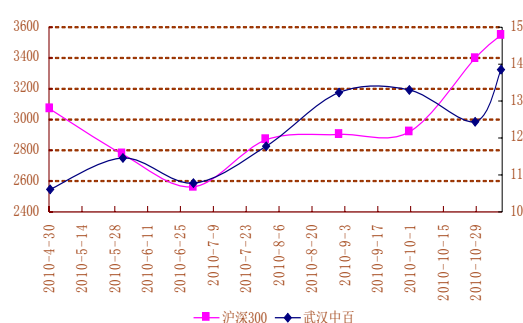




武汉中百(000759)：武汉中百门店有序扩张，抢占省内战略空间

——重庆地区今年减亏，募集资金项目锦上添花

近半年该股相对沪深 300 走势



● 内容提要

评级： 推荐

- 1, 超市业务是公司的主营业务，2009年该业务占公司销售收入 94.13%。截止2010.09，公司营业网点达到 667 家。募集资金将投资 19家仓储超市和80家便民超市，进一步增强公司在这块业务上的统治力；
- 2, 百货业务是公司新进入的商业领域，现在武汉拥有4家百货商场，合计4.6万平米。公司的百货业务定位在中低端市场，市场竞争环境激烈，毛利率很难有提升空间
- 3, 我们认为，公司今年的收入增长率将在21%，销售额达到122.5亿元。随着公司进一步的外延扩张和重庆地区35家仓储超市的加强经营，我们预计2012年的销售收入将达到180亿元，较2010年增长47%。同时，2010-2012年公司EPS将分别达到0.4元、0.52元、0.74元（三年的复合增长率将达到36%），对应的2010-2012年的PE分别为34.63X、26.63X和18.72X，给予“推荐”评级。

基础数据

总股本（百万股）	681
实际流通 A 股（百万股）	680
实际流通 A 股市值（亿元）	94.32

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 周 飞

电 话 (025)83367888-3305

M S N Zhou991985@hotmail.com

1、超市业省内跑马圈地，物流配送基地建设夯实扩张基础，业绩高增长值得期待

截止 2010.09，公司营业网点达到 667 家。其中，中百仓储超市 147 家（武汉城区 57 家；湖北省内 55 家；重庆市 35 家）；中百便民超市 516 家（加盟店 63 家）；百货店 4 家。门店增长是公司销售收入增长的重要驱动因素之一，公司通过门店扩张实现战略空间的布局。门店的密集布局是组织公司在市场竞争的利器，也是公司购物卡和团购卡业务得以施行的前提。我们预计公司全年仓储超市将达到 150 家，便民超市达到 520 家。其中，湖北地区 115 家，重庆地区 35 家。在网络布局不断完善下，购物卡和团购卡销售即可达 12 亿元，占公司超市销售收入的 10%。经我们测算，预计 2010-2012 年公司超市业务的销售收入分别达到 116 亿元、128 亿元和 145 亿元。

图 1：超市不断扩张

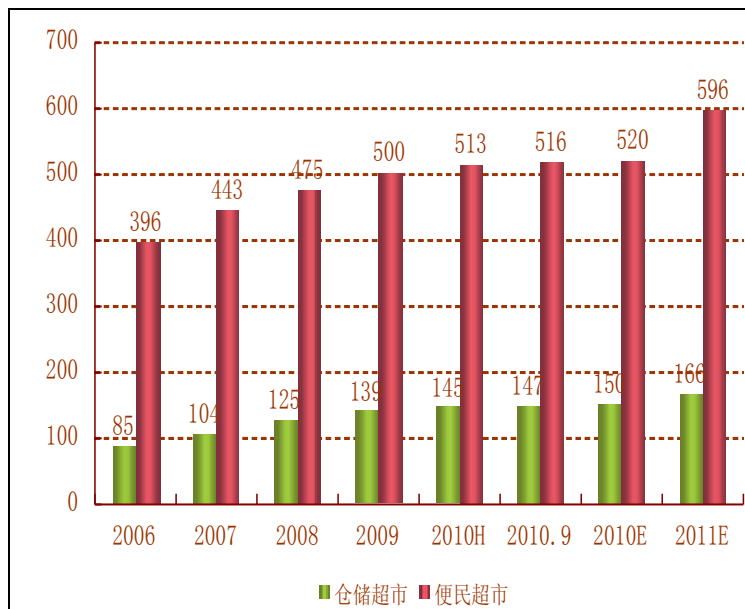
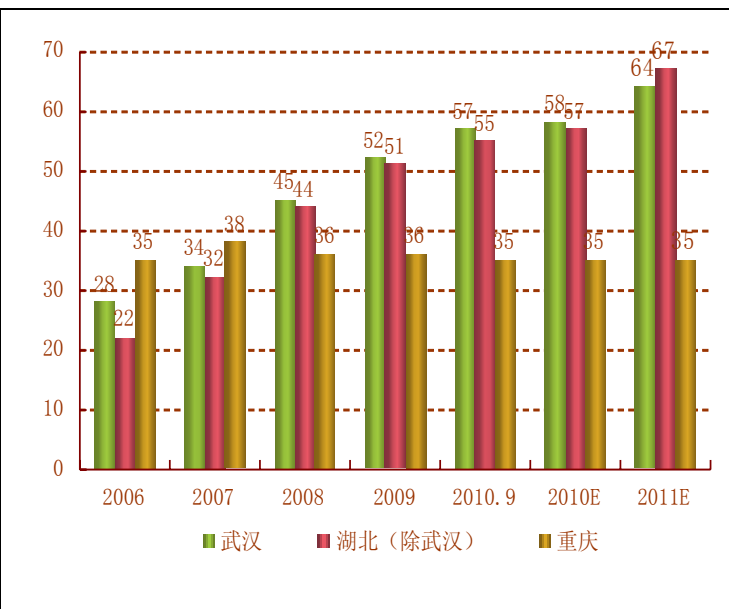


图 2：湖北仍为公司主要战略空间

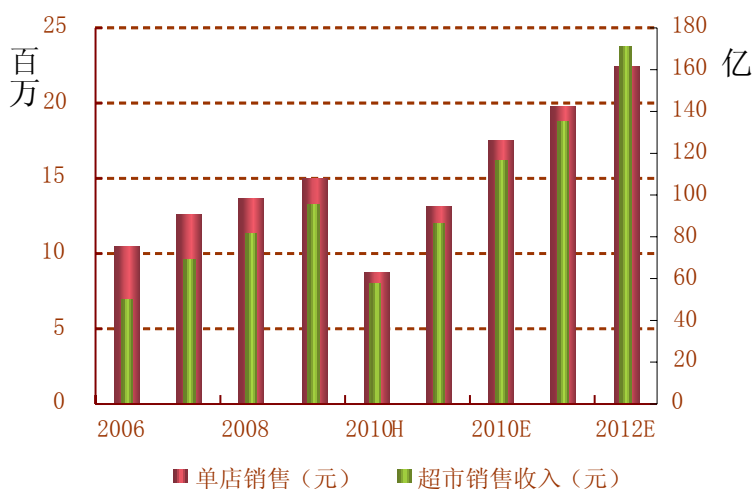


数据来源：公司报告、南京证券研究所

我们对公司超市业务销售增长判断的事件除了门店扩张以外，还有以下三点：

（1）公司在逐步打造物流配送中心以支持庞大的门店网络。公司今年增发募集资金建设咸宁和浠水两个配送中心，覆盖 300 公里的市场区域。同时也是对原有的汉口中心百物流干货配送中心（3 万平米）、科德冷配中心、恩施干货配送中心、襄樊干货配送中心的战略补充。区域上的战略布局既节省配送时间，提高配送效率又是公司进一步外延扩张的基础；（2）连锁人才队伍的建设。公司与湖北经济学院等高校联合培养专业连锁人才，每年为公司输送大量专业人才；（3）重庆 35 家仓储超市今年实现减亏，预计 2012 年后实现盈亏平衡。2009 年 36 家重庆地区的仓储超市亏损 2500 元。今年，公司调整重庆地区的管理层，并增加区域物流配送力度，提高商品配送的到购率。

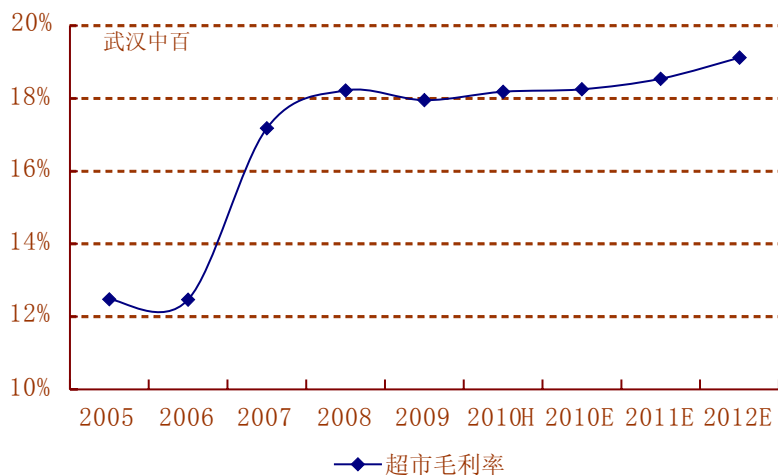
图 3：超市业务收入预测



数据来源：南京证券研究所

同时，我们认为公司在规模扩张的同时，总部的统一采购模式和直采模式有利于采购成本的控制，进而逐渐地提高毛利率水平。目前直采占公司采购仅 4%，而这一块业务的毛利率高达 30%+。

图 4：超市毛利率还有提升空间



数据来源：南京证券研究所

2、百货业定位中下端面临同业竞争，短期内难有出彩表现

百货业进入较晚，短期内面临激烈的同业竞争。公司目前拥有 4 家百货商场，合计 4.6 万平米。由于其商品定位是中低端，与区域内的商业百货属于同质竞争，因此

我们并不乐观看待公司这一块业务的增长潜力。

我们预计 2010 年百货业销售收入将达到 6.2 亿元左右，同比增长 15%。随着 2011 年武家山百货投入运营，公司这块业务将有一定程度的增长（20%-25%）。

表 1：百货店概况

	百货店	营业面积（万平米）	租赁	自有
1	中心百货	1.5		是
2	青山百货	1.1		是
3	江夏中心百货	1	是	
4	监利中心百货	1	是	
5	武家山	0.8	是	

数据来源：南京证券研究所

另一方面，我们根据公司的实地调研和历史财务数据，我们认为 2010 全年的百货毛利率将为 20.65% 左右，并且在未来两年维持窄带震荡的表现。

图 5：百货收入稳定增长

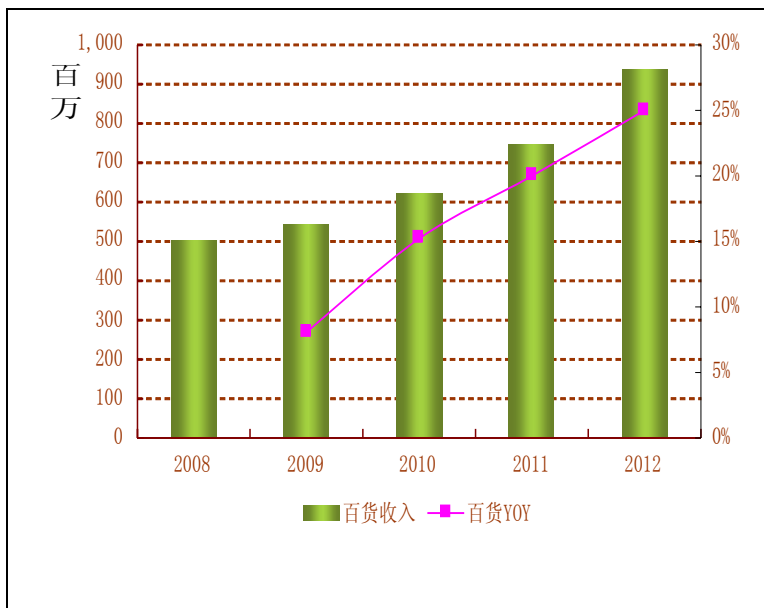
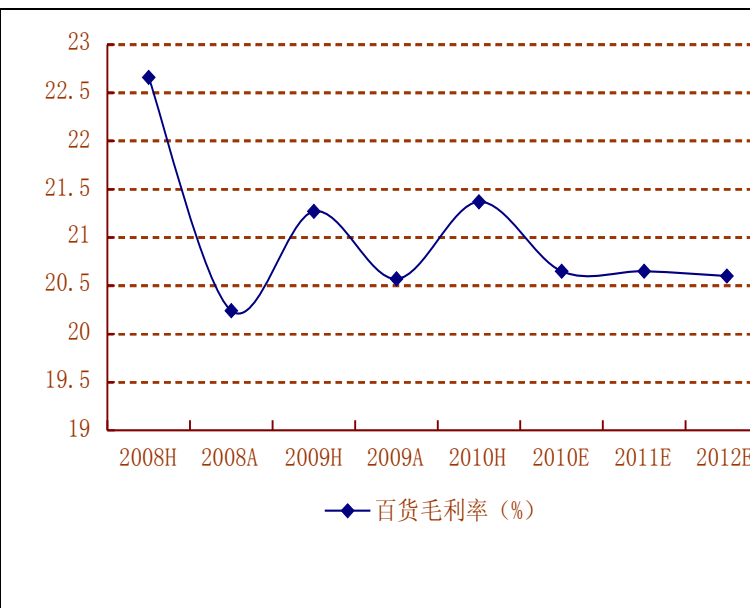


图 6：百货毛利率短期内难有提升空间



数据来源：南京证券研究所

3, 我们认为，公司今年的收入增长率将在 21%，销售额达到 122.5 亿元。随着公司进一步的外延扩张和重庆地区 35 家仓储超市的加强经营，我们预计 2012 年的销售收入将达到 180 亿元，较 2010 年增长 47%。同时，2010-2012 年公司 EPS 将分别达到 0.4 元、0.52 元、0.74 元（三年的复合增长率将达到 36%），对应的 2010-2012 年的 PE 分别为 34.63X、26.63X 和 18.72X，给予“推荐”评级。

表 2：利润预测

	2009 年报	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(元)	10,096,040,313.24	12,253,780,443.7	14,267,443,812.2	17,994,194,854.7
二、营业总成本(元)	9,834,205,248.91	11,917,079,285.91	13,827,486,649.94	17,341,003,625.27
营业成本(元)	8,263,784,144.41	10,002,543,428.49	11,606,516,930.51	14,539,901,870.55
营业税金及附加(元)	65,384,111.34	78,380,981.66	92,866,788.53	117,124,210.21
销售费用(元)	1,102,401,458.28	1,321,611,364.99	1,523,825,832.35	1,921,859,256.14
管理费用(元)	376,448,439.20	470,326,849.24	540,373,877.50	681,523,121.74
财务费用(元)	25,032,075.87	42,501,916.82	59,856,523.03	75,491,444.23
资产减值损失(元)	1,155,019.81	1,714,744.71	4,046,698.02	5,103,722.40
投资净收益(元)	12,130,769.65	26,523,344.49	26,523,344.49	26,523,344.49
四、营业利润(元)	273,965,833.98	363,224,502.28	466,480,506.71	679,714,573.90
加：营业外收入(元)	26,762,822.32	24,092,106.47	24,092,106.47	24,092,106.47
减：营业外支出(元)	1,818,787.11	5,873,661.29	5,873,661.29	5,873,661.29
五、利润总额(元)	298,909,869.19	381,442,947.46	484,698,951.88	697,933,019.07
减：所得税(元)	85,015,041.25	106,773,192.22	133,327,058.46	191,981,757.07
六、净利润(元)	213,894,827.94	274,669,755.24	351,371,893.42	505,951,262.00
减：少数股东损益(元)	597,220.38	(452,481.27)	0	0.00
归属于母公司所有者的净利润(元)	213,297,607.56	275,122,236.50	351,371,893.42	505,951,262.00
七、每股收益：	0.38	0.40	0.52	0.74

数据来源：南京证券研究所

表 3：估值研究

	P	EPS			PE		
	2010.11.08	2010	2011	2012	2010	2011	2012
武汉中商	12.56	0.34	0.41	0.45	36.94	30.63	27.91
武汉中百	13.85	0.40	0.52	0.74	34.63	26.63	18.72
鄂武商 A	20.87	0.61	0.71	0.98	34.21	29.39	21.30
汉商集团	9.64	0.06	0.08	0.20	160.67	120.50	48.20

数据来源：南京证券研究所



南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%--20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。