

上市公司动态报告

零售业

三大利好促 09 年业绩稳定增长

公司未来发展空间广阔

我们认为公司在湖北省内二线城市仍然存在较为广阔的发展空间。公司是目前国内为数不多的几家拥有自建物流配送系统的超市运营商之一，自有物流配送比例和直采比例的不断上升将有利于提升公司的毛利率水平，而且随着公司在省内二线城市以及重庆市的物流中心陆续投入使用，公司的物流配送优势将更加明显。另外，我们对公司重庆地区的业务持相对乐观的态度，而且认为公司未来有望成为武汉市商业企业重组中重要的连锁超市业务整合平台。

三大利好促 09 年业绩稳定增长

我们认为职工薪酬福利费用支出同比增速大大低于 08 年、武汉水电价格有望实现工商同价以及转让中联药业将构成公司 09 年业绩增长的三大利好因素，即使零售行业整体景气度难以明显好转，公司仍然有望在这些利好因素刺激下维持稳定的增长速度。

配股融资有利于公司长远发展

我们认为，如果按照 4—5 元每股的配股价格计算，配股融资的确会对公司的短期业绩造成一定的摊薄，从而使使得公司配股后的 PE 估值水平上升，但与步步高可比公司相比，其估值水平仍然存在一定的低估。而且，公司此次的配股项目有利于强化公司在武汉以及湖北省内其他二、三线城市的竞争力，有利于公司长远发展，投资者应该以更长远的眼光来看待公司的长期投资价值。

盈利预测和投资评级

我们预计公司在 09—11 年的 EPS 将分别达到 0.39 元、0.52 元和 0.64 元。我们认为，公司的区域优势和管理能力并不逊色于步步高，其在湖北省内其他城市扩张的步伐正在加快，未来仍然存在巨大发展空间。我们维持公司的“买入”评级，按照 09 年 30X 的动态 PE 对公司进行相对估值，认为其合理价格在 11.7 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	8,649.13	10,175.09	12,193.96	14,522.86
主营收入增长率	24.28%	17.64%	19.84%	19.10%
净利润（百万）	171.89	219.78	290.83	362.71
净利润增长率	26.58%	27.86%	32.32%	24.72%
ROE	10.86%	12.32%	14.22%	15.30%
EPS（元）	0.35	0.39	0.52	0.64
P/E	26.60	23.83	18.00	14.43
P/B	3.30	2.94	2.56	2.21

武汉中百（000759）

维持

买入

陈乐华

chenlehua@csc.com.cn

010-85130996

分析日期：2009 年 06 月 12 日

当前股价：9.31 元

目标价格 6 个月：11.70 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-0.3/-7.0	15.4/-13.3	-8.9/0.1
12 月最高/最低价（元）		12.28/6.65
总股本（万股）		56,051
流通 A 股（万股）		53,147
总市值（亿元）		52.46
流通市值（亿元）		49.75
近 3 月日均成交量（万）		1,370
主要股东		
武汉商联(集团)股份有限公司		5.02%

股价表现



相关研究报告

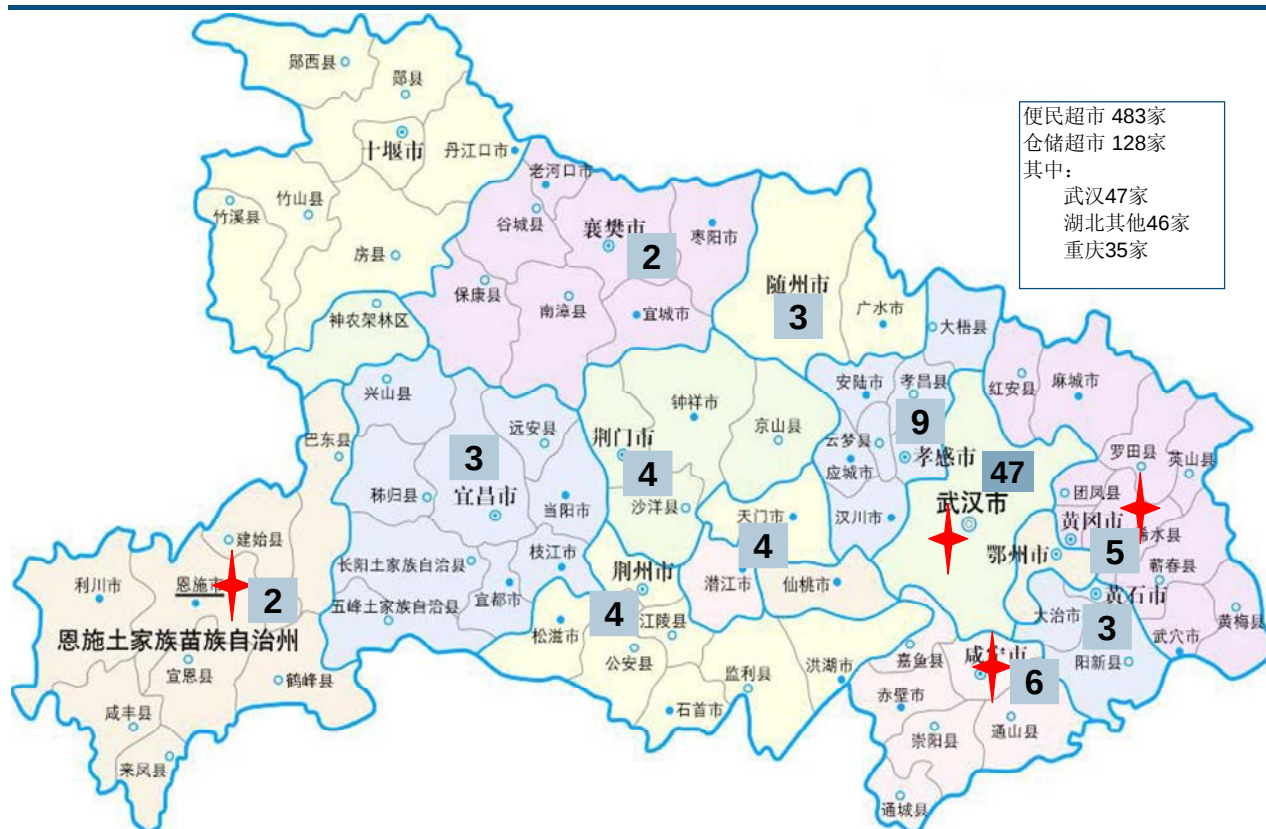
09.04.27	武汉中百 09 一季度报简评-三大利好将促 09 年业绩稳定增长
09.03.25	武汉中百 08 年报简评-省内扩张步伐将加快

公司未来发展空间广阔

公司在湖北省内二、三线城市的扩张空间依然巨大

截至 2009 年 5 月份, 公司拥有百货门店 4 家, 便民超市门店 483 家, 仓储超市门店 129 家, 其中武汉市 47 家, 湖北省内其他二级城市 46 家, 重庆市 36 家。在湖北省 17 个地级城市中, 公司除了在武汉拥有 47 家仓储超市外, 其他省内二级城市的仓储超市门店数均未超过 10 家。如果按照每个地级城市平均可以容纳公司 10 个仓储网点计算, 公司在除武汉市以外的湖北省内二级城市的网点数可以达到 160 家, 而公司目前在这些城市实际拥有网点 46 家, 还有 114 家潜在网点可供公司开发, 这至少可以满足公司 3 年以上的扩展需求。因此, 我们认为, 至少在 3 年内, 公司在湖北省内不会面临网点扩张瓶颈, 扩张空间依然巨大。

图 1: 公司在湖北省内的仓储超市网点分布



资料来源: 公司调研 中信建投研究发展部

表 1: 湖北省 17 个地级城市消费市场容量及公司门店分布概况

	社会消费品零售总额	名义增速 (%)	门店家数
武汉市	1850.05	21.8	47
襄樊市	410.29	24.8	2
宜昌市	388.19	24.6	3
荆州市	370.6	23.7	4
黄冈市	282.27	26.2	5

孝感市	270.45	23.9	9
黄石市	215.56	23.2	3
十堰市	210.18	23.5	0
荆门市	188.86	24.6	4
随州市	152.32	24.1	3
咸宁市	136.81	29.2	6
天门市	112.21	23.9	2
仙桃市	105.85	28.3	1
鄂州市	104.89	24	0
恩施自治州	93.8	23.5	2
潜江市	72.33	24.6	1
神农架林区	3.16	22.7	0

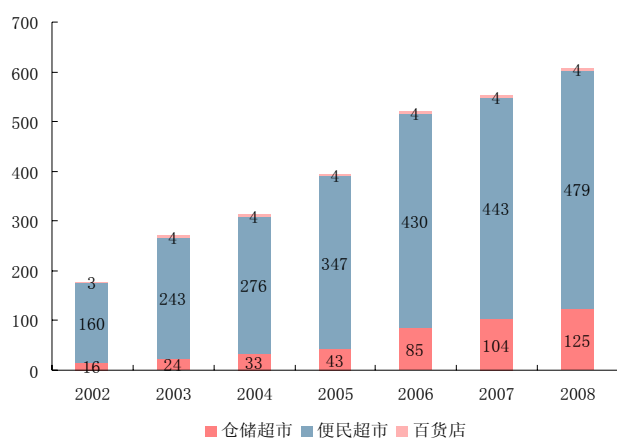
资料来源：湖北省统计局 中信建投证券研究发展部

表 1：公司各控股子公司净利润情况一览

	2005	2006	2007	2008	增长率
中百仓储	3994.25	6478.82	9709.38	13548.68	39.54%
中百便民	1164.68	1790.55	1727.89	3436.14	98.86%
中百百货	-1176.92	-979.61	1999.08	2021.91	1.14%
中百物流	221.67	65.58	218.46	128.08	-41.37%
合计 / 公司净利润	85.60%	89.64%	108.53%	111.32%	—

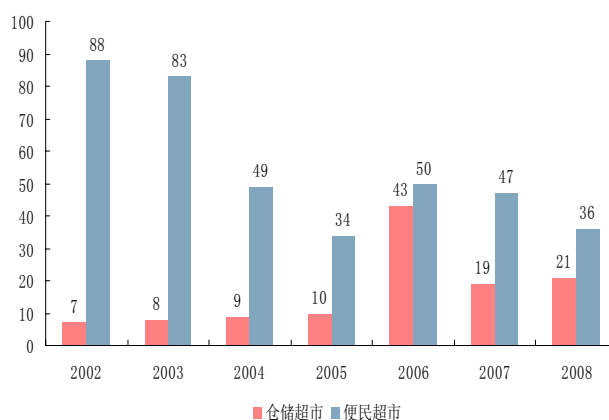
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 2：公司各业态门店数量变化情况



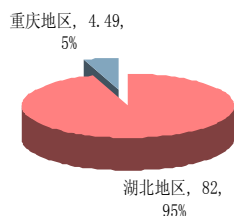
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 3：公司年新增超市业态门店数量比较



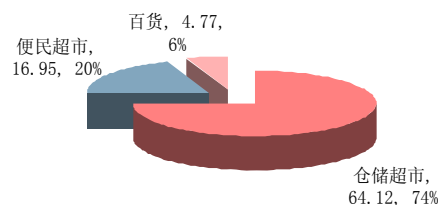
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 4：公司主业收入地区构成



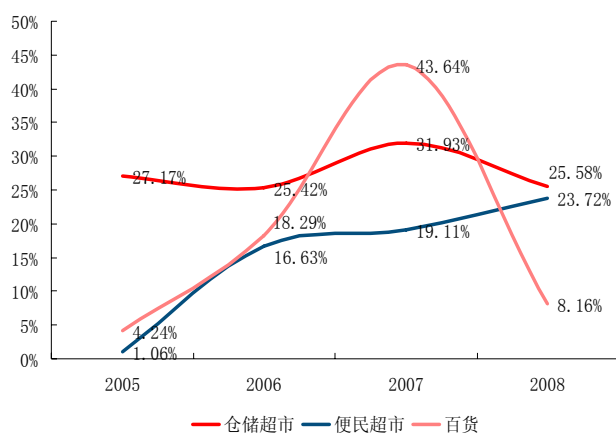
资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 5：公司主营收入业态构成



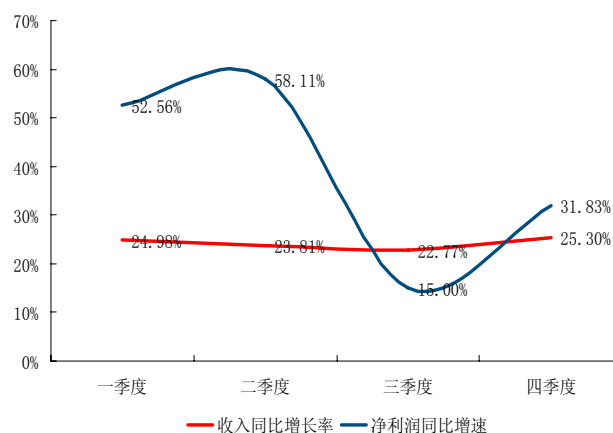
资料来源：中信建投证券研究发展部

图 6：公司各业态收入增长情况



资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

图 7：公司 08 年各季度业绩增长情况



资料来源：公司各年年报 中信建投证券研究发展部

公司的物流平台建设以及直采业务将逐步推进

公司是目前国内为数不多的几家拥有自建物流配送系统的超市运营商之一，其目前已经拥有常温、生鲜和蔬果三个配送中心，其中吴家山常温配送中心是公司目前最主要的配送渠道。从目前的配送比例来看，武汉市内的仓储超市全部由供应商配送，武汉市外仓储超市的 30% 货品由自有配送中心配送；便利店的 70% 货品由公司自有配送中心配送。2008 年，公司还通过扩租库房和对库区布局重新调整，扩大存储区，改善拆零商品分拣作业条件，并招标整合社会运输车辆等措施使得配送效率进一步提升。

另外，公司通过强化直采商品目标考核和激励机制，直采商品销售比重进一步提高。在与省内与蔬菜基地对接方面也取得了新的进展。公司的农产品经营子公司通过向蔬果主产区和基地直接签订采购合同并集中配送的模式，全面提升了卖场蔬果的经营管理能力及市场竞争力。公司直采商品销售比例的不断提升，也有效提升了公司超市业务的综合毛利率水平。2008 年，公司实现综合毛利率 18.22%，同比增长 0.88 个百分点，其中：中百仓储超市公司实现综合毛利率 18.01%，同比增长 0.81 个百分点；中百便民超市公司实现综合毛利率 19.01%，同比增长 1.03 个百分点。

公司今后将进一步加强物流配送平台的建设，在咸宁、浠水、恩施等省内二级城市建立分配中心，以配合公司网点向省内二、三线城市扩张，其中咸宁、浠水配送中心计划以此次配股资金投入。另外，公司还将继续全力推进商品直采，进一步扩大直采商品销售占比。我们预计，随着物流体系的进一步完善以及直采比例的进一步上升，公司的综合毛利率水平仍有上升空间。

重庆地区业务未来有望改观

2008 年，重庆地区在关闭 2 家门店的情形下，营业收入依然实现了 14.28% 的增长，但是其净利润依然没有出现大的改观，08 年依然整体亏损 2800 万元左右，且基本每家单店都处于亏损状态。截至 09 年 5 月份，公司在重庆地区拥有门店 35 家，其中 4000 平方米以上的大卖场 3 家，社区店和食品加强型超市 32 家。

公司目前搞好重庆地区业务的决心很大，公司董事长、仓储公司总经理开始亲自抓重庆地区经营，着重提高该地区门店的生鲜业务经营能力，以提高其单店经营效率。同时，为了解决重庆地区业务的配送问题，公司已经在重庆渝北工业园区买下 113 亩的土地用于建设重庆地区物流配送中心。该项目目前正在规划中，计划投资 2 个多亿，可为 100 家门店提供物流配送服务，一期仓库计划在 2010 年投入使用。

我们预计，随着公司对重庆地区业务的重视度不断加大以及对现有门店的经营调整，该地区业务有望出现逐步改善。另外，该地区物流中心投入使用后，其在该地区自有配送能力的增强也将为该地区业务的拓展提供强大的后台支撑。我们估计公司重庆地区业务在 2011 年后将出现明显改观，并有望为公司产生正面的利润贡献。

公司有望成为武汉商业重组中重要的连锁超市业务平台

市场一直对武汉市三家商业类上市公司业务重组存在较强的预期。我们预计，如果重组正式实施，公司有望成为此次商业重组中重要的连锁超市业务整合平台，武汉中商旗下的中商平价超市资产有望注入到公司，甚至鄂武商旗下的武商量贩资产注入到公司也非常值得期待。武汉中商目前拥有 31 家大卖场，其中有 11 家位于武汉市，20 家位于湖北省内的二级城市；鄂武商拥有武商量贩超市 53 家，其中有 29 家位于武汉市，24 家位于湖北省内的二级城市，2008 年实现销售收入 30.47 亿元，实现净利润 6682.27 万元。如果中商平价大卖场和武商量贩超市资产成功注入，公司在湖北省内的区域竞争力将大大增强。

三大利好促 09 年业绩稳定增长

据我们了解，公司 09 年的同店销售增长率是上市公司里面恢复最为明显的一家，其同店销售增长率从 1-2 月份的一 2% 迅速恢复到 4 月份的 6%，同店销售增长的迅速恢复有望带动公司整体销售的增长。而且公司 08 年新增的 21 家仓储超市门店中，只有 7 家门店当年实现盈利，我们预计随着这些门店盈利能力的逐步增强以及其他未盈利门店逐步进入盈利期，公司仓储超市业务的盈利能力有望在 09 年进一步增强。另外，我们认为公司有三大短期利好因素推动 09 年业绩稳定增长，这些因素主要包括：

公司 09 年的职工薪酬、福利支出占销售收入的比重将有望下降。公司 08 年全年支付给职工的薪酬福利由 2007 年的 2.39 亿元增加到 4.31 亿元（同比增幅达到 80%），增加额占 08 年新增营业及管理费用的 69%。我们认为，公司 2009 年的职工的薪酬福利支出再继续大幅增加的可能性较小。根据我们的测算，在考虑新开门店因素以及原有职工的薪酬、福利支出 09 年增长 4% 的假设前提下，公司 09 年的职工薪酬、福利费用率将有 08 年的 4.98% 下降到 09 年的 4.83%，该项费用率下降将至少为公司节约费用 1500 万元。

武汉市水电价格有望实现工商同价。4月13日，武汉市政府常务会原则通过《关于进一步搞活流通扩大消费的意见》，明确提出实施商业与工业水电同价等一揽子刺激商业服务业重建活力的举措。根据我们初步测算，在假设公司武汉市的水电费用支出占公司总体水电费用支出的2/3、动力用电占整体电费支出的60%以及09年水电费用支出增长15%的假设前提下，如果该政策实施，公司将由此节约1900万元-2400万元的水电费支出，增厚公司税后EPS2-3分钱左右。

转让中联药业有利于公司卸下包袱，专注主业。公司与武汉国有资产经营公司于2009年4月8日签订了《股权转让合同》，公司将所持有的武汉中联药业股份有限公司42.49%股份转让给武汉国有资产经营公司，转让价款为6282.49万元，获取投资收益564.41万元。2008年，该中联药业公司由于计提2600万元的坏账准备而导致巨额亏损，对公司整体业绩造成1000万元左右的负面影响。我们认为，此次股权转让后，将有利于公司卸下包袱，专注于连锁超市主业的发展，进一步提升公司核心竞争力，而且6000万元股权转让现金也有助于为公司的门店拓展提供资金支持。

配股融资有利于公司长远发展

公司近期公告，公司拟以2008年末总股本为基数，按照每10股不超过3股的比例，向全体股东配售不超过1.68亿股，募集资金全部用于发展连锁超市项目，加速做强、做大连锁超市主业。公司募集资金计划投入四个项目，包括：连锁仓储超市技术改造项目，即开发新建19家仓储超市，项目总投资3.9亿元，其中武汉市内开发7家仓储超市，湖北省内开发大冶、黄冈、云梦等12家仓储超市；投资8815万元在咸宁建设物流配送中心项目；投资7621.89万元在浠水建设物流配送中心项目；便民连锁超市技术改造项目，即开发新建80家便民超市，项目总投资7086.35万元。四项目计划总投入为6.25亿元，全部以募集资金投入。

我们认为，如果按照4—5元每股的配股价格计算，配股融资的确会对公司的短期业绩造成一定的摊薄，从而使得公司配股后的PE估值水平上升，但与步步高等可比公司相比，其估值水平仍然存在一定的低估。而且，公司此次的配股项目有利于强化公司在武汉以及湖北省内其他二、三线城市的竞争力，有利于公司长远发展，投资者应该以更长远的眼光来看待公司的长期投资价值。

表1：公司配股融资对公司短期估值水平影响模拟测算

	情形 A	情形 B
当前股价（元）	9.31	9.31
预期配股价格（元）	4	5
配股除权价（元）	8.08	8.32
悲观预期 PE（倍）	28.56	29.37
一般预期 PE（倍）	26.80	27.57

资料来源：中信建投证券研究发展部

盈利预测和投资评级

我们认为职工薪酬福利费用支出同比增速大大低于08年、武汉水电价格有望实现工商同价以及转让中联药业将构成公司09年业绩增长的三大利好因素，即使零售行业整体的景气度难以明显好转，公司仍然有望在这些利好因素的刺激下维持稳定的增长速度。

出于对以上利好因素对公司业绩促进的预期,我们依然维持前期对公司的盈利预测,预计公司在 2009—2011 年的 EPS 将分别达到 0.39 元、0.52 元和 0.64 元(由于配股正式实施日期尚存不确定性,因此我们的盈利预测中尚未考虑配股所造成的 EPS 摊薄)。目前,可比公司步步高股价对应 09 年的动态 PE 超过 31X,而公司目前只有不到 24X。我们认为,公司的区域优势和管理能力并不逊色于步步高,其在湖北省内其他城市扩张的步伐正在加快,未来仍然存在巨大发展空间。我们维持公司的“买入”评级,按照 09 年 30X 的动态 PE 对公司进行相对估值,认为其合理价格在 11.7 元,相对于目前股价仍有超过 25%以上的空间。

表 3: 公司盈利预测表

	2008A	2009E	增长率	2010E	增长率	2011E	增长率
一、总营业收入	8,649.13	10,175.09	17.64%	12,193.96	19.84%	14,522.86	19.10%
二、总营业成本	8,426.94	9,882.05	17.27%	11,806.19	19.47%	14,039.25	18.91%
营业成本	7,072.75	8,323.23	17.68%	9,962.46	19.69%	11,865.18	19.10%
主营业务税金及附加	53.56	63.09	17.78%	75.60	19.84%	90.04	19.10%
营业费用	920.25	1,068.38	16.10%	1,268.17	18.70%	1,510.38	19.10%
管理费用	337.38	381.57	13.10%	451.18	18.24%	508.30	12.66%
财务费用	39.83	45.79	14.96%	48.78	6.53%	65.35	33.99%
资产减值损失	3.17	4.00	26.19%	4.00	0.00%	4.00	0.00%
三、其他经营收益							
公允价值变动净收益	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
投资收益	-12.27	0.00	-100.00%	0.00	-	0.00	-
四、营业利润	209.92	293.04	39.60%	387.77	32.32%	483.61	24.72%
营业外收支净额	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
五、利润总额	240.05	293.04	22.07%	387.77	32.32%	483.61	24.72%
减: 所得税	68.46	73.26	7.01%	96.94	32.32%	120.90	24.72%
六、净利润	171.89	219.78	27.86%	290.83	32.32%	362.71	24.72%
减: 少数股东权益	-0.30	0.80	-365.32%	1.00	25.00%	1.20	20.00%
归属母公司所有者净利润	171.89	218.98	27.39%	289.83	32.35%	361.51	24.73%
NOPLAT	78.16	265.57	239.79%	339.60	27.88%	428.06	26.05%
每股收益	0.35	0.39	11.62%	0.52	32.35%	0.64	24.73%
P/E	26.60	23.83	—	18.00	—	14.43	
P/B	3.30	2.94	—	2.56	—	2.21	

资料来源: 中信建投证券研究发展部

风险分析

如果宏观经济及居民消费下半年不能出现预期中的回暖,公司新开门店的培育期可能会延长,从而对公司短期业绩造成负面影响,而我们对公司的盈利预测是基于下半年居民消费出现明显回暖的假设前提之上;公司配股融资的项目对公司的短期业绩摊薄可能会超出我们的预期,从而影响公司的短期估值水平。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构

第一家与保险公司签约的证券研究机构

第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构

第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构

2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名

2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名

2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点

2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点

2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点

2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

关于中信建投 证券研究发展部

作者简介

陈乐华：中央财经大学金融学硕士，现任批发零售贸易行业分析师，3 年证券从业经历。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010