

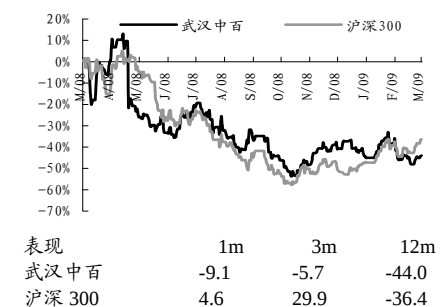
零售业
Retailing

2009 年 3 月 25 日

市场数据	2009 年 3 月 24 日
当前价格 (元)	8.4
52 周价格区间 (元)	6.95
总市值 (百万)	4708
流通市值 (百万)	4463
总股本 (万股)	56050.529
流通股 (万股)	53134.8868
日均成交额 (百万)	8819
近一月换手 (%)	49.0
Beta (2 年)	0.66
第一大股东	武汉商联
公司网址	http://www.wzb.com

盈利能力波动

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
毛利率	17.94	17.71	18.01	19.27
净利率	2.13	1.35	1.85	2.51

一年期收益率比较**吕丽华**

+86 755 83199599ext8202

lvli@csco.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩继续稳健增长

—武汉中百 (000759) 2008 年报分析

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	6959.42	8649.13	10190.91	14154.55
净利润 (百万元)	125.82	171.89	201.78	280.26
每股收益 (元)	0.38	0.35	0.36	0.50
净利润增长率%	53.33	36.62	17.39	38.89
每股净资产 (元)	3.00	2.79	3.12	3.50
市盈率	22.11	24.00	23.33	16.80
P/EG	0.41	0.66	1.34	0.43
市净率	2.80	3.01	2.69	2.40

资料来源: 世纪证券研究所

- 08 年, 公司实现营业收入 86.49 亿元, 同比增长 24.28%; 净利润 1.72 亿元, 同比增长 36.62%; 每股收益 0.35 元。利润分配预案拟向全体股东每 10 股派现金股利 1.00 元 (含税)。净利润增长的主要原因网点规模扩大带来的毛利率的提升。报告期, 公司新增仓储超市网点 21 家、便民超市网点 69 家 (实增 36 家)。09 年公司拟新增仓储大卖场不少于 10 家, 便民超市 60 家。
- 报告期, 公司实现综合毛利率 18.22%, 同比增长 0.88 个百分点。其中, 仓储超市毛利率 18.01%, 同比增长 0.81 个百分点; 便民超市毛利率 19.01%, 同比增长 1.03 个百分点。毛利率提升得益于直采比例继续提高, 全年仓储公司新增直采商品 1076 种, 直采商品实现销售 15474 万元, 同比增长 60.04%; 毛利率高出同类别商品毛利率 16.16 个百分点。便民公司新增直采商品品种 134 个, 直采商品实现销售 4797 万元, 同比增长 85.54%; 毛利率高出同类别商品毛利率 20.25 个百分点。
- 报告期, 销售费用和管理费用分别同比增长 27.42%、31.65%, 主因是新开网点带来的费用增加。但管理费用仍高于行业平均水平, 公司管理效率仍需加强。
- 预测 09、10 年每股收益分别为 0.36、0.50 元, 当前股价对应下的动态市盈率分别为 23.3、16.8 倍, 估值优势并不十分显著。公司作为华中地区连锁超市龙头, 短期受行业景气下行影响, 收入和利润增速放缓, 但长期仍处上升通道。继续维持“增持”投资评级。

外延扩张推动业绩继续稳健增长

08 年，公司实现营业收入 86.49 亿元，同比增长 24.28%；规模销售 142.38 亿元，同比增长 25.11%；营业利润 2.1 亿元，同比增长 28.81%；净利润 1.72 亿元，同比增长 36.62%；每股收益 0.35 元。利润分配预案拟向全体股东每 10 股派现金股利 1.00 元（含税）

营业收入增长主要原因是网点增加，销售规模扩大。净利润增长的主要原因是综合毛利率提升。

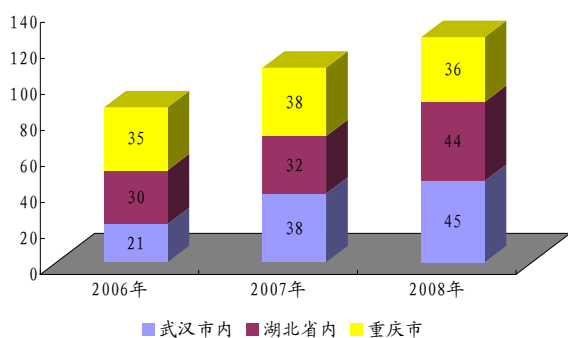
从区域分布看，湖北省市场实现营业收入 82 亿元，同比增长 24.88%，占公司总营业收入的 94.81%；重庆市场实现营业收入 4.49 亿元，同比增长 14.28%，占公司总营业收入的 5.19%。

从业态划分看，中百仓储超市公司实现营业收入 64.12 亿元，占公司总营业收入的 74.13%，同比增长 25.59%，增速同比回落 15.4 个百分点；营业利润 1.82 亿元，同比增长 44.96%；净利润 1.35 亿元，同比增长 39.54%，增速同比回落 10.32 个百分点。中百便民超市公司实现营业收入 16.95 亿元，占公司总营业收入的 19.60%，同比增长 23.7%，增速同比提升 4.59 个百分点；营业利润 4661.91 万元，同比增长 102.73%；净利润 3436.14 万元，同比增长 98.86%。中百百货公司实现营业收入 4.77 亿元，占公司总营业收入的 5.52%，同比 14.09%；营业利润 1174.1 万元，同比下降 38.18%；净利润 1.14 万元，同比增长 1.14%。

网点规模进一步扩大

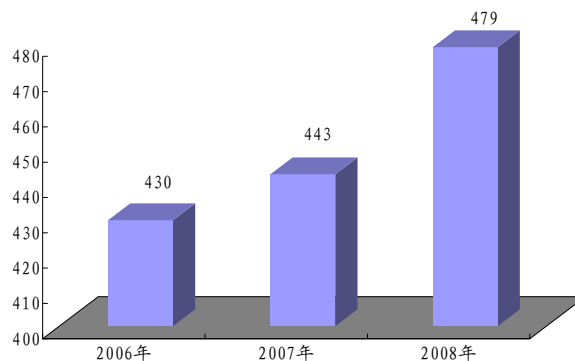
报告期，中百仓储超市公司新增网点 21 家（武汉市内 11 家，湖北省内 12 家，重庆网点减少 2 家）；中百便民超市公司新开网点 69 家，但由于部分门店因租赁合同、加盟协议到期以及武汉市城市改造等市政工程影响，关闭了 33 家门店（其中直营店 30 家、加盟店 3 家），实际净增加 36 家门店。

Figure 1 中百仓储超市网点规模



资料来源：公司历年年报、世纪证券研究所

Figure 2 中百便民超市网点规模



资料来源：公司历年年报、世纪证券研究所

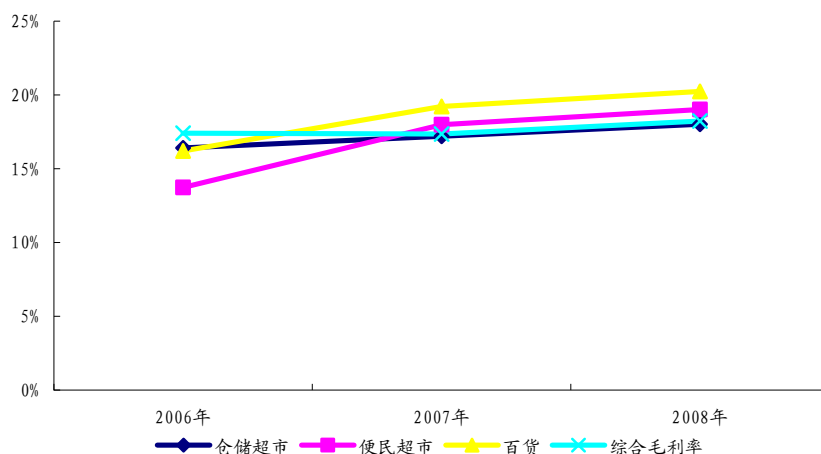
截至报告期末,公司连锁网点总数达 608 家,其中仓储超市网点 125 家(武汉市内 45 家,湖北省内 44 家,重庆市 36 家),便民超市网点 479 家,百货店 4 家;连锁店经营面积达 61.37 万平方米,其中拥有自有物业网点 17 家,面积达 19.6 万平方米。

公司于 08 年初实施配股,配股项目总体投资进度为 92%,除 7 家大卖场因超市网点合作方条件发生变化而导致项目变更外,其余的门店开设项目均进展顺利。公司 08 年报披露 09 年拟新增仓储大卖场不少于 10 家,便民超市 60 家。

综合毛利率继续稳步提升

报告期,公司实现综合毛利率 18.22%,同比增长 0.88 个百分点。其中,仓储超市毛利率 18.01%,同比增长 0.81 个百分点;便民超市综合毛利率 19.01%,同比增长 1.03 个百分点。

Figure 3 毛利率变化



资料来源:公司 08 年报、Wind 资讯、世纪证券研究所

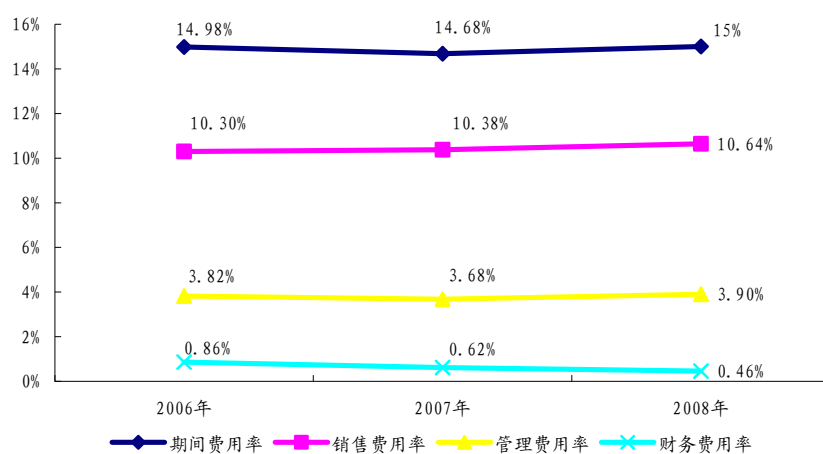
毛利率提升得益于直采比例继续提高,全年仓储公司新增直采商品 1076 种,直采商品实现销售 15474 万元,同比增长 60.04%;毛利率高出同类别商品毛利率 16.16 个百分点。便民公司新增直采商品品种 134 个,直采商品实现销售 4797 万元,同比增长 85.54%;毛利率高出同类别商品毛利率 20.25 个百分点。

期间费用有效控制有待提高

报告期,期间费用同比增长 26.98%,主要是销售费用和管理费用的增长。两者分别同比增长 27.42%、31.65%。费用大幅提升一方面是新开网点带来的费用增加,主要包括:长期待摊费用增加 37%,租赁费增加 26%,水电费增加 18%;另一方面,公司门店扩张及新劳动法带来人力成

本大幅提升，人力成本支出大幅增长 77%。

Figure 4 期间费用率及构成变化



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

与同行业比较，期间费用率和销售费用率低于行业平均水平，但管理费用仍高于行业平均水平，说明管理效率仍需加强。

非经常性损益变动较大

报告期，公司投资收益同比减少 3393.38 万元，变动幅度较大的主要原因是：一、07 年公司参与新股 IPO 申购获得不菲收益，而 08 年无此收益；二、08 年公司对中联药业(持股 42.49%)计提大额资产减值损失导致亏损 2749.66 万元，公司按比例承担投资损失 1168.33 万元；三、收到政府补助 2072 万元及房屋拆迁补偿款 1100 万元。

增值服务经济效益渐显

报告期，覆盖仓储、便民和百货商场的公交 IC 卡充值（消费）、电费代收、电子售卡、固话电信代办、水费代收、废旧电池回收、东湖门票代售等便民服务项目快速增长，全年公司增值服务项目交易累计达 958.99 万人次，同比增长 136.67%；实现收费 9.63 亿元，同比增长 179.94%；实现增值服务收入 339.75 万元，同比增长 190.76%。另外，公司推进会员管理工作，锁定会员消费，全年新发展会员 145.44 万人，会员总数达到 212.64 万人，会员消费销售 29.42 亿元，占公司零售销售的 33.38%。

维持“增持”投资评级

预测 09、10 年每股收益分别为 0.36、0.50 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 23.3、16.8 倍，估值优势并不十分显著。公司作为

华中地区连锁超市龙头，短期受行业景气下行影响，收入和利润增速放缓，但长期仍处上升通道。继续维持“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.