

零售

报告原因：公司调研

武汉中百 (000759)

“物流+直采”打造核心竞争力

增持

维持评级

2011年1月7日

市场数据：2011年1月6日

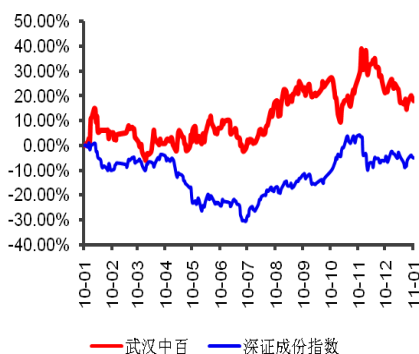
收盘价(元)	12.68
一年内最高/最低(元)	15.55/10.01
市净率	3.59
息率(分红/股价)	0.79%
A股流通市值(亿元)	86.89

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2010年09月30日

每股净资产(元)	3.56
资产负债率%	56.52
总股本/流通A股(万)	68102/68043
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员：樊慧远

执业证书号 S0760210080005

010-82190365

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

公司研究/调研简报

投资要点：

- **超市继续高速扩张步伐。**预计公司仓储超市业务 2010 年全年增速 20% 左右，同店增速 8%。公司今年以来新开仓储店 20 家（其中武汉市 6 家、湖北省内武汉市外 11 家，重庆地区 3 家，关店 5 家，其中重庆 3 家），新开门店多为食品加强型，面积 3000 平米左右，食品占比 40%，生鲜 30%、综合 30%。公司 2010 年 1-11 月便利店业务增速超过 10%，同店增速 4%-5%。便利店 2010 年新开 58 家，关店 23 家，新开店集中在武汉市内，总面积新增 200-300 平米。预计未来几年也将保持年均新开 15-20 家仓储门店、新开 60 家便利店的开店速度。公司目前只进入湖北省 80 多个县中不到一半的水平，二、三线城市和武汉市内的空白点为公司提供了广阔的外延扩张空间，公司计划五年内保持高速布点扩张的态势。
- **小型购物中心成为新突破点。**小型购物中心（百货+仓储+家电）是公司未来拟进入的业态，吴家山物流基地的中百仓储吴家山店由原来的 6000 平米扩建成 3 层总面积达 18000 平米的小型购物中心（一、二层以百货为主，百货总面积为 1.2 万平米，三层为超市），该购物中心已于 2010 年 12 月开业。吴家山购物中心所处商圈环境优越、物业成本较低，未来有望成为公司新的赢利增长点。公司在武汉市内南部建有江夏百货，在东部将老青山百货改造成购物中心，此外还在汉口北、中央商务区积极选址。同时，公司还在除武汉外的二线城市如襄樊、荆州、随州、来凤等地积极选址。
- **重庆地区扭亏值得期待。**公司 2004 年收购的重庆本地的山城超市一直处于亏损状态。2010 年 1-11 月重庆地区前台毛利率由 9% 提升到 11%，销售增长也在两位数以上，2010 年重庆地区亏损仍维持在超过 2000 万的水平。我们认为亏损的主要原因是：1、公司在重庆地区门店属于异地门店，品牌优势和一家能力难以有效发挥。2、超市形态主要是社区店和食品加强型门店，物流配送成本较高。公司拟在重庆渝北农业园区建西南最大零售企业物流配送中心（2 万平米），一期 2011 年 7、8 月投入使用，面积 1 万平米，二期预计 2012 年初投入使用。全部建成后年配送能力将达 30 个亿，年吞吐量 70 万吨，将大大降低物流配送成本，

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

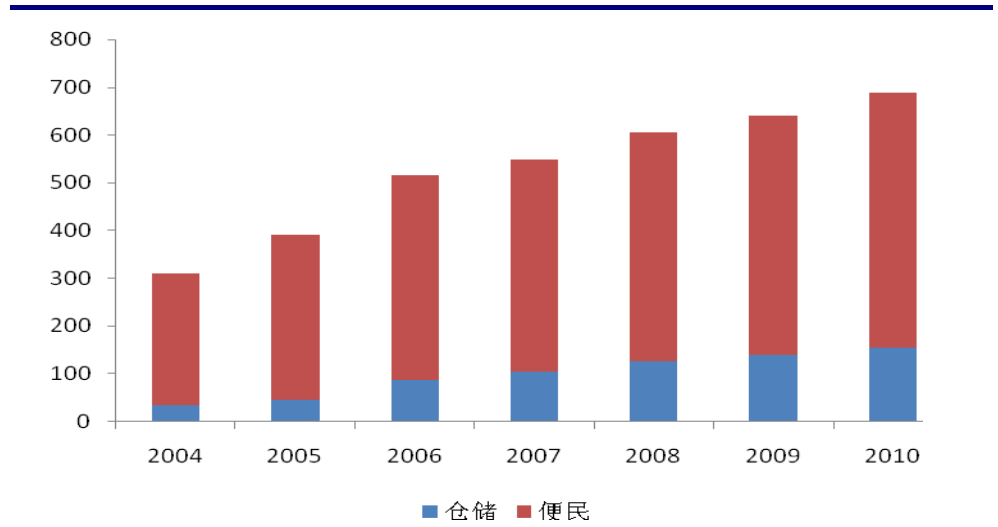


还能解决到货率的问题。届时，重庆中百仓储 90%的商品将改由物流中心配送，而目前此比例仅为 60%。

- **物流中心提供有力支持。**公司正在武汉市外建设 5 个物流中心，分别靠近重庆、江西、湖南、河南和安徽，各占地 50 亩。除浠水物流中心建设速度低于预期外，其余物流中心进度正常。目前中百便民店自配比例占销售收入的 50%左右，而仓储超市目前却只有 22%。随着物流中心陆续投入使用，中百便民店和仓储超市配送比例有望达到 100%和 50%。配送比例的提高有利于大大提高公司的经营效率和毛利率水平。物流中心建设为公司网络扩张和区域内渠道向二、三线城市下沉打下坚实的基础，公司计划未来按配送半径（100-150 公里）进行扩张。
- **自采模式范围扩大有望提高毛利率。**公司目前自采模式主要集中在非食品类，比例达到 4%左右，计划未来 5 年内逐步提升至 15%。公司采取直采方式的产品毛利率可达到 30%以上，通过供应商只有 18%左右。直采比例的加大不但可以减少中间环节带来的采购成本，并且节省了供货商收取的物流配送成本，使公司未来毛利率进一步提升，公司三四年后综合毛利率目标为 20%。
- **投资建议。**我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.4 元、0.53 元和 0.68 元，对应的动态 PE 分别为 31 倍、24 倍和 19 倍，考虑到公司的地区龙头地位、公司稳健的盈利能力和温和通胀带给超市行业的整体性集会，我们给予公司“增持”评级。
- **风险因素。**1、商圈竞争激烈程度超出预期；2、公司对业态结构的战略性调整影响中长期业绩；3、公司门店培育期低于预期；4、公司跨区域门店改善程度低于预期；5、租金及人工费用攀升导致费用高于预期。



图 1: 超市业务扩张情况 (家)



资料来源: 公司公告、山西证券研究所

注: 2006 年重庆 35 家门店并入

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。