

武汉中百(000759)调研报告

谨慎推荐

湖北超市龙头，内生增长强劲

首次评级

可选消费/百货

发布时间：2010年6月4日

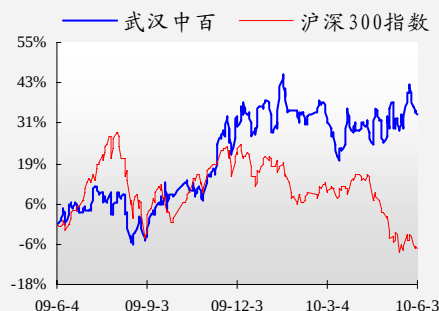
投资要点：

- 武汉中百是湖北省超市龙头企业，2009年，公司门店总数达634家，销售规模位列中国连锁百强第19位。公司主营仓储超市和便民超市分别由相应子公司经营。另外，公司下属物流、农产品等子公司则主要用于对超市主业的配套和支持。
- 中百仓储是公司大卖场的经营主体，截至1季度，公司共有仓储超市145家，其中武汉市55家，湖北省其他城市54家，重庆36家。中百仓储前台毛利率已达到13.6%，盈利能力较强，是公司最重要的收入和利润来源。公司计划每年新开15-20家仓储超市，我们认为这种速度在3-5年内可以持续。
- 公司目前拥有便民超市510家，其中直营店439家，加盟店71家，平均单店面积在400平米左右。公司计划每年新开50-60家便民超市，深入布局湖北省2、3线城市，进一步占领细分市场。
- 短期内公司整合的可能性不大，但武商联的成立和存在依然预示着整合是大势所趋，一旦整合提上日程，若公司能得到武商量贩和中商平价的注入，将使公司区域龙头地位更加稳固，业绩大幅提升，在整合过程中充分受益。
- 我们认为湖北市场在3-5年内仍有一定的扩张空间，公司具备明显的地域优势和规模优势，可以实现稳步的有效扩张；内生增长方面，在通胀背景下，做为以超市为主业的公司将充分受益，且强大的配送体系也使得公司毛利率仍有提升空间，另外公司还通过预算管理进行费用控制，有利于公司业绩的释放。我们预计公司2010年每股收益0.42元，市盈率27.02倍，在超市类上市公司中估值较低，给予谨慎推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	1,009,604	16.73	21,330	24.09	0.38	12.32	29.56	
2010E	1,213,634	20.21	28,354	32.93	0.42	14.54	27.02	
2011E	1,426,101	17.51	36,970	30.39	0.54	16.55	20.72	
2012E	1,673,457	17.34	46,087	24.66	0.68	17.70	16.62	

走势图



市场数据

2010-6-3

收盘价：	11.25 元
52 周最高价：	12.45 元
52 周最低价：	7.78 元
平均持仓成本：	11.20 元

基本数据

2010Q1

总股本（万股）：	68,102
流通 A 股（万股）：	68,102
每股收益（元）：	0.12
每股净资产（元）：	3.52
每股经营现金流（元）：	0.94
市净率：	3.20

分析师：罗旷怡

执业证书编号：S0550108051075

TEL: (8621)6336 7000-250

FAX: (8621)6337 3209

Email: luoky@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

1. 公司概况——湖北超市龙头企业

武汉中百是湖北省超市龙头企业，前身为武汉市中心百货，1998 年起发展超市业务并迅速壮大，2009 年，公司门店总数达 634 家，销售规模位列中国连锁百强第 19 位。公司主营仓储超市和便民超市分别由相应子公司经营，截至 2010 年 1 季度，公司已拥有中百仓储 145 家、中百便民 510 家，网点遍布武汉、湖北其他 2、3 线城市和重庆；百货业务对公司业绩贡献已经较小，目前仅存武汉市的 3 家门店；另外，公司下属物流、农产品等子公司则主要用于对超市主业的配套和支持。

表 1: 公司主要子公司情况

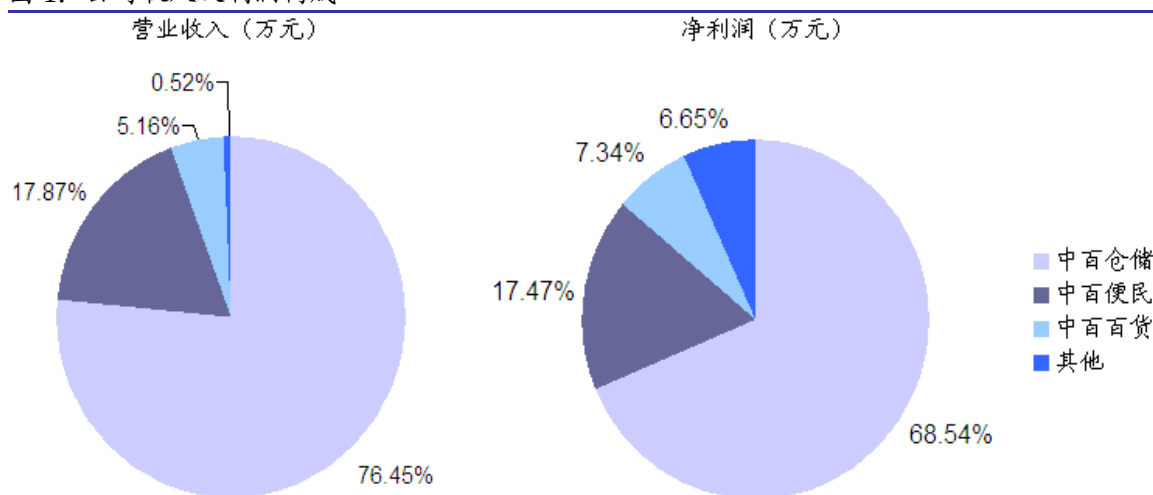
子公司名称	权益比例	备注
武汉中百连锁仓储超市有限公司	100%	超市，网点 145 家，其中重庆 36 家
武汉中百便民超市连锁有限公司	100%	超市，网点 510 家，其中加盟 71 家
武汉中百百货有限责任公司	100%	百货业务，网点 3 家
武汉中百物流配送有限公司	100%	配套支持，物流
武汉中百阳逻生鲜食品加工配送有限公司	100%	配套支持，生鲜加工配送
武汉中百电子商务有限公司	100%	配套支持，电子商务
武汉中百物业管理有限公司	100%	配套支持，物业管理
湖北中汇米业有限公司	60%	配套支持，采购

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2. 超市业务——仓储+便民做透湖北市场

公司主业超市业务共经营两种业态，分别是面积在 6000 平米左右的仓储超市和面积相对较小，200-600 平米不等的便民超市，其中仓储超市是公司最主要的收入和利润来源。

图 1: 公司收入及利润构成



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2.1 中百仓储——公司主要利润来源

中百仓储是公司大卖场的经营主体，截至 1 季度，公司共有仓储超市 145 家，其中武汉市 55 家，湖北省其他城市 54 家，重庆 36 家。

表 2: 中百仓储不同地区门店数量

	2007	2008	2009
中百仓储	104	125	139
新增	19	21	14
武汉	34	45	52
新增	6	11	7
湖北其他	32	44	51
新增	10	12	7
重庆	38	36	36
新增	3	-2	0

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2009 年，中百仓储实现营业收入 77 亿元，净利润 1.47 亿元，分别占公司总额的 76.45% 和 68.54%，前台毛利率已达到 13.6%（公司整体前台毛利率 14.8%，生鲜销售占比 30-40%，前台毛利率在 11% 左右），盈利能力较强，是公司最重要的收入和利润来源。

表 3: 中百仓储盈利情况

	2006	2007	2008	2009
营业收入（万元）	362,153.41	510,596.89	641,239.92	770,268.52
YOY (%)	25.41%	40.99%	25.59%	20.12%
净利润（万元）	6,478.82	9,709.38	13,548.68	14,660.72
净利率 (%)	1.79%	1.90%	2.11%	1.90%

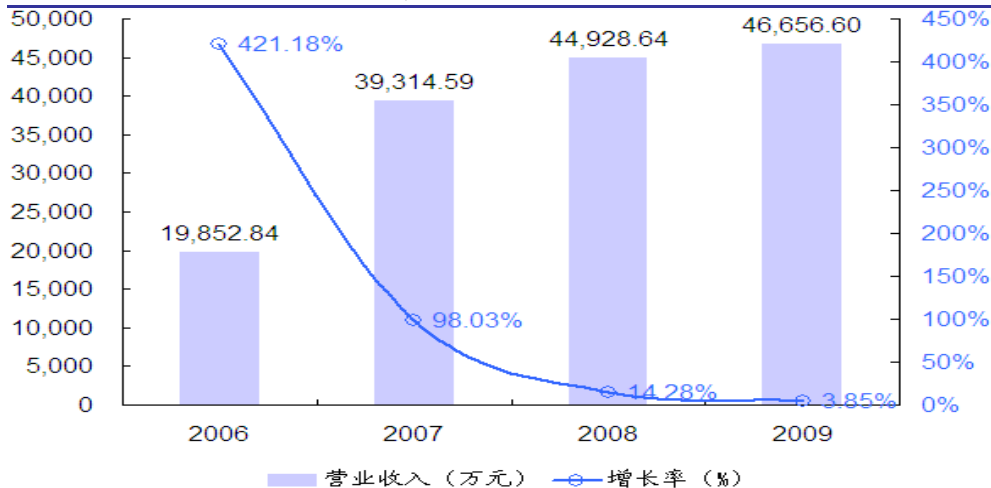
数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

中百仓储的网点布局目前依然以湖北省内为主，公司认为武汉是一个相对饱和的市场，随着经济的发展和城市的扩张，仍有一定的开店空间，但我们认为公司在武汉市内将以内生增长为主；同时公司还将继续向省内 2、3 线城市下沉，湖北省内共有 12 个地级市，24 个县级市，38 个县，2 个自治县，目前公司仅进驻 30 几个，仍有较大的市场容量，且 2、3 线城市中的门店具有平效低、增长快的特点，是公司未来业绩增长的重要保障之一。公司计划每年新开 15-20 家仓储超市，我们认为这种速度在 3-5 年内可以持续。

公司 05 年开始在重庆扩张，06 年通过收购当地山城超市迅速提升了门店数量，目前共有门店 36 家。由于公司在重庆不具备本土优势和规模优势，经销商支持力度较小，目前前台毛利率仅 10% 左右，综合毛利率也只有 12% 左右，盈利能

力较差，始终处于亏损状态，且受收购超市先天条件制约，公司在重庆的门店面积普遍偏小。随着公司对重庆市场的逐步培育，经营情况已经有所好转，预计 2010 年可实现盈亏平衡，公司在恩施筹建的配送中心也将尽量辐射重庆地区以支持重庆门店的发展，恩施配送中心距重庆 400 公里，距武汉 600 公里，主要用于支持恩施地区的扩张支持，由于配送中心在 200 公里以内的辐射范围为最佳，对重庆地区的物流支持程度有限，因此我们认为重庆门店毛利率提升空间不大，但作为成熟门店，营业收入有望实现 10% 左右的增长。

图 2: 重庆地区营业收入及增长率

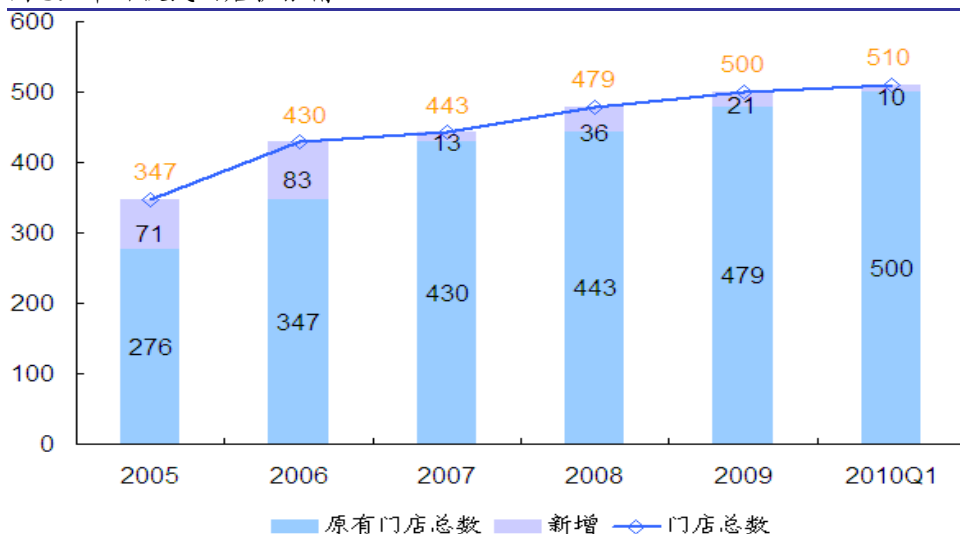


数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2.2 中百便民——占领细分市场

公司目前拥有便民超市 510 家，其中直营店 439 家，加盟店 71 家，平均单店面积在 400 平米左右。中百便民近年来门店扩张较快，但由于面积较小，物业不稳定等原因，每年也有一定数量的调整。公司计划每年新开 50-60 家便民超市，深入布局湖北省 2、3 线城市，进一步占领细分市场。

图 3: 中百便民门店扩张情况



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

由于便民超市单品售价相对较高，其前台毛利率可达 14.2%，高于中百仓储，在经营模式上，中百便民将以自营方式为主，暂时不会大规模发展加盟，尤其是

中心区域不做加盟，这一方面由于公司目前对加盟商的控制力还较差，发展不利容易影响公司整体品牌形象；另一方面，公司在武汉地区的竞争优势非常明显，没有较强的竞争对手，暂不需要通过加盟的方式迅速增加网点数量。2009年，中百便民实现营业收入180099万元，同比增长6.26%，实现净利润3737万元，净利率为2.07%。

表4：中百便民盈利情况

	2006	2007	2008	2009
营业收入（万元）	110,770.33	137,015.84	169,490.89	180,098.61
YOY（%）	16.64%	23.69%	23.70%	6.26%
净利润（万元）	1,790.55	1,727.89	3,436.14	3,736.67
净利率（%）	1.62%	1.26%	2.03%	2.07%

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

2.3 物流——超市业务发展的基础

在配送方面，公司具备相对完备的物流体系，在国内超市中处于领先水平，公司在业务扩张中始终坚持物流先行的地毯式扩张，借鉴了国际连锁超市发展的先进经营理念。目前公司最主要的配送中心为武汉两家常温配送中心，即吴家山配送中心和武汉汉鹏配送中心，面积分别为5万平方米和1万平方米，日配送能力可满足700多家超市的配送服务，很好的覆盖了武汉市及其周边地区。同时公司还在筹建涪水配送中心（近江西、安徽）、恩施配送中心（近重庆）、咸宁配送中心（近湖南）、襄樊配送中心（近湖南），及江夏生鲜物流配送中心，为公司后台先行的扩张模式奠定了基础。

图4：公司配送中心分布及辐射情况



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

公司大力加强配送中心建设的目的是提高自配比例，即尽量减少对经销商的依赖，自行完成最后 1 公里配送，跨过经销商分成，扩大直采比例，从而提高毛利率、提高盈利能力。目前公司仓储超市自配比例为 20%、便民超市为 50%，由于产品结构原因（如：酒类销售依赖经销商、烟草专营），自配率在 50% 左右将遭遇天花板。目前公司直采比例在 4% 左右（公司将直接由供应商供货，毛利率在 30% 以上的商品界定为直采），并计划在 5 年内提高到 10%，直采比例的提升及规模的扩张使得公司超市业务毛利率仍有持续提高的空间。

表 5：超市业务毛利率预测

	2009	2010	2011	2012
直采比例	4%	5%	6.5%	8%
直采毛利率	30%	30%	30%	30%
非直采比例	96%	95%	93.5%	92%
非直采毛利率	17.45%	17.75%	18.05%	18.3%
超市业务毛利率	17.95%	18.36%	18.83%	19.24%

数据来源：东北证券金融与产业研究所

2.4 超市业务小结——基数较大，物流支持内生增长

截至 1 季度，公司超市网点已达 655 家，在湖北省内已有 619 家，基数较大，市场也在逐步饱和，因此外延扩张对公司短期业绩的提升已经不是十分明显，而以物流支持的内生增长将是公司业绩的主要亮点。

竞争方面，目前外资超市在湖北省布点较少，公司的主要竞争对手是武商量贩，但由于二者均属武商集团旗下，并未出现明显的恶性竞争，在网点布局上，武商量贩专注于大卖场，主要集中在市场容量相对较大的二线城市，而公司网点布局则更为深入，形成一定的错位竞争。

表 6：公司情况与武商量贩对比（2009）

	营业收入（万元）	净利润（万元）	门店数（个）	单店收入（万元）	净利率（%）	湖北省网点布局
中百仓储	770269	14661	139	5542	1.9	武汉、湖北 2、3 线城市
中百便民	180099	3737	500	360	2.07	武汉、湖北 2、3 线城市
武商量贩	382698	6891	67	5712	1.8	武汉、湖北 2 线城市

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

扩张方面，公司仍将以湖北市场为主，做深做细，继续向 2、3 线城市布局，计划每年新开 15-20 家仓储超市和 50-60 家便民超市，其中新开仓储超市一般 2 年盈亏平衡，第一年销售收入可达成成熟门店的 70% 左右，便民超市通常当年就能盈利。而在外省扩张方面，由于重庆扩张并不十分成功，在重庆地区盈利之前，公司对外地扩张持谨慎态度，并且对外扩张的思路也进行了一定的调整，从之前的直接进入省会、直辖市转变为以周边 2、3 线城市为主要扩张标的，逐步向中心

城市渗透。

公司几家在建配送中心将陆续于 2010 年和 2011 年投入使用，我们认为自配能力的提高和直采比例的扩大将带来公司毛利率的提高及内部效率的提升，使公司从粗放型逐渐向集约型转变，我们预计公司毛利率每年有 0.5 个百分点左右的提升空间。

4. 百货业务——对公司业绩贡献较小

公司集主要精力与超市的发展，且百货有在未来整合中剥离出公司的预期，公司采取维持现状的战略，目前公司共有 3 家百货，2 家为自有物业、1 家租赁，由子公司武汉中百百货统一经营，09 年共实现营业收入 51953.26 万元，净利润 1569.54 万元，对公司业绩贡献较小。（公司原有 4 家百货，其中荆州百货于 4 月 17 日转让，荆州百货物业自有，面积 8000 平米，09 年亏损 474 万元）。

表 7：公司百货门店基本情况

	位置	开业时间	面积（万㎡）	物业性质	定位
中心百货	武汉市江汉路步行街商圈	1949 年	1.44	自有	中档
江夏百货	武汉市江夏区	2003 年	1.05	租赁	中低档
青山百货	武汉市青山区	1993 年	1	自有	中低档

资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

表 8：中百便民盈利情况

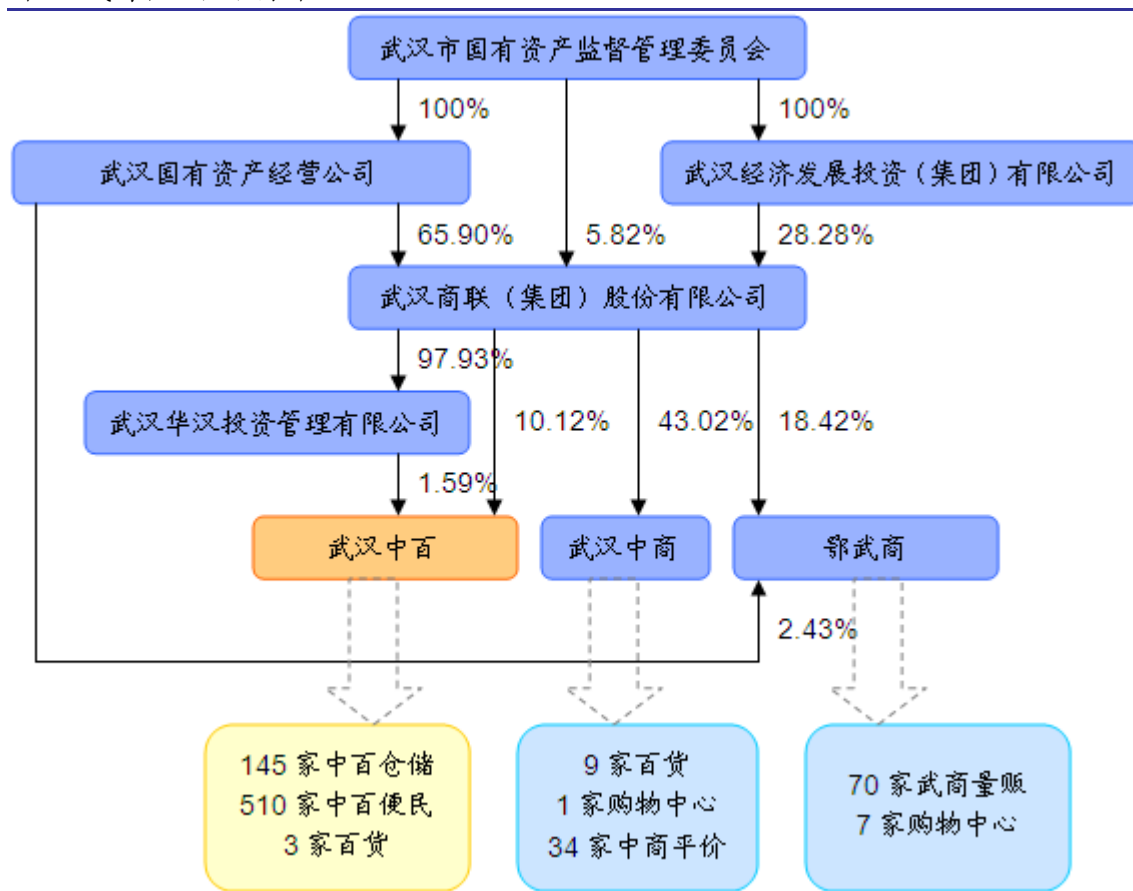
	2006	2007	2008	2009
营业收入（万元）	29,140.27	41,849.44	49,934.17	53,961.98
YOY（%）	18.65%	43.61%	19.32%	8.07%
净利润（万元）	-979.61	1,999.08	2,021.91	1,569.54
净利率（%）	-3.36%	4.78%	4.05%	2.91%

数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

5. 股权结构——整合尚待时日

公司一直存在与武商联旗下其他 2 家公司（鄂武商、武汉中商）的整合预期，但短期内具有以下困难：①武商联对公司和鄂武商的持股比例较低，控制力差；②3 家均为上市公司，整合过程较复杂；③鄂武商百货、超市业务经营均较好，较难整合；④推进整合的领导调离，商联现任领导多为中商系，整合积极性差。虽然短期内公司整合的可能性不大，但武商联的成立和存在依然预示着整合是大势所趋，一旦整合提上日程，若公司能得到武商量贩和中商平价注入，将使公司区域龙头地位更加稳固，业绩大幅提升，在整合过程中充分受益。

图 5: 武商联股权结构图



资料来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们认为湖北市场在 3-5 年内仍有一定的扩张空间, 公司具备明显的地域优势和规模优势, 可以实现稳步的有效扩张; 内生增长方面, 在通胀背景下, 做为以超市为主业的公司将充分受益, 且强大的配送体系也使得公司毛利率仍有提升空间, 另外公司还通过预算管理进行费用控制, 有利于公司业绩的释放。我们预计公司 2010 年每股收益 0.42 元, 市盈率 27.02 倍, 在超市类上市公司中估值较低, 给予谨慎推荐评级。

表 9: 公司利润表预测

	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	1,009,604.03	1,213,633.95	1,426,100.56	1,673,456.57
营业成本	826,378.41	987,176.39	1,152,454.21	1,343,569.19
营业税金及附加	6,538.41	7,524.53	8,841.82	10,375.43
主营业务利润	176,687.21	218,933.03	264,804.53	319,511.95
销售费用	110,240.15	131,315.19	155,730.18	186,088.37
管理费用	37,644.84	45,511.27	54,191.82	65,264.81
财务费用	2,503.21	3,009.08	3,535.87	4,149.16
营业利润	27,396.58	39,097.49	51,346.66	64,009.61
营业外收支净额	2,494.40	282.88	0.00	0.00
利润总额	29,890.99	39,380.37	51,346.66	64,009.61
所得税费用	8,501.50	11,026.50	14,377.06	17,922.69
归属母公司净利润	21,329.76	28,353.86	36,969.59	46,086.92
每股收益(元)	0.38	0.42	0.54	0.68

数据来源: 公司公告, 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。