

证券研究报告

公司研究——公告点评

华联综超 (600361.sh)

司维 行业分析师

执业编号: S1500510120008

联系电话: +86 10 63081262

邮箱: siwei@cindasc.com

公司主要数据

| | |
|-------------|-------|
| 52 周内股价 | 5.40- |
| 波动区间(元) | 10.06 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 0.94 |
| 总股本(亿股) | 6.66 |
| 流通 A 股比例(%) | 72.81 |
| 总市值(亿元) | 42.74 |

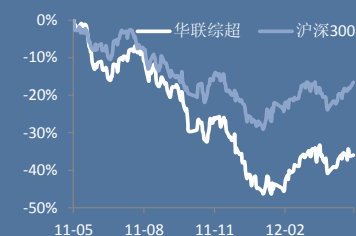
资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心
邮编: 100031



上次评级时间: 2012.04.24

华联综超相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

相关研究

《2011 年报点评——毛利水平显著提升, 静待新店释放业绩》2012.4
《黎明将至》2012.3
《费用压力尚未得到有效缓解》2009.10
《黄标 绿标 BHG》2009.4

净利润率回升信号显现

2012 年一季报点评

2012 年 05 月 02 日

本期内容提要:

事件: 公司发布 2012 年一季报, 报告期内实现营业收入 34.15 亿元, 同比增长 11.88%; 利润总额 2774.28 万元, 同比下降 21.71%; 归属于母公司所有者的净利润 2227.26 万元, 同比下降 15.79%, 摊薄每股收益 0.03 元, 每股经营性现金流 0.13 元, 基本符合我们之前的预期。

点评:

◇**期间费用率较高导致盈利同比下降。**一季度公司受益于外延扩张, 营业收入同比增长 11.88%, 增速为 09 年以来最快。期间费用率 18.93%, 比去年同期增长了一个百分点。销售费用和财务费用分别同比增长 18.33% 和 53.63%, 主要是由于报告期内新开门店增加, 销售人员工资增加以及公司较去年同期贷款规模增加导致。

◇**公司业绩环比大幅增长。**与 2011 年四季度相比, 新开门店逐步释放业绩, 公司营业收入环比增长 14.66%, 利润总额和净利润分别环比增长 465.01% 和 1415.95%, 主要原因是期间费用仅增长了 9.05%。毛利水平在去年四季度 20.28% 的水平上略有增长至 20.54%, 公司得益于产品结构的调整以及高超占比的增加, 维持住了较好的毛利水平。

◇**公司净利润率回升信号显现。**公司从去年起进入快速扩张期, 每年新增门店 30 家左右, 这就导致公司受困于三项费用的增加, 净利率低下, 业绩不能同比例释放。根据我们对于公司历史情况的统计与研究, 我们发现, 相比于新开门店的家数, 公司净利润率与新老门店的比值关系更大。我们在之前的报告中多次强调, **公司新老门店比在 2011 年达到峰值 33%, 2012 年起比值将逐步回落, 预计净利润率将有所回升。**

公司 2012 年一季度净利润率 0.67%, 而 2011 年四个季度的净利润率逐季递减, 从 0.87%, 至 0.73%, 至 0.34% 至 0.07%。可以看出, 随着今年新老门店比开始回落, 公司净利润率下降之势也有所扭转。随着新开门店经过一年培育期之后逐步产生稳定收入, 公司销售收入将快速增长, 并且能够确认到最终的净利润中。

◇**盈利预测:** 我们维持公司 2012~2014 年每股收益为 0.15 元、0.27 元、0.43 元的盈利预测, 对应 2012 年 4 月 27 日收盘价 (6.42 元) 的市盈率分别为 43 倍、24 倍、15 倍, 综合考虑公司 PEG (0.61)、PS (0.31)、PB (1.4) 处于行业较低水平, 维持“买入”评级。

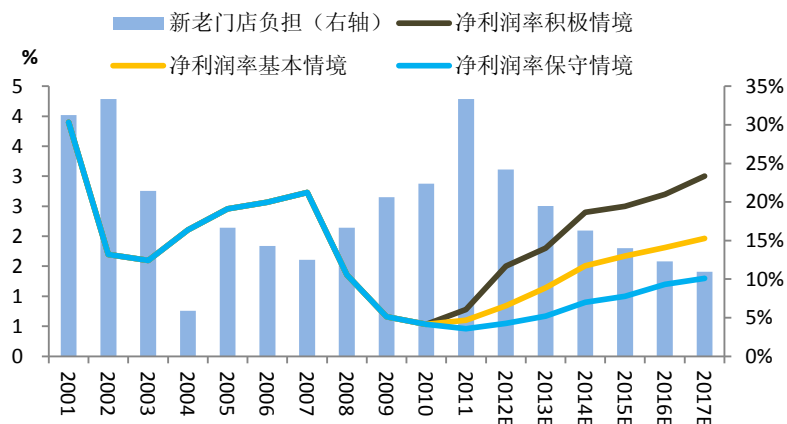
◇**风险因素:** 我们认为可能损害公司价值的潜在风险主要有高超市吸引更多竞争对手涌入, 自有品牌产品投放效果不理想, 公司治理结构出现较大问题以及整体市场环境持续恶化进而改变顾客购物习惯等方面。

华联综超财务数据:

| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入(百万元) | 10338.82 | 11450.18 | 13895.15 | 16785.34 | 19977.51 |
| 增长率 YoY % | 12% | 11% | 21% | 21% | 19% |
| 净利润(百万元) | 55.05 | 57.58 | 99.82 | 179.50 | 288.75 |
| 增长率 YoY% | -9% | 5% | 73% | 80% | 61% |
| 毛利率% | 18.99% | 20.47% | 20.55% | 20.81% | 21.03% |
| 净资产收益率 ROE% | 3.05% | 1.87% | 3.22% | 5.52% | 8.29% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.11 | 0.09 | 0.15 | 0.27 | 0.43 |
| 市盈率 P/E(倍) | 57 | 74 | 43 | 24 | 15 |
| 市净率 P/B(倍) | 2.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |

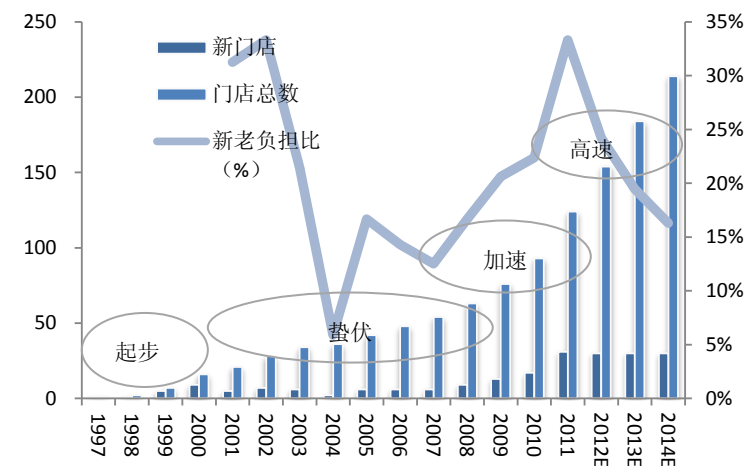
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 4 月 27 日收盘价

图 1: 利润率回升的情境假设



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 门店扩张历史阶段分析及假设



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 流动资产 | 4247.38 | 6985.77 | 6460.17 | 8155.24 | 7822.50 |
| 现金 | 2639.95 | 4854.25 | 4039.34 | 5376.14 | 4575.38 |
| 应收账款 | 4.31 | 2.84 | 9.73 | 3.76 | 11.41 |
| 其它应收款 | 126.73 | 115.96 | 270.01 | 166.91 | 325.97 |
| 预付账款 | 67.70 | 71.20 | 183.82 | 87.60 | 213.93 |
| 存货 | 1062.66 | 1508.71 | 1608.49 | 2144.95 | 2310.00 |
| 其他 | 346.04 | 432.81 | 348.76 | 375.87 | 385.81 |
| 非流动资产 | 2023.04 | 2271.41 | 2455.95 | 2667.62 | 2864.51 |
| 长期投资 | 389.84 | 415.61 | 433.83 | 452.05 | 470.27 |
| 固定资产 | 659.71 | 746.14 | 964.77 | 1045.84 | 1110.81 |
| 无形资产 | 0.00 | 8.52 | 8.67 | 9.12 | 9.95 |
| 其他 | 973.49 | 1101.15 | 1048.68 | 1160.61 | 1273.48 |
| 资产总计 | 6270.42 | 9257.18 | 8916.12 | 10822.85 | 10687.01 |
| 流动负债 | 3705.94 | 5476.57 | 5136.51 | 6995.81 | 6740.09 |
| 短期借款 | 790.00 | 1350.00 | 1350.00 | 1350.00 | 1350.00 |
| 应付账款 | 2020.64 | 2546.85 | 2490.07 | 3861.78 | 3503.05 |
| 其他 | 895.29 | 1579.72 | 1296.45 | 1784.03 | 1887.04 |
| 非流动负债 | 760.90 | 726.47 | 678.90 | 576.79 | 461.77 |
| 长期借款 | 689.17 | 691.16 | 607.33 | 517.25 | 406.29 |
| 其他 | 71.74 | 35.31 | 71.57 | 59.54 | 55.47 |
| 负债合计 | 4466.84 | 6203.04 | 5815.42 | 7572.60 | 7201.86 |
| 少数股东权益 | 2.75 | 15.20 | 15.20 | 15.20 | 15.20 |
| 归属母公司股东权益 | 1800.83 | 3038.94 | 3085.50 | 3235.05 | 3469.95 |
| 负债和股东权益 | 6270.42 | 9257.18 | 8916.12 | 10822.85 | 10687.01 |

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | | 11450.18 | 13895.15 | 16785.34 | 19977.51 |
| 同比(%) | 11.68% | 10.75% | 21.35% | 20.80% | 19.02% |
| 归属母公司净利润 | | 57.58 | 99.82 | 179.50 | 288.75 |
| 同比(%) | -9.42% | 4.59% | 73.37% | 79.81% | 60.87% |
| 毛利率(%) | 18.99% | 20.47% | 20.55% | 20.81% | 21.03% |
| ROE(%) | 3.05% | 1.87% | 3.22% | 5.52% | 8.29% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 0.09 | 0.15 | 0.27 | 0.43 |
| P/E | 0.00 | 0.00 | 42.75 | 23.78 | 14.78 |
| P/B | 0.00 | 0.00 | 1.38 | 1.32 | 1.23 |
| EV/EBITDA | -4.36 | -62.79 | 6.88 | 2.00 | 2.48 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 10338.82 | 11450.18 | 13895.15 | 16785.34 | 19977.51 |
| 营业成本 | 8375.82 | 9106.47 | 11039.53 | 13292.77 | 15777.17 |
| 营业税金及附加 | 70.96 | 80.54 | 97.74 | 118.06 | 140.52 |
| 营业费用 | 1600.69 | 1896.94 | 2292.70 | 2744.40 | 3196.40 |
| 管理费用 | 189.08 | 246.81 | 270.96 | 327.31 | 389.56 |
| 财务费用 | 77.62 | 75.86 | 90.53 | 98.08 | 117.32 |
| 资产减值损失 | -4.58 | -0.79 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 45.71 | 25.76 | 27.55 | 30.66 | 25.48 |
| 营业利润 | 74.94 | 70.12 | 131.26 | 235.38 | 382.02 |
| 营业外收入 | 10.65 | 15.53 | 13.90 | 14.45 | 14.27 |
| 营业外支出 | 15.20 | 8.92 | 12.06 | 10.49 | 11.28 |
| 利润总额 | 70.39 | 76.73 | 133.10 | 239.33 | 385.01 |
| 所得税 | 15.39 | 19.62 | 33.27 | 59.83 | 96.25 |
| 净利润 | 55.00 | 57.10 | 99.82 | 179.50 | 288.75 |
| 少数股东损益 | -0.05 | -0.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 55.05 | 57.58 | 99.82 | 179.50 | 288.75 |
| EBITDA | 249.55 | 44.11 | 351.38 | 495.70 | 682.99 |
| EPS (摊薄) | 0.11 | 0.09 | 0.15 | 0.27 | 0.43 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金流 | 66.13 | 797.35 | -372.97 | 2025.53 | -4.50 |
| 净利润 | 55.00 | 57.10 | 99.82 | 179.50 | 288.75 |
| 折旧摊销 | 171.15 | 0.00 | 241.87 | 294.92 | 352.65 |
| 财务费用 | 77.62 | 75.86 | 90.53 | 98.08 | 117.32 |
| 投资损失 | -45.71 | -25.76 | -27.55 | -30.66 | -25.48 |
| 营运资金变动 | -184.08 | 691.55 | -781.19 | 1485.59 | -737.83 |
| 其它 | -7.85 | -1.40 | 3.55 | -1.90 | 0.08 |
| 投资活动现金流 | -224.37 | -221.33 | -401.97 | -474.28 | -524.13 |
| 资本支出 | -95.01 | 257.76 | 133.16 | 203.83 | 182.80 |
| 长期投资 | -229.88 | -25.76 | -18.22 | -18.22 | -18.22 |
| 其他 | -549.25 | 10.67 | -287.03 | -288.67 | -359.55 |
| 筹资活动现金流 | 538.91 | 1625.35 | -39.97 | -214.45 | -272.13 |
| 短期借款 | 706.91 | 560.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | -3.12 | 1.99 | -83.83 | -90.08 | -110.96 |
| 其他 | -164.87 | 1063.36 | 43.87 | -124.37 | -161.18 |
| 现金净增加额 | 380.67 | 2201.37 | -814.91 | 1336.80 | -800.77 |

分析师简介

司维，商业贸易行业研究员，经济学硕士，副研究员，2008年起从事零售行业研究，期间秉持审慎独立态度，从行业内部多角度深入探索连锁零售业的经营及发展情况，对华联综超、华联股份等重点跟踪公司有独到理解。

商业贸易行业重点覆盖公司

| | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 华联综超（600361） | 华联股份（000882） | 首商股份（600723） | 银座股份（600858） |
| 步步高（002251） | 苏宁电器（002024） | 中百集团（000759） | |

机构销售联系人

| 姓名 | 电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------------|-------------|--|
| 袁泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 张华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制, 但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下, 信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告, 则应由该机构独自为此发送行为负责, 信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 信达证券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, 投资者需自行承担风险。