



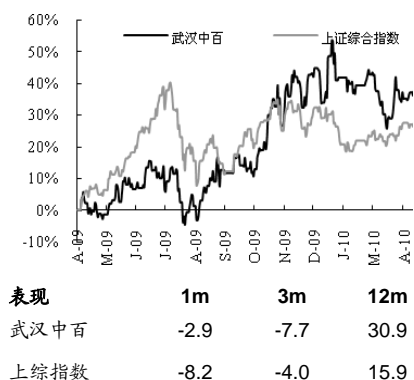
商业零售
Retail Business

2010年5月4日

市场数据 2010年4月30日

当前价格(元)	10.61
52周价格区间(元)	8.50-14.2
总市值(百万)	7225.64
流通市值(百万)	7219.33
总股本(万股)	68102
流通股(万股)	68043
日均成交额(百万)	157
近一月换手(%)	57.57
Beta(2年)	0.68
第一大股东	武汉商联(集团)股份有限公司
公司网址	www.whzb.com

一年期收益率比较



魏芳 李嫻春(协助)
+86 755 21515593
liyc@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

李嫻春: S0370108110546

武汉中百(000759)

一直采和物流是未来业绩增长的重要突破口

评级: 买入

- **湖北地区超市行业的龙头。**公司以超市业态为主,通过多年的连锁扩张,以武汉市为中心,向湖北乃至重庆地区辐射,已经成为中西部地区网点最多、规模最大的连锁商业集团。截止今年一季度,公司的营业网点已达 659 家。其中,仓储超市 145 家(武汉城区 55 家;湖北省内 54 家;重庆市 36 家);便民超市 510 家(其中直营店 439 家,加盟店 71 家);百货店 4 家。从收入构成来看,09 年连锁超市、百货、物流配送及其他业务的收入占比分别为 94.13%、5.35%和 0.52%。
- **通过直采和完善物流配送体系提升毛利率。**由于公司目前已经拥有较大的基数,因此通过提高毛利率而获得较高的内生增长,是公司未来业绩提升的重要突破口。目前提升毛利率的手段主要包括两个方面:提高直采商品销售比例和通过完善物流配送体系建设降低物流成本。(1)公司计划 1-2 年内将直采商品销售比例提升到 6%,预计可以提升前台毛利率 0.5 个百分点;(2)完善物流配送体系建设。公司未来的物流配送中心体系将分为常温 and 生鲜两个部分,常温物流将以吴家山物流配送中心为核心,周边分布咸宁、浠水、恩施、襄樊四个分物流配送中心;生鲜物流将主要依赖江夏生鲜物流配送中心。在建的物流中心全部正常使用后,有望贡献 1 个点以上的毛利率。
- **省内尚有 70%左右的扩张空间,可保证 3-4 年的快速增长。**按照公司的扩张计划,2010 年新增仓储超市 20 家左右,便民超市 50-60 家,未来每年新增仓储超市 10-15 家,结合现有的省内市场容量,仍可保证公司至少 3-4 年的快速增长。
- **购物卡销售占比在 20-30%左右。**购物卡销售占比较高,一方面有利于公司的现金流状况,另一方面也有利于稳定和扩大公司的区域市场占有率。
- **武商联重组短期内推进的可能性不大。**武商联集团自 07 年成立之初,就肩负着重组武汉中百、鄂武商 A、武汉中商三家商业上市公司的重任。但从短期来看,重组推进的难度较大。
- **投资建议:**随着 CPI 水平的恢复,公司一季度仓储超市同店增速已达 11%,预计全年仍能维持 10%左右的同店增长。此外随着直采比例的扩大和年底在建物流配送中心的逐步投入使用,公司的毛利率有望得到进一步的提升。预计公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.41 元和 0.58 元,对应 26 倍和 18 倍 PE,给予买入评级。

湖北地区超市行业的龙头

公司以超市业态为主，通过多年的连锁扩张，以武汉市为中心，向湖北乃至重庆地区辐射，已经成为中西部地区网点最多、规模最大的连锁商业集团。截止今年一季度，公司的营业网点已达 659 家。其中，仓储超市 145 家（武汉城区 55 家；湖北省内 54 家；重庆市 36 家）；便民超市 510 家（其中直营店 439 家，加盟店 71 家）；百货店 4 家。

公司的主要业务分为三大部分：连锁超市业务、百货业务、物流配送及其他业务。从收入构成来看，09 年上述三大业务的收入占比分别为 94.13%、5.35%和 0.52%。

图表 1 按业态划分的收入构成

	2009	2008	2007	2006
超市 (%)	94.13	93.74	93.06	93.24
百货 (%)	5.35	5.77	6.34	5.88
其他 (%)	0.52	0.49	0.6	0.88

资料来源：公司年报，金元证券研究所

■ 连锁超市业务

超市业务占公司收入的 90%以上，该比例还在不断扩大。公司在“将公司打造成以武汉市为圆心，以湖北省为半径，经营辐射中西部地区的区域性连锁超市巨头”的战略规划的指导下，近年来公司通过新建、收购等手段大力发展超市业务，打造了我国中西部地区最大的连锁超市网络。

公司的连锁超市业务主要由全资子公司武汉中百连锁仓储超市有限公司和武汉中百便民超市连锁有限公司负责经营。

(1) 中百仓储

中百仓储的经营面积相对较大，经营面积在 2000-6000 平米的居多，销售的商品包括大众化的衣、食、日用品、家电等，品类较为齐全，辐射半径在 2 公里以上。

截止今年一季度，中百仓储共有 145 家超市门店，其中武汉 55 家，湖北省内其他地区 54 家，重庆 36 家。仓储收入占公司收入的比重在 70%以上，一季度同店增速约为 11%左右，恢复状况良好，前台毛利率（购销差）约为 13.5%。

(2) 便民超市

中百便民的经营超市面积一般在 2000 平米以下，主要经营包装食品、生鲜食品和日用品，按商品结构分为生鲜超市、干货超市和标准超市，门店辐射半径 2 公里左右。

截止今年一季度，中百便民超市网点达 510 家，自营门店 439 家，以武汉市内为主。便民超市收入占公司收入的 20%-25%，一季度同店增速约为 4%左右，前台毛利率（购销差）高于仓储超市，约为 14.2%。

■ 百货业务

公司的百货业务主要由武汉中百百货有限责任公司和荆州中百百货商场有限公司经营，现有百货店 4 家，均在湖北省内。

图表 2 百货门店基本情况

	门店位置	开业时间	面积（万平方米）	物业性质	定位
中心百货	武汉市江汉路步行街商圈	1949	1.44	自有	中档
江夏百货	武汉市江夏区	2003	1.05	租赁	中低档
青山百货	武汉市青山区	1993	1	自有	中低档
荆州百货	荆州市北京路商圈	2006	0.8	自有	中档

资料来源：公司公告

百货业务占公司收入和净利润的比重较小，分别在 5%和 7%左右，未来成长也比较稳定，预计每年收入增长在 10%-15%，净利润增长 15%左右。

■ 物流配送及其他业务

公司的子公司中百物流、中百阳逻生鲜、中百农产品、中汇米业及中百物流的全资子公司武汉科德冷冻食品有限公司、涪水中百物流有限公司等主要为中百仓储和中百便民的经营网点提供物流配送服务以及生鲜食品、农产品的收购、加工及配送服务。这部分业务主要是为连锁超市业务发展提供后台支持。

通过直采和完善物流配送体系提升毛利率

由于公司目前已经拥有较大的基数，在湖北省内外延性扩张空间有限，大概还能满足 3-4 年的开店需求，门店数量增加 70%左右；而在省外扩张的重庆地区门店，尚未扭亏。因此，通过提高毛利率而获得较高的内生增长，是公司未来业绩提升的重要突破口。目前提升毛利率的手段主要包括两个方面：提高直采商品销售比例和通过完善物流配送体系

建设降低物流成本。

■ 计划将直采销售占比提升至6%

公司以直采作为业绩增长的重要突破口，选择部分商品推行源头采购，倡导果采山头、菜采田头、货采源头，有效降低了采购成本。同时还制定了《直采商品卖场管理办法》，从管理流程、激励机制上强化了卖场对直采商品经营的陈列和扩销。

目前，公司直采仍以非食品为主。09年，直采销售将近3亿元，占销售收入的3%左右。其中仓储公司直采销售2.36亿元，比上年同比增长了52.51%，占仓储销售收入的3.16%；便民公司实现直采销售6千万元，同比增长25%，占便民公司销售的3.33%。另外在生鲜方面，公司下属全资子公司中百农产品也在积极推进源头采购，深化基地对接，09年实现销售1.76亿元，同比增长34%。

直采商品的毛利率较高，平均毛利率在30%以上，公司计划1-2年内将直采商品销售比例提升到6%，预计可以提升前台毛利率0.5个百分点。如果得到物流配送中心的支持，直采销售比例有望进一步提升。在生鲜方面，随着未来中百农产品源头采购和销售比例的增加，预计毛利率也将有一定幅度的提升。

图表3 非食品直采销售占比与前台毛利率的情景分析

假设	非食品（60%）				食品（40%）	
	仓储		便民		仓储	便民
	直采	其他	直采	其他		
前台毛利率（购销差）	32%	16%	36%	16%	11%	12%
情景分析						
直采销售占比	3%	4%	5%	6%	7%	8%
前台毛利率（购销差）	14.61%	14.78%	14.95%	15.12%	15.29%	15.46%

资料来源：金元证券研究所

■ 完善物流配送体系建设

公司目前的物流配送体系主要包括吴家山常温配送中心、武汉科德1.2万吨低温配送中心、中百农产品和中百阳逻生鲜。

吴家山常温物流配送中心位于武汉市三环路和107国道交界处，交通十分便利。配送中心面积在5万平方米左右，可以支撑仓储超市20%的销售以及500多家便民超市51%的销售，配送网络覆盖了武汉市及

周边地区。配送中心建成了信息化管理系统，通过采用无线手持终端技术，实时记录库房收货、定仓、补货、移库等信息，及时准确记录仓位品种和存量变化，实现仓库管理实时化；通过建构物流管理报表，实现超市网点订货、配货信息化，使畅销商品和滞销商品一目了然，不断优化供应商，消除供应链中的呆滞库存，强化供应链的快速反应能力。配送中心引入了先进的 DPS 自动化物流配送分拣技术，5 条自动分拣线可对 2,200 个品种进行无纸化的拆零分拣。配送中心还拥有 100 余台车辆可同时配货，为公司的连锁门店和上游供应商提供快捷、准确、周到的一条龙配送服务。

武汉科德拥有的 1.2 万吨低温配送中心主要业务是出租冷库；中百农产品是为公司部分超市门店提供生鲜食品；另外公司在阳逻还有占地几十亩的小型物流配送中心，未来主要作为食品加工（以豆制品为主）、塑料袋的配送中心。就目前而言上述物流配送中心对公司整个物流配送体系的作用较弱。

公司在建或规划中的物流配送中心包括：

（1）咸宁、浠水、恩施、襄樊四大分物流配送中心。四大分物流配送中心均为常温，面积在 1-2 万平米。预计今年年底可以部分使用，11 年底前全部建成使用。

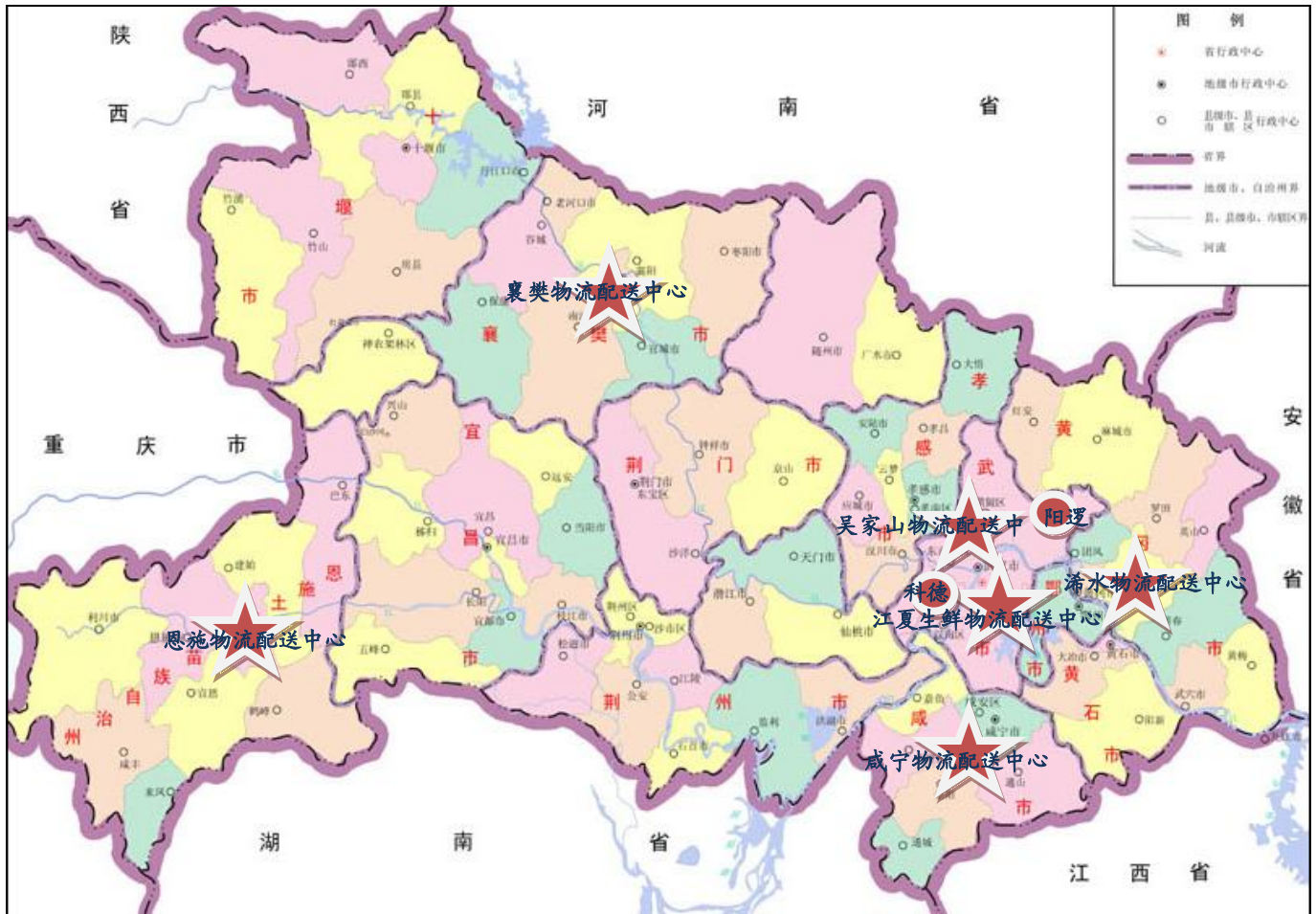
分物流配送中心建成使用后，首先，可以进一步缩短配送半径，提高公司物流配送的效率，节约物流成本，为公司在湖北省内二三级城市扩张提供后台保障；其次，由于整体配送中心面积扩大，布局更加完善，有助于公司非食品类商品直采业务，提高直采比例；最后，四大分物流配送中心均位于湖北省的外围，临近其他省份（咸宁临近湖南，浠水临近安徽和江西，恩施靠近重庆，襄樊临近河南），也为公司未来若进行临省扩张打下坚实的基础。

（2）江夏地区生鲜物流配送中心。占地 200 多亩，目前尚在规划中。预计建成后面积在 5 万平方米左右，今年年底可以使用一部分，11 年上半年全面建成投入使用。该物流配送中心全部采用冷链冷库形式，对于未来提升生鲜品类毛利率和竞争力有着重要的意义。

整体来看，公司未来的物流配送中心体系将分为常温和生鲜两个部分，常温物流将以吴家山物流配送中心为核心，周边分布咸宁、浠水、恩施、襄樊四个分物流配送中心；生鲜物流将主要依赖江夏生鲜物流配送中心。从战略意义来看，整个物流配送体系一方面可以应对省内密集布点的需求，另一方面也为未来若进行邻省扩张奠定基础；从对毛利率

贡献的角度来看，在建的物流中心全部投入使用后，有望贡献1个点以上的毛利率。

图4 公司未来的物流配送中心体系分布图



资料来源：金元证券研究所

省内尚有70%左右的扩张空间，可保证3-4年的快速增长

湖北省除武汉市外，还有12个地级市和63个县级市。从湖北省二、三线城市的连锁超市发展状况看，目前2/3的地级市开设大卖场(6000平方米以上)还处于导入阶段，80%左右的县级市还没有开设大卖场。另一方面，外资超市目前也主要在一线城市争夺网点资源，因此湖北省除武汉市外区域的大型超市竞争相对比较缓和。

若按每10-15万人口支撑一个大卖场、每个地级市平均可容纳6家、每个县级市平均可容纳1.5家计算，至少还可以容纳100家以上的中百仓储标准门店和数倍的便民超市，也就是说省内还有70%左右的扩张空间。

按照公司的扩张计划，2010年新增仓储超市20家左右，便民超市

50-60家，未来每年新增仓储超市10-15家，仍可保证至少3-4年的快速增长。

购物卡销售占比在20-30%左右

2010年一季度公司预收款项为9.36亿元，比上年度期末增加了44.72%，主要由于购物卡尚未消费的款项及机关事业单位预付的购货款增加。

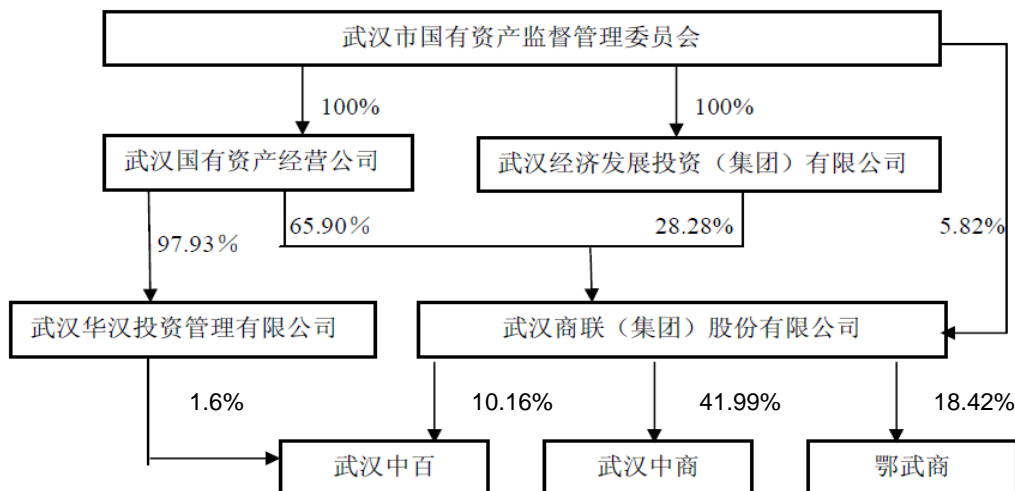
由于公司购物卡可以在所有仓储超市、便民超市和百货店通用，因此对于企业团购和个人消费者来说具有较强的吸引力。购物卡销售一般占公司收入比重的20-30%。公司今年计划推行与湖北省内餐饮企业的联名购物卡，销售占比有望进一步扩大。

购物卡销售占比的提升，一方面有利于公司的现金流状况，另一方面也有利于稳定和扩大公司的区域市场占有率。

武商联重组短期内推进的可能性不大

截止到2010年一季度，武商联集团分别持有武汉中百、鄂武商A和武汉中商三家上市公司10.16%、18.42%和41.99%的股权，均为第一大股东。

图表5 武商联集团的股权结构及持有公司股份的情况



资料来源：金元证券研究所

注：武汉国有资产经营公司另持有鄂武商2.43%的股份，武商联集团全资子公司武汉汉通投资有限公司持有鄂武商1.84%的股份，与武商联集团合计持有鄂武商22.69%的股份。

武商联集团自07年成立之初，就肩负着重组武汉中百、鄂武商A、武汉中商三家商业上市公司的重任。但从短期来看，重组推进的难度较大。原因包括：武商联集团目前持有武汉中百和鄂武商股份比例相对较低，不具备控股地位，协调三家上市公司全体股东利益具有一定难度；三家公司独立市场化运营时间较长，形成了各自鲜明且差异较大的企业文化，在资产重组和业态整合中，“组易合难”可能会成为突出问题，需要充分筹划后续上市公司主体的有效融合及稳定运营；业态整合涉及的人事安排及管理协同存在一定困难，需要一定时间进行妥善处理；受金融危机的影响，引入资产质量及运营状况优良的重组方也存在较大困难。

从长期来看，三家上市公司的重组整合是大势所趋，武汉中百预期将作为超市整合平台，区域控制力有望进一步加强，但具体对业绩有多大贡献还需视未来重组方案而定。

投资建议

随着CPI水平的恢复，公司一季度仓储超市同店增速已达11%，预计全年仍能维持10%左右的同店增长。此外随着直采比例的扩大和年底在建物流配送中心的逐步投入使用，公司的毛利率有望得到进一步的提升。预计公司10-11年的EPS分别为0.41元和0.58元，对应26倍和18倍PE，给予买入评级。

图表6 利润表预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入(亿元)	100.96	123.78	149.71
增长率(%)	16.73%	22.60%	20.95%
减: 营业成本(亿元)	82.64	100.84	121.15
销售毛利率(%)	18.14%	18.53%	19.08%
营业税金及附加(亿元)	0.65	0.79	0.96
销售费用(亿元)	11.02	13.50	16.27
管理费用(亿元)	3.76	4.81	5.85
财务费用(亿元)	0.25	0.18	0.26
资产减值损失(亿元)	0.01	0	0
加: 投资收益(亿元)	0.12	0	0
公允价值变动损益(亿元)	0	0	0
其他经营损益(亿元)	0	0	0
营业利润(亿元)	2.74	3.65	5.23
加: 其他非经营损益(亿元)	0.25	0.2	0.2
利润总额(亿元)	2.99	3.85	5.43
减: 所得税(亿元)	0.85	1.08	1.47

净利润(亿元)	2.14	2.78	3.96
减:少数股东损益(亿元)	0.01	0	0
归属母公司股东净利润(亿元)	2.13	2.78	3.96
增长率(%)	24.09%	30.30%	42.81%
EPS(元)	0.31	0.41	0.58

数据来源: 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.