

市场研究部 证券研究报告

2014年4月22日

## 中百集团 (000759) :

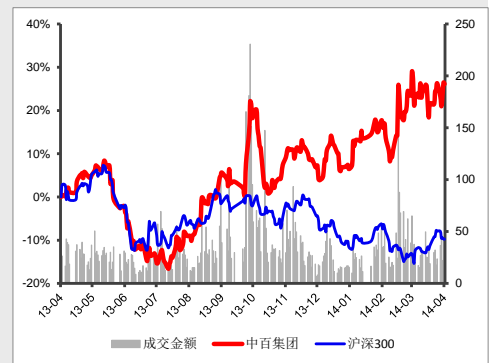
### 永辉、武商联相继增持，股权争夺战打响

## 中百集团 (000759)

投资评级: 推荐

市场表现

截至 2014.4.21



市场数据

2014/4/21

A 股收盘价 (元)	8.05
A 股一年内最高价 (元)	8.39
A 股一年内最低价 (元)	4.86
上证指数	2,065.83
市净率	1.8
总股本 (万股)	68,102
实际流通 A 股 (万股)	68,058
限售的流通 A 股 (万股)	45
流通 A 股市值 (亿元)	54.8

#### ⑤ 事件

2014年3月19日,中百集团发布2则股东增持股份的提示性公告。截至2014年4月17日,第一大股东武商联及关联方合计持有公司股份1.36亿股,占总股本的20.01%,较2013年末增加0.63%;截至2014年4月18日,永辉超市及全资子公司重庆永辉合计持有1.02亿股,占总股本的15%,较上一次举牌日增加5%,且未来12个月内不排除继续增持的可能性。

此前的2013年11月23日、2014年1月10日、2014年3月1日,永辉超市已3次公告对中百集团股份的购买和增持,持股比例分别达到4.99%、5%、10%。

#### ⑤ 通过合作或并购方式进入湖北市场对永辉是较佳选择

近3年,永辉超市保持40~50家/年的开店节奏,处于快速外延扩张阶段。截至2013年末,永辉超市已开业扩展至福建、华西、北京、安徽、华东、河南、东北等7个大区,17个省市,而仍尚未涉足湖北市场。湖北地区的中百、武商等本地零售商竞争实力强,零售业发展成熟度高,超市业态已相对饱和(武汉市常住+流动人口约1,200万人,大卖场容纳量120~150家,而中百、武商、沃尔玛、家乐福门店数已达147家)。因此,对永辉超市而言,通过与本地零售商合作或者并购本地零售商的方式进入湖北市场,是较佳的选择。此前,永辉超市在上海即采取过与本地零售商合作的方式,与上海上蔬有限责任公司成立合资公司经营生鲜超市。

#### ⑤ 中百与永辉业态定位相同,在湖北市场优势明显,合作及并购价值高

中百集团与永辉超市定位均为超市业态。2013年末,中百集团在湖北有卖场175家,便民超市网点698家,市占率为湖北省内第一,区域内规模优势显著,议价能力较强,并已建成较完善的物流体系。此外,中百集团在重庆有社区超市89家,而重庆是永辉超市在全国的重点区域,开有68家卖场、大卖场和10家社区超市。永辉超市如能实现与中百集团的合作或者并购,不仅能使快速完成在湖北市场的布局,也将进一步巩固和扩大在重庆市场的优势。

#### ⑤ 中百估值处于低位,业绩存改善空间

目前中百集团估值水平处于较低区间,P/B约1.8X,P/S约0.33X,低于行业均值2X和0.5X。在超市业态上市公司中,中百集团毛利率水平合理,而净利率水平低于同行业民营企业,如民营资本的入股能使中百集团在公司治理、运营管理层面得到改善,则公司盈利能力的弹性有望得到释放,估值也有望得到修复。

#### ⑤ 永辉能否实现控股存在不确定性

从永辉超市多次高调增持的动作看,不排除其具有控股中百集团的意愿,而且目前“积极发展混合所有制经济”的政策环境也有利于永辉

分析师: 易华强

执业证书号: S1490513080001

电话: 010-58565074

邮箱: yihuaqiang@hrsec.com.cn

联系人: 周悦

电话: 010-58568159

邮箱: zhouyue@hrsec.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明部分

超市。但从武商联增持中百集团的行动，及其历史上与银泰百货对武商集团控股权的争夺来看，在当前中百集团低估值水平的条件下，武商联捍卫中百集团控股权的可能性要大于出让。如果武商联捍卫控股权的意愿坚决，在其持股比例领先永辉超市 5% 的情况下，永辉超市通过二级市场的增持取得控股权存在一定的难度。

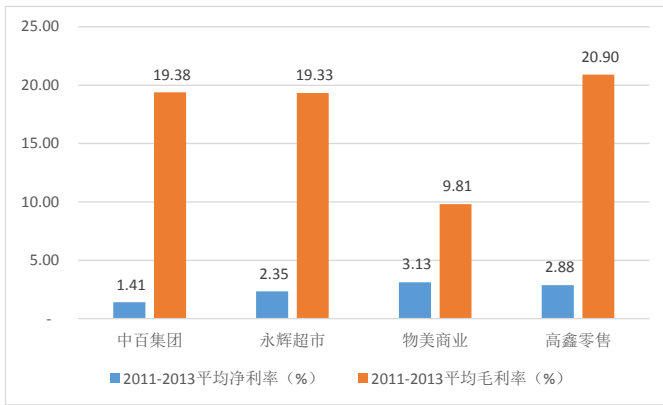
### ⑤ 投资建议及评级

我们预计公司 2014-2015 年 EPS 为 0.27 元、0.31 元。如永辉超市与公司形成良性合作，带来公司治理和运营管理的改善，有利于公司盈利能力的提高及估值的修复；如双方合作不及预期，短期内 2 大股东的增持可带来交易性机会。给予“推荐”评级。

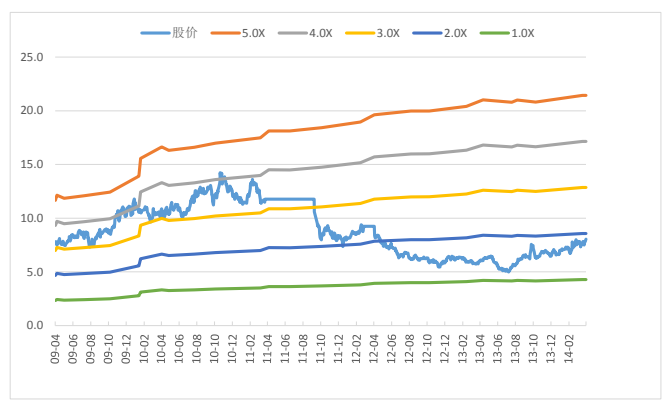
### ⑥ 风险提示

股权争夺及合作关系未向良性方向发展；行业景气度持续低迷

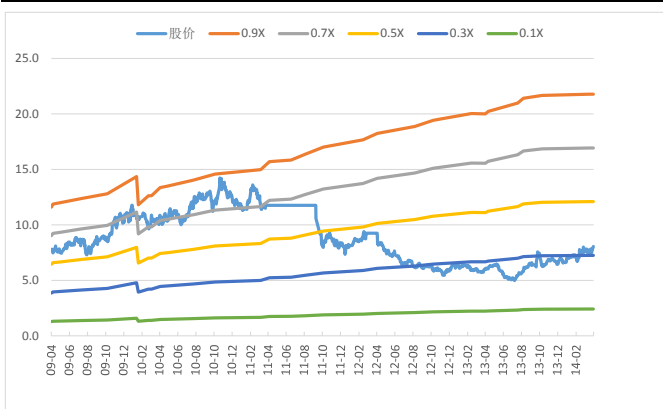
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	15,704.1	16,478.5	17,467.2	18,864.5	21,128.3
同比增长(+/-%)	13.3%	4.9%	6.0%	8.0%	12.0%
营业利润(百万元)	296.3	241.6	255.3	269.9	278.1
同比增长(+/-%)	-17.6%	-18.5%	5.7%	5.7%	3.0%
净利润(百万元)	201.3	169.6	183.1	197.9	211.2
同比增长(+/-%)	-24.2%	-15.7%	7.9%	8.1%	6.7%
每股收益(元)	0.30	0.25	0.27	0.29	0.31
PE	26.73	32.09	29.65	27.37	25.71
PB	1.90	1.88	1.80	1.73	1.66

**数据图表**
**图表 1: 纯超市业态可比公司利润率情况**


数据来源: wind, 华融证券整理

**图表 2: 中百集团历史 P/B**


数据来源: wind, 华融证券整理

**图表 3: 中百集团历史 P/S**


数据来源: wind, 华融证券整理

**图表 4: 主要股东持股比例(截至 2014 年 4 月 18 日)**

股东名称	持股比例	一致行动关系
武商联	18.07%	一致行动人
华汉投资	1.94%	
永辉超市	4.99%	一致行动人
重庆永辉	10.01%	
新光控股	11.38%	

数据来源: wind, 华融证券整理

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>4,035.3</b>	<b>4,299.2</b>	<b>4,217.3</b>	<b>4,210.8</b>	<b>4,757.3</b>
现金	1,481.4	1,400.4	1,136.3	962.6	1,056.4
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	1.6	6.1	4.4	4.5	6.1
应收款项	78.2	76.8	77.5	88.5	97.1
其他应收款	91.1	54.2	74.0	83.3	84.0
存货	1,841.0	2,233.9	2,307.3	2,406.1	2,770.3
其他	542.0	527.8	617.8	665.8	743.3
<b>非流动资产</b>	<b>3,873.1</b>	<b>4,555.7</b>	<b>4,995.4</b>	<b>5,475.0</b>	<b>5,943.7</b>
长期股权投资	39.1	59.1	59.1	59.1	59.1
固定资产	2,096.4	2,784.3	3,303.1	3,745.4	4,172.6
无形资产	309.7	475.3	514.0	552.5	580.2
其他	1,427.8	1,237.0	1,119.2	1,118.0	1,131.8
<b>资产总计</b>	<b>7,908.3</b>	<b>8,855.0</b>	<b>9,212.6</b>	<b>9,685.7</b>	<b>10,701.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,987.8</b>	<b>5,547.5</b>	<b>5,491.8</b>	<b>5,834.4</b>	<b>6,711.0</b>
短期负债	190.0	795.0	0.0	0.0	220.9
应付账款	1,705.4	1,841.5	2,052.7	2,112.1	2,392.1
预收账款	1,758.5	1,985.4	1,962.9	2,168.4	2,449.6
其他	1,333.9	925.5	1,476.2	1,553.9	1,648.4
<b>长期负债</b>	<b>7.7</b>	<b>362.7</b>	<b>657.7</b>	<b>660.3</b>	<b>662.4</b>
长期借款	3.7	50.0	50.0	50.0	350.0
其他	4.0	312.7	607.7	610.3	312.4
<b>负债合计</b>	<b>4,995.5</b>	<b>5,910.2</b>	<b>6,149.5</b>	<b>6,494.8</b>	<b>7,373.4</b>
股本	681.0	681.0	681.0	681.0	681.0
资本公积金	1,075.7	1,076.1	1,076.1	1,076.1	1,076.1
留存收益	1,126.7	1,161.3	1,281.5	1,411.7	1,550.3
少数股东权益	29.4	26.3	24.5	22.2	20.1
母公司所有者权益	2,883.4	2,918.4	3,038.6	3,168.8	3,307.4
<b>负债及权益合计</b>	<b>7,908.3</b>	<b>8,855.0</b>	<b>9,212.6</b>	<b>9,685.7</b>	<b>10,701.0</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,013.0</b>	<b>744.6</b>	<b>1,128.5</b>	<b>805.6</b>	<b>883.7</b>
净利润	201.3	169.6	183.1	197.9	211.2
折旧摊销	<b>293.0</b>	<b>318.6</b>	<b>360.6</b>	<b>391.6</b>	<b>421.6</b>
财务费用	43.4	26.5	38.8	50.5	58.3

投资收益	-6.5	8.3	-10.9	-8.6	-10.0
营运资金变动	482.9	220.9	552.5	174.5	200.6
其他	-1.1	0.6	4.4	-0.3	2.1
<b>投资活动现金流</b>	<b>-961.8</b>	<b>-1,094.6</b>	<b>-789.1</b>	<b>-861.4</b>	<b>-880.0</b>
资本支出	-969.3	-1,067.6	-800.0	-870.0	-890.0
其他投资	7.6	-27.0	10.9	8.6	10.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-110.9</b>	<b>850.7</b>	<b>-603.5</b>	<b>-118.0</b>	<b>90.1</b>
借款变动	-158.4	651.3	-795.0	0.0	520.9
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	-136.2	-64.7	-70.1	-74.6
其他	47.4	335.2	256.2	-47.9	-356.2

**利润表**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	15,704.1	16,478.5	17,467.2	18,864.5	21,128.3
营业成本	12,582.1	13,183.2	13,938.8	14,997.3	16,775.9
营业税金及附加	102.3	105.2	114.1	122.2	136.6
营业费用	2,031.3	2,247.4	2,427.9	2,678.8	3,042.5
管理费用	658.4	680.6	698.7	754.6	845.1
财务费用	41.3	31.3	38.8	50.5	58.3
资产减值损失	3.9	-1.7	4.5	-0.1	1.9
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	11.5	9.1	10.9	8.6	10.0
<b>营业利润</b>	<b>296.3</b>	<b>241.6</b>	<b>255.3</b>	<b>269.9</b>	<b>278.1</b>
营业外收入	32.1	46.3	40.3	39.5	42.0
营业外支出	8.5	23.3	12.7	12.7	12.7
<b>利润总额</b>	<b>319.8</b>	<b>264.6</b>	<b>282.9</b>	<b>296.8</b>	<b>307.4</b>
所得税	118.5	94.9	99.8	98.8	96.2
<b>净利润</b>	<b>201.3</b>	<b>169.6</b>	<b>183.1</b>	<b>197.9</b>	<b>211.2</b>
少数股东权益	-3.8	-1.2	-1.8	-2.3	-2.0
归属母公司所有者净利润	205.1	170.8	184.9	200.3	213.2
EPS (元)	0.30	0.25	0.27	0.29	0.31

**主要财务比率**

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>同比增长率</b>					
营业收入	13.3%	4.9%	6.0%	8.0%	12.0%

营业利润	-17.6%	-18.5%	5.7%	5.7%	3.0%
净利润	-24.2%	-15.7%	7.9%	8.1%	6.7%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	19.9%	20.0%	20.2%	20.5%	20.6%
净利率	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
ROE	7.1%	5.9%	6.1%	6.3%	6.4%
ROIC	11.6%	7.2%	8.7%	9.0%	8.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.2%	66.7%	66.8%	67.1%	68.9%
流动比率	0.81	0.77	0.77	0.72	0.71
速动比率	0.44	0.37	0.34	0.30	0.29
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.99	1.86	1.90	1.95	1.97
存货周转率	6.83	5.90	6.04	6.23	6.06
应收账款周转率	196.81	198.75	213.43	202.74	204.79
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.30	0.25	0.27	0.29	0.31
每股经营现金	1.49	1.09	1.66	1.18	1.30
每股净资产	4.23	4.29	4.46	4.65	4.86
每股股利	0.00	0.20	0.10	0.09	0.09
<b>估值比率</b>					
PE	26.73	32.09	29.65	27.37	25.71
PB	1.90	1.88	1.80	1.73	1.66

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

易华强，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)