

跟踪报告

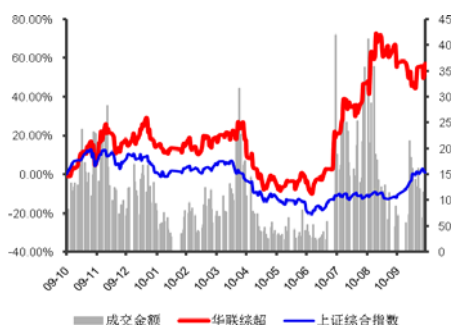
网络建设加快布局 渠道价值更趋凸显

商业零售

2010 年 10 月 29 日

评级： 强烈推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2010 年 04 月 28 日《网络价值有望被重估，估值拐点将现》；
2010 年 05 月 31 日《被低估的渠道价值》；
2010 年 07 月 19 日《被低估的渠道价值》；
2010 年 07 月 27 日《定向增发预案公告点评：长期向好预期强烈》；
2010 年 08 月 18 日《2010 年中报点评：单季度盈利改善显著，业绩拐点值得期待》

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

联系人：

梁海

电话： 0510-82833337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话： 0510-82832380

Email: sheny@glsc.com.cn

独立性声明：

华联综超（600361）2010 年三季度点评

事件： 2010 年前三季度公司实现营业总收入 76.31 亿元，同比增长 10.51%；营业利润 8,060.6 万元，同比增长 0.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 6,080.8 万元，同比增长 0.68%，每股收益为 0.13 元。

点评：

- **经营改善态势更趋明朗。**前三季度营业收入增速 10.51%，较中期 8.69% 的增速继续改善；营业利润增速转正，由中期的 -7.8% 提高至 0.93%；虽然归属母公司股东的净利润增速较中期 1.22% 的水平有所下降，但扣除非经常性损益后的同比增速继续提高，由中期 1.13% 的增速提高至 7.62%；经营活动产生的现金流量净额更是同比大幅增长 119.6%，较中期 56.7% 的水平有明显改善，公司经营持续改善的趋势较中期更为明朗。
- **门店开设速度大幅提高，渠道网络价值进一步提升。**截止三季报发布，公司今年以来已开设 13 家门店，计划四季度继续开设 10 家门店，明年仍将保持高速开店步伐，加快完成非公开定向增发方案中的募投项目门店布局，渠道网络价值将得到进一步提升。
- **定增方案年底前推出的可能性较小，预计可能于明年上半年推出。**经与上市公司沟通我们了解到，公司目前尚未向证监会递交定增方案申报稿，参照以往惯例，我们认为公司定增方案最早也要到明年上半年才能得到实施。当前，公司主要以自有资金进行门店建设，因此，如果明年该定增方案得以实施，届时公司将获得充沛的现金流，不仅公司每年将可以节省五六千万元的财务费用，而且公司的高速开店计划将得以顺利实施。
- 我们认为，市场应当充分地认识到公司所处发展阶段的特殊性：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

公司当前正处于高速扩张、先占领市场再向市场要效益的特殊阶段，在优势区域加快扩张、快速完善渠道网络布局是公司当前的首要战略问题，随着渠道的完善，规模效应将逐步显现并给公司带来丰厚的业绩回报。因此，我们仍然坚持我们此前对公司强烈看好的观点。我们将待定增方案获通过后再对公司的盈利预测做出相应调整，此次仍维持 10-12 年每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.41 元的盈利预测，**维持公司“强烈推荐”评级。**

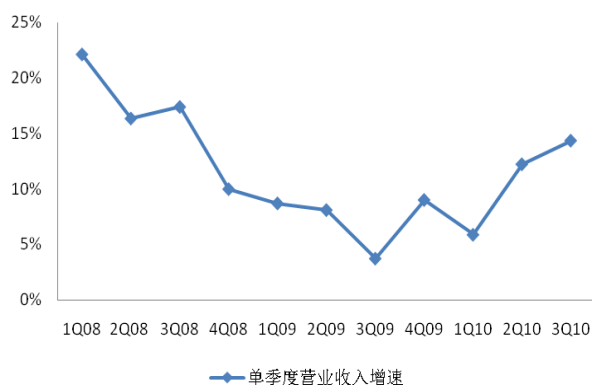
事件

2010 年前三季度公司实现营业总收入 76.31 亿元，同比增长 10.51%；营业利润 8,060.6 万元，同比增长 0.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 6,080.8 万元，同比增长 0.68%，每股收益为 0.13 元。

经营改善态势更趋明朗

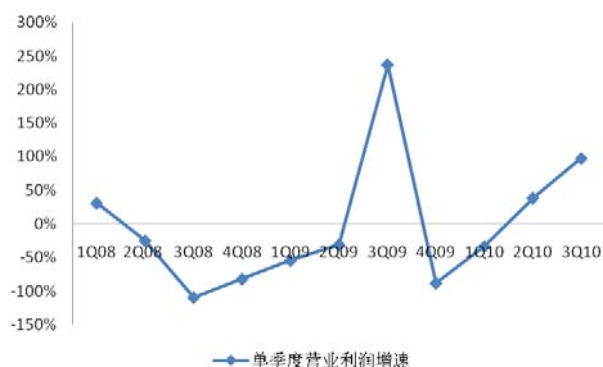
主要成长指标持续改善。前三季度营业收入增速 10.51%，较中期 8.69% 的增速继续改善；营业利润增速转正，由中期的-7.8%提高至 0.93%；虽然归属母公司股东的净利润增速较中期 1.22% 的水平有所下降，但扣除非经常性损益后的同比增速继续提高，由中期 1.13% 的增速提高至 7.62%；经营活动产生的现金流量净额更是同比大幅增长 119.6%，较中期 56.7% 的水平有明显改善，公司经营持续改善的趋势较中期更为明朗。

图 1：单季度营业收入增速持续恢复



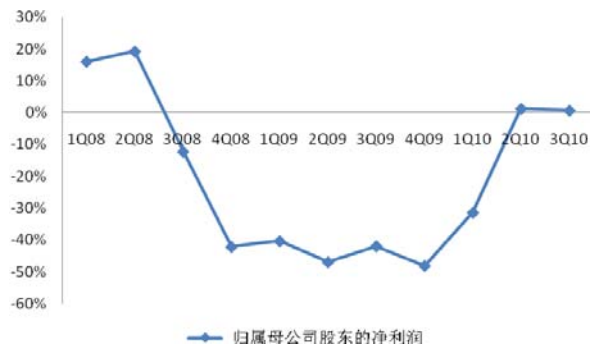
数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 2：二、三季度营业利润增速大幅回升



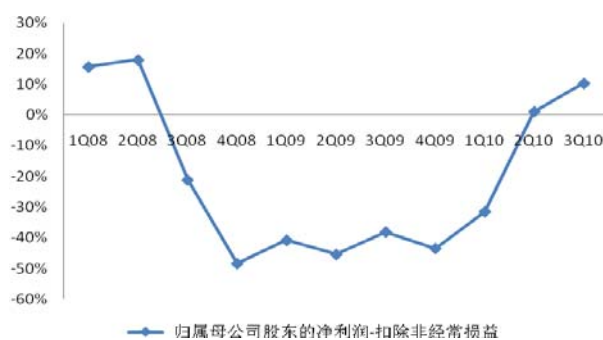
数据来源：公司公告 国联证券研究所

图 3：归属母公司股东净利润增速小幅回落



数据来源：公司公告 国联证券研究所

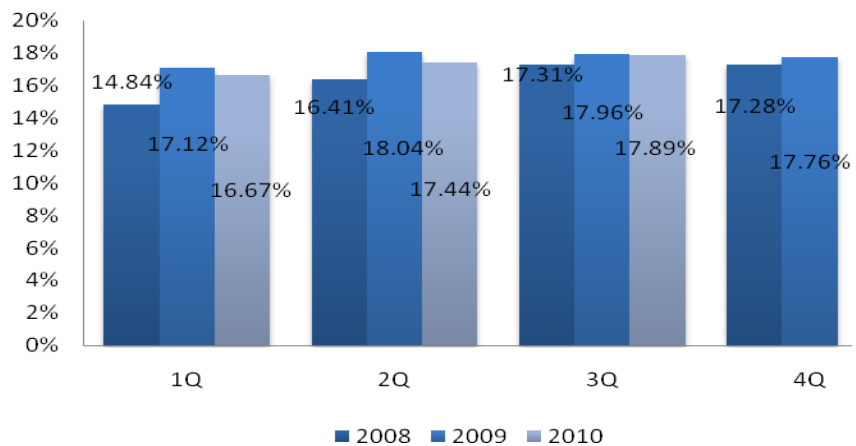
图 4：归属母公司股东净利润（扣除）增速持续提高



数据来源：公司公告 国联证券研究所

期间费用率环比有所上升，但仍略低于去年同期水平。公司前三季度期间费用率 17.89%，相比中期 17.44% 的水平有所增加，但仍小幅低于去年同期水平。期间费用的增加，主要是由于三季度公司开出 4 家大店所致，具体的门店数据请参考后文的分析。

图 5：期间费用率略低于去年同期水平



数据来源：公司数据 国联证券研究所

门店开设速度大幅提高 渠道网络价值进一步提升

三季度新开 3 家大店，继续加密优势区域网络。公司三季度分别在优势区域北京、贵州和广西各开设 1 家大店，继续完善在该区域的渠道网络、巩固在以上区域的优势地位。截止三季报公布，今年以来共开设 13 家（包括 10 月新开一家）门店，新增营业面积 88143 平方米。此外，公司还对北京的广安门、来福士、欧陆广场、西单大悦城和学院路的 5 家门店进行了翻新改造，创新中心也于 6 月 19 日正式投入使用。

表 1: 公司 1-8 月新开 11 家门店基本情况

大区	开店数量	门店名称	开业时间	项目定位	总面积 (m²)
北京	7	通州武夷	2010.1.16	大卖场	4000
		万柳	2010.2.6	大卖场	4246
		三里屯	2010.2.6	食品超市	1411
		小黄庄 (环贸中心)	2010.2.6	食品超市	1216
		马家堡	2010.4.29	生活超市	4015
		翠微嘉茂	2010.8.6	生活超市	8198
		双井乐成国际	2010.10.8	食品超市	5345
东北	1	哈尔滨金安国际	2010.2.3	食品超市	2640
华南	1	南宁友爱桥路店	2010.7.10	生活超市	5954
西北	1	宁夏石嘴山	2010.1.30	大卖场	13928
西南	2	遵义海珠广场	2010.1.3	大卖场	9290
		贵阳小河	2010.4.9	大卖场	13900
		贵阳金阳	2010.8.18	大卖场	14000

数据来源: 公司数据 国联证券研究所

四季度计划开设 10 家左右门店, 明年将继续保持高速开店步伐, 公司渠道网络价值将进一步提升。经与公司沟通得知, 目前公司已明确四季度的开店计划, 四季度将可能开设 10 家左右新店, 单店规模较小, 且全部为非公开定向增发方案中的募投项目所列示门店, 全年新开门店数量将可能达到创纪录的 20 家以上。明年公司将保持快速开店的步伐, 加快完成非公开定向增发方案中的募投项目门店布局, 渠道网络价值将得到进一步提升。

定增方案可能于明年上半年实施

定增方案年底前推出的可能性较小, 预计可能于明年上半年推出。经与上市公司沟通我们了解到, 公司目前尚未向证监会递交定增方案申报稿, 正在进行最后的方案完善工作, 参照以往惯例, 我们认为公司定增方案最早也要到明年上半年才能得到实施。当前, 公司主要以自有资金进行门店建设, 因此, 如果明年该定增方案得以实施, 届时公司将获得充沛的现金流, 不仅公司每年将可以节省五六千万元的财务费用, 而且公司的高速开店计划将得以顺利实施。

估值与评级

我们认为，市场应当充分地认识到公司所处发展阶段的特殊性：公司当前正处于高速扩张、先占领市场再向市场要效益的特殊阶段，在优势区域加快扩张、快速完善渠道网络布局是公司当前的首要战略问题，随着渠道的完善，规模效应将逐步显现并给公司带来丰厚的业绩回报。因此，我们仍然坚持我们此前对公司强烈看好的观点。

将待定增方案获通过后再对公司的盈利预测做出相应调整，此次仍维持10-12年每股收益分别为0.22元、0.29元和0.41元的盈利预测，维持公司“**强烈推荐**”评级。

附表:

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	2252	2300	2988	3054	营业收入	9257	11339	12468	14688
应收款项	201	212	233	274	营业成本	7467	9135	10053	11800
存货净额	772	919	1009	1184	营业税金及附加	68	84	92	109
其他流动资产	412	510	561	661	销售费用	1442	1733	1868	2200
流动资产合计	3638	3941	4791	5172	管理费用	149	204	224	264
固定资产	961	1178	1371	1545	财务费用	53	41	40	43
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	11	0	0	0
投资性房地产	796	796	796	796	资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
长期股权投资	160	210	260	310	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5555	6126	7218	7823	营业利润	82	143	191	271
短期借款及交易性金融负债	91	187	187	187	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	1484	1929	2119	2488	利润总额	84	144	192	272
其他流动负债	1389	1694	1855	2179	所得税费用	23	39	53	75
流动负债合计	2965	3810	4161	4854	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	692	692	692	692	归属于母公司净利润	61	104	139	198
其他长期负债	108	204	300	396					
长期负债合计	800	896	992	1088	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	3764	4706	5153	5942	净利润	61	104	139	198
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	7	4	2	2
股东权益	1791	1817	1853	1903	折旧摊销	99	86	112	132
负债和股东权益总计	5555	6523	7006	7845	公允价值变动损失	7	0	0	0
					财务费用	53	41	40	43
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	59	594	288	474
每股收益	0.13	0.22	0.29	0.41	其它	(7)	(4)	(2)	(2)
每股红利	0.20	0.16	0.21	0.30	经营活动现金流	226	784	539	804
每股净资产	3.69	3.75	3.82	3.93	资本开支	(110)	(307)	(307)	(307)
ROIC	4%	6%	9%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	6%	8%	10%	投资活动现金流	(166)	(357)	(357)	(357)
毛利率	19%	19%	19%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	2%	2%	2%	负债净变化	(8)	0	0	0
EBITDA Margin	2%	2%	3%	3%	支付股利、利息	(96)	(78)	(104)	(147)
收入增长	7%	22%	10%	18%	其它融资现金流	257	96	0	0
净利润增长率	-48%	72%	33%	42%	融资活动现金流	50	18	(104)	(147)
资产负债率	68%	72%	74%	76%	现金净变动	109	445	79	299
息率	2.4%	1.9%	2.6%	3.7%	货币资金的期初余额	2143	2252	2300	2988
P/E	66.0	38.5	28.9	20.3	货币资金的期末余额	2252	2697	2379	3287
P/B	2.2	2.2	2.2	2.1	企业自由现金流	143	506	261	527
EV/EBITDA	33.7	32.4	26.7	22.3	权益自由现金流	392	572	232	496

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。