

2011年3月28日

# 武汉中百

## 试水便利业态，DC建设进入收获期

**A**
**买入**

000759.SZ - 人民币 12.80

目标价格: 人民币 13.90

**郑媛**

(8621) 6860 4866 分机 8517

yuan.zheng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110252

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	2	(8)	2	11
相对新华富时	(3)	(12)	(1)	20
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	681
流通股(%)	95
流通股市值(人民币 百万)	8,281
3个月日均交易额(人民币 百万)	148
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
武商联	10

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

2010年公司销售收入同比增长17.6%至118.7亿元, 全年核心净利润同比增长17.8%。核心每股收益0.341元, 低于预期。

### 支撑评级的要点

- 2010年武汉中百仓储和便民同店增长为9%和4%, 重庆地区同店增长也达到13%。
- 得益于销售规模提升和加强源头直采, 公司毛利率水平进一步改善。分区域分析, 湖北省和重庆地区毛利率分别同比提高0.9%和0.3%。
- 公司在武汉市开设“好邦”便利, 尝试进入24小时便利的新业态, 并计划2011年新开50家左右。目前武汉市尚无成熟的24小时便利店品牌, 行业竞争尚不激烈。基于公司熟悉区域市场和成熟的供应商资源, 我们看好该业态的发展前景。

### 评级面临的主要风险

- 租金及人工费用攀升导致费用高于预期。
- 供应链优化对经营效率提升低于预期。

### 估值

- 今年下半年公司省内常温分配送中心将陆续投入使用。我们认为配送体系建设着眼于后台库存优化和供应链管理提升, 长期看来有助于提升采购和配套服务水平, 为网络扩张和区域内渠道向二三线城市下沉打下坚实基础。我们将2011和2012年盈利预测小幅下调10%和7%。维持**买入**评级, 我们的目标价格维持13.90元。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,096	11,872	14,593	17,546	21,206
变动(%)	17	18	23	20	21
核心净利润(人民币 百万)	213	250	289	359	457
全面摊薄每股收益(人民币)	0.313	0.368	0.425	0.528	0.671
变动(%)	24.1	17.6	15.3	24.2	27.2
市场预期每股收益(人民币)	-	0.403	0.503	0.632	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.470	0.568	0.630
调整幅度(%)	-	-	(9.7)	(7.1)	6.6
核心每股收益(人民币)	0.290	0.341	0.425	0.528	0.671
变动(%)	20.5	17.7	24.6	24.2	27.2
全面摊薄市盈率(倍)	40.9	34.7	30.1	24.3	19.1
核心市盈率(倍)	44.2	37.5	30.1	24.3	19.1
每股现金流量(人民币)	0.73	0.20	0.83	0.81	1.07
价格/每股现金流量(倍)	17.4	63.7	15.4	15.9	11.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	15.5	12.6	10.1	7.7
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
股息率(%)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 下调盈利预测，维持买入

2010年公司销售收入同比增长17.6%至118.7亿元，但是销售和管理费用率小幅上升导致净利润仅同比增长17.6%。期内公司处置荆州中百100%股权录得收益1,800万元。若剔除此项一次性股权转让收益以及补贴等非经常损益影响，全年净利润同比增长17.8%。核心每股收益0.341元，低于预期。

今年下半年公司省内常温配送中心将陆续投入使用。我们认为配送体系建设着眼于后台库存优化和供应链管理提升，长期看来有助于提升采购和配套服务水平，为网络扩张和区域内渠道向二三线城市下沉打下坚实基础。我们将2011和2012年盈利预测小幅下调10%和7%。维持**买入**评级，我们的目标价格维持13.90元。

**图表 2. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动(%)
<b>营业收入</b>	10,096	11,872	17.6
营业税金及附加	(65)	(81)	23.8
营业成本	(8,264)	(9,614)	16.3
销售费用	(1,102)	(1,357)	23.1
管理费用	(376)	(488)	29.6
<b>经营利润</b>	288	333	15.6
非经常性损益	37	44	17.3
财务费用	(25)	(19)	(23.4)
利润总额	299	357	19.6
所得税	(85)	(107)	26.0
税后利润	214	250	17.0
<b>归属母公司净利</b>	213	251	17.6
经常性净利	197	232	17.8
<b>主要比率 (%)</b>			
毛利率	18.1	19.0	
经营利润率	2.9	2.8	
净利润率	2.0	2.0	
销售和管理费用率	14.6	15.5	

资料来源：公司数据

**图表 3. 销售费用拆分**

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动(%)
工资	368	482	30.9
租赁费	225	264	17.4
电费	179	210	17.7
折旧费	91	102	11.1
长期待摊费用	62	77	23.1
保洁费	32	45	41.5
宣传费	27	36	30.6
广告费	12	21	69.9
差旅费	26	19	(27.5)
职工福利费	14	11	(19.4)
其他	66	91	37.2
<b>合计</b>	1,102	1,357	23.1

资料来源：公司数据

## 重庆业务尚无明显改观

期内公司综合毛利率同比提高 0.9 个百分点至 19%。分区域分析，湖北省和重庆地区毛利率分别同比提高 0.9%和 0.3%。公司着力对社区便民超市生鲜区域硬件改善，净菜冷链和熟食入柜销售提档升级基本完成。确立以蔬果、冷冻、即食为主的经营类别，扩大精品净菜、高档水果经营比重，扩大早餐、便当品种，强化生鲜品类的集客力。2010 年新增会员 66 万人，会员总数达 344 万人。会员消费 43 亿元，占总销售收入的 36.2%。

重庆地区营业收入同比增长 13.3%，增速落后于上半年的 17.3%。我们预计中百重庆仓储全年经营性亏损在 1,500 万左右，减亏并不明显。今年年初公司已经调整了重庆业务的领导班子，并对门店网络进行进一步梳理。2010 年年初位于渝北农业园区的中百重庆物流配送中心开工建设。我们预计重庆地区配送中心将于今年年内投入使用。公司重庆门店扩张已经停滞两年，我们判断公司将在配送中心等后台系统到位后重启开店计划，并且门店布局也将走出主城区。

## 试水便利业态，DC 建设进入收获期

2010 年公司净增仓储超市 15 家（武汉 6，省内二线城市 10 家），关闭 5 家（省内 1 家，重庆 4 家）。便民超市净增直营门店 35 家。公司连锁网点总数达 679 家，其中仓储超市网点 154 家（武汉 58，湖北省其他地区 61，重庆 35），便民超市 520 家（其中加盟 56 家），百货 5 家。

此外，公司在武汉市开设“好邦”便利，尝试进入 24 小时便利店的新业态，并计划 2011 年新开 50 家左右。据网络报道，截至今年 1 月已经开出八家门店。目前武汉市尚无成熟的 24 小时便利店品牌，行业竞争尚不激烈。基于公司熟悉区域市场和成熟的供应商资源，我们看好该业态的发展前景。2010 年武汉汉鹏物流二期工程按规划完成扩建改造，投入运营。江夏低温物流配送中心已经完成基础框架工程。省内咸宁、恩施分配送中心将于 6-7 月交付使用；浠水、襄樊分配送中心也将于年底建成。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,096	11,872	14,593	17,546	21,206
销售成本	(8,329)	(9,695)	(11,908)	(14,294)	(17,247)
经营费用	(1,287)	(1,625)	(2,020)	(2,447)	(2,953)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>479</b>	<b>553</b>	<b>665</b>	<b>805</b>	<b>1,006</b>
折旧及摊销	(191)	(220)	(234)	(264)	(323)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>288</b>	<b>333</b>	<b>431</b>	<b>541</b>	<b>683</b>
净利息收入(费用)	(25)	(19)	(27)	(38)	(44)
其他收益/(损失)	36	44	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>299</b>	<b>357</b>	<b>404</b>	<b>503</b>	<b>639</b>
所得税	(85)	(107)	(113)	(141)	(179)
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(3)	(3)
<b>净利润</b>	<b>213</b>	<b>250</b>	<b>289</b>	<b>359</b>	<b>457</b>
<b>核心净利润</b>	<b>197</b>	<b>232</b>	<b>289</b>	<b>359</b>	<b>457</b>
每股收益(人民币)	0.313	0.367	0.425	0.528	0.671
核心每股收益(人民币)	0.290	0.341	0.425	0.528	0.671
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
收入增长(%)	17	18	23	20	21
息税前利润增长(%)	9	16	29	26	26
息税折旧前利润增长(%)	7	15	20	21	25
每股收益增长(%)	24	17	16	24	27
核心每股收益增长(%)	21	18	25	24	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	794	603	826	1,100	1,560
应收帐款	39	46	57	68	83
库存	1,161	1,425	1,824	2,149	2,624
其他流动资产	255	329	463	610	811
<b>流动资产总计</b>	<b>2,249</b>	<b>2,404</b>	<b>3,170</b>	<b>3,927</b>	<b>5,077</b>
固定资产	1,820	2,003	2,128	2,212	2,244
无形资产	186	183	180	177	174
其他长期资产	379	386	395	385	330
<b>长期资产总计</b>	<b>2,386</b>	<b>2,571</b>	<b>2,702</b>	<b>2,774</b>	<b>2,748</b>
<b>总资产</b>	<b>4,634</b>	<b>4,975</b>	<b>5,872</b>	<b>6,701</b>	<b>7,825</b>
应付帐款	1,240	1,316	1,635	1,880	2,232
短期债务	299	341	372	439	475
其他流动负债	1,205	1,243	1,565	1,785	2,125
<b>流动负债总计</b>	<b>2,743</b>	<b>2,900</b>	<b>3,571</b>	<b>4,104</b>	<b>4,832</b>
长期借款	70	70	70	70	70
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	681	681	681	681	681
储备	1,123	1,305	1,528	1,822	2,214
<b>股东权益</b>	<b>1,804</b>	<b>1,986</b>	<b>2,209</b>	<b>2,503</b>	<b>2,895</b>
少数股东权益	17	19	21	24	28
<b>总负债及权益</b>	<b>4,634</b>	<b>4,975</b>	<b>5,872</b>	<b>6,701</b>	<b>7,825</b>
每股帐面价值(人民币)	2.65	2.92	3.24	3.67	4.25
每股有形资产(人民币)	2.38	2.65	2.98	3.42	4.00
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.62)	(0.28)	(0.56)	(0.87)	(1.49)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	299	357	404	503	639
折旧与摊销	191	220	234	264	323
净利息费用	25	19	27	38	44
运营资本变动	312	26	478	287	451
支付税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(328)	(486)	(578)	(542)	(726)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>500</b>	<b>137</b>	<b>565</b>	<b>549</b>	<b>731</b>
购买固定资产净值	(280)	(315)	(295)	(265)	(235)
投资减少/增加	(23)	14	(10)	(9)	(5)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(303)</b>	<b>(301)</b>	<b>(305)</b>	<b>(274)</b>	<b>(240)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(77)	42	31	67	37
支付股息	(68)	(68)	(68)	(68)	(68)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(145)</b>	<b>(26)</b>	<b>(37)</b>	<b>(1)</b>	<b>(32)</b>
现金变动	51	(191)	222	274	460
期初现金	743	794	603	826	1,100
公司自由现金流	197	(165)	259	275	491
权益自由现金流	120	(123)	290	342	528

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	4.7	4.7	4.6	4.6	4.7
息税前利润率	2.9	2.8	3.0	3.1	3.2
税前利润率	3.0	3.0	2.8	2.9	3.0
净利率	2.1	2.1	2.0	2.0	2.2
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
利息覆盖率	10.4	15.4	16.2	14.2	15.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	40.9	34.9	30.1	24.3	19.1
核心业务市盈率	44.2	37.5	30.1	24.3	19.1
目标价对应核心业务市盈率	48.0	40.8	32.7	26.3	20.7
盈率					
市净率	4.8	4.4	3.9	3.5	3.0
价格/现金流	17.4	63.7	15.4	15.9	11.9
企业价值/息税折旧前利润	17.3	15.5	12.6	10.1	7.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	48.5	48.7	49.8	41.3	41.1
应收帐款周转天数	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
应付帐款周转天数	40.4	39.3	36.9	36.6	35.4
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	31.9	27.3	23.5	19.0	14.9
净资产收益率	12.2	13.2	13.8	15.3	16.9
资产收益率	4.6	4.9	5.7	6.2	6.8
已运用资本收益率	13.4	14.6	16.9	18.9	21.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371