

批零贸易业/可选消费品

中百集团 (000759)

## 关店收缩致业绩承压，联采协同仍待推进

## 2015 年中报点评

	瞿猛 (分析师)	陈彦辛 (研究助理)	林浩然 (分析师)
	021-38676442	021-38676430	021-38674763
	ziming@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880115050030	S0880514070005

## 本报告导读:

受宏观经济下行影响，公司 2015 年上半年关店裁员加速，营收、业绩均出现短期下滑，但有利长期发展；永辉入股和联合采购推进有望带来公司经营效率提升。

## 投资要点:

- **投资建议:** 受经济下行和关店收缩影响，公司 2015 年上半年业绩大幅下滑；但随着永辉超市等民营资本进入以及采购、物流等方面的合作推进，公司经营效率有望出现显著改善。考虑公司 2015 年关闭亏损门店力度加大，致营收、业绩承压，下调 2015-2017 年 EPS 至 0.10 (-0.30)/0.17(-0.33)/0.27(-0.33)元。参考超市行业平均估值 PS0.8X，考虑公司业绩下滑给予一定折价，给予 2015 年 PS0.5X，下调目标价至 12 元，维持“增持”评级。
- **经济下行、关店裁员加速，2015 上半年业绩大幅下滑。** 公司 2015 年上半年实现营收 86.06 亿和净利润 0.22 亿，分别同比下降 1.68% 和 78.41%，EPS: 0.03 元，此前业绩快报已经披露，符合市场预期。公司上半年仓储超市净关店 11 家（总 246 家），用工人数量较少 5300 人（共 37,727 员工），短期收入、业绩承压，长期利于门店效率和人工劳效提升。公司上半年毛利率同比微降 0.74pct 至 19.28%，三项费用率受关店裁员影响，同比增加 0.9pct 至 18.34%。公司半年报中披露 Q3 可能累计亏损 0.1-0.2 亿元，下半年经营仍面临较大压力。
- **关店收缩有利长期发展，永辉合作协同效应值得期待。** 目前，永辉超市持有公司股份 20%，民资进驻有利于公司经营效率提升；双方联合采购已超千万规模，且 7 月进一步携手联华超市、香港牛奶有限公司达成联合采购同盟。规模效应带来毛利改善有望带来公司业绩改善。
- **风险提示:** 公司门店调整期低于预期，与永辉合作推进低预期。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	16,478	16,909	16,672	17,756	19,532
(+/-)%	5%	3%	-1%	6%	10%
经营利润 (EBIT)	262	196	80	196	299
(+/-)%	-21%	-25%	-59%	144%	53%
净利润	171	186	68	113	183
(+/-)%	-17%	9%	-63%	65%	62%
每股净收益 (元)	0.25	0.27	0.10	0.17	0.27
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.08	0.08	0.08

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	1.6%	1.2%	0.5%	1.1%	1.5%
净资产收益率 (%)	5.9%	6.2%	2.2%	3.6%	5.7%
投入资本回报率 (%)	6.5%	5.4%	1.6%	3.9%	5.9%
EV/EBITDA	11.2	10.9	19.6	13.8	10.6
市盈率	39.4	36.1	98.8	59.7	36.8
股息率 (%)	2.0%	2.0%	0.8%	0.8%	0.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.00

上次预测: 14.91

当前价格: 7.18

2015.08.28

## 交易数据

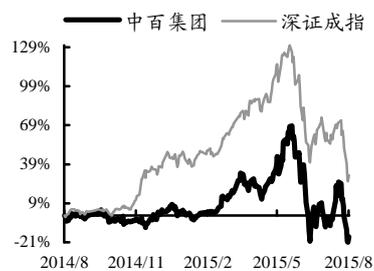
52 周内股价区间 (元)	6.38-15.05
总市值 (百万元)	4,890
总股本/流通 A 股 (百万股)	681/681
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1927.63
日均成交值 (百万元)	206.35

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,073
每股净资产	4.51
市净率	1.6
净负债率	7.06%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.13	0.07
Q2	0.02	-0.04
Q3	-0.00	-0.05
Q4	0.13	0.12
全年	0.27	0.10

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	-43%	-15%
相对指数	6%	-3%	-48%

## 相关报告

《毛利率明显提升，2015 业绩有望大幅改善》2015.03.28

《换档提速，公司利润有望自 2015 年持续改善》2015.01.09

《民营资本进驻董事会，市场化程度将显著提升》2015.01.04

《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

模型更新时间: 2015.08.27

**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: 14.91

当前价格: 7.18

公司网址

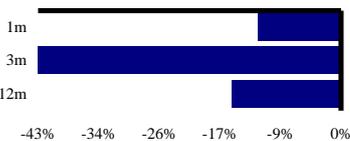
www.whzb.com

**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 (%)

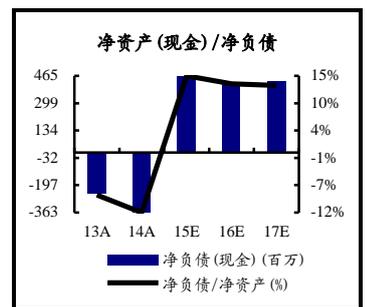
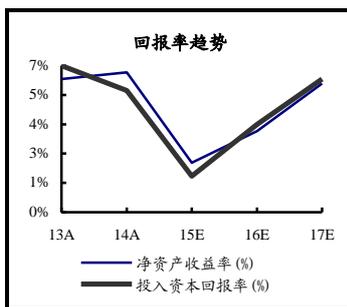
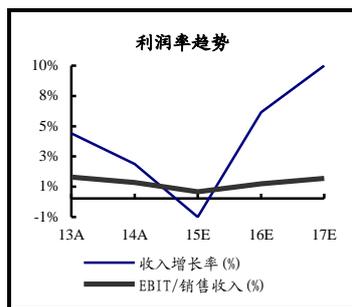


52 周价格范围 6.38-15.05

市值 (百万) 4,890

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>损益表</b>					
营业总收入	16,478	16,909	16,672	17,756	19,532
营业成本	13,183	13,379	13,244	14,080	15,410
税金及附加	105	116	115	122	134
销售费用	2,247	2,673	2,619	2,754	3,027
管理费用	681	545	614	604	660
EBIT	262	196	80	196	299
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	147	20	0	0
财务费用	31	51	10	32	32
营业利润	242	289	91	163	268
所得税	95	75	29	51	78
少数股东损益	-1	-2	-1	-1	-2
净利润	171	186	68	113	183
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,400	1,115	967	96,700	967
其他流动资产	31	29	0	0	0
长期投资	115	113	113	113	113
固定资产合计	3,327	4,018	4,202	4,430	4,622
无形及其他资产	1,113	1,106	1,091	1,146	1,164
资产合计	8,855	8,855	9,197	9,504	10,155
流动负债	5,547	5,181	5,416	5,565	5,991
非流动负债	363	627	721	821	921
股东权益	2,918	3,023	3,037	3,095	3,223
投入资本(IC)	2,583	2,570	3,412	3,427	3,561
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	168	139	56	134	209
折旧与摊销	319	387	288	321	379
流动资金增量	158	174	-231	269	76
资本支出	-1,143	-835	-450	-606	-598
自由现金流	-498	-135	-337	119	66
经营现金流	743	347	-361	755	696
投资现金流	-1,095	-612	-430	-606	-598
融资现金流	271	-20	644	-149	-98
现金流净增加额	-81	-285	-148	0	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	4.9%	2.6%	-1.4%	6.5%	10.0%
EBIT 增长率	-20.6%	-25.3%	-59.0%	143.6%	52.9%
净利润增长率	-16.7%	9.0%	-63.4%	65.4%	62.4%
利润率					
毛利率	20.0%	20.9%	20.6%	20.7%	21.1%
EBIT 率	1.6%	1.2%	0.5%	1.1%	1.5%
净利润率	1.0%	1.1%	0.4%	0.6%	0.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	5.9%	6.2%	2.2%	3.6%	5.7%
总资产收益率(ROA)	1.9%	2.1%	0.7%	1.2%	1.8%
投入资本回报率(ROIC)	6.5%	5.4%	1.6%	3.9%	5.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	56	57	57	57	57
应收账款周转天数	2	2	2	2	2
总资产周转天数	186	191	198	192	184
净利润现金含量	4.35	1.86	-5.31	6.70	3.80
资本支出/收入	7%	5%	3%	3%	3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.7%	65.6%	66.7%	67.2%	68.1%
净负债率	-8.5%	-12.0%	15.3%	13.7%	13.4%
<b>估值比率</b>					
PE	39.4	36.1	98.8	59.7	36.8
PB	2.3	2.2	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	11.2	10.9	19.6	13.8	10.6
P/S	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
股息率	2.0%	2.0%	0.8%	0.8%	0.8%



## 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
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		