

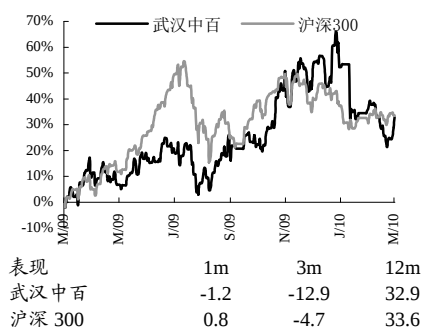
零售业 - 超市

2010 年 3 月 25 日

市场数据	2010 年 3 月 24 日
当前价格 (元)	11.16
52 周价格区间 (元)	8.22
总市值 (百万)	7600
流通市值 (百万)	7594
总股本 (万股)	68102.15
流通股 (万股)	68042.7203
日均成交额 (百万)	10326
近一月换手 (%)	36.4
Beta (2 年)	0.62
第一大股东	武汉商联 (集团) 股份有限公司
公司网址	http://www.whzb.com

盈利能力波动	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
毛利率	17.52	17.55	18.48	19.00
净利率	2.27	1.51	1.92	2.61

一年期收益率比较



执业证号: S1030207080530

吕丽华

+86 755 83199599ext8202

lvli@csc.com.cn

分析师申明:

本人, 吕丽华, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩符合预期 成长之势增强可期

—武汉中百 (000759) 2009 年报点评

评级: 买入

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	8649.13	10096.04	12317.17	15026.95
净利润 (百万元)	171.89	213.30	265.60	354.13
每股收益 (元)	0.25	0.31	0.39	0.52
净利润增长率%	36.62	24.09	24.52	33.33
市盈率	44.64	36.00	28.62	21.46
P/EG	1.22	1.49	1.17	0.64

资料来源: 世纪证券研究所

- **业绩符合预期。**09 年, 公司实现营业收入 100.96 亿元, 同比增长 16.73%; 规模销售 168.55 亿元, 同比增长 19%; 营业利润 2.74 亿元, 同比增长 30.51%; 净利润 2.13 亿元, 同比增长 24.09%。每股收益 0.38 元。利润分配预案拟每 10 股派送现金 1 元 (含税)。
- **湖北区域和仓储超市是公司盈利主要来源。**09 年, 湖北省市场继续保持快速增长态势, 收入增速 17.43%, 占比 95.83%; 仓储超市收入仍保持 20% 以上的增速, 占比达 76.3%。
- **网点渗透进一步加快。**09 年, 公司加快食品加强型超市和社区便民超市开发, 新增宜城、谷城、老河口、丹江口等二三线城市的选址空白, 开设监利县大型综合购物中心。全年发展仓储超市 16 家, 便民超市 50 家, 并储备仓储超市大卖场签约项目 20 余家。
- **直采力度加大提升毛利率。**09 年, 仓储公司直采销售占比达 3.16%, 销售额同比上升 52.26%。便民公司扩大休闲食品、瓷器、杂粮等高毛利特色商品直采, 销售额同比增长 25.08%。农产品经营公司深化基地对接, 销售额同比增长 34%。公司综合毛利率同比下降 0.08 个百分点, 而同期 CPI 下降 0.7%, 直采比例加大对提升毛利率有直接影响。
- **2010 年业绩增长驱动因素。**一是, CPI 温和上涨提高公司内生性增长, 预计公司 2010 年全年同店增速约在 8%-10%。二是, 配股项目进一步增强公司区域垄断地位, 公司 09 年配股工作已顺利完成, 本次配股募集资金将用于新建 19 家仓储超市、两家分配送中心及 80 家便民超市项目, 项目实施后, 不仅大大提高公司现有销售规模和物流水平, 更有利于公司长远发展。
- **维持“买入”投资评级。**预测 2010、2011 年实现每股收益分别为 0.39 元、0.52 元, 当前股价对应下的动态市盈率分别为 28.62 倍、21.46 倍, 估值处于板块中低位。鉴于公司所处区域经济增长迅速, 配股项目进一步增强公司发展后劲。因此, 维持“买入”投资评级。
- **风险提示:** 选址风险、市场竞争风险。

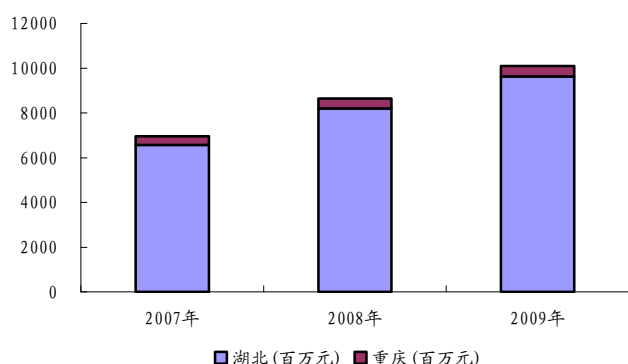
业绩符合预期

2009 年，公司实现营业收入 100.96 亿元，同比增长 16.73%；规模销售 168.55 亿元，同比增长 19%；营业利润 2.74 亿元，同比增长 30.51%；净利润 2.13 亿元，同比增长 24.09%。每股收益 0.38 元。利润分配预案拟每 10 股派送现金 1 元（含税）。

湖北区域和仓储超市是公司盈利主要来源

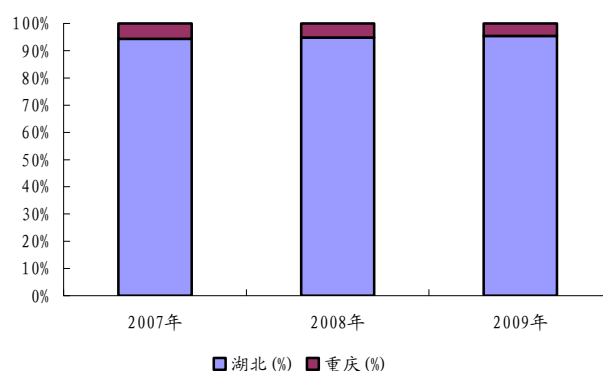
从区域分布看，湖北省市场实现营业收入 96.29 亿元，同比增长 17.43%，占公司总营业收入的 95.38%；重庆市场实现营业收入 4.67 亿元，同比增长 3.85%，占公司总营业收入的 4.62%。湖北省是公司拳头市场，近三年收入增速虽略有放缓，但仍保持快速增长态势；重庆市场近三年收入贡献逐渐降低，收入基本维持平稳增长态势。

Figure 1 营业收入按区域情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

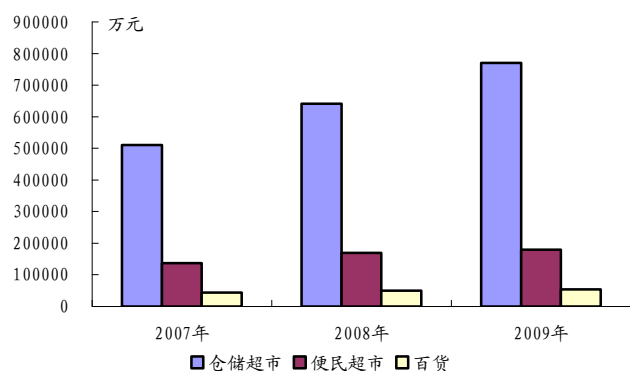
Figure 2 营业收入占比按区域情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

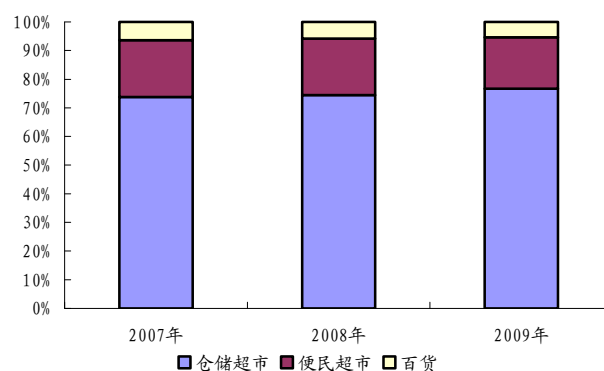
从业态划分看，仓储超市实现营业收入 77.03 亿元，占公司总营业收入的 76.30%，同比增长 20.12%；便民超市实现营业收入 18 亿元，占公司总营业收入的 17.83%，同比增长 6.23%；百货实现营业收入 5.4 亿元，占公司总营业收入的 5.35%，同比增长 8.07%。仓储超市是公司最主要盈利来源，近三年收入一直保持在 20% 以上的增速，占比维持在 75% 左右；便民超市是公司第二大盈利来源，09 年因 CPI 低位运行，导致其收入增速大幅下降，占总营业收入比重也下降了 1.76 个百分点；百货仍处于薄利状态，09 年中百百货公司实现净利润 1569.54 万元，同比下降 22.37%。

Figure 3 营业收入按业态情况



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 营业收入占比按业态情况



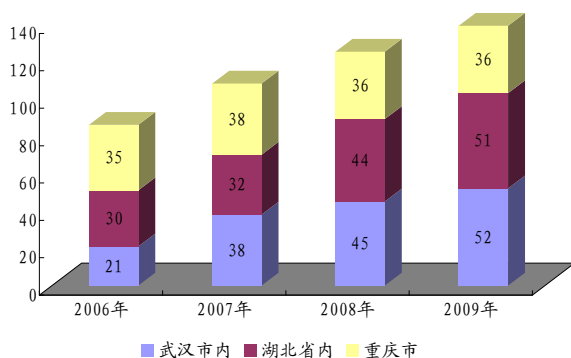
资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

网点渗透进一步加快

报告期内,公司继续外延扩张。在武汉市加快食品加强型超市和社区便民超市开发,同时在湖北省加快发展二、三级城市超市网点,填补了宜城、谷城、老河口、丹江口选址空白。将天门超市改造为“百货+超市”的综合型大卖场,推进监利“百货+超市+电器”综合型购物中心的开发,实现县级城市开设大型综合购物中心的突破。全年发展仓储超市16家,便民超市50家,并储备仓储超市大卖场签约项目20余家。其中,便民公司新增50家门店,但由于部分门店因租赁合同、加盟协议到期以及武汉市城市改造拆迁等市政工程影响,关闭了29家门店(其中直营店22家、加盟店7家),实际净增加21家门店。

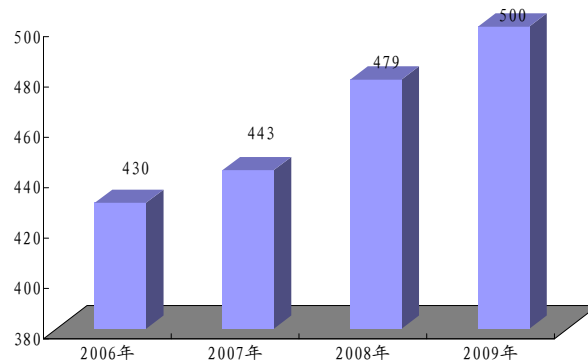
截至报告期末,公司连锁网点总数达643家,其中仓储超市网点139家(武汉市内52家,湖北省内51家,重庆市36家),便民超市网点500家(加盟店71家),百货店4家。

Figure 5 中百仓储超市网点规模



资料来源: 公司历年年报、世纪证券研究所

Figure 6 中百便民超市网点规模



资料来源: 公司历年年报、世纪证券研究所

直采力度加大提升毛利率

报告期内，仓储公司大力推进非食品类商品直采力度，全年直采商品实现销售 2.36 亿元，直采销售占比达 3.16%，直采商品销售额同比上升 52.26%。便民公司积极完善直采商品目录，扩大休闲食品、瓷器、杂粮等高毛利特色商品直采，全年实现直采销售 6000 万元，同比增长 25.08%。农产品经营公司深化基地对接，全年实现销售 17623 万元，同比增长 34%。

公司综合毛利率 18.15%，同比下降 0.08 个百分点，但逐季呈明显走高态势，各单季毛利率分别为 17.52%、17.55%、18.48%、19%。而 09 年 CPI 全年下降 0.7%。虽然下半年 CPI 降幅逐月收窄对公司三、四季度毛利率提升有一定影响，但直采比例加大更是直接影响因素。

增值服务内容增多

报告期内，公司先后引进了移动电子券、移动积分、汉卡、武汉通、啦卡拉等一系列新的支付方式，新增移动、联通话费充值、创维彩电“以旧换新”、电影票代售等服务项目，扩充废旧电池回收网点 100 家。全年公司增值服务累计实现代收费 17.59 亿元，同比增长 105.2%；累计交易笔数 1977 万人次，同比增长 127.9%。

非经常性损益变动较大

报告期，公司非经常性损益贡献每股收益 0.04 元。其中，投资收益同比增加 2439.62 万元，而去年则下降 1226.54 万元。同比变动幅度较大的主要原因是：一、公司转让所持有武汉中联药业及中联大药房股权形成转让收益 626.15 万元；二、处置交易性金融资产实现收益 446.09 万元；三、投资股票小天鹅获得收益 127.29 万元。

2010 年业绩增长驱动因素

一、CPI 温和上涨提高公司内生性增长

CPI 温和式增长有助于实现超市业态的内生增长，预计公司 2010 年全年同店增速约在 8%-10%。

二、配股项目增强公司区域垄断地位

公司 09 年配股工作已顺利完成，本次配股募集资金将用于新建 19

家仓储超市、两家分配中心及 80 家便民超市项目。2010 年全年，公司仍维持新增仓储卖场不少于 20 家，便民超市 60 家的网点规模。

其中：仓储公司将采取市内市外并举和新开、并购共同推进的方式，加速规模扩张，加快市内社区生鲜食品加强型超市和省内片区网点持续开发，扩大区域网点覆盖面，同时积极探索周边省份二、三级城市布点的突破。便民公司将加快市内居民区、商业区、大卖场次商圈密集布点，积极探索发展经营面积 100 m² 左右和 1000-2000 m² 多种店型，抢占市场空间，紧紧围绕汉南、江夏等六个远城区乡镇以及黄石、鄂州、孝感市城区生活社区，加快发展便民超市，形成区域超市规模优势。咸阳和浠水两个物流配送中心建筑面积各达 1.6 万 m²，配送服务半径达 100-150KM，每家配送中心可服务约 20 家仓储超市，加上恩施、襄樊、的物流配送中心，确保省内 4 个区域物流分配中心能尽快启用。

维持“买入”投资评级

预测 2010、2011 年实现每股收益分别为 0.39 元、0.52 元，当前股价对应下的动态市盈率分别为 26.9 倍、20.17 倍，估值处于板块低位，给予“买入”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.