

中性 维持

华联综超 (600361)

2010 年 8 月 18 日

二季度营业利润 38%同比增速体现公司业绩 恢复性好转趋势

2010 年 8 月 17 日收盘于 11.17 元
六个月目标价: 9.80 元 (调高)

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

公司今日 (2010 年 8 月 18 日) 发布 2010 年半年报。报告期内公司实现营业收入 50.92 亿元, 同比增长 8.69%; 实现利润总额 6761 万元, 同比减少 7.60%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5406 万元, 同比增长 1.22%, 扣除非经常性损益的净利润 5332 万元, 同比增长 1.13%。

2010 年上半年公司全面摊薄每股收益为 0.11 元, 净资产收益率为 2.97%, 较去年同期下降 0.02 个百分点; 公司每股经营性现金流在报告期为 0.59 元, 较去年同期增长 56.7%。

简评和投资建议。由于低基数及经营环境向好的双重原因, 公司二季度业绩开始呈现出恢复性回升的趋势 (参见表 3), 收入增速自去年一季度起首次达到 10% 以上; 毛利率虽然由于公司战略变化 (缩减购物中心业态) 同比有所下降, 但环比下降幅度减小; 此外, 公司二季度的期间费用率也有所降低; 最终其营业利润同比增长 38.44%; 另外, 二季度公司同比大幅下降的有效所得税率, 也令其归属于母公司净利润同比增速高达 78.07%。

我们仍维持之前的判断, 即虽然从整体来看, 公司上半年归属母公司净利润同比仅略增 1.22% (一季度同比下降 31.37%, 二季度同比增长 78.07%), 但 2009 年至 10 年上半年应该是公司业绩的低谷, 目前二季度披露的业绩已逐步显示出恢复性好转的趋势, 而自 2010 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, 公司业绩有望呈现进一步的恢复性增长。

在不考虑定增的情况下 (总股本 4.85 亿股), 我们维持对公司 2010-11 年 EPS 0.19 元和 0.28 元的盈利预测 (参见表 4), 公司目前 11.17 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 60.1 倍和 39.6 倍; 从估值上看, 我们认为虽然公司目前正处于恢复性增长的阶段估值, 因此其未来两年增速有望高于行业平均水平, 并有理由享受一定的估值溢价; 但公司股价经过前期短期内较大涨幅, 已处于较高的水平, 因此维持其“中性”的投资评级, 而鉴于公司二季度呈现的较好的恢复趋势, 调高其目标价至 9.80 元 (对应 2011 年 35 倍 PE)。

而如果考虑到定增项目及股本摊薄的影响 (总股本 6.66 亿股), 公司今明两年损益预计可能不会受到太大的影响 (财务费用可能有所节约), 预计 2010-11 年的 EPS 摊薄后为 0.15 和 0.22 元。

我们认为, 从下半年及明年公司业绩恢复的持续性角度, 其开店速度的变化、新业态能否成功、新门店扭亏幅度等问题仍值得持续密切跟踪; 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。

公司 2010 半年报分析

1. 公司上半年营业收入同比增长 8.69%, 其中一、二季度增速分别为 5.88% 和 12.22%, 逐季提升的销售增速显示了公司经营状况正处于恢复性好转, 符合我们之前的判断。

上半年公司实现主营业务收入 46 亿元，同比增长 10.22%（参见表 1）；其中占比 90%以上的超市业务收入增速达到 14.63%，主要来自于已有门店的同店增长以及去年下半年开业的 7 家门店（包括 2 家收购门店）和今年上半年新开的 9 家门店的外延收入贡献；上半年公司百货业务收入同比减少 21.52%，在主业中的占比进一步减少，这主要是由于公司实行专注超市主业的经营战略，逐步收缩购物中心业态，减少百货业务营业面积所致。

从分区域收入情况看（参见表 2），华中地区由于其较低的基数，在去年新开武汉店和收购郑州店后，增速同比达到 58.82%；此外，西南、西北和东北等增速相对较好的区域均是自去年中旬起有不同数量的新门店扩张。

表 1 公司 2010 上半年主营业务收入及毛利率情况

	营业收入（万元）	同比增长（%）	毛利率（%）	毛利率变动情况
百货	40022	-21.52	16.56	减少 1.30 个百分点
超市	419974	14.63	10.47	增加 0.67 个百分点
合计	459996	10.22	11.00	增加 0.21 个百分点

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 1 公司各地区主业收入及增速情况

	营业收入（万元）	同比增长（%）
东北	62687	11.12
华北	159275	5.65
西北	48638	12.01
华东	65409	2.63
华中	14008	58.82
华南	49821	6.82
西南	73343	30.57
地区间抵销	-13185	
合计	459996	10.22

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 公司上半年综合毛利率为 19.54%，同比减少 0.95 个百分点，其中一、二季度分别减少 1.23 和 0.65 个百分点，主要是由于高毛利的百货及转租业务有所减少所导致。

公司上半年主业毛利率同比增加 0.21 个百分点，其中超市毛利率增加 0.67 个百分点，百货毛利率同比减少 1.3 个百分点；超市业务毛利率的提升一方面是得益于 CPI 上升和经济回暖带来竞争压力的减缓，另一方面也有部分来自于公司新增加的精品超市门店的逐渐增加。

虽然公司主业毛利率同比提升 0.21 个百分点，但由于其毛利率较高的其他业务收入占比有所下降，因此，公司上半年综合毛利率同比减少了 0.95 个百分点；这也符合我们前期调研报告中的判断，即“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”。

3. 公司上半年销售管理费用率同比减少 0.66 个百分点，其中销售费用率减少 0.7 个百分点，管理费用率略增 0.04 个百分点；我们在前期的调研报告中曾预计，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、租金的增加、以及人力成本的提升将使得今年公司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，因此我们预计全年销售费用率水平则可能有所下降；此外，公司财务费用压力仍较大，同比增加 500 多万元。

4. 公司上半年同比还增加了 600 多万的投资收益，公司对此的解释是由于其对华联财务有限责任公司采用权益合算法所致；另外，公司上半年的所得税率自去年同期的 27%下降为 20%，并最终使得其在营业利润呈现负增长的情况下，归属母公司净利润实现 1.22%的正增长。

表 3 是我们对华联综超单季度合并损益表的拆分，表 4 是我们对公司合并损益表的预测。

表 3 华联综超单季度合并损益表分析（2009-1H2010）

	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	1H2009	1H2010
营业总收入(万元)	261246	207242	222093	235160	276620	232569	468488	509189
同比增长 (%)	8.70	8.11	3.74	9.01	5.88	12.22	8.44	8.69
营业总成本(万元)	256515	204650	221752	235716	273783	229288	461164	503071
营业成本(万元)	209350	163152	180596	193574	225075	184603	372502	409678
营业成本/营业收入 (%)	80.14	78.73	81.32	82.32	81.37	79.38	79.51	80.46
营业税金及附加(万元)	2341	1540	1468	1465	2356	1679	3881	4035
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.90	0.74	0.66	0.62	0.85	0.72	0.83	0.79
销售费用(万元)	39044	34614	34556	36002	39189	37292	73659	76482
销售费用/营业收入 (%)	14.95	16.70	15.56	15.31	14.17	16.03	15.72	15.02
管理费用(万元)	4421	3823	3502	3159	5197	3972	8244	9169
管理费用/营业收入 (%)	1.69	1.84	1.58	1.34	1.88	1.71	1.76	1.80
财务费用(万元)	1268	1357	1438	1266	1720	1407	2625	3127
资产减值损失(万元)	89	163	192	249	246	334	253	580
非经营性净收益(万元)	0	0	323	796	327	307	0	633
营业利润(万元)	4731	2592	663	240	3163	3588	7323	6752
同比增长 (%)	-54.02	-30.45	-236.88	-87.78	-33.14	38.44	-47.75	-7.80
营业外收入(万元)	197	172	214	333	227	196	369	423
营业外支出(万元)	67	308	164	229	145	268	375	414
利润总额(万元)	4861	2456	713	344	3245	3516	7317	6761
同比增长 (%)	-41.93	-37.09	-9.11	-82.53	-33.25	43.18	-40.39	-7.60
所得税费用(万元)	1110	865	14	306	671	684	1976	1355
有效所得税率 (%)	22.84	35.24	1.95	89.00	20.67	19.46	27.01	20.04
净利润(万元)	3751	1591	699	38	2574	2832	5341	5406
同比增长 (%)	-40.30	-57.85	106.92	-97.11	-31.37	78.07	-46.88	1.22
净利润率 (%)	1.44	0.77	0.31	0.02	0.93	1.22	1.14	1.06
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3751	1591	699	38	2574	2832	5341	5406
同比增长 (%)	-40.30	-57.85	106.92	-97.11	-31.37	78.07	-46.88	1.22
少数股东损益(万元)	0	0	0	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.077	0.033	0.014	0.001	0.053	0.058	0.110	0.112

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 华联综超合并损益表及预测（未考虑增发）

	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：

华联综超非公开发行预案点评：定增 1.8 亿股募集 12 亿开设 39 家新门店，改造 31 家旧门店以及补充流动资金（中性，维持）20100727

华联综超公告点评：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（中性，维持）20100724

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、友好集团、西安民生。

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。