

重庆百货：09年扩张速度放缓 集团整体上市可期 谨慎推荐（首次）

重庆百货（600729）调研简报

公司研究

2009 年 3 月 24 日

近期我们对重庆百货进行调研，同相关人员沟通了公司目前的经营状况，并对解放碑商圈及江北观音桥商圈进行了实地调研。

- 1-2 月份公司经营稳定。1-2 月收入增幅约 10%，内生增长动力减弱。2009 年计划新增百货 1 家、超市 9 家，家电 2 家，扩张速度有所放缓。
- 控股股东整体上市可期。重庆市相关领导的表态预示着集团整体上市已是大势所趋。整体上市完成后，大量优质资产将注入上市公司，极大地增强其竞争力，提升公司的投资价值。

盈利预测与评级调整

- 我们预测公司 09 年每股收益为 0.84 元（未考虑资产注入）。
- 给与公司“谨慎推荐”评级。

存在风险：

- 居民需求降低导致公司收入下滑。
- 整体上市进展速度低于预期；整体上市后，内部竞争问题不能有效解决。

财务数据摘要：

项 目	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入（百万元）	5488	6421	7255	8344
Growth (%)	10.21	17.00	13.00	24.77
归属于母公司所有者净利润（百万元）	101	163	172	210
Growth (%)	27.87	61.36	5.86	21.91
毛利率 (%)	15.37	15.82	15.75	15.97
净资产收益率 (%)	14.20	19.57	18.86	20.15
每股收益（元）	0.49	0.80	0.84	1.03
P/E（倍）	37	23	22	18

分析师

张丽华 赵大晖

Tel.: 010-59355982

Email: zhanglh@chinans.com.cn

主要数据

总股本：204 百万股

流通股本：135.24 百万股

近 12 个月最高价：23.18 元

近 12 个月最低价：10.36 元

近 1 个月内涨幅：2.21%

近 6 个月内涨幅：6.58%

股价与沪深 300 指数对比



近期我们对重庆百货调研，同公司相关人员沟通了公司目前的经营状况，并对解放碑商圈及江北观音桥商圈进行了实地调研。

一、公司经营状况分析

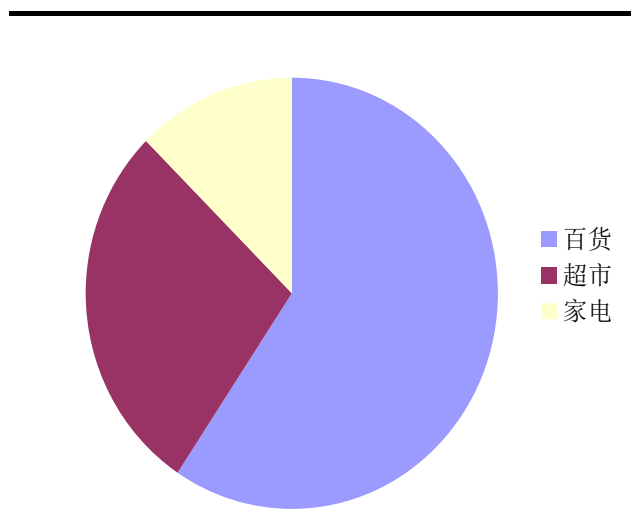
（一）、总体经营状况分析

公司是重庆市唯一一家商贸类上市公司，以百货、超市与家电三大业态为主业。公司 2008 年实现收入 64.21 亿元，同比增长 17%；净利润为 1.65 亿元，同比增长 50.28%；其中百货业务实现收入 38.36 亿元，同比增长 16.89%，利润总额 1.10 亿元，同比增长 17.76%。2008 年，公司新开百货、家电各 3 家，超市 12 家，目前共有百货店 29 家、超市连锁店 64 家，家电连锁 24 家。

2008 年新开百货门店中，尚熙商场是公司定位最为高档的门店，属于租赁物业，投入项目资金共 5344 万元，开业当年实现收入 1042 万元，亏损 1684 万元；泸州商场属于自有物业，投入项目资金 2.01 亿元，2008 年实现营业收入 2271 万元，实现利润总额约-490 万元。百货商场培育期一般在 3 年左右，因此 2009 年新开的 3 家门店预期在 2011 年实现盈亏相抵。

公司 1-2 月份实现营业收入增长 10%左右，公司预计全年营业收入增长 12%。

图 1：2008 年公司业态收入占比图



数据来源：公司调研 民族证券整理

表 1：2008 年公司主要百货门店经营情况（单位：万元）

	销售收 入	收入增 长率	利润总 额	利润增 长率
临江	15019.22	-0.75%	119.65	-0.51%
新大楼	56300.14	11.04%	4370.53	10.90%
北碚	19754.48	13.22%	1358.74	31.15%
江北	24741.42	11.46%	1369.38	26.10%
南坪	19228.56	0.01%	1172.87	9.58%
沙坪	43471.4	21.44%	3132.59	44.37%
渝北	15012.8	18.94%	995.89	37.80%
金都会	9754.08	16.18%	364.17	58.85%
九龙	16254.65	9.57%	720.79	64.15%
尚熙	1042.06		-1684.17	

数据来源：公司调研 民族证券整理

公司未来将以百货和超市为重点发展业态，2009 年公司计划新增百货 1 家、超市 9 家，家电 2 家，销售收入 90 亿元（含内部抵消项及关联销售），利润确保 1.81 亿元，力争 1.9 亿元。通过比较，我们发现公司新开门店速度在 2009 年有所减缓，未来的扩张区域主要集中在四川等地。

表 2：公司 2007-2009 年新开门店情况

	2007A	2008 A	2009E
百货	4	3	1
超市	16	12	9
家电	N/A	3	2

数据来源：公司公告 公司调研 民族证券整理

（二）各业态简析

通过实际调研，我们认为重庆市商业企业竞争较为激烈，公司目前百货业态最大的竞争对手是新世纪百货，超市业态主要竞争对手为永辉超市、新世纪超市等，家电业态的主要竞争对手是苏宁电器、国美电器、重庆商社。

百货业态，重庆百货同新世纪百货同属于重庆商社下属公司，是当地认知程度最高的两家百货公司，新世纪百货与重庆百货门店位置相近，定位的目标客户群相近，但是从品牌认知度、商场人气、销售经营情况等各方面看新世纪百货均优于重庆百货。

超市业态，公司的超市面积在 2000-3000 平米之间，定位于社区店。目前超市业态最大的竞争对手为永辉超市，影响要大于沃尔玛、家乐福等外资超市对公司的冲击。永辉超市在重庆的规模不断扩大，计划在未来 3 之内开满 100 家超市。公司已经感到了竞争对手带来的压力，为增加在生鲜等商品的竞争力，目前公司积极寻找投资者，计划建立自己的生鲜基地，降低产品成本，提高超市毛利率水平。

家电业态，2008 年该部分业务业绩不佳，有所下滑，究其原因主要在于受到自然灾害及天气等因素的影响，致使业务萎缩。

（三）重点商圈分析

目前重庆有解放碑、观音桥、南坪、杨家坪和三峡广场 5 大商圈。重庆的地理位置决定了该地区的商业只能覆盖到点，而不能覆盖到面，随着越来越多的外部商家进驻重庆，地区内商业市场竞争日益激烈。

解放碑是重庆最重要的商业街，2008 年解放碑商圈销售额达到 334.3 亿元，同比增长 23.8%，零售额达到 158.8 亿元，同比增长 20.2%。该地区分布着重百大楼、新世纪百货、王府井百货、大都会广场、美美时代百货、太平洋百货等百货商场。

表 3：解放碑商圈主要百货商场情况

	定位	人气	营业面积（万平方米）
重百大楼	★★★	★★★★★	2.6
新世纪百货	★★★★☆	★★★★★	1.6
王府井百货	★★★★☆	★★★★	
重庆美美百货	★★★★★	★★★★☆	4.2
太平洋百货	★★★★★	★★★★☆	2.2
大都会广场	★★★★★	★★★★	10

数据来源：公司公告 公司调研 民族证券整理

目前江北观音桥商圈已进驻重百江北商场、江北茂业百货、远东百货、新世界百货、新世纪世纪新都、北

京华联等综合商场。其中世纪新都是新世纪百货旗下单店面积最大、档次最高的大型百货商场（总部），销售额连续为重庆市第一。新世界观音桥店 2005 年入驻观音桥，经营面积 46000 平方米，主攻中高端百货，已过市场培育期。而江北茂业百货是重庆经营品种最全、单店面积最大（8 万平方米）、经营楼层最多的大型百货商场。远东百货是台湾远东集团首家进军大陆的高档百货，重庆迄今最高档的大型百货商场之一。相比而言，重庆百货江北店竞争优势并不明显，人气远低于世纪新都、茂业百货等商场。

通过调研，我们了解到重庆百货的商场主要定位于中档市场，面向大众消费，地理位置较好，品牌认知度较高。但同处于同一商圈的业绩较好的百货商场相比公司仍存在一定差距，以重百新大楼于同区域的新世纪百货相比，2007 年两家门店收入分别为 5.07 亿元、8.26 亿元，营业面积重百新大楼为 2.6 万平方米，新世纪百货为 1.6 万平方米（公司网站信息）。公司内部各门店经营状况也存在较大差距，以同处于解放碑商圈的临江店和新大楼为例，2008 年临江店实现利润总额为 3941 万元，而临江店仅为 120 万元，虽然经营差异由多种原因，但是我们应该看到对于单体店的经营能力有待提高。

二、资产注入、整体上市分析

目前，市场对大股东重庆商社整体上市较为关注，对此预期强烈。

（一）、资产重组历史背景分析

在 2006 年实施股权分置改革时，大股东重庆商社承诺在两年之内解决与上市公司之间的同业竞争，并通过重组和整合商业流通优质资产等方式扶持上市公司发展。

2008 年 4 月 2 日，重庆百货停牌。随后其公告称，重庆商社正在推进解决同业竞争的承诺，5 月 22 日，公司公告，将从 5 月 23 日起继续停牌至 6 月 23 日，其间将审议重大资产重组预案。但最终在 2008 年重大资产重组未能如期开展。

2009 年 1 月初重庆市国资工作会上，市国资委主任崔坚表示，2009 年重庆国资委将抓住有利时机，坚定推动包括重庆商社集团在内的七大国企集团整体上市。

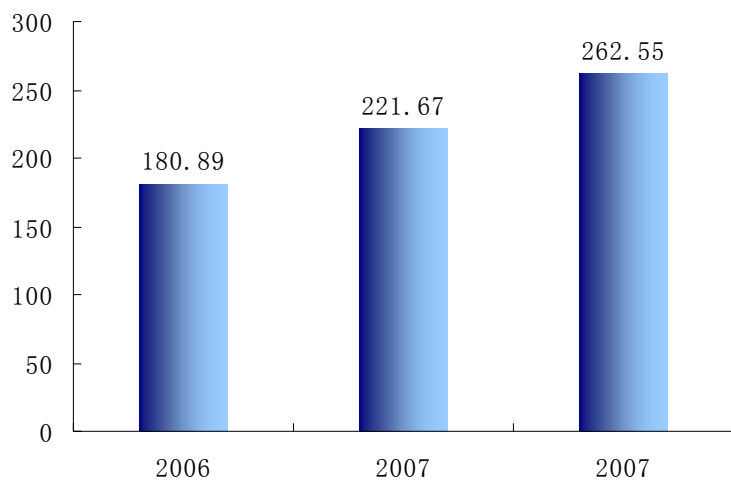
2 月份重庆市 2009 年金融工作会上，重庆市委常委、常务副市长黄奇帆表示今年重庆市政府将着力推动资本市场基础性制度建设，抓住我国资本市场目前所处的重要战略机遇期，争取重庆商社等国有集团整体上市。

相关领导的表态，似乎预示着重庆商社整体上市今年有望完成。

（二）、重庆商社简介

重庆商社是西部地区最大的商业流通企业，重庆市国有资产监督管理委员会直属企业，中国最大 500 家大企业集团第 209 位，中国连锁企业 30 强第 9 位。2008 年实现销售收入为 262.55 亿元。旗下资产由重庆百货大楼股份有限公司、重庆商社新世纪百货公司、重庆商社电器公司等资产。

图 2：重庆商社 2006 年-2008 年销售额（单位：亿元）



数据来源：重庆商社网站 民族证券整理

（三）、新世纪百货情况简析

新世界百货是商社集团子公司，商社最优质的资产，公司成立于 1995 年 1 月 29 日，目前已拥有 13 家综合商场，75 家连锁超市，遍及 25 个区县，由开业当年的销售 1.67 亿元、利润 663 万元，发展到 2008 年销售 111 亿元；从开业的一个店扩展到今天的 88 个店，卖场面积从 9000 平方米猛增到目前的 53 万平方米，连续三年高居重庆百货零售业销售榜首，是重百最大的竞争对手。以 2008 年媒体公开报道的信息核算，2008 年公司销售收入占到集团收入的 42.48%。重庆百货和新世纪百货两家公司的经营指标进行比较，我们发现，新世纪百货的经营情况要明显优于重庆百货（由于公司公开信息较少，我们只能取到 2007 年上半年数据）。新世纪百货注入上市公司后，公司整体实力将得到显著提升。

表 4：2007 年 1-6 月份经营指标对比表

单位：（万元）	重庆新世纪百货	重庆百货
资产总额	326,350.78	194,419.67
负债总额	272,743.03	123,076.08
净资产	40,122.98	71,343.59
主营业务收入	320,652.31	289,234.43
净利润	7,657.58	6,056.30

数据来源：公司公告 民族证券整理

三、盈利预测、评级与风险提示

（一）、盈利预测与评级调整

公司 50% 的门店尚处于培育期，现阶段利润贡献较小，目前的宏观形势导致成熟门店内生增长动力不足，且 2009 年公司放缓了扩张速度，我们认为 2009 年公司的收入、利润增速将有所降低。不考虑资产注入情况，我们

预测公司 09 年、10 年、11 年每股收益为 0.84 元、1.03 元、1.23 元，以 3 月 23 日收盘价计算，对应的市盈率分别为 22 倍、18 倍、15 倍。我们看好公司整体上市后的发展前景，但考虑到目前公司的股价已经部分反映了重庆商社整体上市的预期，给与公司“谨慎推荐”的评级。对于集团整体上市后将对公司产生何种影响，我们将在随后的深度报告中加以分析。

（二）、存在风险

1、宏观经济增速放缓，将直接影响居民收入水平及对未来收入的预期，消费意愿降低进而影响公司各业务经营。

2、集团整体上市面临阻力较大，导致进度缓慢，低于预期。

3、新世纪百货同重庆百货、重百电器同商社电器经营网点位置相近，整合后，如果不能合理配置资源，进行差异化经营，将影响公司整体实力，降低其竞争力。

表 5：重庆百货（600729）盈利预测表

(单位：万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	548,781.62	642,058.96	725,526.62	834,355.61	984,539.62
营业总成本	537,021.96	624,773.58	705,655.28	809,668.16	954,668.18
营业成本	464,413.20	540,467.56	611,268.81	701,125.32	826,626.76
营业税金及附加	2,996.25	4,189.45	4,715.92	5,423.31	6,399.51
销售费用	41,808.44	51,687.89	58,042.13	66,748.45	78,763.17
管理费用	26,153.96	27,209.42	30,472.12	35,042.94	41,350.66
财务费用	1,737.40	1,019.32	1,156.30	1,328.14	1,528.08
营业利润	11,802.91	17,348.13	19,921.34	24,737.46	29,921.45
利润总额	12,044.06	18,099.78	20,121.34	24,937.46	30,121.45
减：所得税	1,813.12	1,583.09	2,615.77	3,615.93	4,668.82
净利润	10,230.94	16,516.69	17,505.56	21,321.52	25,452.62
减：少数股东损益	152.42	253.56	290.21	333.74	393.82
归属于母公司所有者的净利润	10,078.53	16,263.13	17,215.35	20,987.78	25,058.81
每股收益：	0.49	0.80	0.84	1.03	1.23

资料来源：公司公告 民族证券

分析师简介

张丽华： 2006年毕业于中国人民大学国际贸易专业，经济学硕士，先后在天相投资顾问公司、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了多篇行业深度及公司深度报告，对行业发展趋势、上市公司投资价值有着深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数10%以上
	谨慎推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%——10%
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-5%——5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于-5%——10%之间
	回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅介于5%——10%之间
	严重回避	未来6个月内股价相对沪深300指数跌幅在10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010—59355906	010—84484152	021—62312472	0755—83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn