

商贸零售：中百集团（000759）中报点评

2014年8月28日

费用上升利润下滑，国资控股地位巩固

中性（下调）

⑤ H1 收入同比增长 3.18%，净利润同比下降 10.93%

2014H1 公司实现营收 87.53 亿元，同比增长 3.18%，毛利总额 15.96 亿元，同比增长 7.87%，营业利润 1.40 亿元，同比下降 13.92%，归属净利润 1.01 亿元，同比下降 10.93%。EPS 为 0.15 元，加权平均 ROE 为 3.39%，同比下降 0.45 个百分点。

⑤ 上半年展店速度放缓，同店销售下降

2014H1 公司新开仓储超市净增 1 家（开店 12 家，闭店 11 家），便民超市净增 16 家（开店 28 家，闭店 12 家），较 2013H1 净增 32 家超市门店的速度显著放缓。在行业景气度不佳及费用上涨的情况下，预计对绩效欠佳门店的淘汰仍将持续，短期内门店净增速度将维持较低水平。超市、百货的单店平均销售额较去年同期下降幅度分别为 2%、12%。

⑤ 费用率上升，抵消毛利率的改善

2014H1 毛利率 19.5%，同比上升 1 个百分点，超市、百货毛利率分别提升 0.8 个、2.1 个百分点。主要原因是（1）超市供应链优化，直采比例提升；（2）减少对供应商占款，应付占款下降 1.61 亿元，成本方面得到补偿；（3）新开业购物中心经培育后提升百货毛利率。部分薪酬费用重分类及人工成本增加，销售费用同比增长 23.8%，管理费用同比下降 23.23%。销售+管理费用率合计为 17.3%，同比上升 1.5 个百分点，高于毛利率的提升，公司净利率为 1.14%，同比下降 0.18 个百分点。

⑤ 新光控股减持，显示国资强势地位

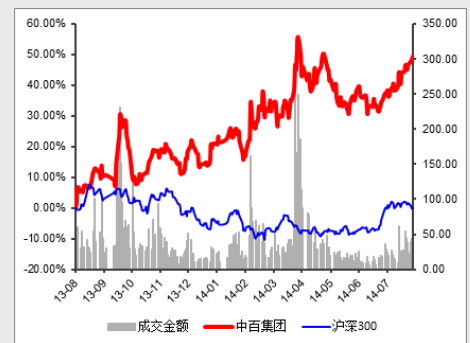
报告期末，第一大股东武商联及一致行动人合计持股 29.99%，永辉超市及子公司合计持股 16.91%（二季度增持 1.91%），8 月 25 日前第二大股东新光控股公告减持公司股份，持股比例由 11.37% 下降至 6.23%。结合目前的股权结构和武商联的动作看，武商联捍卫控股权的意愿坚决，永辉超市目前的角色仍只是单纯的财务投资者。

⑤ 投资建议及评级

公司目前净利率水平低于同行业民营公司，有改善潜力，但在行业景气度不佳及费用刚性上涨的大环境下，短期内难以看到驱动改善的实质性因素。我们下调公司 2014-2016 EPS 预期至 0.25 元、0.28 元、0.31 元，对应 P/E 为 35、31、28 倍。国资强势捍卫控股权的情况下，股权争夺及民营化的预期淡化，评级下调至“中性”。

市场表现

截至 2014.8.27



市场数据

2014-8-27

A 股收盘价 (元)	8.66
一年内最高价 (元)	9.63
一年内最低价 (元)	6.01
上证指数	2,209.47
市净率	2.02
总股本 (亿股)	6.8102
实际流通 A 股 (亿股)	6.8058
限售流通 A 股 (亿股)	0.0045
流通 A 股市值 (亿元)	58.9379

分析师：周悦

执业证书号：S1490514060001

电话：010-58568159

邮箱：zhouyue@hrsec.com.cn

⑤ 风险提示

行业景气度持续低迷；费用上升超预期。

盈利预测简表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	15,704.11	16,478.45	17,839.62	19,571.05	21,458.37
同比增长(+/-%)	13.3%	4.9%	8.3%	9.7%	9.6%
营业利润（百万元）	296.29	241.58	190.42	219.64	248.41
同比增长(+/-%)	-17.6%	-18.5%	-21.2%	15.3%	13.1%
净利润（百万元）	205.1	170.8	167.6	189.8	211.6
同比增长(+/-%)	-23.1%	-16.7%	-1.9%	13.2%	11.5%
摊薄每股收益（元）	0.30	0.25	0.25	0.28	0.31
PE	28.75	34.53	35.18	31.08	27.88
PB	2.05	2.02	1.95	1.87	1.79

附表：主营业务分产品情况

收入	2011年		2012年		2013年		2014年H1	
	增速	占比	增速	占比	增速	占比	增速	占比
超市	18.2%	96.0%	12.9%	95.7%	3.7%	94.6%	3.2%	94.8%
百货	32.7%	5.8%	15.2%	5.9%	26.5%	7.1%	4.0%	7.1%
其他	24.5%	3.8%	-4.8%	3.2%	2.9%	3.1%	18.4%	2.9%
内部抵销	89.1%	-5.5%	-3.3%	-4.7%	6.4%	-4.8%	13.4%	-4.8%
合计	16.8%	100.0%	13.3%	100.0%	4.9%	100.0%	3.2%	100.0%

毛利率	2011年	2012年	2013年	2014年H1
超市	19.1%	19.3%	19.8%	19.2%
百货	19.9%	20.9%	19.2%	19.9%
其他	24.1%	27.6%	23.1%	20.3%
内部抵销	17.7%	14.1%	16.0%	15.9%
合计	19.4%	19.9%	20.0%	19.5%

附表
资产负债表

单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,913.5	4,188.7	3,860.0	4,429.8	4,645.7
现金	1,359.6	1,289.8	892.0	978.6	1,072.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
应收款项	79.8	82.9	82.5	99.0	100.0
其他应收款	91.1	54.2	103.1	69.5	119.7
存货	1,841.0	2,233.9	2,121.6	2,647.9	2,575.0
其他	542.0	526.8	658.8	631.9	774.1
非流动资产	3,870.7	4,553.9	4,853.3	5,096.8	5,284.2
长期股权投资	39.1	59.1	69.1	79.1	89.1
固定资产	2,096.4	2,784.3	3,578.9	3,806.0	4,008.1
无形资产	309.7	475.3	513.7	551.1	587.5
其他	1,425.5	1,235.2	691.7	660.6	599.5
资产总计	7,784.2	8,742.6	8,713.4	9,526.5	9,929.9
流动负债	4,863.7	5,435.1	4,795.7	5,484.2	5,748.6
短期负债	190.0	795.0	277.8	651.2	706.8
应付账款	2,223.2	2,434.8	2,598.1	2,913.1	3,122.0
预收账款	1,758.5	1,985.4	1,700.0	1,700.0	1,700.0
其他	691.9	219.9	219.9	219.9	219.9
长期负债	7.7	362.7	862.7	862.7	862.7
长期借款	3.7	356.9	856.9	856.9	856.9
其他	4.0	5.8	5.8	5.8	5.8
负债合计	4,871.4	5,797.8	5,658.5	6,347.0	6,611.4
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	1,273.1	1,399.6	1,540.6
少数股东权益	29.4	26.3	24.7	22.8	20.7
母公司所有者权益	2,883.4	2,918.4	3,030.2	3,156.7	3,297.8
负债及权益合计	7,784.2	8,742.6	8,713.4	9,526.5	9,929.9

现金流量表

单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1,044.3	770.5	389.5	504.8	846.3
净利润	194.9	178.0	166.0	187.9	209.5
折旧摊销	293.0	318.6	409.9	465.9	521.9
财务费用	-41.3	-31.3	-66.2	-83.5	-95.4
投资收益	11.5	9.1	10.0	10.0	10.0
营运资金变动	482.9	220.9	-191.3	-168.1	87.3
其他	103.2	75.1	61.1	92.6	113.1
投资活动现金流	-961.8	-1,094.6	-679.3	-679.3	-679.3
资本支出	-930.2	-1,153.2	-700.0	-700.0	-700.0
其他投资	-31.6	58.6	20.7	20.7	20.7
筹资活动现金流	-192.9	270.7	-108.0	261.1	-72.7
借款变动	-145.9	451.3	-52.1	324.4	-2.1
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	-47.0	-180.6	-55.9	-63.3	-70.5
其他	-0.1	-0.4	0.0	0.0	0.0

利润表

单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15,704.1	16,478.5	17,839.6	19,571.1	21,458.4
营业成本	12,582.1	13,183.2	14,244.3	15,598.1	17,080.9
营业税金及附加	102.3	105.2	113.9	124.9	137.0
营业费用	2,031.3	2,247.4	2,711.6	3,004.2	3,326.0
管理费用	658.4	680.6	522.5	550.0	580.0
财务费用	41.3	31.3	66.2	83.5	95.4
资产减值损失	3.9	-1.7	0.7	0.7	0.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
营业利润	296.3	241.6	190.4	219.6	248.4
营业外收入	32.1	46.3	47.6	47.6	47.6
营业外支出	8.5	23.3	20.0	20.0	20.0
利润总额	319.8	264.6	218.0	247.2	276.0
所得税	118.5	94.9	52.0	59.3	66.5
净利润	201.3	169.6	166.0	187.9	209.5
少数股东权益	-3.8	-1.2	-1.6	-1.9	-2.1
归属母公司所有者净利润	205.1	170.8	167.6	189.8	211.6
EPS (元)	0.30	0.25	0.25	0.28	0.31

主要财务比率

单位: 百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	13.3%	4.9%	8.3%	9.7%	9.6%
营业利润	-25.11%	-16.86%	-9.21%	16.20%	13.73%
净利润	-24.23%	-15.74%	-2.15%	13.20%	11.48%
盈利能力					
毛利率	19.9%	20.0%	20.2%	20.3%	20.4%
净利率	1.3%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
ROE	7.1%	5.9%	5.5%	6.0%	6.4%
ROIC	8.3%	6.1%	4.7%	4.9%	5.0%
偿债能力					
资产负债率	62.6%	66.3%	64.9%	66.6%	66.6%
流动比率	0.80	0.77	0.80	0.81	0.81
速动比率	0.43	0.35	0.36	0.32	0.35
营运能力					
资产周转率	2.02	1.88	2.05	2.05	2.16
存货周转率	196.81	198.75	216.21	197.75	214.56
应收账款周转率	6.83	5.90	6.71	5.89	6.63
每股资料 (元)					
每股收益	0.30	0.25	0.25	0.28	0.31
每股经营现金	1.53	1.13	0.57	0.74	1.24
每股净资产	4.23	4.29	4.23	4.29	4.45
每股股利	0.00	0.20	0.08	0.09	0.10
估值比率					
PE	28.75	34.53	35.18	31.08	27.88
PB	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8

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

周悦，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。本报告清晰准确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