

中性 首次

华联综超 (600361)

2010 年 7 月 19 日

## 中短期业绩有望恢复性增长，长期价值体现 尚待管理能力的有效提升

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖  
SAC 执业证书编号：S0850203100078  
luying@htsec.com  
021-23219403

潘鹤  
SAC 执业证书编号：S0850210040007  
panh@htsec.com  
021-23219423

汪立亭  
联系人  
wanglt@htsec.com  
021-23219399

2010 年 7 月 16 日收盘于 8.12 元  
合理价格：7.00-9.00 元

**调研简况。**2010年6月30日至7月1日，我们调研了华联综超，就公司目前经营状况和未来发展战略等问题与公司进行了交流，并实地考察了阜成门华联商厦，以及同处于北京区域的超市公司，物美商业（8277HK）新街口店和永辉超市（未上市）鲁谷店。

**简评及投资建议。**目前市场上对公司的关注主要集中在以下两点：（1）公司目前是否面临着业绩拐点？（2）公司 0.43 倍的 PS 显著低于 1 倍左右 PS 的超市行业平均水平，也低于主板上市的超市中的白马公司武汉中百 0.74 倍的水平，公司价值是否被低估？

对于第一个问题，我们的基本判断是：2009 年至 10 年上半年应该是公司业绩的低谷，主要是由于 08 年起公司主观上的快速布店带来的经营压力以及客观上的金融危机导致的竞争加剧；我们预计自今年下半年起，得益于 08 年新开门店的逐渐成熟、新业态的推出等因素，公司业绩有望呈现恢复性的增长，但恢复的程度仍有待观察。

对于第二个问题，我们认为公司较大的销售规模主要来自其全国各省市大面积分散布点的特性，而如何通过提升经营效率和供应链整合能力从而将销售规模转化为有效利润才是企业价值的真正体现；因此，我们认为公司目前较低的市销率只能体现其相对较高的安全边际，以及长期可能的潜在空间，而非股价短期必然上涨的动力。

我们预计公司 2010-11 年 EPS 分别为 0.19 元和 0.28 元，同比增幅分别为 48.31% 和 51.67%，公司目前 8.12 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 43.7 倍和 28.8 倍，估值较行业相比相对偏高，而相对于公司未来两年可能高于行业平均水平的业绩增长速度，目前估值处于合理范畴，首次给予“中性”的投资评级。

我们认为，从短期业绩恢复的角度看，公司开店速度的变化、新业态能否成功、新门店扭亏幅度等值得密切跟踪；而从长期企业发展的角度看，公司发展战略是否清晰明确、管理能力能否得到有效提升、供应链整合效率可否得到体现，从而最终反映到利润率和增长速度上来，则是更值得我们所关注的问题。

### 调研简况及我们的分析。

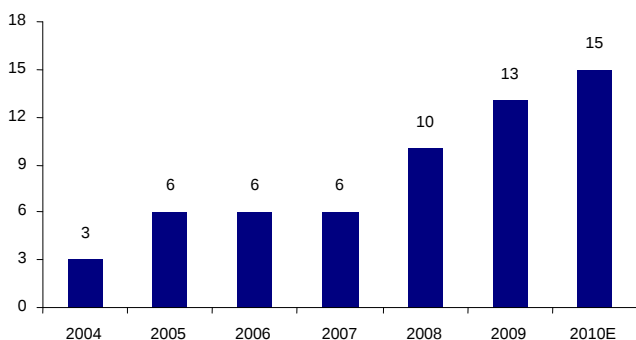
1. 公司作为一家全国扩张的超市连锁企业，截至 2009 年末，在全国 20 个以上的省、市、自治区共经营 78 家门店；自 08 年起，公司展店步伐明显加快，08-09 年分别新增 10 家和 13 家门店，显著高于 05-07 年年均 6 家左右的展店速度，我们预计公司 2010 年或将维持这一较高的扩张速度，全年新增门店可能达到 15 家以上，其中北京地区仍可能将是公司重点展店区域。

从开店速度上看（参见图 1），公司在 2008-09 年分别新开 10 家和 13 家门店，明显高于 2005-07 年每年新增 6 家左右门店的步伐，新店的密集开业以及正好面临金融危机等客观因素直接导致公司毛利率下降、费用压力加大，从而连续两年净利润出现了负增长；我们预计公司 2010 年仍将维持新增 15 家以上门店的这一较高展店速度。

而从扩张区域上看，公司 08-09 年共在北京地区新增了 8 家门店（包括 09 年底收购的北京安贞店），占两年内总开店数的三分之一，可见公司在传统的优势地区北京市仍在加强密集开店的力度。我们预计该地区在未来两年仍将是公司门店扩张的最重要发展区域，今年新增门店数可能达到 10 家左右，明年新开门店数也可能占到总开店数的一半左右。

但在连续几年高速开店后，我们估计公司储备项目或在一定程度上会有所减少，因此其未来的展店速度是否会因此而有所放缓则也可能成为公司利润能否得到释放的因素之一。

图 1 华联综超年新增门店变化情况（2004-2010E）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 公司 08-09 年新开门店及开业当年收益（万元）情况

| 08 年新开门店及当年收益 |       | 09 年新开门店及当年收益 |       |
|---------------|-------|---------------|-------|
| 北京五道口店        | -1717 | 保定大慈阁         | -818  |
| 重庆沙坪坝店        | -644  | 北京蓝色港湾        | -209  |
| 北京上地店         | -1623 | 沈阳五里河         | -1593 |
| 广西贵港华隆店       | 11    | 南京水游城         | -433  |
| 广西贵港九龙城店      | 1     | 重庆江北          | -256  |
| 遂宁金海店         | -314  | 武汉大唐新都        | -803  |
| 甘肃酒泉店         | -251  | 北京来福士         | -487  |
| 玉林盛业店         | 49    | 北京西环广场        | -398  |
| 北京欧陆广场店       | -213  | 北京西单大悦城       | -159  |
| 南宁荣宝华店        | 90    | 安顺南马广场        | 15    |
|               |       | 梧州月桂花城        | 8     |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 从历史情况看，公司之前门店多数为大面积的综合超市业态以及个别购物中心业态，但自 08 年起公司对门店业态及面积的发展战略有所变化，主要表现为：新增精品超市（包括高级超市和食品超市）业态、逐渐收缩购物中心业态以及降低综合超市的面积底线等；我们认为这些变化从中长期看有利于公司集中力量经营超市主业、吸引更多层次消费受众以及缓解大体量门店带来的费用压力从而缩短新开门店培育期时间；但短期内由于高毛利的百货及转租业务有所减少，对公司综合毛利率将会产生一定的负面影响。

公司目前主要划分生活超市（即综合超市）、高级超市和食品超市三个业态，而购物中心业态在逐渐收缩（公司于 09 年 6 月公告向华联股份出售北京上地店、回龙观店和沈阳昌鑫店三家门店的部分装修及设备经营性资产，同时公司租赁这三家门店的超市部分继续经营综合超市，公司对该三家门店的经营面积从 14.9 万平米减少至 2.58 万平米）。

公司原先新开门店均为大店，面积至少在约 8000 平米以上，而现在公司也开始注重平效，因此除了将生活超市的面积底线降低至约 6000 平米以外，还于 08 年开始增加了高级超市（3000-4000 平米）和食品超市（1000 平米左右）两个业态，考虑到消费受众的因素，目前大部分的高级超市和食品超市开在北京地区。就我们对阜成门华联地下一层的食品超市调研情况看，该超市内有较多的进口食品和熟食食品，较为适合白领和海归人士以及希望尝鲜的普通居民，且该门店在人流上也体现出了较高的人气。

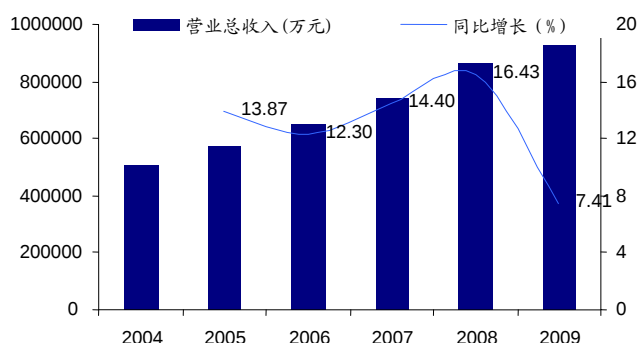
3. 通过不断的外延扩张，公司在全国范围内已达到了一定的销售规模，09 年实现营业总收入 92.57 亿元，我们预计其 2010 年销售规模或可接近 110 亿元；但由于公司门店遍布全国 20 个以上的省市地区，其在单个区域内的销售收入还未形成有效的规模优势。

2005-08 年，得益于门店的内生增长和外延的不断扩张，公司营业收入基本维持在两位数水平（参见图 3）；而 2009 年，由于金融危机、CPI 下降、新开门店收入尚未释放以及购物中心业态逐渐收缩等因素，公司营业收入增速下降至 7.41%；因此我们预计随着经济回暖、CPI 上涨带来同店收入增速的回升以及新开门店收入的逐步释放，公司今年的销售规模或可接近 110 亿元，同比增长 18.81%。

从各区域销售规模情况看（参见图 4），2009 年公司主营规模为 84 亿元，其中华北地区（北京、内蒙、山西、河北）实现 30 亿元，占比达到 35%以上，东北（辽宁、吉林、黑龙江）、华东（江苏、安徽、浙江、江西）和西南（贵州、四川、重庆）地区收入占比均在 14%左右，西北（甘肃、青海、宁夏）和华南（广西）地区收入占比为 10%以上，华中地区（湖北、湖南）占比最低，仅 3%不到。

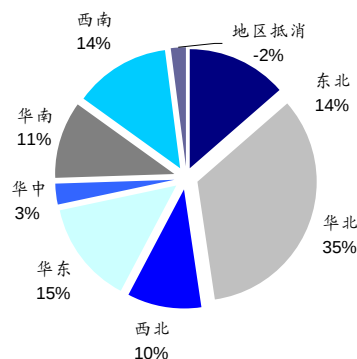
各销售区域中，北京、西北、内蒙、广西、贵州等一直是公司较为传统的优势区域，但相对于区域性扩张的超市企业（武汉中百在湖北的销售规模为 90 亿以上、步步高在湖南的销售规模为 50 亿以上、新华都在福建的销售规模在 30 亿以上），公司在单个区域内的销售收入还未形成有效的规模优势。

图 3 华联综超历年营业总收入变化情况（2004-2009）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 华联综超 09 年各区域收入占比情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 1 华联综超各区域收入及增速情况（2007-2009）

|          | 2007    |        | 2008    |        | 2009    |        |
|----------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
|          | 收入 (万元) | 增速 (%) | 收入 (万元) | 增速 (%) | 收入 (万元) | 增速 (%) |
| 东北       | 91936   | 22.29  | 105661  | 14.93  | 119531  | 13.13  |
| 华北       | 229943  | 27.63  | 277104  | 20.51  | 296327  | 6.94   |
| 西北       | 67528   | 4.40   | 79251   | 17.36  | 86673   | 9.37   |
| 华东       | 116922  | -7.66  | 123224  | 5.39   | 121930  | -1.05  |
| 华中       | 20189   | -2.40  | 24531   | 21.51  | 24563   | 0.13   |
| 华南       | 62573   | 6.35   | 79655   | 27.30  | 91097   | 14.36  |
| 西南       | 83968   | 37.45  | 102121  | 21.62  | 113190  | 10.84  |
| 地区间抵消    | -4282   |        | -12224  |        | -18130  |        |
| 主营业务收入合计 | 668776  | 14.40  | 779325  | 16.53  | 835182  | 7.17   |

注：07 年收入及增速为推算的大致数据

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 08-09 年的密集开店直接导致公司毛利率下降、费用压力加大，从而使得 08-09 年公司归属母公司净利润增速分别为 -42.10%和-48.06%；我们预计 2009 年至 10 年上半年应该是公司业绩的低谷，自今年下半年起，得益于 08 年新开门店的逐渐成熟、新业态的推出等因素，公司业绩有望呈现恢复性的增长，预计 2010-11 年公司归属母公司净利润增速可分别达到 48.31%和 51.67%，净利润率分别恢复至 0.82%和 1.07%。

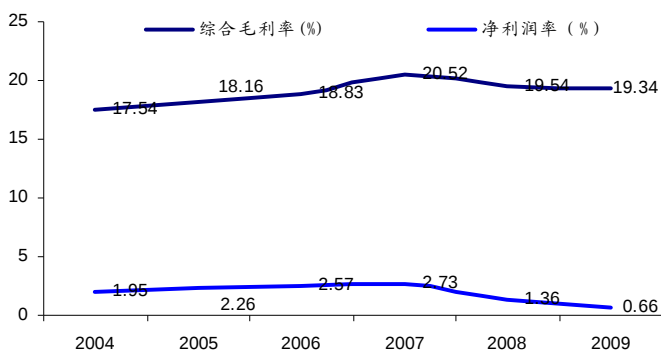
公司在经历了 04-07 年综合毛利率稳步上升的阶段后，08-09 年综合毛利率则分别下降了 0.97 和 0.2 个百分点（参见图 5），这主要是由于公司 08 起较多的新开门店拉低了整体毛利率水平、CPI 下滑以及经济危机背景下超市行业竞争压力加大导致打折促销力度的加剧以及阜成门等一些老店的停业改造导致高毛利收入的减少；我们预计，由于 2010 年仍将有较多的新门店开业，同时随着北京上地店、回龙观店和沈阳昌鑫店三家门店高毛利的百货和转租业务的出售，公司综合毛利率水平仍可能进一步下降。

期间费用方面（参见图 6），同样由于 08-09 年的密集开店、经济危机和 CPI 下行导致的大力度打折促销、人力成本和租金的上涨以及改造老门店的费用等原因，公司 08-09 年销售费用率同比大幅上升了 1.67 和 0.64 个百分点（公司 09 年在控制成本方面进行了一定的努力，例如开店投资方面的控制、员工招聘及人员工资方面的控制，产生了一定的效果）；我们预计由于今年仍有较多新门店开业，由此带来的装修设备费用的增加（例如我们假设开一个精品超市，装修费用为 1000/平米、设备费用为 1000 万/店）、租金的增加（今年预计可能有较大门店开在北京地区，而当地租金相对较高）、以及人力成本的提升，今年销售费用的压力仍可能较大，但同时考虑到部分大体量门店的收缩、门店竞争压力的减缓以及门店收入的逐步释放，因此我们预计销售费用率水平则可能有所下降。

公司历年财务费用波动较大（参见图 6），06-07 年公司财务费用分别下降 154 万元和 1115 万元，主要是由于 06 年公司定增募集了 6 亿元资金；08 年公司财务费用同比大幅增加了 2087 万元，主要是由于公司当年发行 6 亿元的短期融资券以及新增 3.9 亿的银行短期借款所致。

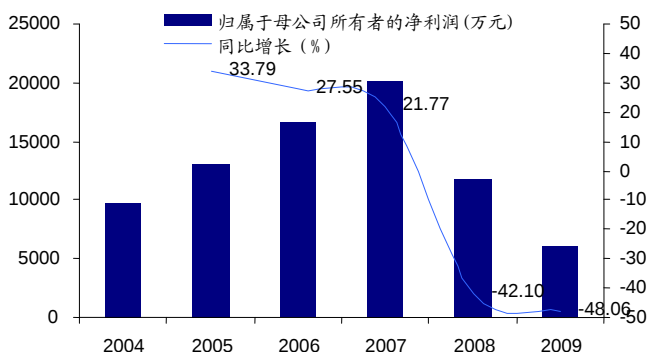
08-09 年的密集开店直接导致公司毛利率下降、费用压力加大，从而使得 08-09 年公司归属母公司净利润增速分别为 -42.10%和-48.06%（参见图 7），净利润率分别下滑至 1.36%和 0.66%（参见图 5）；综合我们前面对公司收入、毛利率、费用率以及发展战略的判断，我们预计 2009 年至 10 年上半年应该是公司业绩的低谷，自今年下半年起，得益于 08 年新开门店的逐渐成熟、新业态的推出等因素，公司业绩有望呈现恢复性的增长，预计 2010-11 年公司归属母公司净利润增速可分别达到 48.31%和 51.67%，净利润率分别恢复至 0.82%和 1.07%。

图 5 华联综超历年毛利率及净利润率变化情况（2004-2009）



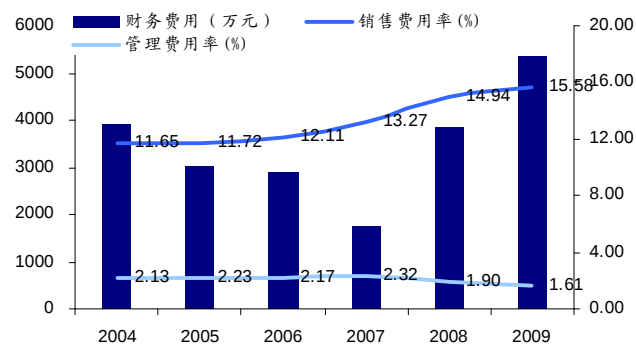
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 华联综超归属母公司净利润及增速情况（2004-2009）



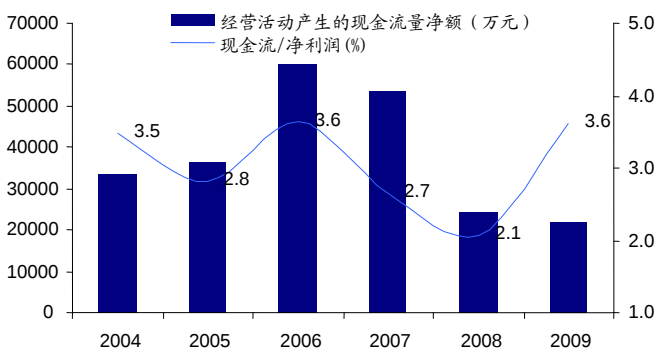
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 华联综超历年期间费用变化情况（2004-2009）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 8 华联综超现金流及现金流/净利润比值情况（2004-2009）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 5. 公司在管理能力及供应链整合能力等核心竞争力方面仍需进行长期努力。

近年来，公司在管理方面也在进行一系列的努力，例如建设创新中心、加强品类管理和货架空间管理，同时也尝试逐渐加强总部管理权力，但这些均需要较长的时间来体现。

在物流配送方面，公司目前全国统配占 15%左右，并在北京和合肥各有 1 家配送中心，各覆盖了当地大部分门店；考虑到公司门店不断扩张、规模逐渐加大，我们预计公司未来将加强配送中心的建设。

## 6. 盈利预测及投资建议。

我们预计公司 2010-11 年营业收入分别为 109.99 亿元和 127.93 亿元，同比分别增长 18.81%和 16.31%；归属母公司净利润分别为 9014 万元（假设 2010 年可获得华联财务股权投资收益 1000 万元左右）和 1.37 亿元，同比分别增长 48.31%和 51.67%，对应 EPS 分别为 0.19 元和 0.28 元。公司目前 8.12 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 43.7 倍和 28.8 倍，估值较行业相比相对偏高，而相对于公司未来两年可能高于行业平均水平的业绩增长速度，目前估值处于合理范畴，首次给予“中性”的投资评级。

我们认为，从短期业绩恢复的角度看，公司开店速度的变化、新业态能否成功、新门店扭亏幅度等值得密切跟踪；而从长期企业发展的角度看，公司发展战略是否清晰明确、管理能力能否得到有效提升、供应链整合效率可否得到体现，从而最终反映到利润率和增长速度上来，则是更值得我们所关注的问题。

表 2 华联综超合并损益表及预测

|                   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E   | 2011E   |
|-------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入(万元)         | 740195 | 861845 | 925740 | 1099909 | 1279289 |
| 同比增长 (%)          | 14.40  | 16.43  | 7.41   | 18.81   | 16.31   |
| 营业总成本(万元)         | 711404 | 848511 | 918633 | 1088990 | 1261059 |
| 营业成本(万元)          | 588326 | 693414 | 746673 | 890927  | 1035584 |
| 营业成本/营业收入 (%)     | 79.48  | 80.46  | 80.66  | 81.00   | 80.95   |
| 营业税金及附加(万元)       | 5391   | 6173   | 6815   | 7919    | 9211    |
| 营业税金及附加/营业收入(%)   | 0.73   | 0.72   | 0.74   | 0.72    | 0.72    |
| 销售费用(万元)          | 98188  | 128745 | 144218 | 167516  | 191254  |
| 销售费用/营业收入(%)      | 13.27  | 14.94  | 15.58  | 15.23   | 14.95   |
| 管理费用(万元)          | 17137  | 16351  | 14905  | 17269   | 19957   |
| 管理费用/营业收入(%)      | 2.32   | 1.90   | 1.61   | 1.57    | 1.56    |
| 财务费用(万元)          | 1769   | 3856   | 5329   | 5060    | 5053    |
| 资产减值损失(万元)        | 592    | -26    | 693    | 300     | 0       |
| 非经营性净收益(万元)       | 0      | 2158   | 1118   | 1000    | 0       |
| 营业利润(万元)          | 28791  | 15492  | 8226   | 11919   | 18230   |
| 同比增长 (%)          | 27.63  | -46.19 | -46.90 | 44.90   | 52.95   |
| 营业外收入(万元)         | 626    | 2156   | 915    | 200     | 0       |
| 营业外支出(万元)         | 796    | 2620   | 767    | 100     | 0       |
| 利润总额(万元)          | 28621  | 15027  | 8374   | 12019   | 18230   |
| 同比增长 (%)          | 23.90  | -47.50 | -44.27 | 43.53   | 51.67   |
| 所得税费用(万元)         | 8413   | 3327   | 2296   | 3005    | 4557    |
| 有效所得税率 (%)        | 29.39  | 22.14  | 27.42  | 25.00   | 25.00   |
| 净利润(万元)           | 20208  | 11701  | 6078   | 9014    | 13672   |
| 同比增长 (%)          | 21.73  | -42.10 | -48.06 | 48.31   | 51.67   |
| 净利润率 (%)          | 2.73   | 1.36   | 0.66   | 0.82    | 1.07    |
| 归属于母公司所有者的净利润(万元) | 20208  | 11701  | 6078   | 9014    | 13672   |
| 同比增长 (%)          | 21.77  | -42.10 | -48.06 | 48.31   | 51.67   |
| 少数股东损益(万元)        | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 摊薄每股收益(元)         | 0.417  | 0.241  | 0.125  | 0.186   | 0.282   |

资料来源：公司公告，海通证券研究所

## 7. 华联综超阜成门超市（食品超市）、物美新街口店（大卖场）、永辉鲁谷店（大卖场）门店实地调研情况。

**华联综超阜成门超市：**位于西城区阜成门华联地下一层，地理位置较好，周边白领较多，且与楼上百货形成联动效应；该门店为食品超市业态，内有较多的进口食品和熟食食品，较为适合白领和海归人士以及希望尝鲜的普通居民。

**物美新街口店：**位于二环西城区新街口新华百货地下一、二层，地理位置较好，交通便利，周边小区也较多，且与楼上的新华百货有着联动效应；该门店为大卖场业态，其中B1经营百货、日用品，B2经营食品类；卖场内品类较为齐全，尤其是百货、家电、日用品品类比较丰富；同时部分商品的价格也有一定竞争力。

**永辉鲁谷店：**位于四环山景山区鲁谷大街东侧，地理位置相对前两家较远，但周围也有一些小区，同时由于卖场门前有一个很大的停车场，开车去购物者也较多；该门店为大卖场业态，估计面积有1万多平米，其中一层经营生鲜食品、二楼经营百货；根据我们的现场体验，该门店生鲜品类非常的丰富（例如：西瓜有7个品种、小番茄有4个品种），并且品质很高，价格也较大吸引力；此外，生鲜柜台前还会有工作人员协助消费者挑选商品。

## 信息披露

### 分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超。

### 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

**增持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

**中性：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

**卖出：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

#### 行业评级

**增持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

**中性：**我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

**减持：**我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。