

评级: 增持(维持)

市场价格: 7.96

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

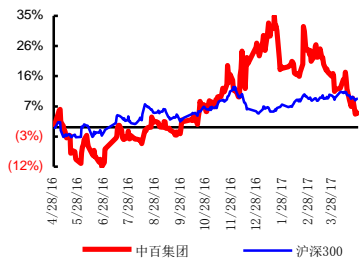
联系人: 宁净洁

电话:

Email: ningj@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)	7.96
市值(百万元)	5,421
流通市值(百万元)	5,417

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 调整完毕, 扬帆起航
- 2 旧业态调整完毕, 新业态增长发力, 2017年经营脱底向上
- 3 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: 2017年4月27日, 中百集团发布2017Q1报告, 公司实现营业收入4.295亿元, 同比-6.09%; 归属于母公司净利润1.07亿元, 同比+2674.05%; 扣非后归属上市公司亏损1.21亿元, 同比-2380.63%; 整体略低于预期, 对此点评如下:**
- **仓储超市同店略有增长, 标超基本持平, 门店基数拖累销售额。**2017Q1, 营业收入受门店基数原因, 销售额略有下降, 17Q1仓储超市数量较去年Q1减少-19.11%, 门店数量182家(湖北省内77家, 武汉市内73家, 重庆市内32家)。新开门店方面, 一季度公司新开便利店36家, 全球直采中心3家; 2017年规划新开10家仓储超市、40家标准超市、150家便利店, 有望提升公司销售额。一季度仓储超市同店销售额略有增长, 标超基本持平。
- **员工工资增加提升销售费用率水平, Q1整体经营性净利润为负。**2016年Q1经营性亏损约为1.21亿元, 去年Q1经营性净利润为0.05亿元, 同比降低-2380.63%; 原因归纳如下: (1) 店铺基数同比下降, 收入端降低, 导致营收端下降; (2) 商业租金及人工费用上扬, 2016年员工薪酬/营业收入为18.20%, 较15年增加1.75个百分点, 员工工资上涨顺延至17年Q1, 2017Q1销售费用率较去年同期上升4.14%; 管理费用率与去年同期基本持平。中百购物广场资产转让, 增加税后净利润约1.81亿元, 增加非经常性损益, 整体归母净利润1.07亿元。
- **引入永辉管理团队, 成立合资子公司, 交叉互补, 提升毛利率水平。**仓储超市引入永辉管理团队, 以市场为导向, 调整生鲜品类, 降低生鲜损耗率, 2016年生鲜类别同口径增长29.18%, 毛利率增长30.55%, 调整高毛利非生鲜食品。顺延至17年Q1, 公司毛利率水平较Q1同期提升约1.16%, 整体改造效果显著。2017年4月15日公司发布公司与永辉超市成立合资子公司, 其中中百占注册资本的45%, 子公司致力于湖北省发展高档超市, 与中百形成交叉互补, 同时借助于永辉超市的成功管理理念, 提升公司经营效率。
- **不具备国企改革条件, 维持股权激励承诺, 已在预期内, 且并不悲观。**考虑公司2015、2016年业绩不能满足3年平均经营不低于同业平均业绩, 商联集团推迟2014年7月股权激励承诺, 推迟股权激励; 同时商联集团出具新的股权激励承诺, 力争5年内实时中百集团管理层股权激励。从激励角度来看, 管理团队2015年底组建完毕, 有动力提升中百集团整体业绩, 公司管理层积极调整经营方向, 引入永辉超市、加快新业态布局、建立考核制度提升人均创收能力等等, 2017年将加速脱底向上。
- **投资建议: 维持“增持”评级, 目标价12.74元。**预计2017-2019年公司实现营业收入161.94、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0.5x PS, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 经营恶化, 薪酬费用率水平上升; 门店改造效果不及预期;**

图表 1：中百集团财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	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%
销货成本	-12,992	-12,595	-11,715	-12,431	-13,334	-14,683
%收入	76.8%	76.8%	76.2%	76.8%	76.8%	77.0%
毛利	3,917	3,806	3,651	3,763	4,017	4,375
%收入	23.2%	23.2%	23.8%	23.2%	23.2%	23.0%
销售及行政费用	-3,334	-3,337	-3,411	-3,394	-3,619	-3,956
%收入	19.7%	20.3%	22.2%	21.0%	20.9%	20.8%
EBITDA	583	469	240	369	398	419
%收入	3.4%	2.9%	1.6%	2.3%	2.3%	2.2%
折旧与摊销	-387	-391	-420	-271	-281	-290
%收入	2.3%	2.4%	2.7%	1.7%	1.6%	1.5%
EBIT	196	78	-179	98	117	129
%收入	1.2%	0.5%	-1.2%	0.6%	0.7%	0.7%
利息费用	-51	-84	-74	-15	14	27
投资收益	147	71	54	75	68	68
税前经营收益	292	65	-198	158	199	224
%收入	1.7%	0.4%	-1.3%	1.0%	1.1%	1.2%
其他非经营收益	-34	-12	263	240	20	20
税前利润	259	53	64	398	219	244
%收入	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%
少数股东损益	-2	-2	2	-4	-1	-1
归属于普通股股东净利润	186	6	6	203	111	123
净利率	1.1%	0.0%	0.0%	1.3%	0.6%	0.6%

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
流动资产合计	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
无形资产	1,066	1,041	888	933	894	864
非流动资产合计	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						
主营业务收入增长率	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	11.5	5.6	3.3	10.6	276.4	—

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。