



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注
研究报告

2010 年 3 月 24 日

零售行业

研究部

郭海燕

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010008
guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析师, SAC 执业证书编号: S0080200010028
qianbing@cicc.com.cn

推荐

武汉中百 (000759.CH)

受益区域经济提速, 超市公司投资首选

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,959	8,649	10,099	12,352	15,072
(+/-%)	29.2%	24.3%	16.8%	22.3%	22.0%
毛利	1,207	1,576	1,832	2,281	2,832
(+/-%)	28.8%	30.6%	16.2%	24.5%	24.1%
净利润	126	172	213	272	360
(+/-%)	53.3%	36.6%	24.1%	27.5%	32.3%
每股收益 (元)	0.18	0.25	0.31	0.40	0.53
每股经营现金流 (元)	0.70	0.70	0.95	1.14	1.41
市盈率	58.6	42.9	34.6	27.1	20.5
市净率	7.2	4.7	4.3	2.9	2.6
股价/经营现金	15.6	15.6	11.4	9.5	7.7
净资产收益率	12.5%	11.0%	12.5%	10.7%	12.7%
投入资本回报率	8.6%	8.5%	9.9%	9.7%	11.7%
股息收益率	0.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

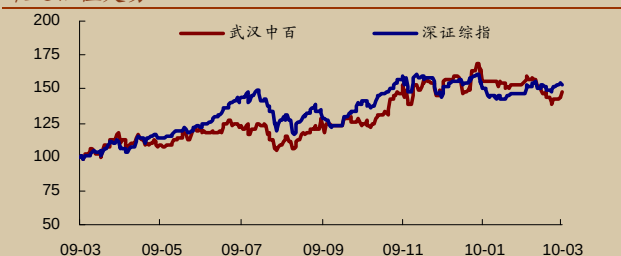
股票信息

当前股价	人民币10.83
股票代码	000759.CH
日成交量 (百万股)	17.0
52周最高价/最低价	人民币 12.65/7.09
目前总股数 (百万股)	681
其中: 流通股 (百万股)	680
主要股东 (持股比例)	武汉商联(集团)股份有限公司 (10.16%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
武汉中百	6.3	-5.5	-1.8	-7.5
深证综指	3.4	4.8	4.8	-1.6
零售指数	2.3	1.3	9.0	0.1

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

3/25/2010 公布年报

投资亮点: 高铁, 通胀, 整合, 低于同类的估值

武汉中百是湖北第一大超市零售商, 网络渗透和管理优势突出, 盈利规模和同店增速在超市业名列前茅。武汉1+8城市圈和高铁建设均会提振区域经济、加速城市化, 提升公司的门店扩张空间; 通胀会拉动超市零售商的同店增长, 公司业绩弹性增大; 现金流丰富, 有望成为武汉国资下属超市资产的整合平台。其它A股超市公司2010年市盈率已达到35-40倍, 武汉中百仅为27倍。我们给予其2010年35倍、2011年27倍的目标市盈率和“推荐”评级, 对应价位14.3元, 具备32%的上升空间。

主要依据:

- **区域优势显著, 省内扩张空间可翻倍, 业绩增长确定性强。**我们测算公司在省内还有翻倍的开店空间: 湖北省内仍有很多公司尚未进入或布店较少的区域; 且随着经济的腾飞、武汉1+8城市圈和高铁的建设, 湖北城市化进程将加快, 新的商圈和顾客群体将形成。
- **同店增长回暖, 新店扭亏, 业绩增速弹性加大。**2009年四季度, 公司同店增长反转至16%左右, 超出其它超市公司, 净利润增长高达36%, 这一趋势有望在2010年延续。同时, 公司过去每年门店扩张约15%, 新店扭亏也是其业绩持续增长的重要动力。
- **武汉国有超市资产的整合平台。**公司管理层目前持有上市公司1.6%股权, 员工激励机制灵活。武汉国资下属的三家商业公司今后要解决同业竞争、做大做强, 武汉中百将是超市业的整合平台。

财务预测:

公司业绩增长的确定性较强。2009-2011年净利润增长有望达到24%、28%和32%, 对应每股收益0.31, 0.40和0.53, 主要来自同店增长提速、毛利率提升和新店扩张。

估值与建议:

综合考虑业绩增速、确定性和估值, 武汉中百是A股超市公司中基本面最为优秀的一家, 应当作为该板块首选。

风险: 跨区域发展能力仍有待提升。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

目录

湖北超市业龙头，省内门店可翻倍，逐步拓展周边市场	3
区域优势明显，省内扩张空间仍可保证今后 3 年较快成长	3
配股项目将有效提升业绩增长和向省内、周边市场拓展潜力	6
食品价格提升带来同店增长反转，业绩增速弹性加大	7
食品价格提升将有效拉动超市公司销售	7
同店增长有望达到双位数，业绩弹性加大	7
管理层激励充分，武汉国资整合短期不明朗，但属大势所趋	8
管理层持有股权，激励充分	8
武汉国资整合是大势所趋，有望整合国有超市资产	8
盈利预测	9
业务预测和主要假设	9
业绩拆分	11
可比公司比较：性价比优势明显	13
超市公司基本面情况比较	13
通胀预期下超市板块价值有望日益为市场所重视，武汉中百最具性价比优势	14
附录：通胀与零售板块关系	16
通胀与零售板块收入表现：物价高涨时普遍受益，超市最敏感	16
通胀与零售板块利润率表现：稳中有升	17
通胀与零售板块股价表现：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市跑赢板块	18

图表目录

图表 1：公司门店和网络分布图	3
图表 2：公司业务结构	3
图表 3：公司销售和利润构成（1H09）	4
图表 4：地区经济指标比较	5
图表 5：武汉中百门店仍有翻倍的空间	5
图表 6：配股基本情况	6
图表 7：百家大型零售企业：食品销售变化趋势	7
图表 8：净利润增速高度敏感于同店增长：四季度，同店增长 16%，经营性净利润增长 36%	7
图表 9：公司股权结构图	8
图表 10：盈利预测及其主要假设	10
图表 11：历史业绩和盈利预测的分业态拆分	11
图表 12：历史和预测的财务指标	12
图表 13：超市公司基本面比较	13
图表 14：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市公司显著跑赢板块	14
图表 15：零售公司估值和业绩增速比较	14
图表 16：武汉中百历史 P/E 和 P/B	15
图表 17：零售公司估值表	15
图表 18：物价水平变化与百强零售企业销售收入的关系（百强零售数据 2007 年开始公布）	16
图表 19：物价水平变化与零售企业盈利的关系	17
图表 20：经济增速、物价水平变化与社会消费品零售总额的关系	18
图表 21：第四阶段：零售板块在物价高涨时显著跑赢指数、超市类公司在物价高涨时跑赢板块（各图均为相对于大市的走势）	19

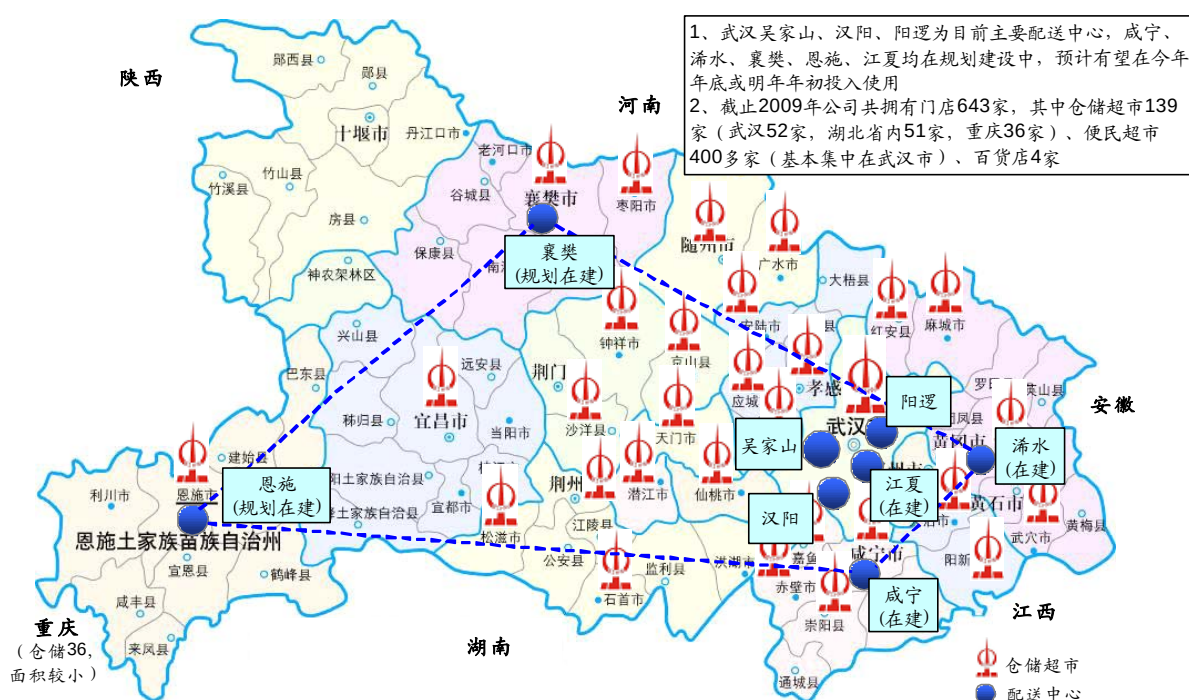
湖北超市业龙头，省内门店可翻倍，逐步拓展周边市场

区域优势明显，省内扩张空间仍可保证今后 3 年较快成长

公司是湖北省网点最多、规模最大的连锁超市零售商，截止 2009 年底公司共拥有门店 643 家，其中仓储超市 139 家（武汉 52 家，湖北省内其它城市 51 家，重庆 36 家；6000 平方米以上的大卖场 76 家）、便民超市 400 多家（基本集中在武汉市，400 平方米左右，加盟约 71 家）、百货店 4 家和 3 个物流中心。公司连锁经营面积约 75 万平方米，其中自有物业面积约 15 万平方米。

2008 年公司超市实现销售额 81 亿元，已占到湖北省限额以上超市销售总额约 31%，占湖北城市食品消费额的 8%。

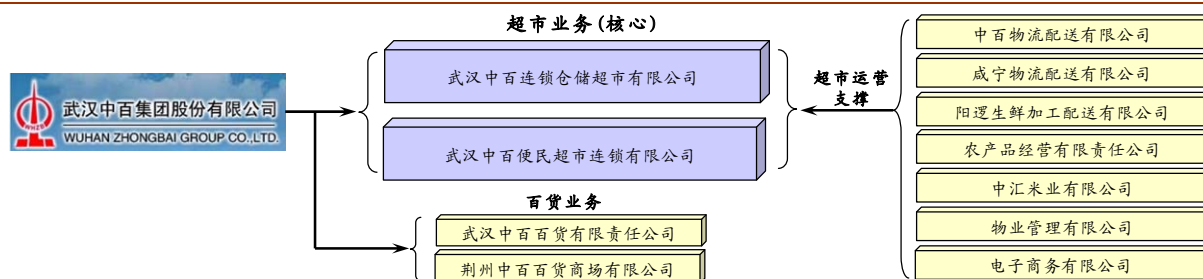
图表 1：公司门店和网络分布图



资料来源：公司数据，中金研究部

公司 2005 年提出了“以武汉为圆心，以湖北省为半径，经营辐射中西部地区的区域性连锁超市巨头”的发展战略，逐步形成了仓储超市、便利超市业务双轮驱动，物流及农产品设施相配套的业务格局。2005-2008 年公司通过对武汉市区和二、三线城市的渗透获得了快速的发展，收入和经营性净利润复合增长率分别达到 28.2%和 44.4%。

图表 2：公司业务结构

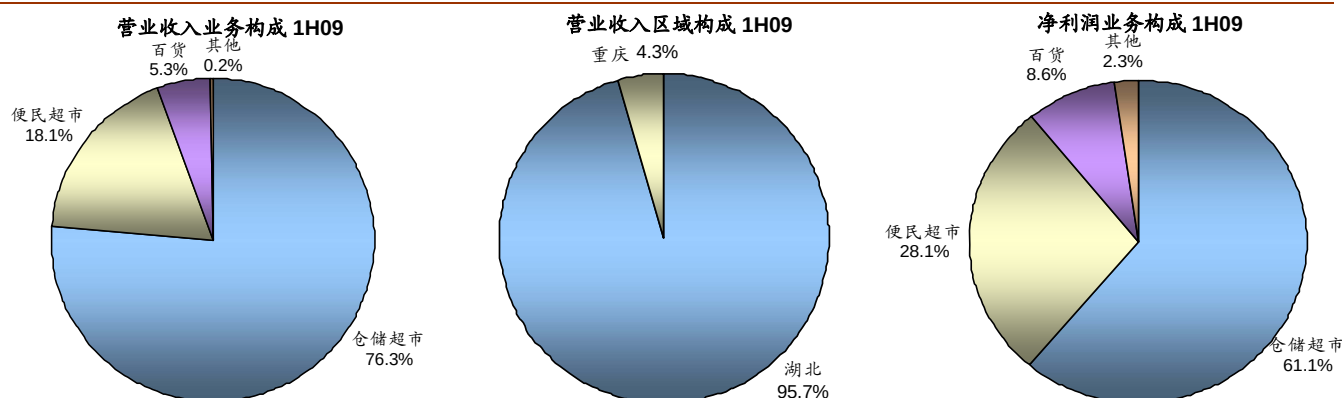


资料来源：公司数据 中金研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

- ▶ **仓储超市业务 (2005-2008 收入复合增长 30.5%，1H09 收入和利润占比分别约为 76.3%和 61.1%)：**区域规模领先，供应链管理优势突出。中百仓储主要经营面积较大的超市 (大卖场:6000 平米以上,综合超市:2000-6000 平米)，除了在湖北省内公司还在重庆拥有综合超市 36 家，占总销售比 4%左右，2009 全年亏损约 2600 万元。中百仓储的规模优势使其在湖北地区更易获得低廉的进货成本，议价能力突出，同时依托生鲜农产品为突破口、物流中心为平台不断向供应链上游延伸，在产品丰富度和管理链上均具备明显优势。
 - ▶ **便民超市业务 (2005-2008 收入复合增长 21.3%，1H09 收入和利润占比分别约在 18.1%和 28.1%)：**网络优势突出、增值服务提升价值，无有力竞争对手。中百便民超市面积相对较小，针对社区服务，通过较密集布点和提供各种便民、增值服务，如公交 IC 卡充值、电费代收、电子售卡、固话电信代办、电费代收、废旧电池回收等便民服务项目，极大方便了消费者，同时也提高了门店的集客力和毛利率水平，在武汉市竞争优势明显。
 - ▶ **其它业务：**收入和利润占比较低，主要为超市物流配套及相关业务，此外还有四家百货门店。
- 1) **物流及相关配套：**公司的子公司中百物流、中百阳逻生鲜、中百农产品、中汇米业及中百物流的全资子公司武汉科德冷冻食品、浠水中百物流有限公司等主要为中百仓储和中百便民的经营网点提供物流配送服务以及生鲜食品、农产品的收购、加工及配送服务。
 - 2) **百货业务：**公司共经营 4 家百货门店 (3 家在武汉市，1 家在荆州)，分别为中心百货 (1.44 万平)、江夏百货 (1.05 万平)、青山百货 (1 万平) 和荆州百货 (0.8 万平)，经营相对稳定，年销售在 5 亿左右，净利润 1600 万左右。

图表 3：公司销售和利润构成 (1H09)



资料来源：公司数据 中金公司研究部

作为中西部大省的湖北，其连锁超市的发展空间依然较大；根据我们的测算，公司省内门店数量还有翻倍的空间，内生增长也有提升潜力，因此今后3年快速增长仍有保证。主要依据是：仍有很多尚未进入的区域，且湖北全境城市化进程将加快，扩张空间广阔；得益于湖北经济和居民收入的提升加速，同店增长将保持良好水平。

- ▶ **湖北省 2008 年常住人口达到 5711 万，拥有 12 个地级市和 63 个县城（或省辖市、县级市）。2008 年人均 GDP 达到 19840 元，高于河南、湖南、四川、陕西等中西部省市；2008 年社会消费品零售总额达到 4966 亿元，在中西部省市中仅次于人口众多的河南省，17.3%的复合增长率也快于全国平均水平。**
- ▶ **国务院批准的武汉 1+8 城市圈建设（即以武汉为中心，包括黄石、鄂州、黄冈、孝感、咸宁、仙桃、天门、潜江八个周边城市的区域城市圈）将拉动区域经济的快速增长，城市间“一小时交通圈”有利于区域市场一体化，公司向周边市场的辐射能力将随之增强。**
- ▶ **高铁建设将进一步提振区域经济。**根据规划，京港客运专线、沪汉蓉客运专线将分别从纵横两个方向穿越湖北，而武汉将成为连接两条高铁的枢纽。目前，京港专线武广段已经贯通（武汉、珠三角之间形成 3 小时交通圈），北京至武汉及广深港段将在 2012 年完工；沪汉蓉专线武宁段已经贯通，武汉至重庆段也将于 2012 年实现贯通。届时，湖北将用高铁连接长三角、珠三角、京津塘、成渝四大经济圈，区域经济高速增长可期。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

图表 4: 地区经济指标比较

(2008,Rmb)	人口(万人)	人均GDP	04-08 复合增长率	人均可支配 收入	04-08 复合增长率	社会消费品零售总额 (亿元)	04-08 复合增长率
中国	132,802	22,698	16.5%	15,781	13.8%	108,488	16.2%
湖南	6,380	17,487	20.0%	13,821	12.5%	4,120	17.7%
四川	8,138	15,368	20.4%	12,633	13.1%	4,801	16.4%
陕西	3,762	18,212	20.7%	12,858	14.5%	2,256	18.0%
河南	9,429	19,523	22.0%	13,231	14.5%	5,663	17.8%
湖北	5,711	19,840	20.7%	13,153	13.2%	4,966	17.3%
武汉	833	47,526	17.5%	16,712	15.0%	1,850	17.8%
黄石	257	21,630	14.8%	12,734	12.8%	216	19.3%
十堰	351	13,891	13.0%	10,535	4.1%	210	23.0%
宜昌	401	25,445	14.5%	11,733	11.5%	388	18.4%
襄樊	584	17,154	15.5%	12,292	12.9%	410	18.7%
鄂州	107	25,158	16.8%	12,244	13.1%	105	17.8%
荆门	300	17,340	8.2%	12,690	13.1%	189	11.9%
孝感	525	11,295	10.8%	12,419	14.4%	270	15.5%
荆州	646	9,663	9.3%	12,195	12.5%	371	11.8%
黄冈	735	8,173	8.2%	9,952	14.1%	282	16.9%
咸宁	288	14,299	18.0%	10,597	9.7%	137	39.9%
随州	256	12,112	12.5%	11,592	14.7%	152	21.8%

资料来源: CEIC 中金公司研究部

► **按城市人口测算:** 2009 年底湖北省城市人口数量在 2650 万人左右, 按经验值 8 万人一家大卖场测算(6000 平米以上, 可获得较好投资回报), 整体市场容量可达到 330 家, 目前湖北省内武汉中百的网络渗透最为有效, 大卖场也只有 76 家, 仍存在翻倍以上的空间。

► **按城市数量测算:** 湖北省内 12 个地级市和 63 个县城(或省辖市、县级市)足以保证今后 3 年公司门店扩张空间, 其中二、三线城市扩张潜力大, 门店数量亦有翻倍空间。

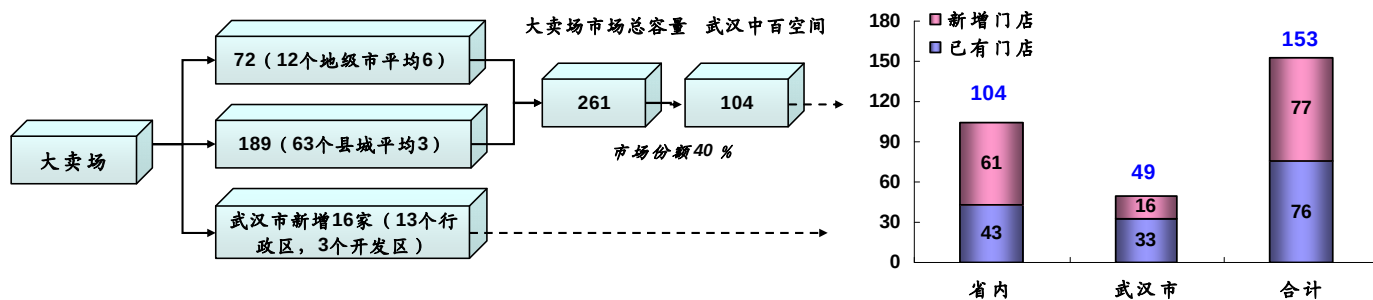
1) **大卖场:** 预计还可增加至少 77 家, 较目前 76 家翻倍。

► **二、三线城市可继续新增门店 61 家, 目前只有 43 家。** 湖北省二、三线城市中 2/3 的地级市开设大卖场(6000 m² 以上) 还处在导入阶段, 80% 以上的县城(或县级市) 还没有开设大卖场。假设平均每个地级市容纳 6 个大卖场, 63 个县城平均 3 个, 市场容量至少可达到 261 家。保守按 40% 市场份额计算(目前湖北外资竞争不激烈, 二、三线城市相对空白, 公司在武汉超市业市场份额 30% 以上, 二、三线将更高), 公司门店总数可达 104 家。

► **武汉市虽然发展相对成熟, 但仍有扩张空间。** 城市扩容、城区规划、老店更替等因素会不断产生新增需求, 13 个行政区和 3 个开发区仍有望带来新的拓展机会, 其中公司最新配股已经确定了 7 家, 3 年 16 家店问题不大。

► **截至 2009 年底, 公司已经签约或有意向的大卖场数量已经超过 25 家, 分布在武汉市(10 家左右)、荆州(2)、襄樊(3)、恩施(2)、黄石(2)、孝感(2)、荆州(2)、十堰(1) 等, 后续新门店仍在不断拓展之中。**

图表 5: 武汉中百门店仍有翻倍的空间



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部整理估计

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

- 2) **综合超市和便利超市：加大区域渗透，不止是翻倍。**目前公司综合超市在省内只有 27 家左右，便利超市基本均在武汉，预计通过大卖场先行导入后，两种业态将加深渗透。即使按二、三线城市数量测算空间也不止是翻倍。

配股项目将有效提升业绩增长和向省内、周边市场拓展潜力

公司于近期以每股 5.07 元的价格 10 股配售 2.215 股，合计募集资金 6.11 亿元，用于新建 19 家仓储超市、80 家便民超市和 2 个配送中心。

图表 6：配股基本情况

募资资金用途	投资金额 (万元)	项目建设期	经营模式	分布地区	备注
增资中百连锁仓储超市有限公司，新建19家仓储超市	38951	1年	自建（1家） 租赁（18家）	武汉、黄石、襄樊、 荆州、恩施等	武汉市区（7家），首次进入的二、三线城市（8家），湖北中西部地区（9家）
增资中百便民超市连锁有限公司，新建80家便民超市	7086	1年	租赁	武汉	集中设立在武汉三镇—武昌、汉阳、汉口的社区及院校
增资中百咸宁物流配送中心，新建配送中心	8815	18个月	自建	咸宁	征地80亩（10万元/亩），年配送能力达到2000万件
增资中百浠水物流配送中心，新建配送中心	7622	18个月	自建	浠水	征地50亩（1.25万元/亩），年配送能力达到1900万件

资料来源：公司公告 中金公司研究部

目前，公司已拥有吴家山常温配送中心（中南地区最大的单体物流中心）、汉阳低温冷冻配送中心和阳逻生鲜农产品配送中心，日配送能力可满足600余家超市门店的配送要求，便利店的70%和仓储超市的30%的货品均通过物流中心配送。此次新增的咸宁和浠水配送中心前期公司已经投入自有资金开始建设，我们预计有望在今年年底或明年初投入使用。此外，公司还将建设恩施、襄樊两大物流中心，届时将形成省内物流中心网络全覆盖，从而能够：

- ▶ 与原有配送中心形成互补，有效缩短配送半径，降低物流成本；同时省内东南西北全物流网覆盖将进一步提升公司在区域范围内资源整合、采购及配套服务能力。
- ▶ 为新店深入二、三线城市创造了良好条件，省内渗透将更容易、有效。

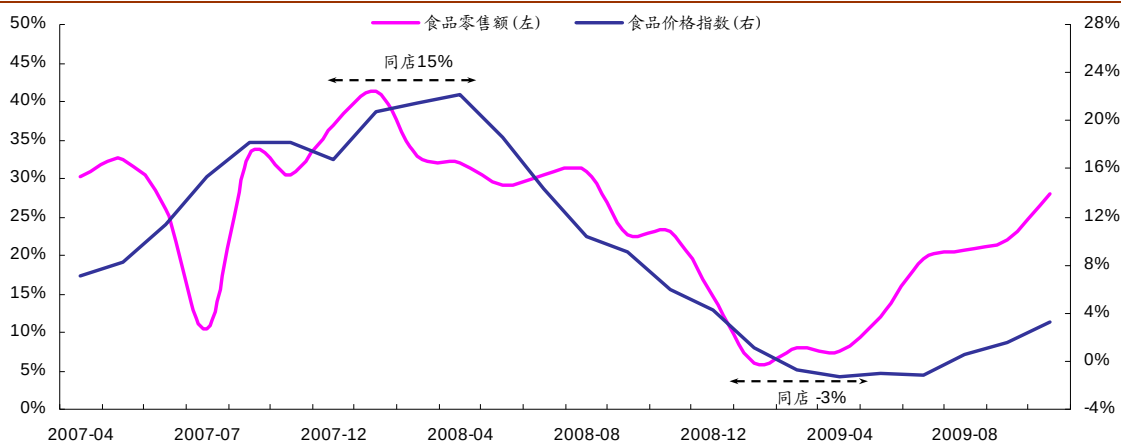
此外，该物流网络也为公司向周边市场拓展提供可能性：咸宁靠近湖南、浠水靠近江西和安徽、恩施靠近重庆、襄樊靠近河南，这些物流中心为公司后续向周边区域的渗透打下了基础。

食品价格提升带来同店增长反转，业绩增速弹性加大

食品价格提升将有效拉动超市公司销售

- **食品价格回暖趋势确定。**2009年11月CPI首次转正,2010年1-2月同比增长2.1%,其中食品同比上涨达到4.95%,涨幅明显。根据中金宏观组预测2010年食品价格将同比增长6.5%,而2009年仅增长0.76%。
- **超市公司销售表现与食品价格指数有明显正相关性，同店增速在食品价格指数达到5%以上时有望实现双位数。**历史数据显示，在食品价格指数高涨的2007至2008上半年，百家大型零售企业食品相关类别商品销售同比增长在30%上，而该指数在负增长时，销售增长只有个位数。

图表 7: 百家大型零售企业：食品销售变化趋势

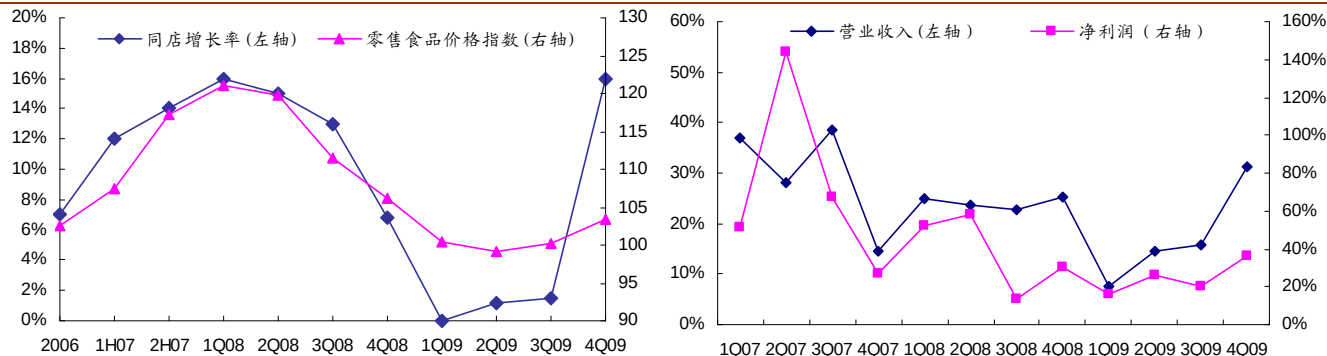


资料来源: CEIC 中金公司研究部

同店增长有望达到双位数，业绩弹性加大

- **2009年4季度同店增长开始反转，2010年至少在8%左右。**在销售逐渐恢复和低基数效应拉动下，公司09年4季度同店增长约16%，而1-3季度公司整体同店销售增长只有2%左右，预计2010年1季度在10%左右。
- **业绩弹性加大。**在销售明显反转和低基数拉动下，公司2010年盈利有望恢复较快增长。可以作为参考的是，在通胀高企的2007年，公司同店销售增长达到了16%，净利润增速53%。但是需要指出，我们并不认为公司能够达到历史上的高水平，但是至少比2009年4%左右水平将会出现较好的提升。

图表 8: 净利润增速高度敏感于同店增长：四季度，同店增长16%，经营性净利润增长36%



资料来源: 公司数据 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

管理层激励充分，武汉国资整合短期不明朗，但属大势所趋

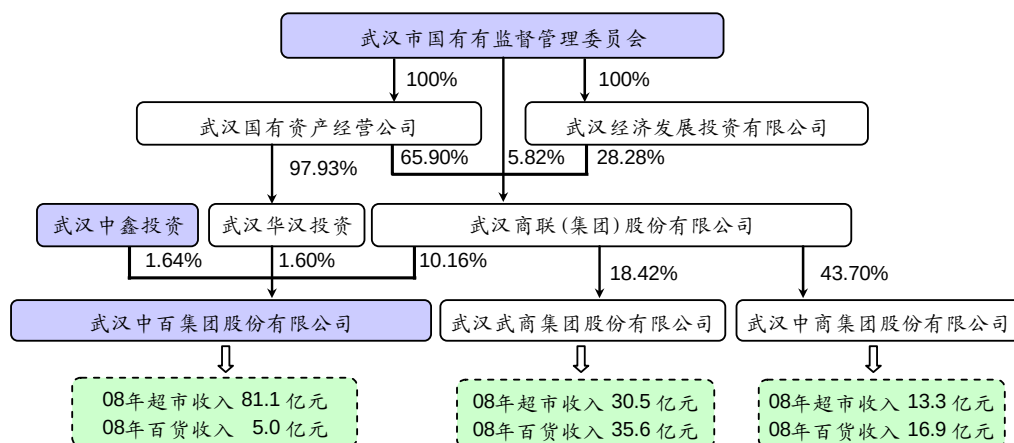
管理层持有股权，激励充分

公司管理层于 2006 年股改时通过武汉中鑫投资有限公司购买了原非流通股东武汉久久金泰商贸等四家公司持有的上市公司股权。中鑫投资目前共有股东 194 人，主要为董事长汪爱群及公司主要管理人员，经过多次配股、转增、配股，中鑫投资共持有约 1119.7 万股，占公司总股本的 1.64%。

公司通过上述安排解决了零售公司中普遍存在的激励不足问题，从而实现了和流通股东利益的一致性。此外，在高管之外，公司内部还建立了一整套的激励机制，从而充分调动了员工的积极性。例如：

- ▶ 店长的奖金和业绩直接挂钩，年底业绩超出计划 30% 的部分，视业绩情况店长可以和公司三七或四六分成。
- ▶ 对于公司经营管理最精细化的生鲜业务也采取了灵活化的管理，主要由门店生鲜小组定价下单，生鲜盈利超额增长的 20%-40% 用于对生鲜小组的激励。

图表 9：公司股权结构图



资料来源：公司公告 *注：武汉国有资产经营公司另持有鄂武商 2.43% 的股份，武商联集团全资子公司武汉汉通投资有限公司持有鄂武商 1.84% 的股份，与武商联集团合计持有鄂武商 22.69% 的股份。公司第一大股东武商联集团现持有公司 10.16% 的股份，其控股股东国资公司下属于子公司华汉投资持有公司 1.60% 的股份，两公司合计持有公司股份占公司总股本 11.76%

武汉国资整合是大势所趋，有望整合国有超市资产

市场对武汉国资下属 3 家商业公司（武汉中百、鄂武商和武汉中商）的整合存在一定的预期，我们认为目前可能仍不成熟，尚需等待。但是，中长期来看，国资要解决所承诺的同业竞争问题，武汉中百成为超市业整合平台的可能性是最大的（图 9）。

- ▶ 武汉商联集团是武汉国有资产经营公司与武汉经济发展投资（集团）有限公司发起成立的，旗下控有武汉中百、鄂武商和武汉中商 3 家商业上市公司（均有百货和超市业务）。2007 年，武商联明确承诺将逐步解决上市公司之间的业态交叉竞争状态，但是后来涉及各公司的利益协调问题较难落实，短期有明显推进的可能性不大。
- ▶ 但是中长期来看，武汉国资委需要解决同业竞争问题，要让各公司做大做强，那么优势资源的整合是大势所趋。目前，武商联下属三家商业上市公司均有超市业务，武汉中百作为湖北地区超市行业的龙头企业，很有可能成为武商联旗下超市业务的整合平台。

我们的看法：短期不必对国资重组有太多预期；但是近几年来国有商业资源的整合正在不断推进，在此背景下我们认为该整合最终也将会重新提上议程，投资者可将其视为额外的机会。

盈利预测

业务预测和主要假设

我们预计，公司2009-2011年销售收入分别有望增长16.8%、22.3%、22.0%，净利润增长24.1%、27.5%、32.3%，对应每股收益0.31、0.40、0.53。主要动力来自：同店增长提速、毛利率提升和新店逐渐扭亏。

销售收入和毛利率预测：

- ▶ **同店增长：**仓储超市 2009-2011 同店增长分别为 4%、8%和 8%，2010 年上半年由于低基数效应预计会出现高于 8%的状况，11 年 8%的基本假设为物价相对稳定状况下居民历史上食品支出的增长率。便利超市同店增长会慢于仓储超市，预计 2010 年为 6%（和中金公司对于 10 年食品价格增速基本一致）。
- ▶ **外延扩张：**预计 09 年公司仓储超市 139 家，新开 16 家（净增 14 家），全年新门店增速 13%，其中 4 季度新开 11 家；公司计划今后两年每年保持 10-15 家左右的新店扩张速度，增速在 10%-13%，重点在二、三线城市的拓展，我们认为很有可能超预期。09 年便利超市新开 48 家左右（关闭 20 家，含调整），今后每年开店数量约在 60-80 家。
- ▶ **毛利率假设：**09 年受食品价格下跌、金融危机及四季度新店促销较多影响，公司毛利率基本持平；预计今后两年会逐步恢复，仓储超市今后两年每年提升的幅度为 0.3%，便利超市提升幅度为 0.5%（过去两年提升均在 1%左右）。主要的动力来自：规模效益提升、商品直采比例的增加（目前公司销售中约占 5%，今后两年每年提升 4%左右，通常直采商品的毛利率会高出 15—20 个百分点）；商品结构的调整；增值服务的增加。

期间费用假设

考虑到今年公司门店扩张、物流中心建设等影响，我们预计营业和管理费用率略有上升，但是配股带来财务费用将会有所下降，整体费用率基本和 2009 年持平；2011 年随着物流配送成本降低、规模效应体现，营销管理费用率将会有下降（见表 10）。

我们认为，公司今后费用率存在下降的可能性，尽管短期推进过程仍需等待：根据 2009 年 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》，提出实施商业与工业水电同价等刺激商业服务业重的举措。目前湖北省商业用电约为 0.95 元/度，预计如果实行至少有 1 毛钱左右的下调空间。目前公司水电相关费用占收入比例在 2%左右，最终如能实施，静态至少有望增厚盈利 5%左右。

其他：

- ▶ **营业外收入（主要为政府补贴）：**公司历年均会收到粮食储备、农改超、农产品生鲜基地等政府政策性补贴，具有一定的可持续性。我们预计将后两年每年补贴在 1200 万元左右。
- ▶ **所得税率假设：**由于公司新开门店亏损不能合并抵消盈利，因此整体有效税率偏高，2008-2009 年分别在 28.5%和 29%左右；目前我们仍假设公司 2010-2011 年有效所得税率为 28.5%。

我们的假设具备一定保守性，体现在：1) 若食品价格持续提升，同店假设仍有上调空间；2) 费用率 2010 年有增长，11 年并未明显降低；3) 有效所得税率未下降，实际上随着公司规模的扩大，新店对整体盈利的影响减弱，预计有效税率会出现小幅下降。

图表 10：盈利预测及其主要假设

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,959	8,649	10,099	12,352	15,072
(+/-%)	29.2%	24.3%	16.8%	22.3%	22.0%
门店总数(含加盟)	551	608	643	725	807
净新增门店	32	57	35	82	82
直营	495	530	572	649	726
加盟(便民超市)	56	78	71	76	81
仓储超市					
门店数	104	125	139	156	173
净新增门店	19	21	14	17	17
(+/-%)	22.4%	20.2%	11.2%	12.2%	10.9%
湖北	66	89	105	122	139
净新增门店	16	23	16	17	17
重庆	38	36	34	34	34
净新增门店	3	-2	-2	0	0
收入	5,106	6,412	7,780	9,725	12,126
(+/-%)	31.9%	25.6%	21.3%	25.0%	24.7%
73.4%		74.1%	77.0%	78.7%	80.5%
同店销售	86	97	101	109	117
(+/-%)	16.0%	13.0%	4.0%	8.0%	8.0%
重庆单店销售	10.3	12.2	12.7	13.2	13.7
便民超市					
门店数	387	401	429	489	549
净新增门店	15	14	28	60	60
(+/-%)	4.0%	3.6%	7.0%	14.0%	12.3%
收入	1,370	1,695	1,752	1,978	2,236
(+/-%)	19.1%	23.7%	3.3%	12.9%	13.0%
19.7%		19.6%	17.3%	16.0%	14.8%
同店销售	3.9	4.2	4.3	4.6	4.8
(+/-%)	13.0%	9.0%	2.0%	6.0%	5.0%
百货店					
门店数	4	4	4	4	4
新增门店	-	-	-	-	-
收入	441	499	523	601	662
(+/-%)	44%	13%	4.8%	15.0%	10.0%
6%		6%	5%	5%	4%
同店销售	110	125	130	149	164
(+/-%)	43.7%	13.1%	4.0%	15.0%	10.0%
销售收入合计	6,917	8,606	10,054	12,305	15,023
其他业务收入	42	43	45	47	49
(+/-%)	-26.2%	0.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率					
仓储超市	17.2%	18.0%	17.9%	18.2%	18.5%
便民超市	18.0%	19.0%	19.3%	19.8%	20.3%
百货行业	19.2%	20.2%	19.6%	20.1%	20.5%
综合毛利率	17.3%	18.2%	18.1%	18.5%	18.8%
期间费用					
(+/-%)	-1,022	-1,297	-1,498	-1,836	-2,240
26.7%		27.0%	15.5%	22.5%	22.0%
销售费用率	10.4%	10.6%	10.7%	10.8%	10.8%
管理费用率	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.2%
营业外收入	7	32	25	12	12
利润总额	169	240	300	380	503
(+/-%)	71.8%	42.3%	25.2%	26.6%	32.3%
有效税率	25.1%	28.5%	29.0%	28.5%	28.5%
净利润	126	172	213	272	360
(+/-%)	53.3%	36.6%	24.1%	27.5%	32.3%
完全摊薄每股收益	0.18	0.25	0.31	0.40	0.53

资料来源：公司数据 中金公司研究部

业绩拆分

我们对公司业绩增长的来源进行了拆分：

- ▶ **仓储超市：**仓储超市是公司盈利的核心，占公司整体净利润的 60%-70%；湖北市场预计其 2009 年净利润同比增长 20%左右；2010-2011 年在老店同店增长恢复和新店减亏的拉动下，其净利润增速有望达到 30%左右。
- ▶ **重庆业务：**该业务归入仓储超市，由于重庆市场门店规模较小，且其配送优势无法发挥，我们预计其短期内扭亏较难，我们认为这一点市场已经考虑在内。目前，我们的盈利预测假设尚未考虑其能够获得明显的扭亏，年亏损在 2500 万元左右。（参见重庆业务简介）
- ▶ **便民超市：**该业务在湖北省内具备显著的优势，预计同店增长在 6%，随着门店规模效应体现、毛利率提升、物流配送成本降低，预计其净利润增速至少在 25%左右。09 年上半年业绩增长很快的主要原因是代收水电费等收入获得了很好的增长。
- ▶ **百货：**经营稳定，盈利贡献不大，在经济平稳假设下，其净利润增速约为 15%-20%。

图表 11：历史业绩和盈利预测的分业态拆分

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
仓储超市湖北	125	157	189	241	321
YoY	29%	26%	20%	28%	33%
仓储超市重庆	-28	-25	-26	-25	-25
YoY	-	-	-	-	-
中百便民超市	17	34	50	62	78
YoY	-3%	99%	45%	25%	25%
百货	14	16	18	22	25
YoY	-	12%	15%	20%	15%
其他（含抵消）	-3	-10	-17	-28	-39
占收入比例	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
合计	126	172	213	272	360
YoY	53%	37%	24%	27%	32%

资料来源：公司数据 中金公司研究部

公司重庆业务简介：

- ▶ **基本情况：**2005 年 7-8 月，中百仓储进入重庆开设了万寿店和红锦店两个大卖场。当年年底公司收购了重庆山城超市平价连锁有限公司 18 家超市门店，并于 2006 年 6 月接手经营。目前，公司在重庆有 36 家门店，其中 4000 平方米以上的大卖场 3 家；其余均为面积较小的中小超市和社区店。2008 年公司重庆业务销售 4.5 亿元，亏损 2526 万元。
- ▶ **存在的问题：**1) 超市面积普遍较小，销售规模只有接近 5 亿元，供应商区域分割和分级代理的特性规模效应无法体现；2) 公司在湖北省内配送优势暂时无法复制到重庆，毛利率偏低，配送成本偏高，同时也存在一定缺货问题；3) 当地竞争较为激烈，除本地的重百和新世纪外，永辉超市也通过生鲜优势在当地市场占据了重要地位。
- ▶ **发展策略和改进：**公司重庆业务短期将重点通过提升单店经营效率、生鲜业务、毛利率等方面入手，09 年初派出多位管理经验丰富及能力强的店长、营运副总接管当地业务。此外，公司计划在重庆建立配送中心，从而能够更好地为门店提升配送效率、降低成本。
- ▶ **我们的看法：**目前市场对公司重庆业务明显扭亏并没有预期，我们的盈利预测基本也未考虑。公司通过努力计划在今明两年有所改善，若能实现对市场而言将是一大利好。

图表 12：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6,959	8,649	10,099	12,352	15,072
营业成本	-5,752	-7,073	-8,267	-10,070	-12,241
销售费用	-722	-920	-1,081	-1,334	-1,631
管理费用	-256	-337	-389	-482	-579
财务费用	-43	-40	-29	-20	-30
营业利润	163	210	275	368	491
营业外收入	7	32	25	12	12
税前利润	169	240	300	380	503
所得税	-42	-68	-87	-108	-143
净利润	126	172	213	272	360
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	474	473	649	778	960
投资活动现金流	-262	-398	-400	-610	-450
融资活动现金流	-172	98	-78	357	-68
货币资金增加额	40	174	171	525	442
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	463	636	807	1,332	1,774
应收款项	162	181	194	305	372
存货	643	1,050	951	1,131	1,375
固定资产净值	1,442	1,594	1,764	2,087	2,223
无形资产	139	135	131	137	133
总资产	3,322	4,147	4,398	5,542	6,427
短期借款	201	207	407	207	207
应付款项	1,456	1,932	2,016	2,483	3,018
长期借款	242	239	29	29	29
总负债	2,296	2,567	2,672	2,988	3,581
少数股东权益	21	16	16	16	16
股东权益	1,005	1,564	1,709	2,538	2,830

资料来源： 公司数据 中金研究部

可比公司比较：性价比优势明显

超市公司基本面情况比较

► 武汉中百是 A 股超市公司首选：

- 1) 公司在 A 股超市零售商中销售收入最大、店铺最多（大店数量也多于竞争对手），过去几年中公司很好地平衡了门店扩张和业绩增长。其中，2005-2008 仓储超市门店复合增长率为 42.7%，收入和经营性净利润复合增长率分别达到 28.2% 和 44.4%，在行业最差的 2009 年也有望实现 20% 以上的经营性净利润增长，具备良好的成长性。
- 2) 公司年化每平米销售达到 1.5 万元，经营现金流比净利润在接近 4 倍，经营效率明显高于可比公司，在我们的消费者调查中反馈良好。
- 3) 历史上开店速度较快，利润率水平并不高，我们认为随着公司规模进一步扩大，新开店对当年整体盈利影响将减小，公司利润率水平仍有提升空间。

► 华联综超具有全国性的零售网络，但是过去两年处于门店扩张期，业绩反转趋势仍待观察。新上市的人人乐具备一定的跨区域门店分布（深圳 23 家，西安 14 家，成都 10 家，其余分布较少），由于公司可追踪的业绩表现较短，且估值也已不低，因此还需要有一段时间的跟踪观察，但值得关注。

► 步步高和新华都规模相对较小，在省会城市优势和业绩增速不及武汉中百。

港股超市公司中联华进入城市最多、规模更大、且在长三角优势突出，竞争力最为突出，但客观而言经营效率不及武汉中百；京客隆经营规模较小，但是凭借批发+零售业务模式在北京地区经营具备一定优势，09 年是业绩底部，今年有望有所提升。

图表 13：超市公司基本面比较

经营情况比较(1Q-3Q09)		运营区域	进入城市	大卖场	超市	便利店	百货	合计	超市营业面积	年化加权每平米销售
000759.SZ	武汉中百	湖北、重庆	15	68	62	418	4	552	695900	14970
600361.SH	华联综超	跨区域	34	66	7	0	1	74	928304	9919
002336.SZ	人人乐	深圳、西安、成都等	19	67	17	0	1	85	1109335	8338
002251.SZ	步步高	湖南、江西	12	10	89	0	6	105	842600	7102
002264.SZ	新华都	福建	8	25	39	0	5	69	416957	8214
980.HK	联华超市	跨区域，东部为主	65	126	517	938	0	1581	2006994	11718
814.HK	京客隆	北京、廊坊	2	7	50	58	1	116	210492	15534
8277.HK	物美商业	北京、天津、杭州	3	31	74	206	0	311	642603	17039
主要财务指标比较(1Q-3Q09)		毛利率	营销管理费用率	财务费用率	营业利润率	净利润率	经营现金流/净利润(年化)	年化资产周转率	年化存货周转率	资产负债率
000759.SZ	武汉中百	17.8%	14.5%	0.3%	2.5%	2.0%	3.8	2.3	8.5	61.2%
600361.SH	华联综超	19.9%	17.4%	0.6%	1.2%	0.8%	3.4	1.7	10.1	67.2%
002336.SZ	人人乐	20.6%	16.9%	0.1%	2.9%	2.4%	2.1	2.8	8.3	72.4%
002251.SZ	步步高	19.3%	15.3%	0.0%	3.4%	2.4%	2.1	2.0	8.5	48.5%
002264.SZ	新华都	18.9%	15.8%	0.0%	2.6%	2.2%	1.9	2.5	9.5	61.4%
980.HK	联华超市	20.3%	18.8%	0.0%	2.7%	2.1%	1.3	1.8	9.7	77.1%
814.HK	京客隆	18.7%	13.4%	1.1%	3.7%	2.1%	0.2	1.5	8.5	64.6%
8277.HK	物美商业	19.1%	13.1%	0.3%	4.8%	3.0%	0.6	1.6	13.1	58.2%
盈利比较		2009销售收入	增长率	2009净利润	增长率	2010销售收入	增长率	2010净利润	增长率	05-08净利润复合增长率
000759.SZ	武汉中百	10,099	16.8%	213	24.1%	12,352	22.3%	272	27.5%	44.4%
600361.SH	华联综超	9,315	8.1%	68	-41.9%	10,903	17.0%	120	76.0%	-3.5%
002336.SZ	人人乐	8,768	14.1%	232	0.2%	10,981	25.2%	297	27.9%	70.2%
002251.SZ	步步高	6,045	16.2%	166	2.2%	7,300	20.8%	201	20.7%	30.1%
002264.SZ	新华都	3,109	36.4%	69	6.5%	4,032	29.7%	84	22.0%	45.3%
980.HK	联华超市	23,524	13.6%	429	10.5%	27,816	18.2%	507	18.0%	17.5%
814.HK	京客隆	6,691	0.1%	148	-5.7%	7,789	16.4%	178	20.1%	27.8%
8277.HK	物美商业	11,782	20.8%	438	21.2%	13,413	13.8%	547	24.9%	43.9%

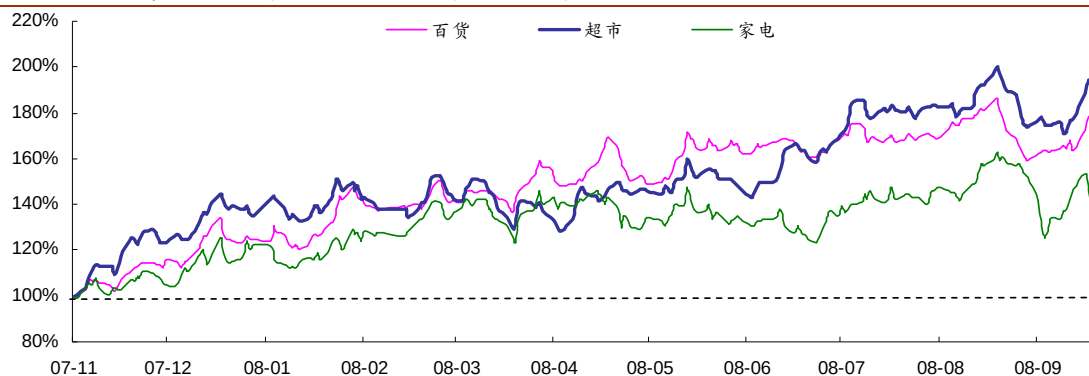
资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

通胀预期下超市板块价值有望日益为市场所重视，武汉中百最具性价比优势

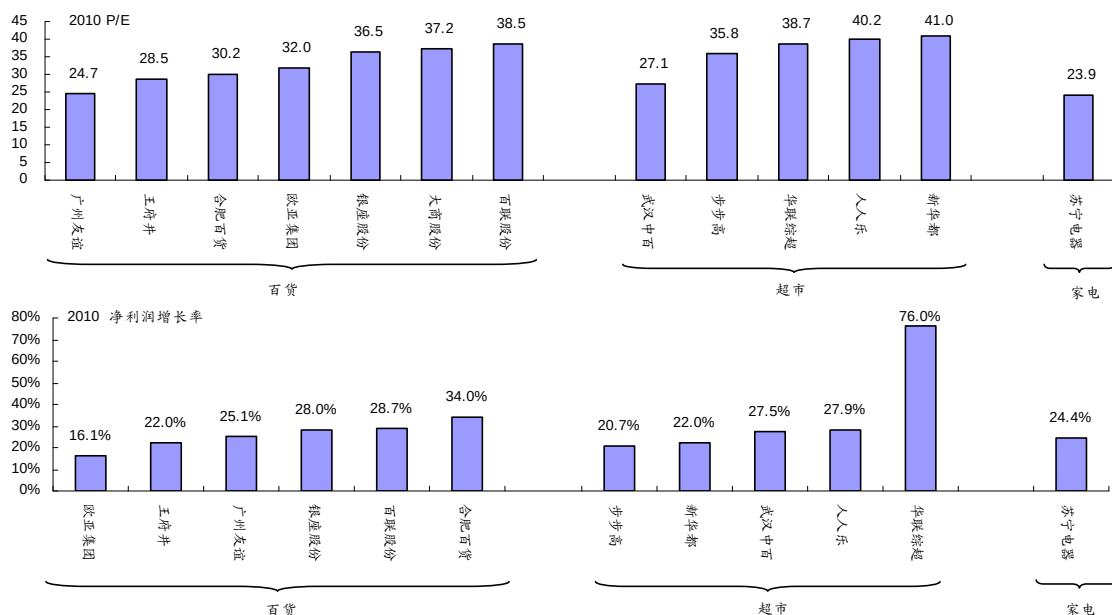
- 在去年12月《通胀预期—零售板块新的投资契机》报告中，我们已经向市场提示了超市板块的投资机会。通胀将是2010年消费板块中的重要投资主题之一，12月以来食品价格已经体现出了较为明显的上升趋势，在大势波动性加大的情况下，我们相信超市板块的投资价值将会日益为市场所重视。
- 目前，A股超市板块2010年平均市盈率在35-40倍，在上一轮食品价格逐渐高企阶段（2007-2008上半年），超市板块平均市盈率能够达到40倍以上，相对大势溢价50%。历史数据表明，高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市公司显著跑赢板块（图14）。
- 目前，武汉中百2010年市盈率仅为27倍（步步高36x、新华都41x、华联综超39x、人人乐40x），为A股超市板块最低，考虑到业绩增速、区域市场优势及发展潜力、估值水平，我们认为在A股超市板块中其最具性价比优势。
- 首次关注给予“推荐”评级和2010年35倍、2011年27倍的目标市盈率，我们认为其合理价格将在14.3元，对应目前价位有32%的上升空间。

图表 14：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市公司显著跑赢板块



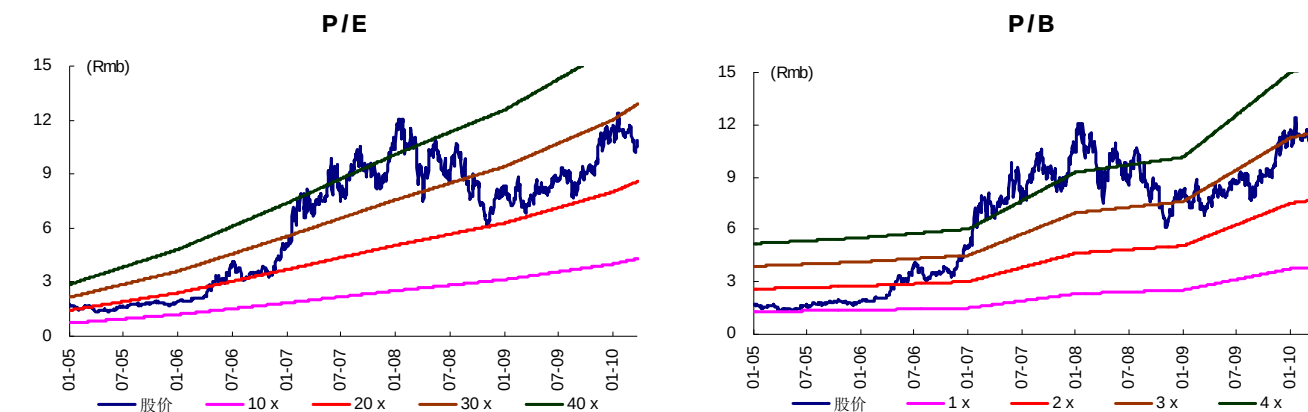
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 15：零售公司估值和业绩增速比较



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 16: 武汉中百历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 17: 零售公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市净率			09年底-11年底 净利润CAGR		市净率	股价/经营现金流	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E			
百货类公司																					
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.56	38,073	911	8.3%	1076	18.2%	1337	24.2%	0.37	0.45	0.58	36.8	30.4	23.4	21.1%	8.5	19.4	1.4	
	825 .HK	新世界	7.45	12,562	498	7.7%	570	14.3%	685	20.3%	0.30	0.34	0.41	25.2	22.1	18.3	17.3%	2.8	13.9	1.3	
	600694.CH	大商股份	38.28	11,244	-12	-	302	-	500	65.6%	-0.04	1.03	1.70	-	37.2	22.5	-	3.6	7.3	-	
	600859.CH	王府井	32.50	12,772	367	6.7%	448	22.0%	560	25.0%	0.93	1.14	1.42	34.8	28.5	22.8	23.5%	5.5	15.4	1.2	
	000987.CH	广州友谊	24.60	8,830	286	11.2%	358	25.1%	475	32.8%	0.80	1.00	1.32	30.9	24.7	18.6	28.9%	6.8	21.2	0.9	
区域型	600631.CH	百联股份	17.68	19,466	393	10.2%	506	28.7%	627	24.0%	0.36	0.46	0.57	49.5	38.5	31.0	26.3%	3.3	12.8	1.5	
	600631.CH	百联股份(考虑出售资产收益)	17.68	19,466	393	10.1%	559	42.5%	710	26.9%	0.36	0.51	0.64	49.6	34.8	27.4	34.5%	3.3	12.8	1.0	
	600628.CH	上海新世界	17.46	9,285	180	10.5%	228	26.7%	276	21.0%	0.34	0.43	0.52	51.6	40.7	33.7	23.8%	5.5	16.2	1.7	
	000417.CH	合肥百货	14.78	7,090	201	66.9%	245	22.0%	317	29.3%	0.42	0.51	0.66	35.3	28.9	22.4	25.6%	6.9	10.4	1.1	
	000417.CH	合肥百货(经营性)	14.78	7,090	175	50.3%	235	34.0%	307	30.5%	0.37	0.49	0.64	40.4	30.2	23.1	32.2%	6.9	10.4	0.9	
	000417.CH	合肥百货(增发二季度完成)	14.78	7,090	201	66.9%	284	41.3%	383	35.0%	0.35	0.50	0.67	42.0	29.7	22.0	38.1%	6.9	10.4	0.8	
	1212.HK	利福国际	13.90	23,278	1081	12.9%	1256	16.2%	1470	17.1%	0.65	0.75	0.88	21.5	18.5	15.8	16.6%	4.2	14.5	1.1	
	1833.HK	银泰百货	7.46	13,069	310	14.0%	415	33.9%	540	30.1%	0.20	0.28	0.38	37.1	27.1	19.8	32.0%	3.1	16.2	0.8	
	3308.HK	金鹰商贸	15.70	30,477	650	35.4%	833	28.2%	1051	26.1%	0.38	0.50	0.66	41.3	31.5	23.8	27.1%	10.7	27.3	1.2	
	848.HK	茂业国际	2.53	13,004	470	-9.8%	499	6.1%	581	16.4%	0.10	0.11	0.14	24.3	22.4	18.4	11.1%	3.8	10.1	2.0	
	600858.CH	银座股份	25.36	7,327	200	46.5%	256	28.0%	325	27.0%	0.54	0.69	1.12	46.8	36.5	22.5	27.5%	4.1	24.4	1.3	
	600697.CH	欧亚集团	26.89	4,278	115	8.1%	134	16.1%	160	20.1%	0.72	0.84	1.01	37.2	32.0	26.7	18.1%	5.0	21.5	1.8	
600693.CH	东百集团	10.50	3,604	110	11.1%	136	23.6%	172	26.5%	0.32	0.40	0.50	32.8	26.5	21.0	25.0%	3.9	16.3	1.1		
600785.CH	新华百货	29.01	5,015	192	77.4%	221	15.2%	283	27.9%	1.11	1.28	1.63	26.2	22.7	17.7	21.4%	6.1	9.7	1.1		
600729.CH	重庆百货	37.98	7,748	157	-3.6%	488	-	589	20.7%	0.77	1.28	1.54	49.4	29.7	24.6	22.1%	8.0	17.1	1.3		
002187.CH	广百股份	30.31	5,119	166	2.0%	196	18.2%	239	22.1%	0.98	1.16	1.41	30.9	26.2	21.4	20.1%	4.7	-	1.3		
000501.CH	鄂武商	13.94	7,071	239	32.4%	241	1.1%	299	24.0%	0.47	0.48	0.59	29.6	29.3	23.6	12.0%	4.6	9.2	2.4		
600828.CH	成商集团	29.48	5,989	128	25.3%	162	26.6%	204	26.1%	0.63	0.80	1.00	46.8	37.0	29.3	26.4%	11.2	31.5	1.4		
002277.CH	家润多	34.82	6,755	149	24.4%	185	23.8%	228	23.2%	0.77	0.95	1.18	45.2	36.5	29.6	23.5%	4.5	26.8	1.6		
金饰																					
	600612.CH	老凤祥	34.45	11,606	130	85.1%	195	50.0%	236	21.1%	0.39	0.58	0.70	89.4	59.6	49.2	34.8%	5.7	28.5	1.7	
	600655.CH	豫园商城	27.37	21,855	482	46.7%	606	25.7%	744	22.7%	0.60	0.76	0.93	45.3	36.1	29.4	24.2%	5.2	20.2	1.5	
商业地产开发																					
	000882.CH	华联股份	9.63	4,756	74	47.3%	100	35.2%	148	48.0%	0.15	0.20	0.30	64.3	47.6	32.1	41.5%	3.1	28.5	1.1	
	600415.CH	小商品城	50.21	34,163	850	39.7%	1121	31.9%	1433	27.8%	1.25	1.65	2.11	40.2	30.5	23.8	29.8%	3.9	8.6	1.0	
超市类公司																					
大型综合超市																					
	600361.CH	华联综超	9.56	4,635	68	-41.9%	120	76.0%	152	27.3%	0.14	0.25	0.31	68.2	38.7	30.4	49.7%	2.6	18.8	0.8	
	000759.CH	武汉中百	10.83	7,375	213	24.1%	272	27.5%	360	32.3%	0.31	0.40	0.53	34.6	27.1	20.5	29.9%	4.3	11.4	0.9	
	002251.CH	步步高	26.59	7,189	166	2.2%	201	20.7%	252	25.4%	0.62	0.74	0.93	43.2	35.8	28.5	23.0%	4.8	21.8	1.6	
	002264.CH	新华都	32.18	3,439	69	6.5%	84	22.0%	107	27.2%	0.64	0.78	1.00	50.1	41.0	32.3	24.6%	5.6	16.8	1.7	
	002336.CH	人人乐	29.78	11,912	232	0.2%	297	27.9%	375	26.5%	0.58	0.74	0.94	51.4	40.2	31.8	27.2%	9.0	17.5	1.5	
	814.HK	京客隆	7.80	3,215	148	-5.7%	178	20.1%	210	18.3%	0.41	0.50	0.62	19.1	15.6	12.6	19.2%	2.0	68.6	0.8	
	980.HK	联华超市	25.95	16,141	429	10.5%	507	18.0%	596	17.7%	0.78	0.95	1.17	33.1	27.4	22.2	17.8%	3.7	8.1	1.5	
	8277.HK	物美集团	13.70	16,719	438	21.2%	547	24.9%	684	25.0%	0.41	0.52	0.68	33.6	26.3	20.1	25.0%	7.4	16.7	1.1	
家电及电子消费品																					
手机分销																					
	493.HK	国美电器	2.66	40,047	1,430	-22.4%	1,720	20.3%	1,986	15.5%	0.09	0.11	0.14	29.3	23.8	19.7	17.8%	3.9	12.6	1.3	
	002024.CH	苏宁电器	18.45	86,053	2890	33.2%	3596	24.4%	4412	22.7%	0.62	0.77	0.95	29.8	23.9	19.5	23.6%	5.9	15.5	1.0	
	000829.CH	天音控股	13.42	12,707	187	37.7%	508	171.3%	778	53.1%	0.20	0.54	0.82	67.9	25.0	16.3	103.8%	7.6	8.4	0.2	
	000829.CH	天音控股(考虑出售资产收益)	13.42	12,707	291	109.9%	628	115.7%	778	23.8%	0.31	0.66	0.82	43.6	20.2	16.3	63.4%	7.6	8.4	0.3	

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

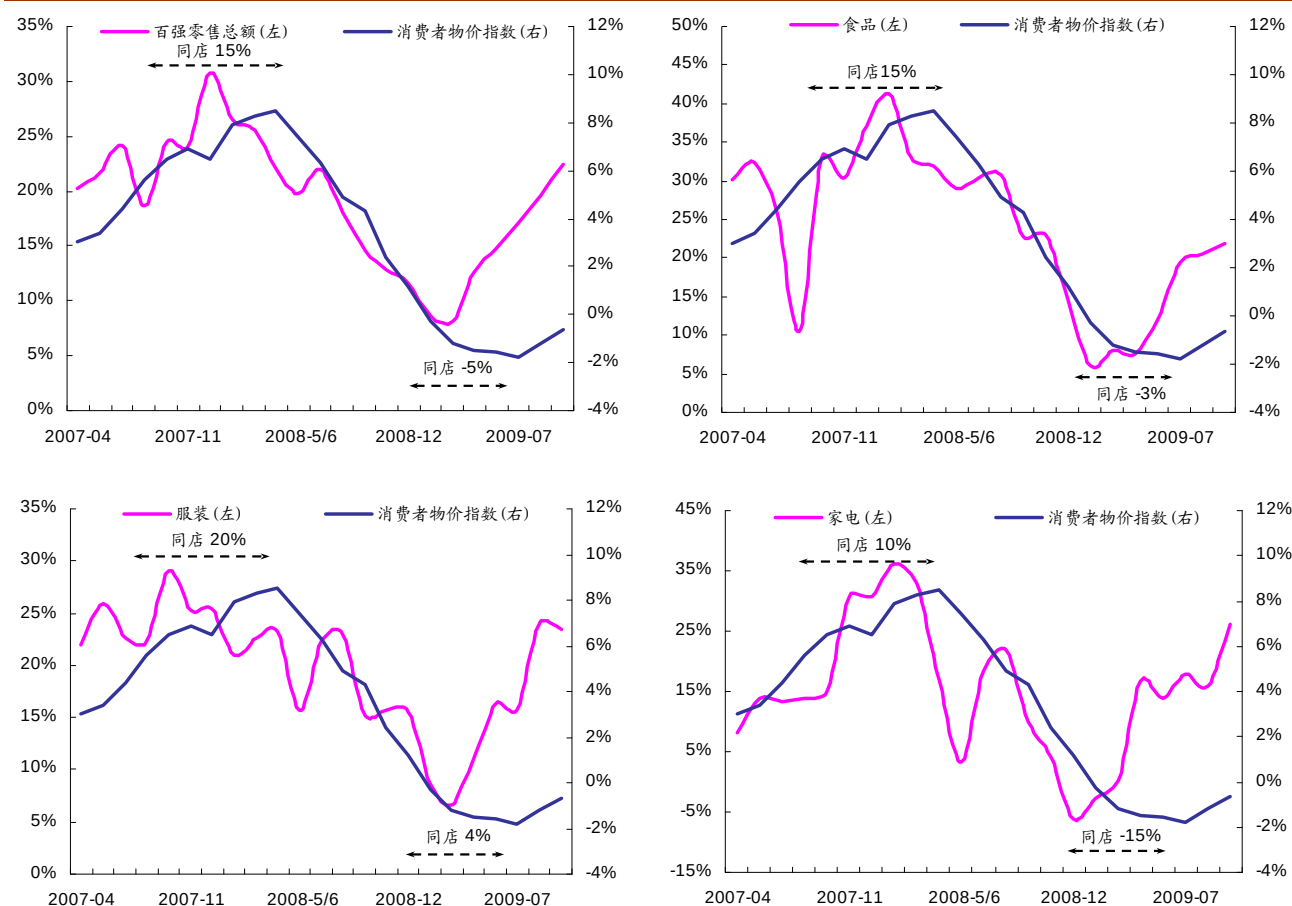
附录：通胀与零售板块关系

通胀与零售板块收入表现：物价高涨时普遍受益，超市最敏感

总体来看，当物价上升时各零售业态的销售增速均会随之提高，百货和家电业的同店销售增速还分别受到消费升级因素和经济起落的影响，超市经营生活必需品，同店增速主要受到物价的变动影响。图 1 显示：

- 在上一轮物价高峰的 2007 年中至 2008 年中，100 强零售商中超市、百货、家电零售商的最高单月销售额增速分别为 40%，30% 和 35%、最高单季度同店增长分别为：15%、20% 和 10%。超市和家电最高销售增速快于百货的主要原因是开店速度较快。
- 在此轮物价低谷的 2009 上半年，100 强零售商中超市、百货、家电零售商的最低单月销售额增速分别为 6%，7% 和 -5%，最低单季度同店增长分别为 -3%、4%、-15%。
- 还可以看到：各类商品消费高峰的到来往往早于 CPI 的见顶，这体现出：在 CPI 上行初期和中期，消费者的支出意愿增长；但到了后期，过高的物价对消费量形成了抑制。

图表 18：物价水平变化与百强零售企业销售收入的关系（百强零售数据 2007 年开始公布）



资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部

通胀与零售板块利润率表现：稳中有升

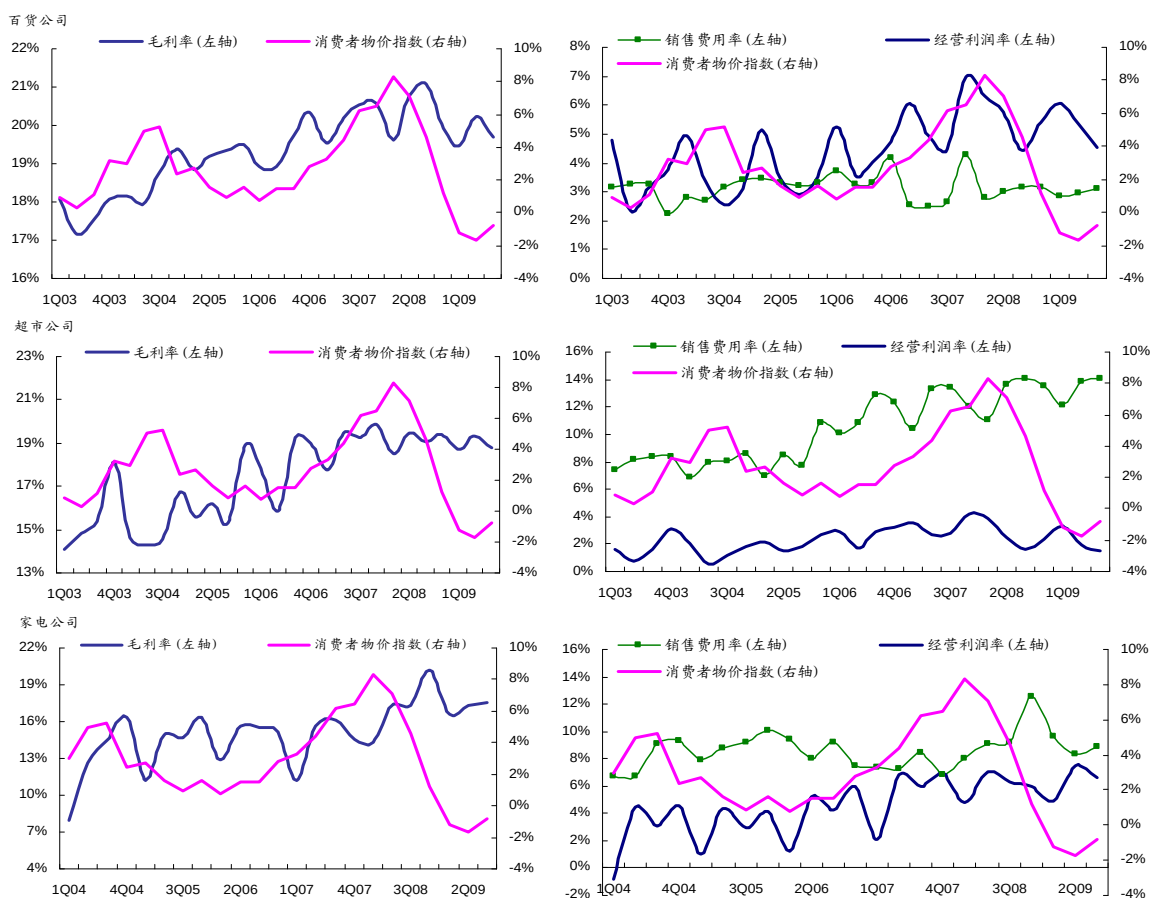
在图表 2 中我们统计了主要百货（10）、超市（4）和家电零售商（1），毛利率、销售费用率、营业利润率变化和 CPI 的关系（部分公司由于上市时间较短未纳入统计）。其中：

- ▶ 百货包括：王府井、合肥百货、重庆百货、广州友谊、欧亚集团、鄂武商 A、新华百货、东百集团、新世界、大厦股份；
- ▶ 超市包括：武汉中百、华联综超、步步高和新华都；
- ▶ 家电：苏宁

分析结论是：

- ▶ **百货、超市和家电业态的毛利率在 CPI 明显上升阶段有不同幅度的改善。**这表明，得益于其流通企业的定位和良好的定价能力，零售企业不仅能够将采购成本提升转嫁于消费者，而且可以通过商品结构调整和规模效益提升促使毛利率稳中有升。
- ▶ **通胀带动租金费用的上升，百货业态营业费用率上升不明显，超市、家电业态的毛利率提升可弥补营业费用率的提升：**租金是零售企业最主要的运营成本之一，与 CPI 有着明显的正向联动关系，租金或商业物业升值会增大零售企业新开店的成本，拥有较多自有商业物业、老店经营且历史租约较长的企业能够较好规避这一成本压力，加之毛利率的提升，在通胀时期零售公司基本没有发生过经营利润率下降的情况，**物业存量较多的百货类公司经营利润率还有所提升。**
- ▶ 这里还需要说明一下，在通胀时期零售企业毛利率稳中有升的另一个原因是：同期的经济也较为繁荣，但总体来看明年的通胀也会伴随着经济的恢复，至少这可以说明通胀时期，零售商没有利润率压缩之忧。

图表 19：物价水平变化与零售企业盈利的关系



资料来源：万得，公司数据，中金公司研究部

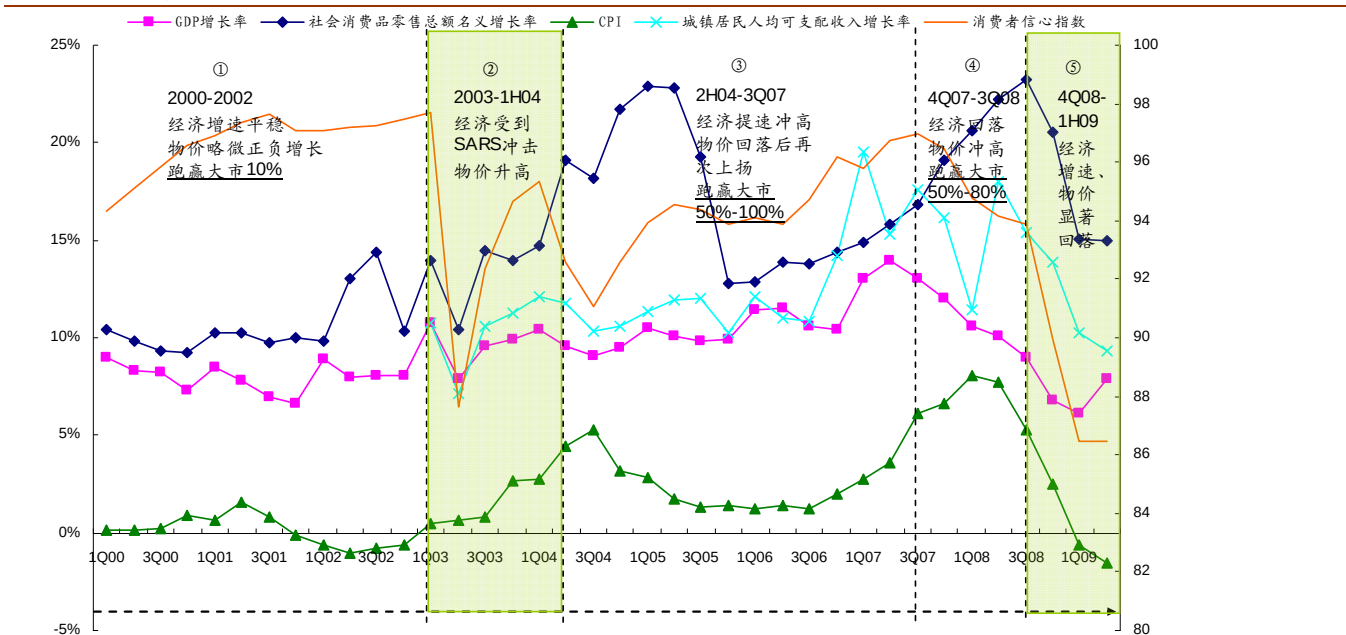
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。

通胀与零售板块股价表现：高通胀时期，板块显著跑赢大盘、超市跑赢板块

经济整体变动趋势和物价价格因素是零售板块最为主要的驱动因素。

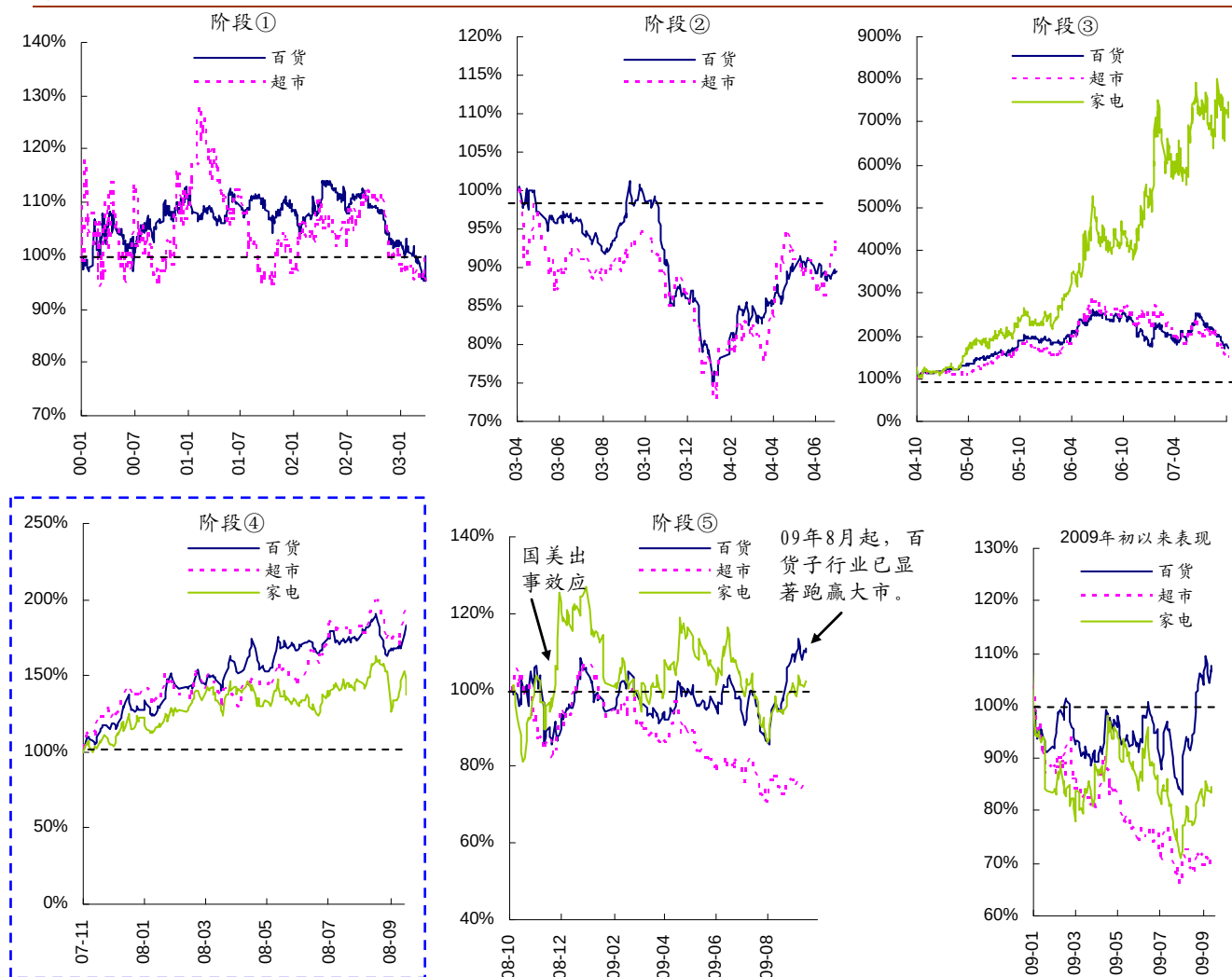
- 消费和零售的增长是经济变化的结果，经济启稳和上行时均可超配。历史数据显示，在经济平稳（经济上行初期）时，零售板块可跑赢大盘10%；在经济上行的中期和后期，可跑赢大盘50%-100%（领军公司可跑赢更多）；在经济增速急速下滑时，会跑输大盘，应低配。
- 物价提升也可增进消费者的购物欲望、帮助零售企业提升销售收入和同店增长。
- 超市类公司在物价急剧上涨（例如图标3—4分析的第4阶段）时跑赢大盘和板块，尤其是在2008年6月后表现的更为突出。而事实上，物价上涨对其它板块也有推动作用，在4Q07-3Q08经济已经下滑的情况下，零售板块普遍走强。

图表 20：经济增速、物价水平变化与社会消费品零售总额的关系



资料来源：国家统计局，彭博资讯，中金公司研究部（绿色为跑输大市场的时期）

图表 21：第四阶段：零售板块在物价高涨时显著跑赢指数、超市类公司在物价高涨时跑赢板块（各图均为相对于大市的走势）



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。