

日期: 2012年3月7日
行业: 零售业



刘丽
021-53519888-1923
liuli@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120018

基本数据 (2011Y)

报告日股价 (元)	9.14
12mth A 股价格区间 (元)	14.26/7.36
总股本 (百万股)	681.02
无限售 A 股/总股本	99.93%
流通 A 股市值 (百万元)	6,220.23
每股净资产 (元)	3.93
PBR (X)	2.32
DPS (Y11, 元)	不分配

主要股东 (2011Y)

武汉商联 (集团) 股份有限公司	10.17%
新光控股集团有限公司	7.10%

收入结构 (2011Y)

超市	90.95%
百货	5.46%
其他	3.59%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LL12-CT02

相关报告: LL11-CT10 LL11-CT04

首次日期报告: 2007年8月27日

费用增长快抑制业绩增长

■ 动态事项:

中百集团发布 2011 年全年业绩: 公司 2011 年实现营业收入 138.64 亿元, 同比增长 16.78%; 归属于上市公司股东的净利润 2.67 亿元, 同比增长 6.32%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.40 亿元, 同比增长 11.54%。2011 年公司每股收益为 0.39 元, 略低于我们 0.41 元的预期。公司 2011 年度分配方案为不分配。

■ 主要观点:

网点持续扩张, 营收规模稳步增长

截至 2011 年底, 公司连锁网点总数达到 838 家, 其中仓储超市网点 203 家 (武汉市内 71 家, 湖北省内 76 家, 重庆市 56 家), 便民超市网点 584 家 (含加盟店 49 家), 百货店 6 家, 电器专卖店 45 家。从网点发展情况看, 仓储公司新增 3000m² 以上卖场 20 家, 便民公司新增网点 91 家, 达到前期所预定的网点发展目标。在网点规模扩大以及去年 CPI 持续高位的共同推动下, 公司营业收入达到 138.64 亿元, 同比增长 16.78%。从经营区域看, 公司在省外市场 (重庆) 的发展仍不如意, 尽管在重庆市的网点较 2010 年增加 21 家, 但 2011 年该区域的营收同比下降 12.70%; 省内市场仍是公司优势区域, 实现营业收入 134.03 亿元, 同比增长 18.15%。分业态看, 2011 年超市业态实现营业收入 133.03 亿元, 同比增长 18.23%; 百货业态实现营业收入 7.99 亿元, 同比增长 32.73%。

超市毛利率持续提升, 期间费用增长较快抑制净利润增长

公司 2011 年综合毛利率为 19.42%, 较 2010 年提升 0.4 个百分点。分业态看, 超市业态毛利率 19.11%, 同比提升 0.41 个百分点, 百货业态毛利率 19.88%, 同比下降 0.88 个百分点。公司近年来持续扩大直采商品的销售, 2011 年直采商品实现销售 8.58 亿元, 同比增长 75.75%, 盈利模式的逐步转变直接推动了公司毛利率的提升。

由于公司网点规模的持续扩大, 新开门店增加租金、水电费等支出, 同时公司人力成本以快于收入增长的速度增长 (销售费用中工资较 2010 年增加 2.06 亿元, 同比增长 42.79%; 管理费用中劳动保险费较 2010 年增加 4592 万元, 同比增长 30.68%), 造成公司销售费用和管理费用合计同比增长 20.49%, 快于营业收入增速。2011 年公司三项期间费用率为 16.18%, 较 2010 年提升 0.48 个百分点。此外, 2010 年公司投资收益中包含转让荆州百货股权所获的 1809 万元, 2011 年无相应投资收益。以上因素均造成公司净利润增速低于收入增速, 仅同比增长 6.32%; 净利率 1.92%, 较 2010 年下降 0.19 个百分点。

超市业态子公司收入利润增长平缓

从公司主要收入利润来源的超市业态子公司看，其 2011 年营业收入和净利润的增长均较为平缓：中百仓储超市营业收入 99.58 亿元，同比增长 8.24%，净利润 1.66 亿元，同比增长 9.28%；中百超市营业收入 23.39 亿元，同比增长 14.03%，净利润 6497 万元，同比增长 8.68%。

表 1 中百集团 2011 年利润表主要项目变化 (单位: 百万元)

指标名称	2011Y	2010Y	增加额	同比增长
营业收入	11,872.45	13,864.37	1,991.92	16.78%
营业成本	9,613.84	11,171.52	1,557.68	16.20%
营业毛利	2,258.61	2,692.85	434.23	19.23%
销售费用	1,356.73	1,663.10	306.37	22.58%
管理费用	487.86	559.42	71.56	14.67%
财务费用	19.16	20.83	1.66	8.68%
期间费用	1,863.75	2,243.35	379.59	20.37%
投资收益	19.89	3.04	-16.86	-84.74%
营业利润	333.42	359.67	26.25	7.87%
营业外收入	29.54	42.45	12.91	43.72%
营业外支出	5.50	6.23	0.74	13.37%
利润总额	357.46	395.89	38.43	10.75%
所得税费用	107.13	130.17	23.05	21.51%
净利润	250.33	265.71	15.38	6.14%
少数股东损益	-0.60	-1.07	-0.47	79.21%
归属于母公司所有者的净利润	250.93	266.78	15.85	6.32%

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所

表 2 中百集团子公司 EPS 贡献分析

EPS 贡献	2009Y	2010Y	2011Y
中百仓储	0.215	0.223	0.243
中百便民	0.055	0.088	0.095
中百百货	0.023	0.016	0.020
物流	0.004	0.006	0.012
电器	n.a.	n.a.	0.016
小计	0.298	0.333	0.386

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所

未来继续扩张网点, 区域深耕, 细分业态

从公司 2012 年的经营计划看, 仍将会持续扩张网点, 计划新增网点目标 100 家, 其中仓储公司 20 家, 便民公司 80 家。公司的网点发展仍将以湖北省区域为主, 加快二三线城市覆盖, 以区域深耕方式巩固龙头地位。在业态的细分上, 公司将加快发展 24 小时便利店和高级超市、加快传统百货商场向新型复合型大卖场转变; 此外, 公司在年报中还提到了谋划电子商务新发展, 实现网上网下市场互动。

资产整合待解

去年9月30日，中百集团换股吸收合并武汉中商的预案出台。彼时拟定的换股比例为0.93（即每1股武汉中商换0.93股中百集团），中百集团换股价为12.39元/股、武汉中商为11.49元/股。而目前中百集团的股价较当时拟定的换股价已下跌26%，武汉中商已下跌33%。吸收合并方案是否会作调整未有定论。

投资建议

维持“跑赢大市”评级

我们认为，在持续区域深耕、网点扩张、物流建设配套推进等的基础上，公司仍能维持稳定的业绩增长。预计公司2012年、2013年每股收益为0.47元和0.57元，目前对应的动态市盈率分别为19.53倍和16.13倍，维持“跑赢大市”评级。

数据预测与估值：

至12月31日（¥.百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	11,872.45	13,864.37	16,191.79	18,711.10
年增长率（%）	17.60	16.78	16.79	15.56
归属于母公司的净利润	250.93	266.78	318.68	385.99
年增长率（%）	17.64	6.32	19.45	21.12
每股收益（元）	0.37	0.39	0.47	0.57
PER（X）	24.81	23.33	19.53	16.13

注：股价采用2012年3月6日收盘价

图1 中百集团营业收入和净利润增长

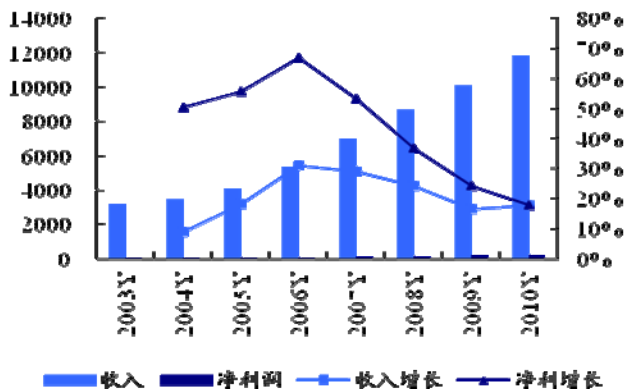
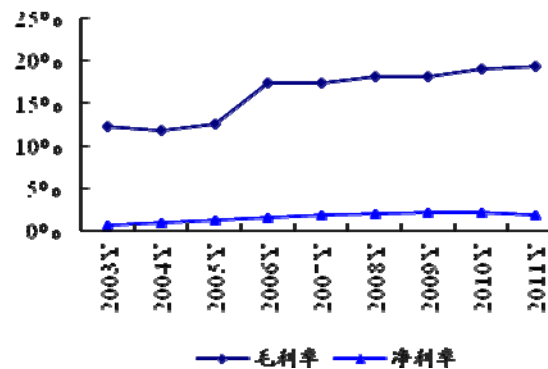


图2 中百集团毛利率和净利率变化



数据来源：公司定期报告 上海证券研究所

数据来源：公司定期报告 上海证券研究所

表 3 中百集团损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010 A	2011 A	2012 E	2013 E
营业收入	11,872.45	13,864.37	16,191.79	18,711.10
营业成本	9,613.84	11,171.52	13,004.10	15,010.77
营业税金及附加	80.94	92.93	108.48	125.36
销售费用	1,356.73	1,663.10	1,943.01	2,245.33
管理费用	487.86	559.42	647.67	748.44
财务费用	19.16	20.83	55.26	35.55
资产减值损失	0.39	-0.07	0.00	0.00
投资收益	19.89	3.04	3.00	3.00
营业利润	333.42	359.67	436.25	548.64
营业外收入	29.54	42.45	25.00	25.00
营业外支出	5.50	6.23	6.00	6.00
利润总额	357.46	395.89	455.25	567.64
所得税费用	107.13	130.17	136.58	181.64
净利润	250.33	265.71	318.68	385.99
少数股东损益	-0.60	-1.07	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	250.93	266.78	318.68	385.99
每股收益 (元)	0.37	0.39	0.47	0.57

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。