008.05.30	9,663	1,546.10	-1,622.97
北京五道口店	2008.02.02	5,814	2,009.04	-1,716.91
其他地区新开门店合计/平均		23,982	2,740.10	-4,762.80
全部新开门店合计/平均		28,962	2,467.00	-4,611.82

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

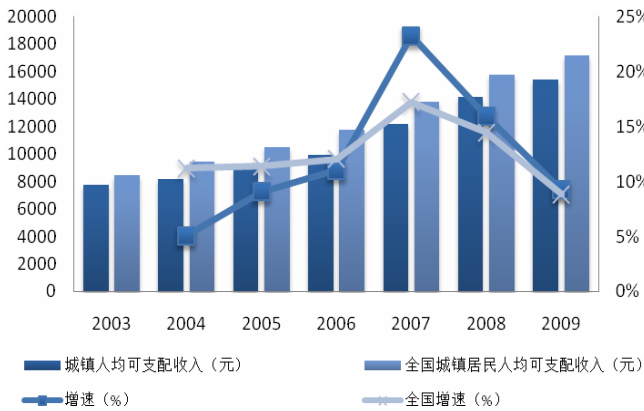
表 2: 09 年新开门店: 仅广西、贵州门店当年即实现盈利

2009 新开门店	开业时间	营业面积 (平米)	开店成本 (元/平米)	当期收益 (万元)
广西梧州月桂花城店	2009.12.19	9,700	592.96	8
广西新开门店合计/平均		9,700	592.96	8
贵州安顺南马广场店	2009.11.18	17,230	234.63	15
北京西单大悦城店	2009.11.08	14,380	437.89	-159
北京蓝色港湾店	2009.01.15	1,360	12,188.01	-209
重庆江北店	2009.04.22	18,600	1,016.60	-256
北京西环广场店	2009.09.26	6,951	3,699.91	-398
江苏南京水游城店	2009.03.28	1,072	12,105.88	-433
北京来福士店	2009.07.28	8,122	1,005.71	-487
湖北武汉大唐新都店	2009.04.28	2,597	12,677.09	-803
河北保定大慈阁店	2009.01.01	4,032	9,873.34	-818
辽宁沈阳五里河店	2009.01.15	10,198	9,564.33	-1,593
其他地区新开门店合计/平均		84,542	3,178.40	-5,141
全部新开门店合计/平均		94,242	2,912.29	-5,133

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

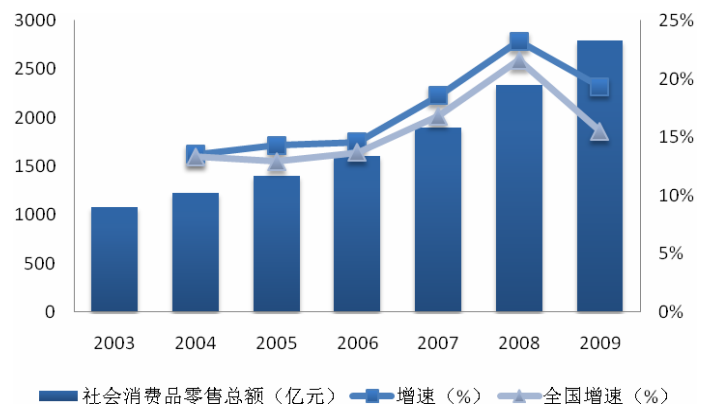
广西省近年来经济迅速发展, 城镇居民人均收入水平保持快速增长, 社会消费品零售总额增速始终超过全国平均水平, 而且目前该区域市场外资进入较少, 截止 09 年底仅有沃尔玛的 3 家门店和大润发的 1 家门店入驻, 竞争环境相对缓和, 公司该区域市场业务有望继续保持高速增长。

图 24:近三年来广西城镇人均可支配收入增速超过全国平均增速



数据来源：国家统计局 广西省统计局 国联证券研究所

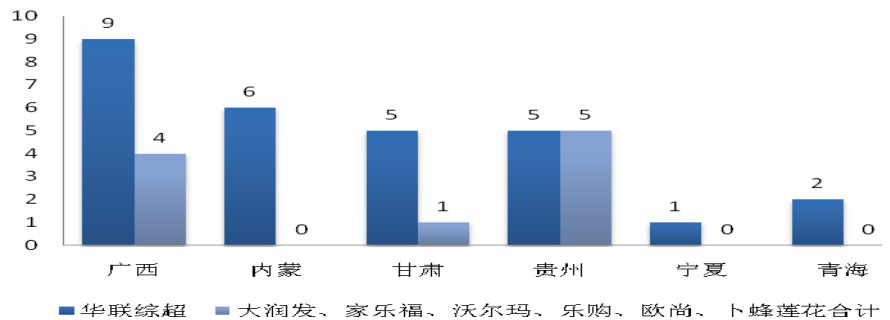
图 25: 04 年以来广西社销总额增速始终高于全国平均增速



数据来源：国家统计局 广西省统计局 国联证券研究所

从更大范围内来看，公司优势区域中的广西、贵州、内蒙、甘肃、青海和宁夏等地外资进入很少，且当地区域型超市实力普遍较弱（无一进入超市连锁百强前 30 名），为公司在这些区域的快速扩张提供了较为有利的竞争环境。

图 26: 09 年底广西、贵州等六省中六大外资超市门店总和



数据来源：国联证券研究所

4.3 精品超市：未来新的利润增长点

(1) 业态细分

公司超市业态细分为三类：

生活超市（Life Style）—黄色标识，为公司主力业态大卖场，平均毛利率

为 10-11%;

食品超市 (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%;

精品超市 (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%。

(2) 精品超市: Market Place

随着国内一线城市的高端收入人群的不断扩大以及普通综合超市竞争的日益激烈, 公司 07 年在北京大望路开出了第一家精品超市 BHG Market Place, 不仅满足这些高收入人群对购物的高要求, 也实现了公司业态的错位经营, 扩大了消费市场的占有份额。目前已在全国拥有 6 家精品超市, 其中 5 家在北京、1 家在南京。

国内一线城市如北京、上海等经济发达, 聚集了大量的高收入人群以及外国人士, 据统计, 2006 年在北京登记居留的外国人有 7 万人, 而上海更多。这些城市的整体经济水平和居民的消费能力都很高, 这给高端超市的发展提供了很大的潜力空间。以北京为例, GDP 和社会消费品零售总额逐年稳步增长, 在 09 年分别达到了 11865.9 亿和 5309.9 亿。人均 GDP 和可支配收入也达到了 68788 元、26738 元。这些都为精品超市的发展提供了坚实的基础。

图 27: 北京 GDP 快速增长, 社销总额占比不断提高

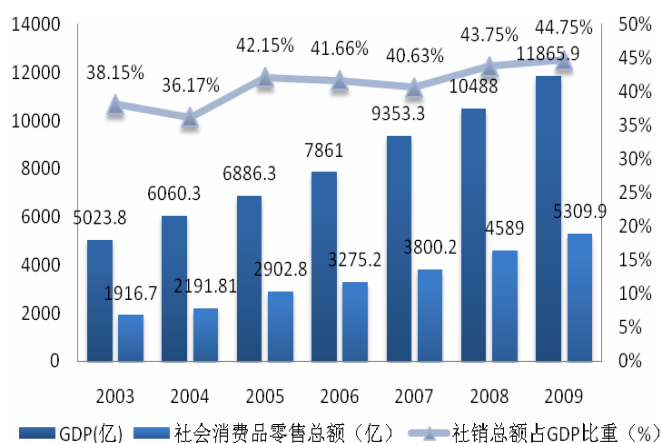
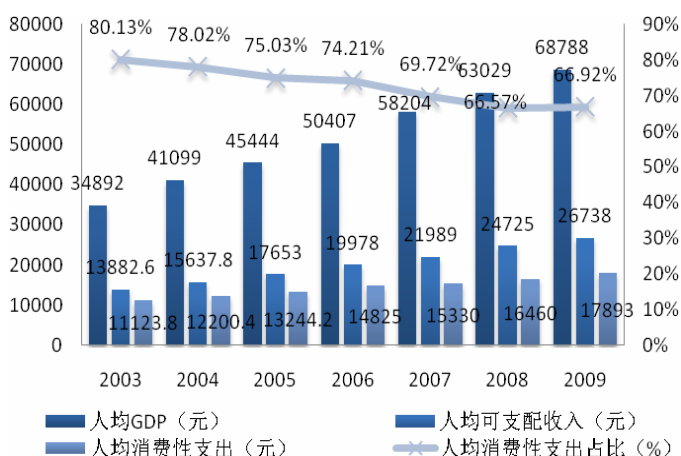


图 28: 北京人均消费性支出占比下降, 潜在消费能力不断提升



数据来源: 北京统计局 国联证券研究所

数据来源: 北京统计局 国联证券研究所

据我们实地调研了解的情况来看, 精品超市的培育期较短, 一般在 1 年以内, 而且精品超市的毛利率高、盈利能力强, 以最早一家精品超市门店北京大望路店为例:

该门店 2007 年 4 月 19 日开业, 经营面积 3766 平方米, 09 年期间日均销

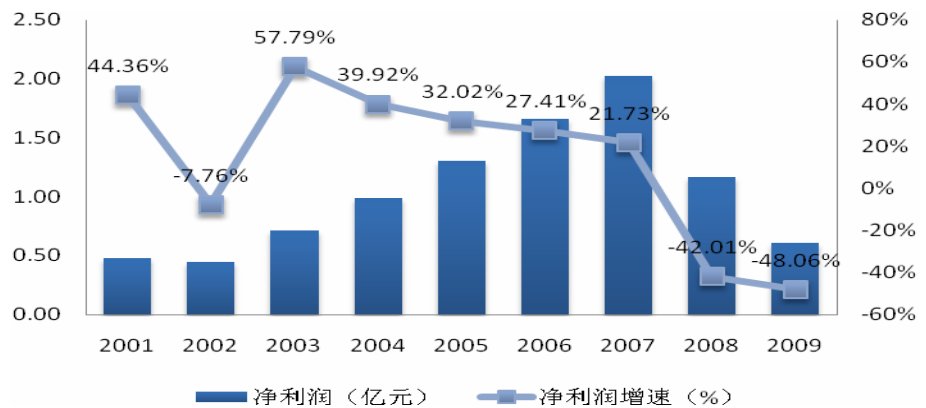
销售额达到32.6万元,客单价104.5元,日均客流量为3122人左右,毛利率22.82%,平销额高达3.17万元,远高于公司平均0.71万元的平销水平。

4.4 财务分析

(1) 成长能力: 08、09年净利润增速连续大幅下降

尽管公司营业收入始终保持较快增长,但由于近两年新开门店节奏加快导致销售费用率高企,公司08、09两年净利润增速连续大幅下降40%-50%。

图 29: 08、09 连续两年净利润增速同比大幅下降

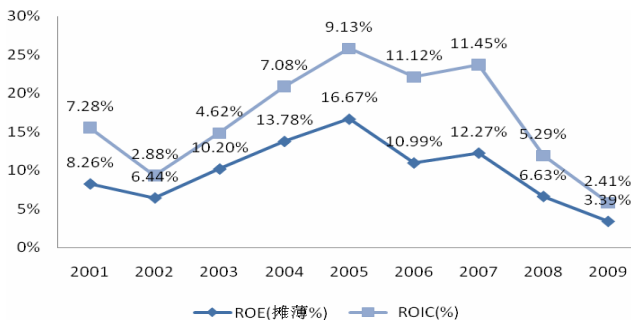


数据来源: 公司公告 国联证券研究所

(2) 盈利能力: 销售费用率是影响业绩的关键因素

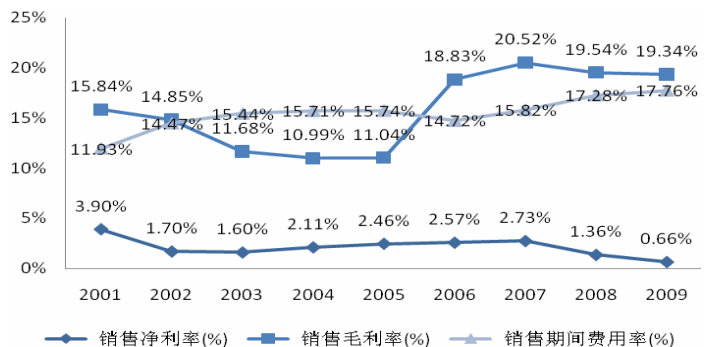
05年以来,公司净资产收益率和投入资本回报率快速下降;08、09年公司毛利率的下降和销售期间费用率的同时上升导致公司销售净利率大幅下滑。

图 30: 05 年以来 ROE 和 ROIC 快速下降



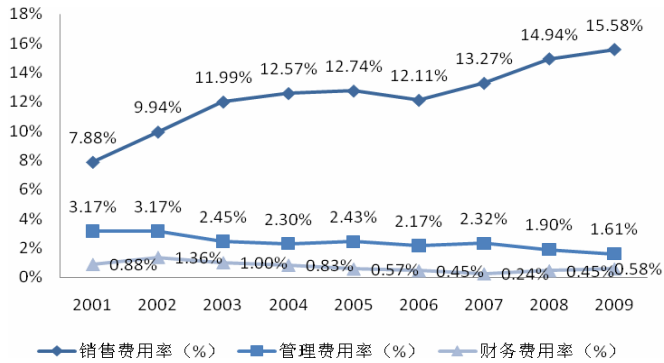
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 31: 近两年毛利率下降、期间费用率上升导致销售净利率下降



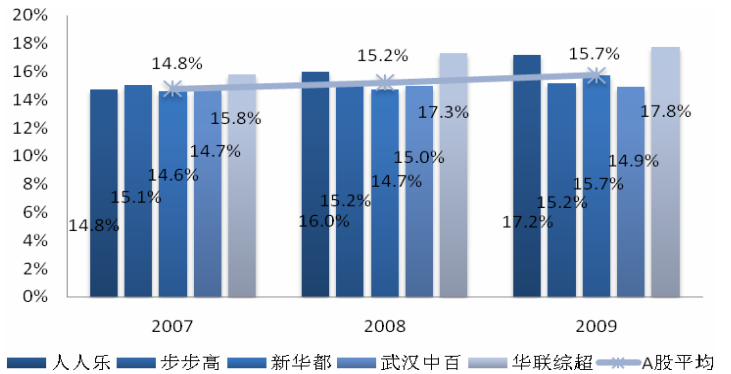
数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 32: 销售费用率快速上升是期间费用率高企的主要原因



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图 33: 销售期间费用率远高于 A 股同类上市公司



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

以 09 年数据测算, 公司的综合毛利率水平仅次于人人乐和步步高, 管理费用率也远低于同类上市公司, 但高企的销售费用率吞噬了公司的高毛利率优势和管理效率的改善, 导致公司 09 年销售净利率仅有 0.66%, 远远低于同类上市公司 2.81% 的行业平均水平。

表 3: 国内主要超市类上市公司盈利能力比较分析 (09 年)

单位: %

	综合毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
联华超市	13.06	21.34	2.33	0.02	2.45
物美商业	18.85	15.73	2.40	0.31	4.67
京客隆	13.92	15.79	3.39	1.27	2.82
步步高	19.61	13.58	1.98	-0.38	2.90
新华都	18.84	13.37	2.56	-0.22	2.11
武汉中百	18.15	10.92	3.73	0.25	2.12
人人乐	20.80	14.07	3.05	0.08	2.62
行业平均	17.60	14.97	2.78	0.19	2.81
华联综超	19.34	15.58	1.61	0.58	0.66

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

开店速度的大幅提高是导致公司销售费用率高企的主要原因。以 10 年已开店数据来看, 一季度即新增 7 家门店, 远高于去年同期新开 4 家门店的开店速度, 一季度销售费用率将可能继续保持高位运行。但随着公司战略转向重点在优势区域内开店, 已开门店的成熟经验将有助于降低新开门店成本和培育周期, 销售费用率高企的现象有望逐步得到改善。

表 4：2010 年一季度新开门店情况

2010 年新开门店	开业时间	项目定位	营业面积（平方米）
遵义海珠广场	2010.01.03	大卖场	9,290
通州武夷	2010.01.16	大卖场	4,000
宁夏石嘴山	2010.01.30	大卖场	13,928
哈尔滨金安国际	2010.02.03	食品超市	2,640
万柳	2010.02.06	大卖场	4,246
三里屯	2010.02.06	食品超市	1,411
小黄庄	2010.02.06	食品超市	1,216
合计			36,731

数据来源：公司数据 国联证券研究所

（3）偿债能力：偿债风险较低

公司资产负债率和权益乘数处于行业平均水平，偿债风险较低。

表 5：国内主要超市类上市企业偿债能力比较分析（09 年）

	资产负债率（%）	权益乘数	流动比率	速动比率	EBITDA/负债合计	已获利息倍数
联华超市	81.01%	5.27	0.82	0.63	0.06	127.18
物美商业	62.87%	2.69	0.72	0.51	0.17	20.94
京客隆	67.77%	3.10	0.91	0.67	0.10	3.98
步步高	48.68%	1.95	1.12	0.73	0.24	—
新华都	62.14%	2.64	0.95	0.57	0.16	—
武汉中百	62.60%	2.67	0.79	0.40	0.17	26.05
人人乐	70.39%	3.38	1.07	0.70	0.18	35.81
行业平均	65.07%	3.10	0.91	0.60	0.15	42.79
华联综超	67.76%	3.10	1.23	0.97	0.08	3.55

数据来源：公司公告 国联证券研究所

（4）运营能力：存货周转变慢，营业周期变长

表 6：国内主要超市类上市企业运营能力比较分析（09 年）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
营业周期(天)	37.25	46.76	41.35	32.32	26.56	27.67	29.23	33.33	36.54
存货周转天数(天)	36.30	46.37	40.58	31.44	26.08	27.41	28.97	33.00	36.28
应收账款周转天数(天)	0.95	0.39	0.77	0.88	0.48	0.26	0.26	0.34	0.26

存货周转率(次)	9.92	7.76	8.87	11.45	13.80	13.13	12.43	10.91	9.92
应收账款周转率(次)	380.30	914.41	467.13	409.45	753.67	1,381.04	1,390.47	1,071.10	1,379.97

数据来源：公司公告 国联证券研究所

4.5 公司盈利能力有望逐渐提高

加强精细化管理迈出实质性步伐。超市业对于精细化管理有着非常高的要求，而这恰恰是内资超市企业急需“补课”的地方，与外资超市巨头相比，内资超市企业在门店管理、消费者购买行为研究、卖场内动线设计、商品品类和货架管理等方面有着明显差距。公司不惜投入重金，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。

供应链管理将不断提高。(1) **采购体系方面：**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。(2) **信息系统建设方面：**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。(3) **物流配送中心建设方面：**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。

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 年门店今年下半年有望实现扭亏；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。

五、盈利预测与估值

5.1 假设

1、考虑到公司门店一般培育期为 1.5-2 年，故将门店类型进一步划分为三种类型：

- (1) 新店：当年开设店面；
- (2) 次新店：上年开设门店；
- (3) 可比门店：开设两年以上的门店。

2、由于精品超市是公司未来业务发展的重点方向之一，且其经营面积、毛利率和净利率水平与普通超市差别较大，因此单独计算这部分收入；此外，由于食品超市缺乏完整的年度数据，且毛利率水平与精品超市较为接近，故统一归为“精品超市”一类计算。

3、根据调研了解情况来预测，假设 10-12 年间公司每年新开门店数均为 15 家。

5.2 盈利预测

表 7：盈利预测表

单位：万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	925740	1133903	1246746	1468817
营业收入	925740	1133903	1246746	1468817
营业总成本	918633	1120507	1229060	1443682
营业成本	746673	913469	1005208	1180047
营业税金及附加	6815	8347	9178	10813
销售费用	144218	173245	186745	220009
管理费用	14905	20410	22441	26439
财务费用	5329	4536	4987	5875
资产减值损失	693	500	500	500
其他经营收益				
投资净收益	1118	1000	1000	1000
营业利润	8226	14395	19100	27245
加：营业外收入	915	0	0	0
减：营业外支出	767	0	0	0
利润总额	8374	14395	19100	27245
减：所得税	2296	3947	5237	7470
净利润	6078	10449	13863	19775
减：少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	6078	10449	13863	19775
每股收益				
(一) 基本每股收益	0.13	0.22	0.29	0.41
(二) 稀释每股收益	0.13	0.22	0.29	0.41

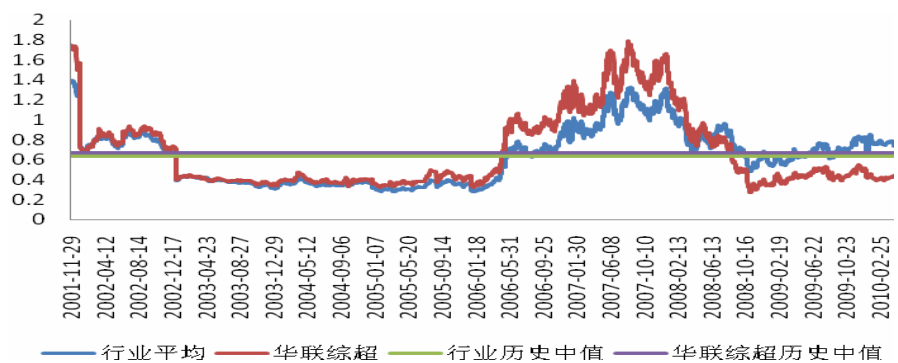
数据来源：公司公告 国联证券研究所

5.3 估值和投资建议

我们预计公司 10-12 年收入分别增长 22.49%、9.95%和 17.81%，净利润分别增长 71.92%、29.80%和 39.86%，每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.41 元，当前股价对应 10-12 年市盈率分别为 37.6 倍、28.6 倍和 20.2 倍。

我们选择市销率这一指标来对公司进行估值发现，公司上市以来市销率区间在 0.28-1.76 倍之间，历史中值为 0.67 倍，当前市销率为 0.35 倍，处于历史底部区域附近。

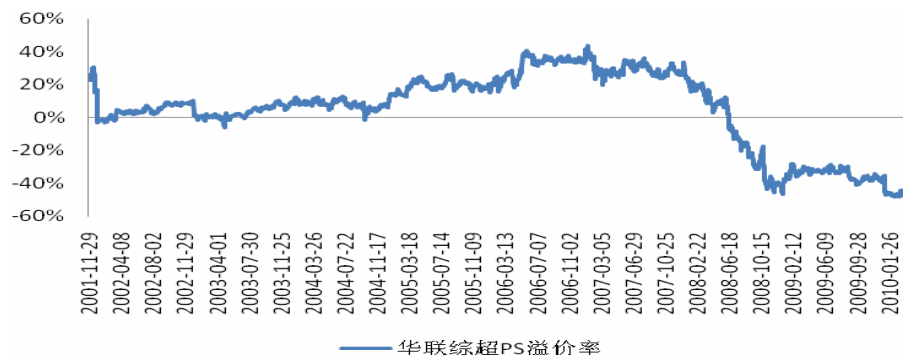
图 34：华联综超当前市销率处于历史性底部区域



数据来源：Wind 国联证券研究所

进一步将华联综超与行业（选取武汉中百、步步高、新华都、人人乐和华联综超等五家超市上市企业按整体法测算）的市销率水平进行比较发现，华联综超 01 年底上市以来至 08 年中期之前，市销率水平基本保持对行业市销率的正溢价，而在 08 年以后溢价水平开始持续为负，并持续运行在行业 and 自身历史中值下方。

图 35：华联综超市销率相对于行业市销率的溢价在 08 年中期后开始持续为负



数据来源：Wind 国联证券研究所

华联综超 08 年中期以后市销率相对于行业连续为负，主要是由于公司 08 年门店扩张提速后业绩迅速下滑，导致市场对公司前期分散式布点扩张模式下构建的渠道网络价值的认可度下降，是对公司进一步快速扩张后业绩会继续下滑的预期反映。

但我们认为，当前市销率已处于对公司价值低估水平。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至少比 06 年底提高一倍以上（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，公司盈利能力将逐步得到改善。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，公司业绩向上拐点也有望在 10 年底或 11 年初显现，因此我们认为公司的价值将有望得到市场重估，市销率向上运行空间有望被打开，给予公司“强烈推荐”评级。

六、风险提示

- 1、公司新开门店数量大幅超出市场预期，导致期间费用率继续走高，经营业绩进一步恶化。
- 2、08、09 年新开门店培育期延长，导致 10 年业绩无法如期释放。
- 3、外资竞争进一步加剧导致公司盈利能力进一步下降。

附表:

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2252	2300	2988	3054	营业收入	9257	11339	12468	14688
应收款项	201	212	233	274	营业成本	7467	9135	10053	11800
存货净额	772	919	1009	1184	营业税金及附加	68	84	92	109
其他流动资产	412	510	561	661	销售费用	1442	1733	1868	2200
流动资产合计	3638	3941	4791	5172	管理费用	149	204	224	264
固定资产	961	1178	1371	1545	财务费用	53	41	40	43
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	11	0	0	0
投资性房地产	796	796	796	796	资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
长期股权投资	160	210	260	310	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5555	6126	7218	7823	营业利润	82	143	191	271
短期借款及交易性金融负债	91	187	187	187	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	1484	1929	2119	2488	利润总额	84	144	192	272
其他流动负债	1389	1694	1855	2179	所得税费用	23	39	53	75
流动负债合计	2965	3810	4161	4854	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	692	692	692	692	归属于母公司净利润	61	104	139	198
其他长期负债	108	204	300	396					
长期负债合计	800	896	992	1088	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	3764	4706	5153	5942	净利润	61	104	139	198
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	7	4	2	2
股东权益	1791	1817	1853	1903	折旧摊销	99	86	112	132
负债和股东权益总计	5555	6523	7006	7845	公允价值变动损失	7	0	0	0
					财务费用	53	41	40	43
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	59	594	288	474
每股收益	0.13	0.22	0.29	0.41	其它	(7)	(4)	(2)	(2)
每股红利	0.20	0.16	0.21	0.30	经营活动现金流	226	784	539	804
每股净资产	3.69	3.75	3.82	3.93	资本开支	(110)	(307)	(307)	(307)
ROIC	4%	6%	9%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	6%	8%	10%	投资活动现金流	(166)	(357)	(357)	(357)
毛利率	19%	19%	19%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	2%	2%	2%	负债净变化	(8)	0	0	0
EBITDA Margin	2%	2%	3%	3%	支付股利、利息	(96)	(78)	(104)	(147)
收入增长	7%	22%	10%	18%	其它融资现金流	257	96	0	0
净利润增长率	-48%	72%	33%	42%	融资活动现金流	50	18	(104)	(147)
资产负债率	68%	72%	74%	76%	现金净变动	109	445	79	299
息率	2.4%	1.9%	2.6%	3.7%	货币资金的期初余额	2143	2252	2300	2988
P/E	66.0	38.5	28.9	20.3	货币资金的期末余额	2252	2697	2379	3287
P/B	2.2	2.2	2.2	2.1	企业自由现金流	143	506	261	527
EV/EBITDA	33.7	32.4	26.7	22.3	权益自由现金流	392	572	232	496

数据来源: 公司资料和国联证券预测

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。