

中百集团 (000759.SZ) 超市零售行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

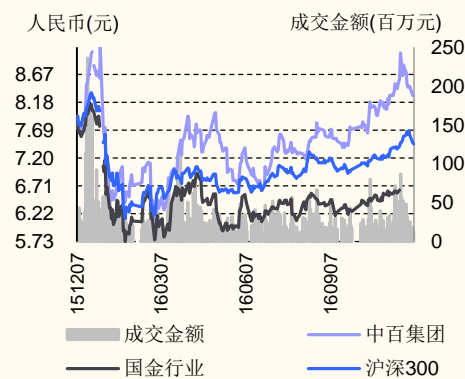
市场价格(人民币)：8.30元

深蹲蓄力，静待蝶变

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	680.58
总市值(百万元)	5,652.48
年内股价最高最低(元)	9.15/6.12
沪深300指数	3459.15
深证成指	10779.77



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.273	0.008	0.280	0.104	0.156
每股净资产(元)	4.44	4.36	4.64	4.74	4.90
每股经营性现金流(元)	0.28	-0.03	0.25	0.67	0.72
市盈率(倍)	32.58	1,045.11	29.62	79.97	53.05
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	9.03%	-96.99%	3301.57%	-62.96%	50.74%
净资产收益率(%)	6.16%	0.19%	6.04%	2.19%	3.19%
总股本(百万股)	681.02	681.02	681.02	681.02	681.02

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **湖北商超龙头，网点价值凸显：**公司是中西部地区连锁规模最大、商业网点最多的商业企业，以超市业态为主，兼顾百货、电器。2015年，公司实现规模销售350亿元，网点数量1090家，在网点数量和销售规模上均远超湖北同业。商超与电商供应链和物流体系存在较大的协同空间，密集的线下商超网点能够深度覆盖周边客户，优化和降低最后一公里物流配送成本。京东入股永辉、阿里入股三江均彰显了区域超市高密度网点与电商结合的广阔空间，公司覆盖湖北的高密度网点价值凸显。
- **业绩短期承压，经营效率存提效空间：**在外埠门店培育期拉长&刚性费用持续攀升的情况下，公司营收增速自2011年持续放缓，净利润增速也呈下滑趋势。15年以来，公司探索经营转型，并在16年大规模调整门店，导致业绩陷入亏损。与同业相比，公司毛利率处于行业中偏下水平，销售+管理费用率高于行业平均，净利率与行业平均也存在较大差距，存较大提效空间。
- **永辉深度合作提效，关店&合资减少“出血点”：**永辉超市是公司第二大股东，持股比例高达20%。自2014年，公司和永辉超市达成战略合作以来，双方业务合作渐入佳境。在永辉的帮助下，公司大力度整合供应链体系、改造传统门店，运营效率出现小幅改善。同时，公司对难以扭亏的门店、业态寻求合适途径退出，今年大规模关店及电器合资将甩下亏损包袱，公司盈利能力有望在明年大幅改善。
- **布局新兴业态，产业并购基金&物业资产证券化加速转型进程：**受益消费升级的便利店、进口商品直销迎来黄金发展期。公司凭借前瞻性眼光，率先在武汉布局便利店及全球商品直销中心，有望抢占市场先机，打造新的利润增长点。近期产业并购基金的成功设立，明年有望支持公司便利店、中央厨房等业务发展。公司物业资产证券化年内或将落地，将为公司转型提供充裕资金支持，并大幅改善今年业绩。

投资建议

- 今年公司转型渐入佳境，改造后门店客流量和销售规模同比回升明显，经营效率指标呈改善趋势；便利店、全球商品直销成为公司未来新的增长点，产业并购基金和物业资产证券化为公司转型提供资金支持。虽然短期调整带来较大亏损，随着各项转型提效举措的稳步推进，公司明年盈利能力有望大幅改善。长期来看，我们看好永辉入股后，公司在业态转型、商超改造、费用

徐问 分析师 SAC 执业编号：S1130516080002
xuwen@gjzq.com.cn

刘彪 联系人
liubiao@gjzq.com.cn

管控和供应链能力等方面的提升空间，随着公司经营效率和净利率水平逐步回归行业正常水平，将推动市值稳步上涨。首次覆盖给予“买入”评级！

盈利预测

- 我们假设物业资产证券化年内完成补充盈利，预计 2016-18 年收入增速分别为-7.3%、3.9%、7.7%，16-18 年 EPS 分别为 0.28、0.10、0.16 元，对应 PE 分别为 29.6X、80.0X、53.1X。若不考虑资产证券化影响，我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为-0.44、0.08、0.15 元。

风险

- 经济下行，超市同店大幅放缓；便利店前期亏损放大；资产证券化进度低于预期。

内容目录

一、中西部商超龙头，网点价值凸显.....	5
1.1 湖北商业领跑者，多业态协同发展.....	5
1.2 超市行业：市场集中度低、行业分化加剧，O2O 下网点价值凸显.....	6
1.3 湖北消费市场颇具潜力，公司区域规模优势凸显.....	8
二、业绩短期承压，经营效率存提效空间.....	9
2.1 消费低迷&主动转型，经营压力短期剧增.....	9
2.2 经营效率落后同业，可提效空间巨大.....	11
三、永辉深度合作提效，业态调整重塑发展引擎.....	12
3.1 永辉生鲜供应链优势明显，二股东特殊地位助力公司转型.....	12
3.2 供应链&门店双管齐下，业态调整初显成效.....	13
3.3 超市关店&电器合资，“出血点”大幅减少.....	14
3.4 布局便利店、全球商品直销中心，产业基金助力多元化布局.....	15
3.5 股权激励值得期待，物业资产证券化提振本年业绩.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	17
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司营收、毛利构成(2015).....	5
图表 3：公司股权结构.....	5
图表 4：超市行业销售额增速处于低位.....	6
图表 5：便利店&电商等新兴渠道市场份额提升.....	6
图表 6：主要超市企业门店增速.....	6
图表 7：主要超市企业销售额增速.....	7
图表 8：本土品牌市场份额占比提升.....	7
图表 9：社区超市、便利店在京东 O2O 体系占据关键一环.....	8
图表 10：湖北、武汉 CPI 涨幅高于全国水平.....	8
图表 11：湖北经济实力底蕴深厚.....	8
图表 12：湖北 GDP 增速远高全国水平.....	8
图表 13：湖北社零增速保持较高水平(累计同比).....	8
图表 14：湖北主要超市企业在全国快消品连锁中的排名.....	9
图表 15：公司营收增速逐年放缓.....	9
图表 16：公司净利润自 2015 年以来大幅下滑.....	9
图表 17：公司门店长期持续扩张.....	9
图表 18：公司百货销售额及增速.....	10
图表 19：超市、专卖店单店收入.....	10
图表 20：公司单季销售+管理费用率持续攀升.....	10

图表 21: 人工、租金费用营收占比上升	10
图表 22: 人工、租金费用营收占比上升	11
图表 23: 各业态子公司净利率变化.....	11
图表 24: 超市板块毛利率水平对比(单位: %).....	11
图表 25: 超市板块存货周转天数对比	11
图表 26: 超市板块销售+管理费用率水平(单位: %).	12
图表 27: 超市板块人均劳效水平(单位: 万元).....	12
图表 28: 超市板块净利率水平(单位: %)	12
图表 29: 超市板块市销率水平(单位: %)	12
图表 30: 永辉生鲜销售占比较同行更高	13
图表 31: 永辉在门店扩张的同时保持较好的同店增长	13
图表 32: 永辉超市与公司业务合作渐入佳境	13
图表 33: 中百标准超市(改造前)	14
图表 34: 中百邻里生鲜店(改造后).....	14
图表 35: 15 年运营能力出现改善迹象.....	15
图表 36: 16 年公司延续效率提升趋势.....	15
图表 37: 仓储超市门店数下降明显.....	15
图表 38: 中百罗森便利店陈设	16
图表 39: 全球商品直销中心.....	16
图表 40: 东湖中百产业并购基金认缴出资额及出资比例.....	16
图表 41: 公司业务分部预测.....	17

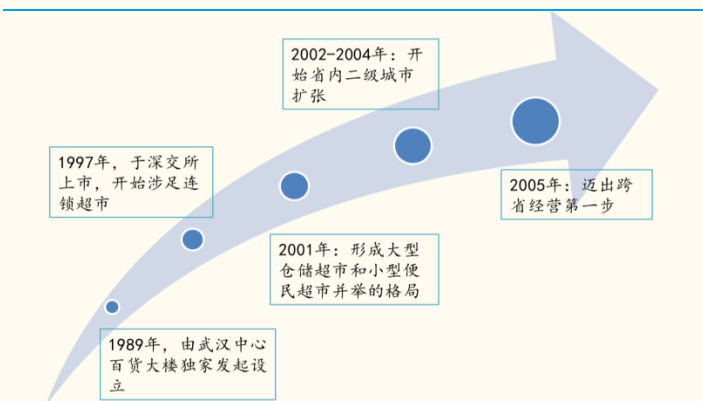
一、中西部商超龙头，网点价值凸显

1.1 湖北商业领跑者，多业态协同发展

公司是湖北省以商业零售为主业的大型连锁企业，前身是创建于 1959 年的武汉商场，于 1992 年在深交所上市。目前，公司是中西部地区连锁规模最大、商业网点最多的商业公司，2015 年实现规模销售 350 亿元，居中国连锁百强企业 14 位。

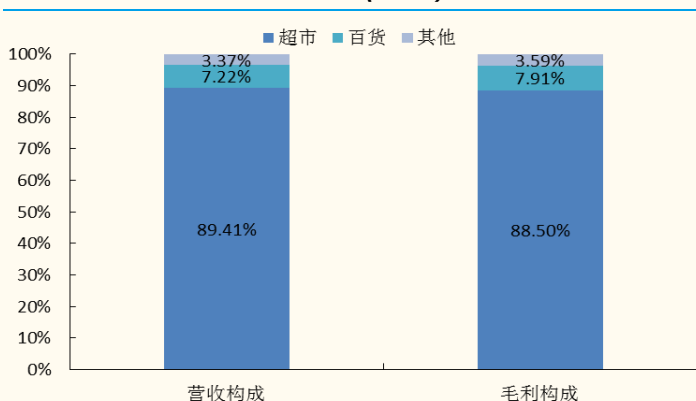
以超市业态为主，兼顾百货、电器。公司超市业态分为仓储超市和便民超市，仓储超市以大卖场为主，在强化片区网点优势基础上，布局省内二、三级城市空白点，不断延伸网点覆盖面；便民超市以成熟商圈为主导，着力构建标准超市、生鲜超市、便利店多业态互补的发展格局。截止 9 月底，公司网点 1048 家，其中，中百仓储超市 195 家，中百便民超市 822 家，中百百货店 11 家，中百电器门店 20 家。2015 年，超市业态贡献了 89.4% 的收入、88.5% 的毛利，百货业态贡献 7.2% 的收入、7.9% 的毛利。

图表 1：公司发展历程



来源：国金证券研究所

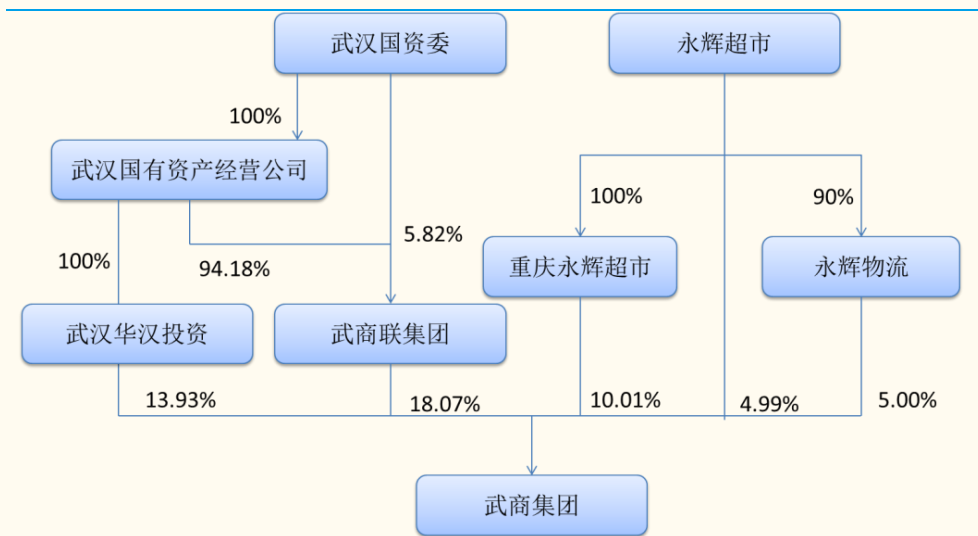
图表 2：公司营收、毛利构成(2015)



来源：公司公告，国金证券研究所

武汉国资委为实际控制人，永辉超市多次举牌成为第二大股东。公司控股股东为武商联集团，实际控制人武汉国资委。截至 16 年 11 月 4 日，武商联集团持有公司 18.07% 的股权，是公司控股股东；武汉国资委通过武商联集团、武汉华汉投资管理公司控制公司 32% 的股权，为公司实际控制人。永辉超市自 2013 年 11 月 5 日开始买入公司股份，经过多次举牌，目前持股比例达 20%。

图表 3：公司股权结构

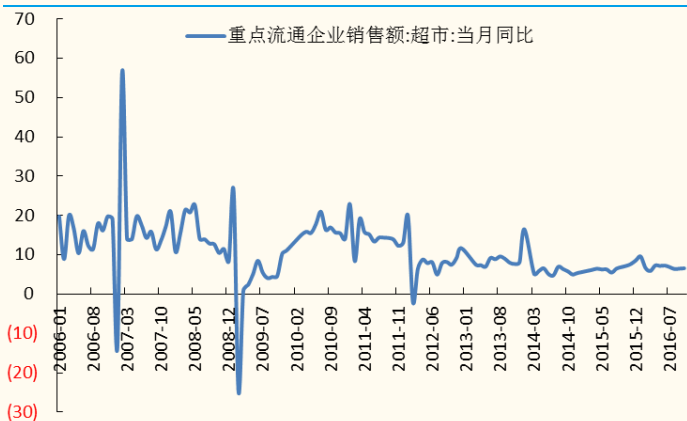


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 超市行业：市场集中度低、行业分化加剧，O2O 下网点价值凸显

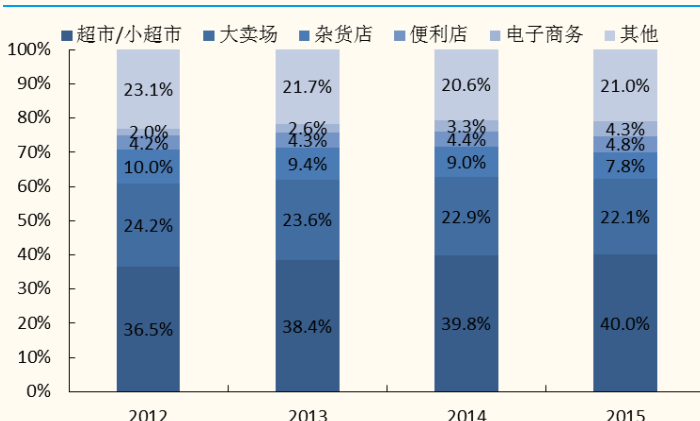
超市行业增速放缓，新兴渠道迅速成长。过去 20 多年来，伴随着消费升级和现代化渠道发展，以大卖场为代表的超市业态凭借品类齐全、质优低价的优势迅速扩张，迎来了发展黄金期。2012 年以来，随着宏观经济逐步低迷、商超渠道趋于饱和，行业增速放缓，但新兴渠道仍表现靓丽。从近 4 年渠道份额变化来看，过去占领先优势的大卖场市场份额遭到挤压，贴近社区的中小超市占比正稳步提升，受益消费升级的便利店&电商等新兴渠道迅速成长，市场份额大幅提升。

图表 4：超市行业销售额增速处于低位



来源：Wind，国金证券研究所

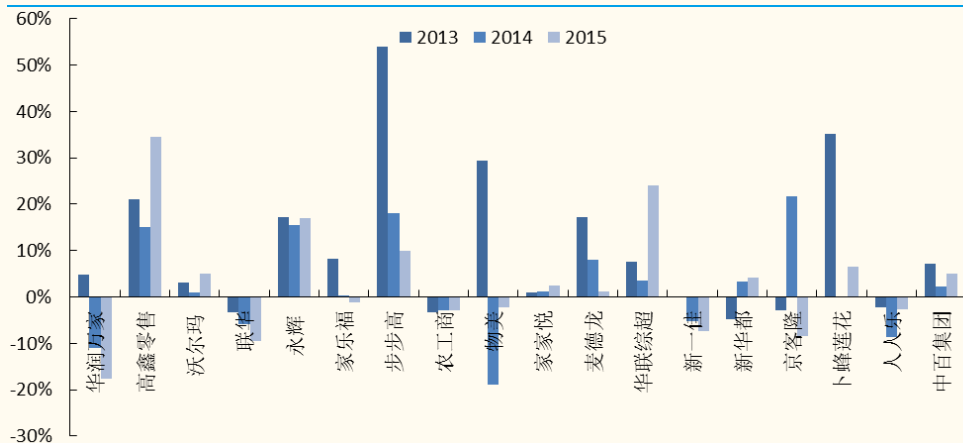
图表 5：便利店&电商等新兴渠道市场份额提升



来源：贝恩咨询，国金证券研究所

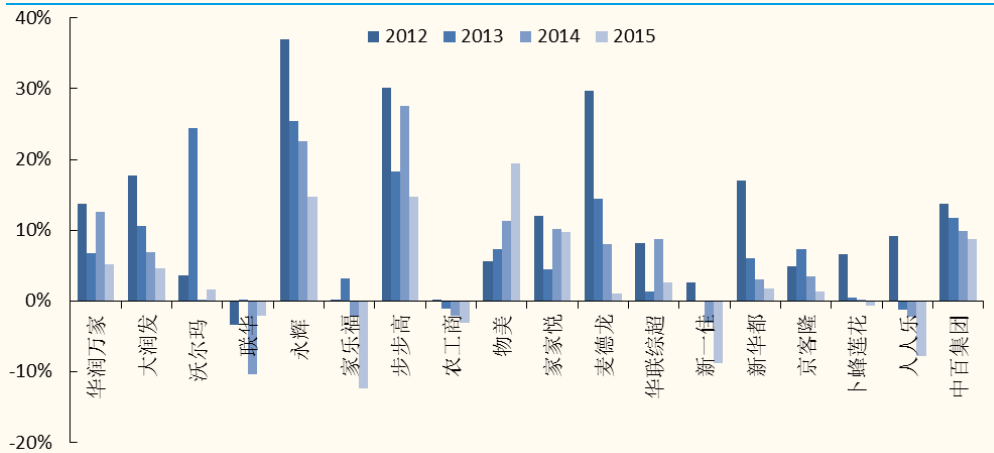
行业两极分化，市场集中度低。从竞争格局来看，超市行业呈现碎片化、区域割据的特征，市场集中度低，部分超市龙头加快了跨区域扩张步伐。在消费低迷、费用上升影响下，行业门店增速趋于放缓、两极分化更为明显。永辉、步步高、大润发等龙头企业逆势下积极布局，保持较高销售增速，市场份额稳步提升，沃尔玛、家乐福为代表的外资超市战线收缩，人人乐、新一佳、新华都等区域超市面临营收放缓和盈利能力下滑困境。

图表 6：主要超市企业门店增速



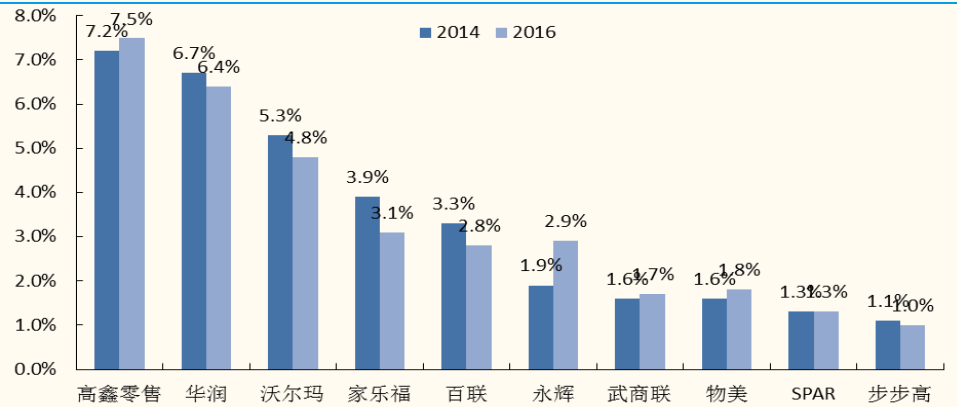
来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

图表 7：主要超市企业销售额增速



来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

图表 8：本土品牌市场份额占比提升



来源：Kantar Worldpanel，国金证券研究所

注：2014 年数据取自 14 年 1 月 24 日滚动 12 周，2016 年数据取自 16 年 10 月 7 日滚动 12 周

商超与电商协同巨大，线下网点价值凸显。线上线渠道之争发展到目前阶段，电商面临流量红利衰竭的窘境，线下传统的供应链体系需要嫁接更高效、先进的互联网技术推动转型提效，线上线下融合的新零售成为行业趋势。百货与商超业态由于盈利模式、控货能力上存在本质区别，与电商的融合路径也存在差异，商超尤其是贴近最后一公里的社区超市和便利店与电商供应链和物流体系存在更大的协同和改造空间。双方通过客户、销售数据、供应链、支付、服务等环节的打通，重构商业流程，提升运营效率和客户体验，密集的线下商超网点能够深度覆盖周边客户，优化和降低最后一公里物流配送成本。京东入股永辉、阿里入股三江均凸显了区域超市高密度网点的投资价值。

图表 9：社区超市、便利店在京东 O2O 体系占据关键一环

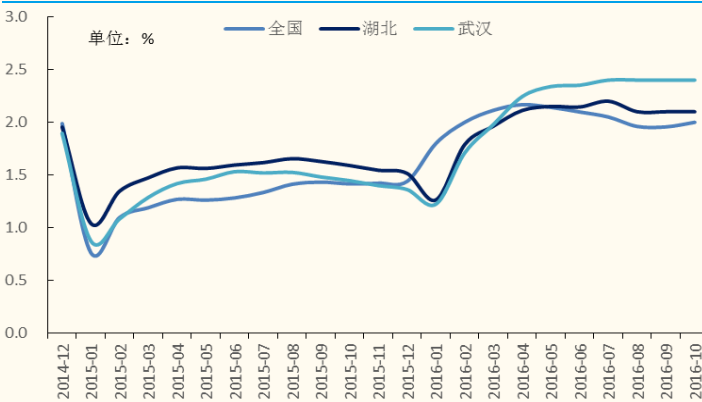


来源：互联网，国金证券研究所

1.3 湖北消费市场颇具潜力，公司区域规模优势凸显

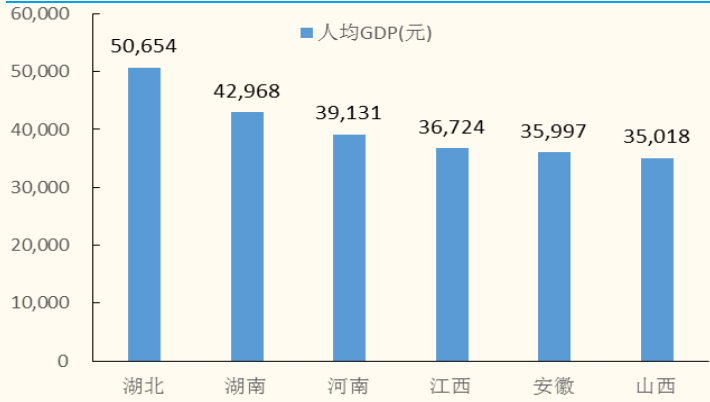
湖北作为中部经济强省，各项消费指标均领先全国水平。2015 年，湖北人均 GDP 高达 5 万元，领先中部地区第二名湖南近 20%，具有旺盛的消费潜力。即使是在宏观经济加速下行阶段(2012-至今)，湖北仍保持着领先全国 2% 的经济增速，社零增速长期高于全国 1 个百分点，区域 CPI 也高于全国水平，展现出较强的抗风险能力和经济活力。

图表 10：湖北、武汉 CPI 涨幅高于全国水平



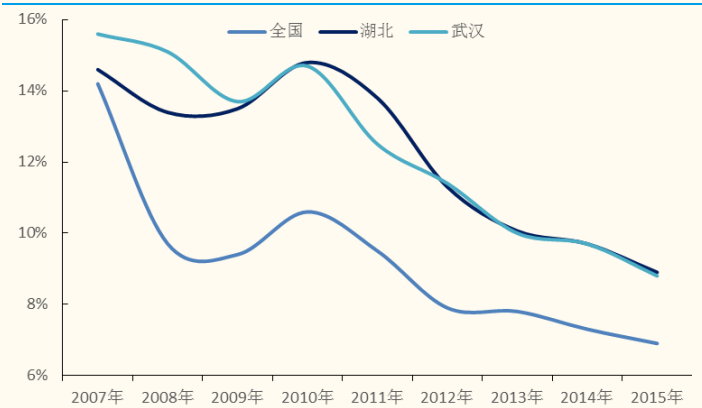
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：湖北人均 GDP 处于中部省份领先水平



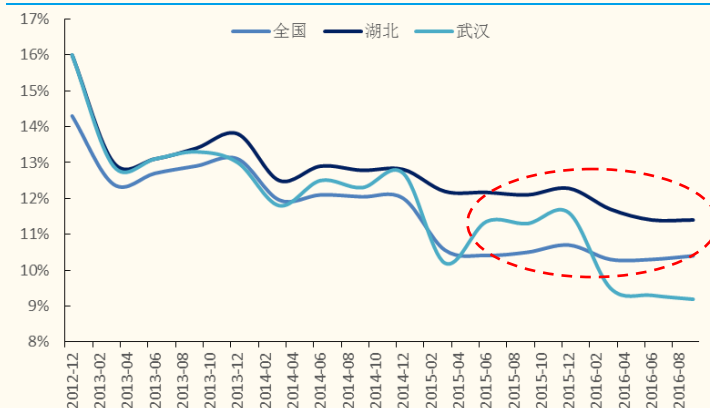
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：湖北 GDP 增速远高全国水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：湖北社零增速保持较高水平(累计同比)



来源：Wind，国金证券研究所

公司在湖北地区网点优势明显，规模全面领先同业。武汉及湖北超市市场竞争激烈，家乐福、沃尔玛等外资超市深耕已久，欧尚、永旺、山姆会员店等国际超市巨头也纷纷进驻武汉，本土的中百仓储、武商量贩、中商平价凭借网点优势巩固市场地位。从全省来看，二级城市仍被本土品牌占据，中百仓储、武商量贩门店数量领先，外资超市也加快了向省内三四线城市扩张的步伐。公司旗下超市无论是在网点数量还是销售规模上均远超同业水平，是区域市场最重要的参与力量。

图表 14：湖北主要超市企业在全国快消品连锁中的排名

排名	公司	2015 年销售额(亿元)	2015 年门店总数(个)
13	中百仓储超市	207.54	248
22	武商量贩连锁	136.99	84
42	中百超市	53.72	796
50	十堰新合作超市	40.23	332

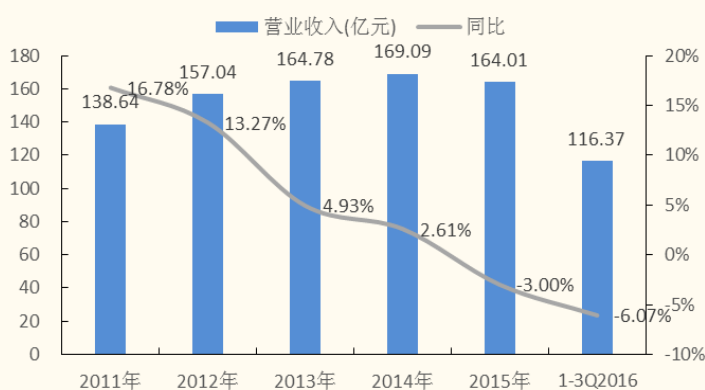
来源：中国连锁经营协会，国金证券研究所

二、业绩短期承压，经营效率存提升空间

2.1 消费低迷&主动转型，经营压力短期剧增

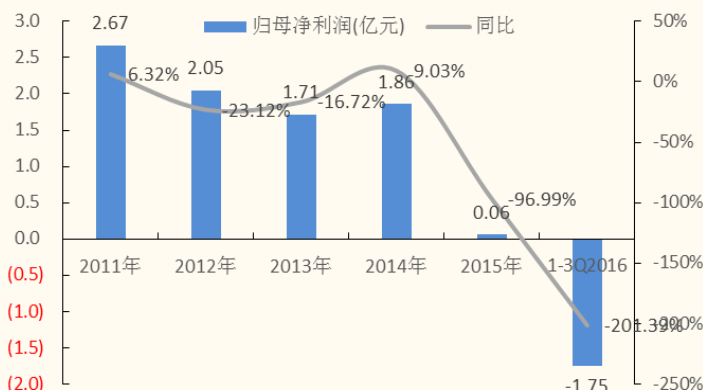
随着行业进入调整期，在外埠门店培育期拉长&刚性费用持续攀升的情况下，公司营收增速自 2011 年以来持续放缓，净利润增速也呈下滑趋势。15 年以来，公司积极探索经营转型，并在 16 年大规模调整门店，在短期内对经营造成巨大压力。2016 年前三季度，公司实现营业收入 116.37 亿元，同比下降 6.07%；归母净利润-1.75 亿元，主业陷入亏损。

图表 15：公司营收增速逐年放缓



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：公司净利润自 2015 年以来大幅下滑



来源：Wind，国金证券研究所

内生增长乏力，跨区域扩张拖累业绩。在巩固武汉市场优势基础上，公司积极在湖北二三级城市及重庆地区布点，连锁网点总数从 11 年 838 家增长至 15 年 1090 家，其中仓储超市增加 42 家至 245 家，便民超市增加 209 家至 793 家。外埠门店在网点密度、供应链能力和品牌影响力上存在弱势，叠加行业景气下滑，同店增长乏力，门店培育期拉长拖累业绩。

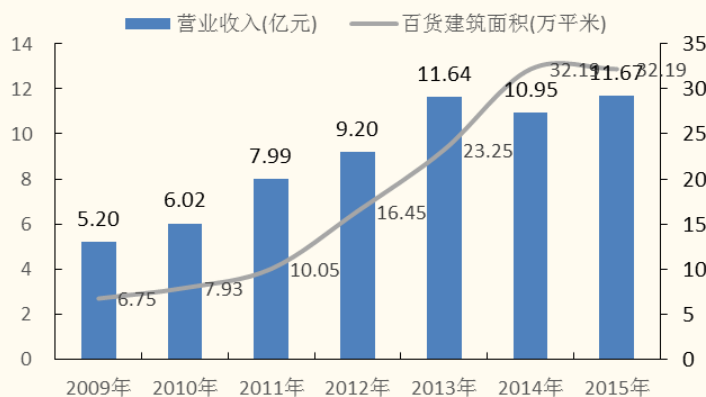
图表 17：公司门店保持较快扩张速度

连锁网点数量 (单位：家)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016Q3
合计	608	643	679	838	948	1,016	1,038	1,090	1048
仓储超市	125	139	154	203	244	264	257	245	195
武汉	45	52	58	71	75	81	77	77	74
湖北	44	51	61	76	82	94	95	89	79
重庆	36	36	35	56	87	89	85	79	42
便民超市	479	500	520	584	651	698	726	793	822

加盟		71	56	49	45	27	13	45	55
百货店	4	4	5	6	8	9	11	11	11
电器专卖店				45	45	45	44	41	20

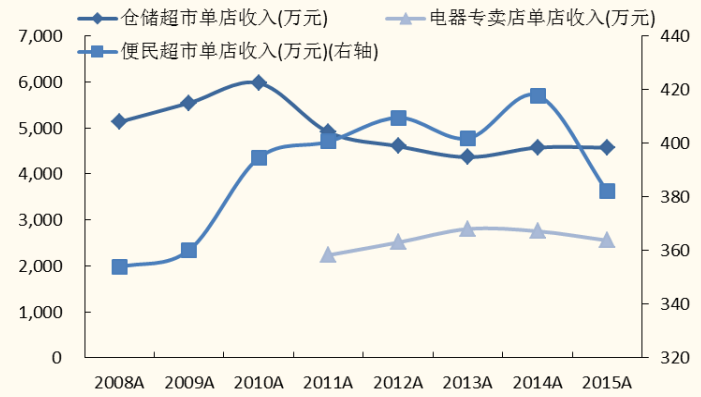
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：公司百货销售额及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：超市、专卖店单店收入

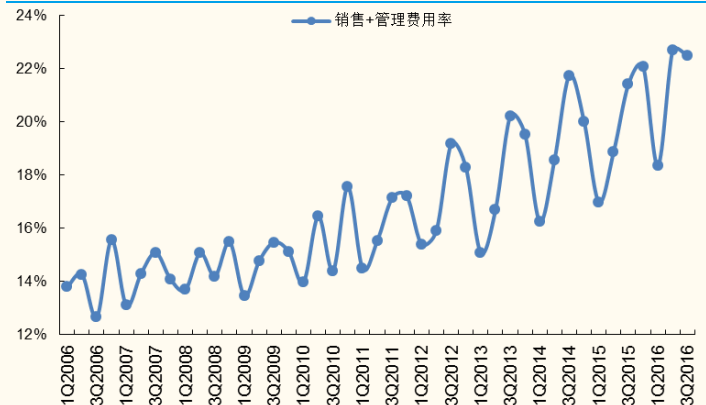


来源：公司公告，国金证券研究所

人工、租金刚性费用推高成本，主业净利率处于低位。13-14 年，公司人工成本和租金成本年均增速在 10%左右，远高于同期营收增速，15 年在营收下滑的背景下费用呈现刚性，进一步推高费用率。13-15 年，公司销售+管理费用率从 17.77%提升至 19.68%；2016 年，受人工成本结构性调整、关店及市场环境的影响，前三季度销售+管理费用率高达 21.38%。

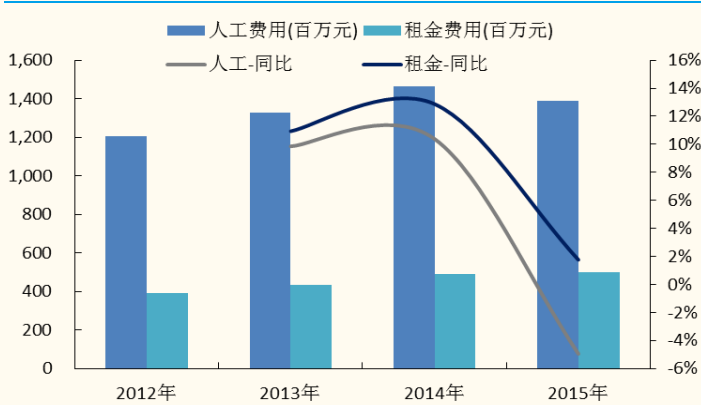
受营收增长乏力、新店扩张压力和费用高企影响，各业态子公司净利率处于下滑通道，百货、电器、仓储超市陷入亏损。2015 年，公司仓储超市、便民超市、百货、电器各子公司净利率分别为-0.15%、1.76%、-3.35%、-0.10%。

图表 20：公司单季销售+管理费用率持续攀升



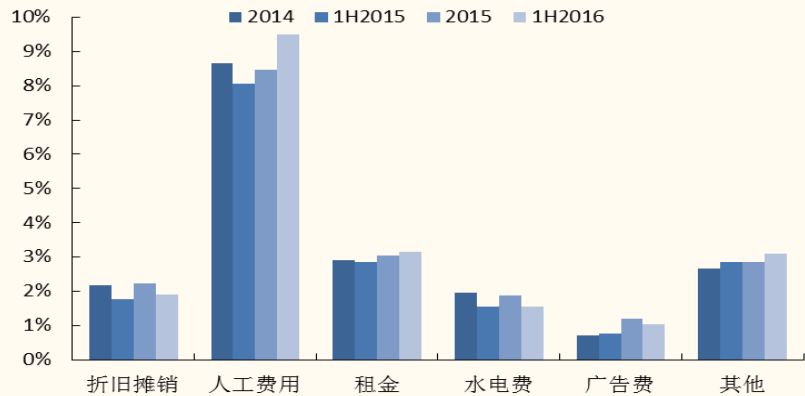
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：人工、租金费用营收占比上升



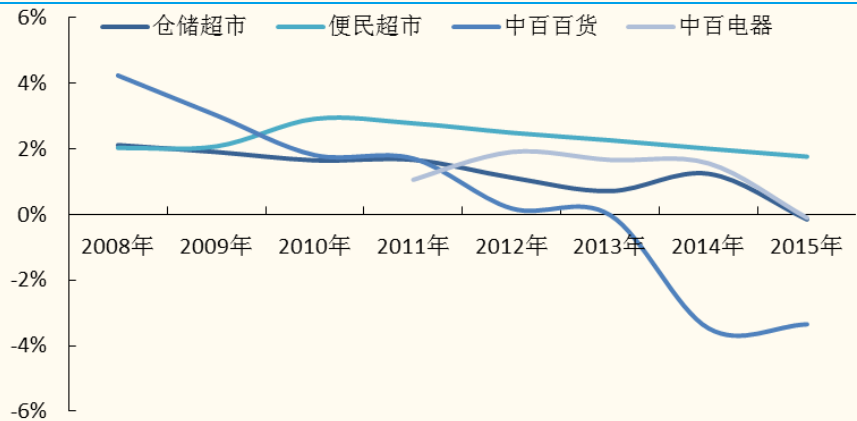
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22: 人工、租金费用营收占比上升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 各业态子公司净利率变化

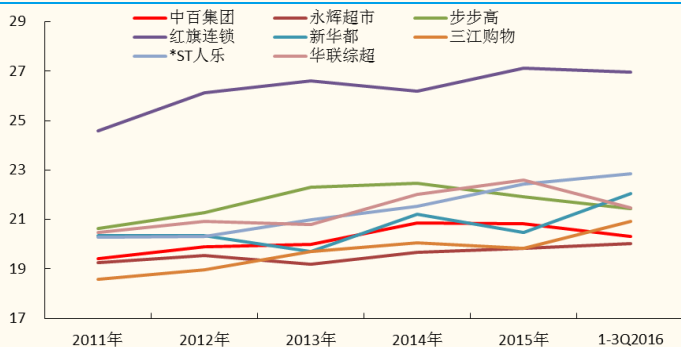


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 经营效率落后同业, 可提效空间巨大

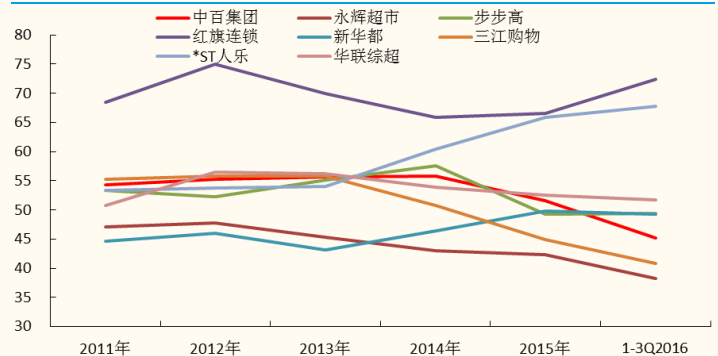
各项指标均低于同业, 具备较大提升空间。过去 3 年, 公司综合毛利率 20%-21%, 处于行业中偏下水平。销售+管理费用率高于行业平均水平, 人均劳效远低于平均水平, 15 年为 44.28 万/人, 净利率与行业平均也存在较大差距, 存较大提效空间。受盈利能力压制, 公司 PS 估值处于行业底部水平, 市销率仅 0.3 倍左右, 若公司盈利能力出现趋势性改善, 估值存在较大提升空间。

图表 24: 超市板块毛利率水平对比(单位: %)



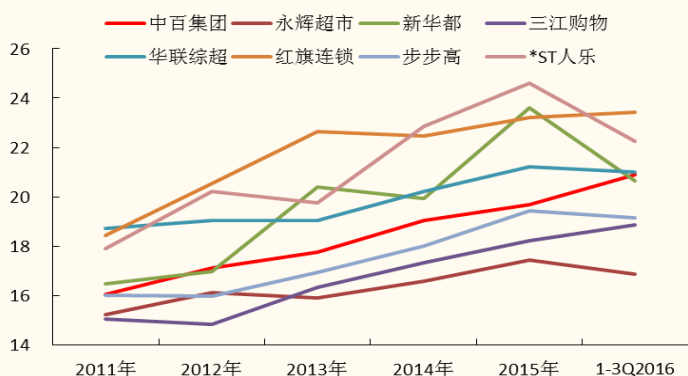
来源: 国金证券研究所

图表 25: 超市板块存货周转天数对比



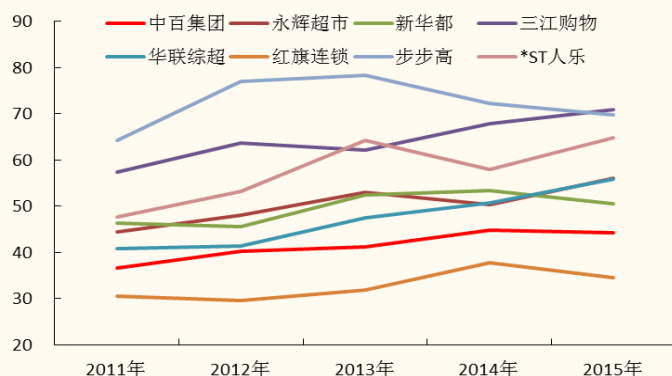
来源: 国金证券研究所

图表 26: 超市板块销售+管理费用率水平(单位: %)



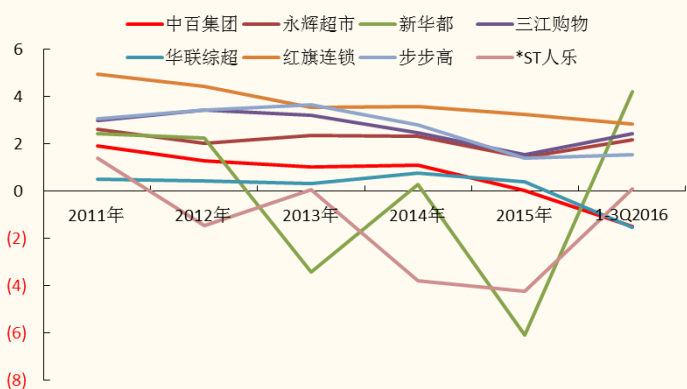
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 27: 超市板块人均劳效水平(单位: 万元)



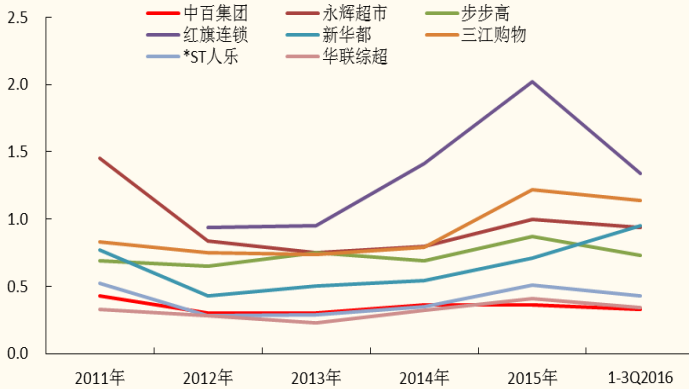
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 超市板块净利率水平(单位: %)



来源: 国金证券研究所

图表 29: 超市板块市销率水平(单位: %)



来源: 国金证券研究所

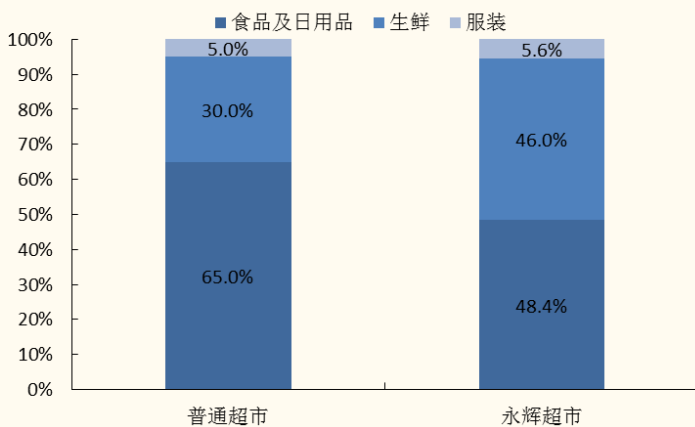
三、永辉深度合作提效，业态调整重塑发展引擎

3.1 永辉生鲜供应链优势明显，二股东特殊地位助力公司转型

生鲜具备强聚客能力，供应链门槛较高。对于超市而言，生鲜是高频次、刚需的快速消费品，其同店重复购买率高，具有强大的聚客、引流能力，可以通过交叉购买其他品类商品来拉动整体销售额增长。但生鲜保质期短、非标准化、易损耗的特点要求极高的供应链管理能力和运营能力，使得多数超市仅将其视为赢得客流量的策略性商品，难以从中获取利润。

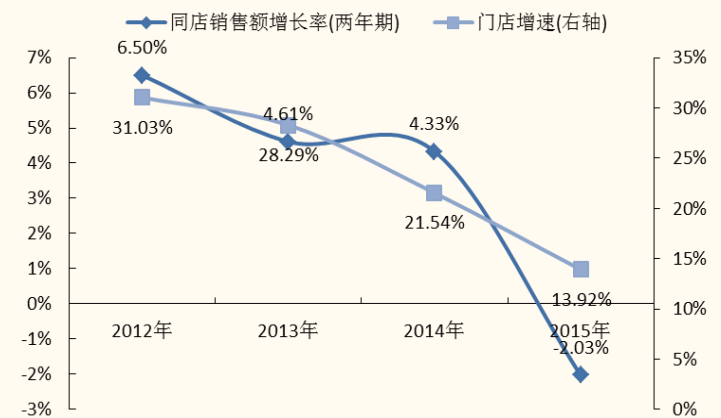
永辉超市作为国内深耕生鲜的佼佼者，产业链竞争力凸显。在供应链环节，全国各城市建立采购基地，坚持直采直营，降低采购成本；在物流环节，自建现代化物流配送中心，配备冷库、冷藏车等冷链设施，降低配送中的生鲜损耗；在门店环节，采取因实定价、员工责任承包制给予门店采购、定价灵活性，保证商品的畅销。依靠生鲜强聚客能力&产业链优势，永辉超市在行业逆势下保持稳健扩张，同店增长也远高于同业。

图表 30：永辉生鲜销售占比较同行更高



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

图表 31：永辉在门店扩张的同时保持较好的同店增长



来源：公司公告，国金证券研究所

股东互信初步建立，业务合作渐入佳境。2014年10月10日，永辉超市和公司发布公告，双方签署《战略合作框架协议》，这标志着持续近1年的股权之争告一段落，永辉超市和武汉国资由竞争走向合作。此后，永辉超市和公司之间的合作逐步加深，14年底永辉超市推荐的两名非独立董事顺利进入公司董事会；15年4月公司与永辉超市的后台数据互相开放，并开始推进联合采购。16年以来，双方的互信进一步增强，3月永辉超市派出以福建大区副总经理程雪榕等23人职业经理人团队入驻公司接管生鲜事业部，试图借助永辉成熟的生鲜运营模式，指导公司调整优化生鲜业务。

图表 32：永辉超市与公司业务合作渐入佳境

时间	合作进展
2014年10月10日	永辉超市和中百集团发布公告称，两家公司于10月10日签订了《战略合作框架协议》，两家公司以强强联合、互惠共赢为宗旨，以做强零售行业大市场网络为目标，在建立采购竞价体系和联合采购团队、开展物流基地和重庆地区经营合作、建立交流学习机制等方面构建互为优先、互惠共赢的战略合作模式，充分发挥双方在区域龙头、市场网络、信息物流等方面的优势，实现共同发展、合作共赢。
2015年1月5日	来自永辉超市的张经仪、李国成为中百集团董事会成员。
2015年4月21日	中百集团宣布与永辉超市的业务已全面对接，通过信息共享和联合采购等模式以降低成本，从而带来毛利率的提升。公司与永辉超市的合作主要体现在两个方面，一是后台数据的互相开放，二是联合采购。
2015年7月15日	公司与永辉超市、联华超市、香港牛奶有限公司采购中心，在上海共同宣布联合发挥四大集团1700亿采购规模优势，参与国际城市间零售业的合作与竞争，重点在优势商品、全国性商品以及工业化商品采购上进行合作。
2015年10月	公司引入的3人职业经理人团队，万明治出任中百集团总经理，张黎出任公司副总经理。三人均有良好的教育背景取得硕士学位，有外企及互联网商业龙头企业供职的经历。
2016年3月	永辉超市派出23人的管理团队进驻了中百集团，指导中百的生鲜业务。永辉派驻的团队在深入调研之后，和公司一起设计生鲜提档升级的方案，并在三家门店进行了试点。

来源：互联网，国金证券研究所

3.2 供应链&门店双管齐下，业态调整初显成效

随着永辉团队的入驻，公司转型调整的步伐进一步提速，一方面加紧整合供应链体系，从上游环节提升毛利；另一方面积极调整门店结构，改造传统门店、布局生鲜超市。

整合供应链体系，统采统配、联合采购提升议价能力。公司于 16 年初成立商品统采中心，推进了两家超市公司生鲜统采统配。截至 6 月底，仓储公司水果类别直采统配已覆盖 68.71% 门店；便民公司推进生鲜门店蔬果直采经营。此外，公司借助永辉长半径供应链优势，加快推行进口商品、酒类及 OEM 商品的联合经营采购。截至 8 月，联合采购商品达到 339 个单品。通过整合供应链体系，公司议价能力凸显，有望扩大商品毛利空间。

生鲜转型加速推进，门店提效明显。今年以来，公司门店调整进度加快，仓储超市调整生鲜占比及构成，改造后的门店客流量增长明显；标准超市增加生鲜比重，向社区超市转型发展，创建邻里生鲜店(绿标店)。目前，公司在原有标准超市基础上成功改造 6 家绿标店，首家绿标店于 6 月 30 日开业，面积 385 平方米，改造后生鲜占比由 15% 升至 58%，来客数同比增长 150%。公司今年计划完成 100 家门店的生鲜调整，截止 11 月，已完成 69 家门店的生鲜调整。从现有情况看，公司门店调整后提效明显，改造门店客流、同店均取得较好的增长，随着 17 年门店调整范围进一步扩大，有望对整体经营带来较大改善。

图表 33：中百标准超市(改造前)



来源：互联网，国金证券研究所

图表 34：中百邻里生鲜店(改造后)



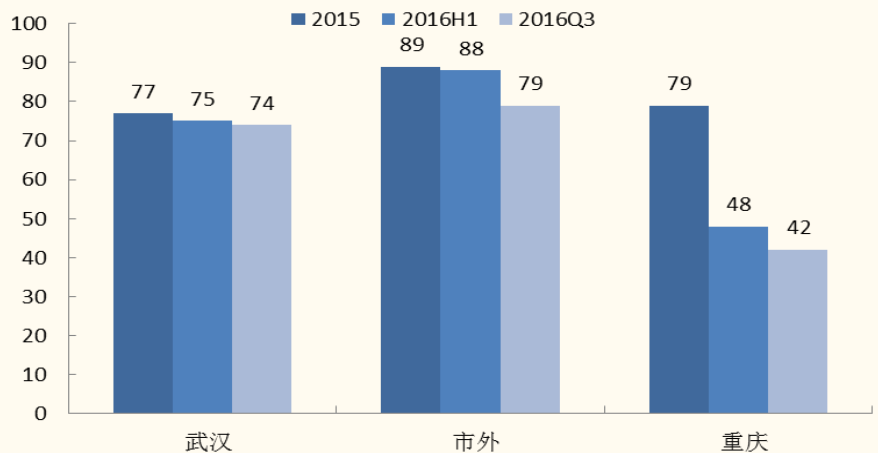
来源：互联网，国金证券研究所

3.3 超市关店&电器合资，“出血点”大幅减少

在生鲜调整的同时，公司对各业态、门店进行分类梳理，对于难以扭亏的门店、业态积极寻求合适途径退出，以求减少“出血点”。在此思路下，公司推出一系列举措，如超市关店、电器合资等。此外，公司百货业务长期亏损，未来也有望通过合资、资产处置等手段缩窄亏损面。

仓储超市关店减少亏损点，盈利能力有望改善。在生鲜调整的同时，公司对门店进行分类梳理，大规模关闭重庆地区及湖北省内二、三级城市的亏损仓储超市。截至 9 月底，公司武汉市内关闭 3 家、湖北省内二级城市关闭 10 家，重庆地区关闭 37 家，四季度将继续关店调整。由于仓储超市多为 4000-5000 平方米的大卖场，对公司业绩造成较大影响，我们预计今年关店将带来 1.5 亿元的损失，但能为明年减亏 5000 万左右。今年大规模关店无疑能立竿见影地减少公司的“出血点”，主业盈利能力有望回升。

图表 35：仓储超市近两年关店情况

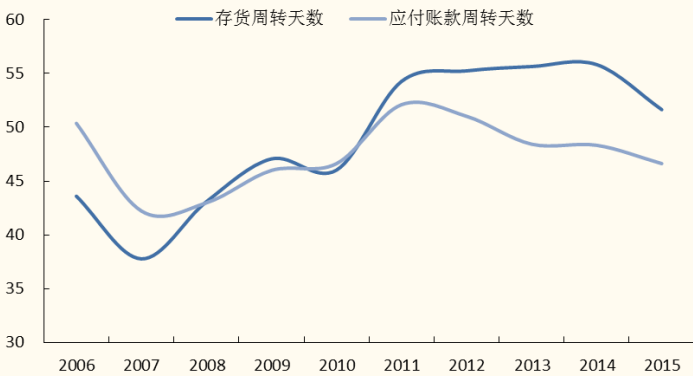


来源：公司公告，国金证券研究所

电器合资卸下“包袱”，借力工贸家电提效。16年2月，公司公告与泰欣电器共同发起设立合资公司中百工贸电器，注册资本3000万元，中百电器占合资公司注册资本的51%。中百电器将市外门店全面转入泰欣电器租赁经营，将市内门店纳入合资公司经营管理。泰欣电器控股股东为全国最大的区域性家电连锁企业工贸家电，网点覆盖湖北36个地级和县级城市。通过和泰欣电器的合作，公司一方面可以摆脱市外门店持续亏损的负面影响，另一方面武汉市内容流量好、具有一定盈利能力的门店可以借助工贸家电供应链资源实现提效。

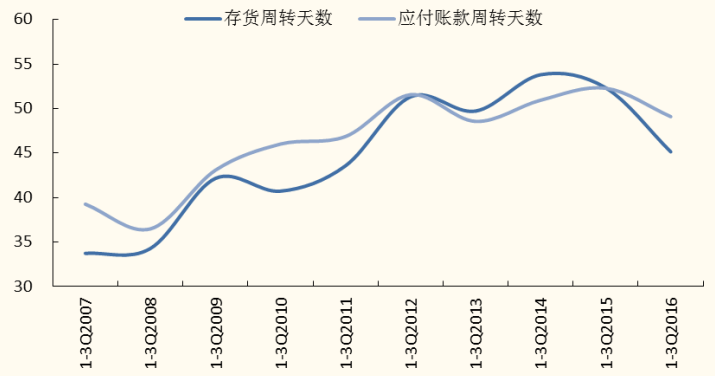
改革初现成效，运营效率小幅改善。随着公司各项改革措施的落地，供应链效率有所改善、改造门店重获客流增长，各项运营指标也已出现改善趋势，存货周转天数及应付账款周转天数均出现持续性大幅下降。

图表 36：15 年运营能力出现改善迹象



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：16 年公司运营能力延续提升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 布局便利店、全球商品直销中心，产业基金助力多元化布局

随着消费者收入水平的提升，即时性消费需求日益增加，便利店业态迎来黄金发展期。消费者对产品的品质要求进一步提升，进口优质商品的需求开始爆发，跨境商品直销空间广阔。公司凭借前瞻性眼光，率先在武汉布局便利店及全球商品直销中心，有望抢占市场先机，打造新的利润增长点。

2016年2月，中百超市与日本便利店龙头罗森签订《区域使用许可合同》，中百超市成为罗森在湖北省指定的唯一区域被许可人，可以采取直营和加盟等模式发展罗森便利店。罗森收取公司一次性支付的5年期品牌费，并从门店销售额中提取1.2%。目前，武汉便利店市场竞争较为平缓，无强势竞争对手，市场可开拓空间较大。公司具有强势品牌影响力、深厚供应商资源，自身的中央大厨房更是可以提供各种鲜食食品，与便利店具有较大的协同发展空间。结合罗

森商品配置、营销方式、门店运营等优势，我们认为中百罗森便利店资源禀赋远强于同区域对手，有望成为湖北市场的领跑者。截至 11 月，公司已开设 31 家便利店，年底有望开出 50 家，计划 19 年扩张至 500 家。

公司针对进口商品打造中百全球商品直销中心，门店结合 costco “会员制仓储式”与 Aldi “廉价折扣式”的经营模式，依托公司现有门店采取店中店、店外店、独立店形式开设卖场。目前，公司共有 5 家全球商品直销中心开业，单店体量 300-1000 平米，精选商品数 1000 余种，通过港口自贸区与国外厂商及其在华总代理合作，以大贸方式直采一手货源。

图表 38：中百罗森便利店陈设



来源：互联网，国金证券研究所

图表 39：全球商品直销中心



来源：互联网，国金证券研究所

产业并购基金成立，明年开启投资计划。公司以自有资金 1.38 亿元作为有限合伙人，与武商联集团、东湖创新投资管理公司、东湖创新科技投资公司、基金管理公司共同投资设立东湖中百产业并购基金。各方发起人首期签约规模 8.98 亿元。签约完成后，由基金管理公司负责申请省、市引导基金及金融及产业资本增资，最终规模不超过 30 亿元。截至 10 月 26 日，基金管理公司和产业基金已完成工商注册登记手续，17 年有望开启投资计划。

优先级资金确定，加速便利店、中央大厨房业务拓展。基金采取结构化设计，包括“优先级”、“中间级”和“劣后级”三类，交银国际信托和上海锦傲投资管理公司作为优先级有限合伙人，按照优先级有限合伙人实缴出资额及实际使用时间向其预付年化 6.5% 分红金额。基金成立后，将围绕公司长期发展战略有效整合各方优势资源，并通过增资方式降低负债，支持公司便利店、中央大厨房等业务加快发展。目前，无论是便利店还是中央大厨房均未向公司贡献利润，通过产业基金增资，一方面可以解决投资资金需求，另一方面将分担账面亏损，有利于公司整体业务稳健成长。

图表 40：东湖中百产业并购基金认缴出资额及出资比例

发起人	出资额(亿元)	出资比例
基金管理公司	0.1	1.11%
中百集团	1.38	15.37%
东湖投资	1.5	16.7%
东湖创投	3	33.41%
武汉商联集团	3	33.41%
合计	8.98	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.5 股权激励值得期待，物业资产证券化提振本年业绩

国企改革突破体制限制，公司有望实现经营提效。公司作为武汉国资委下属商业上市平台，在企业市场化运营方面走在武汉国企前列。2015 年 10 月，公司

引进由万明治、张黎、孙磊三人组成的职业经理人团队，其中万明治担任公司总经理，而万明治此前先后在家乐福和苏宁工作，离职前为苏宁超市总经理。此外，公司积极调整优化薪酬结构，以古田路等 5 家门店为试点，推行了生鲜按毛利额提成的激励机制，对中百超市实施合伙制。长期以来，由于国企体制束缚，公司激励机制不完善且存在一定人员臃肿问题，随着武汉国企改革的推进，公司在员工激励、引入优秀人才以及人员调整上或将有更大的自主权和灵活性，加快主业转型调整步伐。

三年承诺期临近，股权激励方案有望明年落地。2014 年 7 月，公司大股东武商联在股权分置改革中承诺用 3 年时间实施公司管理层股权激励计划。若公司股权激励计划如期启动，将有望提升管理层的积极性，未来业绩将加速释放。

物业资产证券化有望年内完成，大幅提振本年业绩。8 月 24 日，公司发布门店物业资产证券化公告，公司全资子公司中百百货拟以中心百货店、黄陂购物中心和江夏购物广场三家门店物业为目标资产实施资产证券化，交易对价不低于人民币 13.4 亿元，公司实现不低于人民币 6.24 亿元的税前收益。交易完成后，中百百货以稳定的租赁价格和租约获得门店物业的使用权。从目前进展来看，公司资产证券化项目正稳步推进，有望在年内落地补充盈利，并为公司转型提供充裕资金支持。

四、盈利预测与投资建议

今年公司大规模关闭亏损门店，短期造成巨大的关店损失，但为明年轻装上阵奠定基础。我们假设物业资产证券化年内完成补充盈利，预计 2016-18 年收入增速分别为-7.3%、3.9%、7.7%，16-18 年 EPS 分别为 0.28、0.10、0.16 元，对应 PE 分别为 29.6X、80.0X、53.1X。若不考虑资产证券化影响，我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为-0.44、0.08、0.15 元。

图表 41：公司业务分部预测

业态	项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
百货	销售收入	1164.3	1150.6	1232.3	1170.7	1205.8	1242.0
	销售成本	940.5	896.2	950.6	878.0	904.4	931.5
	毛利率	19.22%	22.11%	22.86%	25.00%	25.00%	25.00%
超市	销售收入	15583.6	15993.8	15269.4	14124.1	14689.1	15864.2
	销售成本	12505.7	12707.4	12117.6	11242.8	11714.6	12691.4
	毛利率	19.75%	20.55%	20.64%	20.40%	20.25%	20.00%
其他	销售收入	515.0	526.9	491.8	524.4	550.0	550.0
	销售成本	396.1	394.9	375.8	398.4	400.0	400.0

来源：国金证券研究所

公司作为湖北商超龙头，区域规模优势明显，在门店数量，密集程度和销售规模上都处于行业前列。今年公司与永辉的合作渐入佳境，大力推进供应链体系、超市门店调整改造，改造后门店客流量和销售规模同比回升明显，经营效率指标呈改善趋势；便利店、全球商品直销成为公司未来新的增长点，产业并购基金和物业资产证券化为公司转型提供资金支持。虽然短期调整带来较大亏损，随着各项转型提效举措的稳步推进，公司明年盈利能力有望大幅改善。长期来看，我们看好永辉入股后，公司在业态转型、商超改造、费用管控和供应链能力等方面的提升空间，随着公司经营效率和净利率水平逐步回归行业正常水平，将推动市值稳步上涨。**首次覆盖给予“买入”评级！**

五、风险提示

- 1、经济下行，超市同店大幅放缓；
- 2、便利店业态培育亏损扩大；
- 3、资产证券化进度低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	16,478	16,909	16,401	15,199	15,795	17,006
增长率		2.6%	-3.0%	-7.3%	3.9%	7.7%
主营业务成本	-13,183	-13,379	-12,986	-12,034	-12,509	-13,513
%销售收入	80.0%	79.1%	79.2%	79.2%	79.2%	79.5%
毛利	3,295	3,530	3,415	3,165	3,286	3,493
%销售收入	20.0%	20.9%	20.8%	20.8%	20.8%	20.5%
营业税金及附加	-105	-116	-109	-76	-79	-85
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,247	-2,673	-2,642	-2,721	-2,685	-2,823
%销售收入	13.6%	15.8%	16.1%	17.9%	17.0%	16.6%
管理费用	-681	-545	-586	-456	-458	-493
%销售收入	4.1%	3.2%	3.6%	3.0%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	262	196	78	-88	64	92
%销售收入	1.6%	1.2%	0.5%	n.a	0.4%	0.5%
财务费用	-31	-51	-84	-20	19	39
%销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	2	-4	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	147	71	625	1	1
%税前利润	3.5%	56.8%	133.7%	170.3%	1.1%	0.7%
营业利润	242	289	63	517	84	132
营业利润率	1.5%	1.7%	0.4%	3.4%	0.5%	0.8%
营业外收支	23	-30	-10	-150	10	10
税前利润	265	259	53	367	94	142
利润率	1.6%	1.5%	0.3%	2.4%	0.6%	0.8%
所得税	-95	-75	-50	-176	-24	-36
所得税率	35.9%	28.9%	93.7%	48.0%	25.0%	25.0%
净利润	170	184	3	191	71	107
少数股东损益	-1	-2	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	171	186	6	191	71	107
净利率	1.0%	1.1%	0.0%	1.3%	0.4%	0.6%

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,400	1,115	934	1,040	1,767	2,001
应收款项	137	165	116	144	150	161
存货	2,234	1,915	1,810	1,385	1,371	1,481
其他流动资产	528	419	478	522	541	582
流动资产	4,299	3,615	3,338	3,091	3,829	4,225
%总资产	48.6%	40.8%	38.7%	39.0%	48.9%	51.2%
长期投资	115	113	74	75	74	74
固定资产	3,327	4,018	4,136	3,732	2,943	3,011
%总资产	37.6%	45.4%	48.0%	47.1%	37.6%	36.5%
无形资产	1,113	1,066	1,041	1,020	972	934
非流动资产	4,556	5,241	5,278	4,834	3,996	4,027
%总资产	51.4%	59.2%	61.3%	61.0%	51.1%	48.8%
资产总计	8,855	8,855	8,616	7,925	7,826	8,252
短期借款	796	130	380	0	0	0
应付款项	4,639	4,420	4,047	3,752	3,897	4,203
其他流动负债	112	631	580	671	677	690
流动负债	5,547	5,181	5,008	4,423	4,574	4,893
长期贷款	50	0	0	0	0	1
其他长期负债	313	627	630	332	11	11
负债	5,910	5,808	5,637	4,756	4,585	4,905
普通股股东权益	2,918	3,023	2,969	3,160	3,230	3,337
少数股东权益	26	24	10	10	10	10
负债股东权益合计	8,855	8,855	8,616	7,925	7,826	8,252

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.251	0.273	0.008	0.280	0.104	0.156
每股净资产	4.285	4.439	4.360	4.640	4.744	4.900
每股经营现金净流	0.914	0.278	-0.030	0.253	0.668	0.721
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.85%	6.16%	0.19%	6.04%	2.19%	3.19%
总资产收益率	1.93%	2.10%	0.07%	2.41%	0.90%	1.29%
投入资本收益率	4.10%	3.67%	0.12%	-1.31%	1.48%	2.06%
增长率						
主营业务收入增长率	4.93%	2.61%	-3.00%	-7.33%	3.92%	7.67%
EBIT 增长率	-20.58%	-25.26%	-60.15%	#####	#####	44.28%
净利润增长率	-16.72%	9.03%	-96.99%	#####	-62.96%	50.74%
总资产增长率	11.97%	0.00%	-2.70%	-8.02%	-1.26%	5.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	56.4	56.6	52.4	42.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	49.1	49.0	47.3	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	61.7	80.2	90.6	87.9	67.5	64.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.40%	-11.93%	2.25%	-22.67%	-54.54%	-59.76%
EBIT 利息保障倍数	8.4	3.9	0.9	-4.3	-3.3	-2.4
资产负债率	66.74%	65.59%	65.43%	60.00%	58.59%	59.44%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	170	184	3	191	71	107
非现金支出	196	233	260	266	245	239
非经营收益	35	-74	7	-434	-1	-11
营运资金变动	221	-153	-292	150	140	157
经营活动现金净流	622	189	-21	172	455	491
资本开支	-1,143	-835	-490	29	603	-259
投资	37	212	89	-1	0	0
其他	11	10	7	625	1	1
投资活动现金净流	-1,095	-612	-394	653	604	-258
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	451	84	250	-677	-321	1
其他	-181	-104	-199	-42	-10	0
筹资活动现金净流	271	-20	51	-719	-331	1
现金净流量	-201	-443	-364	106	727	234

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD