

投资要点:

- 超市主要满足人们得基本生活需求,与百货业态相比,更容易连锁扩张,培育期也较短,武汉中百一直以来都专注于超市业态的发展,其在超市领域的精耕细作,稳健拓展,形成了其核心竞争力。
- 中百的跨区域拓展仍在摸索中,短期内难以给公司贡献利润,而农村市场的开拓仍未形成成熟的经营模式,但从长远的发展来看,超市业态的跨区域扩张较百货容易,由于公司在超市业态的长期专注,其在业态模式、人才储备、供应链管理、物流管理等方面具有极强的核心竞争力,我们认为重庆市场和省内二三线城市的布局,打开了公司为来的成长空间。
- 随着公司直采比例的不断提升,公司的综合毛利率也不断提升,中百仓储和中百便民的毛利率分别由 04 年的 10.84%和 12.77%提升至 08 年的 18.01%和 17.85%,公司在直采方面的的努力,成为公司内生性增长的有力支撑。
- 由于配股时间问题,我们判断配股对 09 年的业绩影响有限,如果 09 年配股成功,则可能对公司财务费用有一定降低作用,但公司 09 年的门店拓展计划预计不会有太大影响,但 10 年公司的门店拓展可能会提速。
- 大股东股权调整有助于武汉国资委直接插手三家公司的整合,对整体速度的提升具有明显的正面信号,但考虑到三家公司各自的利益关系,短期内出现实质性的整合动作可能性不大。
- 不考虑配股因素,公司 09-11 年 EPS 分别为: 0.43 元、0.65 元和 0.94 元,对应目前股价 10.49 元的 09 年动态市盈率为 24 倍,考虑配股摊薄因素后,2009-2011 年的 EPS 分别为: 0.34 元、0.53 元和 0.75 元,目前股价除权后价格为 8.07 元,对应 09 年动态市盈率为 23.7 倍。按照不考虑配股因素的情况下,09 年 30 倍的市盈率计算,公司合理估值应为 12.9 元,给予买入评级。

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	12.9 元
当前股价 (09.7.8)	10.49 元

研究员: 张绍坤

电话: 0755-83689044

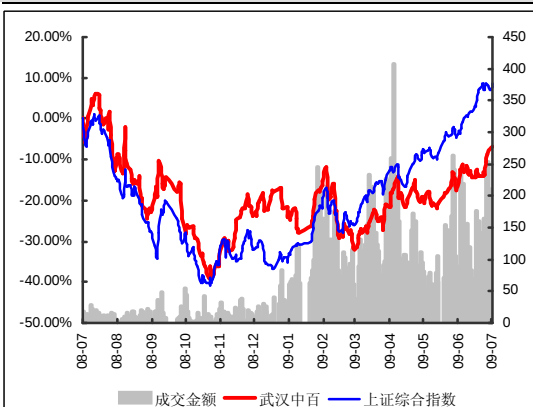
E-mail: skzhang@scstock.com

报告日期: 2009.7.14

基础数据

上证指数	3080
总股本 (百万)	561
流通 A 股 (百万)	560
流通 B 股 (百万)	0
流通 A 股市值 (百万)	5874
每股净资产 (元)	2.91
ROE (091Q)	3.96%
资产负债率	59.39%
动态市盈率	24
市净率	3.61

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

江南金融研究所:

联系人: 邱野、毛艳琼

联系电话: 0755-83689524

地址: 深圳市深南中路 68 号航空大厦 2902 室
(518031)

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8649	10221	13051	16019
收入同比(%)	24%	18%	28%	23%
归属母公司净利润	172	248	384	547
净利润同比(%)	37%	44%	55%	42%
毛利率(%)	18.2%	18.4%	18.5%	18.8%
ROE(%)	11.0%	10.6%	14.5%	17.8%
每股收益(元)	0.24	0.34	0.53	0.75
P/E	35.39	24.53	15.83	11.13
P/B	3.89	2.59	2.30	1.98
EV/EBITDA	11	10	8	6

一、 专注超市业态，复制能力优秀

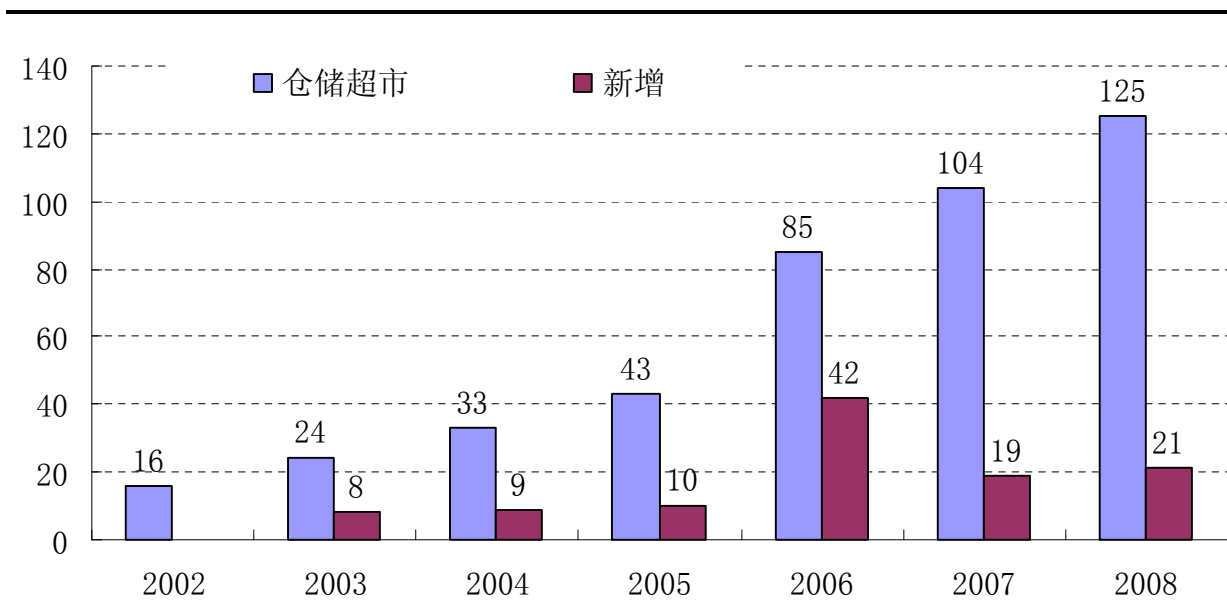
零售企业要想做大做强，无非是销售收入的不断增长和成本的降低，而一家零售网点的内生性的增长很有限，只有连锁扩张才是实现零售企业快速发展的主引擎。连锁扩张不仅可以实现收入的快速扩张，而且企业规模的扩大可以提升议价能力，降低成本；但另一方面快速连锁扩张也会带来资本的巨额需求和人才、管理上的难度，如何平衡两者，实现企业的快速健康发展，连锁扩张的商业模式就显得极其重要。

武汉中百是一家专注于超市业态的连锁扩张企业，目前旗下有两种超市细分业态：中百仓储超市和中百便民超市。中百仓储超市仓储超市选址主要以成熟商圈为主，经营面积比便民超市大；便民超市主要服务于居民平时的社区生活，根据社区不同，中百又采取食品加强型超市、标准超市、干货店、纯生鲜店等多种业态模式，与满足居民一站式购物的仓储超市实现差异化经营，并互为补充。

由于超市主要满足人们得基本生活需求，与百货业态相比，更容易连锁扩张，培育期也较短（超市一般开业一年就能实现盈利，而百货培育期平均需要三年左右）。武汉中百一直以来都专注于超市业态的发展（03 年收购一家百货店后，百货业态一直没有扩张，维持在 4 家门店的规模），其在超市领域的精耕细作，稳健拓展，形成了其核心竞争力。

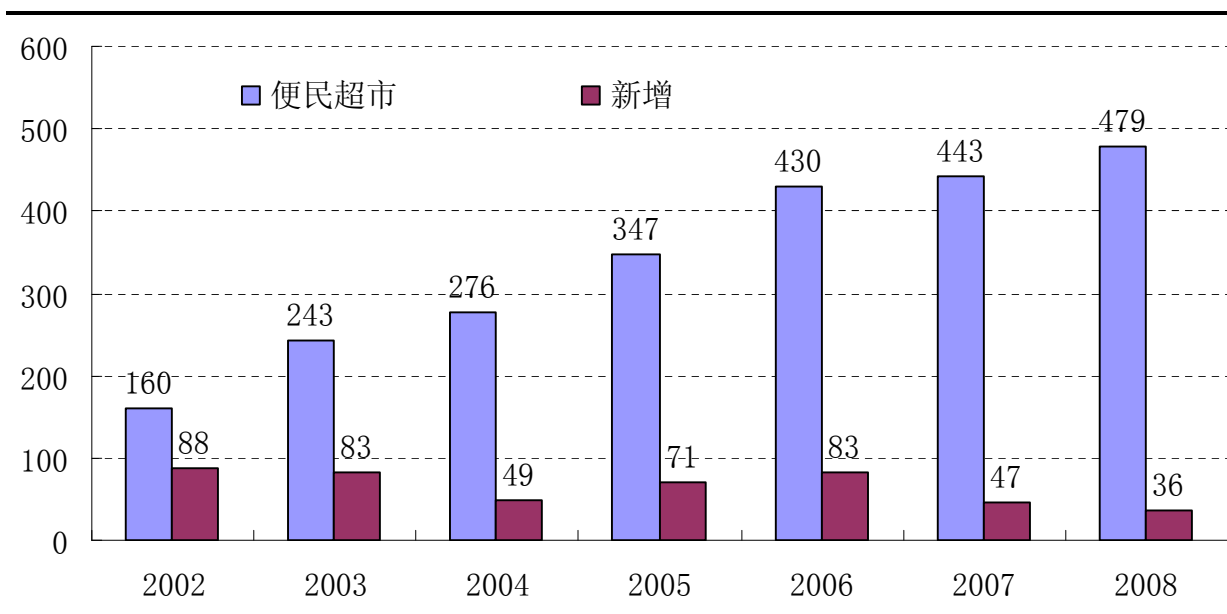
中百仓储超市从 2002 年的 16 家，拓展到 2008 年的 125 家，增长近 7 倍；便民超市从 2002 年的 160 家，发展到 2008 年的 479 家。近年来中百的仓储超市基本维持在每年 20 家左右，便民超市平均每年 70 家左右。

图 1：2002 年以来武汉中百仓储超市门店数及新增数



资料来源：江南金融研究所，公司公告

图 2：2002 年以来武汉中百便民超市门店数及新增数

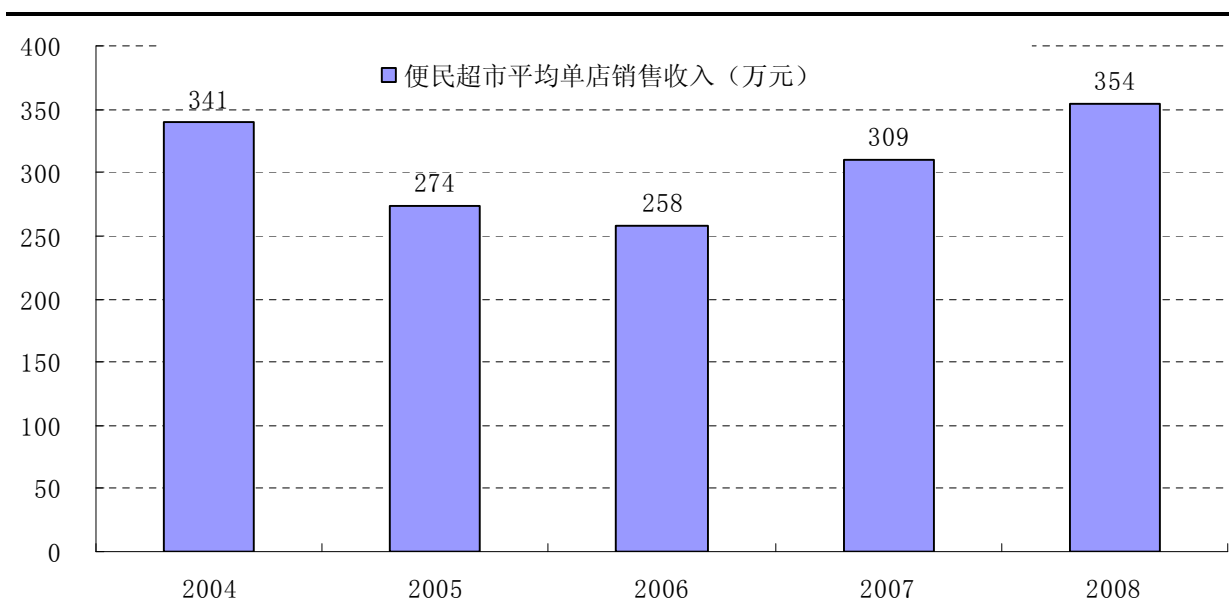


资料来源：江南金融研究所，公司公告

07、08 年公司便民超市扩张有所放缓，分别为 47 家和 36 家，主要原因是从 06 年起公司对中百仓储超市实施“变脸变身”工程，加大了对原有门店的改造，增加公交 IC 卡充值等便民服务功能。我们认为公司对中百仓储超市的举措，符合便民超市的特点，便民超市主要为了方便社区居民的日常生活需求，公司通过创新经营模式新增服

务功能（包括代收工交 IC 卡充值、水电费、电信费等），不仅取得了良好的经济效益（07 年实现服务性收费 3.4 亿，08 年实现服务性收费 9.63 亿），同时培育了忠实客户，更好地塑造品牌形象，提升了公司便民利民服务的品牌效应；另一方面，创新的经营模式也提升来了公司便民超市门店的内生性增长，我们由图可以看到，06 年后，公司扭转了单店销售收入下滑的趋势，便民超市单店收入由 06 年的 257 万提升至 08 年的 353.8 万元。

图 3：04 年以来便民超市单店收入

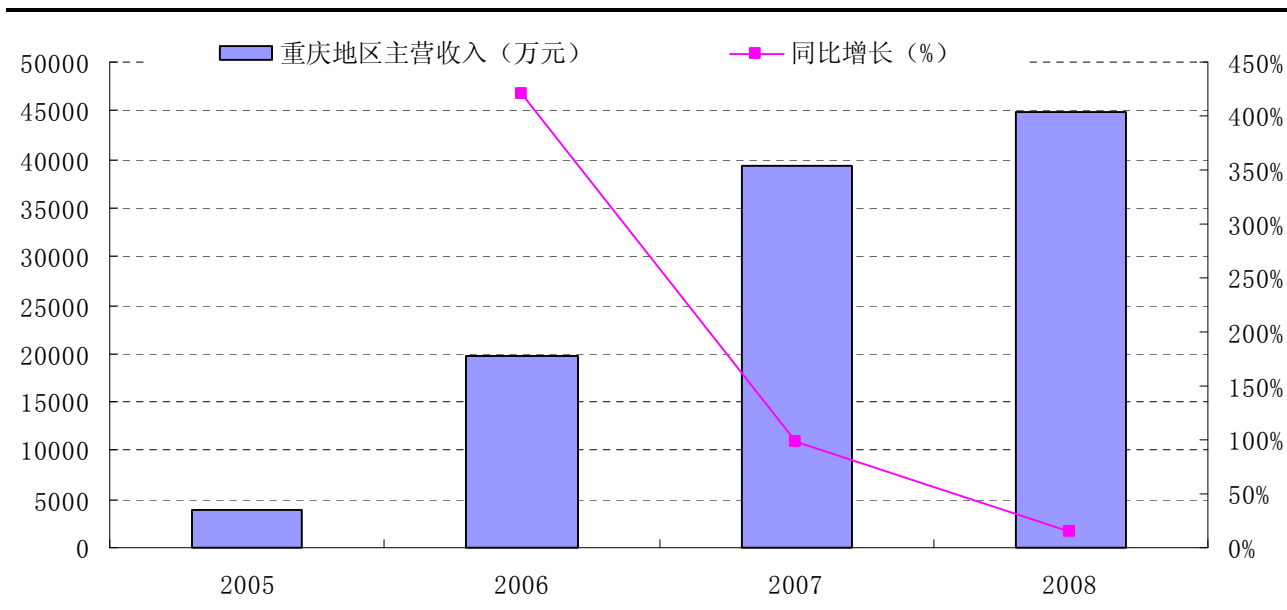


资料来源：江南金融研究所，公司公告

二、跨区域扩张+省内二三线布局，打开未来拓展空间

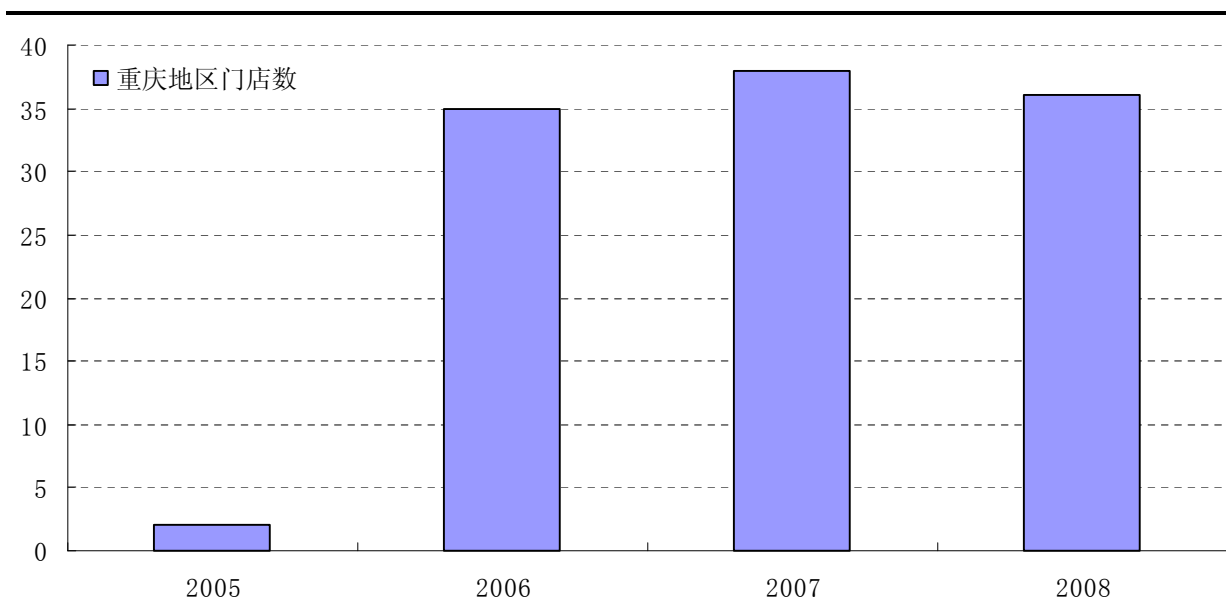
跨区域方面，公司 2005 年进入重庆市场，门店数由 05 年的 2 家发展到 07 年的 38 家，08 年没有拓展新店，并关闭了两家门店。目前重庆市场门店均为仓储超市业态，并一直处于亏损状态，08 年亏损额大概在 2800 万左右，亏损的主要原因是公司对重庆消费者消费习惯短期内难以把握，供应链优势难以发挥及门店数较小难以发挥规模效应。

图 4：重庆地区主营收入及同比增长



资料来源：江南金融研究所，公司公告

图 5：重庆地区门店数统计图



资料来源：江南金融研究所，公司公告

另外公司在 2006 年就提出“抓住省内二三级城市及农村市场启动的潜在商机，加快省内网点布局，做到发展一批，储备一批”，截止 08 年底公司仓储超市在武汉市内有 45 家，省内其他二三线城市 44 家，重庆 36 家，而便民超市仍主要集中在武汉市内。

目前来看中百的跨区域拓展仍在摸索中，短期内难以给公司贡献利润，而农村市场的开拓仍未形成成熟的经营模式，但从长远的发展

来看，超市业态的跨区域扩张较百货容易，由于公司在超市业态的长期专注，其在业态模式、人才储备、供应链管理、物流管理等方面具有极强的核心竞争力，我们认为重庆市场和省内二三线城市的布局，打开了公司为来的成长空间。

三、 自采比重和范围的扩大，使公司毛利率不断提升

公司从 05 年就已经提出“狠抓农产品源头采购工作，逐步扩大生鲜自采比重和范围”，从 06 年开始公司在直采商品的经营管理方式、员工激励和蔬菜经营上做了创新的尝试，并制定了《直采商品卖场管理办法》，2007 年公司直采商品销售得到重大提升，中百仓储超市公司直采商品销售额同比增长 260%，平均毛利率达 29.04%；中百便民超市公司直采商品销售额同比增长 157.84%，平均毛利率达 30.99%。

08 年中百仓储新增直采商品 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。便民超市新增直采商品品种 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，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。

表 1：公司中百 07、08 年直采数据统计

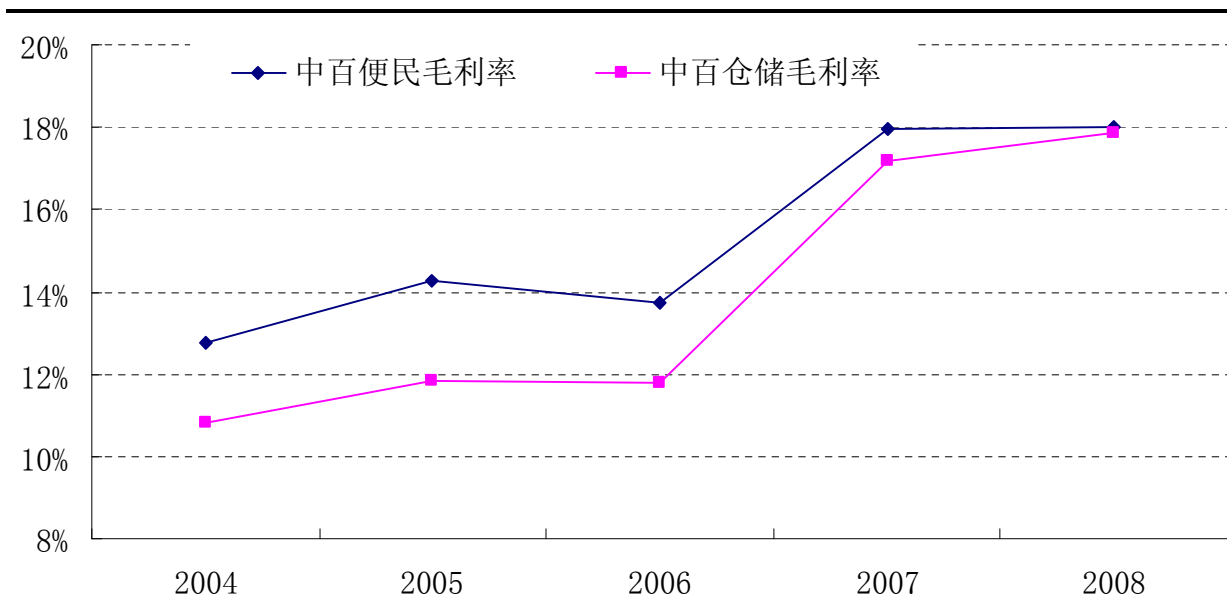
		2007	2008
中百仓储	直采商品同比增长	260.00%	60.04%
	直采商品毛利率	29.04%	30.14%
	综合毛利率	17.20%	18.01%
便民超市	直采商品同比增长	157.84%	85.54%
	直采商品毛利率	30.99%	32.26%
	综合毛利率	17.98%	19.01%

资料来源：江南金融研究所，公司公告

随着公司直采比例的不不断提升，公司的综合毛利率也不断提升，由图 4 可以看到，中百仓储河中百便民的毛利率分别由 04 年的 10.84% 和 12.77% 提升至 08 年的 18.01% 和 17.85%，公司在直采方面的努力，

成为公司内生性增长的有力支撑。

图 6：中百便民和中百仓储毛利率



资料来源：江南金融研究所，公司公告

四、 配股为快速扩张保驾护航

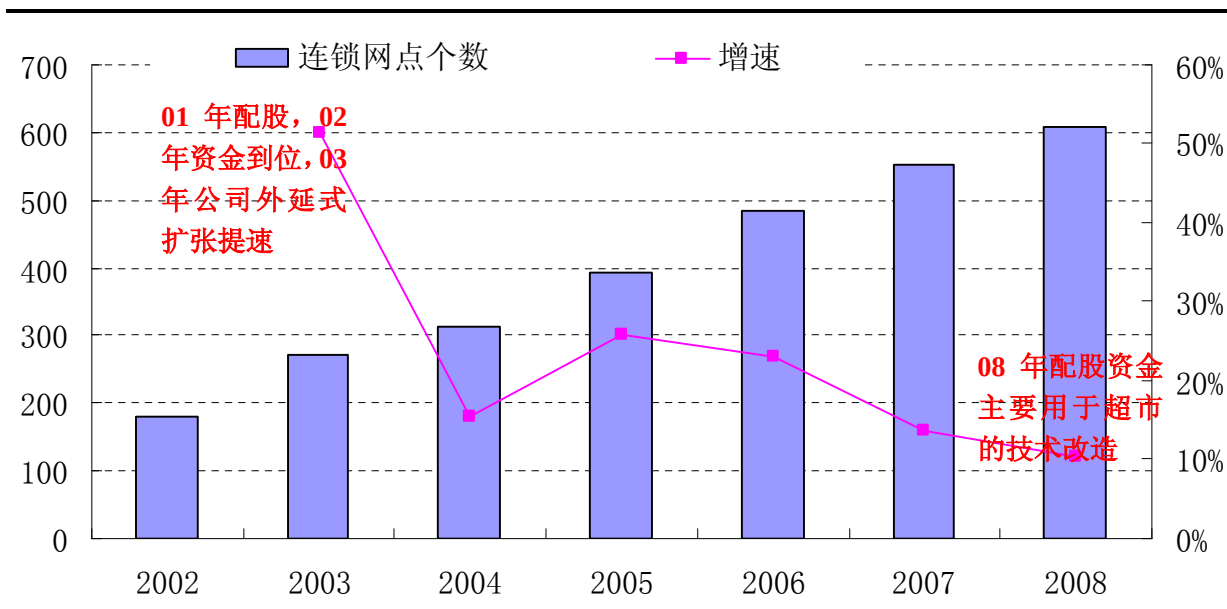
公司董事会 2009 年 6 月 1 日通过决议，以每 10 股配 3 股的比例融资 6.24 亿用于咸宁物流中心、浠水物流配送中心、便民连锁超市技术改造及新建 19 家仓储超市等四个项目。

在四个项目中，19 家仓储超市的建设预计使用资金 3.89 亿，占总融资额的 62%，而根据公司 08 年的年报信息，2009 年公司计划新增 10-15 家中百仓储，净增 60 家中百便民，我们认为如果配股成功，今年的部分扩张门店将会体现在配股项目中。

从公司过往融资情况来看，公司分别在 98 年、01 年和 08 年进行过配股融资，其中 01 年配股融资资金在 02 年到位，主要用于项目改造和门店拓展，到 03 年公司门店数出现了大幅增长，由 02 年的 179 家增至 271 家，外延式扩张出现爆发式增长，08 年公司配股融资主要用于门店的技术改造，用于提升管理能力，降低期间费用，我们认为公司本次配股为公司未来的快速扩张提供了有力支撑，但短期来看，由于配股时间问题，我们判断配股对 09 年的业绩影响有限，如果 09 年配股成功，则可能对公司财务费用有一定降低作用，但公司 09 年

的门店拓展计划预计不会有太大影响，但 10 年公司的门店拓展可能会提速。

图 7：公司历次配股对公司外延及内生增长具有储进作用



资料来源：江南金融研究所，公司公告

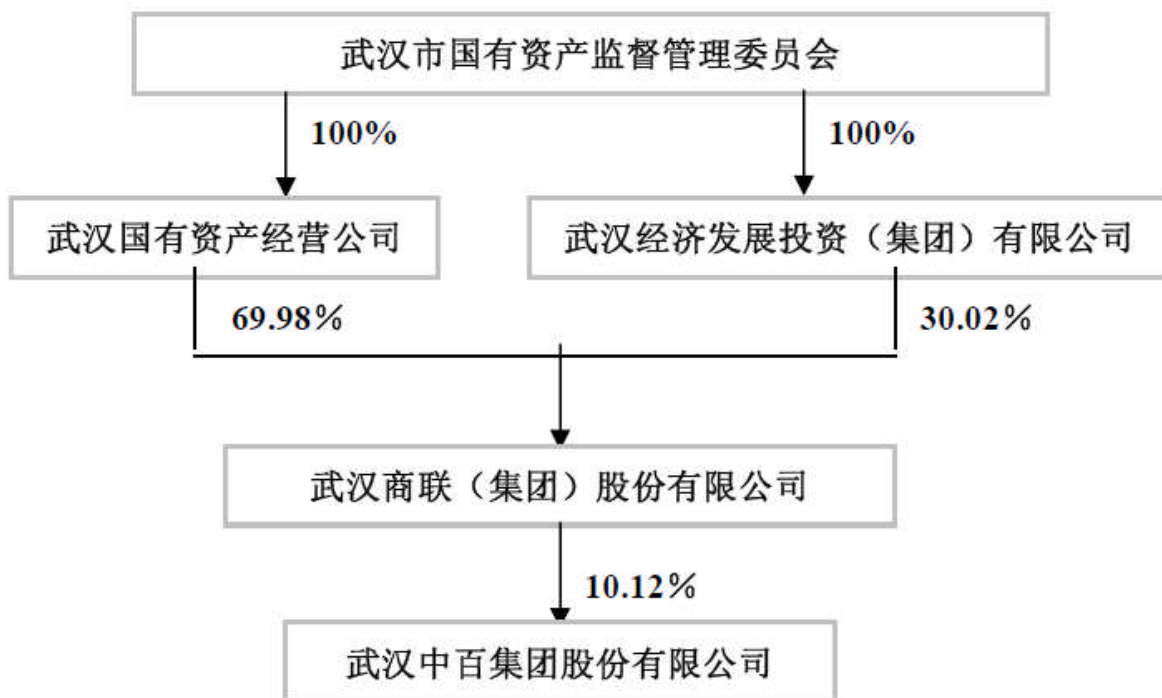
五、 整合预期提升公司估值

6 月 16 日公司发布公告：1、公司第一大股东武商联，将成立时由武汉商贸国有控股集团有限公司划入的 1.06 亿元资产形成的国家独享资本公积转增资本，折成 3089.65 万股。由武商联股东武汉国有资产经营公司（以下简称“国资公司”）和武汉经济发展投资（集团）有限公司（以下简称“经发投”）按持股比例分享。2、将这部分转赠的股份无偿划由国资委持有。调整后，武汉商联股权结构为：总股本 53089.65 万股，其中国资公司持有 34990 万股，占总股本的 65.90%，经发投持有 15010 万股，占总股本的 28.28%，市国资委持有 3089.65 万股，占总股本的 5.82%；3、国资公司按持股比例享有的除收益权外的其他股东权利由国资委代为行使。

武商联于 2007 年 4 月由武汉国资全资子公司国资公司和经发投发起设立，两家公司非别持有武商联 70%和 30%的股权，而武商联是武汉三家零售上市公司武汉中百、鄂武商和武汉中商的第一大股东，成立武商联体现了武汉国资委推动武汉商业整合的意图，但直到目

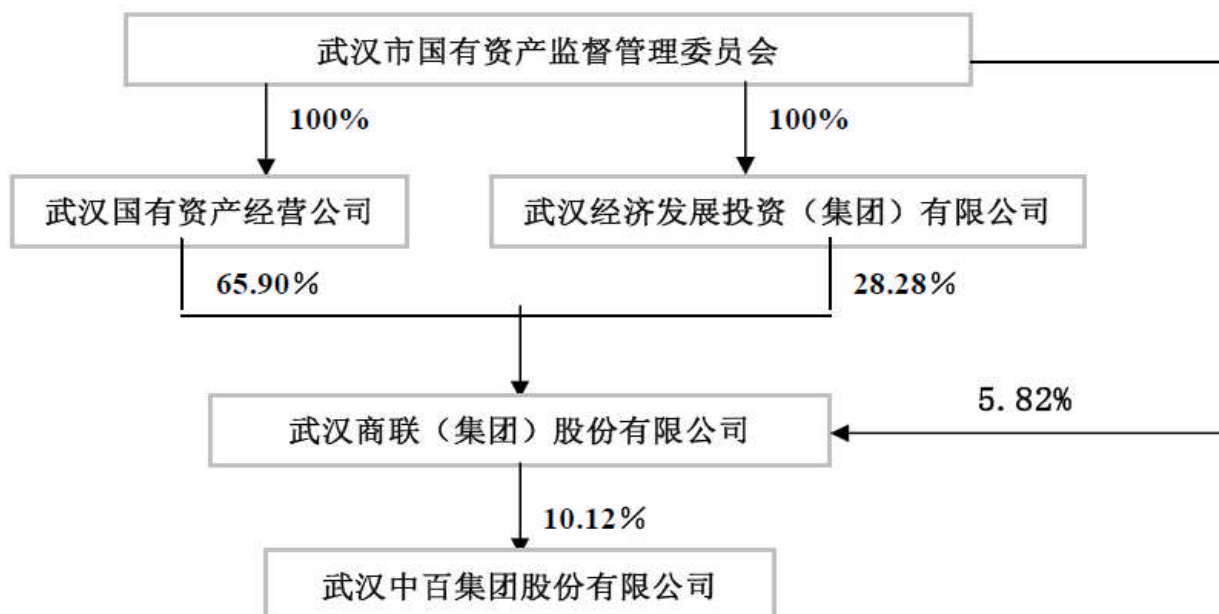
前，整合尚无实质性的进展。

图 8：调整前股权结构图



资料来源：公司公告

图 9：调整后股权结构



资料来源：公司公告

本次股权调整并为涉及三家上市公司，但国资委直接持有武商联的股权引发了外界对于整合提速的预期。由于三家公司主业定位各有不同且相互有所交叉，武汉中百主要专注于超市，武汉中商主要为“百货+超市”业态，以百货为主，鄂武商也是“超市+百货”业态，且两种业态实力均很强，整合对三家公司来说，都有好处，其中武汉中百作为湖北省连锁超市的龙头企业，整合有助于提高其在湖北超市市场的龙头地位。

我们认为本次股权调整有助于武汉国资委直接插手三家公司的整合，对整体速度的提升具有明显的正面信号，但考虑到三家公司各自的利益关系，短期内出现实质性的整合动作可能性不大。

六、 估值

假设 10 配 3 的配股方案，融资 6.25 亿，并于 09 年完成，我们假设公司 09-11 年新开中百仓储超市 16 家、25 家、20 家，新开便民超市 80 家、80 家、80 家，考虑到 10 年的通胀预期，内生性增长分别为 5%、10%、10%，随着公司直营商品的不断提升，仓储超市毛利率分别为 18.05%、18.2%、18.5%，便民超市毛利率为：19.05%、19.2%和 19.5%，百货毛利率分别为：20.5%、21%和 21.2%，则综合毛利率为：18.35%、18.53%和 18.82%。则不考虑配股因素，公司 09-11 年 EPS 分别为：0.43 元、0.65 元和 0.94 元，对应目前股价 10.49 元的 09 年动态市盈率为 24 倍，考虑配股摊薄因素后，2009-2011 年的 EPS 分别为：0.34 元、0.53 元和 0.75 元，目前股价除权后价格为 8.07 元，对应 09 年动态市盈率为 23.7 倍。按照不考虑配股因素的情况下，09 年 30 倍的市盈率计算，公司合理估值应为 12.9 元，给予买入评级。

考虑配股因素下的报表预测:

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1867	2757	3608	4696	营业收入	8649	10221	13051	16019
现金	636	1421	1930	2563	营业成本	7073	8345	10632	13004
应收账款	17	26	27	35	营业税金及附加	54	62	79	97
其他应收款	18	34	35	44	营业费用	920	1083	1370	1682
预付账款	145	199	235	288	管理费用	337	388	483	577
存货	1050	1077	1380	1765	财务费用	40	-12	-47	-70
其他流动资产	0	2	1	1	资产减值损失	3	4	4	4
非流动资产	2279	2241	2238	2246	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	99	114	108	107	投资净收益	-12	0	0	0
固定资产	1594	1537	1514	1505	营业利润	210	350	530	725
无形资产	135	135	135	135	营业外收入	32	6	6	6
其他非流动资产	451	455	480	500	营业外支出	2	1	2	2
资产总计	4147	4998	5846	6943	利润总额	240	355	534	730
流动负债	2328	2394	2939	3615	所得税	68	106	149	182
短期借款	207	0	0	0	净利润	172	248	384	547
应付账款	994	1136	1409	1774	少数股东损益	-0	0	-0	0
其他流动负债	1127	1258	1530	1842	归属母公司净利润	172	248	384	547
非流动负债	239	239	239	239	EBITDA	416	429	577	753
长期借款	239	239	239	239	EPS (元)	0.31	0.34	0.53	0.75
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2567	2634	3179	3855	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	16	17	17	17	成长能力				
股本	561	729	729	729	营业收入	24.3%	18.2%	27.7%	22.7%
资本公积	607	1031	1031	1031	营业利润	28.8%	66.9%	51.2%	37.0%
留存收益	396	588	891	1311	归属于母公司净利润	36.6%	44.3%	55.0%	42.2%
归属母公司股东权益	1564	2348	2650	3071	获利能力				
负债和股东权益	4147	4998	5846	6943	毛利率(%)	18.2%	18.4%	18.5%	18.8%
现金流量表					净利率(%)	2.0%	2.4%	2.9%	3.4%
单位: 百万元					ROE(%)	11.0%	10.6%	14.5%	17.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	11.3%	18.3%	31.5%	55.1%
经营活动现金流	473	530	646	793	偿债能力				
净利润	172	248	384	547	资产负债率(%)	61.9%	52.7%	54.4%	55.5%
折旧摊销	166	91	94	98	净负债比率(%)	19.40%	9.09%	7.53%	6.21%
财务费用	40	-12	-47	-70	流动比率	0.80	1.15	1.23	1.30
投资损失	12	0	0	0	速动比率	0.35	0.70	0.76	0.81
营运资金变动	86	207	202	214	营运能力				
其他经营现金流	-2	-4	12	4	总资产周转率	2.32	2.24	2.41	2.51
投资活动现金流	-398	-40	-99	-105	应收账款周转率	509	419	432	449
资本支出	395	24	106	106	应付账款周转率	8.37	7.83	8.35	8.17
长期投资	-3	16	-6	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-6	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.24	0.34	0.53	0.75
筹资活动现金流	98	294	-37	-55	每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.73	0.89	1.09
短期借款	5	-207	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.15	3.22	3.64	4.22
长期借款	-2	0	0	0	估值比率				
普通股增加	225	168	0	0	P/E	35.39	24.53	15.83	11.13
资本公积增加	211	424	0	0	P/B	3.89	2.59	2.30	1.98
其他筹资现金流	-342	-92	-37	-55	EV/EBITDA	11	10	8	6
现金净增加额	174	784	509	633					

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编：518000

电话：0755-83689524

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003