



武漢中百 (000759.SZ)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	買進
	000759.SZ
	目標價: 16.9RMB
H 股	

基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價		14.25
股票代碼		000759.SZ
日成交量		40019900
52周最高價/最低價		10.01/15.55
發行股數(百萬股)		681
其中: 流通股(百萬股)		680
第一大股東	武漢商聯(集團)股份有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
000759.SZ	4.2%	18.4%	3.7%	10.6%
399106.SZ	2.9%	8.4%	-0.4%	-0.9%

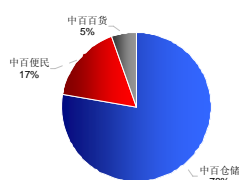
資料來源: 元富上海

股價相對大盤表現



資料來源: 元富上海

主營業態收入結構圖



資料來源: 元富上海

元富上海代表處

分析師: 劉偉
電郵: liuwei.sh@masterlink-cn.com

供應鏈管理和外延擴張驅動公司業績增長

- **行業規模有望5年翻一倍。**超市行業在2004年-2009年五年間規模翻了一番，這種規模擴張趨勢將有望延續。超市行業根本驅動因素在於消費，一方面城鎮化發展帶動顧客規模擴大，另一方面人均收入提高，單一顧客消費額提高。
- **湖北省經濟水準在中部位於前列，區域經濟環境利於公司發展。**湖北省人均GDP高於全國平均水準，社會消費品零售總額及人均可支配收入在中部地區均處於前列；武漢作為一個相對飽和的市場，隨著經濟的發展和城市的擴張，仍有一定的開店空間。另外公司還可以繼續向省內二三線城市下沉，二三線城市居民消費能力的提高，使得公司拓展空間進一步擴大。
- **超市業務是公司營收的核心，占公司總營收比重為94%。**公司主營業務為中百倉儲超市、便民超市和百貨，其中中百倉儲超市營收占總營業收入的77.51%；中百便民超市占公司總營業收入的16.83%；中百百貨公司占總營收的5.14%。
- **供應鏈管理和門店擴張是公司未來穩健成長的基石。**規模和供應鏈管理是超市行業競爭力的核心。公司直接採購比例近年來穩步上升，隨著規模和直采比例的提升，公司毛利率呈現上升趨勢；物流方面，公司具備相對完備的物流體系，在國內超市中處於領先水準。
- **評價及投資建議：**我們認為公司作為區域性連鎖超市，擴張穩健，供應鏈管理方面有較好的能力，同時注重物流配送中心的建設，為其門店擴張和長遠發展奠定基礎。我們預估公司2011年EPS為0.53元，給予公司2011年PE為32倍，給予“買進”評級，目標價為16.9元。

主要財務分析

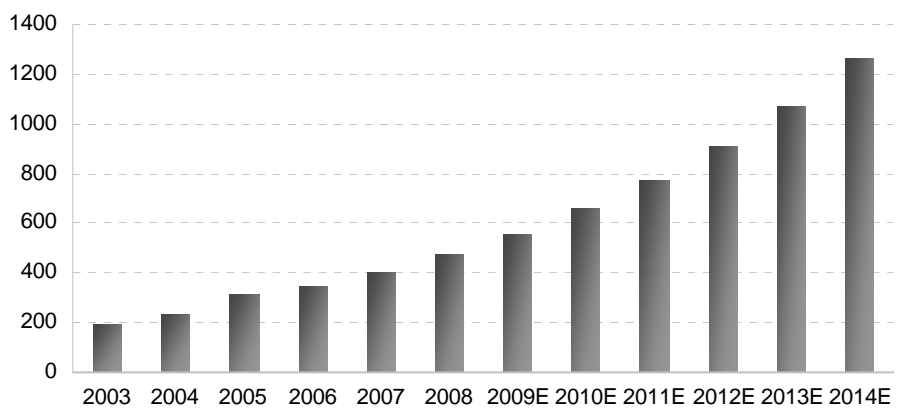
	2007	2008	2009	2010(F)	2011(F)
主營業務收入	6,959.42	8,649.13	10,096.04	12,400.31	14,853.00
年增率(%)	29.24%	24.28%	16.73%	22.82%	19.78%
主營業務利潤	141.31	222.18	261.84	361.74	485.75
年增率(%)	51.13%	57.24%	17.85%	38.16%	34.28%
淨利潤	127.17	171.89	213.30	287.64	358.67
年增率(%)	54.98%	35.16%	24.09%	34.85%	24.69%
每股收益	0.38	0.31	0.38	0.42	0.53
市盈率(倍)	49.47	26.86	34.61	32.81	26.32
市淨率(倍)	6.14	3.33	4.30	4.62	4.07
股價/經營現金	155.75	29.62	58.80	84.43	43.23
ROA(%)	3.81%	4.14%	4.61%	5.55%	6.15%
ROE(%)	12.32%	10.86%	12.48%	14.07%	15.46%
現金股利率	1.07%	1.79%	1.09%	1.08%	1.08%

資料來源: 元富上海

行業規模有望5年翻一倍

據中國連鎖經營協會定義，超級市場為實行自助服務和集中式一次性付款的銷售方式，以滿足消費者對基本生活用品一次性購足需要的零售業態。超市從食品到家庭日用雜品、從服裝到家電，從玩具到傢俱，無一不有。在2004到2009年間，超市行業規模翻了一倍多，2004年超市行業規模為234億元，2009年增加到559億元，增漲了1.39倍。隨著經濟發展以及消費的升級，我們認為這一擴張趨勢有望延續下去，據中國連鎖經營協會預測，到2014年超市的規模將達到1265億元，比2009年增加1.26倍。

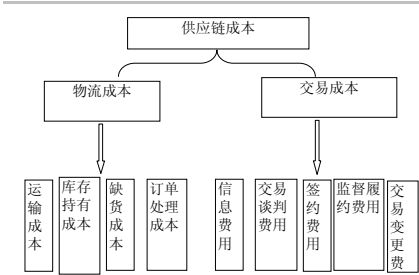
超市規模將五年翻一倍（億元）



資料來源：元富上海

規模和供應鏈是行業競爭優勢

供應鏈成本結構



資料來源：元富上海

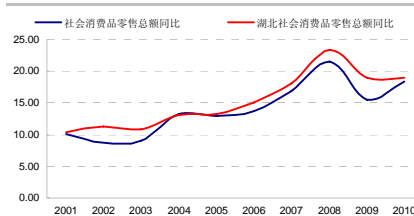
規模效應一方面可以帶來議價能力的提升，超市行業並不從事生產，營業成本由採購成本和物流成本構成。採購成本直接體現公司的議價能力，而公司對上游的議價能力與規模是緊密相連的。隨著規模的擴大，成本可以逐漸被分攤，議價能力也逐漸提高，隨之而來的就是毛利率的上升。另一方面當超市擁有了相當數量的店鋪，就可以形成連鎖規模效應，才能消化配送中心和總部的成本。大多數的內資超市正是在這一因素的驅動下開始大量的擴張門店數量，在短時間內發展壯大起來。

供應鏈成本主要包括物流成本和交易成本。物流成本直接反應購銷差價，而交易成本則與銷售費用和管理費用相關。超市行業中銷售費用是主要費用，約占銷售收入的13%左右，其次是管理費用，約占銷售收入的3%左右。目前中國的超市對供應商的態度較為強勢，主要體現在應付賬款期較長和向供應商收取費用繁多，因此佔用供應商賬款作為公司營運和再投資資金的空間有限，而與供應商多合作可以獲得更低的交易成本。在物流成本方面，中國超市大多數採用第三方物流，未來發展方向將是直接轉運戰略，即未來物流配送中心是協調點而不是儲存點。通過庫存協調，達到風險分擔的目的，盡可能大的將物流成本降到極限。

湖北省經濟水準在中部位於前列，
區域經濟環境利於公司發展

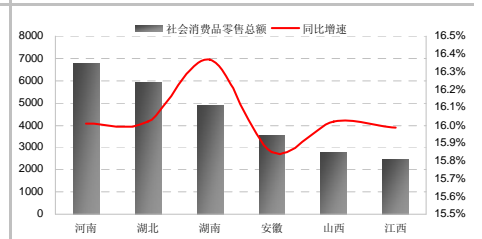
由於沿海經濟的迅猛發展，湖北省經濟發展在一段時間出現了落後，人均GDP 增速和社會消費品零售總額增速均低於全國平均水準。但從2006年開始湖北省 社會消費零售總額的增速持續高於全國平均水準並逐步擴大差距。同時湖北省 人均GDP的增速從2003年開始一直高於全國平均水準，差距最高達到12%， 2009年是高於全國人均GDP同比增速5.6%。另外，在區域方面，湖北省社會消 費品零售總額在中部幾省中位居第二，同比增速也較其他幾省靠前；總體人均 可支配收入水準在我國中部六省中居前位，其中城鎮和農村居民可支配收入絕 對值分別排列第三和第二。這些資料都顯示出了湖北省具有較高的消費能力， 同時說明湖北三線城市甚至是縣級市的消費能力仍有一定的提升空間，這些區 域經濟環境都為公司未來發展奠定了良好的經濟基礎。

湖北與全國社會消費品零售額同比



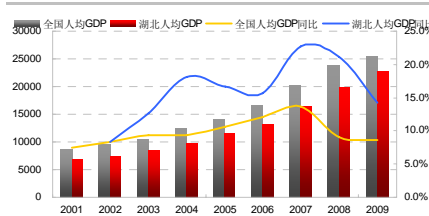
資料來源：元富上海

中部社會消費品零售額及同比(09)



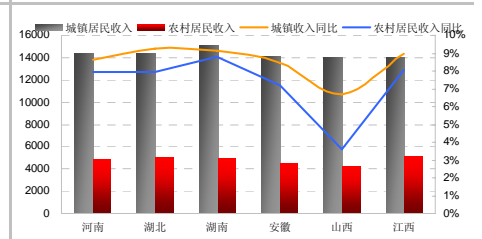
資料來源：元富上海

湖北與全國人均 GDP 及增長情況



資料來源：元富上海

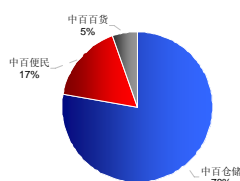
中部城鎮與農村人均可支配收入及同比(09)



資料來源：元富上海

超市業務是公司營收的核心，占公 司總營收比重為94%。

武漢中百業態營收占比情況 (2010 中)



資料來源：元富上海

武漢中百屬於區域性的商業零售龍頭，其主營為超市業務和百貨業務，其中超 市業務是其核心業務。而在超市業務中又細分為中百倉儲超市和中百便民超 市。中百倉儲超市是公司營收和利潤的主要來源。2010年半年報顯示，中百倉 儲超市公司實現營業收入46.93億元， 占公司總營業收入的77.51%，中百便民 超市公司實現營業收入10.19億元， 占公司總營業收入的16.83%，中百貨公 司實現營業收入3.11億元， 占公司總營業收入的5.14%。

中百倉儲超市的門店面積一般較大，總經營面積超過6000平方米以上的大賣場約 20家，總經營面積在2000-6000平方米之間的超市約有70家，總經營面積小於 2000平方米的超市約50家，輻射半徑在2公里以上。倉儲超市屬於大賣場業態， 商品類別較多，消費者可以一次性購買所需要的東西，因此比較適合中部地區 尤其是二三線城市地區的發展。中百倉儲超市近年來的發展方向基本是以湖北



省內為核心，向省內二三線城市甚至是縣級市地區輻射，並且二三線城市和縣級市可成為未來發展的重點。中百倉儲自從1998年6月第一家門店唐家墩購物廣場開業以來，一直處於穩步擴張中，截至2010年三季度，中百倉儲共有147家門店，其中武漢市區57家、湖北省內55家、重慶市35家。公司計畫每年新開15-20家門店，我們認為該新增速度可以維持3-5年。

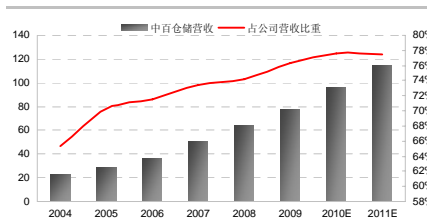
中百倉儲超市網點擴張情況 (3Q2010)

	2005	2006	2007	2008	2009	3Q2010
網點數量 (家)	43	85	104	125	139	147
武漢市		50	34	45	52	57
新增	8	4	6	11	7	5
湖北省			32	44	51	55
新增		6	10	12	7	4
重慶市		35	38	36	36	35
新增	2	33	3	-2	0	-1
新增合計 (家)	10	43	19	21	14	8

資料來源：元富上海

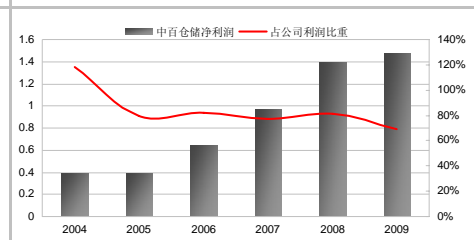
在中百倉儲營收方面，近幾年來，中百倉儲超市營收都一直保持較高增速，每年保持20%以上的成長，同時中百倉儲占總營收比重逐年提高，從2007年的73.37%提高到2009年的76.29%；中百倉儲淨利潤今近幾年也保持30%以上的成長，占公司總利潤比重在68%左右，但是2009年無論是營收還是淨利潤增速較往年都有所下降，主要是由於經濟危機和CPI下行所導致的同店增速的下降，並且在這一背景下競爭加劇引起的打折促銷力度加大導致毛利率下降。2010年上半年，中百倉儲實現營業收入46.93億元，同比增長22.15%。而2010年隨著經濟回緩和CPI的不斷上升，中百倉儲的收入及毛利均有較好的回升。我們預估2010年中百倉儲將實現營收96.2億元，同比增長24.9%；鑒於每年公司門店規模穩步擴張，以及門店規模效應帶來的物流成本的下降，我們預估2011年將實現營收115.1億元，同比增長19.6%。

中百倉儲營收占比情況



資料來源：元富上海

中百倉儲淨利潤占公司利潤比重較高



資料來源：元富上海



中百便民超市方面，中百便民經營的超市面積一般在2000平米以下，有90%的門店主要集中在武漢，另外黃石、鄂州市、孝感市有幾十家門店，加盟店67家。中百便民超市主要經營包裝食品、生鮮食品和日用品，屬於標準超市業態。門店輻射半徑1公里左右，顧客以居民為主。2010年三季報顯示，中百便民超市516家，其中直營店453家，加盟店有63家，直營店的比例高達87.8%。公司計畫每年新開50-60家便利超市，我們認為隨著未來武漢新市區的不斷開發、武漢周邊市區以及農村市場仍存在較大的發展空間，從而使得公司的開店能力得到一定保障。

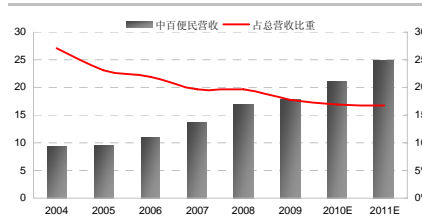
中百便民門店擴張狀況

	2005	2006	2007	2008	2009	3Q2010
門店數	347	430	443	479	500	516
淨增門店	71	83	47	36	21	16

資料來源：元富上海

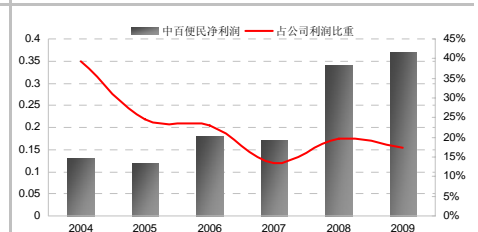
中百便民在其經營的區域內具有一定的優勢，面臨競爭較小，其不斷增加的增值業務如公交IC卡充值、水電費帶收、電子售卡、固定電信代辦等，進一步提高了市區居民的進店意願。在營收方面，中百便民近年來的營收和淨利潤率均有穩步提升，2009年實現營收18.01億元，淨利潤3737萬元，分別同比增長6.26%和8.75%；淨利潤率進一步提升到2.07%。2010年中報顯示，中百便民超市實現營收10.19億元，占總公司營收的16.83%；我們預估2010年中百便民將實現營收20.99億元，同比增長16.6%，2011年將實現營收24.8億元，同比增長18.2%，我們認為雖然中百便民不能取代中百倉儲的主導地位，但是對於提高中百的品牌知名度以及集中客流方面都是有利的。

中百便民營收占比情況



資料來源：元富上海

中百便民淨利潤占公司利潤比重



資料來源：元富上海

在百貨業務方面，公司旗下現有4家百貨門店，分別是中心百貨大樓、青山百貨商場、江夏中心百貨以及今年上半年開業的監利購物中心，其中前三家位於武漢市內，後一家則位於荊州市。公司百貨業務目前對收入和利潤的貢獻不大，2010年上半年百貨業務實現營收3.11億元，占總營收比重的5.13%，而淨利潤率基本維持在3-4%。百貨業務占總營收比重穩定在5%左右，對公司整體收入和利潤的影響並不大。

供應鏈管理和門店擴張是公司未來穩健成長的基石

供應拉鏈主要體現在採購和物流兩個方面，而這兩方面又是相互依賴的，因為公司物流方面配送中心的建設，目的就是提高自配比例，從而可以儘量減少對經銷商的依賴，跨過經銷商分成，擴大直采比例（公司將直接由供應商供貨，跳過經銷商，毛利率在30%以上的商品定為直采），從而提高毛利率，提高盈



利能力。目前公司倉儲超市自配比例為20%、便民超市為50%；公司直采比例在4%左右，並計畫在5年內提高到10%。配送方面，公司具備相對完備的物流體系，在國內超市中處於領先水準。目前公司最主要的配送中心為吳家山配送中心和武漢漢鵬配送中心，日配送能力可滿足700多家超市的配送服務，很好的覆蓋了武漢市及周邊地區。同時公司還在籌建浣水配送中心、恩施、鹹寧、襄樊和江夏生鮮物流配送中心，配送中心的建成可以大大提高公司自配比例，目前中百便民自配比例占銷售收入的50%左右，而倉儲超市目前只有22%，隨著物流中心陸續投入使用，中百便民店和倉儲超市配送比例有望達到100%和50%。配送比例的提高有利於大大提高公司的經營效率和毛利率水準，同時也為公司進行渠道下沉打下堅實的基礎。

盈利預測

在規模擴張方面，公司主要還是以湖北省內為核心，繼續向二三線城市甚至是縣級市滲透，計畫每年15-20家中百倉儲超市和50-60家便民超市，其中倉儲超市第二年能實現盈虧平衡，而第一年銷售收入可達成熟門店的70%，而便民超市當年便能盈利。在省外市場方面，由於重慶門店還沒有實現盈利，公司擴張較謹慎，可能會調整戰略。

我們認為公司作為區域性連鎖超市，擴張穩健，供應鏈管理方面較好的能力，同時注重物流配送中心的建設，為其門店擴張和長遠發展奠定保障。我們預估2010年全年將實現營收124億元，同比增長22.82%；歸屬於母公司所有者的淨利潤為2.87億元，同比增長34.85%；2011年全年實現營收為148.53億元，同比增長為19.78%；歸屬於母公司所有者的淨利潤為3.58億元，同比增長24.69%。公司2010-2011年EPS分別為0.42元和0.53元，對應於當前股價，公司2010-2011年動態PE分別為33.9倍和26.9倍，我們給予2011年PE32倍，目標價為16.9元，給予“買進”評級。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10(F)	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2009	2010(F)	2011(F)
營業收入	3,440	2,615	2,755	3,590	4,120	3,118	3,310	4,305	8,649	10,096	12,400	14,853
營業成本	2,812	2,127	2,270	2,946	3,372	2,558	2,716	3,489	7,073	8,264	10,155	12,135
營業毛利	628	488	485	644	749	560	594	816	1,576	1,832	2,245	2,718
營業費用	513	451	416	503	593	483	508	649	1,354	1,570	1,884	2,233
營業利潤	115	37	69	141	156	77	86	167	222	262	362	486
營業外收入	5	25	8	7	6	5	6	5	20	39	45	22
營業外支出	2	1	2	2	1	1	1	1	2	2	6	3
利潤總額	118	61	75	146	161	81	91	172	240	299	400	505
所得稅	34	18	21	40	46	24	27	49	68	85	113	146
少數股東損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
歸屬母公司淨利潤	84	43	55	106	114	57	64	123	172	213	288	359
每股收益	0.12	0.06	0.08	0.16	0.17	0.08	0.09	0.18	0.31	0.38	0.42	0.53
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10(F)	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2,009	2010(F)	2011(F)
營業收入	25.36	(23.98)	5.37	30.29	14.76	(24.32)	6.16	30.06	24.28	16.73	22.82	19.78
營業利潤	39.23	(68.11)	86.95	105.19	10.28	(50.68)	12.52	93.80	57.24	17.85	38.16	34.28
利潤總額	17.95	(48.29)	23.03	94.33	9.93	(49.41)	12.44	88.12	40.79	24.52	33.92	26.09
歸屬母公司淨利潤	17.55	(48.50)	27.34	93.22	7.98	(50.05)	12.42	90.93	35.16	24.09	34.85	24.69
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10(F)	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2008	2,009	2010(F)	2011(F)
毛利率	18.27	18.65	17.61	17.94	18.17	17.95	17.95	18.95	18.23	18.15	18.11	18.30
營業利潤率	3.35	1.41	2.49	3.93	3.77	2.46	2.61	3.89	2.57	2.59	2.92	3.27
總利潤率	3.43	2.34	2.73	4.07	3.90	2.60	2.76	3.99	2.78	2.96	3.23	3.40
歸屬母公司淨利率	2.43	1.65	1.99	2.95	2.78	1.83	1.94	2.85	1.99	2.11	2.32	2.41

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貨幣資產	636	761	873	1,091	淨利潤	171	215	287	359
短期投資	0	0	0	0	折舊與攤銷	166	190	190	192
應收帳款	17	98	113	124	投資收入	12	(12)	(20)	0
存貨	1,050	1,111	1,354	1,618	營運資金變化	126	290	127	51
其他流動資產	164	275	278	289	其他	3	0	(1)	0
流動資產	1,867	2,244	2,618	3,122	來自營運之現金流量	478	684	584	601
長期投資	99	39	24	20	資本支出	395	377	360	350
固定資產	1,594	1,657	1,827	1,985	長投增減	1	83	80	70
其他資產	587	701	705	706	其他	(3)	(61)	(62)	(63)
總資產	4,147	4,642	5,173	5,833	來自投資之現金流量	(398)	(355)	(342)	(343)
短期借款	207	341	300	310	自由現金流量	80	328	242	258
應付帳款	1,344	1,667	2,031	2,334	借款增(減)	492	(123)	(50)	40
其他流動負債	777	831	784	812	現金股利支出	94	80	80	80
流動負債	2,328	2,839	3,115	3,455	其他	300	0	0	0
長期負債	239	67	17	57	來自融資之現金流量	98	(203)	(130)	(40)
其他長期負債	0	22	0	0	匯率調整	0	0	0	0
總負債	2,567	2,928	3,132	3,513	本期產生之現金流量	178	125	112	218
普通股股本	561	561	681	681	Ratio Analysis				
資本公積金	607	607	607	607	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
累計留存收益	396	529	737	1,016	ROA(%)	4.14%	4.61%	5.55%	6.15%
少數股權	16	17	17	17	ROE(%)	10.86%	12.48%	14.07%	15.46%
股東權益	1,580	1,714	2,042	2,320	ROCE(%)	21.45%	34.08%	41.15%	48.60%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟惟屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			