

上半年符合预期，下半年会更好

投资要点

今日武汉中百 (000759.SZ) 公布 2009 年半年报，报告期实现营业收入 50.32 亿元，同比增长 10.47%；归属于上市公司股东的净利润 9763 万元，同比增长 18.95%；实现 EPS 0.17 元。

我们的观点：

- **业绩符合预期：**中报实现每股收益 0.17，与我们在 6 月份发布的《超市及专业连锁行业中报前瞻》中预测完全一致。在外延式扩张偏慢、内生增长偏低的情况下，净利润实现 18.95% 的增长，主要得益于费用率的有效控制，以及毛利率得到市场份额的保护。
- **外延式扩张偏慢，下调全年扩张假设：**上半年公司净增仓储超市 4 家（武汉 2 家、省内 2 家），便民超市 2 家，结合一季度的拓展情况，二季度实际上仅新开一家仓储超市，关闭了 2 家便民超市；应该说这一扩张速度低于市场的预期；公司提出争取全年实现新增仓储 10 家，便民 60 家的目标，我们认为后者存在一定难度，因而维持模型中全年新增便民店 30 家的假设，同时将仓储店的扩张假设从 15 家下调到 10 家。
- **费用控制得力，预计下半年费用率同比持平：**与同行业相比，公司上半年实现了对费用率的有效控制，其中销售费用率 10.37%，与去年基本持平，在上半年的市场环境中实属不易；管理费用率同比下滑 0.25% 至 3.64%，财务费用率也同比下滑 0.13% 至 0.34%。我们认为费用率的有效控制除了上半年开店少、管理层着力降控等因素之外，也充分体现了公司在区域内的高市场份额和密集的网络布局的优势。我们预计下半年即便公司加速开店，全年费用率也应能控制在与去年相若的水平。
- **毛利率继续下降，预计下半年会有回升：**上半年公司综合毛利率下滑 0.31% 至 17.53%（一季度下滑 0.42%），其中仓储超市主营毛利率下滑 1.16%，便民超市同比提升 0.55%；我们认为仓储超市毛利率下滑的主要原因在于 a. CPI 下滑；b. 食品品类依赖价格促销；c. 高毛利的非食品销售放缓、占比下滑；但是便民超市毛利率的逆市提升也充分印证了我们对高生鲜占比带来高刚性的判断；我们预计，下半年随着 CPI 的触底回升，公司毛利率有望在生鲜和食品带动下逐步回升至去年水平。
- **区域内份额优势明显，维持增持评级：**在存在通胀预期的下半年，我们认为公司的主要看点在于 a. 由于拥有接近 500 家的主打生鲜和日常必需品的便民超市，公司食品 + 生鲜的比重高于其它超市企业，有望超额享受通胀带来的销售增长和毛利率回升；b. 公司已经在区域内构建了非常密集、层级合理的门店网络，已经成为湖北区域内最主流的购物渠道之一，外资超市等竞争对手尚难形成明显威胁，毛利率有望继续得到保护。我们对公司 2009 年的销售收入和 EPS 预测分别为 102.43 亿元和 0.37 元，维持增持的评级和 12 元的目标价。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郭洋

连锁行业高级分析师

8621 - 63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

王佳

百货行业高级分析师

邓宏光

研究主管

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 7 月 30 日) 9.6 元

目标价格 (6 个月) 12 元

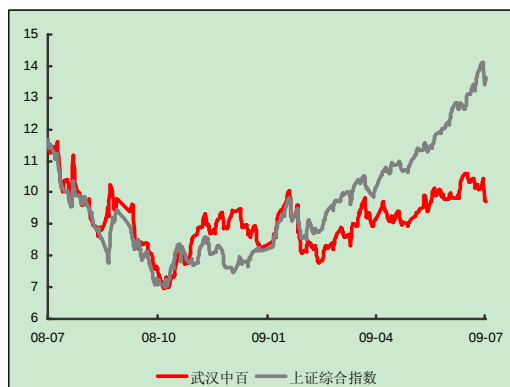
总股本/A 股 (万股) 56051/56051

国家/地区 中国

行业 超市

报告日期 2009 年 07 月 30 日

股价表现



财务预测

主要财务指标	百万	2008	2009E	2010E
营业收入		8649	10243	11972
同比(%)		24.3%	18.4%	16.9%
归属母公司净利润		172	210	274
同比(%)		36.62%	22.1%	30.7%
每股收益(元)		0.35	0.37	0.49
P/E		31.30	25.63	19.60

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《一丝慰藉》	2008.11.03
《经济不景气中的最优选择》	2009.03.25
《老店持平、新店增长，长期看好》	2009.06.10

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：武汉中百财务报表预测与比率分析

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	2108	2642	3249	营业收入	8649	10243	11972	13793
现金	636	755	1087	1394	营业成本	7073	8427	9833	11297
应收账款	17	26	25	30	营业税金及附加	54	61	72	83
其它应收款	18	37	34	39	营业费用	920	1091	1263	1455
预付账款	145	201	217	250	管理费用	337	389	455	524
存货	1050	1087	1276	1534	财务费用	40	11	4	-7
其他	0	3	2	2	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	2279	2578	2822	3050	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	99	99	98	98	投资净收益	-12	4	4	-1
固定资产	1594	1939	2220	2465	营业利润	210	268	350	440
无形资产	135	129	122	115	营业外收入	32	14	18	22
其他	451	411	382	372	营业外支出	2	1	2	2
资产总计	4147	4686	5464	6299	利润总额	240	280	366	459
流动负债	2328	2692	3230	3798	所得税	68	70	91	115
短期借款	207	230	230	230	净利润	172	210	274	344
应付账款	994	1264	1573	1920	少数股东损益	-0	0	-0	0
其他	1127	1198	1427	1647	归属于母公司净利润	172	210	274	344
非流动负债	239	260	300	315	EBITDA	416	430	531	635
长期借款	239	251	292	309	EPS (元)	0.31	0.37	0.49	0.61
其他	0	9	7	6	主要财务比率				
负债合计	2567	2952	3530	4113	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	561	561	561	营业收入	24.3%	18.4%	16.9%	15.2%
资本公积	607	607	607	607	营业利润	28.8%	27.5%	30.7%	25.7%
留存收益	396	550	750	1001	归属于母公司净利润	36.6%	22.1%	30.7%	25.4%
归属母公司股东权益	1564	1718	1917	2169	获利能力				
负债和股东权益	4147	4686	5464	6299	毛利率	18.2%	17.7%	17.9%	18.1%
现金流量表					净利率	2.0%	2.0%	2.3%	2.5%
单位: 百万元					ROE	11.0%	12.2%	14.3%	15.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	15.8%	17.4%	23.8%	30.1%
经营活动现金流	473	655	803	819	偿债能力				
净利润	172	210	274	344	资产负债率	61.9%	63.0%	64.6%	65.3%
折旧摊销	166	151	177	202	净负债比率				
财务费用	40	11	4	-7	流动比率	0.80	0.78	0.82	0.86
投资损失	12	-4	-4	1	速动比率	0.35	0.38	0.42	0.45
营运资金变动	86	277	349	274	营运能力				
其它	-2	10	2	4	总资产周转率	2.32	2.32	2.36	2.35
投资活动现金流	-398	-461	-432	-442	应收账款周转率	509	420	414	436
资本支出	395	423	393	394	应付账款周转率	8.37	7.46	6.93	6.47
长期投资	-3	-1	-0	0	每股指标 (元)				
其他	-6	-39	-39	-48	每股收益	0.31	0.37	0.49	0.61
筹资活动现金流	98	-76	-38	-71	每股经营现金流	0.84	1.17	1.43	1.46
短期借款	5	24	0	0	每股净资产	2.79	3.06	3.42	3.87
长期借款	-2	12	41	17	估值比率				
普通股增加	225	0	0	0	P/E	31.30	25.63	19.60	15.64
资本公积增加	211	0	0	0	P/B	3.44	3.13	2.81	2.48
其他	-342	-111	-79	-88	EV/EBITDA	12	12	10	8
现金净增加额	174	118	333	306					

数据来源：东方证券综合分析

分析师承诺

郭洋：连锁行业高级分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

王佳：百货行业高级分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

邓宏光：研究主管

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn