

门店拓展明显提速，费用拖累业绩释放

华联综超（600361.SH）

谨慎推荐 首次评级

投资要点：

● 优势区域重点拓展

北京、西南和西北地区是公司的优势区域，2011 年上半年华北、西北和西南地区主营业务收入增速分别达到 17.62%、15.48% 和 24.74%，均大大高于公司 10.84% 的平均增速。我们认为这些区域将成为公司门店拓展的重点。公司 2011 年上半年新开门店 17 家，远高于去年同期的开店速度。我们预计 2011-2013 年公司每年新增门店 30-40 家。伴随物流中心建设，公司的区域物流配送体系将逐步完善，公司快速发展优势区域的全国性布局将显现成效。

● 高端超市成为亮点

公司在高端超市经营上位居国内领先地位，超市分布区域除北京外，还包括东北、西北和华南等地区。公司高端超市特色在于进口商品，已经积累了丰富的经验。公司由专门的进出口公司采购商品，基本采取直采模式，可有效解决食品安全问题。随着目标客户构成的改变，公司在保持进口商品优势的同时，以生鲜和自有品牌商品作为发展方向。目前高端超市已成为超市行业差异化竞争的焦点，但取得成功的案例并不多见。高端超市将成为公司塑造品牌形象并提升经营业务的重要手段。

● 控制费用成为关键

随着公司扩大直采和自有品牌比例，公司 2011 年中期主营业务毛利率同比提高 0.83%。但由于公司新店密集开业，尚处培育期，期间费用上升成为公司业绩波动的主要原因，其中销售费用率和管理费用率同比分别提高 1.24% 和 0.31%。公司正积极通过供应链整合降低物流成本。在减少门店面积以提高坪效的同时控制开办成本，以实现经营业绩的稳步增长。

● 投资建议

我们预计预计 2011-2013 年公司营业收入复合增速为 19.89%，归属于母公司净利润复合增速为 38.17%，EPS 分别为 0.13 元、0.17 元和 0.25 元，对应市盈率为 57X、45X、30X。公司业绩增长推动力主要来自于毛利率水平提高和费用率水平下降。虽然公司未来 3 年较高的开店节奏使短期费用仍有较大压力，但中长期来看，公司滚动开店效应逐步显现，同店增速提升有望覆盖新店亏损，盈利存在明显改善空间。由于目前市场估值较高，我们首次给予“谨慎推荐”的投资评级。投资者应从长期角度积极关注公司经营潜力的释放。

分析师

陈雷

☎：(8610) 6656 8162

✉：chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020010

卞晓宁

☎：(8610) 6656 8482

✉：bianxiaoning@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511060003

市场数据

时间 2011.09.26

A 股收盘价（元）	7.62
A 股一年内最高价（元）*	13.81
A 股一年内最低价（元）*	7.60
上证指数	2393.18
市净率	1.7
总股本（万股）	66581
实际流通 A 股（万股）	48481
限售 A 股（万股）	18100
流通 A 股市值（亿元）	36.94

注：*价格未复权

相关研究

表 1: 华联综超 (600361) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	2252	2640	2953	3508	3905	营业收入	9257	10339	11812	14033	16978
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	7467	8376	9518	11345	13778
应收账款	6	4	6	8	9	营业税金及附加	68	71	83	98	119
预付款项	145	68	68	68	68	销售费用	1442	1601	1831	2147	2547
其他应收款	196	127	118	140	170	管理费用	149	189	224	253	272
存货	772	1063	782	932	1132	财务费用	53	78	60	70	70
其他流动资产	267	346	449	605	811	资产减值损失	7	-5	0	0	0
长期股权投资	160	390	390	390	390	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	684	660	975	1098	1330	投资收益	11	46	20	30	30
在建工程	277	133	177	239	369	汇兑收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	营业利润	82	75	117	150	223
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收支净额	1	-5	0	0	0
长期待摊费用	779	816	526	450	375	税前利润	84	70	117	150	223
资产总计	5555	6270	6445	7438	8559	减: 所得税	23	15	29	38	56
短期借款	83	790	305	712	1044	净利润	61	55	88	113	167
应付票据	0	12	13	16	19	归属母公司净利	61	55	88	113	167
应付账款	1484	2021	2086	2487	3020	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	351	425	508	578	663	基本每股收益	0.13	0.11	0.13	0.17	0.25
应付职工薪酬	30	13	13	13	13	稀释每股收益	0.13	0.11	0.13	0.17	0.25
应交税费	-51	-64	-64	-64	-64						
其他应付款	443	496	746	746	746	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	600	0	0	0	0	成长性					
长期借款	5	0	0	0	0	营收增长率	7.4%	11.7%	14.3%	18.8%	21.0%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-23.5%	-22.1%	53.3%	21.4%	38.1%
负债合计	3764	4467	4380	5261	6215	净利润增长率	-48.1%	-9.4%	59.0%	28.8%	48.3%
股东权益合计	1791	1804	2065	2177	2345	盈利性					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售毛利率	19.3%	19.0%	19.4%	19.2%	18.8%
净利润	61	55	88	113	167	销售净利率	0.7%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%
折旧与摊销	163	166	176	191	213	ROE	3.4%	2.9%	4.4%	5.8%	7.2%
经营活动现金流	350	26	906	488	604	ROIC	7.20%	9.20%	10.20%	12.40%	14.60%
投资活动现金流	-56	-16	-280	-270	-470	估值倍数					
融资活动现金流	-185	377	-313	338	262	PE	60.8	67.1	57.3	44.5	30.0
现金净变动	109	388	313	555	397	P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
期初现金余额	2143	2252	2640	2953	3508	P/B	2.5	2.0	2.4	2.3	2.1
期末现金余额	2252	2640	2953	3508	3905	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	12.5	9.5	9.2	7.7	6.0

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

卞晓宁，商贸行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn