

2011-01-10
批发和零售贸易

武汉中百 000759-SZ

性价比最高的 A 股超市公司

- ◇ 调研地点: 武汉
- ◇ 拜访对象: 武汉中百证券事务代表陈雯

◆仓储业务以后台物流中心为契机发展:

2010 年公司仓储业务开店速度平稳发展, 我们预计全年净开店数量应与 2009 年相当 (15 家左右)。由于今年仓储门店新增单店面积较小, 平均一家 3000-4000 平米, 因此我们对仓储业务的营业收入略作下调。重庆地区目前已启动单独的物流中心, 预计一期在 2011 年 8-9 月份投入使用, 相信随着物流中心的投入使用, 目前重庆地区到货率较低, 商品断档的问题将有所缓解, 未来重庆门店扩张速度也将有突破性发展, 预计全年重庆地区仍将亏损近 2000 万。

◆便民业务看点在 24 小时便利店业务推广:

便民超市业务目前仍局限于武汉市内, 预计全年净增门店在 30-40 家左右。2010 年便民业务的创新是将部分门店改造成“HB”标识的好帮便利店, 我们认为该业务发展空间较大, 随着四个物流中心的建成, 便民超市业务或在未来逐渐下沉至省内其他城市。由于加盟店形式管理较为困难, 预计未来便利业务仍然以直营店为主, 调整 2010-2012 年每年新增门店 35 家预测, 并假定便民业务营业增速在 15% 左右 (之前为 18% 的预测)。

◆百货业务发展方向是混业态经营:

公司在百货业态上提出了“二次创业”的口号, 未来希望通过“小摩尔城”模式下下沉二三线城市发展。而小摩尔经营面积较小 (平均 1.8-2 万平米), 物业采用租赁方式, 更适合在二三线城市进行百货门店连锁扩张。截至 2010 年底, 公司拥有 5 家百货门店 (最新一家为吴家山门店, 面积约 1.2 万平米)。我们认为武汉中百发展百货业务的思路较为成熟, 未来“百货+超市+家电”混业经营是开拓二、三线城市较为便捷的外延扩张模式, 预计全年百货业务的营业收入增速在两位数以上。

◆盈利预测与投资评级:

我们调整公司 2010-12 年 EPS 分别至 0.42/0.53/0.67 元的预测 (11/12 年各下调 0.01 元, 主要考虑到人工成本压力近两年仍然较重), 以 2009 年为基期未来三年 CAGR28.8%, 六个月目标价 15.32 元, 对应 2011 年主营业务 30 倍市盈率, 维持“买入”评级。我们认为武汉中百在 A 股中估值较低, 但历史净利润增速波动性小, 近三年维持 30% 左右增速, PEG 也在同行中处于较低位置, 性价比方面具有较大的优势。此外我们认为 2011-12 年武汉中百物流体系将完成“点面式”向“网状式”跨越的阶段性发展, 有利于公司未来渠道省外扩张和外延布局, 建议投资者在 11 元以下积极配置。

◆风险分析:

公司开店速度低于预期, CPI 迅速回落导致超市营业收入低于预期增长。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	8,649	10,096	12,073	14,668	17,511
营业收入增长率	24.28%	16.73%	19.59%	21.49%	19.38%
净利润 (百万元)	172	213	283	361	456
净利润增长率	36.62%	24.09%	32.56%	27.67%	26.28%
EPS (元)	0.25	0.31	0.42	0.53	0.67
ROE (归属母公司)	10.99%	12.41%	14.53%	16.25%	17.74%
P/E	50	40	31	24	19
P/B	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	20	18	18	14	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	12.68 元
目标价格	15.32 元
目标期限	6 个月

分析师:

唐佳睿 (执业证书编号: S0930510120009)

021-22169161

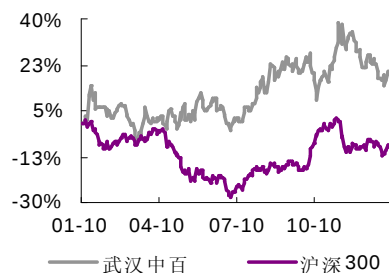
tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	681
总市值(百万元)	8,635
流通比例(%)	99.91%
12 个月最高/最低 (元)	15.55/10.01
近 3 月日均成交量(百万股)	14.17

主要股东 武汉商联 (集团)股份有限公司

股价表现 (12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.74	-11.25	26.85
绝对收益	-2.91	-7.23	17.84

相关报告:

业绩符合预期, 看好未来后台供应链整合——武汉中百 2010 年 3 季报简评
..... 2010-10-25
业绩符合预期, 重回盈利增速快车道——1H2009 武汉中百中报点评
..... 2010-08-13
经营稳健的区域渗透扩张型超市
..... 2010-07-13

图表 1：武汉中百估值 vs. 净利润增速具有较好性价比

A 股超市估值、PEG、历史净利润增速比较（2011/01/09 更新）

证券代码	证券简称	2011 市盈率	PEG 值	2008 净利润增速%	2009 净利润增速%	3Q2010 净利润增速%
600827.SH	友谊股份	8.12	0.74	-54.36	27.10	28.04
000759.SZ	武汉中百	24.34	0.87	36.62	24.09	28.02
600361.SH	华联综超	34.68	0.57	-42.10	-48.06	0.68
002251.SZ	步步高	29.49	1.10	31.67	1.45	0.93
002264.SZ	新华都	28.54	0.57	-11.71	6.54	17.06
002336.SZ	人人乐	28.00	0.95	5.46	-0.72	-3.04
601933.SH	永辉超市	54.58	1.03	64.62	18.99	N.A.

资料来源：Wind、光大证券研究所

图表 2：武汉中百收支预测拆分

2010-2012 年武汉中百主营、其他业务收支拆分（2011/01/09 更新）

单位：万元	2010E	2011E	2012E
营业收入	1207348.9	1466845.1	1751075.7
营业收入增速%	19.59%	21.49%	19.38%
营业成本	985154.06	1193165.53	1421463.84
毛利率%	18.40%	18.66%	18.82%
总门店数	694	751	810
单店收入	1739.70	1953.19	2161.82
主营收入	1133661.0	1376027.3	1641120.6
主营收入增速%	19.60%	21.38%	19.27%
主营成本	983680.3	1191349.2	1419264.7
主营毛利率	13.23%	13.42%	13.52%
其他业务收入	73688.0	90817.8	109955.1
其他业务收入增速%	19.34%	23.25%	21.07%
其他业务占主营比%	6.50%	6.60%	6.70%
其他业务成本	1473.8	1816.4	2199.1
其他业务毛利率%	98.00%	98.00%	98.00%
主营业务拆分			
仓储超市业务			
营业收入	934129.34	1134505.52	1355658.49
占主营收入%	82.40%	82.45%	82.61%
收入增速%	21.3%	21.5%	19.5%
成本	763183.67	925756.51	1105539.50
毛利率%	18.30%	18.40%	18.45%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
直采业务	35496.91	49918.24	67782.92
直采比例	3.80%	4.40%	5.00%
门店数	154	175	197

净增门店	15	21	22
单店销售收入	6065.77	6482.89	6881.52
单店销售收入增速%	9.46%	6.88%	6.15%
湖北部分	882806.64	1077024.10	1292428.92
湖北销售增速%	22.0%	22%	20.0%
门店数	119	139	159
净增门店	16	20	20
单店销售收入	7418.54	7748.37	8128.48
单店收入增速%	5.60%	4.45%	4.91%
重庆部分	51322.70	57481.42	63229.57
重庆销售增速%	10.0%	12%	10.0%
门店数	35	36	38
净增门店	-1	1	2
单店销售收入	1466.36	1596.71	1663.94
单店收入增速%	13.14%	8.89%	4.21%
便民超市业务			
营业收入	207113.85	248536.62	293273.21
占主营收入%	18.27%	18.06%	17.87%
收入增速%	15.0%	20.0%	18.0%
成本	165069.74	197835.15	233152.20
毛利率%	20.30%	20.40%	20.50%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
门店数	535	570	605
净增门店	35	35	35
单店销售收入	387.13	436.03	484.75
单店销售收入增速%	7.48%	12.63%	11.17%
百货业务			
营业收入	60437.44	75546.80	90656.16
占主营收入%	5.33%	5.49%	5.52%
收入增速%	12.00%	25.00%	20.00%
成本	47926.89	59757.52	71573.04
毛利率%	20.70%	20.90%	21.05%
权益%	100.00%	100.00%	100.00%
经营面积 万平米	5.34	9.34	13.34
门店数	5	6	8
单店销售收入	12087.49	12591.13	11332.02
单店销售收入增速%	-10.40%	4.17%	-10.00%
单位面积坪效 元/平米	11317.87	8088.52	6795.81

资料来源：光大证券研究所

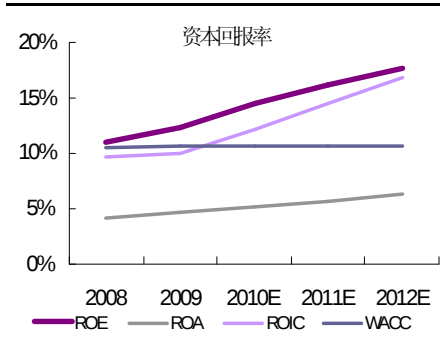
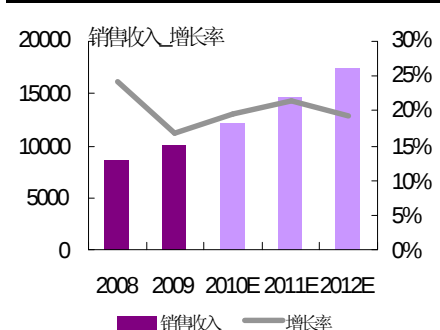
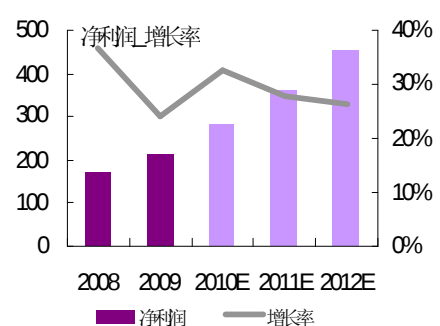
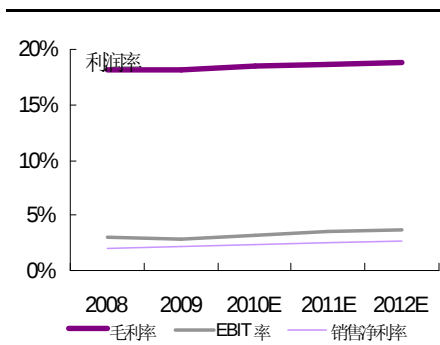
图表 3：武汉中百百货业务情况

2010 年武汉中百门店情况（2011 年 1 月 9 日更新）

门店	位置	开业时间	面积（万平方米）	物业性质	商品定位
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
监利百货	监利市	2010 年	0.65	租赁	中低档
吴家山店	武汉吴家山	2010 年	1.2	自有	中低档

资料来源：公司调研、光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,649	10,096	12,073	14,668	17,511
营业成本	7,073	8,264	9,851	11,932	14,215
折旧和摊销	107	118	117	133	150
营业税费	54	65	78	95	114
销售费用	920	1,102	1,304	1,577	1,882
管理费用	337	376	447	543	639
财务费用	40	25	30	38	42
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-12	12	17	0	0
营业利润	210	274	379	481	616
利润总额	240	299	394	496	626
少数股东损益	0	1	1	1	1
归属母公司净利润	171.89	213.30	282.74	360.98	455.85

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,147	4,642	5,403	6,326	7,237
流动资产	1,867	2,244	2,620	3,176	3,787
货币资金	636	761	906	1,100	1,313
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	17	97	60	73	87
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	18	18	29	35	42
存货	1,050	1,111	1,379	1,670	1,990
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	99	39	41	41	41
固定资产	1,594	1,657	1,982	2,305	2,580
无形资产	135	239	233	227	221
总负债	2,567	2,906	3,439	4,086	4,648
无息负债	2,069	2,496	3,003	3,616	4,286
有息负债	498	410	436	469	361
股东权益	1,580	1,736	1,964	2,240	2,589
股本	561	561	581	581	581
公积金	733	757	800	854	923
未分配利润	270	401	465	687	965
少数股东权益	16	17	18	19	20

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	473	683	689	784	921
净利润	172	213	283	361	456
折旧摊销	107	118	117	133	150
净营运资金增加	37	-66	-128	-56	-59
其他	158	417	418	346	374
投资活动产生现金流	-398	-355	-484	-500	-450
净资本支出	-174	-278	500	500	450
长期投资变化	99	39	-2	0	0
其他资产变化	-322	-116	-983	-1,000	-900
融资活动现金流	98	-203	-60	-90	-258
股本变化	225	0	121	0	0
债务净变化	-245	-88	26	33	-108
无息负债变化	516	427	507	613	670
净现金流	174	124	145	195	213

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	24.28%	16.73%	19.59%	21.49%	19.38%
净利润增长率	36.62%	24.09%	32.56%	27.67%	26.28%
EBITDA 增长率	23.33%	9.97%	25.40%	28.33%	23.83%
EBIT 增长率	41.90%	9.49%	36.56%	32.44%	26.71%
估值指标					
PE	50	40	31	24	19
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	20	18	18	14	11
EV/EBIT	29	26	23	17	14
EV/NOPLAT	40	36	32	24	19
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	18.23%	18.15%	18.40%	18.66%	18.82%
EBITDA 率	4.26%	4.01%	4.21%	4.45%	4.61%
EBIT 率	3.03%	2.84%	3.24%	3.54%	3.75%
税前净利润率	2.78%	2.96%	3.26%	3.38%	3.57%
税后净利润率 (归属母公司)	1.99%	2.11%	2.34%	2.46%	2.60%
ROA	4.14%	4.61%	5.25%	5.72%	6.31%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.99%	12.41%	14.53%	16.25%	17.74%
经营性 ROIC	9.67%	10.01%	12.23%	14.47%	16.80%
偿债能力					
流动比率	0.80	0.79	0.78	0.79	0.83
速动比率	35.11%	39.93%	36.78%	37.48%	39.23%
归属母公司权益/有息债务	3.14	4.19	4.46	4.73	7.11
有形资产/有息债务	7.35	9.82	11.00	12.20	18.37
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.25	0.31	0.42	0.53	0.67
每股红利	0.08	0.08	0.12	0.16	0.20
每股经营现金流	0.70	1.00	1.01	1.15	1.35
每股自由现金流(FCFF)	0.49	0.84	0.04	0.10	0.36
每股净资产	2.30	2.52	2.86	3.26	3.77
每股销售收入	12.70	14.82	17.73	21.54	25.71

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CAIA, FRM, CFA Charter pending candidate, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010 年 5 月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

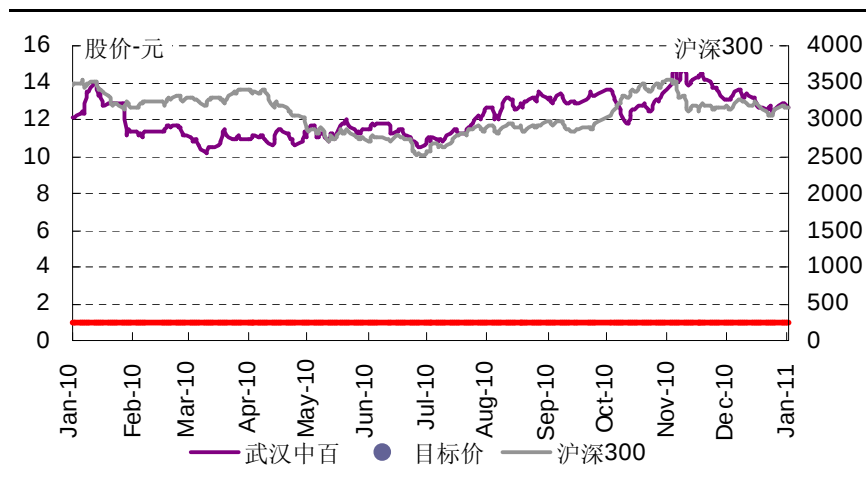
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

武汉中百 (000759)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2008-07-10	11.30	13.20	增持
2008-08-01	11.38	13.20	增持
2008-10-21	8.41	11.00	增持
2009-03-25	8.40	8.75	中性
2009-07-31	9.60	10.50	中性
2010-07-13	10.96	13.27	买入
2010-08-13	12.04	14.33	买入
2010-10-24	12.66	15.62	买入

资料来源: 光大证券研究所

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
 总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
 总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。