

销售费用激增，单季净利润下滑 96% 中性 下调

- 三季报摘要。**2012年3季度公司实现营业收入36.94亿元，同比增长13.45%，归属于上市公司股东净利润0.016亿元，同比下滑96.22%。3季度摊薄每股收益0.0024元。1-3季度，公司营业收入116.73亿元，同比增加13.44%，归属于上市公司股东净利润1.45亿元，同比下降24.52%。1-3季度公司摊薄每股收益0.21元。
- 今年3季度毛利率较去年同期上升0.51个百分点至20.00%，收入增速保持相对平稳。**公司2012年3季度零售毛利率为20.00%，较去年同期水平提升0.51个百分点，达到历史较高水平。在宏观经济向下的背景下，公司3季度依然保持了毛利率的同比提升，且提升幅度较大（相对公司净利率），主要由公司不断提高直采比例所致。公司收入增速仍然保持相对平稳，3季度同比增速13.45%，与上半年增速基本持平。但较去年同期，增速显著放缓了4.73个百分点。
- 3季度销售费用率较去年同期大幅上升1.72个百分点至14.09%，管理费用率上升0.31个百分点至5.07%，期间费用率飙升压制业绩。**公司3季度销售费用同比增长29.26%，远高于销售收入增长。公司销售费用大幅增加主要原因仍是人力成本上涨幅度较大，由于员工工资上调，3季度当季人工费用增速超过30%，此外，租金费用也出现20%以上的上涨，租金和人工费用大幅上涨共同导致3季度销售费用率的提升。此外，3季度公司管理费用率也出现上升，我们判断增长同样主要来自对人工费用的增加。就前三季度费用情况看，全年费用率较去年将出现较大幅度上升，对全年业绩构成较大压力。
- 3季度新开门店节奏有所放缓，当季净增加门店18家。**报告期末，公司营业网点达到921家（当季净增18家）。其中，中百仓储236家（武汉城区74家；湖北省内80家；重庆市82家）；中百超市631家（含加盟店48家）；百货店8家；电器专卖店46家。与历史数据对比，3季度新开门店节奏有所放缓。
- 盈利预测：**公司未来仍面临较大费用压力，预计12-14年EPS分别为0.37、0.47及0.54元，对应12年PE20X，下调至“中性”评级。

百万元、元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11872.4	13864.3	15742	17832	19635
增长率	17.60%	16.78%	13.54%	13.28%	10.11%
归属母公司净利润	250.93	266.78	221	261	298
增长率	17.64%	6.32%	-17.02%	17.97%	14.03%
每股收益	0.368	0.392	0.325	0.383	0.437
PE	17.53	16.49	19.87	16.85	14.77

消费服务研究组

高级分析师：

陈炫如（陈旭）(S1180511080001)

电话：010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

研究助理：

姜天骄

电话：010-8801 3525

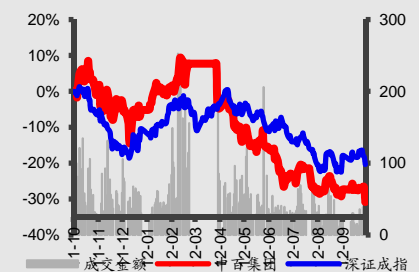
Email: jiangtianjiao@hysec.com

邓锐

电话：010-8808 5986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关数据

收盘价	6.16
52周内高(前复权)	9.76
52周内低(前复权)	6.15
总市值(百万元)	4195.09
流通市值(百万元)	4192.19
总股本(百万股)	681.02
A股(百万股)	681.02
—已流通(百万股)	680.55
—限售股(百万股)	0.47

资料来源：宏源证券

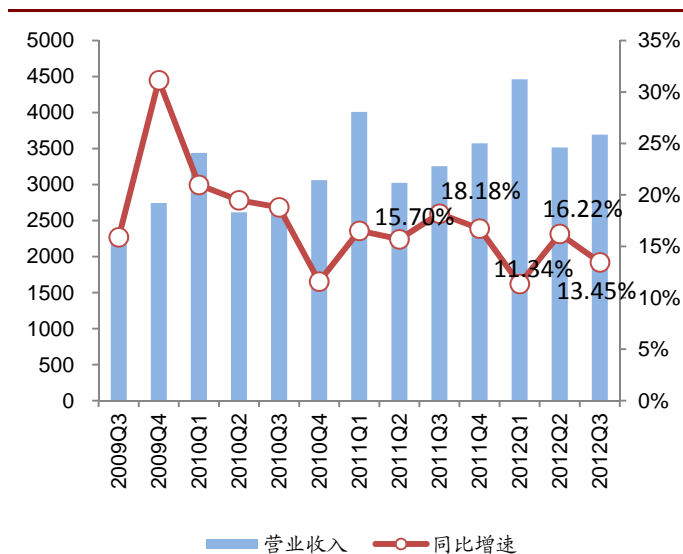
相关研究

- 中百集团：积极经营，应对阵痛期
2012/08/07

表 1:中百集团损益表拆分指标

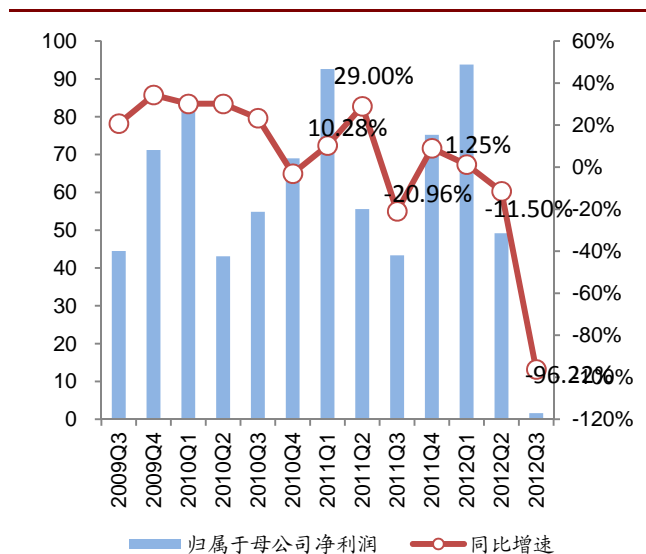
单位: 百万元	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
营业收入	4008.54	3025.39	3256.35	3574.09	4463.24	3516.02	3694.46
同比增速	16.52%	15.70%	18.18%	16.73%	11.34%	16.22%	13.45%
营业成本	3262.14	2440.95	2621.78	2846.64	3612.58	2846.15	2955.52
同比增速	16.02%	14.75%	15.49%	18.37%	10.74%	16.60%	12.73%
销售毛利率	18.62%	19.32%	19.49%	20.35%	19.06%	19.05%	20.00%
营业税金及附加	27.67	19.27	21.98	24.01	26.67	27.22	22.38
同比增速	14.85%	13.32%	23.05%	9.23%	-3.62%	41.25%	1.83%
销售费用	446.60	348.63	402.77	465.10	528.16	418.78	520.62
同比增速	26.41%	8.52%	43.12%	16.06%	18.26%	20.12%	29.26%
管理费用	134.11	121.05	154.94	149.33	158.08	140.18	187.24
同比增速	5.59%	11.19%	34.54%	9.14%	17.87%	15.81%	20.85%
财务费用	7.42	0.93	6.73	5.75	7.97	16.37	8.83
同比增速	-14.80%	-81.21%	238.85%	63.08%	7.51%	1661.19%	31.20%
期间费用合计	588.12	470.61	564.43	620.18	694.22	575.33	716.70
同比增速	20.27%	8.17%	41.62%	14.61%	18.04%	22.25%	26.98%
销售费用率	11.14%	11.52%	12.37%	13.01%	11.83%	11.91%	14.09%
管理费用率	3.35%	4.00%	4.76%	4.18%	3.54%	3.99%	5.07%
财务费用率	0.19%	0.03%	0.21%	0.16%	0.18%	0.47%	0.24%
期间费用率	14.67%	15.56%	17.33%	17.35%	15.55%	16.36%	19.40%
利润总额	131.60	91.12	64.59	108.58	131.99	77.59	1.01
同比增速	11.13%	49.21%	-14.04%	5.59%	0.30%	-14.85%	-98.43%
归属于母公司净利润	92.62	55.58	43.37	75.21	93.78	49.19	1.64
同比增速	10.28%	29.00%	-20.96%	9.02%	1.25%	-11.50%	-96.22%

图 1: 今年 3 季度收入增速放缓至 13.45%



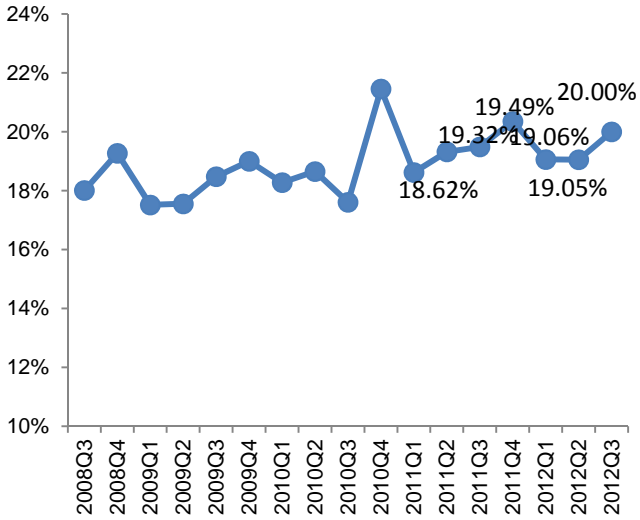
资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 3 季度净利润同比大幅下降 96%



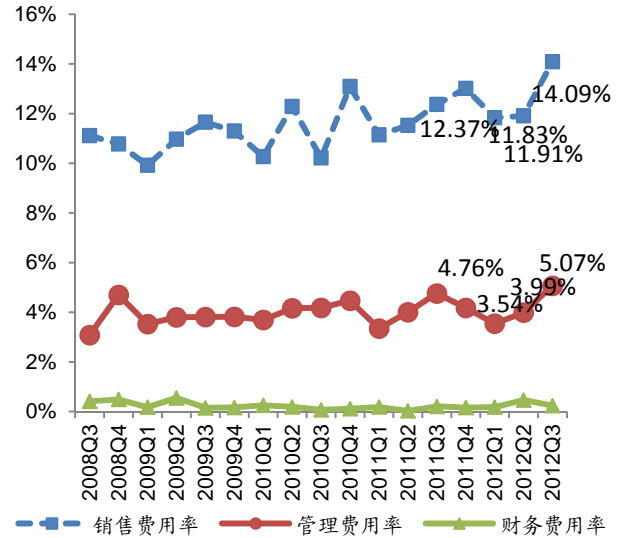
资料来源: wind, 宏源证券

图 3: 前 3 季度毛利率较去年同期进一步提高



资料来源: wind, 宏源证券

图 4: 前 3 季度销售费用率较去年上升较快



资料来源: wind, 宏源证券

表 2: 盈利预测

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
利润表					收益率				
营业收入	13,864.37	15,741.60	17,832.09	19,634.91	毛利率	19.42%	19.33%	19.27%	19.21%
减: 营业成本	11171.52	12698.75	14395.84	15863.05	三费/销售收入	16.18%	16.95%	16.56%	16.24%
营业税金及附加	92.93	104.93	118.86	130.88	EBIT/销售收入	2.82%	1.61%	1.77%	1.94%
营业费用	1663.10	2018.07	2248.63	2430.80	EBITDA/销售收入	4.61%	4.22%	4.08%	2.79%
管理费用	559.42	654.85	731.12	797.18	销售净利率	1.92%	1.42%	1.65%	1.83%
财务费用	20.83	-4.98	-25.89	-38.98	资产获利率				
资产减值损失	-0.07	0.00	0.00	0.00	ROE	9.96%	7.91%	9.67%	10.92%
加: 投资收益	3.04	0.00	0.00	0.00	ROA	5.07%	4.08%	3.91%	5.11%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.00%	8.24%	12.69%	25.55%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率				
营业利润	359.67	269.98	363.53	451.99	销售收入增长率	16.78%	13.54%	13.28%	10.11%
加: 其他非经营损益	36.21	28.40	28.40	28.40	EBIT 增长率	8.39%	-35.18%	24.72%	20.68%
利润总额	395.89	298.38	391.93	480.39	EBITDA 增长率	10.14%	3.96%	9.43%	-24.76%
减: 所得税	130.17	74.59	97.98	120.10	净利润增长率	6.14%	-15.78%	31.35%	22.57%
净利润	265.71	223.78	293.95	360.29	总资产增长率	34.02%	-19.42%	30.33%	-7.72%
减: 少数股东损益	-1.07	-0.90	-1.18	-1.45	股东权益增长率	7.41%	6.04%	7.48%	8.53%
归属母公司股东净利润	266.78	224.69	295.13	361.74	经营营运资本增长率	-103.01%	3.59%	-16.91%	5.54%
资产负债表					资本结构				
货币资金	1486.34	1713.48	2651.47	3032.95	资产负债率	64.00%	61.64%	67.95%	61.80%
应收和预付款项	589.60	422.78	724.70	539.51	投资资本/总资产	26.58%	27.38%	12.80%	12.96%
存货	2020.10	1426.67	2480.74	1824.91	带息债务/总负债	7.00%	0.19%	0.13%	0.16%
其他流动资产	0.14	0.14	0.14	0.14	流动比率	0.83	0.93	1.07	1.17
长期股权投资	39.10	39.10	39.10	39.10	速动比率	0.42	0.56	0.61	0.78
投资性房地产	57.92	51.32	44.72	38.12	股利支付率	30.63%	28.02%	28.02%	28.02%
固定资产和在建工程	2605.72	1935.96	1818.63	1701.30	收益留存率	69.37%	71.98%	71.98%	71.98%
无形资产和开发支出	414.93	373.41	331.88	290.35	资产管理效率				
其他非流动资产	490.69	245.34	0.00	0.00	总资产周转率	1.80	2.54	2.20	2.63
资产总计	7704.53	6208.20	8091.38	7466.39	固定资产周转率	6.75	8.13	9.81	11.54
短期借款	345.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	253.14	166.78	239.11	176.15
应付和预收款项	4064.07	3304.33	4976.25	4092.31	存货周转率	5.53	8.90	5.80	8.69
长期借款	7.16	7.16	7.16	7.16	业绩和估值指标				
其他负债	515.00	515.00	515.00	515.00	EBIT	390.92	253.40	316.04	381.41
负债合计	4931.23	3826.49	5498.41	4614.47	EBITDA	638.92	664.20	726.84	546.86
股本	681.02	681.02	681.02	681.02	NOPLAT	234.83	168.75	215.73	264.76
资本公积	1075.54	1075.54	1075.54	1075.54	净利润	266.78	224.69	295.13	361.74
留存收益	921.59	1083.32	1295.77	1556.16	EPS	0.392	0.330	0.433	0.531
归属母公司股东权益	2678.15	2839.89	3052.33	3312.73	BPS	3.933	4.170	4.482	4.864
少数股东权益	95.15	94.25	93.07	91.61	PE	15.72	18.67	14.21	11.60
股东权益合计	2773.30	2934.14	3145.40	3404.34	PEG	N/A	N/A	N/A	N/A
负债和股东权益合计	7704.53	6760.62	8643.80	8018.81	PB	1.57	1.48	1.37	1.27
现金流量表					PS				
经营性现金净流量	858.69	568.81	923.49	362.54	PCF	4.89	7.38	4.54	11.57
投资性现金净流量	-991.82	21.30	21.30	21.30	EV/EBIT	9.12	12.06	6.89	4.85
筹资性现金净流量	464.56	-362.97	-6.79	-2.37					
现金流量净额	331.43	227.14	938.00	381.48					

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

陈炫如 (陈旭): 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥

机构销售团队

华北区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 021-51782236 lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18682185141 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。