



批零贸易业/可选消费品

中百集团 (000759)

民营资本进驻董事会，市场化程度将显著提升

中百集团董事会换届选举公告点评

	瞿猛 (分析师)	童兰 (分析师)	林浩然 (分析师)
	021-38676442	021-38676430	021-38674763
	zimeng@gtjas.com	tonglan@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880514030009	S0880514070005

本报告导读:

中百集团本次董事会换届选举后，民意资本将首次进驻公司董事会，公司经营管理的市场化将有望显著提升，同时公司盈利能力也有望随与永辉合作推进而大幅改善。

投资要点:

- **投资建议:** 上调公司 2014-2016 年 EPS 至 0.25 (+0) / 0.40 (+0.10) / 0.50 (+0.15) 元，我们认为 2014 年中百集团的股权结构及管理层均出现较大调整，其经营的市场化程度将有望得到显著提升，同时随着与永辉超市合作的推进与深入，公司经营情况有望自 2015 年出现大幅改善。参考超市行业平均估值水平，给予公司 2015PE30X，上调目标价至 12 元并维持“增持”评级。
- **民营资本进驻董事会，经营市场化程度有望显著提升。** 本次董事会换届选举完毕后，公司 11 名董事会成员中将有 2 名来自永辉超市，1 名来自新光控股，同时王纯（银泰华中总经理）也担任公司董事及常务副总；随民营资本进驻公司董事会，公司经营市场化程度有望显著提升，公司费用率水平也有望随管理市场化及透明度的提升而改善。
- **公司业绩改善弹性大，与永辉合作有望带来盈利能力提升。** 公司 2013 年及 2014Q1-3 的净利率分别为 1.03% 及 0.75%，远低于永辉超市同期 2.36% 及 2.41%；2014/10/10 公司与永辉超市签订了《战略合作框架协议》，拟在资源、网络、信息、物流等方面进行战略合作，预计公司与永辉超市初步主要为联合采购；中百集团与永辉超市目前的合计年收入规模已接近 500 亿，且在不同商品品类各有优势，通过合作采购将有助公司获得更好的采购条件，公司也有望藉此提升自身市场竞争力及盈利能力。
- **风险提示:** 新董事会成员合作摩擦成本高，与永辉合作推进低预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15,704	16,478	16,973	18,161	19,614
(+/-)%	13%	5%	3%	7%	8%
经营利润 (EBIT)	330	262	155	373	467
(+/-)%	-13%	-21%	-41%	141%	25%
净利润	205	171	172	270	343
(+/-)%	-23%	-17%	1%	57%	27%
每股净收益 (元)	0.30	0.25	0.25	0.40	0.50
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	2.1%	1.6%	0.9%	2.1%	2.4%
净资产收益率 (%)	7.1%	5.9%	5.8%	8.7%	10.4%
投入资本回报率 (%)	13.6%	6.5%	3.9%	8.0%	10.3%
EV/EBITDA	7.8	10.2	14.7	9.2	7.2
市盈率	30.0	36.0	35.7	22.8	18.0
股息率 (%)	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.00**

上次预测: 11.00

当前价格: 8.91

2015.01.04

交易数据

52 周内股价区间 (元)	6.55-9.63
总市值 (百万元)	6,068
总股本/流通 A 股 (百万股)	681/681
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4.56
日均成交值 (百万元)	38.76

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,936
每股净资产	4.31
市净率	2.1
净负债率	-27.31%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.13	0.13
Q2	0.04	0.02
Q3	-0.04	-0.01
Q4	0.12	0.11
全年	0.25	0.25

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	2%	28%
相对指数	-16%	-34%	-8%

相关报告

《持股比例增至 20%，中百&永辉合作想象空间大》2014.12.18

《门店调整弊短利长，盈利能力有望加速改善》2014.10.25

《牵手永辉超市，盈利能力有望逐步改善》2014.10.11

《盈利能力继续下行，渠道价值修复可期》2014.08.27

《公司价值有望随行业集中度提升而修复》

模型更新时间: 2015.01.04

股票研究

可选消费品
批零贸易业

中百集团 (000759)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **12.00**

上次预测: 11.00

当前价格: 8.91

公司网址

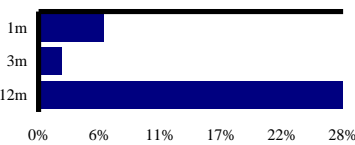
www.whzb.com

公司简介

公司是我国中西部地区连锁规模最大、商业网点最多的大型现代化商业上市公司。

集团本着服务为民的宗旨,积极探索连锁经营,大力创新业态模式,构建了一流的物流配送体系,打造了完善的商业服务功能,充分满足不同区域和层面消费群体的需求。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.55-9.63

市值 (百万)

6,068

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	15,704	16,478	16,973	18,161	19,614
营业成本	12,582	13,183	13,633	14,402	15,489
税金及附加	102	105	108	116	125
销售费用	2,031	2,247	2,351	2,521	2,722
管理费用	658	681	726	750	810
EBIT	330	262	155	373	467
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	9	115	45	56
财务费用	41	31	31	25	18
营业利润	296	242	239	393	506
所得税	119	95	96	150	190
少数股东损益	-4	-1	-1	-2	-2
净利润	205	171	172	270	343
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,481	1,400	1,438	97,456	1,054
其他流动资产	0	31	0	0	0
长期投资	96	115	115	115	115
固定资产合计	2,840	3,327	3,572	3,765	3,904
无形及其他资产	935	1,113	1,278	1,442	1,607
资产合计	7,908	8,855	9,080	9,470	9,792
流动负债	4,988	5,547	5,644	5,802	5,820
非流动负债	8	363	457	557	657
股东权益	2,883	2,918	2,954	3,088	3,294
投入资本(IC)	1,529	2,583	2,565	2,997	2,916
现金流量表					
NOPLAT	208	168	99	239	300
折旧与摊销	293	319	242	295	349
流动资金增量	159	158	266	-74	385
资本支出	-927	-1,143	-625	-628	-627
自由现金流	-267	-498	-18	-168	405
经营现金流	1,017	743	624	469	1,030
投资现金流	-962	-1,095	-510	-583	-571
融资现金流	-193	271	-77	-349	-379
现金流净增加额	-138	-81	37	-463	80
财务指标					
成长性					
收入增长率	13.3%	4.9%	3.0%	7.0%	8.0%
EBIT 增长率	-12.6%	-20.6%	-40.9%	140.8%	25.4%
净利润增长率	-23.1%	-16.7%	0.7%	56.7%	27.1%
利润率					
毛利率	19.9%	20.0%	19.7%	20.7%	21.0%
EBIT 率	2.1%	1.6%	0.9%	2.1%	2.4%
净利润率	1.3%	1.0%	1.0%	1.5%	1.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.1%	5.9%	5.8%	8.7%	10.4%
总资产收益率(ROA)	2.6%	1.9%	1.9%	2.8%	3.5%
投入资本回报率(ROIC)	13.6%	6.5%	3.9%	8.0%	10.3%
运营能力					
存货周转天数	56	56	56	56	56
应收账款周转天数	2	2	2	2	2
总资产周转天数	183	186	193	186	179
净利润现金含量	4.96	4.35	3.63	1.74	3.01
资本支出/收入	6%	7%	4%	3%	3%
偿债能力					
资产负债率	63.2%	66.7%	67.2%	67.1%	66.1%
净负债率	-44.7%	-8.5%	-10.2%	0.0%	-8.6%
估值比率					
PE	30.0	36.0	35.7	22.8	18.0
PB	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	7.8	10.2	14.7	9.2	7.2
P/S	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
股息率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

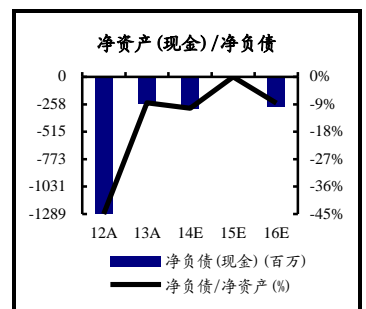
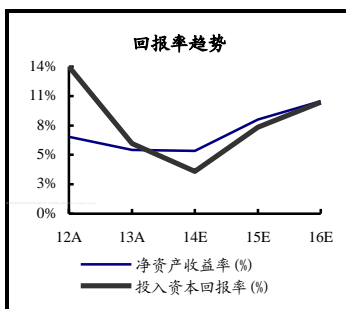
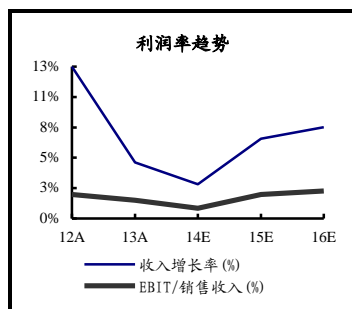


表 1: 中百集团新旧董事会成员对比情况

原董事会	任职日期	职务	第八届董事会	基本简历
刘聪	2014-06	董事长, 董事	刘聪	原武商集团总经理
俞善伟	1997-03	副董事长, 董事	王建国	现任武汉国有资产经营公司 (武商联) 副总经理、党委委员
程军	2005-10	董事	王纯	湖北银泰百货有限公司董事长, 原武商集团副董事长
杨晓红	2005-10	董事	张经仪	现任永辉超市股份有限公司董事会秘书
艾娇	2008-11	董事	李国	现任永辉超市股份有限公司副总裁兼永辉超市华西大区总经理
李源	2010-04	董事	周义盛	现任浙江新光饰品股份有限公司董事会秘书
刘玉兰	2014-12	职工董事	刘玉兰	中百集团职工代表大会选举产生
李燕萍	2008-04	独立董事	唐建新	湖北省国有企业业绩考核专家咨询组成员
汪海粟	2008-11	独立董事	朱新蓉	湖北省人民政府咨询委员会委员
陈志清	2011-12	独立董事	曾国安	现任武汉大学经济与管理学院副院长、武汉大学政府管制与公共经济研究所所长
唐建新	2011-12	独立董事	张天安	武汉仲裁委员会仲裁员
朱新蓉	2013-06	独立董事		

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		