

湘财证券研究所

零售百货 研究小组

张 倩

Tel: 021-68634510-8056

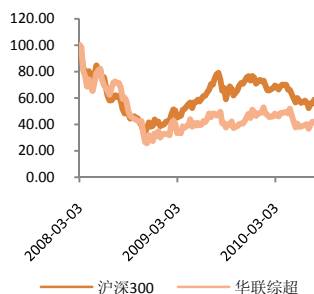
E-Mail: zq2635@xcsc.com

巢 枫

Tel: 021-68634518-8683

E-Mail: cf2255@xcsc.com

公司近两年市场表现



首次关注

事件:

昨日华联综超 (600361SH) 发布公告, 董事会审议通过了2010年非公开发行股票方案, 拟向公司的股东华联集团、洋浦万利通以及海南亿雄非公开发行股票数量为181百万股A股, 发行价格为7.18 元/股, 拟募集资金13亿元 (含发行费用)。当日公司股价涨停, 涨幅达10.5%。

主要观点:

- 本次拟募集资金规模很大, 反映了三股东对公司前景信心十足。本次拟募资金规模很大, 是2010年3季度末净资产的72%, 反映了三个募资对象对公司未来发展前景是非常有信心的。
- 根据项目计划, 我们对公司未来三年有以下两点判断:
 - ✓ 未来三年公司将进入高速外延扩张期, 内生增长也将提速。预计公司2010-2012年每年新增门店至少在15-16家。31家旧门店改造将提升对客户吸引力, 推动整体单店的内生增长。
 - ✓ 长期竞争优势提升值得期待。公司正在持续推进局部区域规模化、市场精细化、以及加强供应链管理等, 这将促进竞争优势提升, 并最终反映到盈利、成长上来。预计长期看公司的毛利率将提升, 费用率有望呈趋势性下降。
- 业绩短期回升压力大, 长期成长性高。由于未来三年公司面临高速的外延扩张及大规模内部改造, 短期内业绩回升不确定性依然较大。我们更看好公司长期业绩的成长性, 若2012年后门店扩张减速, 2012年后成长性就会开始显现。另外, 公司竞争优势增强带来利润率呈趋势性提高, 成为长期推动业绩成长的重要因素。
- 盈利预测及估值不考虑本次拟增发对股本的影响, 预计2010-2012年公司实现净利润同比增速分别为40.57%、56.62%、30.16%, EPS分别为0.18、0.28、0.36元。昨日收盘价对应的2010、2011年PE分别为52.83X、33.73X, 估值貌似已较为合理。但是考虑到其长期竞争优势提升、业绩改善的预期, 我们认为给予2011年目标PE40倍较为合理, 对应6-12个月的目标价为11.2元/股, 给予“增持”评级。建议跟踪关注2010年的业绩回升情况, 以及长期经营管理方面的改善进度。
- 风险提示短期业绩回暖低于预期; 长期公司竞争优势提升低于预期。

盈利预测及估值简表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	8618	9257	10984	12947	15220
(+/-%)	16.43%	7.41%	18.66%	17.86%	17.56%
净利润(百万元)	117	61	85	134	174
(+/-%)	-42.10%	-48.06%	40.57%	56.62%	30.16%
综合毛利率	19.54%	19.34%	19.30%	19.34%	19.40%
EPS (元)	0.24	0.13	0.18	0.28	0.36
PE	—	—	52.83	33.73	25.92

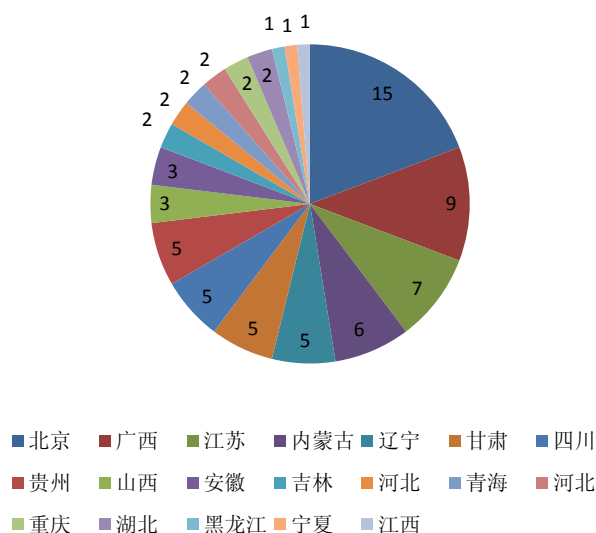
资料来源: 湘财证券研究所

一、本次募集资金规模较大，反映三股东对公司前景信心十足

华联综超（600361SH）是国内少有的实现了全国布局的超市连锁企业，主要经营大卖场及生鲜超市。截至 2010 年 6 月末，公司拥有门店数达 86 家，遍布全国 19 个省市。其中在北京、广西、江苏、内蒙古门店数量较多，在当地已经形成了一定规模及市场影响力。

09 年公司资产规模达 55.55 亿元，实现营业收入 92.57 亿元，净利润 6078 万元。其中超市贡献营业收入 74.26 亿元，占总营业收入的 80%。百货、地产、物业管理等其他业务占 20%。

图 1：09 年底公司门店分布情况



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

本次公司拟募集资金高达 13 亿元，这规模是 2010 年 3 季度末净资产的 72%。三个募资对象，也就是华联综超的三个股东华联集团、洋浦万利通以及海南亿雄愿意投如此规模的资金，反映了其对公司未来发展前景是非常有信心的。

从资金计划投向看，主要有三个方向：1、发展 39 家门店、2、改造 31 家旧门店、3、补充流动资金。该计划规模几乎可够公司用于两到三年的发展，因此本次募集资金的项目很大程度上已经勾勒出了未来三年的发展计划。

表 1：募资项目使用计划（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资额	募集资金拟投入
1	39 家门店发展项目	70730	70730
2	31 家门店改造项目	15563	15563
3	补充流动资金项目	43665	43665

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

二、根据计划，我们可以明确以下三点对公司的判断

1、未来三年进入高速外延扩张期

公司募集资金的一个主要投向是新开 39 家门店。按照这个规模，加上 2010 年上半年新增的 8 家门店，我们可以预计公司 2010-2012 年每年新增门店至少在 15-16 家，算得上公司历史上外延扩张的高峰时期。我们假设新增门店平均培育期 1.5 年，预计 2010-2012 年营业收入平均增速将达 17.86%。

2、内生增长也将提速

除了新开门店外，公司计划投资 15,563.35 万元对 31 家历史较长的门店进行改造，改造内部包括装修、更新营业设备和配套设备等。截至 2010 年 6 月，公司拥有的门店总数 86 家，也就是说有 36% 的旧门店将进行更新改造。

这些旧门店中大多地理位置处于繁华商圈，但设施、设备和装潢比较陈旧，对客户的吸引力减弱。对这些商圈成熟的门店进行改造升级，短期内就能提升客户吸引力，推动单店的内生增长。

3、战略调整稳步推进，竞争优势提升值得期待

公司除了拥有全国性的网点、经营规模较大外，竞争优势并不突出。首先，网点过于分散，在单个区域没有形成规模优势，从而导致与上游供应商议价能力弱、物流成本高等问题，经营成本高于同行平均水平。其次，超市业务发展较为粗框，主要经营大卖场、生活型超市，差异化程度小。

08 年以来公司开始在战略上进行调整，一是在维护好已有区域的同时，着重培养强势地域；二是超市逐渐走专业化、精细化的道路，除了之前一贯发展的生活型超市、大卖场，开始发展精品超市、食品超市，满足高端客户需求。

本次项目计划延续了这种战略调整：

从地域分布看，39 家拟开门店主要分布于华北、华中、华东、西南等地，其中有 15 家在北京，说明公司有意着重布局重点地域。

从经营面积看，公司正在向超市精细化上努力，增加了许多面积在 4000 平米左右的门店，应该是一些精品超市、食品超市。

不仅如此，公司计划从供应链上游入手，提高对供应链控制力。

公司拟用本次非公开发行股票募集资金中 43,664.65 万元用于补充流动资金，具体运用方向包括发展自有品牌、农副产品直采以及门店运营资金等。我们认为该部分资金的运用主要意在加强供应链管理，通过供应链上游渗透来提升利润空间，从而从整体上提升公司的盈利能力。预计未来公司自有品牌占比将有所提升，农副产品的直采比例上升，将有利于综合毛利率提升，运营资金充盈则会降低财务费用。

我们认为，公司正在持续推进局部区域规模化、市场精细化、以及加强供应链管理，未来有望逐渐改善其成本劣势、提高产品差异化程度，竞争优势将有明显提升，并最终反映到盈利、成长上来。预计长期看公司的毛利率将提升，费用率有望呈趋势性下降。

三、短期看业绩回升压力大

受金融危机以及 09 大规模的开店的影响，公司 2009 年毛利率大幅下滑、销售费用高企，导致业绩出现了大幅下滑，净利润同比下降了 48%。2010 年 1 季度财务数据看，业绩仍没有大的好转。

我们预计 2010 年消费景气度回升，而 09 年新开门店中大部分将在 2010 年下半年走出培育期，2010 年下半年开始公司业绩将有所好转。但由于未来三年每年有大概 15 家新增门店、10 家旧门店改造，对应的成本、费用压力仍然较大，业绩回升仍有较大压力，不确定性较大。

四、长期看业绩成长性突出

但是我们看好长期业绩成长性，主要基于以下两点判断：

1、如果 2012 年后门店扩张减速，2010-2012 年期间累积新门店的业绩将释放出来。

2、假设竞争优势提升，公司经营成本、费用有望下降、利润率有望持续提高，成为长期推动业绩成长的重要因素。

由于超市行业的利润率本来就很低，小幅的成本降低就能明显提升业绩。以公司 2010 年预测数据为例，销售费用率降低 0.1 个百分点，可以使净利润增速提高 13.37 个百分点。

五、盈利预测及估值

我们以募集资金项目作为 2010-2012 年的发展计划，不考虑本次拟增发对股本的影响，对未来三年业绩进行了测算，预计 2010-2012 年公司将实现营业收入 109.84 亿、129.47 亿、152.20 亿元人民币，增速分别达 18.66%、17.68%、17.56%，实现净利润 8543 万、1.34 亿、1.74 亿，同比增速分别为 40.57%、56.62%、30.16%。

2010-2012 年 EPS 分别为 0.18、0.28、0.36 元，昨日收盘价对应的 2010、2011 年 PE 分别为 52.83X、33.73X，处于同业较高水平，相对于未来两年自身 50%左右的业绩增长而言较为合理。但是我们认为以近两年的业绩对应的 PE 估值作为评级标准对公司而言并不合适，不能反映其长期竞争优势提升、业绩改善的预期。我们给予 2011 年目标 PE40 倍，对应 6-12 个月的目标价为 11.2 元/股，给予“增持”评级。建议跟踪关注 2010 年的业绩回升情况，以及长期经营管理方面的改善进度，中报情况若好于预期，将会是又一次市场机会的触发点。

盈利预测表（单位：百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7402	8618	9257	10984	12947	15220
(+/-%)		16.43%	7.41%	18.66%	17.86%	17.56%
营业成本	5883	6934	7467	8864	10443	12267
(营业成本/营业收入)	79.48%	80.46%	80.66%	80.70%	80.66%	80.60%
营业税金及附加	54	62	68	81	96	113
销售费用	982	1287	1442	1697	1974	2313
(费用率)	13.27%	14.94%	15.58%	15.45%	15.25%	15.20%
管理费用	171	164	149	209	233	259
(费用率)	2.32%	1.90%	1.61%	1.90%	1.80%	1.70%
财务费用	18	39	53	27	31	46
投资收益	0	22	11	10	10	10
资产减值及公允价值变动	6	0	7	0	0	0
利润总额	286	150	84	115	180	232
所得税费用	84	33	23	30	46	58
(有效所得税率)	29.39%	22.14%	27.42%	26.00%	25.50%	25.00%
净利润	202	117	61	85	134	174

	(+/-%)	-42.10%	-48.06%	40.57%	56.62%	30.16%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	202	117	61	85	134	174

资料来源：湘财证券研究所

六、风险点

- 1、短期业绩回暖低于预期
- 2、长期公司竞争优势提升情况低于预期

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。