

专业连锁

兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

武汉中百

000759

推荐

直采规模的扩大有望持续提升公司综合毛利

3 月 25 日公布 2008 年报：实现营业收入 86.49 亿元，同比增长 24.28%；扣除非经常性损益后的净利润为 1.43 亿元、EPS0.29 元，符合预期。

投资要点：

■ **外延扩张保障了公司销售的增长。**从可比门店内生增长看，与其他超市零售商一样，受经济下滑及 CPI 的下行影响，呈逐季下降趋势（2008 年上半年：16.35%；08 年第 3 季度：13%；2008 年 10、11、12 月分别为 11%、6%、4%）。公司仍能取得不错的销售（08 年第 4 季度的零售业寒冬季节公司销售同比增长仍能达 25.27%）得益于强劲的外延扩张：公司全年新开仓储超市 21 家，其中第 1 至第 4 季度分别新开 6 家、1 家、7 家、7 家，远超年初预定的 10 家仓储超市扩张计划。

■ **直采规模的大幅提升使公司综合毛利率创历史最高：**公司最大的亮点在于 2008 年综合毛利率达 18.22%，同比增加 0.88 个百分点，创历史最高。一方面是随着规模的扩大、与供应商议价能力提升将使综合毛利率提高（这也是连锁业态的魅力所在）；另一方面，直采规模的扩大也为公司毛利率提升作重要贡献：08 年仓储公司新增直采商品 1076 种，直采商品销售 15474 万元，同比增长 60.04%，毛利率高出同类别商品 16.16 个百分点，便民公司新增直采商品 134 个，直采商品销售 4797 万元，同比增长 85.54%，毛利率高出同类别商品 20.25 个百分点。虽然公司 2008 年直采商品大幅提高、但占有商品销售比例只有 2.34%，仍处于较低水平，我们预计：未来 3 年公司直采规模比例有望达到 10% 左右，从而为公司综合毛利率的持续提升作重要贡献。

■ **费用情况：**公司 08 年销售费用+管理费用率为 14.54%，相对于 07 年的 14.06% 增加 0.48 个百分点。员工成本的增加是费用率增加主要原因：08 年的租赁费、水电费分别为 1.92、1.75 亿元，同比增速基本与销售同比增速持平；而从现金流量表中可以看到，08 年“支付给职工以及为职工支付的现金”为 4.33 亿元，相对于 07 年的 2.44 亿元上升了 77%。

■ **重庆市场有望两年后扭亏：**2008 年公司重庆市场销售 4.49 亿元，同比增 14.28%，估计亏损额约为 1800 万元（2007 年亏损额 2800 万元）。预计在 2 年后销售达 6-8 亿时可实现盈亏平衡。

■ **盈利预测及投资评级：**不考虑投资收益及营业外收支的波动情况，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.37、0.52、0.73 元，复合增长率 33.58%。公司管理优秀，外延扩张及内生增长空间大，推荐评级。目标价 10.50 元。

6-12 个月目标价：10.50 元

当前股价：8.40 元

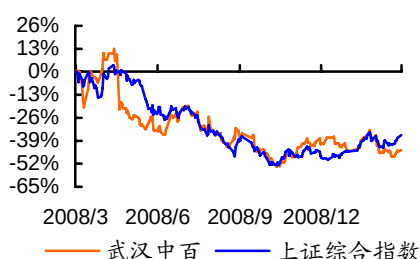
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2338.42
总股本(百万)	561
流通股本(百万)	531
流通市值(亿)	45
EPS (TTM)	0.28
每股净资产(元)	2.82
资产负债率	61.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
武汉中百	-4.11	-5.72	-11.11
上证综合指数	6.26	25.47	5.49



相关报告

(20080425) 武汉中百调研报告--专注的区域发展战略提升竞争优势--推荐

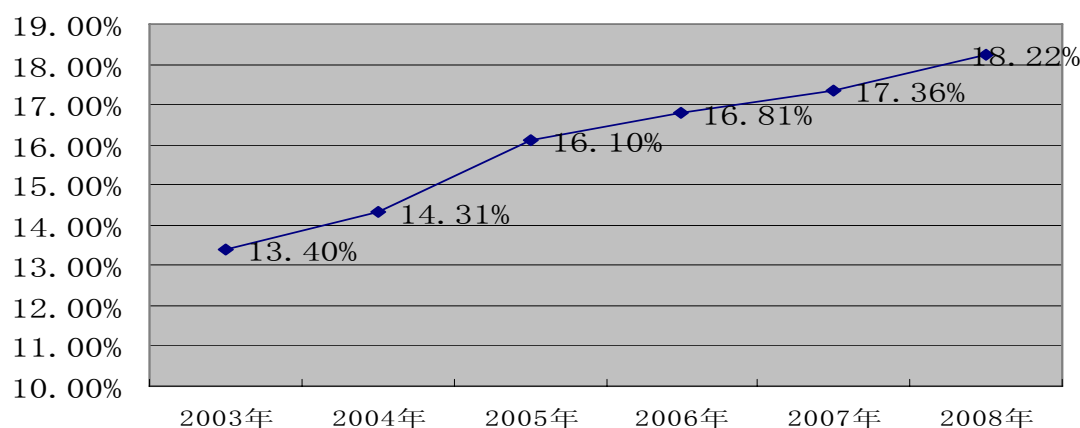
(20081018) 武汉中百--扩张势头不减、投资收益影响同比增长--推荐

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8649	10228	12288	15385
同比(%)	24%	18%	20%	25%
归属母公司净利润(百万元)	172	209	290	410
同比(%)	37%	22%	38%	41%
毛利率(%)	18.2%	18.5%	18.8%	19.1%
ROE(%)	11.0%	11.8%	14.1%	16.6%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.52	0.73
P/E	27.39	22.41	16.20	11.48
P/B	3.01	2.65	2.28	1.90
EV/EBITDA	11	10	7	6

资料来源：中投证券研究所

图表 1: 公司综合毛利率历史变化



资料来源: 公司报表

注 2003-2006 综合毛利率计算方法为: (主营利润+其他业务利润) / (主营收入+其他业务收入) 2007 以后计算方法为: 1-营业成本/营业总收入

图表 2: 分季度财务指标

	2008. 4Q	2008. 3Q	2008. 2Q	2008. 1Q	2007. 4Q	2007. 3Q	2007. 2Q	2007. 1Q
营业总收入(万元)	209,241.38	200,126.84	191,186.87	264,357.46	166,996.67	163,007.14	154,419.33	211,519.01
营业成本(万元)	168,917.07	164,085.66	157,328.24	216,943.80	137,656.29	133,317.96	127,918.79	176,319.23
营业税金及附加(万元)	1,265.74	1,625.85	450.72	2,014.04	1,023.57	1,136.21	662.73	1,237.51
销售费用(万元)	22,552.38	22,231.92	22,277.85	24,963.07	16,909.40	20,153.10	16,370.79	18,787.75
管理费用(万元)	9,831.90	6,168.68	6,526.74	11,210.44	6,598.27	4,421.49	5,701.09	8,905.39
财务费用(万元)	1,024.48	829.7	534.3	1,594.56	834.38	840.4	1,132.78	1,526.95
资产减值损失(万元)	176.18		140.79		357.51			
投资净收益(万元)	-1,239.34	-3.9	-28.17	44.87	1,014.25	492.04	486.25	174.31
利润总额(万元)	6,815.86	5,292.22	4,107.57	7,789.62	4,841.20	3,812.61	3,076.92	5,143.24
减: 所得税(万元)	1,556.50	1,584.00	1,535.70	2,169.95	865.06	510.56	1,442.46	1,413.21
净利润(万元)	5,259.36	3,708.22	2,571.88	5,619.67	3,976.14	3,302.05	1,634.47	3,730.02
减: 少数股东损益(万元)	-36.70	22.93	-54.76	38.38	-41.17	97.46	-26.81	71.55
归属母公司净利(万元)	5,296.06	3,685.29	2,626.64	5,581.30	4,017.31	3,204.59	1,661.28	3,658.48
综合毛利率	19.27%	18.01%	17.71%	17.94%	17.57%	18.21%	17.16%	16.64%
销售费用率	10.78%	11.11%	11.65%	9.44%	10.13%	12.36%	10.60%	8.88%
管理费用率	4.70%	3.08%	3.41%	4.24%	3.95%	2.71%	3.69%	4.21%
财务费用率	0.49%	0.41%	0.28%	0.60%	0.50%	0.52%	0.73%	0.72%
净利率	2.53%	1.84%	1.37%	2.11%	2.41%	1.97%	1.08%	1.73%

资料来源: 公司报表

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1867	2342	2883	3820	营业收入	8649	10228	12288	15385
现金	636	993	1264	1778	营业成本	7073	8341	9984	12454
应收账款	17	23	25	32	营业税金及附加	54	62	74	94
其它应收款	18	30	33	41	营业费用	920	1105	1325	1654
预付账款	145	187	217	271	管理费用	337	409	489	609
存货	1050	1106	1342	1696	财务费用	40	51	56	55
其他	0	3	2	2	资产减值损失	3	4	3	3
非流动资产	2279	2471	2644	2800	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	99	109	106	106	投资净收益	-12	5	10	10
固定资产	1594	1820	2021	2199	营业利润	210	262	367	525
无形资产	135	129	121	114	营业外收入	32	19	22	23
其他	451	414	396	381	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4147	4813	5528	6620	利润总额	240	279	387	546
流动负债	2328	2660	3054	3731	所得税	68	70	97	137
短期借款	207	279	242	248	净利润	172	209	290	410
应付账款	994	1127	1343	1690	少数股东损益	-0	-1	-0	-0
其他	1127	1255	1469	1793	归属母公司净利润	172	210	291	410
非流动负债	239	364	394	400	EBITDA	416	464	593	769
长期借款	239	263	294	317	EPS (元)	0.31	0.37	0.52	0.73
其他	0	100	100	83	主要财务比率				
负债合计	2567	3024	3448	4131	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	16	16	15	15	成长能力				
股本	561	561	561	561	营业收入	24.3%	18.3%	20.2%	25.2%
资本公积	607	607	607	607	营业利润	28.8%	24.7%	40.4%	43.0%
留存收益	396	606	897	1307	归属于母公司净利润	36.6%	22.2%	38.4%	41.0%
归属母公司股东权益	1564	1774	2064	2474	获利能力				
负债和股东权益	4147	4813	5528	6620	毛利率	18.2%	18.5%	18.8%	19.1%
现金流量表					净利率	2.0%	2.1%	2.4%	2.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	11.0%	11.8%	14.1%	16.6%
经营活动现金流	473	578	680	900	ROIC	15.8%	19.7%	26.5%	38.9%
净利润	172	209	290	410	偿债能力				
折旧摊销	166	151	170	189	资产负债率	61.9%	62.8%	62.4%	62.4%
财务费用	40	51	56	55	净负债比率				
投资损失	12	-5	-10	-10	流动比率	0.80	0.88	0.94	1.02
营运资金变动	86	164	170	249	速动比率	0.35	0.46	0.50	0.57
其它	-2	8	5	8	营运能力				
投资活动现金流	473	-354	-346	-346	总资产周转率	2.32	2.28	2.38	2.53
资本支出	395	310	310	310	应收账款周转率	509	450	448	467
长期投资	-3	11	-3	-0	应付账款周转率	8.37	7.87	8.09	8.21
其他	866	-34	-39	-36	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	98	-146	-305	-288	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.37	0.52	0.73
短期借款	5	72	-37	6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.03	1.21	1.61
长期借款	-2	24	30	23	每股净资产(最新摊薄)	2.79	3.16	3.68	4.41
普通股增加	225	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	211	0	0	0	P/E	27.39	22.41	16.20	11.48
其他	-342	-242	-299	-318	P/B	3.01	2.65	2.28	1.90
现金净增加额	174	78	29	266	EV/EBITDA	11	10	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434