

成长空间和安全边际搭配高估值

-武汉中百（000759）投资策略

渤海证券研究所 陈慧

2009年1月12日

推荐理由

看好超市行业

- 模式可复制和现代零售业快速渗透使超市行业具有广阔的发展前景
- 所售商品需求量弹性小，比百货更具有抗周期性
- 快消品行业库存压力小，价格变动灵活，零售商能够保持毛利率
- 食品价格已经趋稳，快速下跌的幅度已经不大，超市的最坏已经过去。一旦物价反弹，超市收入将迅速提升
- 城市低收入阶层和农民将成为超市的销售对象

拥有竞争优势

- 品牌优势、先发优势、战略优势

拥有成长空间

- 公司所处的区域市场仍有发展空间，能够保证公司4-5年的发展

拥有安全边际

- 06、07 年新开超市将在08、09 年进入快速增长期

估值与投资

- 08-10年盈利年均复合增长率达到26%。
- 目前估值略高于行业平均，短期内给股价继续上涨带来压制。
- 但无论从战略、团队、模式的角度，公司都是值得长期持有的品种。长期评级“买入”；

一、看好公司所处的超市业态

- 目前超市公司业绩增长的主要推动力仍然是店铺扩张，随着现代零售业态的渗透，加之超市经营模式能够被良好复制，因此超市行业增长的空间很大。
- 超市所售商品需求量的弹性较小，相比百货具有抗周期性
- 快消品相比家电周转快，库存压力小，价格变动灵活，超市零售商的毛利率空间能够保持
- 从支出结果看，农村和城镇居民消费差距主要在中低档的食品和衣着，这两部分构成大型综超的主要产品。随着城市低收入阶层和农民收入的保障政策落实，这部分人群成为超市的销售对象。
- 我们判断：食品价格已经趋稳，快速下跌的幅度已经不大，超市的最坏已经过去。一旦物价反弹，超市收入将迅速提升。

二、公司具有区域竞争优势

➤**区域龙头，区域化战略凸显区域市场内竞争优势。**因为连锁超市经营的绝大多数商品的供应是按区域划分的，在区域上实现的采购规模往往最容易获取供应商的支持。公司区域化发展的特点能有效发挥自有物流配送系统的优势，有利于加快公司向二三线城市的快速扩张，同时为公司费用控制提供良好保证，进一步提高营运效率。

➤**主业盈利能力更胜一筹。**无论从单店收入、毛利率水平，还是从单位面积销售情况看，武汉中百的盈利能力都好于其他两家公司。

图1：省内三家商业上市公司超市业务比较

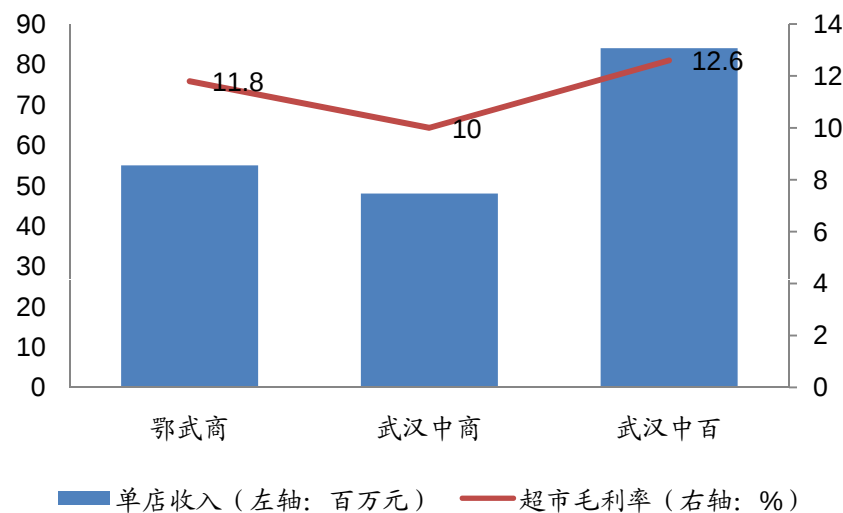
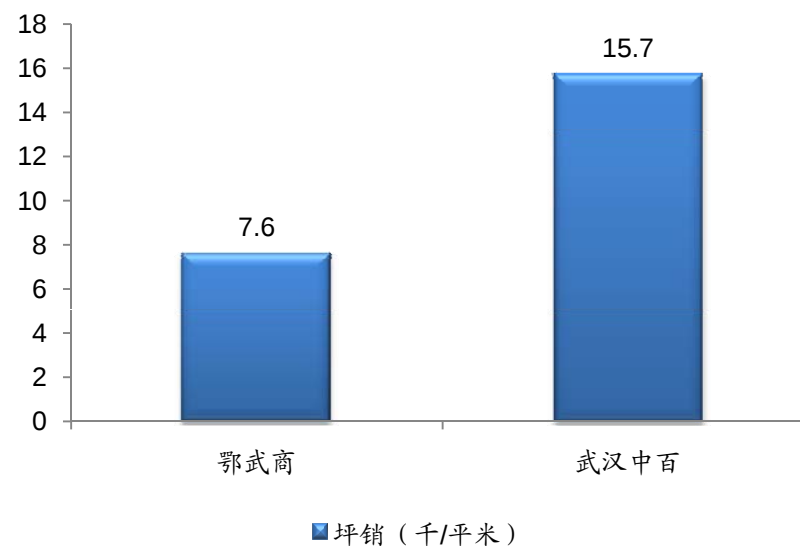


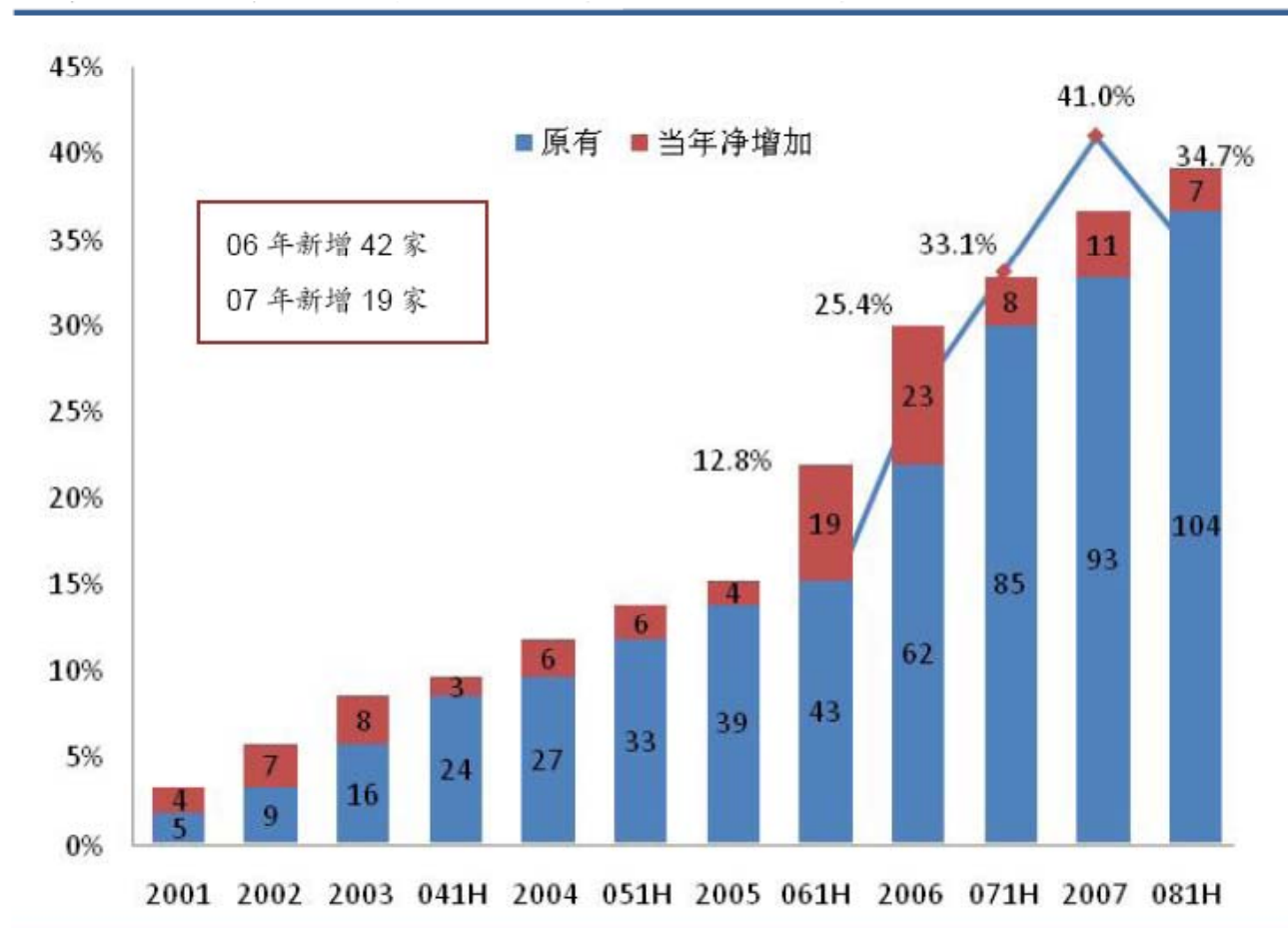
图2：鄂武商和武汉中百超市坪销比较



注：武汉中百统计数据为仓储超市业务数据

三、过去两年新开门店为公司提供安全边际

图3：近几年仓储超市
网点发展和收入增长
情况



➤06、07 年新开仓储超市将在08、09 年进入快速增长期

三、过去两年新开门店为公司提供安全边际

图4：近几年便民超市
网点发展和收入增长
情况



三、过去两年新开门店为公司提供安全边际

按照超市门店1-2年的盈利周期，06、07年新开的门店将在08、09年进入快速增长期。实际上，06和07年公司收入增速高达25.4%和41%，主要就是05和06年新增门店较多影响，当年分别新增10家、42家。按照同理我们预测，06、07年新建将在08、09年进入快速增长期，因此公司的收入规模有保障。

四、业态渗透，公司仍有成长空间

从湖北省二、三线城市的连锁超市发展状况看，除武汉市外还有**12** 个地级市和**63** 个县城（或省辖市、县级市），目前**2/3** 的地级市开设大卖场（**6,000 m²**以上）还处在导入阶段，**80%**以上的县城（或县级市）还没有开设大卖场。若按每**10 - 15** 万人口支撑一个大卖场、每个地级市平均可容纳**6** 家、每个县城（或省辖市、县级市）平均可容纳**1.5** 家计算，至少还可以容纳**120** 家以上中百仓储标准门店和几倍的便民超市。

目前公司已经覆盖的地区仅有**30** 个左右，尚未覆盖的地区有**40** 余个，按照每个地区仅开一个门店算，如果年均新建**10** 个大卖场，则至少还能够保证**4-5** 年的快速增长。外资超市只在一线城市争夺网点资源，所以，湖北省内大型综合超市的竞争相对缓和。

武汉中百目前拥有**116**家仓储超市，其中有**36**家位于重庆，而湖北省占其销售收入的**90%**以上。我们预计**2008-2010**年公司分别新增仓储超市**15**家、**10**家和**10**家，自营便民店**30**、**25**和**20**家。

五、盈利预测

➤由于价格因素，我们预计08-10年仓储超市成熟门店同店增长分别达到14%、9%和8%。2008-2010年公司分别新增仓储超市15家、10家和10家，自营便民店30、25和20家。

➤考虑到直采、自有品牌以及其他业务收入占比进一步提高，我们预计08-10年公司综合毛利率将分别提高0.7%、0.2%和0.2%。我们认为庞大连锁门店网络形成的规模优势以及强势市场份额将有助于公司保持稳定增长，我们预计武汉中百08-10年盈利年均复合增长率达到26%。

➤预测2008-2010年EPS为0.32、0.42、0.52元。

六、估值

表1: 超市公司国际估值比较

	股价	EPS			PE		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E
沃尔玛	51.58	3.117	3.382	3.636	16.55	15.25	14.19
家乐福	27.7	2.662	3.01	2.896	10.41	9.20	9.56
平均					13.48	12.23	11.88
物美商业	5.18	0.386	0.435	0.493	13.42	11.91	10.51
联华超市	9.5	0.658	0.747	0.87	14.44	12.72	10.92
京客隆	2.75	0.436	0.63	0.527	6.31	4.37	5.22
平均					11.39	9.66	8.88
步步高	42.55	1.3	1.7	2.2	32.73	25.03	19.34
武汉中百	8.96	0.32	0.42	0.53	28.00	21.33	16.91
华联综超	6.78	0.34	0.41	0.48	19.94	16.54	14.13
新华都	19.29	0.65	0.88	1.1	29.68	21.92	17.54
平均					27.59	21.20	16.98

➤经过前期板块普涨，从估值看，国内A股的估值水平高于港股和国际。武汉中百的估值略高于行业平均，给公司股价继续上涨带来压制。估值高，使公司短期面临的压力。

七、投资建议

基于理由：

- 1) 公司经营业务简单明晰，治理良好，高管致力于发展公司主业，且团队稳定有经验，这对超市零售商十分重要。
- 2) 公司所处的区域市场仍有发展空间，能够保证公司**4-5**年的发展。
- 3) 公司的经营模式已经被多次证明是成功，且可复制，业务拓展风险较低。
- 4) **06、07** 年大量新建门店进入盈利增长期，提供安全边际。
- 5) 公司是区域市场内的龙头企业，具有网点资源和物流系统上的先发优势，是湖北省内居民消费增长的最大受益者。

- 无论从战略、团队、模式的角度，公司都是值得长期持有的品种。长期评级“买入”；
- 鉴于短期估值比同行业高，给予“中性”评级。

The End

商业旅游行业研究员 陈慧
渤海证券研究所

Tel: 022-28451135
Fax: 022-28451615
E-mail: chenhui@bhzq.com
