



上市公司年报点评

研究报告
批发和零售贸易

增 持 维 持

武汉中百 (000759)

2010 年 3 月 25 日

估值最便宜的区域超市龙头, 未来三年有望 保持 25% 的复合增长率

2009 年 3 月 24 日收盘于 11.16 元
6 个月目标价: 12.95 元 (调高)

批发和零售贸易行业首席分析师: 路 颖
luying@htsec.com
SAC 执业证书编号: S0850203100078
021-23219403

潘 鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

年报概述: 今日 (2010 年 3 月 25 日) 公司发布 2009 年报, 2009 年公司 实现营业收入 100.96 亿元, 同比增长 16.73%; 实现利润总额 2.99 亿元, 同比增长 24.52%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元, 同比增长 24.09%, 扣除非经常性损益的净利润 1.90 亿元, 同比增长 32.62%; 2009 年公司全面摊薄每股收益为 0.313 元 (按配股后总股本 68102 万股摊薄)。

2009 年公司净资产收益率为 13.03%, 较去年同期的 11.76% 增加 1.27 个百分点; 公司 09 年归属于上市公司股东的每股净资产为 3.07 元, 而去年同期为 2.79 元。此外, 公司每股经营性现金流在报告期为 1.22 元, 较去年同期增长了 45.24%; 经营性现金流与净利润的比值为 3.20, 仍旧维持在较高水平上。此外, 公司拟以 09 年配股完成后的总股本 68102 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 1 元 (含税)。

另外, 公司六届十三次董事会审议通过了以下议案:

- 1) 关于发行短期融资券的议案: 公司拟在 2010 年向中国人民银行申请在全国银行间债券市场发行一年期短期融资券, 发行规模为 5 亿元人民币, 发行利率按《短期融资券管理办法》的有关规定执行。该议案还需通过股东大会及有关部门的审议。
- 2) 关于投资设立商业网点开发公司的议案: 公司将以自有资金出资 5000 万元设立全资子公司武汉中百商业网点开发投资有限公司。该子公司将根据公司发展战略及网点布局的需要, 专注于公司网点的开发拓展, 其设立或将有望缩短公司未来网点的开发周期、降低开设费用并加大网点 (尤其是二、三线城市) 的布局力度;
- 3) 关于全资子公司对外投资的议案: 公司全资子公司武汉中百物流配送有限公司将以自有资金 4000 万元出资设立武汉中百生鲜食品配送有限公司和武汉中百现代物流配送有限公司。这两家孙公司的设立有利于加强公司配送功能, 提升配送能力, 完善其配送网络体系。

业绩预测和投资建议: 公司 09 上半年由于受到 CPI 下滑带来的同店增速下降以及激烈的竞争环境导致的打折促销力度加大的影响, 收入增长较为缓慢, 毛利率也有较大程度的下降; 但下半年随着 CPI 的不断回升以及公司展店步伐的加快, 使得同店增速及毛利率均有较为明显的提升。

我们仍维持之前对公司的看法, 认为公司是属于质地较好的区域性超市企业, 门店扩张稳健有序, 在经营管理、供应链整合等方面也均有着较好的能力; 而公司目前对物流配送中心建设的重视也为其门店的持续扩张和长远的发展提供了保障; 另一方面, 湖北省武汉 1+8 城市圈的建设以及鄂西生态文化旅游圈的建设有望带动湖北省东西部地区消费能力的进一步提升, 使得公司在整个省内的扩张空间更具潜力。

基于以上的判断以及公司 09 年的经营情况, 我们略调整了公司的盈利预测, 预计公司 2010-11 年营业收入将分别增长 20.45% 和 18.17%, 归属于母公司净利润增速分别达到 25.31% 和 27.59%; 预计公司 2010-11 年 EPS 分别为 0.392 元和

0.501 元（参见表 5），目前公司的 11.16 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 28.4 倍和 22.3 倍，其估值相对整个超市板块具有一定的优势（参见表 3），提高六个月目标价至 12.95 元（对应 10 年 33 倍 PE），维持“增持”的投资评级。

年报点评及分析：

1. 2009 年公司净增网点 35 家，其中中百仓储增加 14 家，扩张较为稳健；中百便民净增 21 家，扩张步伐略有放缓，但直营店占比有所提升。

至 09 年年底，公司共有营业网点 643 家，其中：

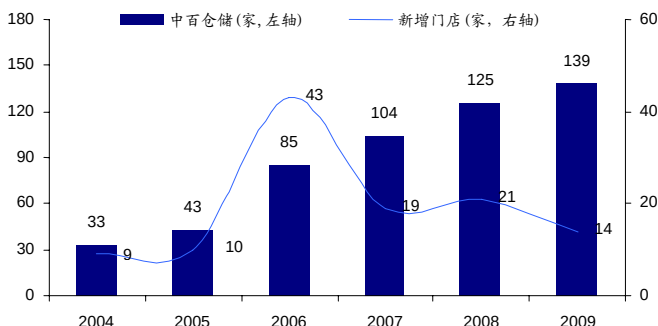
1) 中百仓储门店共 139 家（包括武汉市 52 家，湖北省内 51 家以及重庆市 36 家）。全年公司共新开了 14 家仓储门店，其中一季度新开 3 家，二、三季度各新开 1 家，四季度新开 9 家，拓展仍较为稳健有序，基本符合我们预计的公司全年新开 15 家门店的预期；

2) 中百便民门店达到 500 家，其中自营店 429 家，加盟店 71 家。全年公司共新增便民店 50 家，关闭 29 家，净增 21 家，较去年同期净增 36 家的扩张速度有所放缓；但我们也注意到与 08 年相比，公司 09 年更注重直营店的扩张，全年净增直营店达到 22 家，与 08 年的 24 家基本持平，因此我们认为除城市改造拆迁等市政工程等对开店速度有所影响外，公司在 09 年可能更多的注重门店的盈利能力而非扩张速度。

3) 百货门店仍维持在 4 家，包括位于武汉市内的中心百货大楼、青山百货商场、江夏中心百货以及位于荆州市内的荆州百货商场，该业务对公司收入利润的贡献仍相对较小。

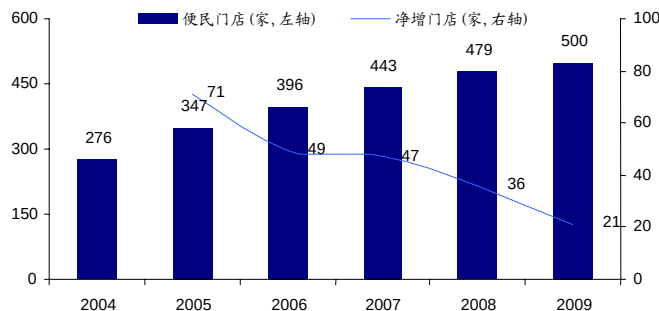
图 1 和图 2 是中百仓储和中百便民历年来的门店增长情况。

图 1 中百仓储门店增长情况(2004-2009)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 中百便民门店增长情况(2004-2009)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 09 年公司营业收入同比增长 16.73%，下半年门店的加速扩张以及 CPI 的不断回升使得超市业务回暖明显。

2009 年，公司实现营业收入 100.96 亿元，同比增长 16.73%，其中超市业务同比增长 17.22%，百货业务同比增长 8.07%（参见表 1）。

超市业务中，中百仓储和中百便民全年分别增长 20.12%和 6.26%，而上半年这两个业态的增速仅分别为 14.41%和 0.77%，我们认为下半年增速的大幅提升主要来自于公司两个业态门店在下半年的加速扩张以及 CPI 的明显回升；公司百货业务 09 上半年同比出现了 1.19%的负增长，而全年却实现了 8.07%的增速，因此可见经济回暖的大环境对公司百货业务产生了较为有利的影响；另外，从业态拆分细项中我们可以看到，超市业务仍是公司的核心业务，而中百仓储则是收入贡献的最大来源，其收入占比稳定在 76%以上。

09 年公司综合毛利率为 18.15%，同比略降 0.08 个百分点，其中对利润贡献较大的超市业态毛利率下降 0.27 个百分点；由于公司未披露中百仓储和中百便民全年的毛利率变化情况，因此我们仅从半年报披露的数据分析（即中百仓储同比减少 1.16 个百分点，中百便民同比增加 0.55 个百分点），认为公司超市业务毛利率的下降主要还是由于上半年受 CPI 指数下跌以及竞争促销压力等因素的影响，而其中中百仓储由于面临的竞争环境更为激烈，从而所受影响较大。

表 1 武汉中百 2009 分业态营业收入及毛利率情况

	营业收入（万元）	占比（%）	同比增长（%）	毛利率（%）	毛利率变动情况
连锁超市行业	950367	94.13	17.22	17.95	-0.27
中百仓储	770269	76.29	20.12		
中百便民	180099	17.84	6.26		
百货行业	53962	5.34	8.07	20.57	0.33
其他行业	32695	3.24	19.98	27.88	0.17
抵消	27420	2.72	19.20		
合计	1009604	100.00	16.73	18.15	-0.08

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 武汉中百主要子公司 09 年业绩情况

	持股比例（%）	营业收入（万元）	同比增长（%）	营业利润（万元）	同比增长（%）	净利润（万元）	同比增长（%）
武汉中百连锁仓储超市有限公司	100	770269	20.12	18968	3.66	14661	8.21
武汉中百便民超市连锁有限公司	100	180099	6.26	5049	8.30	3737	8.75
武汉中百百货有限责任公司	100	51953	8.81	1889	60.86	1570	-22.37
武汉中百物流配送有限公司	100					296	130.96
合计		1002320	16.76	25905	7.34	20263	5.89

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 2009 年公司销售费用率同比上升了 0.28 个百分点，管理费用率则同比下降了 0.17 个百分点。

09 年公司销售费用率为 10.92%，同比上升了 0.28 个百分点，主要是由于上半年公司促销力度的加大以及下半年公司展店速度的加快，而公司管理费用率则同比下降了 0.17 个百分点；公司财务费用同比减少 1408 万元，主要是由于贷款利率的下降带来利息支出的减少，同时公司的利息收入也增长了近 700 万元。

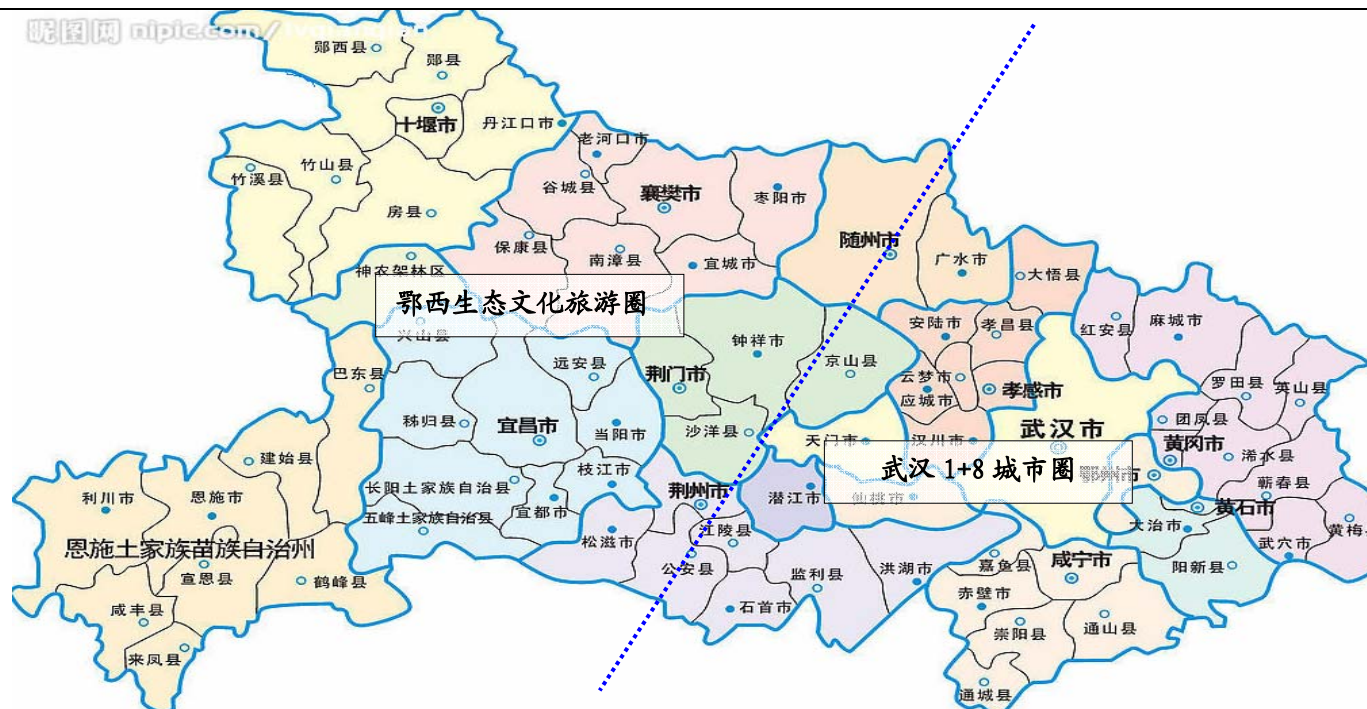
09 年上半年，公司共获得投资收益 1213 万元，主要是来源于其出让中联药业 42.49% 股权以及出让中联大药房 20% 的股权所获得的收益、收到汉口银行的分红款以及出售小天鹅所获得的投资收益。

4. 2009 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 2.99 亿元，同比增长 24.52%，扣除非经常性损益的净利润 1.90 亿元，同比增长 32.62%。

5. 武汉 1+8 城市圈的建设以及鄂西生态文化旅游圈的建设有望带动湖北省东西部地区消费能力的进一步提升（参见图 3）。

武汉 1+8 城市圈的建设包括了武汉、黄石、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃、天门和潜江九个城市圈，公司在这九个地区均有门店经营，我们认为该城市圈的建设或将较为有效的拉动公司主要经营区域的经济增长，增强公司业务的辐射能力；而最期提得比较多的鄂西生态文化旅游圈建设则包括了襄樊、荆州、宜昌、十堰、荆门、随州、恩施和神农架这八个位于湖北西部的城市，其以“一江两山”等旅游资源作为开发龙头，建成鄂西一流的生态文化旅游目的地，我们认为鄂西地区的开发建设将在一定程度上有利于湖北西部地区消费能力的提升，使得公司在整个省内（尤其是二、三线城市）的扩张空间进一步加大。

图 3 湖北东西部开发定位情况



资料来源：海通证券研究所

6. 调高2010-11年盈利预测至0.392元和0.501元，调高六个月目标价至12.95元（对应10年33倍PE），维持“增持”的投资评级。

我们仍维持之前对公司的看法，认为公司是属于质地较好的区域性超市企业，门店扩张稳健有序，在经营管理、供应链整合等方面也均有着较好的能力；而公司目前对物流配送中心建设的重视也为其门店的持续扩张和长远的发展提供了保障；另一方面，湖北省武汉 1+8 城市圈的建设以及鄂西生态文化旅游圈的建设有望带动湖北省东西部地区消费能力的进一步提升，使得公司在整个省内的扩张空间更具潜力。

基于以上的判断以及公司 09 年的经营情况，我们略调整了公司的盈利预测，预计公司 2010-11 年营业收入将分别增长 20.45%和 18.17%，归属于母公司净利润增速分别达到 25.31%和 27.59%；预计公司 2010-11 年 EPS 分别为 0.392 元和 0.501 元（参见表 5），目前公司的 11.16 元的股价对应其 2010-11 年 PE 分别为 28.4 倍和 22.3 倍，其估值相对整个超市板块具有一定的优势（参见表 3），调高六个月目标价至 12.95 元（对应 10 年 33 倍 PE），维持“增持”的投资评级。

表 3 A 股超市估值情况

代码	简称	总股本 (万股)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		PS	PB
				2009E	2010E	2009E	2010E		
000759	武汉中百	68102	76	0.313	0.392	35.7	28.5	0.8	4.4
002251	步步高	27036	72	0.616	0.820	43.4	32.6	1.3	4.6
002264	新华都	10688	35	0.643	0.958	50.5	33.9	1.1	6.9
002336	人人乐	40000	120	0.580	0.710	51.7	42.3	1.4	12.2
600361	华联综超	48481	47	0.210	0.310	46.0	31.1	0.7	2.6

注：华联综超 EPS 为市场一致预期

资料来源：聚源数据，海通证券研究所

7. 2009年单季度分拆合并损益表分析：4季度收入和盈利能力回暖显著，预计10年一季度回暖趋势仍明显。

表 4 是武汉中百单季度合并损益表拆分。

从 2009 年 4 季度营业收入增长速度看，经营逐季度回暖（与公司可比门店增速下半年逐月回升的态势相一致）趋势明显。而且由于公司经营收入基数的扩大，外延对收入增长的拉动相对降低，四季度超过 30% 的收入增长相对于二、三季度收入 15% 左右的增长，内生拉动体现明显。

2009 年 4 季度公司销售+管理费用占营业收入的比重为 15.12%，较 08 年 4 季度 15.48% 的水平有较明显的下降，我们认为主要得益于 4 季度可比门店收入增速的较大回升。再加上 2009 年 4 季度财务费用节约了 500 多万，4 季度在营业收入增长 31.15% 的情况下，营业利润同比增长超过 100%。

而由于 2009 年 4 季度营业外收入为 1469 万，同比减少了 1200 多万，当期利润总额的同比增速为 36.22%。我们预计 2010 年一季度回暖趋势仍旧明显。

表 4 武汉中百单季度合并损益表分析

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业总收入(万元)	264357	191187	200127	209241	284384	218861	231942	274417
同比增长 (%)	24.98	23.81	22.77	25.30	7.58	14.47	15.90	31.15
营业总成本(万元)	256726	187259	194942	203768	275308	215320	226655	266138
营业成本(万元)	216944	157328	164086	168917	234570	180441	189089	222279
营业成本/营业收入 (%)	82.06	82.29	81.99	80.73	82.48	82.45	81.52	81.00
营业税金及附加(万元)	2014	451	1626	1266	1994	1312	1360	1873
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.76	0.24	0.81	0.60	0.70	0.60	0.59	0.68
销售费用(万元)	24963	22278	22232	22552	28204	24007	27028	31001
销售费用/营业收入(%)	9.44	11.65	11.11	10.78	9.92	10.97	11.65	11.30
管理费用(万元)	11210	6527	6169	9832	10028	8313	8833	10471
管理费用/营业收入(%)	4.24	3.41	3.08	4.70	3.53	3.80	3.81	3.82
财务费用(万元)	1595	534	830	1024	512	1202	345	445
资产减值损失(万元)	0	141	0	176	0	46	0	70
非经营性净收益(万元)	44	-28	-4	-1239	-34	614	248	385
营业利润(万元)	7676	3901	5181	4234	9042	4155	5535	8665
同比增长 (%)	53.23	28.88	39.55	-6.91	17.80	6.53	6.83	104.63
营业外收入(万元)	182	221	129	2703	126	473	608	1469
营业外支出(万元)	69	14	18	121	11	6	43	121
利润总额(万元)	7790	4108	5292	6816	9157	4622	6100	10013
同比增长 (%)	51.45	33.50	38.81	40.79	17.56	12.51	15.26	46.90
所得税费用(万元)	2170	1536	1584	1556	2703	1315	1636	2849
有效所得税率 (%)	27.86	37.39	29.93	22.84	29.51	28.44	26.82	28.45
净利润(万元)	5620	2572	3708	5259	6455	3307	4464	7164
同比增长 (%)	50.66	57.35	12.30	32.27	14.86	28.58	20.38	36.22
净利润率 (%)	2.13	1.35	1.85	2.51	2.27	1.51	1.92	2.61
归属于母公司所有者的净利润(万元)	5581	2627	3685	5296	6452	3311	4449	7117
同比增长 (%)	52.56	58.11	13.58	31.83	15.61	26.04	20.73	34.39
少数股东损益(万元)	38	-55	23	-37	2	-4	15	47
摊薄每股收益(元)	0.082	0.039	0.054	0.078	0.095	0.049	0.065	0.105

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 是我们对武汉中百最新的合并损益表预测（与之前基本一致，根据年报情况略有调整）。

表 5 武汉中百合并损益表及预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(万元)	695942	864913	1009604	1216049	1437059
同比增长 (%)	29.24	24.28	16.73	20.45	18.17
营业总成本(万元)	681812	842694	983421	1179315	1390053
营业成本(万元)	575212	707275	826378	992630	1171775
营业成本/营业收入 (%)	82.65	81.77	81.85	81.63	81.54
营业税金及附加(万元)	4060	5356	6538	7904	9341
营业税金及附加/营业收入(%)	0.58	0.62	0.65	0.65	0.65
销售费用(万元)	72221	92025	110240	131333	153765
销售费用/营业收入(%)	10.38	10.64	10.92	10.80	10.70
管理费用(万元)	25626	33738	37645	45237	53171
管理费用/营业收入(%)	3.68	3.90	3.73	3.72	3.70
财务费用(万元)	4335	3983	2503	2210	2000
资产减值损失(万元)	358	317	116	0	0
非经营性净收益(万元)	2167	-1227	1213	0	0
营业利润(万元)	16297	20992	27397	36733	47006
同比增长 (%)	70.04	28.81	30.51	34.08	27.97
营业外收入(万元)	733	3236	2676	500	500
营业外支出(万元)	156	222	182	0	0
利润总额(万元)	16874	24005	29891	37233	47506
同比增长 (%)	71.82	42.26	24.52	24.56	27.59
所得税费用(万元)	4231	6846	8502	10425	13302
有效所得税率 (%)	25.08	28.52	28.44	28.00	28.00
净利润(万元)	12643	17159	21389	26808	34204
同比增长 (%)	63.60	35.72	24.65	25.33	27.59
净利润率 (%)	1.82	1.98	2.12	2.20	2.38
归属于母公司所有者的净利润(万元)	12582	17189	21330	26728	34102
同比增长 (%)	53.33	36.62	24.09	25.31	27.59
少数股东损益(万元)	61	-30	60	80	103
摊薄每股收益(元)	0.185	0.252	0.313	0.392	0.501

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

武汉中百业绩快报点：09 年净利润增长 24.17%，四季度受益于 CPI 回升收入增速达 30%以上（维持增持）20100313

武汉中百公告点评：配股有利于公司持续发展，2010 上半年将受益于 CPI 回升或将推动业绩超预期（增持维持）20100121

武汉中百公告点评：每 10 股配售 2.2 股，配股价 5.07 元；估值相对 A 股超市类公司仍有优势（增持，维持）20091211

武汉中百 2009 三季报点评：三季度净利润同比增长 20%以上，A 股超市类公司中估值优势相对明显（增持，维持）20091026

武汉中百 2009 半年报点评：上半年净利润增长 19%，扣除非经常性因素后为 9.43%，二季度经营仍面临一定压力（增持，维持）20090731

武汉中百公告点评：董事会通过 2009 年配股议案，估值相对于超市类 A 股有一定优势（增持，维持）20090602

武汉中百调研简报：3、4 月以来可比门店增速持续回暖，估值较低的超市股（增持，维持）20090514

武汉中百 2009 一季报点评：一季度净利润同比增长 15%以上（增持，维持）20090428

武汉中百 2008 年报点评：全年利润符合预期 但增速有下滑趋势（增持，维持）20090325

武汉中百三季报点评：收入稳健增长 内生性挖掘取得成效（增持，维持）20081021

武汉中百调研简报：仍有较大改善空间的区域优质连锁超市（增持，首次）20080320

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。