

零售行业研究小组
 联系人: 杨夏
 0755-82944685
 yangxia@cmschina.com.cn

2009年11月25日

武汉中百 (000759.SZ)/11.83元

稳定增长的区域超市龙头

可选消费·批发零售

目标估值: 14.4元

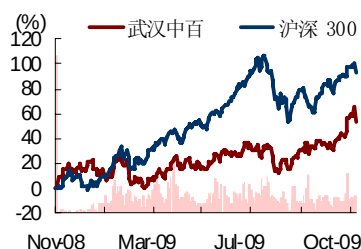
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3224
总股本(万股)	56051
已上市流通股(万股)	55993
总市值(亿元)	66
流通市值(亿元)	66
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	11.8
资产负债率	61.2%
主要股东 武汉商联(集团)股份	
主要股东持股比例	10.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	33	49
相对表现	9	0	-42



相关报告

我们 11 月 23 日在公司吴家山物流基地实地拜访了公司董秘彭波先生,就公司经营情况进行了调研。我们认为公司将一如既往的保持稳定增长态势,预计 09-10 年 EPS 为 0.38 元、0.48 元,首次给予“审慎推荐-A”的评级,六个月目标价位 14.4 元。

- **区域性超市龙头企业。**公司主要经营区域为湖北省和重庆市,主要以“仓储超市+便民店”双业态发展。目前共拥有门店 626 家,其中仓储超市 130 家(武汉 48 家,湖北省内 46 家,重庆 36 家,平均单店面积 6500 平米),中百便民 492 家(分布在武汉及武汉周边地区,平均单店面积 400 平米),百货 4 家,总经营面积约 70 万平米。2008 年总收入 86.5 亿,连锁百强排名第 20,在湖北省内超市业态中排名第一。
- **经营业绩持续回升。**公司前三季度收入累计增长 12.13%,增速较中报和一季报分别提高了 1.66% 和 4.55%;净利润累计增长 19.5%,增速较中报和一季报分别提高 0.55% 和 3.89%。10 月单月,公司整体收入同比增长 29%,其中仓储超市增长 28%,中百便民店增长 20%。同店增长也呈现持续攀升态势,10 月单月仓储超市同店增长 14%,拉动 1-10 月同店增长至 3.6%,摆脱了上半年负增长态势;中百便民 10 月单月同店增长 14%,1-10 月累计同店负 2%,跌幅已收窄。我们认为,10 月单月的同比数据较高虽然有中秋和国庆假期因素,但是仍然显示公司经营业绩正逐步回升,主要原因在于经济回暖,消费者信心恢复,以及近期 CPI 和食品 CPI 转正。
- **毛利率稳中有升。**由于消费者购买意愿逐渐回升,公司大幅促销行为减少,毛利率逐步回升,第三季度综合毛利率 18.48%,较一、二季度有近 1% 的提升。
- **生鲜品类经营能力较强。**公司生鲜部门前台毛利率达到 10%-11%;而损耗只有 2%-3%,在超市类公司中处于较低水平。我们认为其原因在于两个方面:生鲜品类员工有着较好的激励措施,奖金收入跟损耗挂钩;成立农产品经营公司和阳逻生鲜食品加工配送公司,独立公司化运营,权责更明确。我们十分强调超市公司的生鲜品类经营能力,我们认为,中百较强的生鲜经营能力,是其能在湖北市场保持较高市场份额的重要原因。
- **平稳扩张仍可持续。**公司 09 年全年将新增仓储店 12 家,其中武汉 6 家,湖北省内 6 家,重庆地区开两家,关两家,便民超市新增 40 家。未来湖北省内还可支持公司 3-5 年仓储超市开店空间,70 个县级市,公司只进入了 35 个,按每个县级市至少配一个仓储超市和每 7 万人配一个仓储超市计算,公司至少还有 50 家仓储超市的开店空间。公司在配股计划中已经提出在咸宁和浠水总投资 1.6 亿,各修建一个建筑面积约 16000 平米的物流中心,这将为公司后期在湖北省内和省外周边地区的发展提供支持。

- **重庆业务争取明年盈亏平衡。**公司于 2006 年开始了跨区域发展试水，通过收购山城超市和新开店进入重庆市场经营，由于供应链及门店位置的原因，公司在重庆地区的经营一直不理想，目前正在经营调整，争取明年盈亏平衡。
- **内部挖潜，毛利率提高是未来看点之一。**目前公司正着力于未来挖潜，主要是争取供应链采购上移，加大厂家直采比例，目前公司直采占比为 5%，但毛利率在 30% 以上，随着直采比例的进一步扩大，公司毛利率还有进一步提升空间。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计明年仓储超市新增 10 家，便民超市新增 50 家。预期 09 年和 10 年收入达到 98 亿和 115 亿，分别同比增长 13% 和 17%，09 - 10 年 EPS 为 0.38 元、0.48 元，分别同比增长 22.58% 和 25%。首次给予“审慎推荐-A”的评级，六个月目标价位 14.4 元，对应 10 年 PE30 倍。

图 1: 武汉中百历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 武汉中百历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

杨夏，男，经济学硕士，2年美的集团投资公司A股与港股零售公司研究经验，09年3月加入招商证券，任零售行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。