



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月26日

零售

研究部

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080200010028

qianbing@cicc.com.cn

推荐

武汉中百 (000759.SZ)

快速开店导致业绩略低于预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	8,649	10,096	11,872	14,169	17,029
(+/-%)	24.3%	16.7%	17.6%	19.3%	20.2%
毛利	1,576	1,832	2,259	2,787	3,457
(+/-%)	30.6%	16.2%	23.3%	23.4%	24.0%
净利润	172	213	251	301	386
(+/-%)	36.6%	24.1%	17.6%	20.1%	28.2%
每股收益 (元)	0.25	0.31	0.37	0.44	0.57
市盈率	48.8	39.3	33.4	27.8	21.7
市净率	5.3	4.8	3.3	3.1	2.8
股价/经营现金	17.7	12.3	10.3	7.7	6.4
净资产收益率	11.0%	12.4%	10.1%	11.2%	13.1%
投入资本回报率	8.5%	9.9%	8.9%	10.1%	12.5%
股息收益率	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%

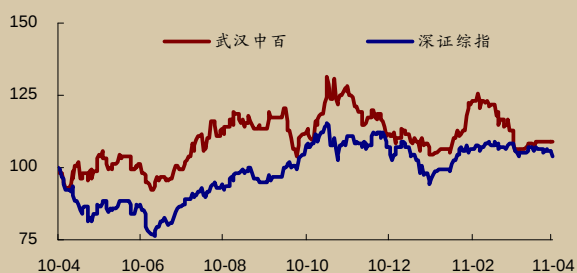
股票信息

当前股价	人民币12.32
股票代码	000759.CH
日成交量 (百万股)	停牌
52周最高价/最低价	人民币 15.55/10.10
目前总股数 (百万股)	681
其中: 流通股 (百万股)	680
主要股东 (持股比例)	武汉商联(集团)股份有限公司(10.16%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
武汉中百	0.0	-3.8	3.7	-1.6
深证综指	-2.5	-4.5	9.9	-3.2
零售指数	0.4	0.3	8.8	0.7

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2011年1季度业绩略低于预期:

公司2011年1季度实现营业收入40亿元,同比增长16.5%;净利润9300万元,同比增长10.3%,占我们全年预测的31%。利润增速慢于收入的主要原因是快速开店导致营业费用上升明显,但其他经营指标仍体现出提升态势。

- 收入增长稳定,毛利率提升。1季度公司收入增长16.5%,预计仓储超市同店增长为10%,便利店为7%左右。毛利率达到18.6%,较去年同期提高0.3个百分点,拉动毛利额同比增长达到18.7%。
- 门店拓展较快,营业费用上升明显,但管理费用控制有效。公司新开23家门店,其中仓储超市9家、便利店14家,单季开店数量创近年新高。受此影响,销售管理费用合计同比增长20.9%,快于收入增长,其中销售费用同比增长达到26.4%,主要是新店费用、人工成本增加所致;但是管理费用控制良好,同比增长仅为5.6%。
- 公告受让并增资电器连锁公司和电子商务公司。公司受让仓储超市公司持有的中百电器公司100%股权,并对其增资1500万元;同时对电子商务子公司增资4700万元,为后续业务拓展奠定基础。

发展趋势:

- 公司全年计划新开20家左右仓储超市和80家便利店,渠道下沉仍具备空间。
- 物流中心建设有序推进中,预计今明两年将会陆续投入运营,有效保证中长期业绩增长潜力。
- 目前武汉国资正在筹划下属三家上市公司的重组事宜,尽管具体方案仍不明朗,但预计最终将解决同业竞争问题。

盈利预测调整:

微调2011年和2012年盈利预测,预计分别增长20.1%和28.2%。公司今年开店速度有所加快、费用上升可能使业绩增速有所放缓,但明年起随着物流中心的建成和投入运营,其盈利增长有望提速。

估值与建议:

公司2011-2012年市盈率分别为28倍22倍,处于板块中高水平。但是,中长期来看公司受益于区域振兴、通胀,而自身经营管理提升、渠道下沉和后台建设,将带来持续增长空间,维持“推荐”。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：2011 年 1 季度业绩分析

百万元	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009A	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010A	1Q11	2010 +/-	1Q11 +/-	中金评论
营业收入	2,844	2,189	2,319	2,744	10,096	3,440	2,615	2,755	3,062	11,872	4,009	17.6%	16.5%	营业收入同比增长16.5%，大卖场业务同店增长约10%，便利店约7%左右
营业成本	-2,346	-1,804	-1,891	-2,223	-8,264	-2,812	-2,127	-2,270	-2,405	-9,614	-3,262	16.3%	16.0%	
毛利	498	384	429	521	1832	629	488	485	657	2259	746	23.3%	18.7%	
营业税金及附加	-20	-13	-14	-19	-65	-24	-17	-18	-22	-81	-28	23.8%	14.9%	
销售费用	-282	-240	-270	-310	-1,102	-353	-321	-281	-401	-1,357	-447	23.1%	26.4%	受1季度开店较快及人工成本增加影响，销售管理费用同比增长21%，高于收入增速，但低于去年全年25%的增长，体现出良好的费用控制能力
管理费用	-100	-83	-88	-105	-376	-127	-109	-115	-137	-488	-134	29.6%	5.6%	
财务费用	-5	-12	-3	-4	-25	-9	-5	-2	-4	-19	-7	-23.4%	-14.8%	
资产减值损失	0	-0	-0	-1	-1	-	1	0	-1	-0	-	-	-	
投资收益	-0	6	2	4	12	-	18	2	0	20	-	-	-	
营业利润	90	42	55	87	274	116	55	71	92	333	131	21.7%	13.0%	
营业外收入（补贴）	1	5	6	15	27	5	7	7	11	30	2	10.4%	-60.3%	政府补贴收入减少
营业外支出	-0	-0	-0	-1	-2	-2	-1	-2	-1	-5	-1	202.3%	-53.0%	
税前利润	92	46	61	100	299	118	61	75	103	357	132	19.6%	11.1%	
所得税	-27	-13	-16	-28	-85	-34	-18	-21	-34	-107	-39	26.0%	12.3%	
有效税率	30%	28%	27%	28%	28%	29%	30%	27%	33%	30%	29%	1.5%	0.3%	
少数股东权益	-0	0	0	0	1	-0	-0	-0	-0	-1	0	-	-	净利润同比增长10.3%，略低于预期
净利润	65	33	45	71	213	84	43	55	69	251	93	17.6%	10.3%	
毛利率	17.5%	17.6%	18.5%	19.0%	18.1%	18.3%	18.7%	17.6%	21.5%	19.0%	18.6%	0.9%	0.3%	毛利率同比提升0.3个百分点
销售费用率	9.9%	11.0%	11.7%	11.3%	10.9%	10.3%	12.3%	10.2%	13.1%	11.4%	11.1%	0.5%	0.9%	
管理费用率	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	4.2%	4.2%	4.5%	4.1%	3.3%	0.4%	-0.3%	管理费用率下降0.3个百分点
营业利润率	3.2%	1.9%	2.4%	3.2%	2.7%	3.4%	2.1%	2.6%	3.0%	2.8%	3.3%	0.1%	-0.1%	
净利润率	2.3%	1.5%	1.9%	2.6%	2.1%	2.4%	1.6%	2.0%	2.3%	2.1%	2.3%	0.0%	-0.1%	
存货周转率（全年化）	10.9	8.1	8.0	8.2	7.6	10.3	8.3	8.4	7.9	7.9	10.2	0.3	-0.1	存货周转率基本稳定

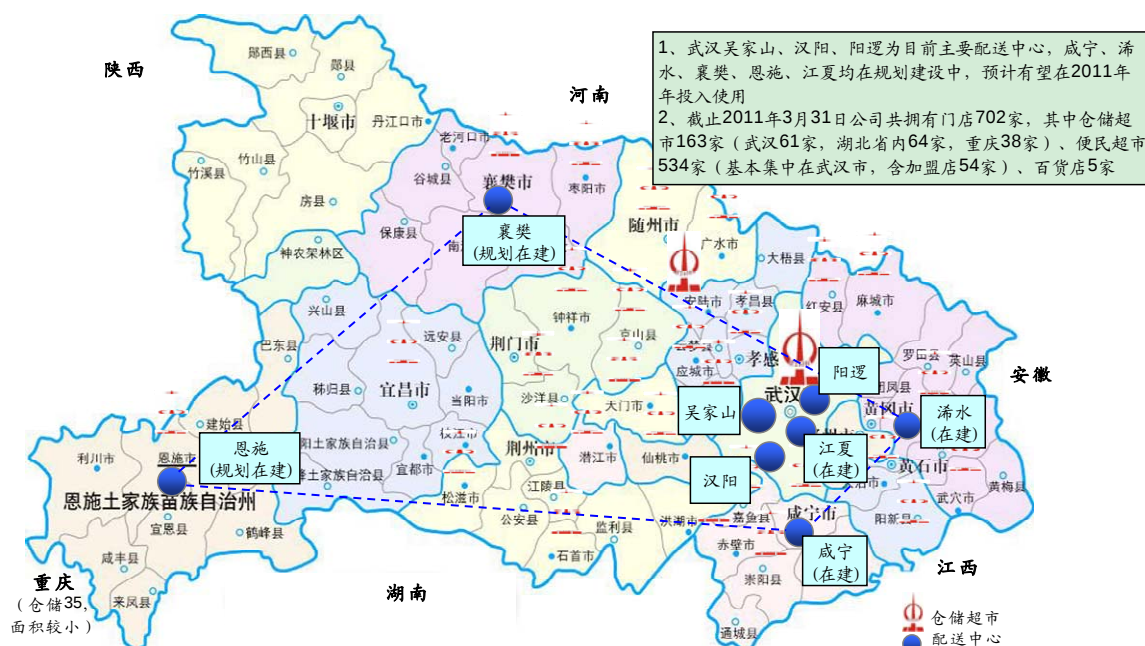
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：公司门店拓展概况

门店数量	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010	1Q11	4Q10新开门店	1Q11新开门店
门店总数(含加盟)	643	659	662	667	679	702	12	23
仓储超市	139	145	145	147	154	163	7	9
湖北	103	109	108	112	119	125	7	6
武汉	52	55	55	57	58	61	1	3
湖北（不含武汉）	51	54	53	55	61	64	6	3
重庆	36	36	37	35	35	38	0	3
便民超市	500	510	513	516	520	534	4	14
直营	429	439	446	453	464	480	11	16
加盟	71	71	67	63	56	54	-7	-2
百货店	4	4	4	4	5	5	1	0

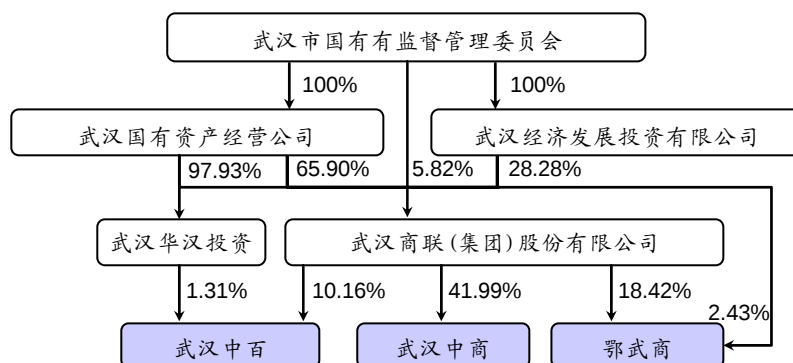
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：公司门店和网络分布图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表4：股权结构



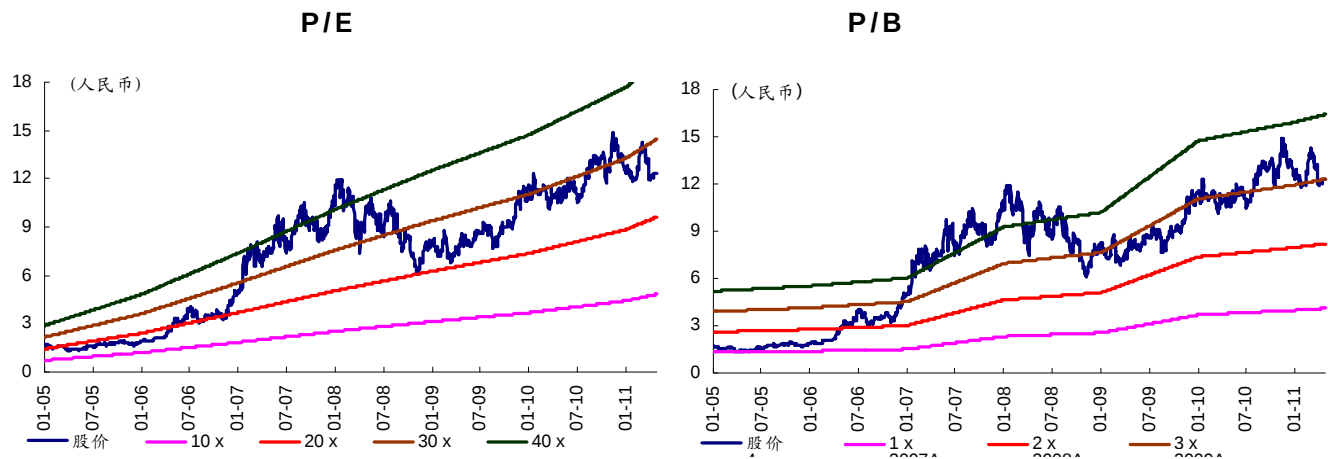
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)				每股收益			市盈率			10年底-12年底 净利润CAGR	PEG		
					2010E	YoY	2011E	YoY	2012E	YoY	2010E	2011E	2012E	2010E			2011E	2012E
百货类公司																		
跨区域发展	600694.CH	大商股份	43.09	12,656	122	-	335	175.2%	560	67.2%	0.41	1.14	1.91	103.9	37.8	22.6	114.5%	0.3
	600859.CH	王府井 (经营性)	42.25	19,536	430	19.4%	707	64.5%	931	31.6%	0.93	1.53	2.01	45.4	27.6	21.0	47.1%	0.6
	002419.CH	天虹商场	45.47	18,193	485	36.3%	670	38.1%	892	33.2%	1.21	1.67	2.23	37.5	27.2	20.4	35.6%	0.8
	3368.HK	百盛集团	11.94	33,557	992	8.9%	1092	10.1%	1,269	16.3%	0.41	0.47	0.56	29.1	25.2	21.1	13.1%	1.9
	825 .HK	香港新世界	6.72	11,331	578	5.5%	685	18.6%	818	19.4%	0.34	0.41	0.48	19.6	16.5	13.9	19.0%	0.9
中西部和东北	000417.CH	合肥百货(增发后整体)	19.50	9,355	322	49.1%	429	33.1%	583	35.9%	0.61	0.82	1.11	31.8	23.9	17.6	34.5%	0.7
	000501.CH	鄂武商	19.24	9,759	294	22.9%	374	27.5%	504	34.7%	0.58	0.74	0.99	33.3	26.1	19.4	31.0%	0.8
	600778.CH	友好集团	12.72	3,962	105	73.9%	156	48.7%	228	45.7%	0.34	0.50	0.73	37.7	25.3	17.4	47.2%	0.5
	600729.CH	重庆百货	44.71	16,681	527	30.5%	707	34.2%	944	33.4%	1.41	1.90	2.53	31.6	23.6	17.7	33.8%	0.7
	600697.CH	欧亚集团	29.43	4,682	132	18.5%	165	25.0%	215	26.2%	0.83	1.04	1.35	35.5	28.4	21.8	27.7%	1.0
	600785.CH	新华百货	28.21	5,852	215	12.3%	259	20.2%	365	21.2%	1.04	1.25	1.76	27.2	22.6	16.0	30.3%	0.7
	002277.CH	友阿股份	24.96	8,716	216	44.5%	287	32.8%	417	45.1%	0.62	0.82	1.19	37.1	27.9	19.2	38.8%	0.7
	600858.CH	银座股份	21.86	6,316	111	-39.3%	205	85.0%	259	26.2%	0.38	0.71	0.90	56.9	30.8	24.4	52.8%	0.6
	600828.CH	成商集团	16.58	6,063	138	8.2%	198	43.2%	252	27.2%	0.38	0.54	0.69	43.8	30.6	24.1	34.9%	0.9
	000564.CH	西安民生	8.56	2,605	59	21.8%	78	31.7%	102	30.3%	0.20	0.26	0.33	43.9	33.3	25.6	31.0%	1.1
长三角地区	600827.CH	百联+友谊	17.93	30,884	1082	30.9%	1371	26.6%	1721	25.6%	0.63	0.80	1.00	28.5	22.5	17.9	26.1%	0.9
	600628.CH	上海新世界	11.83	6,291	199	10.1%	222	12.0%	265	19.2%	0.37	0.42	0.50	31.7	28.3	23.7	15.5%	1.8
	600655.CH	豫园商城	13.32	19,145	673	39.7%	812	20.7%	976	20.2%	0.47	0.57	0.68	28.5	23.6	19.6	20.5%	1.2
	1833.HK	银泰百货	12.08	23,084	513	54.8%	702	36.8%	913	30.1%	0.31	0.45	0.60	38.7	27.0	20.2	33.4%	0.8
	3308.HK	金鹰商贸(经营性)	20.95	40,729	959	24.9%	1208	26.0%	1536	27.1%	0.57	0.76	0.99	36.5	27.6	21.2	26.5%	1.0
北京和广州地区	000987.CH	广州友谊	24.16	8,672	327	14.7%	410	25.1%	533	30.1%	0.91	1.14	1.48	26.5	21.2	16.3	27.6%	0.8
	600723.CH	西单商场	12.86	8,467	239	47.9%	305	27.6%	382	25.2%	0.36	0.46	0.58	35.4	27.8	22.2	26.4%	1.1
超市类公司																		
	000759.CH	武汉中百	12.32	8,390	251	17.6%	301	20.1%	386	28.2%	0.37	0.44	0.57	33.4	27.8	21.7	24.1%	1.2
	600361.CH	华联综超	10.70	7,124	55	-9.4%	153	178.1%	230	50.3%	0.08	0.23	0.35	129.4	46.5	31.0	104.5%	0.4
	601933.CH	永辉超市	28.12	21,593	306	20.2%	480	57.1%	696	44.9%	0.40	0.63	0.91	70.7	45.0	31.0	50.9%	0.9
	002336.CH	人人乐	21.61	8,644	237	3.2%	285	20.2%	365	28.1%	0.59	0.71	0.91	36.5	30.3	23.7	24.1%	1.3
	002251.CH	步步高	24.99	6,756	171	3.4%	214	25.0%	270	26.5%	0.63	0.79	1.00	39.5	31.6	25.0	25.7%	1.2
	002264.CH	新华都	24.79	3,974	77	26.0%	147	90.0%	185	26.0%	0.42	0.81	1.02	58.4	30.8	24.4	54.7%	0.6
	980.HK	联华超市	33.15	20,619	623	22.8%	773	24.2%	956	23.6%	1.16	1.52	1.92	28.5	21.9	17.3	23.9%	0.9
	814.HK	京客隆	10.32	4,254	181	22.1%	226	25.0%	278	23.3%	0.51	0.67	0.84	20.3	15.5	12.2	24.2%	0.6
	家电及电子消费品零售及分销公司																	
家电零售及分销	002024.CH	苏宁电器	13.02	91,091	4012	38.8%	5259	31.1%	6732	28.0%	0.57	0.75	0.96	22.7	17.3	13.5	29.5%	0.6
	493.HK	国美电器	2.85	47,944	1,962	40.7%	2,437	24.2%	2,965	21.7%	0.13	0.16	0.21	22.5	17.3	13.9	22.9%	0.8
手机分销	000829.CH	天音控股	11.87	11,240	307	63.0%	267	-13.1%	365	36.7%	0.32	0.28	0.39	36.6	42.1	30.8	9.0%	4.7

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7：历史和预测的财务指标

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	6,959	8,649	10,096	11,872	14,169	17,029
营业成本	-5,752	-7,073	-8,264	-9,614	-11,382	-13,572
销售费用	-722	-920	-1,102	-1,357	-1,656	-2,011
管理费用	-256	-337	-376	-488	-609	-783
财务费用	-43	-40	-25	-19	-26	-26
营业利润	163	210	274	333	406	528
营业外收入	7	32	27	30	30	30
税前利润	169	240	299	357	430	552
所得税	-42	-68	-85	-107	-129	-165
净利润	126	172	213	251	301	386
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	474	473	683	815	1,089	1,313
投资活动现金流	-262	-398	-355	-660	-800	-800
融资活动现金流	-172	98	-203	398	-118	-291
货币资金增加额	40	174	124	553	171	222
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	463	636	761	1,313	1,484	1,706
应收款项	162	181	373	474	388	373
存货	643	1,050	1,111	1,348	1,279	1,450
固定资产净值	1,442	1,594	1,657	1,770	2,221	2,620
无形资产	139	135	239	300	295	291
总资产	3,322	4,147	4,642	5,869	6,331	7,105
短期借款	201	207	341	257	257	107
应付款项	1,456	1,932	2,316	2,797	3,027	3,644
长期借款	242	239	67	39	19	4
总负债	2,296	2,567	2,906	3,360	3,619	4,132
少数股东权益	21	16	17	16	16	16
股东权益	1,005	1,564	1,719	2,493	2,697	2,957

资料来源：公司数据 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED