

武汉中百(000759.sz)

稳定与拓展并进的超市行业优质投资标的

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

2010 年业绩回顾

近日武汉中百公布了 2010 年年报, 报告期内公司实现营业收入 118.72 亿元, 同比增长 17.60%; 实现归属于上市公司股东净利润 2.51 亿元, 同比增长 17.59%。报告期内省内收入突破百亿, 受益于直采比例提升, 综合毛利率水平提升 0.87 个百分点; 受制于费用率水平的增长, 公司净利润率较去年持平。

2011 经营展望

2011 年公司经营重点主要集中在以下三个方面: 1、进一步做强做大仓储超市、便民超市和百货店, 公司计划 2011 年新增仓储超市 20 家、便民超市 80 家; 2、搭建覆盖全省的物流配送体系, 根据连锁超市发展需求, 确保江夏生鲜物流配送中心 2011 年竣工投入运营, 同时加快浠水物流、咸宁物流等配送中心的规划建设; 3、采购模式创新, 深入推进基地集中采购。

投资建议

我们预计公司 2011-2013 年实现营业收入分别为 142.33 亿、167.40 亿和 194.53 亿, 未来三年业绩分别为 0.48 元、0.61 元和 0.76 元。后台物流支持系统的成熟将进一步巩固公司在湖北省内的规模优势。我们认为公司稳定与拓展并存, 仍然是超市行业首选标的, 给予 30 倍市盈率, 对应目标价 14.4 元, 买入评级。

风险提示

快速门店拓展中人才储备不足; 超市促销力度加大

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10096	11872	14233	16740	19453
增长率 (%)	16.73%	17.60%	19.92%	17.60%	16.25%
EBITDA(百万元)	478	553	576	709	868
净利润(百万元)	213	251	325	414	518
增长率 (%)	24.1%	17.6%	30.2%	26.2%	24.9%
每股收益 (元)	0.38	0.37	0.48	0.61	0.76
市盈率	34.6	34.0	26.7	21.1	16.9
市净率	4.3	3.4	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	14.7	13.6	12.8	9.7	6.9

数据来源: 武汉中百集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	12.80
目标价格(元)	14.40
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-8.31%	1.51%	15.52%
沪深 300	3.03%	4.16%	0.59%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

681.02/680.43

主要股东:

武汉商联(集团)股份有限公司

主要股东持股比例 10.16%

财务比率

ROE	10.06%
ROA	7.17%
资产负债率	57.25%
每股净资产(元)	3.66

2010 年报数据

2010业绩回顾

近日武汉中百公布了2010年年报，报告期内公司实现营业收入118.72亿元，同比增长17.60%；规模销售192亿元，同比增长14.11%；实现归属于上市公司股东净利润2.51亿元，同比增长17.59%。

湖北省内突破百亿 重庆市场调整良好

报告期内公司在湖北省市场实现营业收入113.44亿，同比增加17.80%，首次突破百亿大关，占公司总收入95.6%，重庆市场实现收入5.28亿，同比增长13.28%，在报告期净关闭一家门店的情况下，仍实现收入两位数的增长，体现了重庆市场调整的良好效果。从业态划分上来看，仓储超市实现收入92.00亿，收入占比77.5%；便民超市收入20.52亿，收入占比17.3%；百货业务实现收入6.02亿，收入占比5.1%。

图1：武汉中百2006-2010年收入增长

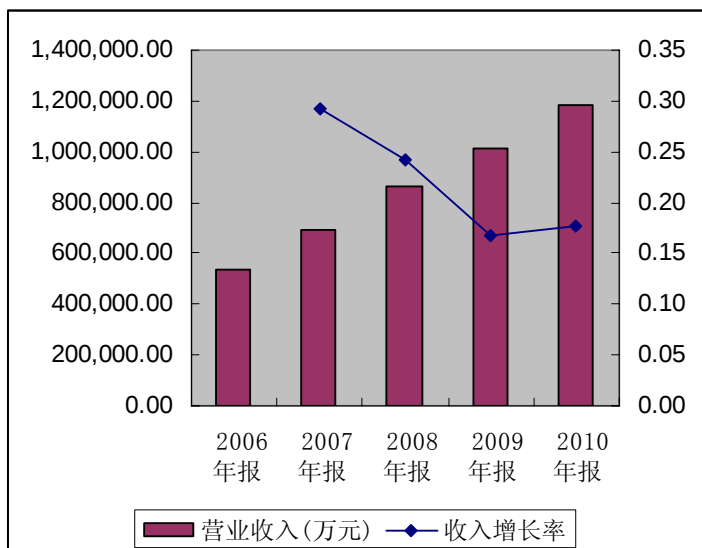


图2：武汉中百2006-2010年净利润增长

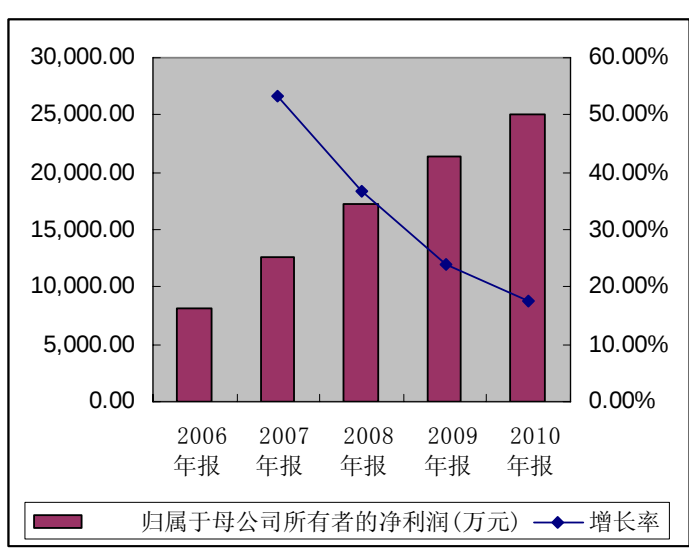


图3：武汉中百业态收入构成

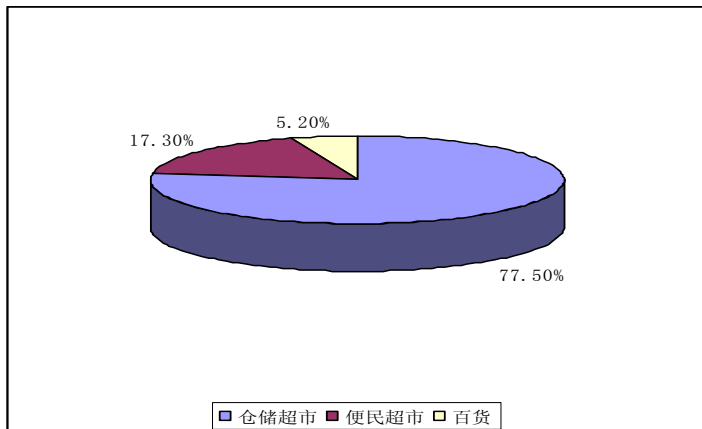
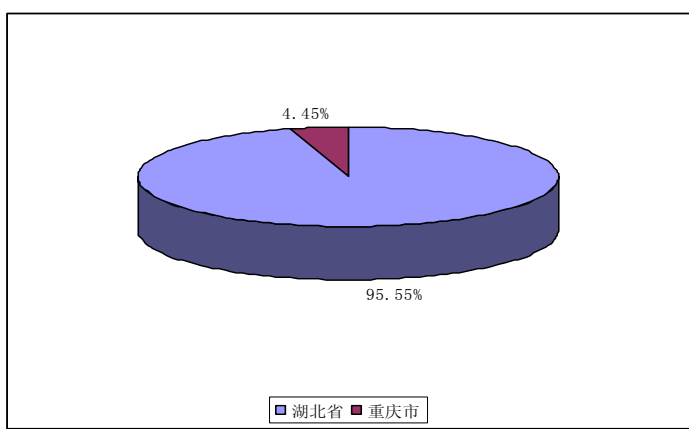


图4：武汉中百区域收入构成



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

资本开支增大预示加力渠道下沉

报告期内公司连锁网点总数达到679家，其中仓储超市网点达到154家（武汉市内58

家、湖北省内61家、重庆35家），便民超市网点520家（含加盟店56家），百货店5家。公司当年新增仓储超市15家（湖北省内净增16家，重庆净关店1家），净新增自营便民超市35家，新增百货店1家。报告期内公司连锁网点进一步下沉，仓储超市主要向省内二三线城市进行拓展，便民超市加大了武汉市内和周边地界内新兴居民小区的覆盖力度，随着中西部地区城镇化加速，公司已有业态发展空间巨大。

考察过去5年公司财务数据，我们发现公司净利润增速均高于收入增速，但2010年两数据保持持平，同时2010年也是公司资本开支最大的一年，引起了费用率的上升，由此我们判断，公司战略上加大了向省内渠道下沉的力度，公司发展或进入崭新阶段。

图5：武汉中百过去5年资本开支统计

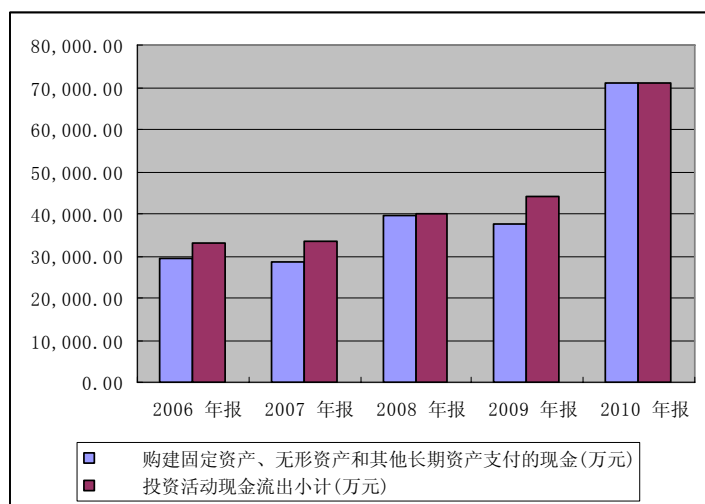


图6：武汉中百过去5年收入与净利润增长

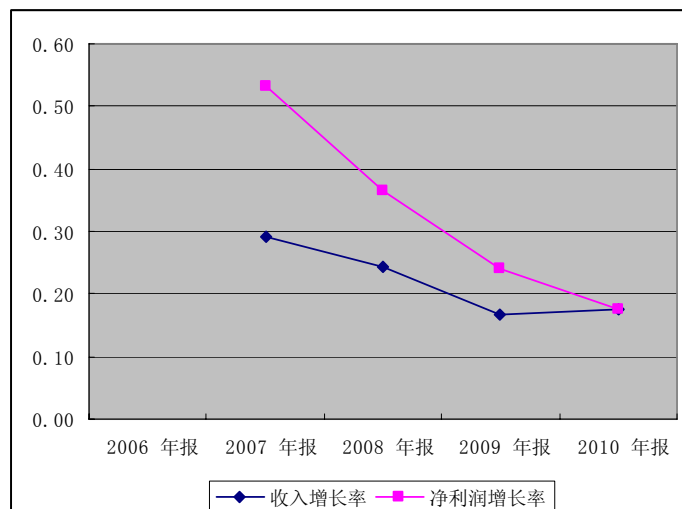


图7：武汉中百仓储超市2007-2010年门店统计（湖北部分）

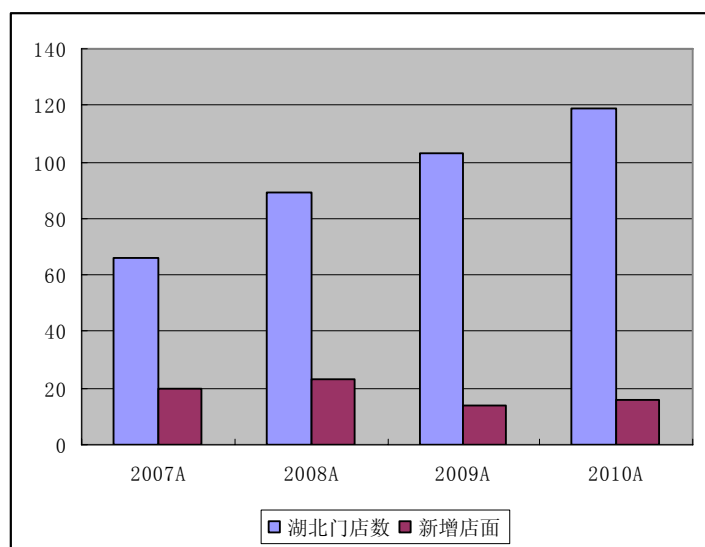
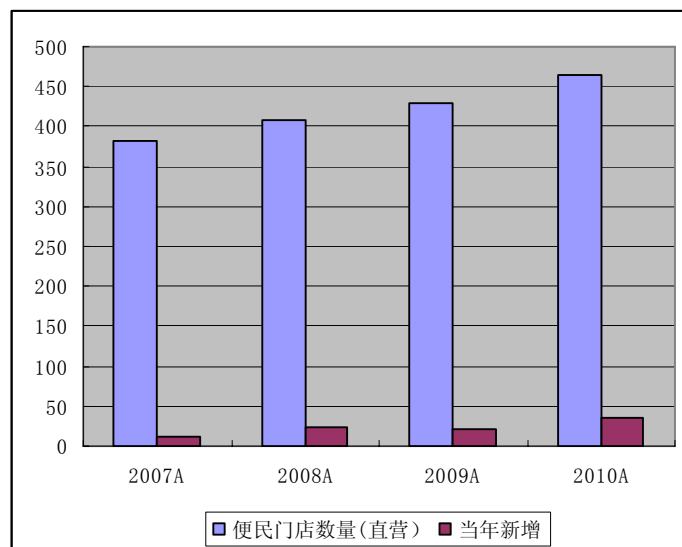


图8：武汉中百便民超市2007-2010年门店统计（不含加盟）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

物流配送建设和加大直采力度推升毛利率

报告期公司全面启动物流重点项目，其中江夏低温配送中心年内已完成基础框架工程；汉鹏物流二期工程已按规划完成扩建改造并投入运营；咸宁、浠水、恩施、襄樊四个分配送中心项目也处于规划和建设之中，围绕提高物流配送效率，仓储高超、直采、市外店通过型配送等业务并入物流系统统一管理，顺利完成人工操作向信息化管理转

化。物流公司配送能力的进一步提升为公司网点拓展和前台毛利率的提升提供有力保障。

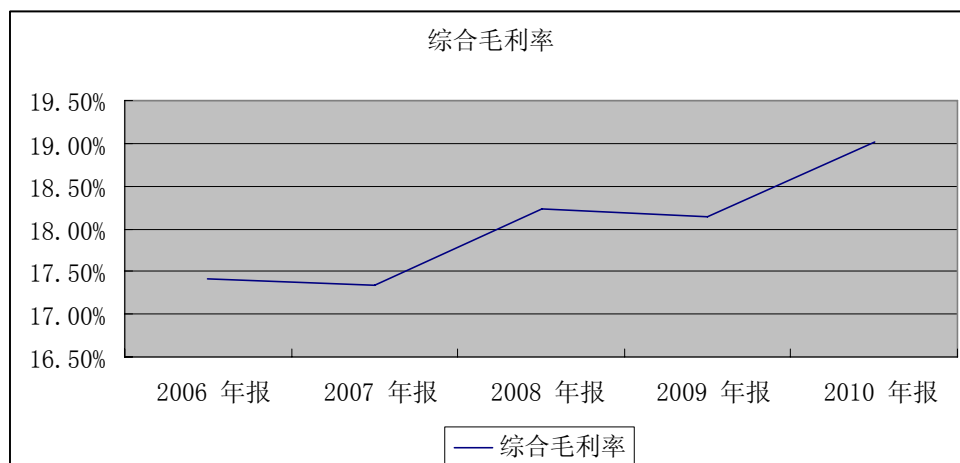
2010年公司进一步扩大自采商品范围，充分调动总部自采和门店销售两方面积极性。全年仓储公司直采商品销售达3.62亿，同比增长53.18%，直采销售占比4.05%；便民公司实现直采商品销售达1.33亿，同比增长68.07%，直采商品销售占比5.85%。由于直采毛利率显著高于通过经销商渠道购得商品毛利率水平，故2010年公司综合毛利率较上年提升0.87个百分点，预计未来随着后台配送的完善和直采比例提升，综合毛利率水平存在进一步上行空间。

表 1：公司 2010-2013 年直采对超市毛利率影响预测

	2010	2011	2012	2013
直采占比	4.50%	5.50%	6.20%	7.00%
直采毛利率	35%	35%	35%	35%
非直采占比	96%	95%	94%	93%
非直采毛利率	15.32%	15.32%	15.42%	15.45%
前台综合毛利率	16.21%	16.40%	16.63%	16.82%
后台毛利率	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
超市综合毛利率	18.71%	18.90%	19.13%	19.32%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图9：武汉中百2006-2010年综合毛利率变动



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

费用率攀升显著 净利率同比持平

报告期内公司销售费用率和管理费用率达到历史高位，分别为11.43%和4.11%，较去年同比增长23.07%和29.59%，其中增长速度大于收入的主要明细项目有职工薪酬、广告宣传费、无形资产摊销和长期待摊费用的摊销，基本反映了公司本年物流中心建设、新拓展门店所带来的成本费用的增加情况。预计公司的后台配送体系建设仍将持续两年左右时间，且随着渠道下沉，二三线城市门店面临更长时间的培育期等因素，我们预计未来三年费用率不会显著下降。报告期费用率的上升折损了综合毛利率水平的增长，2010年公司净利润率为2.11%，与上期基本持平。