

公司研究

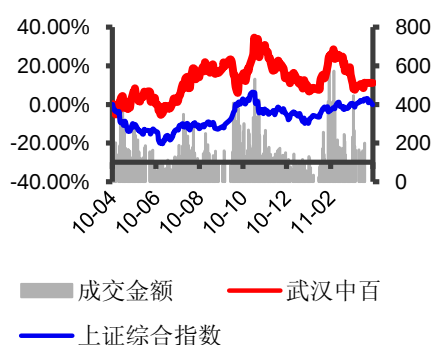
商业零售

扩张步伐加快，盈利能力提升

2011 年 4 月 26 日

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2011 年 3 月 28 日年报点评《“因地制宜”抢占省内市场》

2010 年 12 月 8 日深度报告《物流先行的区域深耕者》

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：0510-82833337

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）一季报及增资公告点评

事件：公司公布 2011 年一季报，报告期内实现营业收入 40.09 亿元，同比增长 16.52%；归属于上市公司股东的净利润 9262.09 万元，同比增长 10.28%，每股收益 0.136 元。

主要观点：

- **快速开店促使利润增速低于收入增速。**报告期内公司的利润增速明显低于收入增速，这主要是因为公司加快了开店速度，一季度新开门店达 23 家（10 年全年开店数为 36 家），其中仓储店 9 家，便民店 14 家。由于新开仓储门店面积较小平均在 3000-4000 平米，且均处于培育期，所以收入增长并不十分明显。另外较多新开门店也带来各项费用的增长，从而导致利润增速低于收入增速。
- **毛利率同比上升，销售费用率上升拉低销售净利率。**报告期内公司的毛利率为 18.62%，相较去年同期上升 0.35 个百分点，这主要得益于公司物流体系的完善、直采规模的加大。另外公司销售费用率同比上升 0.87 个百分点使得期间费用率同比上升 0.46 个百分点，这主要是因为新开门店较多带来开店费用的增加以及人工成本的普遍上升。
- **中百电器由间接控股转为直接控股，透露公司将加快发展“百货+超市+家电”的小型摩尔城。**中百电器原为中百仓储全资子公司，现有经营网点 34 家，经营面积 5.2 万平米，10 年实现收入 86244.33 万元，净利润 754.98 万元。将中百电器转为直接控股，不仅有利于提升对中百电器的管控能力，加快电器业务规模的发展，更能充分配合公司在省内二三线城市大力发展“百货+超市+家电”的小型摩尔城。
- **增资电子商务公司，时刻准备着分享电子商务盛宴。**公司电子商务发展近 11 年，但步伐较缓慢。随着公司在省内网点资源的日益密集以及物流配送体系的日渐完善，公司已经为电子商务的发

展打下了坚实的基础。此时加大电子商务的发展不仅能更快速抢占市场，更能利用强大的实体资源优势提升网上业务的快速盈利能力。

- **给予“推荐”评级。**我们维持之前对公司 11-13 年的 EPS 至 0.45 元、0.57 元、0.74 元，对应 11 年动态市盈率 27 倍，在超市行业中处于较低水平。同时鉴于近期武商联旗下三家商业公司均停牌进入重组阶段，或将成为公司股价的催化剂。我们长期看好公司随着物流体系的日益完善以及省内网点日益加密所带来的盈利能力和市场份额的不断提升，给予“推荐”评级。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1313	2051	2015	2701	营业收入	11872	14061	16929	20492
应收款项	97	116	139	168	营业成本	9614	11372	13667	16511
存货净额	1348	1544	1858	2247	营业税金及附加	81	96	115	139
其他流动资产	377	281	339	410	销售费用	1357	1601	1929	2336
流动资产合计	3135	3992	4351	5527	管理费用	488	579	694	840
固定资产	1924	2049	2172	2271	财务费用	19	21	20	10
无形资产及其他	300	288	276	264	投资收益	20	15	15	15
投资性房地产	471	471	471	471	资产减值及公允价值变动	(0)	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	5869	6839	7308	8572	营业利润	333	406	518	671
短期借款及交易性金融负债	257	259	300	400	营业外净收支	24	24	24	24
应付款项	1792	2162	2601	3146	利润总额	357	430	542	695
其他流动负债	1271	1170	1407	1702	所得税费用	107	123	155	198
流动负债合计	3320	3591	4308	5249	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	39	539	39	39	归属于母公司净利润	251	308	389	498
其他长期负债	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	39	539	39	39		2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	3360	4130	4347	5288	净利润	251	308	389	498
少数股东权益	16	15	15	14	资产减值准备	(1)	82	6	4
股东权益	2493	2694	2946	3270	折旧摊销	138	205	234	258
负债和股东权益总计	5869	6839	7308	8572	公允价值变动损失	0	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	19	21	20	10
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	187	231	288	355
每股收益	0.37	0.45	0.57	0.73	其它	0	(82)	(7)	(5)
每股红利	0.12	0.16	0.20	0.26	经营活动现金流	576	744	909	1110
每股净资产	3.66	3.96	4.33	4.80	资本开支	(364)	(400)	(350)	(350)
ROIC	10%	11%	14%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	11%	13%	15%	投资活动现金流	(364)	(400)	(350)	(350)
毛利率	19%	19%	19%	19%	权益性融资	591	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%	负债净变化	(28)	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	4%	5%	支付股利、利息	(84)	(108)	(136)	(174)
收入增长	18%	18%	20%	21%	其它融资现金流	(27)	2	41	100
净利润增长率	18%	23%	26%	28%	融资活动现金流	341	394	(595)	(74)
资产负债率	58%	61%	60%	62%	现金净变动	553	738	(36)	686
息率	1.0%	1.3%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	761	1313	2051	2015
P/E	33.4	27.2	21.6	16.8	货币资金的期末余额	1313	2051	2015	2701
P/B	3.4	3.1	2.8	2.6	企业自由现金流	194	331	546	739
EV/EBITDA	24.9	20.3	16.8	14.8	权益自由现金流	140	318	572	832

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。