

# 中百集团 (000759.SZ)

## 门店调整接近尾声，经营效率改善可期

### 核心观点:

- 1Q17 实现收入 42.95 亿 (YoY-6.09%)，实现归母净利 1.07 亿

公司 Q1 实现收入 42.95 亿，同比下滑 6.09%，实现归母净利 1.07 亿，主要系完成江夏中百购物广场资产证券化项目确认 1.8 亿净利润。扣除该因素，扣非净利亏损 1.21 亿，同比下滑-2380.63%，主要系租金、人工费用、门店调整费用增加以及关店损失所致。经营性现金流净流入 4.08 亿，同比下滑 25.82%。公司 Q1 毛利率小幅提升 1.15PP 至 20.96%，销售费率提升 4.14PP 至 19.27%，管理费提升 0.09PP 至 3.29%。

- 门店调整接近尾声，持续推进减亏增效措施有望改善经营效率

2017Q1，公司新开门店集中于社区超市、便利店和生鲜超市，新增小型中百超市 3 家、家中百罗森便利店 36 家，以及生鲜绿标店 6 家。关闭 30 家中百超市以及武汉市外中百仓储门店 4 家，关店损失均在 Q1 确认完毕。

公司从去年开始采取积极措施减亏增效，已初步显现成果。例如，经永辉团队改造后的生鲜品类增长强劲，同店增速高达 26%，生鲜损耗率下降至 5% 以下；去年改造后的卖场和购物中心有望逐步减亏。2017 年，公司将继续推进积极的举措改善经营，包括：(1) 业态和品类发展重心转向社区店和生鲜品类。(2) 拟与永辉成立合资公司（参股 45%），共同开拓高端市场并加深供应链合作。(3) 加快推进供应链升级，包括推进买手制和渠道扁平化，扩大联采规模，培育自有品牌，强化物流体系等。

我们认为，经历 2016 年的集中关店，公司门店调整已经接近尾声，永辉入驻将持续改善公司的经营效率，业绩有望逐步释放，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.17、0.14 和 0.16 元，对应 17-19 年 PE 分别为 47.1 倍、56.7 倍和 49.95 倍。武商集团原承诺对公司今年实施的股权激励计划变更至五年内执行，给予“谨慎增持”评级。

- 风险提示：行业复苏较弱，改革效果缓慢，主业未见起色；

### 盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	16,401.38	15,366.35	14,591.39	14,633.52	15,351.96
增长率 (%)	-3.00%	-6.31%	-5.04%	0.29%	4.91%
EBITDA (百万元)	468.74	240.43	296.50	462.63	500.69
净利润 (百万元)	5.61	6.47	115.21	95.64	108.54
增长率 (%)	-96.99%	15.25%	1,681.81%	-16.99%	13.48%
EPS (元/股)	0.008	0.009	0.169	0.140	0.159
市盈率 (P/E)	1,045.11	977.40	47.05	56.68	49.95
市净率 (P/B)	1.97	2.60	2.13	2.05	1.97
EV/EBITDA	12.65	27.12	19.95	13.16	12.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**谨慎增持**

当前价格

7.96 元

前次评级

**谨慎增持**

报告日期

2017-04-28

**分析师:** 洪涛 S0260514050005


021-60750633



hongtao@gf.com.cn

**分析师:** 叶群 S0260516080001


021-60750627



yequn@gf.com.cn

### 相关研究:

【广发商贸-中百集团】2016 年报: 永辉入驻带来各项指标改善 2017-03-30

【广发商贸-中百集团】3Q16 业绩点评: 行业压力带来公司持续亏损, 静待改革举措见效 2016-10-27

中百集团 (000759.SZ): 经营持续承压, 静待改革举措见效 2016-08-24

图 1: 累计营业收入及增速

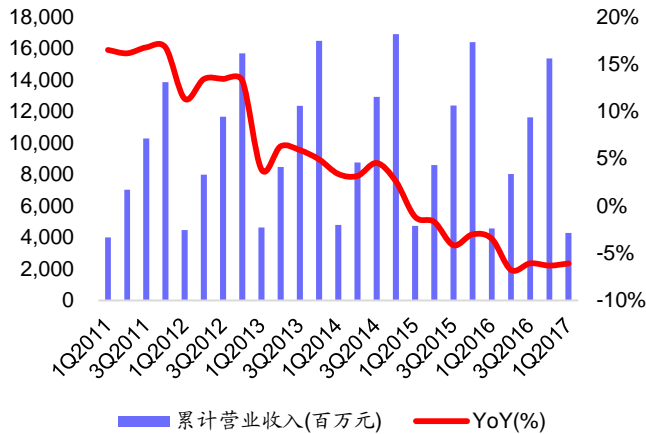
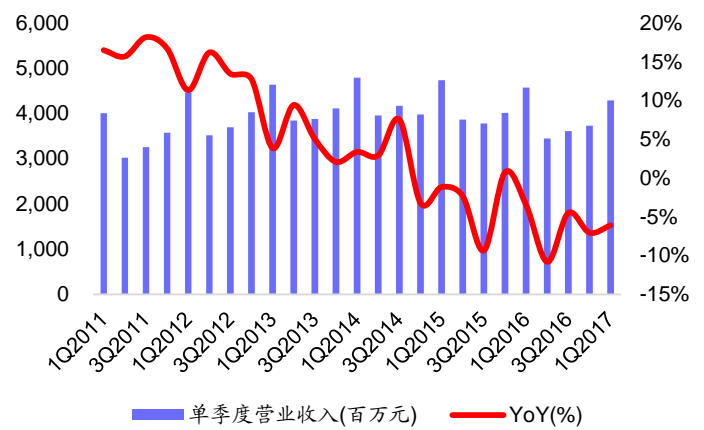


图 2: 单季营业收入及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 累计毛利率

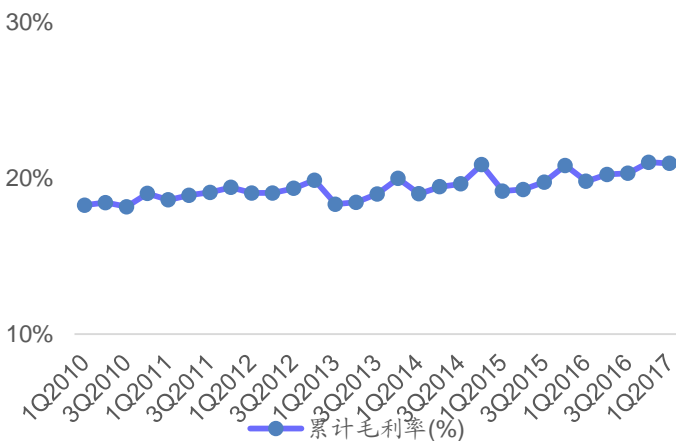
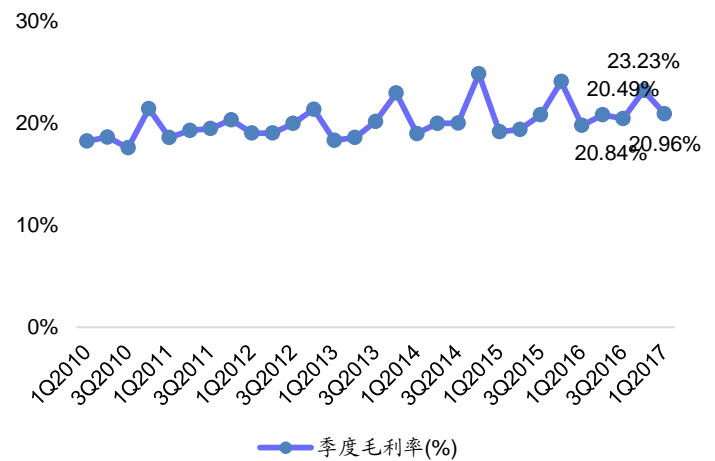


图 2: 单季毛利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 累计销售管理费率

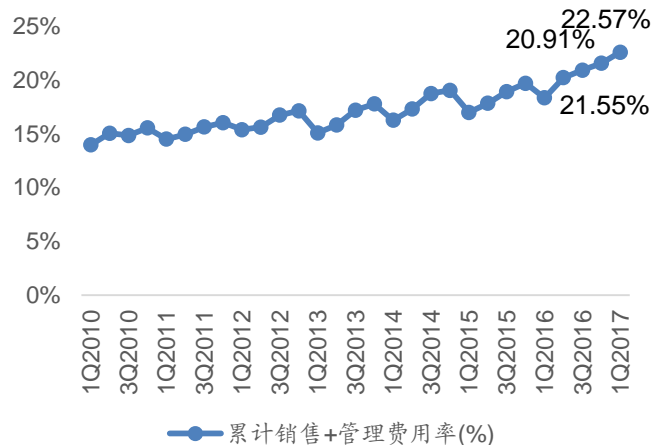
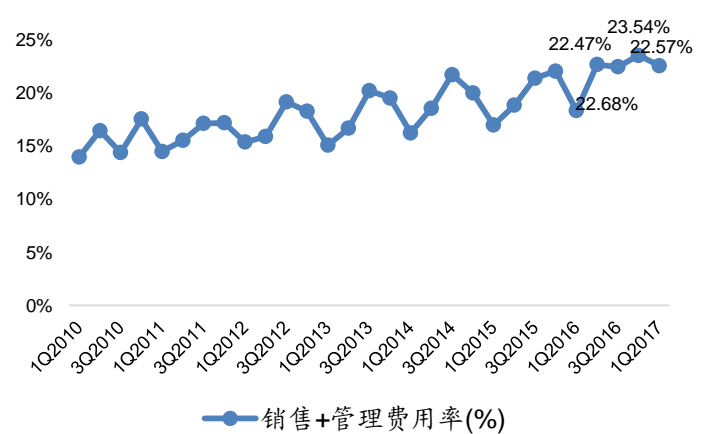


图 2: 单季销售管理费率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 累计财务费率

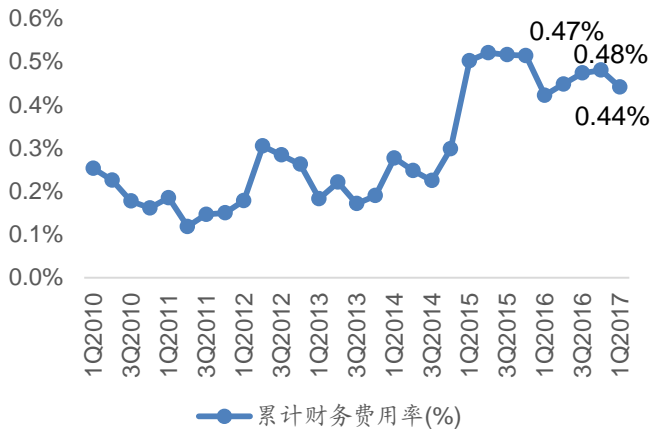
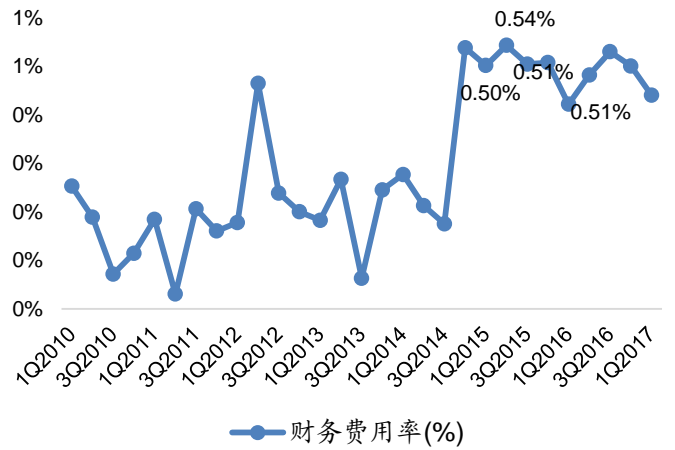


图 2: 单季财务费率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 1: 公司累计归母净利润

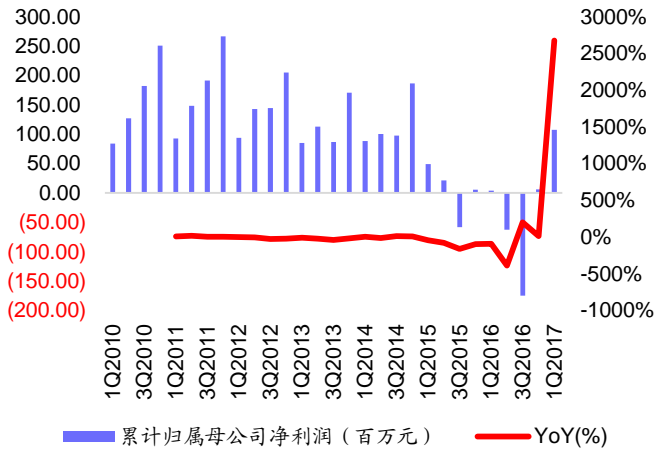
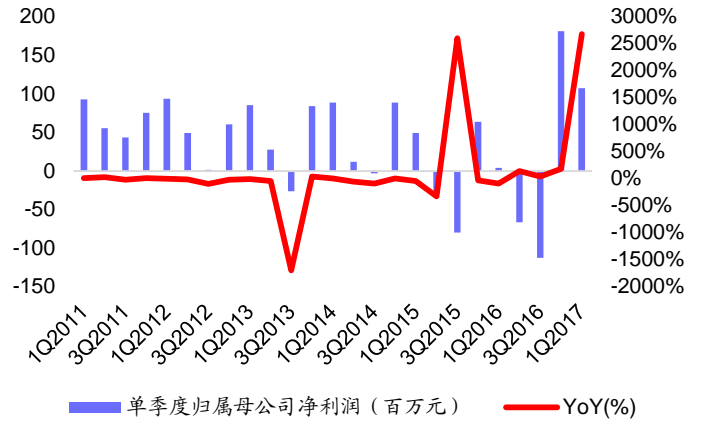


图 2: 公司单季归母净利润



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3338	3664	3479	3815	4079
货币资金	934	1309	1327	1650	1814
应收及预付	550	423	425	416	438
存货	1810	1869	1697	1719	1797
其他流动资产	44	64	30	30	30
<b>非流动资产</b>	5278	4997	5175	5415	5624
长期股权投资	21	118	118	118	118
固定资产	4069	4022	4308	4514	4689
在建工程	67	15	35	35	35
无形资产	1041	464	469	503	537
其他长期资产	80	377	314	314	314
<b>资产总计</b>	8616	8661	8654	9230	9703
<b>流动负债</b>	5008	5750	5632	6112	6477
短期借款	380	1194	1506	2000	2166
应付及预收	4125	4556	4125	4112	4310
其他流动负债	502	0	1	1	1
<b>非流动负债</b>	630	324	320	321	322
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	621	314	314	314	314
其他非流动负债	8	10	6	7	8
<b>负债合计</b>	5637	6075	5953	6434	6799
股本	681	681	681	681	681
资本公积	1071	1071	1071	1071	1071
留存收益	1217	1223	1339	1434	1543
归属母公司股东权益	2969	2428	2543	2639	2748
少数股东权益	10	35	34	33	32
<b>负债和股东权益</b>	8616	8661	8654	9230	9703

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	111	693	82	412	583
净利润	3	9	114	95	108
折旧摊销	391	420	278	309	341
营运资金变动	-292	591	-217	-26	97
其它	9	-326	-93	33	37
<b>投资活动现金流</b>	-394	-263	-307	-498	-485
资本支出	-490	10	-487	-510	-499
投资变动	92	-275	180	12	14
其他	4	2	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	51	-51	243	410	67
银行借款	1765	1514	312	493	166
债券融资	-1515	-1500	-3	1	1
股权融资	0	22	0	0	0
其他	-199	-87	-66	-85	-101
<b>现金净增加额</b>	-232	380	18	323	165
<b>期初现金余额</b>	1115	934	1309	1327	1650
<b>期末现金余额</b>	883	1314	1327	1650	1814

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-3.0	-6.3	-5.0	0.3	4.9
营业利润增长	-78.1	-426.2	159.8	-58.9	2.7
归属母公司净利润增长	-97.0	15.2	1,681.8	-17.0	13.5
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	20.8	21.0	21.2	22.1	22.2
净利率	-	0.1	0.8	0.6	0.7
ROE	0.2	0.3	4.5	3.6	4.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.4	71.2	69.8	70.7	71.0
净负债比率	-	0.1	0.2	0.2	0.2
流动比率	0.67	0.64	0.62	0.62	0.63
速动比率	0.22	0.27	0.26	0.30	0.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.88	1.78	1.69	1.64	1.62
应收账款周转率	177.74	187.83	192.11	190.66	191.14
存货周转率	6.96	6.56	6.89	6.78	6.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.01	0.01	0.17	0.14	0.16
每股经营现金流	0.16	1.02	0.12	0.60	0.86
每股净资产	4.36	3.57	3.73	3.88	4.03
<b>估值比率</b>					
P/E	1,045.1	977.4	47.1	56.7	49.9
P/B	2.0	2.6	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.7	27.1	20.0	13.2	12.2

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	16401	15366	14591	14634	15352
营业成本	12986	12135	11496	11402	11945
营业税金及附加	109	100	97	96	101
销售费用	2642	2796	2425	2416	2575
管理费用	586	514	555	565	571
财务费用	84	74	85	114	120
资产减值损失	2	8	-9	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	71	54	180	12	14
<b>营业利润</b>	63	-206	123	51	52
营业外收入	28	369	101	115	128
营业外支出	38	98	72	75	78
<b>利润总额</b>	53	64	153	90	103
所得税	50	55	38	-5	-5
<b>净利润</b>	3	9	114	95	108
少数股东损益	-2	2	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	6	6	115	96	109
EBITDA	469	240	296	463	501
EPS(元)	0.01	0.01	0.17	0.14	0.16

## 广发零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名，新财富批零行业第四名，水晶球最佳分析师第三名，金牛分析师第四名；2015年新财富批零行业第四名，水晶球分析师第四名，金牛分析师第四名，第一财经分析师第三名；2014年新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名。
- 叶群：分析师，上海财经大学经济学硕士，2014年进入证券行业，2016年加入广发证券发展研究中心，曾就职于光大证券。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 林伟强：研究助理，上海财经大学金融硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。2016年IMAC最受欢迎卖方分析师第二名（团队），新财富批零行业第四名（团队），水晶球最佳分析师第三名（团队），金牛分析师第四名（团队）。
- 黄靖凯：研究助理，上海复旦大学经济学硕士，2015年进入证券行业，2017年加入广发证券发展研究中心，曾就职于中银国际证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。