

**评级：审慎推荐**
**商贸/超市**
**公司研究报告**

 第一创业研究所  
 吕丽华 S1030207080530

 电 话：0755-82485024  
 邮 件：lvlihua@fcsc.cn

## 武汉中百（000759）

### ——业绩低于预期，重在人力成本上升

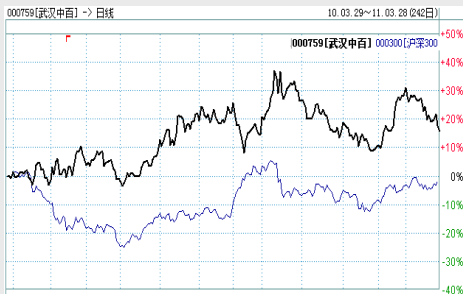
#### 交易数据

52周内股价区间（元）	10.10-15.55
总市值（百万元）	8717.06
流通股本（百万股）	680.43
流通股比率（%）	99.91%

#### 资产负债表摘要(12/10)

股东权益(百万元)	2509.19
每股净资产（元）	3.66
市净率（倍）	3.50
资产负债率（%）	57.25

#### 公司与沪深300指数比较



#### 相关报告

《武汉中百 2009 年报分析》  
 《武汉中百 2009 年中报分析》  
 《武汉中百 2008 年报分析》  
 《武汉中百 2008 年中报分析》  
 《武汉中百深度调研报告》  
 .....

#### 摘要

- **业绩略低于预期** 报告期内，公司实现营业收入 118.72 亿元，同比增长 17.6%；营业利润 3.33 亿元，同比增长 21.7%；归属于上市公司股东的净利润 2.51 亿元，同比增长 17.59%；每股收益 0.37 元。扣非后，实现归属于上市公司股东的净利润为 2.14 亿元，同比增长 12.51%；每股收益 0.32 元。利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税）。业绩低于我们之前 0.38 元的预测，主要原因是本期支付职工工资及为职工支付的养老保险大幅增长 35.46%，人均工资上涨 27.49%，超出我们预期。另外，实际所得税率 29.97%，也超过我们之前 28% 的预期。
- **直采比例上升，继续拉高毛利率** 报告期内，公司毛利率达 19.02%，同比上升了 0.87 个百分点。其中超市和百货的毛利率均有提高，毛利率 18.7%，同比上升了 0.75 个百分点；百货毛利率 20.76%，同比上升了 0.19 个百分点。毛利率的持续提升，主要原因在于公司进一步扩大商品自采范围，全年仓储公司直采商品销售达 3.62 亿元，同比增长 53.18%，直采销售占比达 4.05%，同比上升了 0.89 个百分点；便民公司直采商品销售达 1.33 亿元，同比增长 68.07%，真采商品销售占比达 5.85%。
- **工资及租金等费上升，推动期间费用率增长** 报告期内，期间费用率 15.7%，同比增长 0.8 个百分点，主要原因是职工工资及职工养老保险等费用增长、新开门店增加租金及水电费等支出所致。其中，销售和管理费用率分别增长了 0.51、0.38 个百分点至 11.43%、4.11%。
- **净增门店速度不减，拓展 24H 便利店和迷你摩尔新业态** 报告期内，公司新增仓储超市 20 家，便民超市 58 家，但由于部分门店因租赁合同以及城市改造拆迁等市政工程影响，仓储超市关闭了 5 家（其中省内 1 家，重庆 4 家），净增门店 15 家；便民超市关闭 23 家直营店，净增直营店 35 家。截止报告期末，公司连锁网点总数达 679 家，其中仓储超市 154 家（武汉市 58 家，湖北省内 61 家，重庆市 35 家），便民超市 520 家（含加盟店 56 家），百货店 5 家。报告期内，公司 24 小时便利店和小摩尔拓展顺利，12 月 26 日西马好邦便民店变身为公司及武汉第一家 24 小时的便利店，截止 1 月，首批 8 家 24 小时便利试店均已营业；公司本期出售了荆州百货，但新开了湖北监利和武汉东西湖吴家山为两个购物中心。
- **百货和超市销售各有增长，湖北地区仍是收入主要来源** 报告期内，超市实现营业收入 112.52 亿元，同比增长 18.39%；百货实现营业收入 6.02



亿元，同比增长 11.53%。从各子公司经营情况看，中百仓储超市实现营业收入 92 亿元，同比增长 19.44%，占总收入比 77.49%；净利润 1.52 亿元，同比增长 3.45%，占总净利润比 60.56%。中百便民实现营业收入 20.52 亿元，同比增长 13.92%，占总收入比 17.28%；净利润 5978.06 万元，同比增长 59.98%，占总净利润比 23.82%。中百百货实现营业收入 6.02 亿元，同比增长 15.84%，占总收入比 5.07%；净利润 1088.24 万元，同比下降 30.67%，占总净利润比 4.34%，增收而减利的主要原因是公司年内新增监利和吴家山两个购物中心，开办费用等拉低净利润，又处培育期，同时公司又出售了荆州中百百货商场 100% 股权，获得转让收益 1809.25 万元。分区域看，湖北省实现营业收入 113.44 亿元，同比增长 17.8%，占总收入比 95.55%；重庆实现营业收入 5.28 亿元，同比增长 13.28%，占总收入比 4.45%。

- **2011 年盈利看点** (1) 网络覆盖面进一步密集。公司拟新增网点 100 家，其中仓储超市 20 家，便民超市 80 家(包括 24H 便利店达到 50 家)；(2) 大举物流配送中心项目建设。汉鹏物流二期已投入运营，计划于年底前完成江夏生鲜配送中心，加快浠水、咸宁、恩施、襄樊等物流中心的建设，其中江夏的生鲜物流配送中心，总投资 4.68 亿元，建面达 9.07 万平方米，集蔬果、肉类、水产及冷冻、冷藏生鲜食品的加工和配送服务为一体，主要为公司仓储及便民网点以及武汉地区机关团体、院校部队等食堂提供配送服务，预计到 2015 年，可实现配送收入 41.22 亿元。我们认为，生鲜配送中心的建设，有利于公司推动生鲜产业链的发展，进一步发挥规模效益，拉高毛利率；(3) 投资建设恩施来凤购物中心项目，项目总投资 1.87 亿元，建面达 4.6 万平方米，其中商业建面 3.72 万平方米，地下车库 0.88 万平方米，建成后将成为当地规模最大、功能电完备的购物中心。
- **维持“审慎推荐”评级** 预测公司 2011 年~2013 年 EPS 分别为 0.46 元、0.63 元、0.77 元，当前股价对应下的 11 年动态 PE 为 27.7 倍，估值处于合理水平。维持“审慎推荐”评级。
- **风险提示** 小摩尔培育低于预期，区域市场竞争日益激烈。

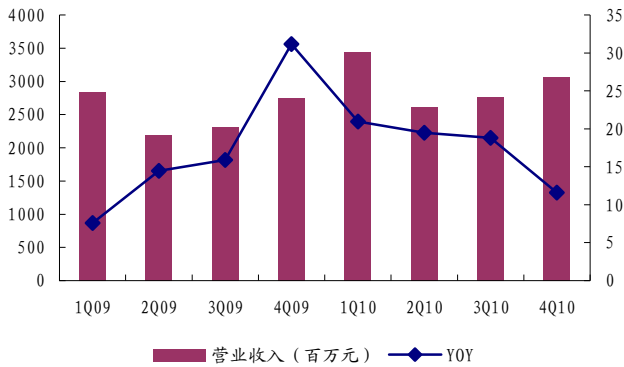
**重要财务指标**

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11872	14143	16547	19052
收入同比(%)	18%	19%	17%	15%
归属母公司净利润	251	315	426	524
净利润同比(%)	18%	25%	35%	23%
毛利率(%)	19.0%	19.4%	19.7%	19.9%
ROE(%)	10.1%	11.5%	13.9%	15.2%
每股收益(元)	0.37	0.46	0.63	0.77
P/E	34.74	27.72	20.47	16.62
P/B	3.50	3.20	2.85	2.52
EV/EBITDA	13	12	9	8

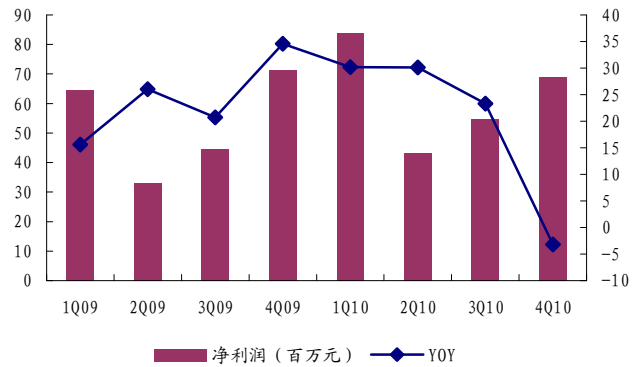


Figure 1 分季度营业收入及同比增长率



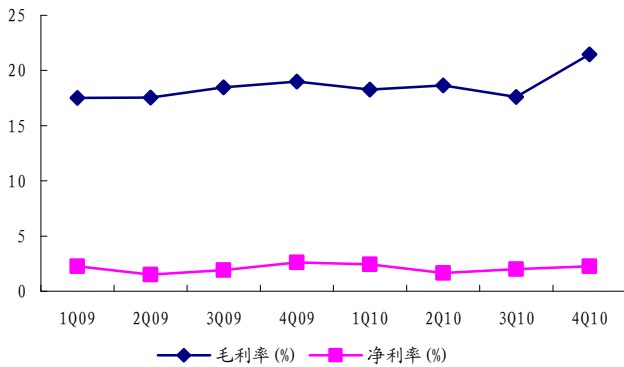
资料来源: Tinysoft、第一创业证券研究所

Figure 2 分季度净利润及同比增长率



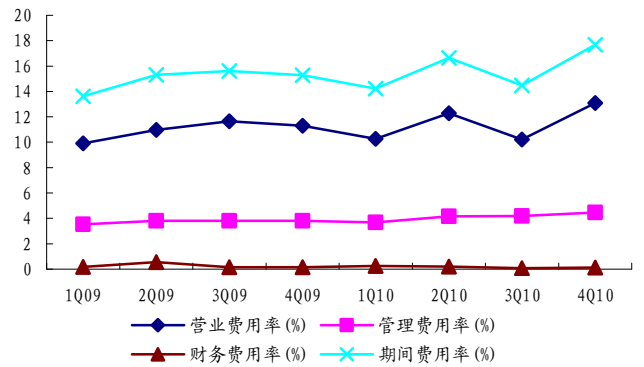
资料来源: Tinysoft、第一创业证券研究所

Figure 3 分季度毛利率和净利率变化



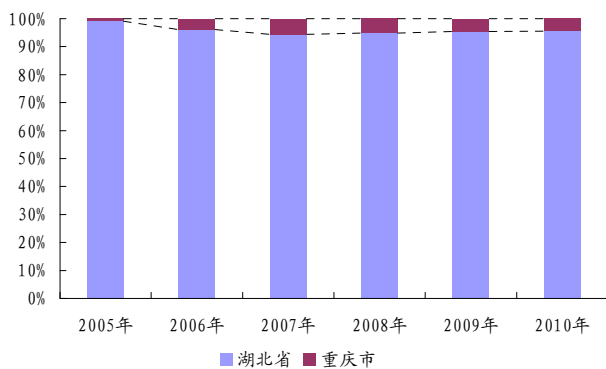
资料来源: Tinysoft、第一创业证券研究所

Figure 4 分季度期间费用率及其构成变化



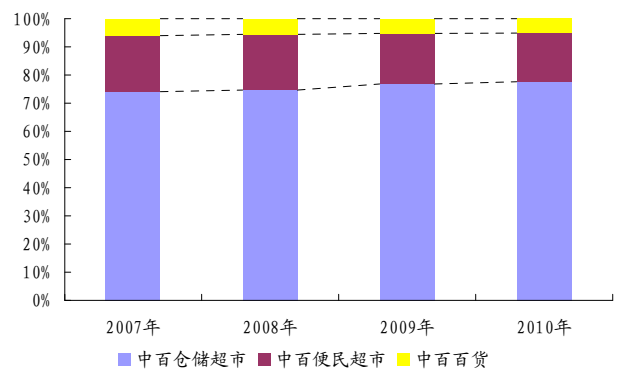
资料来源: Tinysoft、第一创业证券研究所

Figure 5 分地区营业收入构成



资料来源: Tinysoft、第一创业证券研究所

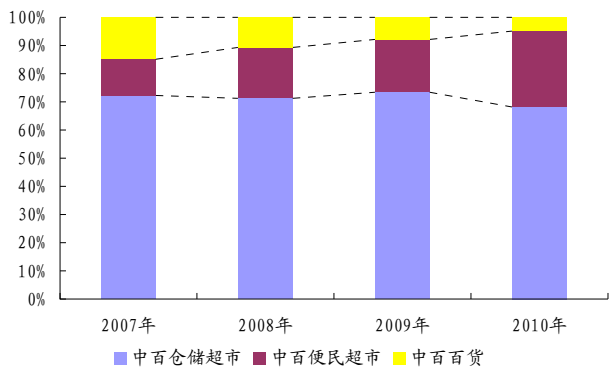
Figure 6 三大业态的营业收入构成比例



资料来源: 公司公告、第一创业证券研究所

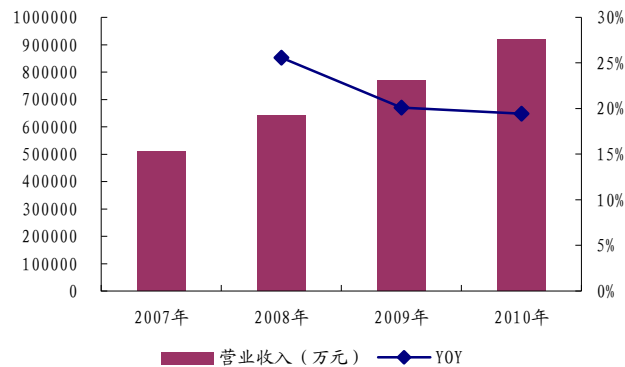


Figure 7 三大业态的净利润构成比例



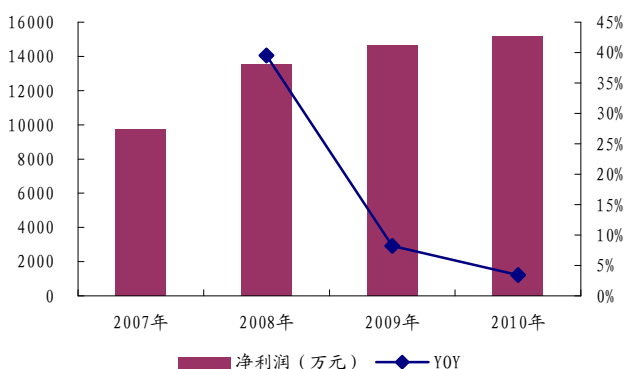
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 8 仓储超市营业收入及增长率



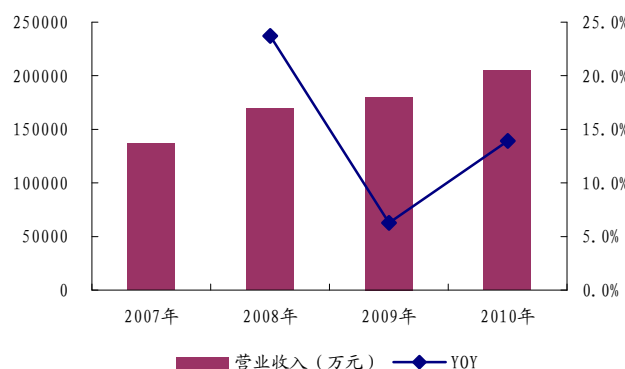
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 9 仓储超市净利润及增长率



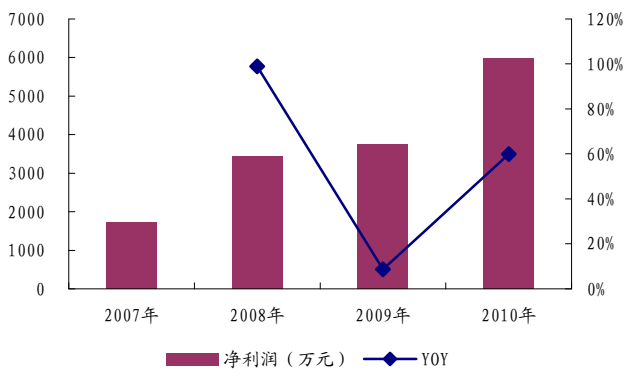
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 10 便民超市营业收入及增长率



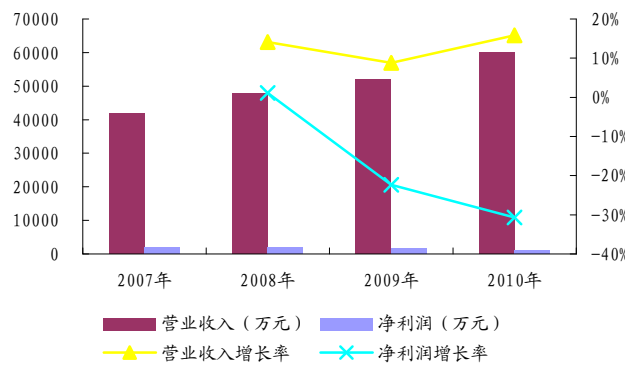
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 11 便民超市净利润及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

Figure 12 中百百货营业收入和净利润及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	3135	3739	4705	5719	<b>营业收入</b>	11872	14143	16547	19052
现金	1313	1674	2267	2899	营业成本	9614	11399	13287	15260
应收账款	76	84	121	124	营业税金及附加	81	99	116	133
其他应收款	20	27	30	34	营业费用	1357	1612	1870	2153
预付账款	377	345	446	524	管理费用	488	577	670	772
存货	1348	1609	1841	2136	财务费用	19	20	14	7
其他流动资产	1	0	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2734	2644	2537	2433	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	58	45	47	投资净收益	20	0	0	0
固定资产	1770	1724	1639	1533	<b>营业利润</b>	333	436	590	727
无形资产	300	349	416	473	营业外收入	30	0	0	0
其他非流动资产	625	514	437	380	营业外支出	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	5869	6383	7242	8152	<b>利润总额</b>	357	436	590	727
<b>流动负债</b>	3320	3670	4289	4864	所得税	107	122	165	203
短期借款	257	268	289	272	<b>净利润</b>	250	314	425	523
应付账款	1373	1590	1849	2144	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	1690	1811	2150	2448	<b>归属母公司净利润</b>	251	315	426	524
<b>非流动负债</b>	39	-28	-117	-179	EBITDA	572	649	805	939
长期借款	39	-28	-117	-179	EPS (元)	0.37	0.46	0.63	0.77
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	3360	3642	4172	4685	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	16	15	14	13	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	681	681	681	681	<b>成长能力</b>				
资本公积	1076	1076	1076	1076	营业收入	17.6%	19.1%	17.0%	15.1%
留存收益	737	969	1299	1697	营业利润	21.7%	30.7%	35.4%	23.1%
归属母公司股东权益	2493	2726	3056	3454	归属于母公司净利润	17.6%	25.3%	35.4%	23.1%
<b>负债和股东权益</b>	5869	6383	7242	8152	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	19.0%	19.4%	19.7%	19.9%
					净利率(%)	2.1%	2.2%	2.6%	2.8%
					ROE(%)	10.1%	11.5%	13.9%	15.2%
					ROIC(%)	14.1%	21.6%	37.5%	65.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	57.2%	57.1%	57.6%	57.5%
					净负债比率(%)	8.83%	6.60%	4.12%	1.99%
					流动比率	0.94	1.02	1.10	1.18
					速动比率	0.54	0.58	0.67	0.74
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.26	2.31	2.43	2.48
					应收账款周转率	128	164	149	144
					应付账款周转率	7.72	7.69	7.73	7.64
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.46	0.63	0.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.96	1.32	1.44
					每股净资产(最新摊薄)	3.66	4.00	4.49	5.07
					<b>估值比率</b>				
					P/E	34.74	27.72	20.47	16.62
					P/B	3.50	3.20	2.85	2.52
					EV/EBITDA	13	12	9	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	815	655	902	984
净利润	250	314	425	523
折旧摊销	219	193	201	206
财务费用	19	20	14	7
投资损失	-20	0	0	0
营运资金变动	346	119	260	246
其他经营现金流	-1	9	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-660	-136	-132	-139
资本支出	712	0	0	0
长期投资	0	16	-13	3
其他投资现金流	52	-121	-144	-136
<b>筹资活动现金流</b>	398	-158	-178	-212
短期借款	-84	11	21	-17
长期借款	-28	-67	-89	-61
普通股增加	121	0	0	0
资本公积增加	470	0	0	0
其他筹资现金流	-81	-101	-110	-134
<b>现金净增加额</b>	553	361	593	632

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120