

主业依旧承压 关注变革成效

——中百集团（000759）2016 半年度财报点评

2016 年 08 月 25 日

推荐/首次

中百集团

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
史琨	联系人	
	shikun@dxzq.net.cn	010-66554063

事件:

中百集团 2016 年 1-6 月实现营业收入 80.23 亿元, 同比下降 6.77%; 利润总额亏损 0.54 亿元, 同比下降 201.85%; 归属上市公司股东净利润亏损 0.62 亿元, 同比变动-387.43%, 扣非后净利润亏损 0.82 亿元, 同比变动-1821.32%; 经营活动产生的现金流量净额 3.5 亿元, 同比增长 58.17%; 每股收益-0.09 元。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入(百万元)	3982.49	4737.58	3868.27	3783.12	4012.42	4572.91	3450.36
增长率(%)	-3.21%	-1.15%	-2.33%	-9.35%	0.75%	-3.48%	-10.80%
毛利率(%)	24.87%	19.18%	19.41%	20.84%	24.11%	19.80%	20.84%
期间费用率(%)	20.54%	17.48%	19.40%	21.91%	22.56%	18.76%	23.16%
营业利润率(%)	3.50%	1.17%	-0.53%	-1.82%	2.41%	0.44%	-2.84%
净利润(百万元)	87.16	49.06	-28.36	-79.29	61.94	3.76	-67.15
增长率(%)	03.79%	-44.53%	-344.11%	2246.46%	-28.94%	-92.34%	136.81%
每股盈利(季度, 元)	0.13	0.07	-0.04	-0.12	0.09	0.01	-0.10
资产负债率(%)	65.59%	65.44%	65.90%	67.74%	65.43%	63.92%	63.35%
净资产收益率(%)	2.86%	1.58%	-0.94%	-2.72%	2.08%	0.13%	-2.29%
总资产收益率(%)	0.98%	0.55%	-0.32%	-0.88%	0.72%	0.05%	-0.84%

观点:

- 继续关店调整, 主营仍然承压。**受宏观经济疲软、电商冲击、同业竞争加剧, 以及关闭调整亏损低效门店、人工成本攀升等多重因素影响, 公司营业收入延续下滑趋势。2016年上半年实现营业收入80.23亿元, 同比下降6.77%; 单二季度实现营收34.5亿元, 同比下滑10.8%, 较一季度降幅扩大7.32个百分点。分业态来看, 超市业务实现营业收入74.62亿元, 同比下滑7.63%, 营收占比93.01%; 百货实现营业收入5.72亿元, 同比下滑11.69%, 营收占比7.13%。分地区来看, 湖北、重庆分别实现营业收入78.55亿元、1.68亿元, 同比下降6.28%、24.99%, 营收占比分别为97.91%、2.09%。截至报告期末, 公司经营网点共1051家, 包括仓储超市211家(报告期内关闭重庆地区32家、湖北地区2家); 中百超市810家(报告期内新开37家、关闭20家门店, 含45家加盟店); 百货店门店11家; 电器专卖店20家。

- **营收下滑+费用攀升拖累业绩，归母净利润亏损0.62亿元。**得益于业务结构调整，加大直采比例等，2016上半年，公司综合毛利率提升0.97个百分点至20.25%。其中，超市与百货业态毛利率分别提升1.07个百分点、2.64个百分点至20.03%、25.24%，期间费用率同比增长2.31个百分点至20.65%，主要是人工成本、租金及宣传费用上涨所致。其中，销售费用率同比上升2.38个百分点至20.2%；财务费用率同比下降0.07个百分点至0.45%。综合来看，毛利率增长不抵费用率提升，加之营收下滑，报告期内归属于母公司的净利润-0.62亿元，同比下降387.43%，与此前业绩预告一致。我们认识，由于电商冲击、消费低迷等不利因素持续，且公司正处于变革转型过程中，短期内业绩承压仍将存在。公司公告预计2016年1-9月净利亏损1.6至1.85亿元，同比变化幅度-218.94%至-175.84%。
- **公司积极实施前期经营计划，多措并举积极推进创新变革，包括加速便利店+生鲜业态布局、引入永辉管理模式、供应链整合、产业并购基金、资产证券化，后续建议持续关注变革效果。**1) 抢占武汉便利店市场。2016年2月，中百超市与日本罗森签约成为湖北罗森品牌特许区域加盟商，中百罗森已顺利开店6家；2) 加大生鲜经营布局。3月引入二股东永辉超市23人生鲜业务管理团队，完成6家仓储超市的生鲜业务调整，推进生鲜统采统配。3) 供应链整合。推进买手制、渠道扁平化、中央大厨房、物流升级、O2O业务，开设全球商品直销中心。4) 产业基金主推业务扩张，资产盘活实现现金回笼。2016年1月，公司与武商联等四家公司共同设立东湖中百商业并购基金，围绕产业链整合优质资源。公司公告拟将旗下中心百货店、黄陂购物中心和江夏购物广场三家门店物业资产证券化，相关权益全部转让给私募基金，实现现金回笼，并获得优质物业的增值收益，目前正在办理目标物业置入手续，相关工作进展顺利。

结论：

公司是湖北超市龙头，短期业绩承压仍然较大，但长期通过发展极具市场活力的便利店与生鲜业务，引进便利店与生鲜业务领域顶尖的管理经验，并且通过成立产业基金进行资本运作支持公司进行业务扩张，将优质物业资产证券化增加现金流，公司业绩短期承压之后有望出现突破。暂不考虑资产证券化影响，预计公司2016-2018年的EPS分别为-0.08元、-0.04元和0.04元，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

消费持续低迷、与永辉合作不及预期等风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3615	3338	3310	3357	3478	营业收入	16909	16401	15318	15778	16690
货币资金	1115	934	1608	1657	1752	营业成本	13379	12986	12101	12433	13119
应收账款	101	66	76	79	83	营业税金及附加	116	109	102	105	111
其他应收款	55	48	45	46	49	营业费用	2673	2642	2604	2682	2821
预付款项	390	434	406	378	348	管理费用	545	586	505	521	551
存货	1915	1810	1111	1141	1204	财务费用	51	84	77	79	77
其他流动资产	29	44	62	54	39	资产减值损失	3.59	1.61	0.55	0.50	0.50
非流动资产合计	5241	5278	4731	4194	3657	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	20	21	21	21	21	投资净收益	146.79	71.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	3714.48	4069.35	3583.09	3162.13	2670.87	营业利润	289	63	-72	-42	12
无形资产	451	454	409	363	318	营业外收入	29.36	27.59	34.41	33.00	37.00
其他非流动资产	40	25	5	5	5	营业外支出	59.27	37.64	19.00	20.00	23.00
资产总计	8855	8616	8041	7551	7135	利润总额	259	53	-57	-29	26
流动负债合计	5181	5008	4469	3993	3752	所得税	75	50	2	2	2
短期借款	130	380	102	209	0	净利润	184	3	-59	-31	24
应付账款	1751	1613	1522	1564	1650	少数股东损益	-2	-2	-2	-2	-2
预收款项	1842	1696	1563	1426	1281	归属母公司净利润	186	6	-57	-30	26
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	1007	848	533	573	625
非流动负债合计	627	630	620	620	436	EPS (元)	0.27	0.01	-0.08	-0.04	0.04
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	621	621	620	620	436		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	5808	5637	5089	4613	4188	成长能力					
少数股东权益	24	10	8	6	4	营业收入增长	2.61%	-3.00%	-6.61%	3.00%	5.78%
实收资本(或股本)	681	681	681	681	681	营业利润增长	19.43%	-78.08	-213.70	-40.97%	-127.95
资本公积	1076	1071	1071	1071	1071	归属于母公司净利润	-1108.0	-47.83	-1108.0	-47.83%	-187.51
未分配利润	971	910	885	872	883	获利能力					
归属母公司股东权	3023	2969	2944	2931	2942	毛利率(%)	20.87%	20.82%	21.00%	21.20%	21.40%
负债和所有者权益	8855	8616	8041	7551	7135	净利率(%)	1.09%	0.02%	-0.38%	-0.20%	0.14%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.06%	2.10%	0.07%	-0.70%	-0.39%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	6.16%	0.19%	-1.92%	-1.01%	0.88%
经营活动现金流	347	111	990	4	580	偿债能力					
净利润	184	3	-59	-31	24	资产负债率(%)	66%	65%	63%	61%	61%
折旧摊销	667.75	700.48	0.00	536.68	536.68	流动比率	0.70	0.67	0.74	0.84	0.93
财务费用	51	84	77	79	77	速动比率	0.33	0.31	0.49	0.55	0.61
应收账款减少	0	0	-11	-2	-5	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-133	-137	-145	总资产周转率	1.91	1.88	1.84	2.02	2.27
投资活动现金流	-612	-394	19	-1	-1	应收账款周转率	190	197	215	203	206
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.41	9.75	9.77	10.23	10.39
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	147	71	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.01	-0.08	-0.04	0.04
筹资活动现金流	-20	51	-335	45	-484	每股净现金流(最新)	-0.42	-0.34	0.99	0.07	0.14
应付债券增加	0	0	-1	0	-184	每股净资产(最新摊)	4.44	4.36	4.32	4.30	4.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	28.33	765.00	-92.12	-176.58	201.79
资本公积增加	0	-5	0	0	0	P/B	1.72	1.75	1.77	1.78	1.77
现金净增加额	-285	-232	674	48	96	EV/EBITDA	4.81	6.22	8.11	7.65	6.23

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。