

公司快评

批发零售业

连锁超市

武汉中百 (600785)

合理价: 11 元 当前价: 8.40 元

推荐

(维持评级)

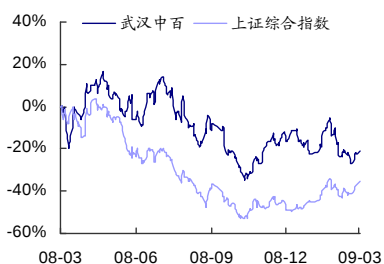
2009 年 3 月 25 日

商业贸易行业首席分析师: 胡鸿轲

 电话: 021-68866206
 E-mail: huhk@guosen.com.cn

商业贸易行业分析师: 吴美玉

 电话: 010-82252911
 E-mail: wumy@guosen.com.cn

近 1 年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据 (3月24日)

上证综合指数	2338.42
换手率(3个月)(%)	1.98
52周价格波动(元)	6.65-17.18
总股本(百万股)	560.5
流通股(百万股)	531.3

资料来源: 国信证券经济研究所

相关研究报告:

- 《行业景气回落、“有效扩张”效应开始显现》
——2008 年 10 月 20 日
- 《“行业景气+有效扩张”推动业绩快速增长》
——2008 年 8 月 1 日
- 《借势行业背景、业绩快速增长》
——2008 年 4 月 16 日

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

年报业绩点评
外延扩张推动业绩较快增长

武汉中百 2008 年实现营业收入 86.5 亿元, 同比增长 24.3%, 实现净利润 1.7 亿元, 同比增长 36.6%, 对应 5.6 亿总股本, 公司实现每股收益 0.31 元, 符合我们的预期, **08 年度公司拟对全体股东每 10 股派发现金 1 元。**

● 收入方面: 外延扩张推动收入较快增长

外延扩张加速: 2008 年武汉中百净增门店 57 家, 其中, 中百仓储净增门店 23 家, 中百便民净增门店 34 家 (重庆地区除 2 家面积较大门店归为仓储超市外, 其他门店归为便民超市, 下同), 扩张步伐明显加快, 截至 08 年底, 公司共有中百仓储门店 89 家 (剔除 04 年合并到水果湖店的水果湖生鲜店、07 年关闭的随州 1 店), 中百便民门店 513 家, 另有百货门店 4 家 (图 1)。

内生增速放缓: 受 CPI 回落影响, 公司 2008 年可比门店收入增速呈现前高后低的态势, 仓储超市可比门店收入增速从上半年的 16.4%。回落到全年的 12.2% (公司调研)。

在内生增速放缓的情况下, 通过外延扩张, 公司保持了收入的较快增长, 四季度单季, 公司营业收入同比增长 25.3%, 高于前三季度增速 (表 1)。

● 成本费用方面: 规模效益推动经营效率稳步提升

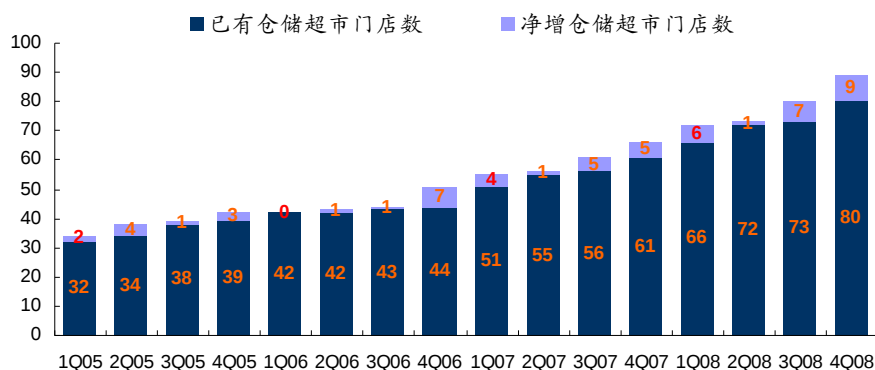
毛利率方面: 2008 年, 公司综合毛利率为 18.23%, 同比提高 0.88 个百分点, 主要原因是: 第一, 议价能力增强, 随着公司规模不断扩大, 与供应商谈判能力增强, 从而提升综合毛利率; 第二, 直采比例不断提升, 2008 年, 仓储超市和便民超市直采商品销售占各自营业收入的比重分别提高 0.52、0.94 个百分点, 达到 2.41%、2.83%, 由于直接采购的商品毛利率远高于同类其他商品 (仓储超市和便民超市直接采购销售商品毛利率分别高出同类商品 16.16、20.25 个百分点), 因此, 直采商品销售比例的提能够提高整体综合毛利率。

费用率方面: 由于 08 年新增门店较多, 尚在培育期的门店收入相对较低, 而期间费用相对固定, 因此 08 年公司期间费用率 (营业、管理、财务费用之和) 同比提高 0.32 个百分点。

此外, 公司 08 年非经常性损益 2841 万元, 主要是收到政府补贴约 2073 万元, 剔除该等非经常性损益, 公司 08 年净利润同比增长 17.9%。

综合来看，公司盈利能力稳步提升，营业利润率（不含投资收益）同比提高 0.54 个百分点，净利率同比提高 0.18 个百分点（表 1）。

图 1：武汉中百仓储超市门店扩张步伐一览



注：剔除 04 年合并到水果湖店的水果湖生鲜店、07 年关闭的随州 1 店、以及重庆市较小的仓储超市。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所

表 1：武汉中百主要财务指标一览

	07 一季	07 二季	07 三季	07 四季	08 一季	08 二季	08 三季	08 四季
收入增速	36.82%	28.22%	38.40%	14.64%	24.98%	23.81%	22.77%	25.30%
综合毛利率	16.64%	17.16%	18.21%	17.57%	17.94%	17.71%	18.01%	19.27%
期间费用率	13.81%	15.03%	15.59%	14.58%	14.29%	15.35%	14.61%	15.97%
营业费用率	8.88%	10.60%	12.36%	10.13%	9.44%	11.65%	11.11%	10.78%
管理费用率	4.21%	3.69%	2.71%	3.95%	4.24%	3.41%	3.08%	4.70%
财务费用率	0.72%	0.73%	0.52%	0.50%	0.60%	0.28%	0.41%	0.49%
营业利润率	2.24%	1.71%	1.93%	2.17%	2.89%	2.05%	2.59%	2.62%
净利率	1.73%	1.08%	1.99%	2.41%	2.11%	1.37%	1.84%	2.53%

注：营业利润不包含投资收益

资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所

● 盈利预测

收入方面，受当前经济形势、行业景气影响，预计公司 09 年外延扩张及内生增长均有一定的放缓，结合公司 09 年至今经营状况，我们假设 09 年公司新增仓储门店 15 家、便民门店 30 家，可比门店收入增速为 3% 左右，预计公司 2009-2011 年营业收入分别同比增长 13.7%、12.3%、10.1%。

经营效率方面，随着公司规模逐渐扩大，预计综合毛利率呈稳步提升的趋势，期间费用方面，由于 09 年收入增速放缓，而费用相对刚性，因此预计 09 年期间费用率略有上升，以后随着公司管理能力的提升和规模效益的显现，期间费用率呈稳步下降的趋势。

综合来看，我们预计公司 2009-2011 年净利润增速分别为 15.1%、18.3%、20.0%，对应 5.6 亿总股本，每股收益分别为 0.35 元、0.42 元、0.50 元。

表 2：2009-2011 年盈利预测

(单位：百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8,649.1	9,682	10,874	11,970
YOY	23.7%	13.7%	12.3%	10.1%
减：营业成本	7,072.7	7,908.0	8,873.5	9,759.2
营业税金及附加	53.6	60.0	67.3	74.1
销售费用	920.3	1,033.2	1,156.3	1,259.8
管理费用	337.4	382.2	427.7	466.0
财务费用	39.8	36.6	37.9	36.8
资产减值损失	3.2	3.2	3.2	3.2
加：投资收益	(12.3)	0.0	0.0	0.0
营业利润	209.9	258.4	308.6	371.1
加：营业外收支净额	30.1	5.0	3.0	3.0
利润总额	240.1	263.4	311.6	374.1
减：所得税	68.5	65.8	77.9	93.5
净利润	171.6	197.5	233.7	280.6
少数股东损益	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
归属于母公司净利润	171.9	197.9	234.1	281.0
YOY	36.6%	15.1%	18.3%	20.0%
总股本	560.5	560.5	560.5	560.5
EPS	0.31	0.35	0.42	0.50

资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所

● 估值及投资策略

我们认为，武汉中百作为区域连锁超市龙头企业，短期内受行业景气下行影响，内生增速放缓，但长期看，公司发展战略明确、后台系统建设完善，扩张步伐稳健，具有较大的长期投资价值。

鉴于公司的长期成长性，我们给予 09 年 30 倍 PE，对应合理股价在 **11 元**左右，维持“**推荐**”评级。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。