

方正证券研究所证券研究报告

陈翀

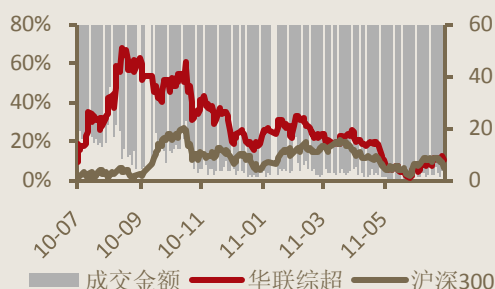
执业证书编号: S1220210100002

联系人: 李蕤宏

TEL: 010-68584857

Email: liruihong0@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	10338.82	12733.29	15716.70	18696.58
(+/-)	11.68%	23.16%	23.43%	18.96%
净利润	55.05	85.62	143.10	168.45
(+/-)	-9.42%	55.53%	67.12%	17.72%
EPS (元)	0.083	0.129	0.215	0.253
P/E	104.37	67.11	40.15	34.11

相关研究

数据来源: 港澳资讯, 方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

华联综超(600361)

公司深度报告
2011.07.25 增持

零售行业

投资要点

※我们有别于市场的观点:

受扩张速度加快、新开门店费用上升拖累, 公司净利率水平远高于同行业公司; 但根据集团业务发展规划及公司过往经营情况, 对于困扰连锁行业的两个核心问题——租金和人工成本, 公司皆具备较好的控制能力, 具备较强的扩张优势。随着成熟门店比例增大, 公司业绩拐点或将出现。

增发项目助力门店规模扩张

华联集团重组后, 公司剥离百货业务, 专注超市经营。十余年的持续经营经验使公司目前确立了较好的先发优势, 截至 2010 年底, 公司在全国 19 个省、市、自治区的门店数量已达 95 家。2011 年 4 月公司完成增发, 13 亿元募集资金用于新开 39 家门店、改造 31 家已有门店及补充流动资金。借助增发项目资金支持, 公司有望于 2 年内完成新门店的开发, 预计 2012 年底, 公司门店总数有望达到 128 家, 未来两年仍将是公司展店高峰期。

借力集团优势, 区域深耕空间巨大

早年全国布点的扩张模式使公司较早进入竞争相对缓和的西部地区, 但也导致部分区域门店密度不足, 盈利能力难以提升。未来扩张重点区域转向门店相对较为密集的华北地区和门店盈利能力较高的西部地区。借助集团优势, 公司在展店方面具有良好的物业资源, 租金成本相对同业公司更为可控, 是公司后期扩张的重要优势。结合华联购物中心的快速扩张, 扩张风险更为可控, 门店培育期亦有望降低。

费用高峰即将过去, 业绩拐点渐行渐近

相对于同业公司, 公司人工成本的管理能力相对较强, 近年业绩低于预期源于新开门店比例攀升。虽然未来两年公司仍将保持较高扩张速度, 但随着成熟门店比例增加, 销售收入增速有望逐步提升, 从而稀释扩张费用对净利润的影响。供应链优化和精细化管理稳步推进, 为门店盈利能力提升打下长远基础。

预计 2011-2013 年, 公司分别实现营业收入 127.33 亿元、157.17 亿元和 186.97 亿元, 实现净利润 0.87 亿元、1.43 亿元、1.68 亿元, EPS 分别为 0.13 元、0.22 元、0.25 元。

给予公司“增持”评级。

一、跑马圈地初有成效

集团重组，专注超市经营

公司由北京华联商厦股份有限公司于 2000 年依法变更设立，2001 年 11 月在上交所挂牌上市，是国内最早经营大型综合超市的零售商之一。

2007 年，华联集团启动重组，旗下上市公司开始了一系列的资产整合。重组后华联股份（000882）专注于购物中心的开发和运营，公司则专注于超市连锁经营。公司保留和收购了部分超市相关物业资产，同时出售部分物业资产给华联股份进行社区购物中心开发。

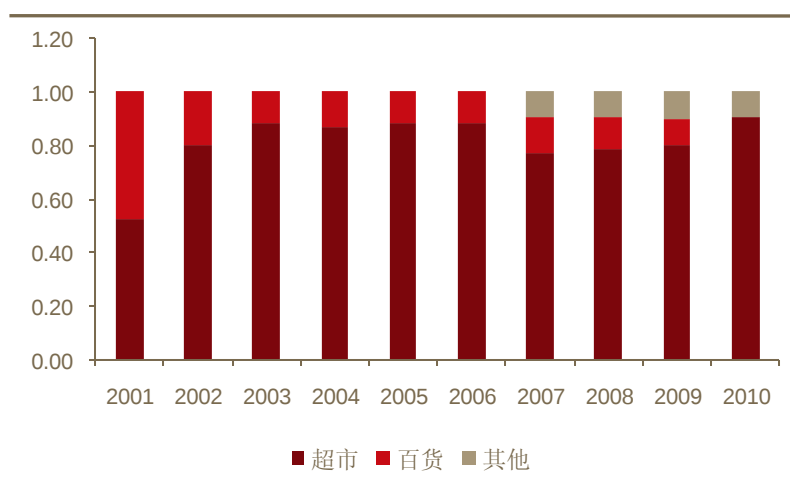
图表 1 公司收购、整合超市类资产

时间	事件	价格
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资讯有限公司分别与华联集团签订《资产出售合同》，将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	1.38 亿元和 6850 万元
2009 年 12 月 31 日	购买华联集团控股子公司北京华联安贞购物中心有限公司下属的北京安贞店的超市部分资产及停车场	1.01 亿元
2009 年 12 月 31 日	公司以 1105 万元购买华联股份控股子公司河南华联商厦有限公司下属的郑州二七广场店超市部分资产	1105 万元
2009 年 7 月 11 日	向华联股份出售北京上地店、回龙观店和沈阳昌鑫店三家门店的部分装修和设备等经营性资产	5795.55 万元

数据来源：公司公告，方正证券研究所

集团重组前，华联股份和公司皆有部分百货业务。重组后，集团百货业务逐步剥离给战略合作伙伴新加坡 BHG 集团，公司的百货业务亦于 2010 年剥离完毕。

图表 2 公司百货业务逐步剥离



数据来源：公司公告，方正证券研究所

增发助力网点扩张

经过公司的十余年的持续经营经验使公司目前确立了较好的先发优势，截至 2010 年底，公司在全国 19 个省、市、自治区的门店数量已达 95 家。

2011 年初，公司完成定向增发，以 7.18 元向大股东华联集团、洋浦万利通以及海南亿雄发行 1.81 亿新股，三大股东皆以现金入股，募集资金约 13 亿元，主要用于新开 39 家门店、改造 31 家已有门店及补充流动资金。增发项目投向的 39 家新门店中，有 8 家已由公司于 2010 年以自有资金先行投入，并于 2010 年内开业。我们预计，增发资金到位后，公司有望于 2 年内完成新门店的开发，预计 2012 年底，公司门店总数有望达到 126 家，未来两年，仍将是公司展店高峰期。

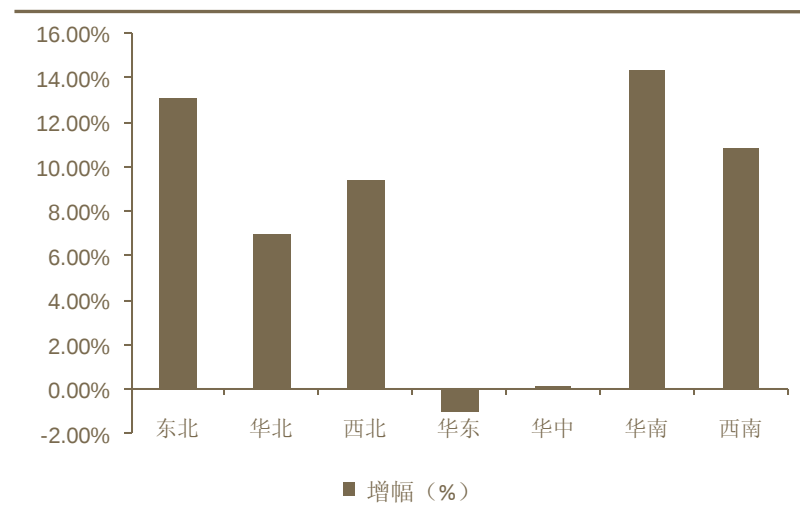
图表 3 公司今年开店速度加快

年份	新开门店数	门店总数
2006	6	50
2007	7	57
2008	10	67
2009	11	78
2010	17	95
募投项目（除去已实施项目）	31	126

数据来源：公司公告，方正证券研究所

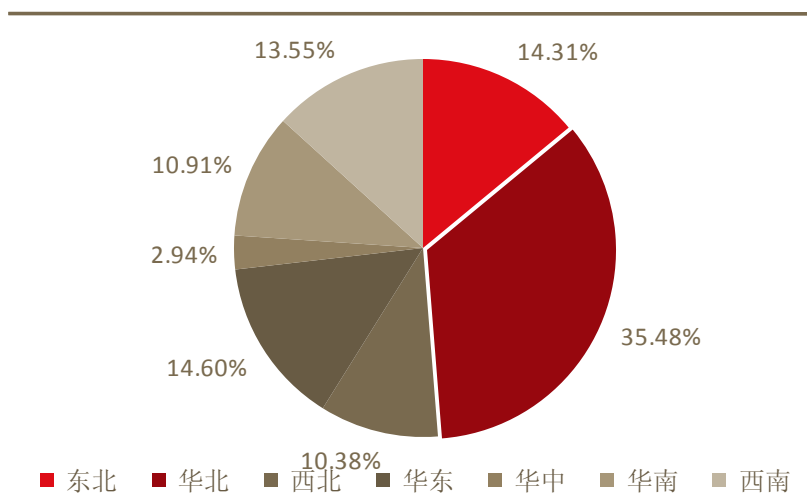
公司早期采用全国扩张策略，也是少数在全国范围进行渠道铺设的超市运营商。目前主要网点区域收入增长较为稳定，相较而言，华北区域是公司利润贡献占比具有绝对优势的区域，也是公司目前着重进行扩张的重点区域。公司今后的扩张策略也由全国布局转为加大重点区域门店密度。

图表 4 公司重点区域收入增长稳定（2010 年）



数据来源：公司公告，方正证券研究所

图表 5 公司重点区域收入贡献突出（2010 年）



数据来源：公司公告，方正证券研究所

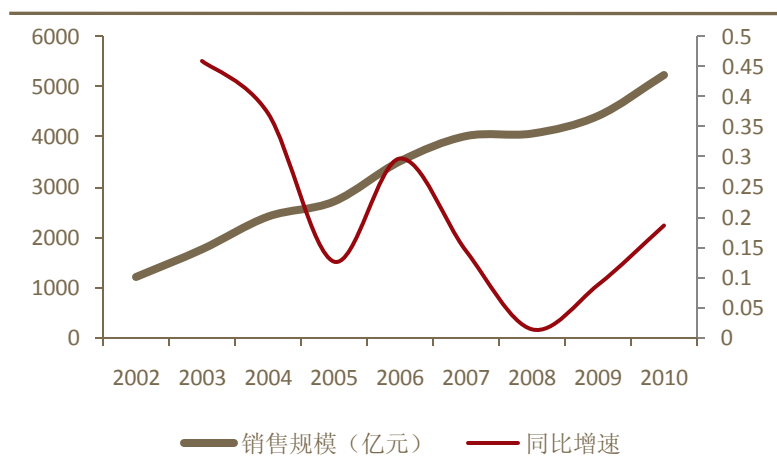
二、扩张策略转型有望提升综合竞争力

全国扩张遭遇瓶颈

正常年份，超市业态可比门店的内生增速在 8%左右。相对于百货，超市业态通过毛利率提升和销量增长实现较大幅度内生增长的可能性较小。同时，作为日常消费品的终端渠道，超市的议价能力很大程度上取决于网点覆盖程度。因此，从提升业绩和盈利能力的角度，超市公司业绩持续实现较大幅度提升依赖于外延扩张。

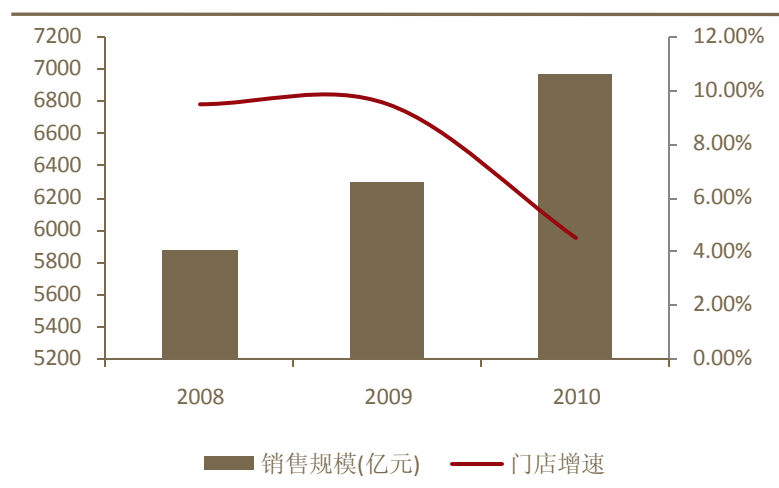
外延扩张的模式引领了超市行业过去十几年的快速发展，在规模扩张中占据优势的企业发展为行业龙头，行业集中度呈加速提高的态势。根据中国连锁经营协会公布的连锁百强数据测算，2002-2010 年，超市前 20 强的销售总额的复合增长速度达到 20.16%。

图表 6 超市前 20 强销售收入增速加快



数据来源：联商网，方正证券研究所

图表 7 连锁百强收入和门店增长



数据来源：联商网，方正证券研究所

从零售业态的发展来看，优质的商业物业是扩张过程中最为核心的稀缺资源。零售业态扩张的过程中，跑马圈地成为公司发展的主题。

从扩张策略来看，外资超市倾向于大体量门店、全国性布点，从一线城市逐渐向二线城市扩张，截至 2010 年底，沃尔玛、家乐福、乐购、大润发等 4 家外资超市在华门店数量已达 633 家，国内外资超市总量已近千家。内资超市除了联华超市、华润万家、华联综超等，大部分以重点区域扩张为主，在核心扩张区域密集开店构建成本优势和进入壁垒。

图表 8 国内超市以区域经营为主



数据来源：中国连锁经营协会，方正证券研究所

相对于重点区域密集布点的方式，全国布点模式具有一定优势。公司可以在早期进入竞争相对缓和的区域，如西部地区部分城

市，积累优质物业、培养先发优势，相对竞争激烈的东部、南部区域，西部地区门店盈利空间更大。根据 AC Nielsen 2007 年统计资料，三、四线城市超市的发展速度明显快于一线城市，地级市和县级市/县乡镇大卖场销售增长率分别较一线城市高出 13-15 和 17-19 个百分点，超市销售额增速分别高出 8-11 和 6-9 个百分点，具有巨大的存量和增量市场空间。

但另一方面，全国式布点往往导致部分区域门店密度不足，从而造成对区域供应商议价能力较弱，挤压门店利润空间和盈利能力。以公司现有武汉两家门店为例，武汉中百（000759）在区域市场拥有逾百家门店，导致公司在采购成本和渠道铺设方面都难以与其竞争。

区域深耕，集团优势凸显

综合考虑前期扩张情况，公司于 2009 年开始转变扩张策略，由全国布点转向对重点区域进行深耕。从公司近期增发项目规划来看，39 家新开门店中，15 家位于北京，其余多分布在西北、西南等优势区域。

图表 9 增发项目侧重重点区域扩张

区域	门店数量	面积（平米）
北京	15	
合肥	4	
南京	1	5112
镇江	1	14000
郑州	3	
崇左	1	6750
南宁	1	5954
贵阳	2	
凯里	1	9600
兰州	1	14425
西宁	1	4235
呼和浩特	1	2868
鄂尔多斯	1	7668
哈尔滨	2	15082
长春	1	10959
成都	1	4204
包头	1	10864
铜仁	1	9555
合计	39	285691

数据来源：公司公告，方正证券研究所

我们认为，公司的这一策略将通过增强公司重点区域优势，从而提升公司整体竞争力。与外资超市相比，内资超市难以具备强大的资金实力和全球化的资源配置，而即便是家乐福、沃尔玛等外资

巨头，也难以在全国范围内构建普遍优势。

而在北京、西北、西南等重点扩张区域，公司已经具备较好的网点基础，而在竞争相对缓和的西北、西南等区域，经过前期培养公司在品牌影响力、资源等方面都有了较好积累。

同时，而在进一步扩张的过程中，借助集团优势，公司在展店方面具有良好的物业资源。目前公司超市业态分为三种，食品超市（food market）、生活超市（life style）和精品超市，其中生活超市占比约为 80%。根据公司规划，未来生活超市仍将是扩张主流，但三类超市的扩张仍将以结合购物中心或百货业态的模式为主。而在重点区域华北地区，作为华联购物中心的必有业态，公司超市业务的扩张也将大大受益于华联购物中心的高速扩张。

借助母公司华联集团与新加坡 BHG 集团、凯德置地等公司的良好合作，华联购物中心未来两年亦将进入高速扩张时期，华联股份（000882）规划未来两年内占据北京购物中心 50% 左右的市场份额。社区购物中心的定位契合公司生活超市，不仅有利于公司规避租金风险，还将借助购物中心人流优势，缩短新开门店培育期。

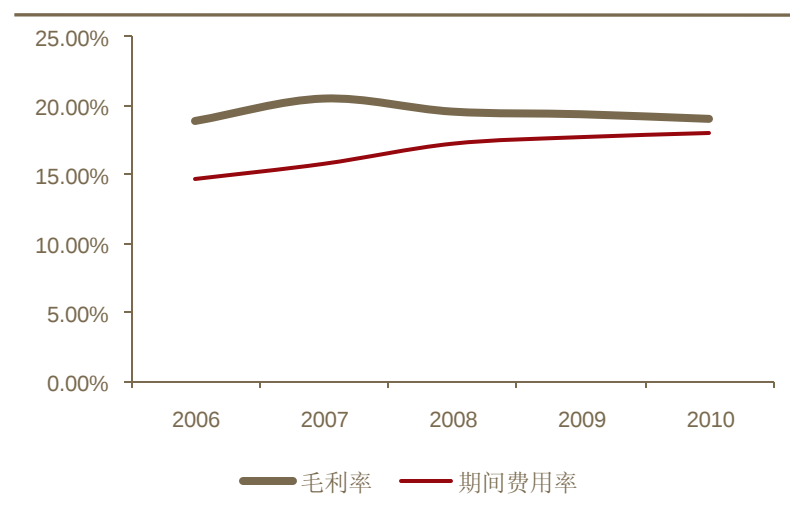
三、费用率高峰即将过去

新开门店费用是净利率下滑主要原因

2007 年之前，公司主要通过收购方式开发新店，新增门店基本为成熟门店，因此营业收入和净利润的增速皆在高位。2008 年之后，公司以自行投入方式进行展店，费用对利润的挤压较为明显。

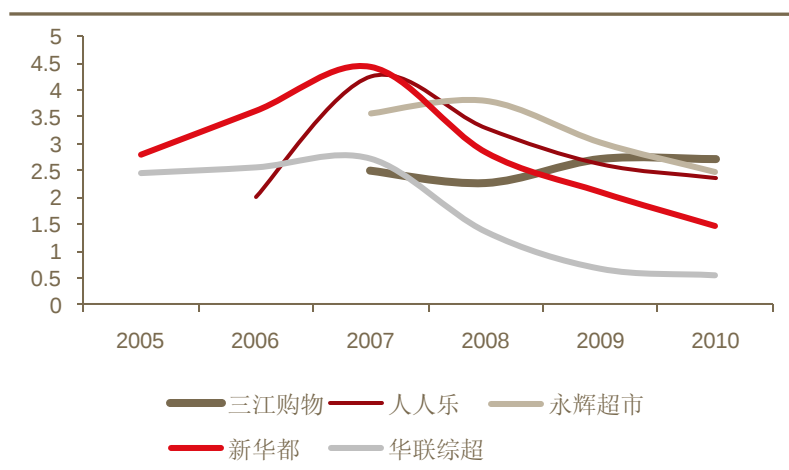
而 2009 年之后，百货业务的剥离一定程度上削弱了公司整体业绩规模，也使公司综合毛利率有所下降，致使公司整体盈利空间呈压缩趋势。

图表 10 公司盈利空间今年呈压缩趋势



数据来源：公司公告，方正证券研究所

图表 11 公司净利率下降水平高于同行业公司

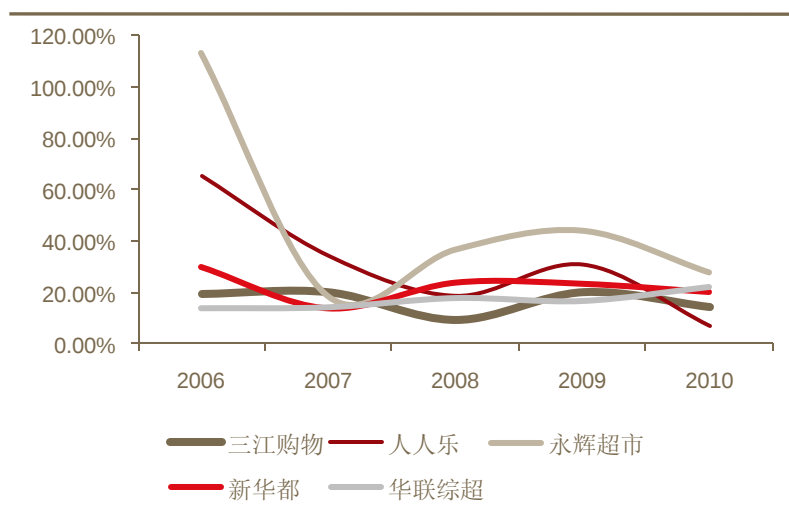


数据来源：公司公告，方正证券研究所

在同业公司中，虽然 2007 年之后大部分公司呈现净利率下降的趋势，但公司净利率水平近两年下降幅度明显高于同行业公司。

我们认为，人力成本上升和扩张费用上升是超市行业净利率水平下降的主要原因。近五年期间，剔除个别年份的高速扩张，超市公司门店扩张速度基本以 20% 为中轴波动，但 2010 年门店扩张速度基本呈下降趋势；同期来看，人工成本增速的波幅明显高于门店扩张速度，且其波动的中轴高于 20%。

图表 12 主要超市上市公司门店扩张速度比较

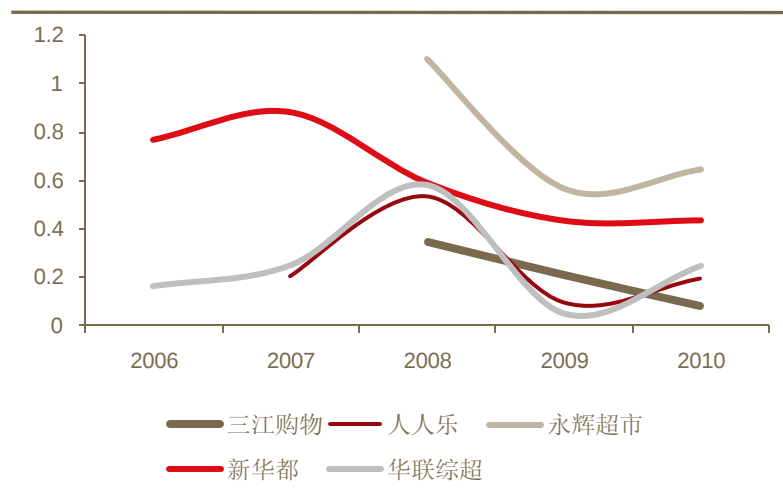


数据来源：中国连锁经营协会，方正证券研究所

与行业其他上市公司不同的是，公司开店速度相对平稳，但 2010 年门店扩张呈加速趋势；在人力成本方面，公司人工费用的增速基本与门店扩张速度增速一致，以 20% 为中轴波动。尤其是在门店扩张加速的 2010 年，人工费用增速与门店增速持平，公司的人力成本控制能力远远好于同业，公司近年来净利率大幅回落主要源

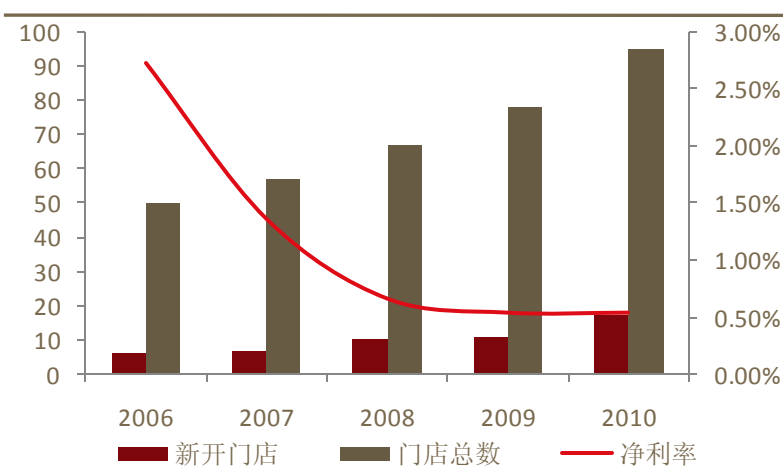
自新店扩张费用及培育期亏损。

图表 13 主要超市上市公司人工费用增长率



数据来源：中国连锁经营协会，方正证券研究所

图表 14 开店费用及新店培育是净利率下滑主要原因



数据来源：公司公告，方正证券研究所

优化供应链及精细化管理进一步提升盈利能力

一般而言，公司新开门店当年可实现盈利的比例约为 15%，开业第二年实现盈利的约为 50%，开业第三年实现盈利的约为 30%。以公司 2010 年新开门店为例，17 家门店中，首年实现盈利的为 5 家，都位于西部地区。

根据行业经验，新门店从实现盈利到实现成熟门店盈利水平一般还有 1-2 年左右的时间，以开业第二年实现盈利计算，大部分门店需要 3 年以上时间才能达到正常盈利水平。

公司 2008 年之后开店速度加快，新门店及次新门店占比明显增高，在已有门店基数较小的情况下，2010 年这一比例达到近 30%。根据公司募投项目规划，未来两年公司仍将保持较快速度扩张，假设公司 2011 年-2012 年每年以 16-17 家左右的速度扩张，2013 年

稍有放慢，则公司新门店及次新门店比例于 2011 年达到高峰后，将于 2012 年有明显回落，届时公司费用比例也将有望出现回落。

图表 15 公司 2010 年新开门店盈利情况

项目	投资额（万元）	首年盈利状况（万元）
通州武夷	1,459.15	-538.33
万柳	2,457.84	-626.88
马家堡	1,295.37	-446.52
宁夏石嘴山	1,177.71	11.86
遵义海珠广场	576.55	101.26
贵阳小河	202.32	311.47
三里屯	742.19	-323.22
小黄庄（环贸中心）	1,057.22	-377.88
哈尔滨金安国际	1,266.95	-258.25
翠微嘉茂	2,341.86	-393.06
长春赛德购物中心	2,204.14	-288.88
呼市金宇圣地	984.06	-53.56
贵阳金阳	887.82	37.4
合肥长江路（合肥四店）	2,270.85	-437.67
南宁友爱桥路店（置地广场店）	1,436.14	16.93
郑州紫东苑	1,276.85	-24.87
双井乐城国际	1,812.86	-677.16

数据来源：公司公告，方正证券研究所

图表 16 公司新门店及次新门店比例位于高峰阶段

年份	新开门店数	新门店及次新门店比例	门店总数
2007	7	23%	57
2008	10	25%	67
2009	11	27%	78
2010	17	29%	95
2011	17	30%	112
2012	16	26%	128
2013	15	22%	143

注：次新门店指开业 2 年以内的门店。

数据来源：公司公告，方正证券研究所

我们认为，对于困扰连锁行业的两个核心问题——租金和人工成本，公司都具有较好的成本控制优势和管理基础。而在此基础上，公司进行供应链优化等精细化管理，将进一步从长远角度提升公司盈利能力。

供应链管理方面，公司目前采取“全国联采—地区统采—门店直采”的三级采购体系，其中全国联采（主要是 60 多家大客户，占采购总量的 15%左右）和地区统采（占 80%以上）是主要渠道，基地采购仅占采购份额的 2%。未来公司将不断增加直采比例，有望

稳步推进毛利率的提升。在采购模式上，目前的地区采购占比为 60%、全国采购占 40%。公司正在筹划建立全国区域物流配送网络布局，以北京的生鲜中心作为试点，为实施以生鲜为核心的产品战略提供物流配送支持，其他六个区域物流配送中心亦在规划中。

精细化管理是提升超市业绩及毛利空间的重要渠道。与外资超市巨头相比，内资超市企业在门店管理、消费者购买行为研究、卖场内动线设计、商品品类和货架管理等方面有着明显差距。公司每年花费约 1400 万元，在国内同行中率先成立创新中心进行货架空间管理、会员管理、品类管理、商品价格管理等方面研究，建立实验卖场，让会员亲自进行购物实验。创新中心以 250-280 万/年的年薪引入前 P&G 高管，也有利于加强公司与 P&G 和强生等供应商的战略合作关系。

四、盈利预测

从行业经验来看，毛利提升的驱动因素往往集中在自有品牌商品比例的提升以及商品结构的调整，预计随着成熟门店增多，超市业务毛利有望稳中有升，但空间有限；而随着超市业务比例增大，公司整体毛利水平将呈微降趋势。

新门店及次新门店是公司营业收入增长的主要动力。对于新开门店，根据行业经验，开业首年以成熟门店 70%收入计算，开业当年以半年营业时间计算，3 年后为成熟门店；公司自 2010 年起扩张加速，次新门店的全年效应及较高展店速度有望推动公司于 2011-2012 年实现较高收入增速。

图表 17 公司分行业盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
超市	9388.78	11735.98	14669.97	17603.96
增长率	12.42%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率	10.84%	11.00%	11.50%	12.00%
其他	950.04	997.54	1047.42	1099.79
增长率	4.91%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	99.53%	99.53%	99.53%	99.53%
营业收入合计	10338.82	12733.52	15717.39	18703.75
增长率	11.68%	23.16%	23.43%	19.00%
综合毛利率	18.99%	17.94%	17.37%	17.15%

数据来源：公司公告，方正证券研究所

预计 2011-2013 年，公司分别实现营业收入 127.33 亿元、157.17 亿元和 186.97 亿元，实现净利润 0.87 亿元、1.43 亿元、1.68 亿元，EPS 分别为 0.13 元、0.22 元、0.25 元。

给予公司“增持”评级。

五、风险提示

行业竞争加剧，新开门店培育期延长或销售低于预期。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10338.8	12263.9	15129.9	17998.6	货币资金	2694.36	2835.25	3429.09	3252.91
减：营业成本	8375.82	10042.9	12468.6	14875.9	应收和预付款项	198.73	503.88	365.26	669.95
营业税金及附加	70.96	84.17	103.85	123.53	存货	1062.66	948.29	1548.37	1430.31
营业费用	1600.69	1817.51	2165.10	2548.60	其他流动资产	346.04	346.04	346.04	346.04
管理费用	189.08	220.75	260.24	304.18	长期股权投资	389.84	389.84	389.84	389.84
财务费用	77.62	15.50	-13.74	-18.44	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-4.58	0.70	0.70	0.70	固定资产和在建工程	792.29	661.14	530.00	398.85
加：投资收益	45.71	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	821.39	1169.23	1489.27	1703.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	6305.31	6853.69	8097.87	8191.88
营业利润	74.94	82.36	145.23	164.19	短期借款	790.00	0.00	0.00	0.00
加：其他非经营损益	-4.55	-2.57	-2.57	-2.57	应付和预收款项	2953.56	2969.27	4137.90	4146.32
利润总额	70.39	79.79	142.66	161.62	长期借款	689.17	689.17	689.17	689.17
减：所得税	15.39	19.95	35.66	40.40	其他负债	69.01	69.01	69.01	69.01
净利润	55.00	59.84	106.99	121.21	负债合计	4501.74	3727.45	4896.08	4904.50
减：少数股东损益	-0.05	-0.06	-0.11	-0.12	股本	484.81	665.81	665.81	665.81
归属母公司股东净利润	55.05	59.90	107.10	121.33	资本公积	577.75	1677.15	1677.15	1677.15
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E	留存收益	738.27	780.59	856.25	941.97
经营性现金净流量	645.63	99.47	1028.43	175.89	归属母公司股东权益	1800.83	3123.55	3199.21	3284.92
投资性现金净流量	-168.50	-432.93	-433.93	-351.93	少数股东权益	2.75	2.69	2.58	2.46
筹资性现金净流量	-80.83	474.35	-0.66	-0.14	股东权益合计	1803.58	3126.24	3201.79	3287.38
现金流量净额	396.30	140.89	593.84	-176.18	负债和股东权益合计	6305.31	6853.69	8097.87	8191.88

数据来源：公司数据及方正证券研究所

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com