



上市公司公告点评

研究报告
批发和零售贸易

中性 维持

华联综超 (600361)

2010 年 7 月 24 日

租赁关联方购物中心内场地经营超市主业， 有利于各业态互动及规模进一步扩张

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 19 日收盘于 8.46 元
合理价格：7.00-9.00 元

公告内容。公司今日（2010年7月24日）公告，拟与北京华联商厦股份有限公司（000882）及其子公司合肥新联顺通商业管理有限公司、合肥达兴源商业管理有限公司以及华联股份托管的北京万贸置业有限责任公司签署《场地租赁合同》，租赁华联股份下属十一家购物中心门店的部分面积经营综合超市业务，共计租赁面积63392平米，初始年租金及管理费合计为4000.18万元（参见表1）。

由于公司的控股股东北京华联集团投资控股有限公司同时为华联股份的控股股东，而华联股份也同时持有公司6.92%的股份。本次交易构成关联交易。

简评及投资建议。公司此次向华联股份租赁 11 家购物中心门店内部分面积进行超市经营是其集中超市主业，扩张规模的进一步发展；这 11 个场地中北京 4 个、成都 3 个、合肥 2 个、南京和沈阳各 1 个，较为符合公司将北京地区作为未来两年重点发展区域的战略规划；同时由于所租赁的场地均在购物中心内部，因此有利于其利用购物中心各种业态的互动，提升整体的聚客能力。

从体量上看，这 11 个租赁场地共计租赁面积 63392 平米，平均单店租赁面积 5763 平米，也较为符合我们在之前报告中分析的公司门店经营面积有所收缩的趋势；而从租金上看，这 11 个场地初始年租金及管理费合计为 4000.18 万元，其后年度按不同的项目递增速度和幅度均有不同（大部分场地为每三年递增一次，幅度在 3%-6%左右），我们认为这一租金水平还是属于市场化的合理范畴，同时与公司过去向华联股份租赁场地的租金水平也没有太大的变化（公司于 09 年 6 月公告的租赁北京上地店、北京回龙观店和沈阳昌鑫店超市部分的租金分别是 1.75 元/日/平米、1.90 元/日/平米及 38 元/月/平米）。

我们仍维持之前对公司的判断，认为从业绩上看，2009 年至 10 年上半年应该是公司业绩的低谷，而自今年下半年起，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；因此维持对公司 2010-11 年 EPS0.19 元和 0.28 元的盈利预测（参见表 2），公司目前 8.46 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 45.5 倍和 30.0 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，维持“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。

此外，公司于 2010 年 7 月 20 日公告因筹划非公开发行事项停牌，并将于 7 月 27 日公告相关事项后复牌，我们也将对此做密切跟踪。

表 1 租赁门店项目情况

项目名称	出租方	租赁面积(平方米)	初始租金标准(元/㎡/天)	管理费标准(元/㎡/天)	租赁年限(年)	第一年租金及管理费(万元)
1 北京通州天时尚名苑项目	北京华联商厦股份有限公司	2872	1.80	0.50	20	241.10
2 北京通州武夷花园项目	北京华联商厦股份有限公司	4860	1.05	0.50	20	274.94
3 北京万柳购物中心项目	北京万贸置业有限责任公司	7471	地下一层(6741.02平方米): 2.50, 地下二层(730平方米): 1.00	0.50	20	778.11
4 北京马家堡项目	北京华联商厦股份有限公司	4579	2.00	0.50	20	417.88
5 成都双桥项目	北京华联商厦股份有限公司	6810	每月每平方米35.64元	-	12	291.25
6 成都盐市口广场项目	北京华联商厦股份有限公司	3093	每月每平方米35元	0.54	12	190.84
7 成都飞大项目	北京华联商厦股份有限公司	4204	每月每平方米44.5元	0.50	20	301.19
8 合肥长江路项目	合肥信联顺通商业管理有限公司	8838	1.00	0.50	20	483.90
9 合肥蒙城路项目	合肥达兴源商业管理有限公司	7988	1.00	0.50	20	437.32
10 南京大厂项目	北京华联商厦股份有限公司	5112	1.00	0.50	20	279.86
11 沈阳五洲广场项目	北京华联商厦股份有限公司	7567	1.10	-	16	303.81
合计		63392				4000.18

资料来源：公司公告、海通证券研究所

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

相关报告：

华联综超调研简报：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（中性、首次）20100719

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。