

公司研究

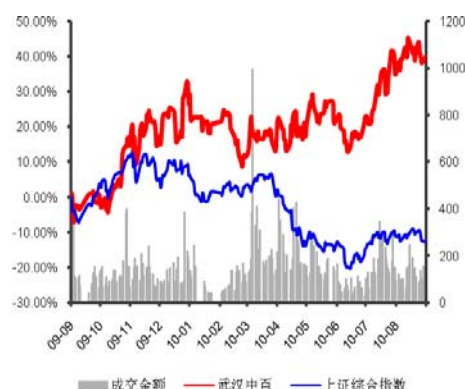
物流先行的区域深耕者

商业零售

2010 年 9 月 29 日

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2010 年 3 月 25 日《区域规划拓宽市场空间，受益通胀业绩稳步提升》

2010 年 8 月 13 日《网点布局提速 生鲜物流加强》

报告作者：

国联证券研究所商业零售小组

组长：朱乐婷

执业证书编号：S0590210040005

联系人：

梁海

电话：0510-82832337

Email: liangh@glsc.com.cn

沈燕

电话：0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

武汉中百（000759）调研简报

事件：2010 年 9 月 16 日，我们对武汉中百进行了实地调研，与公司的证代陈雯女士就公司的经营情况和未来发展规划进行了交流。

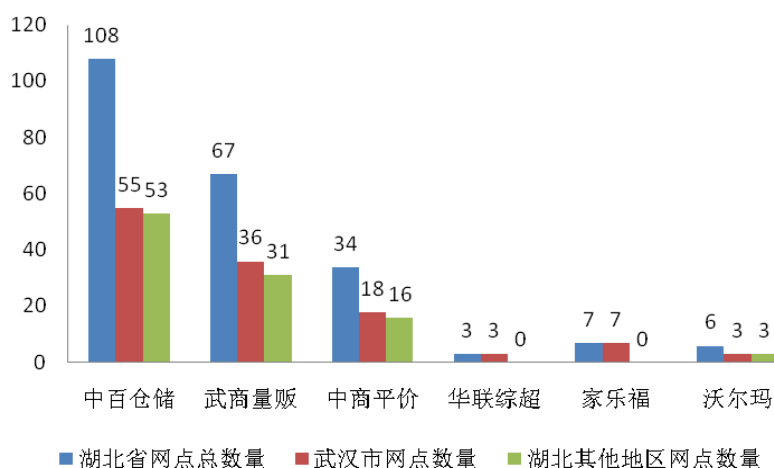
主要观点：

- **深耕区域、稳健扩张的中部超市龙头。**公司是中部地区网点最多、规模最大的超市连锁企业，目前在以武汉为中心的湖北省及重庆市拥有 662 家商业网点。公司计划未来 3-5 年以湖北省内扩张为主，每年新开 15-20 家仓储超市和 60 家便民超市。
- **物流配送+基地直采提升公司内生性增长。**公司目前拥有吴家山和汉鹏、汉阳、阳逻物流配送中心，正新建江夏生鲜物流配送中心及咸宁、浠水、恩施、襄樊四个分配送中心。完备的物流配送体系也为公司大力发展基地直采提供了条件，提升高毛利率的直采商品占比是提高整体毛利率的重要突破口，公司计划 10 年直采占比提高到 5%，五年内提高到 10%。
- **费用控制良好，财务状况改善明显。**近 9 年公司收入、利润的复合增长率达 27%、31%，ROE、净利率、资产周转率等财务指标均呈稳步改善趋势。公司的费用控制能力较强，期间费用率在近年门店快速扩张的同时依然保持稳定，并持续优于行业平均水平。
- **新政策出台，利好公司经营业绩。**9 月 27 日商务部和财政部联合下文，决定在 10 年由中央财政支持湖北、重庆等八省区农产品流通试点项目，并由省级和市级财政提供试点项目投资总额 50% 以内的财政扶持资金。公司在重庆和湖北的物流中心有望成为试点项目，将对公司业绩形成利好。
- **业绩稳健，给予“推荐”评级。**公司 10-12 年的 EPS 为 0.42 元、0.55 元、0.67 元，超市行业估值的历史中值在 35 倍，当前行业估值在 38 倍，对应短期目标价在 15-17 元，给予推荐评级。

一、深耕区域、稳健扩张的区域超市龙头

公司是湖北省的超市龙头企业，目前在湖北省内拥有 108 家仓储超市和 513 家便民超市，其中仅中百仓储的 108 家网点数量就远超省内的其他内资和外资零售商。湖北省 12 个地级市和 63 个县城，公司已经进入 40 个地区，未来 3-5 年内将以每年 15-20 家大卖场对湖北省内进行网络加密，在网络的规模优势方面远超竞争对手。

图 1: 公司的网点在湖北省内优势明显



数据来源：国联证券研究所整理

在渠道下沉方面，公司计划在二三线城市将更多考虑面积在 10000 平米左右的“电器+百货+超市”的业态组合形式，上半年公司专门成立商业网点公司，为仓储公司开店选择合适的网点、开发物业，以缩短仓储超市开店时间。

公司近年增长势头较好，在全国连锁百强中排名从 01 年 37 名一直上升到 09 年的 19 名，在销售规模和增幅上都远超湖北省内的武商量贩和武汉中商。

二、物流配送+基地直采提升内生性增长

公司一直非常重视物流系统的建设，目前公司拥有吴家山和汉鹏常温物流配送中心、汉阳冷链配送中心、阳逻生鲜配送中心，其中吴家山和汉鹏能满足武汉市内大卖场 22%、便民超市 50% 的配送量，武汉市外大卖场 30% 的配送量。汉阳冷链配送中心为公司 500 多家超市门店配送冷冻食品，阳逻生鲜配送中心主要从事豆制品加工及为公司门店配送豆制品。

表 1: 武汉中百已有配送中心情况

配送中心	类型	规模	功能介绍
吴家山配送中心	常温配送	库容 3.5 万平米	日配送能力可满足 600 余家超市门店的配送需求，配送中心有 100 台车可同时配送
汉阳冷配中心	冷配	1.2 万吨冷配容量	为 500 余家超市门店提供冷冻食品配送服务
中百阳逻生鲜中心	生鲜配送	3000 平米蔬果配送面积	为公司门店配套生产豆制品、塑料袋及塑料托盘
武汉汉鹏配送中心	常温配送	180 亩，建面 3 万平米	配送能力和规模可支持 120 家门店配送需求

数据来源：国联证券研究所整理

为了满足公司门店快速扩张对商品的配送以及生鲜产品的配送效率提出的更高要求，公司新建江夏生鲜物流配送中心和咸宁、恩施、浠水、襄樊四个分配送中心。其中江夏生鲜配送中心规划有蔬果配送中心、冷链物流中心、生鲜和食品加工中心，四个分配送中心的辐射半径为 100-150 公里，公司计划根据覆盖地区门店配送需求分期来做，一期覆盖约 20 家大卖场，随着公司向周边省份扩张将会逐步扩建。

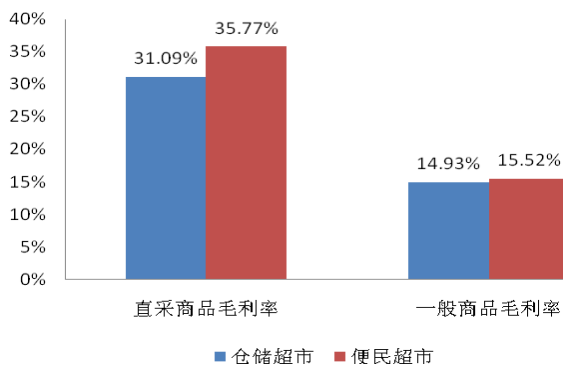
表 2: 武汉中百新建配送中心情况

配送中心	类型	规模	功能介绍
江夏生鲜配送中心	冷配	240 亩	一期：水果类最大配送量可达 350 吨/天，蔬菜类最大配送量可达 470 吨/天；二期：冷链物流中心建筑面积 12,000 平方米，项目建成后总库
	常温配送	建面 90740 平米	容量 8000 余吨；三期：生鲜和食品加工建筑面积 33750 平米
浠水配送中心	常温配送	年配送能力 1900 万件，商品仓储面积 15000 平米，配送覆盖半径 100-150 公里	
恩施配送中心	常温配送	商品仓储面积 1-2 万平米，配送覆盖半径 100-150 公里	
咸宁配送中心	常温配送	年配送能力约 2000 万件，商品仓储面积 19070 平米，配送覆盖半径 100-150 公里	
襄樊配送中心	常温配送	商品仓储面积 1-2 万平米，配送覆盖半径 100-150 公里	
重庆物流中心	常温配送	占地 53675 平方米，投资 1.2 亿元，覆盖整个重庆市，将成为西南地区超市行业最大的集分拣、加工、仓储、运输、交易、配送、物流服务于一体大型现代化物流基地之一	

数据来源：国联证券研究所整理

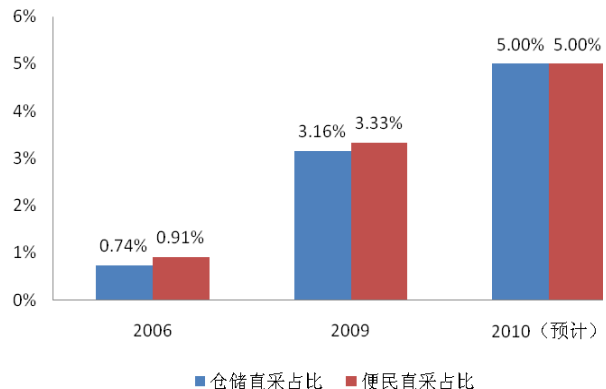
公司近年将提升直采商品占比作为提高整体毛利率的重要突破口，并将直采占比作为一项考核指标下达到各个门店，由店长带队作为重点业务在抓。公司直采业务发展非常迅速，仓储超市和便民超市的直采占比从 06 年 0.74% 和 0.91% 快速上升到 09 年的 3.16% 和 3.33%。

图 2: 直采商品毛利率较高



数据来源: 国联证券研究所 公司公告

图 3: 直采销售占比快速提升



数据来源: 国联证券研究所 公司公告

直采商品主要是非食品, 直采占比达非食品销售的 30%-40%, 非食的毛利率在 18%-20%, 上半年直采比例达 4%, 预计能完成 10 年直采比例达到 5% 的目标, 未来 5 年内直采比例提高到 10%, 届时公司整体毛利率将得到较大提升。

三、费用控制良好, 财务状况改善明显

公司的经营稳健且成长性较好, 收入和利润都保持稳步的增长态势, 05 年以来收入和利润的增速均高于行业平均水平, 公司的盈利能力、运营能力、偿债能力近年均呈稳步改善的趋势, 其中公司的净资产收益率、净利率、总资产收益率首次超过行业平均水平, 说明公司的资产利用效率和盈利能力在不断提高。值得注意的是, 公司在保持快速扩张的同时依然能很好地控制费用, 期间费用率与行业平均水平的差距从 05 年的 1.26 个百分点扩大到 09 年的 2.53 个百分点。

公司的期间费用主要是租金、水电、人员工资、财务费用等, 公司大多数门店都是租赁, 一般大卖场租期 15-20 年, 租金 5 年有一定增幅, 便民店租期 5-7 年, 租金总体来说比较稳定; 人员工资每年 10% 左右的增幅对费用控制有一定压力, 但是公司人员管理较严格, 由总部控制门店岗位人数, 杜绝人员臃肿情况; 在财务方面, 通过开票据 (承兑汇票) 来减轻现金压力。门店费用有严格的审批流程, 门店通用的或大型物品都由总部统一采购、配送, 以减少费用开支。公司良好的费用控制能力将带来更高的净利率水平。

四、新政策出台, 利好公司经营业绩

根据商务部、财政部于 9 月 27 日下发的《关于农产品现代流通综合试点指导意见的通知》, 决定在 2010 年由中央财政支持河北、辽宁、浙江、山东、

河南、湖北、重庆、新疆等地开展农产品现代流通综合试点工作，省级和市级财政将对农产品现代流通试点项目安排资金支持，财政扶持资金不超过项目投资总额的 50%。公司在湖北、重庆的物流配送中心有望成为试点项目，虽然具体的扶持方案未定，预期将对公司的业绩形成利好。

五、多管齐下助力重庆市场业绩“翻身仗”

为了重振重庆市场的经营，公司向重庆派出一支管理团队，并于 9 月 9 日正式开建重庆的物流中心，预计该物流中心将于 11 年 12 月投入使用，届时将成为西南地区超市行业最大的集分拣、加工、仓储、运输、交易、配送、物流服务于一体大型现代化物流基地之一。公司计划依托物流中心打造 1000 平米左右的生鲜加强型超市，通过“产地直采+冷链自配”来加强生鲜经营，提高生鲜的经营效率和毛利率。

物流中心建好后，公司将加快在重庆的开店速度，通过门店网络的加密形成规模效应，以降低物流成本和采购成本，提升公司的盈利能力。

六、盈利预测及投资评级

据测算，公司 2010-2012 年的每股收益为 0.42 元、0.55 元、0.67 元，超市行业市盈率的历史中值在 35 倍，当前超市行业的市盈率在 38 倍，对应短期目标价位在 15-17 元，给予“推荐”评级。

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	761	1118	1652	2287	营业收入	10096	12262	14998	18478
应收款项	116	84	103	127	营业成本	8264	9967	12123	14893
存货净额	1111	1351	1645	2024	营业税金及附加	65	76	93	115
其他流动资产	257	245	300	370	销售费用	1102	1359	1671	2097
流动资产合计	2244	2799	3700	4807	管理费用	376	482	593	745
固定资产	1690	1932	2067	2179	财务费用	25	1	1	(5)
无形资产及其他	239	229	220	210	投资收益	12	18	0	0
投资性房地产	430	430	430	430	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	39	39	39	39	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	4642	5429	6455	7665	营业利润	274	395	518	633
短期借款及交易性金融负债	343	475	580	690	营业外净收支	25	0	0	0
应付款项	1667	1891	2303	2834	利润总额	299	395	518	633
其他流动负债	829	1017	1241	1532	所得税费用	85	111	145	177
流动负债合计	2839	3384	4124	5055	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	67	167	267	317	归属于母公司净利润	213	284	372	455
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	67	167	267	317	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	2906	3551	4391	5373	净利润	213	284	372	455
少数股东权益	17	17	18	19	资产减值准备	(2)	77	6	5
股东权益	1719	1861	2047	2274	折旧摊销	124	191	219	243
负债和股东权益总计	4642	5429	6455	7665	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	25	1	1	(5)
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	营运资本变动	148	292	274	354
每股收益	0.38	0.42	0.55	0.67	其它	2	(76)	(6)	(4)
每股红利	0.14	0.21	0.27	0.33	经营活动现金流	487	767	865	1052
每股净资产	3.07	2.73	3.01	3.34	资本开支	(166)	(500)	(350)	(350)
ROIC	10%	14%	21%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	15%	18%	20%	投资活动现金流	(106)	(500)	(350)	(350)
毛利率	18%	19%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%	负债净变化	(172)	100	100	50
EBITDA Margin	4%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(80)	(142)	(186)	(227)
收入增长	17%	21%	22%	23%	其它融资现金流	248	132	105	110
净利润增长率	24%	33%	31%	22%	融资活动现金流	(256)	90	19	(67)
资产负债率	63%	66%	68%	70%	现金净变动	124	358	534	635
息率	1.1%	1.9%	2.6%	3.1%	货币资金的期初余额	636	761	1118	1652
P/E	34.2	31.2	23.8	19.5	货币资金的期末余额	761	1118	1652	2287
P/B	4.2	4.8	4.3	3.9	企业自由现金流	312	255	516	699
EV/EBITDA	24.7	21.8	18.0	16.3	权益自由现金流	388	487	720	863

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。