



批零贸易业/可选消费品

武汉中百 (000759)

通胀推动 2010 年业绩或超预期

——武汉中百 (000759) 调研报告

刘冰
021-38676703
liubing6168@gtjas.com
S0880209110637

本报告导读:

公司是湖北地区超市龙头企业, 门店网络、配送体系、管理能力优势明显, 业绩增长稳健可期, CPI 持续攀升为公司 2010 年业绩提供超预期可能, 增持。

投资要点:

- ✓ 2010 年 1-4 月份仓储新开 7 家店; 便民新开 15 家店, 关店 2 家, 净增 13 家。2010 年一季度, 公司实现营业收入 34.40 亿元, 同比增长 20.97%; 净利润 8398.44 万元, 同比增长 30.16%; 每股收益 0.12 元。综合毛利率 18.27%, 比 2009 年一季度提高 0.76 个百分点。分业务毛利率来看, 超市业务毛利率 17%, 进销差 13.77%, 提高 0.46 个百分点。一季度的三项费用和费用率增加较多, 我们预计全年的费用率将会低于一季度水平。
- ✓ 4 月份公司总收入 8.47 个亿, 收入增 20.93%, 进销差 13.18%, 增 0.52 个点, 其中仓储超市实现收入 5.89 亿元, 增长 22.94%, 同店收入增速 10.26%, 进销差 12.96%, 同比提高 0.71 个百分点; 便民超市实现收入 1.58 亿, 增长 14.25%, 同店收入增速 10.14%, 进销差 16.13%, 同比提高 1.11 个百分点。
- ✓ 预计 2010 年新开仓储超市 15 家, 便民开店 60 家; 2011 年保持此开店速度; 假设 2010、2011 年同店收入增速 8%、5%; 出售荆州百货股权确认投资收益 1700 万元——预计 2010 年、2011 年收入规模为 120 亿元、139 亿元, 增速 19.5%、15.3%。净利润 29355 万元、36501 万元, 增速 38%、24%; 预期 2010 年、2011 年每股收益为 0.431 元、0.536 元。
- ✓ 预期受益与经济形势好转和 CPI 提升, 2010 年的净利润增速会高于 2009 年 25% 的增速。若 2010 年持续通胀, 业绩具有超预期可能。我们看好公司的长期发展前景, 且受益于 CPI 转正带动, 超市行业景气度提高, 维持“增持”评级。按照 2010 年扣除荆州中百投资收益后主业每股收益 0.41 元, 参考 35 倍市盈率, 14.35 元目标价。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,649	10,096	12,070	13,921	15,934
(+/-)%	24%	17%	20%	15%	14%
经营利润 (EBIT)	262	287	377	495	621
(+/-)%	42%	9%	31%	32%	25%
净利润	172	213	294	365	448
(+/-)%	37%	24%	38%	24%	23%
每股净收益 (元)	0.25	0.31	0.43	0.54	0.66
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.11	0.14	0.17

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	3.0%	2.8%	3.1%	3.6%	3.9%
净资产收益率 (%)	10.99%	12.41%	15.17%	16.56%	17.66%
投入资本回报率 (%)	14.4%	15.0%	15.8%	16.3%	17.2%
EV/EBITDA	13.6	11.5	9.4	7.8	6.4
市盈率	35.5	34.8	25.3	20.3	16.6
股息率 (%)	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.35

上次预测: 14.20

当前价格: 10.90

2010.05.24

交易数据

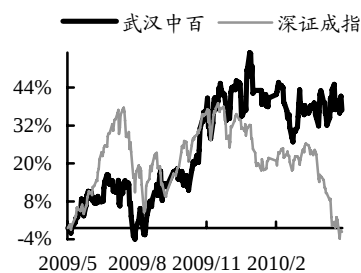
52 周内股价区间 (元)	8.50-14.20
总市值 (百万元)	7,423
总股本/流通 A 股 (百万股)	681/680
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	16
日均成交值 (百万元)	181

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,394
每股净资产	3.52
市净率	3.1
净负债率	11%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.09	0.12
Q2	0.05	0.08
Q3	0.07	0.11
Q4	0.10	0.12
全年	0.31	0.43

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-3%	39%
相对指数	14%	17%	40%

相关报告

《2009 年业绩增长稳健, 通胀推动 2010 年增速加快》

2010.03.26

《配股项目将为业绩持续增长奠定基础》

2009.12.11

《受益于物价回升, 三季度业绩增速加快》

2009.10.27

《开店速度虽放缓, 费用控制带来内生增

2009.07.31

《业绩符合预期 经营稳健是亮点》

2009.03.25

模型更新时间: 2010.05.24

股票研究

可选消费品
批零贸易业

武汉中百 (000759)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.35

上次预测: 14.20

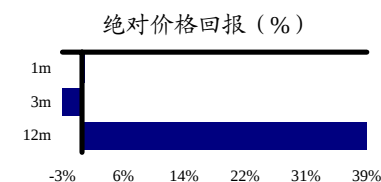
当前价格: 10.90

公司网址

www.whzb.com

公司简介

公司是中国商业上市公司,中国商业名牌企业,是湖北省唯一连续5年(2001年-2005年)进入全国零售连锁经营30强企业。公司借鉴国外商业发展道路,大力拓展连锁经营模式,至今已开办5000--12000平方米仓储式大卖场44家,500-2000平方米便民超市300余家,主要经营食品、日用百货、家用电器等大类商品。05年中百仓储进军重庆,公司连锁经营实现跨省发展。武汉城市圈获批“两型社会”建设综合改革试验区,将为公司提供广阔的发展空间。08年1月公司配股筹资4.67亿元,为后续发展提供了资金上



52周价格范围

8.50-14.20

市值(百万)

7,423

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

主营业务收入

主营业务收入

主营业务成本

税金及附加

主营业务利润

其他业务利润

营业费用

管理费用

EBIT

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、短期投资

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

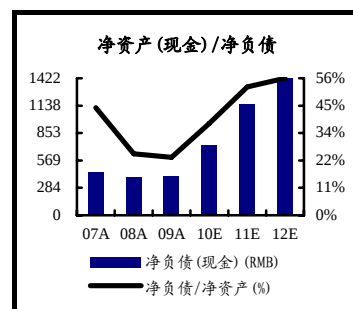
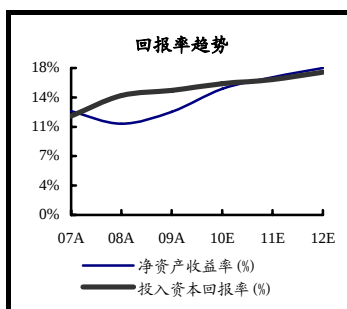
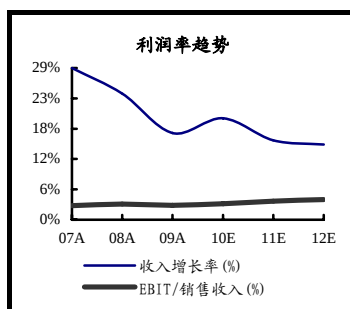
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	6,959	8,649	10,096	12,070	13,921	15,934
主营业务成本	5,752	7,073	8,264	9,847	11,345	12,972
税金及附加	41	54	65	78	90	103
主营业务利润	1,167	1,523	1,767	2,145	2,486	2,859
其他业务利润	0	0	0	0	0	0
营业费用	722	920	1,102	1,318	1,513	1,692
管理费用	256	337	376	450	477	546
EBIT	185	262	287	377	495	621
财务费用	43	40	25	23	39	59
营业利润	163	210	274	370	456	562
所得税	42	68	85	106	125	153
少数股东损益	1	0	1	1	1	1
净利润	126	172	213	294	365	448
货币资金、短期投资	463	636	761	910	1,049	1,201
其他流动资产	1,263	1,861	2,237	2,646	3,166	3,789
长期投资	111	99	39	56	56	56
固定资产合计	1,452	1,640	1,690	2,100	2,492	2,761
无形资产及其他资产	434	485	614	567	534	512
资产合计	3,322	4,147	4,642	5,433	6,312	7,184
流动负债	1,754	2,328	2,839	3,412	4,022	4,563
长期负债	542	239	67	67	67	67
股东权益	1,005	1,564	1,719	1,936	2,205	2,535
投入资本(IC)	1,193	1,342	1,346	1,718	2,277	2,721
NOPLAT	142	194	202	271	371	468
折旧与摊销	148	175	202	221	246	274
流动资金增量	185	89	174	(9)	(201)	(196)
资本支出	(274)	(413)	(379)	(584)	(603)	(521)
自由现金流	202	44	198	(102)	(188)	25
经营现金流	48,514	49,055	60,356	51,206	44,963	58,549
投资现金流	(256)	(416)	(309)	(584)	(603)	(521)
融资现金流	(488)	(40)	(169)	220	293	88
现金流净增加额	47,770	48,598	59,877	50,842	44,653	58,115
收入增长率	29.2%	24.3%	16.7%	19.5%	15.3%	14.5%
EBIT 增长率	32.2%	41.9%	9.5%	31.3%	31.5%	25.4%
净利润增长率	53.3%	36.6%	24.1%	37.6%	24.3%	22.7%
利润率						
毛利率	17.3%	18.2%	18.1%	18.4%	18.5%	18.6%
EBIT 率	2.7%	3.0%	2.8%	3.1%	3.6%	3.9%
净利润率	1.8%	2.0%	2.1%	2.4%	2.6%	2.8%
净资产收益率(ROE)	12.5%	11.0%	12.4%	15.2%	16.6%	17.7%
总资产收益率(ROA)	3.8%	4.1%	4.6%	5.4%	5.8%	6.2%
投入资本回报率(ROIC)	11.9%	14.4%	15.0%	15.8%	16.3%	17.2%
存货周转天数	38	44	48	44	44	44
应收账款周转天数	1	1	2	3	2	2
总资产周转天数	168	158	159	152	154	155
净利润现金含量	386	285	283	174	123	131
资本支出/收入	-394%	-477%	-376%	-484%	-433%	-327%
资产负债率	69.1%	61.9%	62.6%	64.0%	64.8%	64.5%
净负债率	44.0%	25.2%	23.7%	37.6%	52.5%	56.1%
PE	29.0	35.5	34.8	25.3	20.3	16.6
PB	6.1	3.9	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.3	13.6	11.5	9.4	7.8	6.4
P/S	0.53	0.71	0.61	0.62	0.53	0.47
股息率	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%



1. 2010 年一季度情况回顾

1.1. 2010 年一季度开店步伐

截至 2010 年一季度末，公司营业网点达到 659 家：中百仓储超市 145 家，其中武汉城区 55 家、湖北省内 54 家、重庆市 36 家；中百便民超市 510 家，其中直营店 439 家，加盟店 71 家；百货店 4 家。

2010 年一季度及 4 月份开店进度：1-4 月份仓储超市新开 7 家店；便民超市新开 15 家店，关店 2 家，净增 13 家。

仓储一般无关店，而便民存在关店，主要原因是物业的变化因素较多。便民超市一般 100-1000 平米，平均 300 平，共有 500 多家网点，由于拆迁、租约到期租金谈不拢、2-3 年扭亏无望等原因存在关店现象。但是由于便民超市每家店投入只有 50 万，而且大部分都可移动再利用，因此关店不会产生较多沉淀成本。

表 1: 公司门店数量

	2007	2008	2009	2010Q1	2010 4 月
新增	66	57	35	16	4
仓储超市	19	21	14	6	1
便民超市	47	36	21	10	3
百货	0	0	0	0	0
网点数量	551	608	643	659	663
仓储超市	104	125	139	145	146
便民超市	443	479	500	510	513
百货	4	4	4	4	4
仓储超市分布	104	125	139	145	146
武汉	34	45	52	55	
湖北其他地区	32	44	51	54	
重庆	38	36	36	36	36

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.2. 2010 年一季度净利润增 30%

2010 年一季度，公司实现营业收入 34.40 亿元，同比增长 20.97%；净利润 8398.44 万元，同比增长 30.16%；每股收益 0.12 元。

一季度，综合毛利率 18.27%，比 2009 年一季度提高 0.76 个百分点，环比四季度下降 0.73 个百分点，主要由于 2008 年四季度、2009 年一季度是经济危机和负 CPI 影响最严重的两个季度，2008 年四季度尤甚，2009 年四季度反应的反弹更明显。

分业务毛利率来看，超市业务毛利率 17%，进销差 13.77%，提高 0.46 个百分点。

分业务收入来看：

- ✓ 仓储超市实现收入约 26 亿元 (估算), 增长 24%, 其中同店收入增速 11.4%, 进销差 13.78%, 比 2009 年同期增 0.33 个百分点;
- ✓ 便民超市实现收入 6.08 亿元, 增长 14.43%, 其中同店收入增速 8.07%, 进销差 16.18%, 比 2009 年同期增 0.9 个百分点。

一季度费用率和费用增加较多:

- ✓ 一季度销售费用 35220 万元, 同比增加 7126 万元, 销售费用率 10.27%, 同比提高 0.35 个百分点;
- ✓ 管理费用 12701 万元, 同比增加 2673 万元, 管理费用率 3.69%, 同比提高 0.17 个百分点。
- ✓ 财务费用 871 万元, 同比增加 358 万元, 财务费用率 0.25%, 增加 0.07 个百分点。

正体来说, 一季度的三项费用和费用率增加较多, 我们预计全年的费用率将会低于一季度水平。

1.3. 2010 年 4 月份分业务收入和毛利率数据汇总

4 月份公司总收入 8.47 个亿, 收入增 20.93%, 进销差 13.18%, 增 0.52 个点, 其中——

- ✓ 仓储超市实现收入 5.89 亿元, 增长 22.94%, 同店收入增速 10.26%, 进销差 12.96%, 同比提高 0.71 个百分点;
- ✓ 便民超市实现收入 1.58 亿, 增长 14.25%, 同店收入增速 10.14%, 进销差 16.13%, 同比提高 1.11 个百分点。

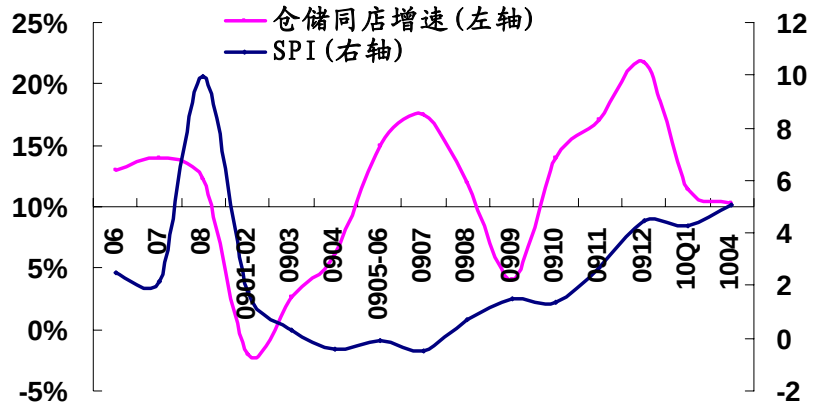
1.4. CPI 与毛利率及同店收入增速:

毛利率和同店收入增速的提升, 一方面受益于现阶段经济环境好转, 另外, 受益于 CPI 转正。而 2009 年受到经济危机及 CPI 负值的影响, 一段时间内同店收入已经出现下降, 毛利率受到销售收入的下降而下降。

超市经销的商品基本按照固定的毛利率采购销售, 主要根据销售规模谈判能力确定毛利率。不同品类的固定毛利率不同。

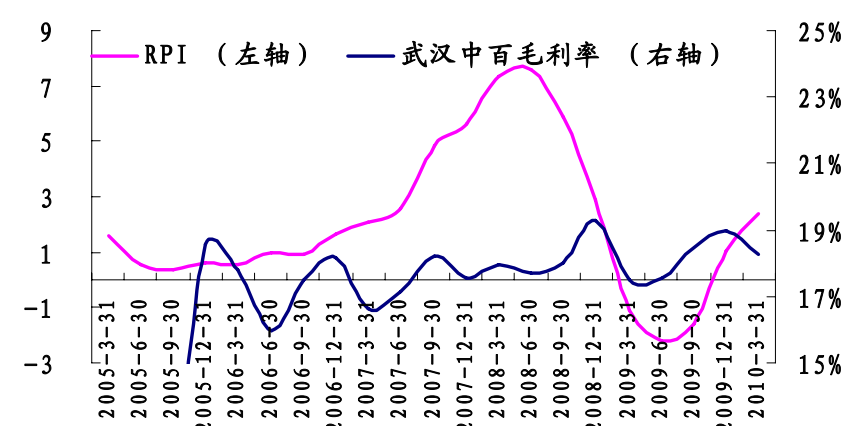
以超市经营的占收入比重 60% 的食品类为例, 其中食用油, 历史上形成较固定的 5-6 点毛利率水平, 例如 5 升, 按照 5-6% 固定毛利率, 考虑到 40-70 元的价格变动, 因此形成毛利绝对额的变化; 牛奶一般按照 12% 毛利率; 蔬菜水果占整体收入 30%, 由于农产品价格波动大, 也是固定毛利率, 生鲜蔬果一般为 11% 毛利率。

图 1: 武汉中百仓储超市同店收入增速与食品、日用品价格指数相关性



数据来源：国泰君安证券研究

图 2: 商品零售价格指数与武汉中百季度毛利率相关性



数据来源：国泰君安证券研究

2. 超市业务发展

2.1. 前后台毛利率与规模成正比

进销差体现为前台毛利，进场费、促销费等服务性收费体现为后台毛利。

一般来说，公司 13.7%进销差，其他的进场费促销费等服务性收费约 4% 利润率，这个是和销售规模成正比，整体毛利率 17-18%。

而促销费用，计入费用还是毛利要根据不同商品和厂商而不同，一般有四种模式：1、返利；2、返货，例如可口可乐；3、返点，例如家电类；4、返回促销品，公司再进行销售，体现为利润率提升。

2.2. 未来开店区域主要集中在武汉以及湖北二三线城市

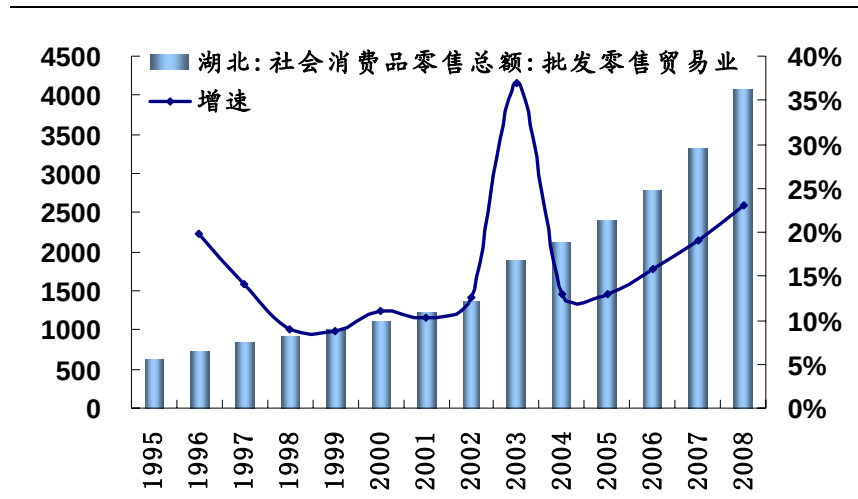
武汉地区 52 家店，虽然原本区域饱和，但是新城区达到一定人数 5-6 万人，也存在扩张空间。一方面，城市化进程较快，快速消费品行业伴随人的需求，食品日常用品就存在需求；另一方面，随着人均收入提高，消费能力提高，同店也可达到社零总额增速。

在武汉地区公司有仓储超市和便民超市两种超市业态，可以更好的全面覆盖市场，但是在武汉由于大卖场密度较大，标超发展受到制约。

湖北地区 70 多个三线城市，目前只覆盖了 30 多个，还有 40 个未进入，都是未来可拓展区域。虽然从现在来看，湖北地区二三线城市平销是武汉地区平销的 70%，但从发展趋势来看，二三线城市的门店收入增长率高于武汉，一季度，武汉同店收入增速 18%，而二三线城市同店收入增速 34%；虽然二三线门店的收入利润绝对额低，但是人工成本低；二三线城市超市的毛利率高于武汉另外。

2009 年，社零总额中批发和另收总额增速 23%，高于全国平均水平，批发零售行业增速较为可观。湖北省现阶段 6000 万人，人口众多，且大部分二三线城市零售企业尚未广泛布点，未来发展空间还较大。

图 3：湖北批发零售贸易业增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

公司预期在武汉、湖北地区的发展可以持续三四年，公司力争三四年后综合毛利目标 20 点。

对于三五年后的对外扩张，由于现阶段各省市的区域超市企业扩张较快，发展较好，进入其他区域的成功概率可能逐步降低，但是未来发展趋势将是强吃弱、并购等模式为主。

2.3. 仓储超市仍是区域内扩张重点

- ✓ **仓储超市的开店成本：**仓储开店一般营业面积在 5000-16000 平米，平均 7000 平米，开店的资本开支 1300 万，一般为租金、装修设备，但是不需要铺货费用，因为经销的商品有帐期，不需要提前付款，销售后结算。
- ✓ **仓储超市只有 15 家自有物业，其他都是租赁，仓储物业租赁的到期不会很集中。**因为之前发展较慢，近五年快速发展，因此都是陆续到期，现在每年约有十几家到期。
- ✓ **仓储超市盈利期一般为 3 年。**基本上开业第一年亏损，第二年持平，第三年盈利。就盈亏平衡点来说，以 1 个 7000 平米的店为例，每

天收入 18 万，基本上就可以持平，略微盈利；

- ✓ **人员工资、水电、租金是费用的主要构成：人员费用占整体费用较高。**以一个 7000 平米的仓储超市为例，要负担 260 人。新劳动法之后基层人员费用每年都在提高，公司员工 2009 年薪酬增幅 24%，因此 2010 年压力较小。武汉市的公司基层员工平均收入 1300 元/人（含三金养老保险）。三线城市整体低于武汉市水平。工商业用电同价政策指导虽然出台，但湖北省暂时没有推动实施，因此 **2010 年的用电费用不会有较大的下降。**

2.4. 重庆地区 2010 年目标减亏

重庆地区 2009 年亏损 2000 万元左右，预计 2010 年仍然亏损，可能减亏。

2010 年 1-4 月份，重庆地区门店同店收入增长 16.4%，进销差 10.93%，而 2009 年同期及 2009 年进销差基本都是 9.5%，提高 1 个百分点左右。但是由于 2009 年在重庆地区只有 5 个亿收入，因此在重庆区域采购的谈判能力较弱，因而进销差低于湖北地区，未来由于收入规模增速不快，可提升的空间也不大。

我们预计 2010 年重庆地区仍在亏损，但是可能减亏，由于采购规模仍然不大，进销差可提升空间较小，因此减亏的动因不充分，预计减亏幅度不大。如果湖北距离重庆较近的物流中心，即恩师配送中心建成，配送物流配合，可以利用湖北地区的采购优势提高进销差，从而实现重庆地区减亏。

重庆 36 家门店，门店数量多，但收入占公司整体收入 4-5%。虽然由仓储超市子公司经营，但平均面积只有 1200 平，在超市分类中划分为食品标超类别。重庆的标超定位是历史原因形成。在重庆地区发展初期希望以大卖场模式发展，开设了 2 家大卖场，但是不很成功。后来借助收购山城增加了门店数量，但是由于山城超市的平均面积较小，整个重庆地区的平均面积降低。

重庆当地的企业主要是以百货+超市业态发展，整体面积都小，辐射半径也小，门店数量多。这种业态发展模式适合当地山城的地理特色。

2.5. 配送物流中心的建设是内涵式增长的驱动力

现阶段配送物流中心都分布在武汉周边，湖北三线城市的配送都是从武汉配送，再分配到四个区域配送中心。其中恩师距离武汉 600 公里；襄樊距离武汉 500 公里；以及之前配股融资的涪水、咸宁物流配送中心——

- ✓ **中百集团咸宁物流配送中心建设项目：**以对全资子公司中百物流配送公司增资的方式，在湖北省咸宁市投资新建中百咸宁物流配送中心，项目总投资 8815 万元。
- ✓ **武汉中百集团涪水物流配送中心建设项目：**以对全资子公司中百物流配送公司增资的方式，在湖北省涪水县投资新建中百涪水物流配送中心，项目总投资 7622 万元。

生鲜配送中心有利于完善生鲜蔬果配送：生鲜的物流配用以往也是供应商来做，但是生鲜的供应商数量少，规模也小。公司成立了全资子公司农产品公司，主要买卖蔬菜水果，租赁了一个粮食仓库，主要负责配送分拣，成为公司的供货商之一。2009 年收入 2.1 个亿，盈利几百万。公司在武汉每天有 300 吨的蔬菜、水果销量，销量较大，因此需要建设生鲜配送中心。

现在在武汉购买了 240 亩地，在做生鲜的物流配送，计划 2010 年内开工，2011 年初投入使用。配送中心的三项任务为：1、蔬菜水果配送；2、低温食品；3、食品加工，包括肉类分割，熟食加工。

图 4：武汉中百四个分配送中心



数据来源：国泰君安证券研究

图 5：武汉地区外门店的物流配送流程



数据来源：国泰君安证券研究

发展物流配送中心获得的效率提升：

- ✓ **在发展初期，配送中心的发展为便民的发展起了很大支撑，**便民布点上主要分布在武汉，配送产品占便民超市经营收入的 52%，其他的生鲜占 20%，香烟等占 12%；
- ✓ **有利于完善总部对于各个门店的配送效率：**原来的仓储超市大卖场，由于货品供给量较大，一般由供应商来做物流，例如家乐福在中国的发展基本都是靠供应商送货，在中国并无配送中心。但是公司在湖北的仓储超市布点越来越密集，配送物流建设出现需求。供应商将仓储分类配货，处于培育期、销售规模相对小的店供应商配送不能完全跟上。因此公司下决心自己做物流配送。采取自有物流中心进行配送，对于提高管理效率有一定优势，所有商品一起配送，对于各个门店的订单一视同仁，提高配送效率。现阶段，仓储收入中常温商品自有配送占总收入的 20%，未来配送比例还有继续提高

空间。

- ✓ **有利于源头采购的商品物流配送：**公司近两年在发展源头采购，此部分产品在便民和大卖场都有销售，更需要配送中心来进行配送。
- ✓ **加强了最后一公里配送，对供应商的谈判力加强，可以向供应商要配送费用。**

区域门店数量的提高，有利于物流配送中心的成本分担：以恩师为例，目前3个店，配送成本压力较大。供应商送到恩师，在经过配送中心分配到各门店。而从一个区域内的配送成本来说，门店数量少，平均的配送成本高，门店数量多，成本降低。

四个分配送中心建设完成，对于分配中心的需求基本满足：以武汉城市圈为中心，经济贡献占高的二三线城市的都在武汉城市圈内，50%的市场份额都集中在圈内。四个物流分配送中心建成后，常温物流基本能满足未来三四年的配送量提高的需求。

2.6. 公司仍注重购物卡消费的延伸

公司现阶段收入中有20%的购物卡消费占比。公司计划将购物卡消费延伸，进一步加强功能。之前可以在超市、百货、家电使用，延伸到可以缴水电等公共费、餐饮企业付款：

- ✓ **水电费代收规模大，但预期扣点少：**在2009年，公司实现代收代付款19个亿，收入规模可观。但是水电费收费的扣点谈判弹性较少。
- ✓ **延伸到餐饮企业消费：**公司计划在购物卡消费范围引入部分餐饮企业，公司给餐饮企业一定返利，公司也赚到差价，并且可以占用现金流。

虽然购物卡在销售的时候有折扣，但是能够锁定顾客。例如找零卡，100的面值，98元售价，虽然折价销售，但是可以减少零钞沉淀，公司各门店总体一般需要准备5000万零钞，找零卡减少这部分现金沉淀。

2.7. 在湖北省内竞争对手：武商量贩及其他外资超市

同属武商集团旗下鄂武商的武商量贩也开店较快，现在和中百开店选址秉承1公里原则，不进行恶性竞争。武商量贩2009年开始用配送中心，之前都是供应商配送。但是由于销售规模存在差距，仓储是量贩的收入一倍，武汉中百的议价能力更强。

表 2：公司超市业务与武汉中百仓储超市业务的对比（2009 年）

公司	门店数量	2009 年收入 万元	前台 毛利率	经营面积 (万平方米)	单店面积 (平米)	平销 (元)
鄂武商	67	382698	10.50%	74.9	11179	11179
武汉中百	139	770268	13.70%	72.57	5221	10614

数据来源：国泰君安证券研究。注：武汉中百的仓储超市总体面积为估算

武汉地区其他国外竞争对手开店速度较慢，短期还对公司构成不了较大威胁。家乐福在武汉8年开6家店，基本每年1家。家乐福等外资企业虽然在中国开店速度加快，但是是将中国看成一个发展区域，主要集中在

在省会城市开店，而且选点、评估、物业等制约开店速度，单个区域开店速度，而且设定了开店条件，制约了门店扩张速度。

3. 百货业务稳健发展

3.1. 百货稳健发展

2009 年，公司百货业务实现营业收入 5.4 亿元，同比增长 8.07%，毛利率 20.57%，上升 0.33 个百分点，百货收入占公司总营业收入的 5.35%。

其中，武汉中百百货有限责任公司营业收入 51953.26 万元，营业利润 1888.69 万元，净利润 1569.54 万元。

公司现阶段有中心百货、青山、江下三家百货店。目前百货门店扩张处于停滞。但是公司具备的百货业态，有助于二三线城市的扩张，例如在二三线城市开设超市门店，但是二三线城市对于床上用品、家电等百货商品也有需求，因此可以发展超市+百货的综合体。

3.2. 出售荆州中百百货股权，2010 年体现投资收益

公司或拟将持有的荆州中百百货商场有限公司（以下简称：荆州中百百货）100% 股权转让给荆州市时尚购物广场有限公司（以下简称：荆州时尚购物广场），转让价款为 3800 万元。双方已于 2010 年 4 月 17 日签订《股权转让合同》，该股权转让于董事会批准生效后实施。

荆州中百百货 2009 年度总资产 4692.80 万元，负债总额 2347.44 万元，股东权益 2345.36 万元，营业收入 2008.72 万元，营业利润为-474.97 万元，净利润-473.97 万元。

荆州中百百货是公司 2006 年 7 月投资 3800 万元设立的全资子公司，同年 12 月商场开业，该商场是公司异地开设的第一家百货网点。开业以来，由于受整体及单层经营面积较小的约束，该商场的经营布局及品牌引进等虽经几次调整，但与当地商圈培育时间较长，规模较大的同业态公司比较，荆州中百百货竞争力改善不明显，经营一直处于亏损状态。近期，根据荆州市人防工程总体部署，商场所处路段开始实施长达 1 年的全封闭人防工程施工。受施工影响，交通阻断，人流骤降，商场经营受到较大冲击。

现该商场以西 3000 平方米占地被荆州市时尚购物广场有限公司征用，根据规划该地块将兴建大型商业网点。由于荆州中百百货商场紧临该地块，荆州市时尚购物广场有限公司多次与中百联系，希望将荆州中百百货商场纳入该地块统一规划建设。

根据上述情况及荆州中百百货开业以来的运营状况，经与荆州市时尚购物广场有限公司商谈，公司决定向荆州市时尚购物广场有限公司出售荆州中百百货全部股权，退出目前因受经营规模和地理位置限制，不能较快实现盈利的该百货网点经营。荆州市时尚购物广场有限公司同时向公司承诺，该商业网点建成后，如公司希望继续经营，有优先租赁权，并在租赁价格上适当优惠。

此次出售荆州中百百货 100% 股份后, 公司将获得股份转让收益约为 1700 万元。如果能在 2010 年确认, 折合 2010 年每股收益增厚 0.02 元。

4. 盈利预测及投资评级

盈利预测假设:

- ✓ 2009 年报披露公司计划新开仓储超市 20 家, 预计实际能开出 15 家, 其中武汉 40%, 湖北二三线 60%; 计划便民开店 60 家; 2011 年保持此开店速度;
- ✓ 假设 2010、2011 年同店收入增速 8%、5%;
- ✓ 出售荆州百货股权确认投资收益 1700 万元;
- ✓ 公司部分投资项目关系民生, 政府每年补贴获得稳定收入: 近两年政府补贴较多, 公司是纳税大户, 政府补贴投资企业, 例如, 建设生鲜物流, 补贴 200 万; 粮食储备、平抑物价等名头。2008 年来, 每年约 1000 万左右补贴。假设 2010 年、2011 年基本每年持续可获得政府补贴。

预计 2010 年、2011 年收入规模为 120 亿元、139 亿元, 增速 19.5%、15.3%。净利润 29355 万元、36501 万元, 增速 38%、24%; 2010 年扣除荆州中百投资收益后主业每股收益 0.41 元, 主业净利润增速 30%; 预期 2010 年、2011 年每股收益为 0.431 元、0.536 元。

预期受益与经济形势好转和 CPI 提升, 2010 年的净利润增速高于 2009 年 25% 的增速。若 2010 年持续通胀, 业绩具有超预期可能。我们看好公司的长期发展前景, 且受益于 CPI 转正带动, 超市行业景气度提高, 维持“增持”评级。按照 2010 年扣除荆州中百投资收益后主业每股收益 0.41 元, 参考 35 倍市盈率, 14.35 元目标价。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		