

公告点评

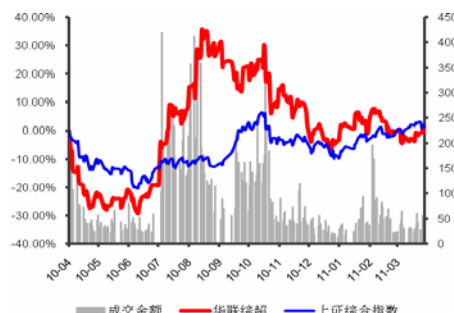
业绩增速低于预期，加快开店完善渠道网络

商业零售

2011 年 4 月 22 日

评级：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》；
2010 年 10 月 29 日《2010 年三季报点评：网络建设加快布局，渠道价值更趋凸显》

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

组长：朱乐婷

执业证书编号：S0590210040005

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 年年报点评

事件：10 年公司实现营业收入 103.39 亿元，同比增长 11.68%；利润总额 7038.83 万元，同比下降 15.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 5505.21 万元，同比下降 9.42%，基本每股收益为 0.11 元，按新股本摊薄后每股收益 0.08 元，分红方案为 10 送 1.5 元。业绩表现低于预期。

点评：

- **营业收入增速有所提高，净利润下降幅度显著下降。**10 年共新开 17 家门店，新增面积 11.7 万平米，可比门店同店增长 1.6%虽然低于行业平均，但主要是由于 10 年公司内部门店重组（剥离百货等）后仍采用 09 年的可比门店计算数据所致，实际同店增长我们认为应可达到 5%以上；净利润虽然仍有所下降，但在新开门店数量增加较多（10 年 17 家，09 年仅 11 家）的情况下，净利润下降幅度由 09 年的 48.06%大幅下降至 9.42%，下滑速度显著下降。
- **毛利率有所下降，费用率小幅上升。**10 年全年毛利率同比下降 0.35 个百分点，主要是由于剥离了部分毛利较高的百货和转租业务，并且新开门店数量较多，而新开门店开业后促销力度较大、毛利率较低；期间费用率小幅上升 0.3 个百分点，主要也是由于新开门店数量较多，导致管理费用和财务费用明显上升。
- **定向增发成功实施助力公司加速门店扩张、完善渠道网络。**公司近两年致力于完善现有渠道网络，加速在北京、广西等优势区域的网点布局，渠道网络质量明显提高，在获得定向增发资金后，不仅财务压力可以得到明显缓解，公司门店的扩张速度也将有望进一步加快，11 年现已筹备 40 多家门店，保守估计全年应能开出 20 家以上门店；此外，10 年公司还对合肥、广西两地的物流中心进行了扩建改造，11 年将继续推进物流系统的完善，进一步提升

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。

自有物流配送能力。

- **维持长期“推荐”的评级。**我们认为 10 年有望成为公司长期业绩的谷底，11 年开始业绩将进入正向增长轨道，当前的股价尚未充分反映公司渠道网络价值的提升，我们看好公司对优势区域加密、缩小单店体量的发展策略和未来供应链巨大的整合空间。考虑到 10 年公司业绩基数较低，11-13 年开店速度会进一步提高，我们相应下调 11、12 年盈利预测，预计 11-13 年 EPS（新股本摊薄后）分别为 0.13 元、0.21 元和 0.33 元，当前股价对应 11-13 年市盈率分别为 80.3、49.7 和 31.6 倍；而按照 PS 估值来测算，11 年的动态 PS 水平只有 0.57，接近行业最低水平，维持对公司的长期“推荐”评级。

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2640	2977	3256	3845	营业收入	10339	12152	14620	18303
应收款项	131	143	164	206	营业成本	8376	9818	11778	14721
存货净额	1063	1310	1570	1961	营业税金及附加	71	87	105	132
其他流动资产	414	547	658	824	销售费用	1601	1854	2209	2735
流动资产合计	4247	4977	5648	6836	管理费用	189	216	256	304
固定资产	792	1159	1524	1856	财务费用	78	77	106	135
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	46	20	20	20
投资性房地产	841	841	841	841	资产减值及公允价值变动	5	0	0	0
长期股权投资	390	390	390	390	其他收入	0	(0)	0	0
资产总计	6270	7367	8402	9923	营业利润	75	119	186	297
短期借款及交易性金融负债	795	1234	1545	2081	营业外净收支	(5)	0	0	0
应付款项	2033	2478	2969	3709	利润总额	70	119	186	297
其他流动负债	878	1035	1238	1543	所得税费用	15	30	47	74
流动负债合计	3706	4747	5752	7334	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	689	789	889	939	归属于母公司净利润	55	89	140	223
其他长期负债	72	72	72	72					
长期负债合计	761	861	961	1011	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	4467	5608	6713	8345	净利润	55	89	140	223
少数股东权益	3	3	3	3	资产减值准备	(12)	49	16	14
股东权益	1801	1756	1686	1575	折旧摊销	104	84	118	152
负债和股东权益总计	6270	7367	8402	9923	公允价值变动损失	(5)	0	0	0
					财务费用	78	77	106	135
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(276)	258	318	461
每股收益	0.11	0.13	0.21	0.33	其它	12	(49)	(16)	(14)
每股红利	0.30	0.20	0.31	0.49	经营活动现金流	(122)	431	576	836
每股净资产	3.71	2.58	2.48	2.31	资本开支	72	(499)	(499)	(499)
ROIC	3%	4%	6%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	3%	5%	8%	14%	投资活动现金流	(158)	(499)	(499)	(499)
毛利率	19%	19%	19%	20%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	1%	1%	2%	2%	负债净变化	(5)	100	100	50
EBITDA Margin	2%	2%	3%	3%	支付股利、利息	(144)	(134)	(210)	(334)
收入增长	12%	18%	20%	25%	其它融资现金流	964	439	311	536
净利润增长率	-9%	62%	57%	59%	融资活动现金流	667	405	202	252
资产负债率	71%	76%	80%	84%	现金净变动	388	337	279	589
息率	2.8%	2.6%	4.1%	6.6%	货币资金的期初余额	2252	2640	2977	3256
P/E	91.9	79.6	50.9	31.9	货币资金的期末余额	2640	2977	3256	3845
P/B	2.8	4.0	4.2	4.5	企业自由现金流	(21)	(25)	141	423
EV/EBITDA	46.3	49.0	35.4	27.4	权益自由现金流	938	456	473	908

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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。