

中百集团(000759)/一般零售

调整完毕,扬帆起航

评级: 增持(维持)

市场价格: 8.81

目标价格: 12.74

分析师: 彭毅

执业证书编号: S0740515100001

电话:

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

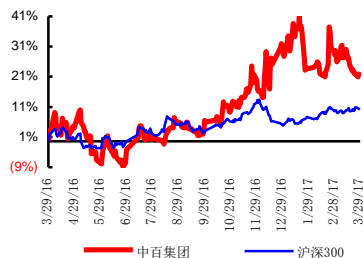
联系人: 宁浮洁

电话:

Email: ningfj@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	681
流通股本(百万股)	681
市价(元)	8.81
市值(百万元)	6,000
流通市值(百万元)	5,996

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 旧业态调整完毕,新业态增长发力,2017年经营脱底向上
- 2 坚定布局新业态,持续加码中百罗森便利店

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,401.38	15,366.35	16,193.81	17,351.31	19,057.72
增长率 yoy%	-3.00%	-6.31%	5.38%	7.15%	9.83%
净利润	5.61	6.47	203.01	110.69	123.20
增长率 yoy%	-96.99%	15.25%	3039.70%	-45.48%	11.30%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.30	0.16	0.18
每股现金流量	0.16	1.02	-0.11	0.70	0.83
净资产收益率	0.19%	0.22%	6.50%	3.42%	3.67%
P/E	1,045.11	977.40	29.55	54.20	48.70
PEG	—	64.10	0.01	—	4.31
P/B	4.36	4.37	4.59	4.75	4.93

备注:

投资要点

- **事件:** 中百集团发布 2016 年年报: 2016 年公司实现营业收入 153.66 亿元, 同比下降 6.31%, 利润总额为 0.64 亿元, 同比增长 20.94%, 归母净利润为 0.07 亿元, 同比下降 15.25%。扣非后归母净利润为 -2.33 亿元, 同比下降 520.31%, 经营性状况符合预期, 对此点评如下:
- **批量关闭亏损门店致大幅度亏损, 资产证券化冲抵经营性损益。** 2016 年公司批量关闭亏损门店, 员工处置费用等大幅增加, 一次性计提损失约为 1.5 亿元, 拖累公司业绩; 仓储超市关闭亏损门店 63 家(重庆超市 45 家), 便民超市关闭 72 家。除门店关闭外, 公司对中百电器、仓储等滞销商品清理库存, 导致公司一次性计提损失约为 0.5-0.7 亿元。为补充公司现金流, 2016 年公司完成中心百货、江夏中百广场两家资产证券化运作, 预计将产生税后净利润约为 4.25 亿元, 其中 2016 年预计为 2.43 亿元, 2017 年约为 1.82 亿元。
- **2017 年注重新业态开拓, 原有业态基本调整完毕。** 公司亏损门店基本调整完毕, 预计亏损门店数量区间在 50-70 家, 门店亏损数量大幅收窄, 在行业整体企稳的大背景下, 预计 2017 年不会大幅度关闭亏损门店, 整体来说属于弱调整阶段。2017 年中百注重新业态的开拓, 预计新开大卖场 10 家, 便利超市 40 家, 便利店约为 150 家, 整体处于推陈出新的阶段, 其中中百罗森便利店, 整体经营情况较为良好, 后续可持续观察其开店情况及单店增长情况。
- **以生鲜改造为切入口, 门店改造效果较好, 生鲜占比及毛利率稳步提升。** 公司引入永辉生鲜团队, 以中百超市现有门店为基础, 升级扩大生鲜经营面积, 加快邻里生鲜绿标店, 利用永辉生鲜领域经验, 倒逼中百生鲜采购端改革, 提升生鲜直采比例及生鲜周转效率, 提升用户体验及门店销售额; 2016 年生鲜类同口径增长约为 29.18%, 毛利增长 30.55%, 对生鲜品类进行运营、管理和营运, 共计调整门店数量约为 100 家, 2017 年公司继续调整大卖场; 小业态方面, 2016 年调整门店数量约为 20 家, 整体来看调整效果较好, 预计后期会继续调整。
- **预计 2017 年扭亏为盈。** 从关闭亏损门店、资产证券化后费用率降低及清理库存角度, 我们预计 2017 年较 2016 年, 经营性状况大幅改善, 2016 年公司一次关闭仓储超市及便利超市, 计提亏损约为 1.5 亿元, 清理库存损失计提约 0.5-0.7 亿元, 2017 年无相关计提。重庆地区整体亏损约为 0.4 亿元, 资产证券化后财务费用率降低, 整体来看, 公司 2017 年较 2016 年大幅改善, 维持我们报告中对公司净利润的判断。
- **投资建议: 目标价 12.74 元, 维持“增持”评级。** 下半年是观察公司国企进展的重要窗口期, 可改善空间大。预计 2017-2019 年公司实现营业收入 161.92、173.51、190.58 亿元, 合并归母净利润为 2.03、1.11、1.23 亿元, 对应 2017-2019 年每股收益(摊薄)为 0.30、0.16、0.18 元。考虑公司亏损门店逐渐关闭, 食品超市、邻里生鲜、罗森便利店和全球直销中心等新业态加速落地, 业绩有望迎来拐点。目标价 12.74 元, 对应 2018 年 0.5xPS, 维持“增持”评级。
- **风险提示事件: 便利店开店数量不及预期; 股权激励延后实施;**

图表 1: 2016 年中百集团总门店数量同比减少 2.45%

		2012H1	2012	2013H1	2013	2014H1	2014	2015H1	2015	2016H1	2016Q3	2016
总网点数	+	903	948	978	1016	1016	1038	978	1090	984	1048	1026
仓储超市	-	228	244	254	264	265	257	254	245	211	195	184
增速(%)			7.02%	4.10%	3.94%	0.38%	-3.02%	-1.17%	-3.54%	-13.88%	-7.58%	
…武汉市	=	72	75	79	81	79	77	79	77	75	74	
…市外湖北省外	+	80	82	89	94	97	95	89	89	88	79	
…重庆社区超市	-	76	87	86	89	89	85	86	79	48	42	
便民超市	+	620	651	671	698	695	726	671	793	810	822	812
		848	895	925	962	960	983	925	1038	1021	1017	996
			5.54%	3.35%	7.49%	3.78%	2.18%	-3.65%	5.60%	10.38%	--	-2.45%

来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 2：中百财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	16,909	16,401	15,366	16,194	17,351	19,058
增长率	2.61%	-3.0%	-6.3%	5.4%	7.1%	9.8%
营业成本	-13,379	-12,986	-12,135	-12,701	-13,615	-14,973
% 销售收入	79.1%	79.2%	79.0%	78.4%	78.5%	78.6%
毛利	3,530	3,415	3,232	3,492	3,736	4,085
% 销售收入	20.9%	20.8%	21.0%	21.6%	21.5%	21.4%
营业税金及附加	-116	-109	-100	-107	-114	-125
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-2,673	-2,642	-2,796	-2,753	-2,950	-3,240
% 销售收入	15.8%	16.1%	18.2%	17.0%	17.0%	17.0%
管理费用	-545	-586	-514	-534	-555	-591
% 销售收入	3.2%	3.6%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%
息税前利润 (EBIT)	196	78	-179	98	117	129
% 销售收入	1.2%	0.5%	-1.2%	0.6%	0.7%	0.7%
财务费用	-51	-84	-74	-15	14	27
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-4	-2	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	147	71	54	75	68	68
% 税前利润	56.8%	133.7%	84.7%	18.9%	30.9%	27.9%
营业利润	289	63	-206	158	199	224
营业利润率	1.7%	0.4%	-1.3%	1.0%	1.1%	1.2%
营业外收支	-30	-10	271	240	20	20
税前利润	259	53	64	398	219	244
利润率	1.5%	0.3%	0.4%	2.5%	1.3%	1.3%
所得税	-75	-50	-55	-199	-110	-122
所得税率	28.9%	93.7%	86.2%	50.0%	50.0%	50.0%
净利润	184	3	9	199	110	122
少数股东损益	-2	-2	2	-4	-1	-1
归属于母公司的净利润	186	6	6	203	111	123
净利率	1.1%	0.0%	0.0%	1.3%	0.6%	0.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	184	3	9	199	110	122
少数股东损益	0	0	0	-4	-1	-1
非现金支出	391	392	427	271	281	290
非经营收益	-74	7	-334	-281	-86	-88
营运资金变动	-153	-292	591	-263	173	240
经营活动现金净流	347	111	693	-77	476	562
资本开支	835	490	-10	-78	-8	-2
投资	212	89	-278	0	0	0
其他	10	7	5	75	68	68
投资活动现金净流	-612	-394	-263	153	75	70
股权募资	0	0	22	0	0	0
债权募资	84	250	14	-1,143	-51	0
其他	-104	-199	-87	-36	-56	0
筹资活动现金净流	-20	51	-51	-1,179	-107	0
现金净流量	-285	-232	380	-1,103	444	632

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,115	934	1,309	210	656	1,289
应收款项	165	116	152	142	152	168
存货	1,915	1,810	1,869	1,898	2,031	2,241
其他流动资产	419	478	335	409	426	454
流动资产	3,615	3,338	3,664	2,659	3,264	4,152
% 总资产	40.8%	38.7%	40.3%	33.4%	39.3%	46.5%
长期投资	113	74	430	430	430	430
固定资产	4,018	4,136	4,037	3,884	3,654	3,413
% 总资产	45.4%	48.0%	44.4%	48.7%	44.0%	38.2%
无形资产	1,066	1,041	888	933	894	864
非流动资产	5,241	5,278	5,420	5,312	5,043	4,772
% 总资产	59.2%	61.3%	59.7%	66.6%	60.7%	53.5%
资产总计	8,855	8,616	9,085	7,971	8,308	8,923
短期借款	130	380	1,194	51	0	0
应付款项	4,420	4,047	4,384	4,253	4,570	5,044
其他流动负债	631	580	172	187	149	169
流动负债	5,181	5,008	5,750	4,492	4,719	5,213
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	627	630	324	324	324	324
负债	5,808	5,637	6,075	4,816	5,043	5,537
普通股股东权益	3,023	2,969	2,975	3,124	3,235	3,358
少数股东权益	24	10	35	31	30	28
负债股东权益合计	8,855	8,616	9,085	7,971	8,308	8,923

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.273	0.008	0.009	0.298	0.163	0.181
每股净资产(元)	4.439	4.360	4.369	4.587	4.750	4.931
每股经营现金净流(元)	0.510	0.163	1.018	-0.108	0.701	0.827
每股股利(元)	0.000	0.000	0.080	0.080	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.16%	0.19%	0.22%	6.50%	3.42%	3.67%
总资产收益率	2.10%	0.07%	0.07%	2.55%	1.33%	1.38%
投入资本收益率	5.42%	0.17%	-0.89%	1.70%	2.35%	3.25%
增长率						
营业总收入增长率	2.61%	-3.00%	-6.31%	5.38%	7.15%	9.83%
EBIT增长率	-25.26%	-60.15%	-329.46%	154.66%	19.48%	10.12%
净利润增长率	9.03%	-96.99%	15.25%	3039.70%	-45.48%	11.30%
总资产增长率	0.07%	-2.70%	5.43%	-12.26%	4.23%	7.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.9	1.9	1.5	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	56.6	52.4	55.3	54.6	54.4	54.6
应付账款周转天数	49.0	47.3	54.4	51.1	51.6	51.9
固定资产周转天数	70.1	86.6	96.1	90.6	83.4	73.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.93%	2.25%	6.65%	4.94%	-10.45%	-28.78%
EBIT利息保障倍数	3.9	0.9	-2.4	6.4	-8.1	-4.8
资产负债率	65.99%	65.43%	66.87%	60.42%	60.71%	62.05%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。