

增持 维持

重庆百货 (600729)

2009 年 2 月 27 日

净利润增幅超 60%，资产注入预期提升估值

2009 年 2 月 26 日收盘于 17.77 元

6 个月目标价：18.48 元以上，关注资产整合步伐

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖

luying@htsec.com

021-23219403

批发和零售贸易行业分析师：汪盛

wangs@htsec.com

021-23219390

消费组助理分析师：潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

2008 年净利润增长超过 60%。今日（2009 年 2 月 27 日）公司发布 2008 年报，2008 年公司实现营业收入 64.21 亿元，同比增长 17%；实现利润总额 18100 万元，同比增长 50.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 16263 万元，同比增长 61.36%。公司 2008 年分配方案为每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），公司 2005-07 连续三年的现金分红比例均维持在较高水平上，分别为 49%、47%和 40%，拥有良好的派现传统。

2008 年公司实现每股收益 0.797 元，这一业绩符合我们之前的预期 0.803 元。2008 年公司扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.766 元，同比增长 60.42%；2008 年公司净资产收益率达到了 19.72%，而去年同期为 14.34%。此外，公司每股经营性现金流在报告期为 1.81 元，仍旧维持在较高水平上。

简评。我们维持对公司之前的判断，认为公司属于拥有“较为安全的估值水平和潜在的超额收益”的区域性商业龙头，维持对公司 2009-10 年 EPS 的预测，分别为 0.924 元和 1.062 元，同比增幅分别为 16.5%和 15%。目前公司 17.77 元的股价对应 2008-10 年的 PE 分别为 22.30、19.23 和 16.73 倍。如果考虑目前的重庆百货，给予 2009 年 EPS 以 20 倍的 PE 是相对合理的，对应的股价是 18.48 元。而此外我们判断，公司前期被市场寄予厚望但之后因故延迟的资产注入并不是完全没有希望，但可能需要一定时间等待解决。因此，公司目前股价相对估值比较安全，并有可能带来超额收益的潜在可能。我们仍维持“增持”的投资评级，并将密切关注公司资产注入进程。

需要提醒的是，2009 年一季度整个消费环境短期处于景气下行阶段，而 CPI 下降对超市类业务收入的直接影响也较为明显，由于可比基数较高（2008 年一季度营业收入同比增幅超过 30%，净利润增幅接近 96%，每股收益为 0.305 元），预计公司 2009 年一季度的业绩并不可能维持高速增长态势，甚至不排除出现下滑。但这种状况并不是企业经营和竞争力下降的问题，而更多的是体现在财务数字上的变化。我们预计 2009 年的下半年会为公司业绩增长贡献主要力量。

年报分析。

作为重庆当地的百货、超市和家电零售龙头，公司 2008 年新拓展的门店包括：南坪尚熙、渝北金港、泸州 3 家综合商场；12 个超市门店；3 个电器门店；并扩容了长寿商场，新增营业面积 9.85 万平方米。这个拓展速度对公司零售网点基数而言，是比较稳健的扩张，预计 2009-10 年公司仍将会维持这种外延扩张的速度。

从合并损益表看，公司销售收入基本维持了稳定增长，全年的综合毛利率有所上升大约 0.45 个百分点；销售费用占比有所上升，管理费用占比有所下降，而这两项费用的费用率下降近 0.1 个百分点；此外，银行利率的大幅下调，进一步降低了公司财务费用。这两项因素是导致公司 2008 年利润率继续提升的主要原因（由 2007 年的 2.19%，提高到 2008 年的 2.82%），随着规模扩大和新门店的成熟，我们认为 2009-10 年公司利润率有提升到 3%以上的可能。

合并损益表中变化较大的科目还有营业外收入和营业外支出。根据公司年报披露，2008 年公司营业外收入 1167 万元，比 2007 年的 1749 万同比减少近 600 万，主要是 2007 年发生抵债资产评估增值，而 2008 年没有该项收入。2008 年的为 415 万，比 2007 年的 1508 万减少了 1000 多万，主要是 2007 年公司洪灾损失较大，而 20078 年无该项目支出。

2008 年公司在利润总额增长 50%的情况下，净利润增长超过 60%，还与当期所得税费减少有关，这主要是 2008 年底税务局批准公司技改项目抵减所得税 1300 万导致，这笔抵减税费主要反映在四季度，使得公司 2008 年的有效所得税率降低到 8.75%，而体现在四季度所得税费用为负值。在对 2009-10 年的业绩预测中，我们按照相对保守的原则未考虑此项税费的减免。

表 1 是我们对公司合并损益表主要指标和比率的分析，以及对 2009-10 年的预测。

表 1 重庆百货合并损益表及预测（2005-10 年）

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业总收入(万元)	369973	497933	548782	642059	738368	834356
同比增长 (%)		34.59	10.21	17.00	15.00	13.00
营业总成本(万元)	360998	488610	537022	624774	716278	808773
营业成本(万元)	312856	426293	464413	540468	621337	701693
营业成本/营业收入 (%)	84.56	85.61	84.63	84.18	84.15	84.10
营业税金及附加(万元)	1778	2441	2996	4189	4799	5423
营业税金及附加/营业收入(%)	0.48	0.49	0.55	0.65	0.65	0.65
销售费用(万元)	25016	33312	41808	51688	59217	66748
销售费用/营业收入(%)	6.76	6.69	7.62	8.05	8.02	8.00
管理费用(万元)	20395	25080	26154	27209	30125	34209
管理费用/营业收入(%)	5.51	5.04	4.77	4.24	4.08	4.10
财务费用(万元)	953	1569	1737	1019	800	700
资产减值损失(万元)		-84	-87	200	0	0
非经营性净收益(万元)	177	110	43	63	0	0
营业利润(万元)	9151	9433	11803	17348	22089	25582
同比增长 (%)		3.08	25.12	46.98	27.33	15.81
营业外收入(万元)	151	269	1749	1167	1000	1000
营业外支出(万元)	278	328	1508	415	600	470
利润总额(万元)	9125	9374	12044	18100	22489	26112
利润率 (%)	2.47	1.88	2.19	2.82	3.05	3.13
同比增长 (%)		2.73	28.49	50.28	24.25	16.11
所得税费用(万元)	1226	1393	1813	1583	3373	4178
有效所得税率 (%)	13.44	14.86	15.05	8.75	15.00	16.00
净利润(万元)	7899	7981	10231	16517	19116	21934
同比增长 (%)		1.04	28.19	61.44	15.74	14.74
净利润率 (%)	2.13	1.60	1.86	2.57	2.59	2.63
归属于母公司所有者的净利润(万元)	7732	7882	10079	16263	18856	21674
同比增长 (%)		1.94	27.87	61.36	15.94	14.95
少数股东损益(万元)	167	99	152	254	260	260
基本每股收益(元)	0.379	0.390	0.490	0.800	0.924	1.062

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 是我们对公司 2007-08 年分季度合并损益表数据的比较分析，我们发现公司 2008 年四个季度销售收入的增长呈现一定的波动，这与公司超市业务占比较大有关。在 2008 年 4 季度在食品 CPI 等同比大程度走低、且 2007 年四季度可比基数较高的情况下，公司仍旧实现了营业收入 12.55% 的增幅，虽然与 2008 年一季度 30% 多的销售收入增长差距较大，但如果考虑到两个季度经济环境的不同，四季度销售收入的增长仍旧是比较让人满意的，也反映了公司在重庆地区百货超市等零售业务的优势地位。

从综合毛利率角度，2008 年 1-3 季度均呈现了同比小幅增长，但四季度同比有所下降，基本反映了行业状况。而四季度销售费用和管理费用占营业收入的比重均有所下降，但从表 2 可以比较明显的看出，公司费用的季度调整并不均匀这体现在季度利润上也表现出较大的不均匀。我们认为 2008 年公司一二季度做高的净利润指标可能给 2009 年上半年季度利润增长数据带来很大压力，出现负增长的可能性较大，但从 2009 全年看公司净利润仍有望维持两位数增长。

公司目前 2.52% 的净利润率水平在百货+超市的区域商业零售龙头里面属于平均偏低的水平，应该说公司仍旧有提升利润率的空间，但至于是否能够比较快的体现到业绩上，还要看公司未来的发展战略和并购整合的进程节奏。

表 2 重庆百货单季度合并损益表分析（2007-08 年）

	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008
营业总收入(万元)	154478	134756	109801	149747	202493	140345	130677	168544
同比增长 (%)					31.08	4.15	19.01	12.55
营业总成本(万元)	150752	131203	106880	148188	195089	134684	128877	166124
营业成本(万元)	131403	114412	92986	125613	171816	117072	109726	141853
营业成本/营业收入 (%)	85.06	84.90	84.69	83.88	84.85	83.42	83.97	84.16
营业税金及附加(万元)	926	580	574	916	1437	724	770	1258
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.60	0.43	0.52	0.61	0.71	0.52	0.59	0.75
销售费用(万元)	9900	9453	9046	13409	12664	11394	12705	14926
销售费用/营业收入 (%)	6.41	7.02	8.24	8.95	6.25	8.12	9.72	8.86
管理费用(万元)	8010	6265	3912	7967	8781	5279	5439	7711
管理费用/营业收入 (%)	5.18	4.65	3.56	5.32	4.34	3.76	4.16	4.57
财务费用(万元)	523	453	363	399	384	196	207	233
资产减值损失(万元)	-9	41	-2	-117	7	18	30	144
非经营性净收益(万元)		0	17	27	0	36	27	0
营业利润(万元)	3726	3570	2921	1585	7404	5697	1826	2420
同比增长 (%)					98.72	59.58	-37.47	52.62
营业外收入(万元)	80	47	111	1511	143	128	115	781
营业外支出(万元)	18	24	335	1131	36	18	45	316
利润总额(万元)	3788	3593	2698	1965	7511	5807	1896	2885
同比增长 (%)					98.28	61.61	-29.71	46.83
所得税费用(万元)	536	789	341	147	1190	1019	433	-1058
有效所得税率 (%)	14.16	21.95	12.65	7.46	15.84	17.54	22.81	-36.68
净利润(万元)	3251	2805	2356	1818	6321	4788	1464	3943
同比增长 (%)					94.40	70.72	-37.88	116.87
净利润率 (%)	2.10	2.08	2.15	1.21	3.12	3.41	1.12	2.34
归属于母公司所有者的净利润(万元)	3184	2778	2310	1807	6231	4693	1417	3923
同比增长 (%)					95.72	68.92	-38.66	117.07
少数股东损益(万元)	68	27	47	11	90	96	47	21
基本每股收益(元)	0.156	0.136	0.113	0.085	0.305	0.230	0.069	0.195

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告:

重庆百货2008业绩快报简评：净利润增长超过60%（增持，维持）_20090120

重庆百货2008中报点评：净利润增长超过80%（增持，维持）_20080725

重庆百货2008年中报业绩预增75%以上公告点评：相对较低的估值和潜在可能的超额收益（增持，维持）_20080716

重庆百货年报及一季报预增90%点评（增持，维持）_20080410

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路颖：批发和零售贸易行业首席分析师

汪盛：批发和零售贸易行业分析师

潘鹤：消费组助理分析师

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、广百股份、重庆百货、银座股份、东百集团、鄂武商、武汉中百、农产品、步步高、新华都、美邦服饰、新华百货。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。