

中百集团(000759.SZ)：治理结构优化应会带来盈利改善

最新调整

2014年底公司董事会换届，二股东永辉超市（持股15.01%）和三股东新光控股（持股6.23%）均入驻董事会，同时公司管理层陆续有些变化，我们预计治理结构将进一步优化。我们认为这些变化将改变公司原有的国企体制，进而驱动盈利改善。相应地，我们上调公司目标价至9.90元（原为6.30元），对应29倍2015年PE，考虑到上行空间有限，维持中性评级。

投资观点

1、联合采购带来议价能力提升。公司与永辉超市签署了战略合作协议，实行联合采购后，在快消品市场的采购金额将超过250亿元，整体进入中国大卖场快消品采购规模的前三名，我们认为这将有助于提高议价能力和毛利率。

2、人工费用控制值得期待。公司毛利率从2009年的18.15%上升至2013年的20%，但净利率从2.11%下降至1.04%。其中人工费用率从2009年的5.28%上升至8.04%是导致净利率下降的主要原因。随着公司治理结构优化，我们认为国企业制束缚下的人工效率低下将得到改善，管理层也表示2015年开始将优化人员结构，削减人工成本。

估值

我们调整公司2015-2016年EPS至0.34/0.39元（之前为0.30/0.40元），以反映百货利润率的压力和公司治理改善带来的人力成本节省。我们还引入了2017年EPS0.44元，复合增长14%。我们将公司估值方法由PEG(1X)变更为EV/GCI vs. CROCI/WACC(1.5X)，对应12个月目标价9.90元，隐含29倍2015年P/E和7%的上行空间，维持公司中性评级。

主要风险

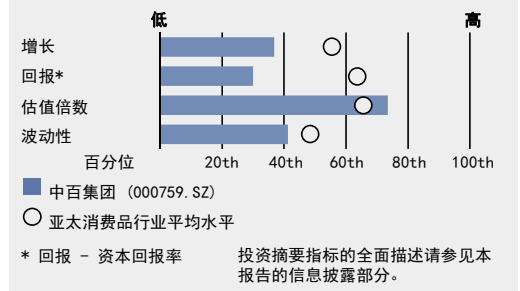
同店销售增速高于/低于预期；费用控制好于/低于预期。

所属投资名单

中性

行业评级：中性

投资摘要



主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	9.28
12个月目标价格 (Rmb)	9.90
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	6,319.9 / 1,009.6
外资持股比例 (%)	-

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	0.25	0.21	0.34	0.39
每股盈利增长 (%)	(16.7)	(17.6)	62.7	16.5
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.25	0.21	0.34	0.39
每股基本盈利 (Rmb)	0.25	0.21	0.34	0.39
市盈率 (X)	25.0	44.9	27.6	23.7
市净率 (X)	1.5	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA (X)	6.4	9.9	7.9	6.7
股息收益率 (%)	1.9	1.1	1.7	2.0
净资产回报率 (%)	5.9	4.8	7.5	8.4
CROCI (%)	9.4	8.4	9.4	9.8

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	9.6	7.9	20.2
相对于上证A股指数	(4.1)	(28.2)	(30.2)

资料来源：公司数据，高盛研究预测，FactSet（股价为3/16/2015收盘价）

中百集团：财务数据概要

损益表(Rmb mn)					资产负债表(Rmb mn)				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E		12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入	16,478.5	17,329.0	18,164.7	19,158.2	现金及等价物	1,400.4	1,567.1	1,533.9	1,840.3
主营业务成本	(13,183.2)	(13,849.1)	(14,480.1)	(15,234.9)	应收账款	137.1	144.2	151.2	159.4
销售、一般及管理费用	(3,033.2)	(3,261.2)	(3,346.9)	(3,532.7)	存货	2,233.9	2,124.8	2,380.3	2,504.4
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	527.8	527.8	527.8	527.8
其它营业收入/(支出)	1.7	1.8	1.9	2.0	流动资产	4,299.2	4,363.9	4,593.2	5,031.9
EBITDA	582.4	567.6	716.6	793.0	固定资产净额	3,326.8	3,664.0	3,822.5	3,809.2
折旧及摊销	(318.6)	(347.1)	(377.0)	(400.3)	无形资产净额	475.3	462.0	448.8	435.5
EBIT	263.8	220.5	339.6	392.7	长期投资	114.6	114.6	114.6	114.6
利息收入	22.7	28.0	31.3	30.7	其它长期资产	639.1	579.5	505.0	415.4
财务费用	(54.1)	(76.1)	(76.1)	(76.1)	资产合计	8,855.0	9,184.1	9,484.0	9,806.5
联营公司	9.1	0.0	0.0	0.0	应付账款	2,765.3	3,035.4	3,173.7	3,339.2
其它	23.0	23.0	23.0	23.0	短期贷款	795.0	795.0	795.0	795.0
税前利润	264.6	195.5	317.9	370.3	其它流动负债	1,987.2	1,972.8	2,015.0	2,033.0
所得税	(94.9)	(54.7)	(89.0)	(103.7)	流动负债	5,547.5	5,803.2	5,983.7	6,167.2
少数股东损益	1.2	0.0	0.0	0.0	长期贷款	50.0	50.0	50.0	50.0
优先股股息前净利润	170.8	140.7	228.9	266.6	其它长期负债	312.7	312.7	312.7	312.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	362.7	362.7	362.7	362.7
非经常性项目前净利润	170.8	140.7	228.9	266.6	负债合计	5,910.2	6,165.9	6,346.4	6,529.9
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	170.8	140.7	228.9	266.6	普通股权益	2,918.4	2,991.8	3,111.2	3,250.3
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.25	0.21	0.34	0.39	少数股东权益	26.3	26.3	26.3	26.3
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.25	0.21	0.34	0.39	负债及股东权益合计	8,855.0	9,184.1	9,484.0	9,806.5
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.25	0.21	0.34	0.39	每股净资产(Rmb)	4.29	4.39	4.57	4.77
每股股息(Rmb)	0.12	0.10	0.16	0.19					
股息支付率(%)	47.8	47.8	47.8	47.8					
自由现金流收益率(%)	(9.6)	3.9	0.5	6.6					
增长率和利润率(%)					比率				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E		12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入增长率	4.9	5.2	4.8	5.5	CROCI(%)	9.4	8.4	9.4	9.8
EBITDA增长率	(5.9)	(2.6)	26.3	10.7	净资产回报率(%)	5.9	4.8	7.5	8.4
EBIT增长率	(19.1)	(16.4)	54.0	15.6	总资产回报率(%)	2.0	1.6	2.5	2.8
净利润增长率	(16.7)	(17.6)	62.7	16.5	平均运用资本回报率(%)	6.5	6.3	7.4	7.9
每股盈利增长	(16.7)	(17.6)	62.7	16.5	存货周转天数	56.4	57.4	56.8	58.5
毛利率	20.0	20.1	20.3	20.5	应收账款周转天数	3.4	3.0	3.0	3.0
EBITDA利润率	3.5	3.3	3.9	4.1	应付账款周转天数	73.4	76.4	78.3	78.0
EBIT利润率	1.6	1.3	1.9	2.0	净负债/股东权益(%)	(18.9)	(23.9)	(22.0)	(30.4)
					EBIT利息保障倍数(X)	8.4	4.6	7.6	8.7
现金流量表(Rmb mn)					估值				
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E		12/13	12/14E	12/15E	12/16E
优先股股息前净利润	170.8	140.7	228.9	266.6	基本市盈率(X)	25.0	44.9	27.6	23.7
折旧及摊销	318.6	347.1	377.0	400.3	市净率(X)	1.5	2.1	2.0	1.9
少数股东权益	(1.2)	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA(X)	6.4	9.9	7.9	6.7
运营资本增减	220.9	372.2	(124.1)	33.1	企业价值/总投资现金(X)	1.0	1.2	1.1	1.1
其它	33.7	0.0	0.0	0.0	股息收益率(%)	1.9	1.1	1.7	2.0
经营活动产生的现金流	742.9	860.0	481.7	700.0					
资本开支	(1,153.2)	(611.5)	(447.6)	(284.1)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	10.4	0.0	0.0	0.0					
其它	48.2	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(1,094.6)	(611.5)	(447.6)	(284.1)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(180.6)	(81.7)	(67.3)	(109.5)					
借款增减	451.3	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	0.0	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	270.7	(81.7)	(67.3)	(109.5)					
总现金流	(81.0)	166.8	(33.2)	306.4					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测