

武汉中百(000759)/5.16 元

业绩符合预期、继续保持良好增长趋势

胡鸿轲

86-021-68407302

huhk@ccs.com.cn

非周期性服务·零售

估值区间：约 5.7 元/股

强烈推荐 A(维持)

8月6日武汉中百公布中期报告，大型综超增至 39 家，便民超市增至 289 家，净利润同比增长超过 55%，符合预期，我们认为公司正处于业绩快速增长的初期，具有很高的长期投资价值，投资评级维持强烈推荐—A。

投资要点

- **开店能力是衡量大型综超企业的关键指标：**大型综超之间，“价格”、“服务”、“品质”等关键竞争要素差别并不明显，他们之间最大的差异是店面位置上的差别，亦即“市口”上的差异，抢占“好市口”（开店能力）直接决定大型综超未来的竞争地位。
- **武汉中百具有较强开店能力：**首先，中国 20 万以上人口的城市就有 311 个，许多二、三线城市，特别是县城，尚未出现大型综超这一业态，市场空间依然巨大；其次，中百 1998 年便开始经营大卖场，是中国最早涉足大型综超业务的零售公司之一，经过 8 年的积累，公司具有丰富的开店经验、储备了大量的店面管理人员；最后，新开 10 家卖场平均需要约 5000 万元自有资金，而公司每年净利均在 5000 万元以上，并且公司新获 4 亿元国开行长期贷款，开店资金没有问题。
- **“抛砖引玉、推土机”发展策略厚积的效益正不断释放：**随着主流通商地位的确立，公司已经可以主导武汉市的苹果、白糖等主要商品的价格，以白糖为例，中百的白糖比别的超市高一个等级，但是成本每吨便宜 200 元，下一步，公司还将通过精细包装，提高白糖的附加值，提高毛利率；重庆店开业后，美国宝洁主动提出增加返利点数，随着公司规模的增长，公司从供应商处获得的利益呈提高趋势，04 年大型综超业务综合毛利率为 13.98%，比 03 年提高了 1.78 个百分点。
- **风险分析：**目前公司所得税率比较低，我们采取平稳提高所得税率方法进行盈利预测，不排除未来几年税率出现较大增长的可能。
- **估值及投资策略：**公司基本面没有发生较大变化，维持 5.7 元/股的估值水平，由于缺乏股权分置送股的题材，公司近期股价上涨较慢，但是，从长期投资的角度分析，公司强劲的业绩增长趋势，最终会反映到股价上，我们认为公司具有很高的长期投资价值，维持强烈推荐—A 的投资评级。

上证指数：1128.74

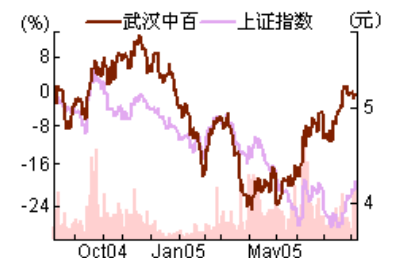
股本数据

A 股总股本(万)	20,954
流通 A 股(万)	14,668
流通市值(亿)	7.57

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	17.77	20.39
6 个月(%)	10.71	21.76
1 年(%)	0	18.74
52 周波动(元)	3.95—6.09	

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

武汉中百（000759）——公司处于业绩快速成长的初期阶段

6/8/2005

调研简报

5/23/2005

百货行业出现复苏迹象——零售行业月报

5/13/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	347,330	452,250	551,466	641,878
同比增长率(%)	8.97%	30.21%	21.94%	16.39%
营业利润(万元)	3550.20	8100.86	11116.09	14215.79
同比增长率(%)	-11.95%	128.18%	37.22%	27.88%
净利润(万元)	3317.38	4969.02	7139.98	9371.77
主营利润率(%)	11.53%	12.30%	12.32%	12.40%
净利润率(%)	0.96%	1.10%	1.29%	1.46%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.16	0.24	0.34	0.45
每股净资产(元)	3.90	4.01	4.17	4.39
净资产收益率(%)	4.06%	5.91%	8.16%	10.19%
每股股息(元)	0.10	0.15	0.21	0.28
股息收益率(%)	62.50%	62.50%	62.50%	62.50%
P/E(倍)	32.59	21.76	15.14	11.54
P/B(倍)	1.32	1.29	1.24	1.18

正文目录

一、05 年上半年公司经营情况回顾	3
二、开店能力是衡量大型综超企业发展前景的关键指标	3
三、武汉中百具有较强开店能力	5
四、“抛砖引玉、推土机”发展策略厚积的规模效益正不断显现	5
五、盈利预测	6
六、估值及投资策略	7

图 表 目 录

图 1 大型综超 VS 传统通路——综合实力更胜一筹	3
图 2 大型综超 VS 大型综超——“距离”的竞争	4
图 3 开店能力是衡量大型综超企业的关键指标	4
图 4 公司大型综超开店策略	6
表 1 我国城市数量对比	5
表 2 公司盈利预测	6

一、05 年上半年公司经营情况回顾

05 年中期，公司新开 6 家大型综合超市，大型综超数量已经达到 39 家，同时，公司的大型综超已经走出了湖北省，在重庆市开设了新店，按照公司计划，今年年底公司还将在重庆市新开 3 家大型综超，07 年底则达到 10 家。

05 年中期，公司主营业务收入同比增长 11.03%，主要是由于 04 年同期，公司将向便民超市配送的收入进行了重复计算，今年进行了剔除，排除此因素，收入同比增长在 30% 左右，与我们的预期一致。

05 年中期，公司净利润同比增长达到 55%，与我们的预期基本一致。

二、开店能力是衡量大型综超企业发展前景的关键指标

大型综合超市是指营业面积在 5000 平方米以上，以食品、日杂等快速消费品为主要经营品种的超市，在中国，这种业态又被普遍称为“大卖场”，或者简称为“大型综超”，代表企业有家乐福、沃尔玛、乐购、易初莲花、华联综超、武汉中百等。

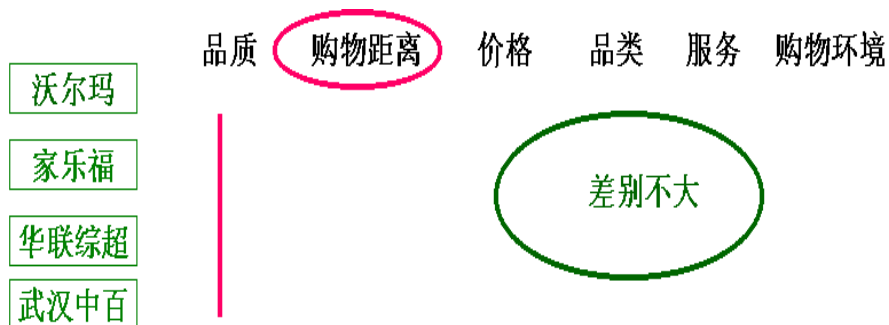
与传统业态相比，大型综超在“价格”、“品质”、“品类”等关键能力上具有明显的综合优势，这使得大型综超业态获得蓬勃发展（图 1）。

图 1 大型综超 VS 传统通路——综合实力更胜一筹

	品质	购物距离	价格	品类	服务	购物环境
百货相关分部	好	不方便	高	较少	好	好
专业市场	较差	不方便	低	较多	一般	较差
个体商店、地摊	差	方便	低	少	差	差
集贸市场	较好	方便	适中	较多	较好	较差
连锁综超	好	较方便	低	多	好	好

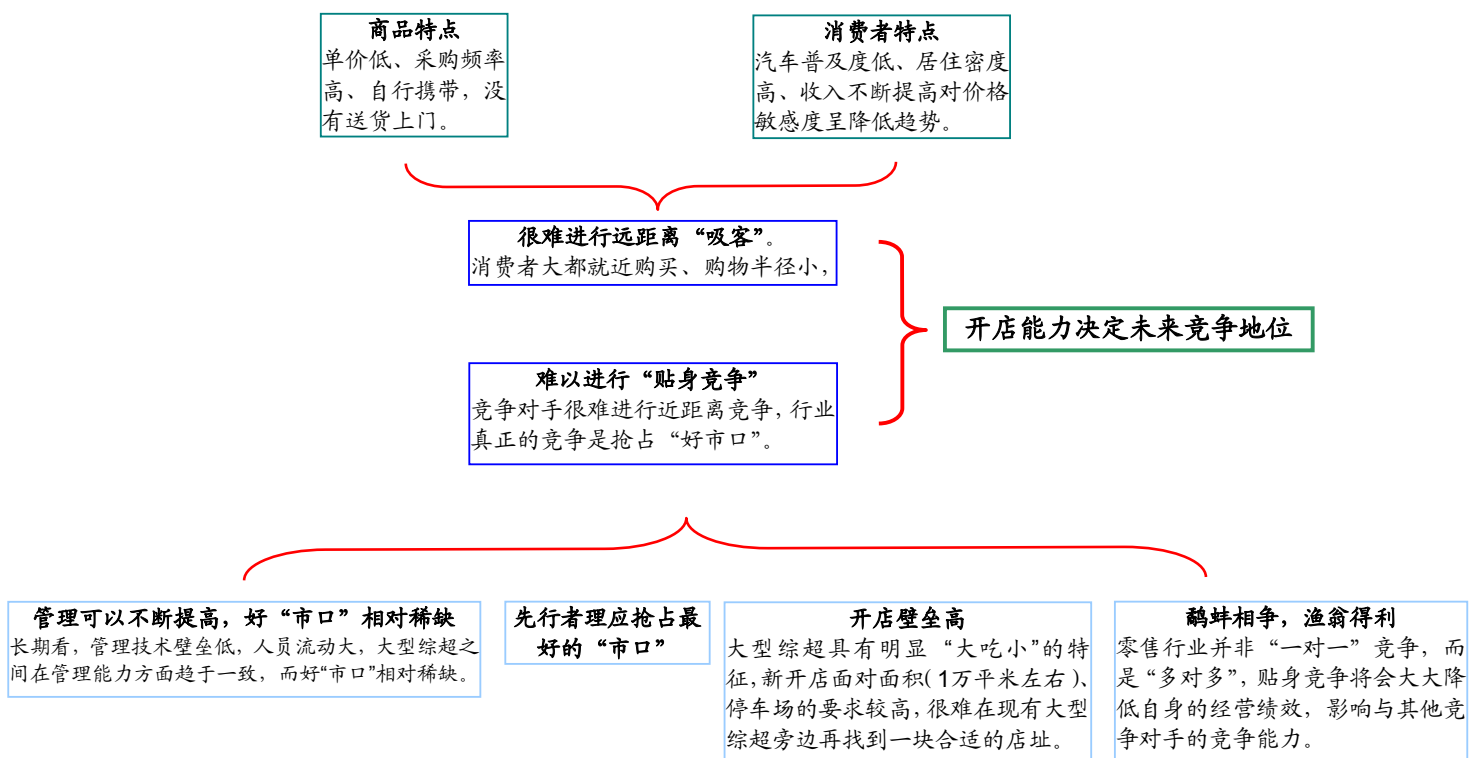
大型综超之间，“价格”、“服务”、“品质”等关键竞争要素差别并不明显，他们之间最大的差异是店面位置上的差别，亦即“市口”上的差异，我们将之称为“购物距离”因素，其正成为关键竞争要素（图 2）。

图 2 大型综超 VS 大型综超——“距离”的竞争



通过对“购物距离”这一关键要素竞争特点的分析，我们认为：在中国，抢占“好市口”是决定大型综超未来竞争地位的关键因素，因此，开店能力就成为衡量企业的关键指标（图 3）。

图 3 开店能力是衡量大型综超企业的关键指标



三、武汉中百具有较强开店能力

市场空间巨大、外资无暇顾及

截至 2005 年 7 月 16 日，即使在中国拥有大型综超数量最多的家乐福，也仅有 62 家店面，进入的城市数量不超过 25 个，而这一过程家乐福用了 10 年的时间。

中国 20 万以上人口的城市就有 311 个，许多二、三线城市，特别是县城，尚未出现大型综超这一业态，市场空间依然巨大（表 1）。

表 1 我国城市数量对比

城市规模	200 万以上	100—200 万	50—100 万	20—50 万	20 万以下	独立县城
城市个数	13	27	53	218	352	1642
合计	2305					

资料来源：中经统计专网

开店经验、人员储备、资金等足以支撑每年新开 10 家新店

1998 年中百便开始经营大卖场，是中国最早涉足大型综超业务的零售公司之一，经过近 8 年的积累，公司具有丰富的开店经验、储备了大量的店面管理人员。

新开 10 家卖场平均需要约 5000 万元自有资金，而公司每年净利均在 5000 万元以上，并且公司新获 4 亿元国开行长期贷款，开店资金没有问题。

四、“抛砖引玉、推土机”发展策略厚积的规模效益正不断显现

公司采取沃尔玛的早期开店策略

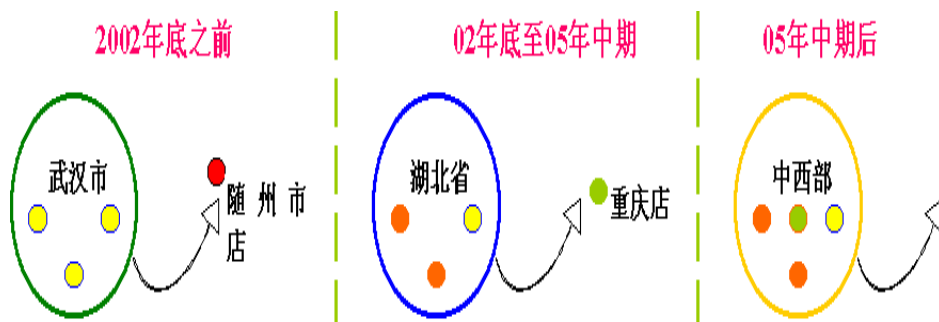
上世纪 80 年代前，沃尔玛坚持以小城镇作为目标市场，在实力还不足以与零售业中王者抗衡时，沃尔玛能够躲在小城镇求发展，武汉中百在开店策略上与其基本一致。

02 年底之前，除随州店外，公司主要集中在武汉市开设 15 家店面，成为武汉市内拥有大型综超数量最多的超市公司。

02 年——05 年中期，以随州店为战略支撑点，公司的发展重点集中于湖北省内，以 38 家大型综超成为湖北超市王。

05 年 7 月 2 日，随着重庆万寿路店的开业，公司开始进行省外战略布局，公司计划年内在重庆再开设 3 家大型综超，07 年底则达到 10 家，逐步积累省外开店经验（图 4）。

图 4 公司大型综超开店策略



前期厚积效益正处于释放期

随着主流通商地位的确立，公司已经可以主导武汉市的苹果、白糖等主要商品的价格，以白糖为例，中百的白糖比别的超市高一个等级，但是成本每吨便宜 200 元，下一步，公司还将通过精细包装，提高白糖的附加值，提高毛利率。

公司重庆店开业后，美国宝洁公司主动提出增加返利点数，随着公司规模的增长，公司从供应商处获得的利益呈提高趋势，04 年大型综超业务毛利率为 13.98%，比 03 年提高了 1.78 个百分点。

截至 05 年中期，公司店面数量已经达到 39 家，新开店面对公司当期利润增长的负面影响正逐步减弱。

综合上述分析，我们认为公司的核心利润源——大型综超业务正处于快速成长的初期，前期厚积的效益正不断释放。

五、盈利预测

05 年中期，公司业绩增长与预期相符，我们维持原盈利预测不变（表 2）。

表 2 公司盈利预测

	2004A	2005E	2006E	2007E
收入（万元）				
仓储超市	227,131	309,523	394,809	473,004
便民超市	93,991	109,418	121,908	133,152
母公司	3,121	3,200	3,200	3,200
物流、电子商务、物业	1,497	1,625	1,766	1,920
百货	23,622	25,984	27,283	28,102
抵消	(2,032)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
合计	347,330	452,250	551,466	641,878
同比		30.21%	21.94%	16.39%

其他业务利润 (万元)	9,787	14,698	19,577	23,429
占比	2.82%	3.25%	3.55%	3.65%
净利润贡献 (万元)				
仓储超市	3,984	5,323	7,371	9,440
便民超市	1,291	1,532	1,646	1,811
母公司	(491)	(550)	(550)	(550)
物流、电子商务、物业	176	183	190	197
百货	(1,423)	(1,017)	(1,017)	(1,017)
药业	291	347	347	347
小计	3,829	5,818	7,987	10,228
其他	(511)	(850)	(850)	(850)
合计	3,317	4,968	7,137	9,378
同比		49.77%	43.65%	31.40%
总股本	20,954	20,954	20,954	20,954
EPS	0.1583	0.2371	0.3406	0.4475
同比		49.77%	43.65%	31.40%

六、估值及投资策略

公司基本情况并没有发生重大变化，我们维持对公司 5.7 元左右的估值，更详细的估值分析，参见我们今年 6 月 8 日的报告《武汉中百（000759）——公司处于业绩快速成长的初期阶段》。

近期，公司由于缺乏股权分置送股的题材，股价上涨较慢，但是，从长期投资的角度分析，公司强劲的业绩增长趋势，最终会反映到股价上，我们认为公司具有很高的投资价值，维持强烈推荐——A 的投资评级。

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	22,343	20,000	20,000	20,000
应收账款净额	1,238	1,809	2,206	2,568
其他应收款净额	1,985	2,713	3,309	3,851
存货净额	45,849	61,266	74,690	86,856
流动资产合计	78,955	91,701	107,351	121,535
固定资产合计	115,722	123,502	130,538	137,282
资产总计	242,613	272,053	302,140	328,961
短期借款	54,284	56,802	64,487	69,580
应付账款	45,712	53,361	65,053	75,649
预收账款	5,934	7,115	8,674	10,086
应交税金	418	1,000	1,000	1,000
其他应付款	185	200	200	200
流动负债合计	130,892	147,471	173,667	195,537
长期负债合计	21,500	31,500	31,500	31,500
负债合计	152,392	178,971	205,167	227,037
少数股东权益	8,492	8,992	9,492	9,992
股本	20,954	20,954	20,954	20,954
资本公积金	52,002	52,499	53,213	54,150
股东权益合计	81,729	84,089	87,481	91,932
负债股东权益合计	242,613	272,053	302,140	328,961
现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	11,466	2,609	12,554	16,546
投资活动现金流量净额	1,512	-11,000	-12,000	-12,000
筹资活动现金流量净额	3,122	6,047	-554	-4,546
现金期末余额	38,119	20,000	20,000	20,000
现金期初余额	22,019	22,343	20,000	20,000
现金净增加额	16,100	-2,343	0	0

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	347,330	452,250	551,466	641,878
减：主营业务成本	306,307	395,266	481,871	560,360
主营业务税金及附加	975	1,357	1,654	1,926
主营业务利润	40,048	55,627	67,941	79,593
加：其他业务利润	9,787	14,698	19,577	23,429
营业费用	10,761	14,246	17,647	20,797
管理费用	32,684	44,117	54,264	63,289
财务费用	2,840	3,861	4,490	4,720
营业利润	3,550	8,101	11,116	14,216
加：投资收益	-216	-200	-200	-200
补贴收入	77	80	80	80
营业外收入	12	15	15	15
减：营业外支出	374	400	400	400
利润总额	3,049	7,596	10,611	13,711
减：所得税	241	2,127	2,971	3,839
少数股东损益	-509	500	500	500
净利润	3,317	4,969	7,140	9,372
财务比率	2004	2005E	2006E	2007E
盈利能力				
销售毛利率	11.81%	12.60%	12.62%	12.70%
销售净利率	0.96%	1.10%	1.29%	1.46%
净资产收益率	4.06%	5.91%	8.16%	10.19%
负债能力				
流动比率	0.60	0.62	0.62	0.62
速动比率	0.25	0.23	0.21	0.20
资产负债比率	0.63	0.66	0.68	0.69
现金流量				
每股经营现金流	0.55	0.12	0.60	0.79
净利润现金含量	3.46	0.53	1.76	1.77
营运能力				
应收账款周转率	79.20	296.90	274.85	269.08
存货周转率	6.23	7.60	7.46	7.30
发展能力				
主营业务收入增长率	8.97%	30.21%	21.94%	16.39%
净利润增长率	58.00%	49.79%	43.69%	31.26%
净资产增长率	2.09%	2.89%	4.03%	5.09%
总资产增长率	1.98%	12.13%	11.06%	8.88%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。