



东兴证券
DONGXING SECURITIES

再融资助推公司“量价齐升”业绩拐点

——华联综超（600361）

2010年7月27日

推荐/维持

华联综超

事件点评

银国宏

S1480207120048

联系人：高坤

零售行业分析师 gaokun@dxzq.net.cn

010-66507320

事件：

公司于7月27日公告了非公开发行预案。本次发行的发行对象为华联集团、洋浦万利通以及海南亿雄，发行数量为1.8亿股，发行价格为7.18元/股。本次发行所募集资金预计为13亿元（含发行费用），募集资金用于新开门店、改造旧店以及补充流动资金，其中7.07亿元用于新开门店，1.56亿元用于改造旧店。

观点：

1. 新老门店共筑全国连锁超市龙头地位。

人均GDP超过1000美元，逼近3000美元，为以大卖场为主，各类仓储店、折扣店及便利店为辅的超市细分业态带来了极大的外延空间。截至2010年6月30日，公司在全国19个省、市、自治区经营86家门店，作为为数不多的全国连锁百货，在内忧外患的行业竞争格局下，巩固已有优势地区的市场份额，追赶弱势地区的龙头企业成为缩短新开门店培育期、提升老店同店增速，从而获得跨区品牌影响力的关键因素。

·新开店方面：公司在包括北京在内的华北地区和华东地区的营业收入占比较高，同时公司在西南的贵州、华南的广西、华北的内蒙等地也具有明显的区域优势。39家门店发展项目主要集中在北京、合肥、西部和东北等优势地区（北京15家、合肥4家）。将新增连锁店面积28.6万平米，正常年（3年）后年新增38.50亿元（含税）的销售规模。项目全部投资后，开业当年实现盈利的门店数为6家，第二年开始盈利的门店为20家，第三年开始盈利的门店为12家，第三年后开始盈利的门店为1家。连锁超市行业具有较强的规模效应，门店数量在一定程度上决定了公司的市场份额。通过开设门店，可以在优势地区进一步提高市场份额，在劣势地区缩小竞争差距；营业规模的扩大，也有利于提高公司对上游的议价能力和对下游的品牌号召力。

·改造旧店方面：31家门店改造项目投资地区相对分散，但仍主要集中在华北和华东等核心市区。改造完成当年可实现盈利的门店为20家，改造完成后第二年开始盈利的门店为6家。公司对部分门店设备和设施进行升级和改造，直接注入公司新的门店经营理念和新的技术手段，加强核心城市旗舰店建设，通过“类蜂窝”式发展突破现有门店瓶颈，对接新门店以巩固区域竞争优势。

2. 自营、直采双轨铺设盈利之路。

公司此次拟通过补充流动资金（4.4亿元）大力发展自有品牌、提高农副产品直采规模以及增加门店运营资金。公司一直采取“自营+联营+出租+品牌开发”四位一体的商业模式，而毛利率的提升主要依赖于自有品牌的开发和一定比例的租金收入。作为超市行业的旗舰，沃尔玛和家乐福的自营比例分别为25%和5%，公司目前的自营比例仅为3%左右，虽然略高于新华都等区域型超市，但与外资超市巨头仍存在较大差距。此次非公开增发，公司将致力于提高自营的比例，提高产品利润率，实现差异化经营，从而进一步形成盈利的良性循环。公司目前正在积极探索若干产品的上游一体化项目，如黄山地区的有机茶饮料等。

而在采购体系方面，目前采取的“全国联采-地区统采-门店自采”的三级采购体系没有充分发挥农超对接

背景下“基地采购”带来的盈利弹性空间。与沃尔玛、家乐福直采70%、30%的直采比例相距甚远，也低于同为全国连锁超市人人乐35%左右的比例。利用此次再融资的契机，随着健康消费理念的逐步渗透，有机、绿色农副食品已经成为今后直采发展的主要趋势，并逐步在实现规模化的同时降低采购成本和提升渠道利润。

3. 集团控股资源有效支撑公司积极外延态势。

大股东华联集团旗下拥有华联股份和华联综超两家上市公司平台。华联股份专注于商业地产和购物中心业务，公司的定位是专注于综合超市业务。而恰恰是如此明晰的定位，使得公司在快速成长过程中节省了一定的物业搜寻时间和洽谈等前期成本，通过内置华联股份购物中心的主要合作方式实现两者的共赢发展。此外，华联集团下属企业中仅有武汉华联综合超市有限公司和山西华联综合超市有限公司两家公司经营超市业务。这两家公司目前由华联集团委托华联综超经营和管理，华联综超按照主营业务收入的1%收取托管收入。

本次非公开发行对象均是公司的股东，完成后华联集团仍为公司的第一大股东。华联集团的直接持股比例将上升为24.66%，通过控股子公司华联股份间接持股比例下降为5.04%。华联集团合计持股比例保持不变，仍为29.70%，并没有稀释大股东的持股比例。

公司经营86家门店，仅4家门店使用的房产为发行人及其子公司所有的房产，其余均为对外租赁取得。各个门店尤其是地段较好的门店租赁期满后是否能够续租，将对公司的正常经营带来较大的经营风险。不排除公司借力集团相关商业物业资源平衡轻资产外延压力和相关费用压力。这已经在今年年初的资产出售战略中出现端倪：2010年6月3日，公司及公司全资子公司北京联合创新国际商业咨询有限公司分别与华联集团签订《资产出售合同》，将位于北京市大兴区的固定资产及在建工程等资产出售给华联集团，从而将每年1000-2000多万的摊销费用通过向集团租赁的方式，减轻相关费用开支带来的业绩压力。

表 1：新、老募投新设项目基本情况汇总（万元）

股东名称	发行前持股		发行后持股	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
华联集团	110,448,865	22.78%	164,218,030	24.66%
华联股份	33,526,921	6.92%	33,526,921	5.04%
洋浦万利通	19,400,000	4.00%	73,700,001	11.07%
海南亿雄	17,317,515	3.57%	90,248,350	13.55%

资料来源：公司公告

表 2：非公开增发对公司业绩影响预测（百万元）

项目名称	2009A	2010E	2011E	2012E
增发前收入	9257	11280	13005	14200
增发前利润	61	112	160	218
新老门店及费用节约利润增厚	0	5	30	50
自营、直采提升毛利率	0%	0.5%	0.8%	1%
股权摊薄	27%	27%	27%	27%
增发前 EPS	0.13	0.21	0.33	0.45
增发后 EPS	---	0.19	0.28	0.35

数据来源：东兴证券研究所

结论：

公司将通过此次新旧门店形成的正循环进一步优化在华北、华东核心地区的门店布局，发挥规模效应，提示产业链控制了；同时也将通过自营和直采两条轨道提升毛利率水平。公司短期业绩虽然承受一定压力，但此时的厚积是为了彼时的薄发。由于此次非公开增发项目存在一定不确定性，我们暂时维持10年EPS0.21的盈利预测，假设公司此次的非公开发行10年能够完成实施，三大项目带来的业绩增厚也基本能够平滑摊薄效应，抵消后减少EPS0.02元，后两年考虑到相关项目全年的利润贡献，11-12年的EPS分别为0.28和0.35。对应10-12年PE分别为45倍、30倍和24倍，估值水平较高，但综合考虑到CPI上行趋势带来的内涵增长和公司前台调整、后台推进的战略逐渐发挥效应，我们维持公司“推荐”的投资评级。

分析师简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。