

2014年08月28日

中百集团 (000759)

——收入放缓盈利下滑，新光控股退出及大股东承诺折射国资强硬态度

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

维持

市场数据:	2014年08月27日
收盘价(元)	8.66
一年内最高/最低(元)	9.63/6.01
上证指数/深证成指	2210/7841
市净率	2.0
息率(分红/股价)	1.39
流通A股市值(百万元)	5894

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	4.31
资产负债率%	66.39
总股本/流通A股(百万)	681/681
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《中百集团(000759)季报点评——收入增速放缓，费用压力剧增导致12Q3净利下降96.22%》 2012/10/29
 《中百集团(000759)中报点评——盈利符合预期，静待整合完成》 2012/08/27

证券分析师

刘章明 A0230514040001
liuzm@swsresearch.com

联系人

马晓天
 (8621)23297646
maxt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	16,478	5	171	-17	0.25	20.0	5.9	35	8
2014H1	8,753	3	101	-11	0.15	19.5	3.4		
2014E	17137	4	180	5	0.26	20	6.2	33	8
2015E	17994	5	190	6	0.28	20.	6.4	31	7
2016E	18894	5	202	6	0.30	20.	6.4	29	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **公司业绩低于预期。**公司14H1实现营业收入87.53亿，同比增长3.18%；利润总额1.00亿，同比减少10.83%；归母净利润1.01亿，同比减少10.93%；扣非后归母净利润0.72亿，同比减少32.94%。EPS为0.15元，低于预期。加权平均ROE为3.39%，同比减少0.45个百分点。
- **网络加密+品类丰富推动收入增长。**从区域看，湖北收入84.86亿元（占比96.95%），同比增长2.89%；重庆收入2.67亿元（3.05%），同比增长13.1%。从业态看，超市收入82.99亿元（占比94.82%），同比增长3.19%；百货收入6.2亿元（占比7.09%），同比增长3.98%。公司收入增速放缓但仍然优于行业，我们判断主要因为网络门店加密、全渠道拓展和品类丰富，第一，门店方面。公司营业网点达到1016家，同比增加38家。其中，仓储超市共265家（大卖场：176家，武汉市内79家，湖北省内97家；重庆社区超市89家），新开店12家（含6家重庆社区超市），关闭11家（含6家重庆社区超市）；中百超市共695家（含加盟店8家），新开店28家，关闭12家，加盟店减少19家；百货店10家，新开店1家；电器专卖店46家，新开店2家，关闭1家，门店外延拓展推动收入增长。第二，全渠道拓展。公司加大网上商城推广力度，拓展第三方支付卡好邦卡业务（近100家商户，1500多个受理网点）便利消费；第三，品类丰富。江夏中央大厨房全面上线，14H1品种数增至270余种，配送门店数达546家，推动收入增长。未来，公司将推进门店调整，重点项目加速开业，如钟祥城市综合体购物中心和江夏购物中心均在报告期内开业；处置襄阳和江夏闲置项目；扩建仙桃购物广场，发展城市综合体
- **优化供应链提升毛利率，费用率高企压缩盈利空间。**公司14H实现毛利率为19.46%，同比增加1.00个百分点。其中，超市毛利率19.23%，同比增加0.83个百分点；百货毛利率19.92%，同比增加2.11个百分点。公司一方面构建采

配销一体化经管模式，一方面加强与品牌的直采合提升毛利率。公司14H1期间费用率17.54%，同比增加1.52个百分点。其中销售费用率为14.58%，同比增加2.43个百分点；管理费用率为2.71%，同比减少0.93个百分点；财务费用率为0.25%，同比增加0.03个百分点。原管理费用中的卖场人员劳动保险费调整致管理费用率、销售费用率此消彼长；新开门店叠加促销拉高销售费用率，压缩盈利空间。公司14H1归母净利润1.01亿，同比减少10.93%；扣非后归母净利润0.72亿，同比减少32.94%。核心子公司盈利下滑导致净利率减少0.18个百分点、主要子公司中，仓储超市净利润6426.40万，同比下降28.80%；百货本期净利润-938.51万，亏损扩大66.18%；中百超市本期净利润3240.28万，同比下降19.10%。中百物流本期扭亏为盈，实现净利润1302.01万，去年同期亏损1064.84万。核心子公司盈利能力欠佳拉低盈利能力，本期净利率为1.15%，同比减少0.18个百分点。

- **国资控股地位加强，股权之争悬而未决。**截止报告期末，大股东武汉商联(集团)股份有限公司及一致行动人(武汉华汉投资)合计持股29.99%；永辉超市系(重庆永辉10.01%+永辉超市4.99%+永辉物流1.91%)合计持股16.91%；新光控股持股11.37%(8月25日已公告减持5.14%，仍持有6.23%)。武商联及其一致行动人(国有资产)和永辉超市相继增持引发二级市场股权争夺；新光控股减持5.14%股权从侧面印证国资难放手的事实。另外，大股东承诺3年内推股权激励、5年内消除同业竞争。
- **维持盈利预测，维持增持。**公司是湖北国资旗下优质商业资产，全渠道占据湖北市场；受制于行业景气度下滑和电商冲击，短期基本面拐点未现；此前市场认为股权之争或现转机，新光控股退出及大股东承诺(3年股权激励、5年同业竞争)侧面暗示国资强硬态度。我们从市值角度暂时维持公司盈利预测，预计14-16年EPS为0.26元、0.28元、0.30元，对应PE为33、31、29倍。维持增持。

表1：主要子公司，参股公司情况(万元)

公司名	收入	净利润	上期收入	上期净利润	收入同比变化	利润同比变化
中百仓储超市有限公司	610536.00	6426.40	598348.85	9025.65	2.04%	-28.80%
武汉中百百货有限责任公司	59456.66	-938.51	59662.54	-564.77	-0.35%	-66.18%
中百超市有限公司	151686.98	3240.28	138636.73	4005.06	9.41%	-19.10%
武汉中百物流配送有限公司	21247.69	1302.01	17017.40	-1064.84	24.86%	222.27%
中百阳逻生鲜食品加工配送有限公司	2433.50	-16.11	2793.45	91.99	-12.89%	-117.51%
中百电器有限公司	67722.62	1204.80	67337.58	1141.39	0.57%	5.56%
湖北中汇米业有限公司	-	-	-	-62.41	0.00%	-
中百电子支付服务有限公司	293.42	147.40	245.62	112.62	19.46%	30.88%
武汉中百商业网点开发有限公司	-	-	-	-63.42	0.00%	-
宁波中跃贸易有限责任公司	992.12	3.81	955.63	6.53	3.82%	-41.62%
中百集团钟祥置业有限公司	2577.56	-97.31	-	-	0.00%	0.00%
合计	916946.54	11272.78	884997.80	12627.81	46.93%	-14.50%

资料来源:公司公告, 申万研究

表 2: 公司各季度收入表 (单位: 百万元)

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	2,844	2,189	2,319	2,744	10,096
2010	3,440	2,615	2,755	3,062	11,872
2011	4,009	3,025	3,256	3,574	13,864
2012	4,463	3,516	3,694	4,030	15,704
2013	4,636	3,848	3,880	4,115	16,478
2014	4,793	3,961			

资料来源:公司公告, 申万研究

表 3 公司各季度收入增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009					
2010	21.0%	19.5%	18.8%	11.6%	17.6%
2011	16.5%	15.7%	18.2%	16.7%	16.8%
2012	11.3%	16.2%	13.5%	12.8%	13.3%
2013	3.9%	9.4%	5.0%	2.1%	4.9%
2014	3.4%	2.9%			

资料来源: 公司公告, 申万研究

表 4: 公司各季度净利润表 (单位: 百万元)

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009	65	33	44	71	213
2010	84	43	55	69	251
2011	93	56	43	75	267
2012	94	49	2	61	205
2013	85	28	-26	84	171
2014	89	12			

资料来源: 公司公告, 申万研究

表 5: 公司各季度净利润增速表

收入	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2009					
2010	30.2%	30.2%	23.3%	-3.1%	17.6%
2011	10.3%	29.0%	-21.0%	9.0%	6.3%
2012	1.3%	-11.5%	-96.2%	-19.6%	-23.1%
2013	-9.0%	-43.8%	-1695.4%	38.8%	-16.7%
2014	3.8%	-56.3%			

资料来源: 公司公告, 申万研究

表 6：公司期间费用率变化表

期间费用率	14H1	13H1	比上年同期增减 (%)
综合毛利率	19.46%	18.46%	增加 1 个百分点
销售费用率	14.58%	12.15%	增加 2.43 个百分点
管理费用率	2.71%	3.65%	减少 0.93 个百分点
财务费用率	0.25%	0.22%	增加 0.03 个百分点
期间费用率合计	17.54%	16.02%	增加 1.52 个百分点

资料来源：公司公告，申万研究

表 7：公司关键财务指标表（单位：百万元）

关键财务指标	14H1	13H1	同比增长 (%)
销售费用	1,276	1,031	23.80%
管理费用	238	309	-23.23%
财务费用	22	19	15.79%
期间费用	1,536	1,359	12.98%
营业收入	8,753	8,484	3.18%
营业成本	7,050	6,917	1.91%
营业税金及附加	55	54	1.75%
毛利率	19.46%	18.46%	1.00%
净利润	101	113	-10.93%
净利率	1.15%	1.33%	-0.18%

资料来源：公司公告，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。