

2011-05-31
批发和零售贸易

中百集团 000759-SZ

受让山绿农产品集团 51%股权，增强冷链物流实力

◇ 事件：公司公告受让山绿农产品集团 51%股权

◆公告概要：

公司全资子公司武汉中百物流配送有限公司拟受让武汉供销集团持有的山绿农产品集团 51%股权，受让款项 8000 万元人民币。该股权转让已经董事会批准生效。2010 年山绿集团实现营业收入 1100 万，净利润 4.42 万元，目前拥有高低温立体高架冷库各一栋，占地 570 亩（仍有 300 亩尚未开发）。本次股权转让完成后，武汉中百物流持有山绿集团 9,180 万股，占其总股本的 51%，武汉供销集团持有山绿集团 8,320 万股，占其总股本的 46.22%；武汉市供销农资物流股份有限公司持有山绿集团 500 万股，占其总股本的 2.78%。

◆受让山绿集团股权旨在增强冷链业务实力：

中百集团冷链业务长期以来一直较为薄弱，目前除江夏冷链物流中心（面积约 1.2 万平米，库容约 8000 吨）以及汉阳科德冷链中心为公司 500 余家超市提供冷冻食品配送外，其余均为常温物流项目。收购山绿集团股权后，未来可以整合现有冷链资源，充分利用中百品牌效益以及供应商资源和网点优势，增强公司的生鲜冷链物流实力。由于山绿集团和中百现有物流中心均位于武汉吴家山地区，我们认为未来整合的难度和效率将更加有效和合理。

◆后台物流未来逐渐体现优势：

目前公司湖北四隅建有配送中心，新增咸宁、浠水配送中心有望在 2011 年投入使用，将大大增强物业配送能力和降低耗材成本，公司毛利率和存货周转率较弱局面将有所改观，同时为日后省外区域扩张打下夯实后台基础。未来公司直采比例、配送效率、毛利率甚至规模辐射半径都会由于后台物流的厚积薄发而有一定程度的提升和改善。

◆维持增持评级，略下调盈利预测：

我们调整公司 2011-13 年 EPS 分别 0.45/0.56/0.72 元（之前为 0.46/0.58/0.75 元）的预测，以 2010 年为基期未来三年 CAGR25.2%，六个月目标价 13.50 元，对应 2011 年主营业务 30 倍市盈率。我们维持之前对于公司的观点，公司在目前 A 股超市板块中依旧属于性价比高的标的物，大股东武商联的重组停牌以及同业竞争问题，仍是短期的股价催化剂。但考虑到超市整体人工以及物业租赁成本的压力，同时目前公司积极开拓小摩尔百货业务，我们认为短期依然难有爆发性增长机会，维持增持评级。

◆风险分析：

公司开店速度低于预期，CPI 迅速回落导致超市营业收入低于预期增长。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	10,096	11,872	14,462	17,013	19,496
营业收入增长率	16.73%	17.60%	21.81%	17.64%	14.59%
净利润（百万元）	213	251	304	381	492
净利润增长率	24.09%	17.64%	21.17%	25.34%	29.19%
EPS（元）	0.31	0.37	0.45	0.56	0.72
ROE（归属母公司）	12.41%	10.06%	11.20%	12.68%	14.55%
P/E	39	33	28	22	17
P/B	5	3	3	3	2
EV/EBITDA	6	5	15	12	10

维持

增持

当前价格	12.32 元
目标价格	13.50 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

（执业证书编号：S0930510120009）

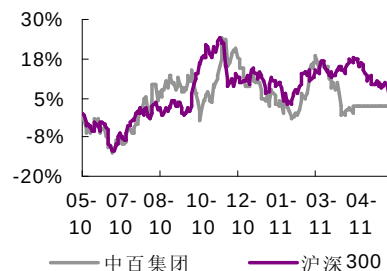
021-22169161

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	681
总市值(百万元)	8,390
流通比例(%)	99.91%
12 个月最高/最低（元）	15.55/10.10
近 3 月日均成交量(百万股)	7.11
主要股东	武汉商联 (集团)股份 有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.46	-4.14	1.46
绝对收益	0.00	-11.74	5.12

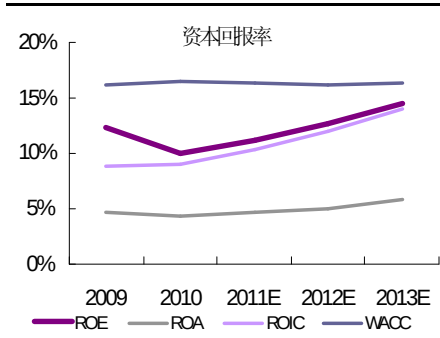
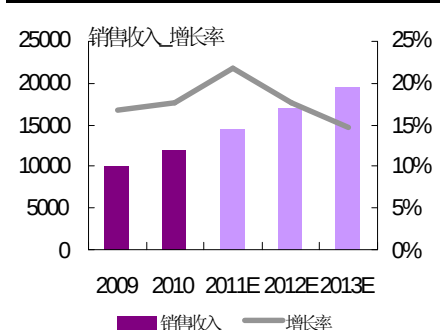
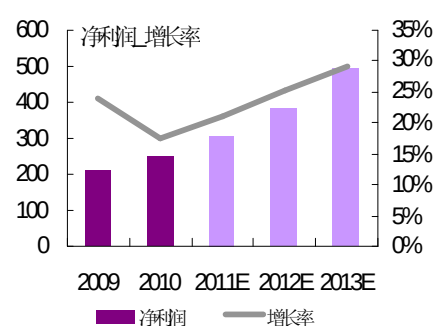
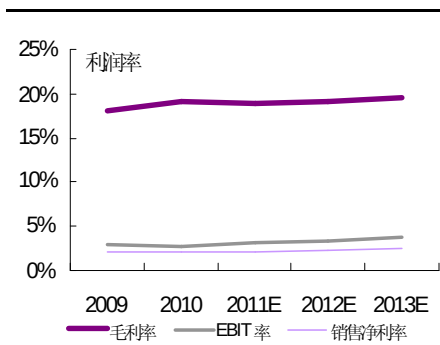
相关报告：

业绩略低于预期，期间费用率渐显压力——1Q2011 季报点评
..... 2011-04-26
业绩低于预期，4Q 单季业绩增速下滑是主因——2010 年年报点评（调降：增持）
..... 2011-03-28
武汉中百：性价比最高的 A 股超市公司——公司调研简报（维持买入）
..... 2011-01-10

相关报告

- 20100713 经营稳健的区域渗透扩张型超市---公司深度报告
- 20100813 业绩符合预期，重回盈利增速快车道---1H2010 武汉中百中报点评
- 20101025 业绩符合预期，看好未来后台供应链整合---3Q2010 公司业绩点评
- 20110110 武汉中百：性价比最高的 A 股超市公司----公司调研简报
- 20100328 业绩低于预期，4Q 单季业绩增速下滑是主因--2010 年年报点评
- 20100426 业绩略低于预期，期间费用率渐显压力---1Q2011 季报点评

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,096	11,872	14,462	17,013	19,496
营业成本	8,264	9,614	11,722	13,744	15,704
折旧和摊销	118	111	140	164	187
营业税费	65	81	94	111	127
销售费用	190	219	1,605	1,888	2,145
管理费用	376	488	593	689	780
财务费用	25	19	21	47	52
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	12	20	0	0	0
营业利润	274	333	424	531	685
利润总额	299	357	424	531	685
少数股东损益	1	-1	1	1	1
归属母公司净利润	213.30	250.93	304.05	381.09	492.31

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	4,642	5,869	6,625	7,579	8,491
流动资产	2,244	3,135	3,541	4,158	4,757
货币资金	761	1,313	1,446	1,701	1,950
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	97	76	68	80	92
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款	18	20	34	40	46
存货	1,111	1,348	1,641	1,924	2,199
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	39	39	39	39	39
固定资产	1,657	1,770	2,100	2,416	2,716
无形资产	239	300	293	285	278
总负债	2,906	3,360	3,893	4,556	5,089
无息负债	2,496	3,063	3,454	4,042	4,608
有息负债	410	297	439	514	481
股东权益	1,736	2,509	2,732	3,023	3,402
股本	561	681	681	681	681
公积金	757	1,257	1,287	1,325	1,374
未分配利润	401	556	747	999	1,327
少数股东权益	17	16	17	18	19

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	683	815	585	819	947
净利润	213	251	304	381	492
折旧摊销	118	111	140	164	187
净营运资金增加	-30	-51	142	29	33
其他	381	504	-1	246	235
投资活动产生现金流	-355	-660	-493	-500	-500
净资本支出	375	699	500	500	500
长期投资变化	39	39	0	0	0
其他资产变化	-769	-1,399	-993	-1,000	-1,000
融资活动现金流	-203	398	40	-64	-199
股本变化	0	121	0	0	0
债务净变化	-88	-113	142	75	-33
无息负债变化	427	567	391	588	566
净现金流	124	553	133	255	248

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.73%	17.60%	21.81%	17.64%	14.59%
净利润增长率	24.09%	17.64%	21.17%	25.34%	29.19%
EBITDA 增长率	11.28%	15.86%	-63.03%	26.85%	24.65%
EBIT 增长率	9.49%	15.97%	-69.78%	30.11%	27.54%
估值指标					
PE	39	33	28	22	17
PB	5	3	3	3	2
EV/EBITDA	6	5	15	12	10
EV/EBIT	6	6	20	15	12
EV/NOPLAT	37	36	27	21	17
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	3	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	18.15%	19.02%	18.95%	19.22%	19.45%
EBITDA 率	4.72%	4.65%	4.04%	4.36%	4.74%
EBIT 率	2.84%	2.80%	3.07%	3.40%	3.78%
税前净利润率	2.96%	3.01%	2.93%	3.12%	3.51%
税后净利润率 (归属母公司)	2.11%	2.11%	2.10%	2.24%	2.53%
ROA	4.61%	4.27%	4.60%	5.04%	5.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.41%	10.06%	11.20%	12.68%	14.55%
经营性 ROIC	8.91%	9.03%	10.38%	12.08%	14.00%
偿债能力					
流动比率	0.79	0.94	0.92	0.92	0.94
速动比率	39.93%	53.83%	49.31%	49.47%	50.67%
归属母公司权益/有息债务	4.19	8.40	6.18	5.85	7.03
有形资产/有息债务	9.82	17.38	13.49	13.40	16.22
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.31	0.37	0.45	0.56	0.72
每股红利	0.08	0.12	0.13	0.17	0.22
每股经营现金流	1.00	1.20	0.86	1.20	1.39
每股自由现金流(FCFF)	0.08	-0.29	-0.26	0.08	0.28
每股净资产	2.52	3.66	3.99	4.41	4.97
每股销售收入	14.82	17.43	21.24	24.98	28.63

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

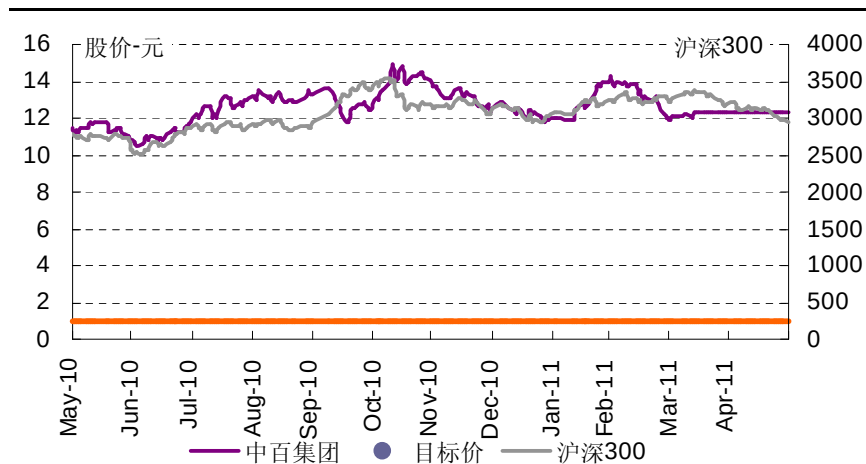
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中百集团 (000759)

分析师: 唐佳睿



资料来源: 光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-03-25	8.40	8.75	中性
2009-07-31	9.60	10.50	中性
2010-07-13	10.96	13.27	买入
2010-08-13	12.04	14.33	买入
2010-10-24	12.66	15.62	买入
2011-01-09	12.68	15.32	买入
2011-03-27	12.80	13.80	增持
2011-04-26	12.32	13.80	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
 总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
 总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。