

证券研究报告

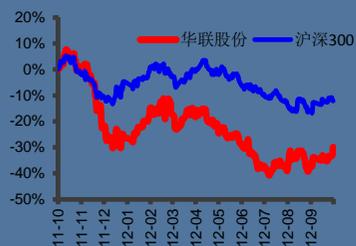
公司研究——季报点评

华联股份 (000882.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 持有, 2011.08.26

华联股份相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-10-25)

收盘价 (元)	2.98
52 周内股价波动区间 (元)	2.57- 5.70
最近一月涨跌幅 (%)	8.36
总股本 (亿股)	10.72
流通 A 股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	31.94

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 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心

邮编: 100031

赵雅君 商业贸易行业分析师

执业编号: S1500512070004

联系电话: +86 10 63081095

邮箱: zhaoyajun@cindasc.com

相关研究

《华联股份深度报告: 社区购物中心领跑者》2011.5

《华联股份 2011 年中报点评: 新门店发展较快》2011.8

未来将保持健康良性发展

2012 年三季度报点评

2012 年 10 月 26 日

事件: 公司发布 2012 年三季度报, 报告期内实现营业收入 5.93 亿元, 同比增长 51.16%; 利润总额 4334 万元, 同比下降 14.12%; 实现归属于母公司所有者的净利润 3586 万元, 同比增长 2.46%, 摊薄每股收益 0.033 元。业绩基本符合我们的预期。

点评:

◆ **公司前三季度利润总额同比下降的原因。**公司于 2011 年 3 月和 6 月两次减持华联综超股权约 1500 万股, 取得较大投资收益导致本期利润总额同比下降。公司第三季度实现营业收入 2.05 亿元, 同比增长 36.68%; 实现利润总额和归属净利润分别为 795 万元和 765 万元, 去年同期均为负。

◆ **主营业务收入快速增长。**公司目前已开业及筹备中的购物中心超过 40 家, 截至三季度已开业 21 家, 我们预计今年四季度还会有 1 家外地门店开出。公司仍将保持以北京为重点区域, 全国扩张的快速发展步伐, 计划每年新开购物中心 5 家以上, 通过 5 年时间成为社区购物中心的领导者。与此同时, 公司主营业务收入显示出良好的增长态势。

◆ **毛利率略有下降, 期间费用率明显改善。**从前三季的情况来看, 公司毛利率水平略有下降, 本期毛利率为 53.31%, 比去年同期减少 3 个百分点。我们认为这是由于公司门店结构变化引起的毛利率波动, 毛利率水平仍处于合理状态。同时, 由于营业规模的增大, 公司期间费用率有明显下降, 销售、管理和财务费用分别同比减少 11、4 和 2 个百分点。

◆ **财务费用短期内仍将保持较高。**公司经营情况已有明显改善, 购物中心门店已开始盈利, 我们预计未来将保持健康良性发展。目前困扰公司的最主要问题就是公司的财务费用高企, 前三季度约 3 个亿的毛利中, 财务费用就扣去 1 亿元左右。我们认为, 由于公司处于门店的快速拓展期, 公司有必要为好的收购项目预备充足的资金, 公司短期内财务费用仍将保持较高。

◆ **盈利预测:** 我们略调整盈利预测, 预计公司 2012~2014 年 EPS 为 0.05 元/0.07 元/0.10 元 (之前的预测为按最新股本摊薄后 2012/13EPS 分别为 0.06 元、0.09 元)。公司目前 2.98 元的股价对应 2012 年动态 PE 为 61 倍, 但是考虑到公司当前 PB 仅为 1.1 倍, 我们认为公司具有较高的投资价值, 给予六个月目标价 3.5 元, 与目前股价相比有 17% 左右的增长空间, 上调至“增持”评级。

◆ **风险因素:** 1、宏观经济增速持续下滑; 2、新开门店经营效率不达预期; 3、竞争加剧。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	584.02	622.81	842.06	1,044.89	1,245.20
增长率 YoY %	36%	7%	35%	24%	19%
净利润(百万元)	49.30	65.47	52.57	73.79	107.65
增长率 YoY%	-34%	33%	-20%	40%	46%
毛利率%	34.61%	43.79%	52.31%	52.44%	52.91%
净资产收益率 ROE%	1.92%	2.09%	1.79%	2.46%	3.48%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.07	0.05	0.07	0.10
市盈率 P/E(倍)	65	49	61	44	30
市净率 P/B(倍)	0.8	0.9	1.1	1.1	1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 10 月 25 日收盘价

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,262.07	1,704.85	2,092.08	2,452.31	2,757.48
货币资金	1,863.28	1,347.07	1,638.83	1,912.76	2,136.92
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	3.43	14.51	12.28	15.24	18.16
预付账款	391.14	253.19	350.88	434.22	512.30
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.21	90.09	90.09	90.09	90.09
非流动资产	3,068.47	4,271.16	3,935.82	3,740.66	3,633.31
长期投资	674.55	734.50	734.50	734.50	734.50
固定资产	43.74	131.70	267.27	406.65	367.77
无形资产	218.61	476.43	464.03	451.63	439.23
其他	2,131.57	2,928.52	2,470.01	2,147.87	2,091.80
资产总计	5,330.55	5,976.01	6,027.90	6,192.96	6,390.78
流动负债	1,173.07	2,144.21	2,138.95	2,223.81	2,304.62
短期借款	240.00	250.00	250.00	250.00	250.00
应付账款	167.52	279.91	248.62	307.67	363.00
其他	765.56	1,614.30	1,640.33	1,666.14	1,691.62
非流动负债	818.01	758.64	758.64	758.64	758.64
长期借款	700.00	683.80	683.80	683.80	683.80
其他	118.01	74.84	74.84	74.84	74.84
负债合计	1,991.08	2,902.85	2,897.59	2,982.45	3,063.26
少数股东权益	1.99	159.11	163.68	170.09	179.45
归属母公司股东权益	3,337.47	2,914.06	2,966.63	3,040.42	3,148.07
负债和股东权益	5330.55	5976.01	6027.90	6192.96	6390.78

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	584.02	622.81	842.06	1,044.89	1,245.20
同比(%)	36.04%	6.64%	35.20%	24.09%	19.17%
归属母公司净利润	49.30	65.47	52.57	73.79	107.65
同比(%)	-34.21%	32.80%	-19.70%	40.36%	45.88%
毛利率(%)	34.61%	43.79%	52.31%	52.44%	52.91%
ROE(%)	1.92%	2.09%	1.79%	2.46%	3.48%
每股收益(元)	0.07	0.07	0.05	0.07	0.10
P/E	65	49	61	44	30
P/B	0.80	0.92	1.08	1.06	1.02
EV/EBITDA	19.40	12.06	8.85	10.86	11.37

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	584.02	622.81	842.06	1,044.89	1,245.20
营业成本	381.87	350.09	401.58	496.97	586.33
营业税金及附加	22.09	49.40	66.79	82.88	98.77
营业费用	145.35	103.51	168.41	208.98	236.59
管理费用	44.19	37.23	37.89	47.02	56.03
财务费用	50.83	111.29	138.94	156.73	174.33
资产减值损失	-0.37	0.76	0.31	-0.15	0.41
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	115.03	101.87	37.00	39.80	42.82
营业利润	55.07	72.40	65.13	92.26	135.56
营业外收入	7.50	2.14	2.13	2.13	2.13
营业外支出	0.54	1.43	0.03	0.03	0.03
利润总额	62.03	73.11	67.23	94.36	137.65
所得税	12.73	6.35	10.08	14.15	20.65
净利润	49.30	66.76	57.14	80.21	117.01
少数股东损益	0.00	1.29	4.57	6.42	9.36
归属母公司净利润	49.30	65.47	52.57	73.79	107.65
EBITDA	163.57	310.85	484.07	394.81	376.84
EPS (摊薄)	0.07	0.07	0.05	0.07	0.10

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	-28.69	204.01	336.21	339.44	313.12
净利润	49.30	66.76	57.14	80.21	117.01
折旧摊销	44.53	112.82	359.46	243.08	181.81
财务费用	57.00	124.92	57.37	57.37	57.37
投资损失	-115.03	-101.87	-37.00	-39.80	-42.82
营运资金变动	-45.21	14.10	-101.04	-1.29	-0.60
其它	-19.29	-12.73	0.26	-0.13	0.35
投资活动现金流	-1,139.33	-938.96	12.92	-8.14	-31.58
资本支出	-710.17	-648.88	-24.08	-47.94	-74.40
长期投资	189.62	-255.08	37.00	39.80	42.82
其他	-618.78	-35.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,642.01	162.44	-57.37	-57.37	-57.37
吸收投资	1,621.75	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	1,160.00	330.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	136.09	165.16	57.37	57.37	57.37
现金净增加额	1474.00	-572.52	291.76	273.93	224.16

分析师简介

赵雅君，商业贸易行业研究员，美国田纳西大学管理科学硕士，2010年加入信达证券，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盈利模式及发展趋势。

商业贸易行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
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	海印股份	000861	友阿股份	002277

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
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@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。