



资产有望注入，公司获得估值优势

——重庆百货调研分析报告

中原证券研究所 胡铸强

Huzq@ccnew.com

021-50588666-8023

核心观点

不考虑公司资产注入的因素，从绝对估值和相对估值角度分析，公司当前的股价处于合理价位，安全边际较高。若考虑资产注入因素，即使不考虑整合后的协同效应将给公司盈利能力带来的改善，根据我们对新世纪百货资产注入方案的三个假设，不管采取何种方案，都将使公司具备明显的估值优势。

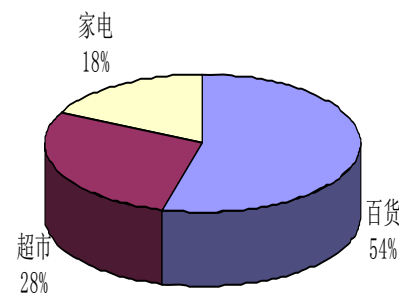
目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- 09年主营业务展望
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- 主要风险因素

公司简介

- 重庆最主要的商业连锁之一
- 主要业态：
 - 百货连锁：29家
 - 超市连锁：69家
 - 家电连锁：16家
- 营业面积：59.50万平方米
- 覆盖地区
 - 重庆市五大商圈
 - 重庆地区24个县市
 - 四川广安、武胜县
 - 贵州遵义
- 08年经营情况
 - 营业收入：62.21亿元，同比增长17%
 - 净利润：1.63亿元，同比增长61%
- 控股股东
 - 重庆商社（集团）股份有限公司

2008年上半年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告

备注：以上数据为公司统计口径

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- 09年主营业务展望
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- 主要风险因素

区位优势明显，发展潜力巨大

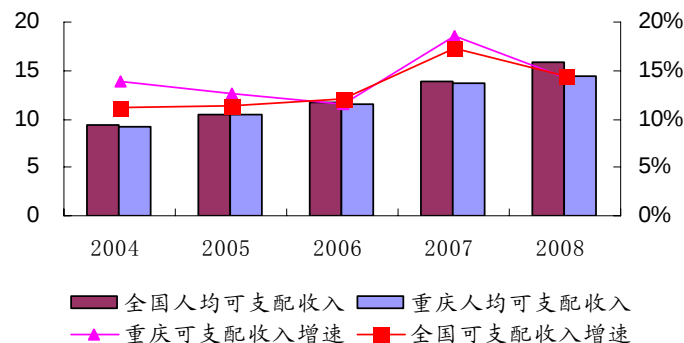
■地处全国第四个直辖市——重庆

- GDP增速：14.30 % VS 全国9.00 %
- 09年GDP增长目标12 % VS 全国8 %
- 西部开发龙头，中西部的经济中心

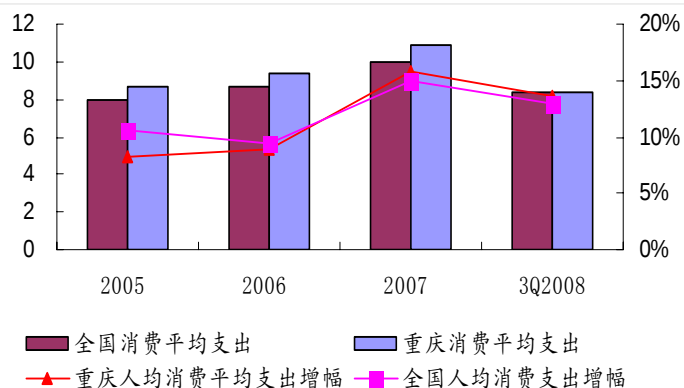
■人均消费性支出快速增长

- 08年人均可支配收入14368元
- 人均可支配收入：增速14.10 % VS 全国14.50 %
- 09年人均收入增速10 %
- 消费性支出增速高于全国平均水平

人均可支配收入及其增长情况对比 单位：千元



人均消费性支出情况对比 单位：千元



资料来源：中原证券研究所

区位优势明显、发展潜力巨大

■重庆居民消费意愿高

- 重庆市民消费倾向高

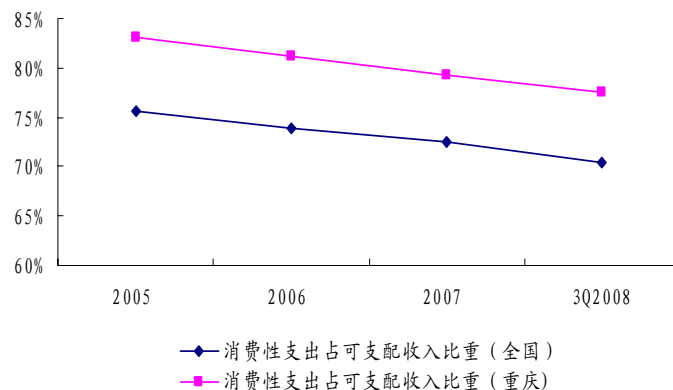
■重庆市社消品零售总额增速领先全国

- 社消品零售总额增速：24.3% VS 全国21.6%

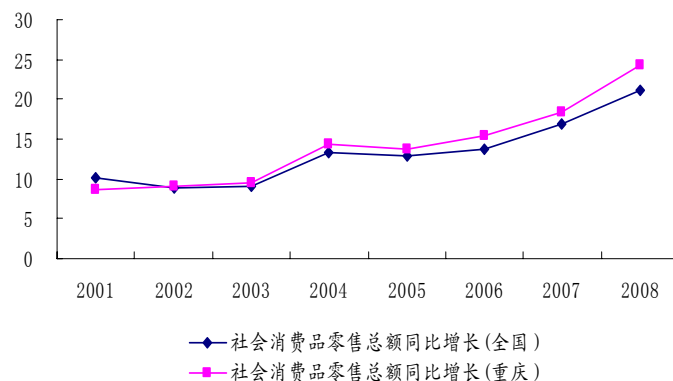
■消费能力增长潜力巨大

- 人口基数庞大：重庆3235万、四川8750万
- 起点较低、增速快
- 受益经济增长，消费升级较快

全国与重庆消费倾向比较



重庆市与全国社消品零售总额增速对比 单位：%



资料来源：中原证券研究所、国家统计局

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- 09年主营业务展望
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- 主要风险因素

大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托

■ 公司控股股东：重庆商社集团

- 资产总规模**161**亿元
- **2008**年营业收入：**262.5**亿元
- **2008**年利税：**8**亿元

■ 旗下主要子公司

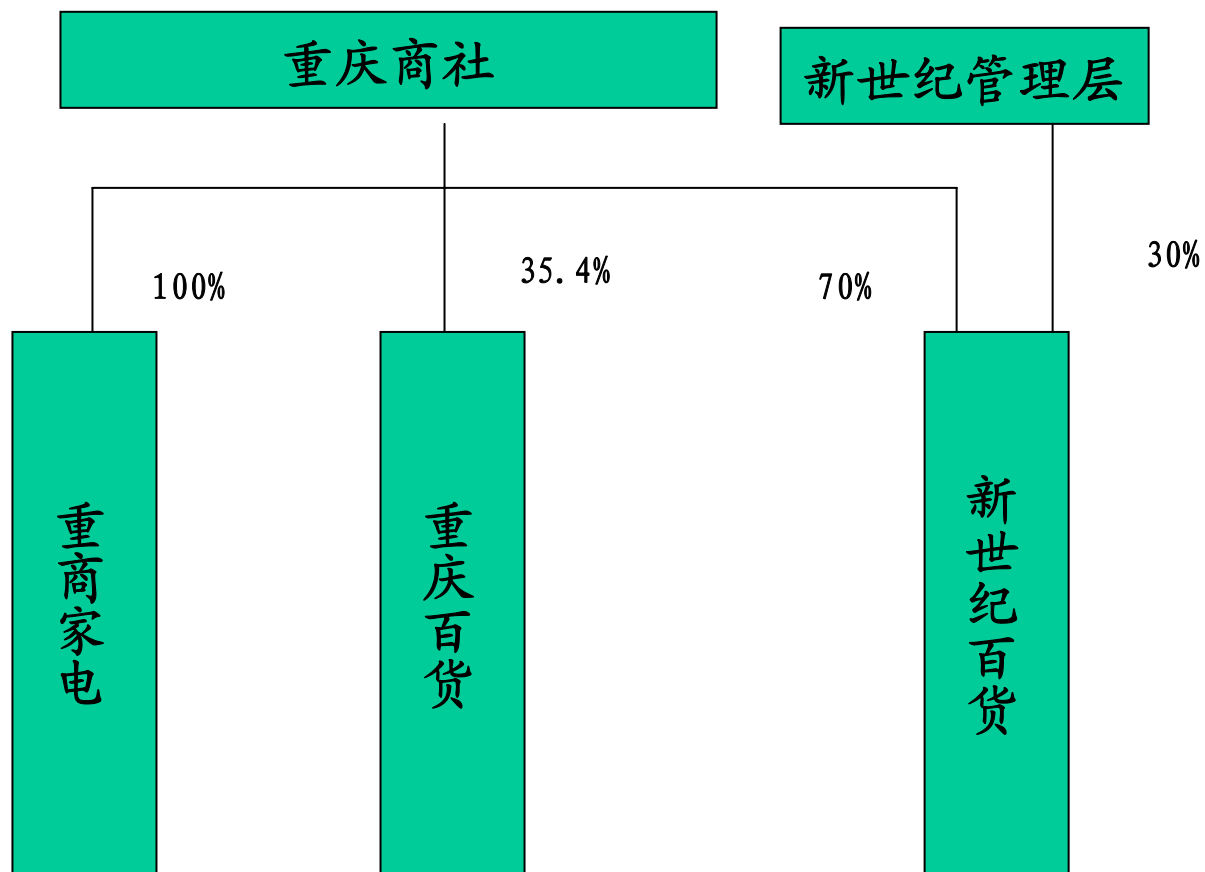
- 重庆新世纪百货公司
- 重庆商社电器有限公司
- 重庆商社汽车贸易有限公司
- 重庆商社化工有限公司

■ 重庆商社商业资产有望注入上市公司

- 股改曾诺：“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”
- 当前股权转制工作已经完成
- 新世纪百货正在处理其内部职工股

资料来源：中原证券研究所

重庆商社商业资产股权结构



重商集团主要商业资产

■ 新世纪百货

- 2007年营业收入89亿元 VS 重百55亿元
- 2007年净利润超过2亿元 VS 重百1亿元
- 2007年净利润率大于2.25% VS 重百 1.82%
- 百货：10个
- 超市：55个

■ 重商家电

- 营业收入约10亿元
- 经营面积：30000平方米

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- 09年主营业务展望
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- 主要风险因素

重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析

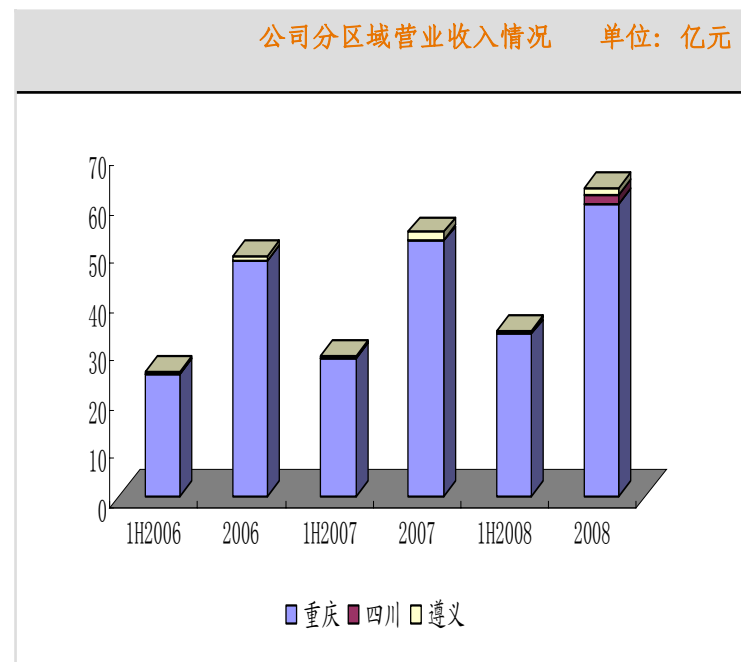
■ 重庆地区利润贡献最大

- 90% 以上的营业收入来自重庆
- 90% 以上的营业利润来自重庆地区

■ 四川地区潜力巨大

- 2007年下半年进入四川地区
- 2008年下半年营业收入较上半年增长6倍

■ 2008年遵义店有望盈亏平衡



资料来源：中原证券研究所

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- 09年主营业务展望
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- 主要风险因素

利润的主要来源——百货

■ 2008年营业收入**38.36**亿，同比增长**37%**

- 百货商场：**29**家
- **08**年新开业百货商场**3**家
- 重庆市区五大商圈内门店**7**家
- 市场占有率略少于**10%**
- 口碑较好

■ 竞争环境：王府井、华联、太平洋、远东、百盛、美美、茂业百货、世纪百货

- 除新世纪百货外其他百货商场在重庆地区皆非连锁网点
- 新世纪百货市区有**5**家门店

■ 百货定位低端

- 商场定位不高，毛利率较低**18%**
- 抗周期能力相对较强

重庆解放碑地区百货店竞争格局

主要城区	地理位置	定位	人气
重百大楼	最佳	低端	高
重百临江店	一般	低端	低
新世界百货解放碑店	一般	中档	高
王府井	较偏	中档	低
太平洋百货	较偏	中高端	较高
美美百货	最价	高端	低

资料来源：中原证券研究所

增长最快的业态——超市

■ 2008年营业收入20.93亿元，同比增长30.81%

- 拥有连锁超市69家
- 单店营业面积2000-3000平方米
- 食品占比较高、抗周期能力较强
- 毛利率：13%

■ 竞争激烈

- 新世纪超市：55家
- 武汉中百：37家
- 永辉超市：20家

■ 当前问题：

- 缺乏生鲜货源基地
- 费用占比较高，净利率较低

重庆地区超市业态情况

公司名称	网点数量	营业面积 (平方米)	09年新增网点规划
重百超市	69	2000-3000	10-12
新世纪超市	55	3000-7000	/
永辉超市	20	5000-7000	24
武汉中百	37	1000-4000	10-15

资料来源：中原证券研究所

维持战略——家电连锁

■ 2008年营业收入10.61亿元，同比下降3.54%

■ 拥有连锁超市16家

■ 竞争处于劣势

■ 重庆地区苏宁电器：27家

■ 重庆地区国美电器：16家

■ 毛利率较低

■ 毛利率8%，远低于主要竞争对手

■ 缺乏规模优势

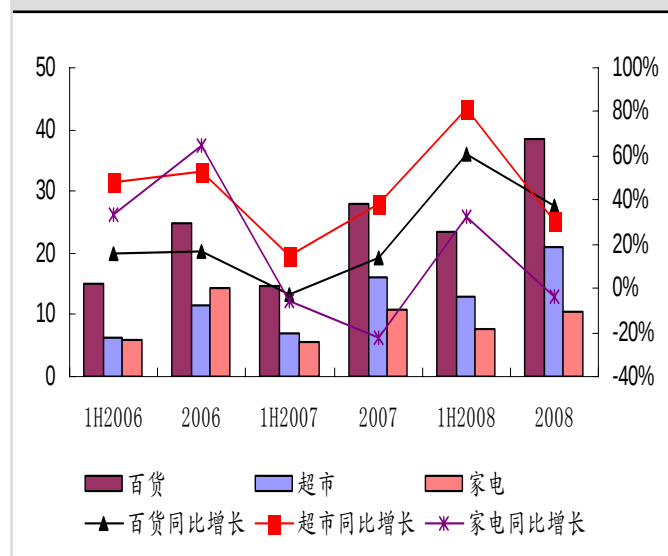
■ 关联交易影响部分后台返利

■ 公司策略性维持

■ 吸引客源

■ 增加营业收入

公司主营业务增长情况



资料来源：中原证券研究所

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- **09年主营业务展望**
- **盈利预测**
- **估值与投资建议**
- **主要风险因素**

重庆百货财务分析：09年利润有望增长

■ 新增营业面积将支撑主营业务收入增长

- 2008年10、11月间新开百货门店3家，估计新增营业面积6.5万平方米
- 2008年新开超市门店12家，估计新增营业面积30000平方米
- 2008年新开家电连锁店3家，估计新增营业面积9000平方米
- 2009年规划新开百货店1家、超市10-12家、家电连锁2家

■ 可比门店增速下滑

- 2008年商业企业可比门店增速约为12 %
- 预计2009年、2010年公司百货店可比门店增速下降到5 %
- 预计2009年、2010年公司超市可比门店增速下滑到7 %
- 预计2009年、2010年公司家电连锁可比门店增速分别为-10 %和5 %

■ 新增门店成熟期为3年

- 新开门店前三年营业水平分别达到成熟门店的75 %、90 %、100 %

营业面积增长推动公司营业收入增长

公司营业面积及其营业收入增长情况预测

单位：万平方米/亿元

业态	2008A			2009E			2010E		
	新增面积	营业面积	营业收入	新增面积	营业面积	营业收入	新增面积	营业面积	营业收入
百货连锁	6.50	34.50	35.24	2.00	37.50	42.40	2.50	40.00	49.35
超市连锁	3.00	17.80	19.22	3.00	20.80	23.76	3.00	23.80	29.37
家电连锁	0.90	7.20	9.75	0.60	7.80	9.51	0.30	8.10	11.91
总计	10.40	59.50	64.21	5.60	66.10	75.68	5.80	71.90	90.62

资料来源：中原证券研究所

毛利率有望进一步提高

■ 毛利率稳步小幅提高

■ 2008年毛利率为**15.82%**，提高**0.45%**

- 百货毛利率：**18.5%**
- 超市毛利率：**13%**
- 家电毛利率：**8%**

■ 2008年新商场开业较多，影响毛利率整体水平

■ 2009年百货行业毛利率有望小幅提高

■ 超市和家电连锁毛利率水平将维持

■ 销售费用占比有望降低

■ 2008年销售费用占比**8.05%**，上升了**0.43%**

■ 估计2008年新店开办费不少于**2000**万元

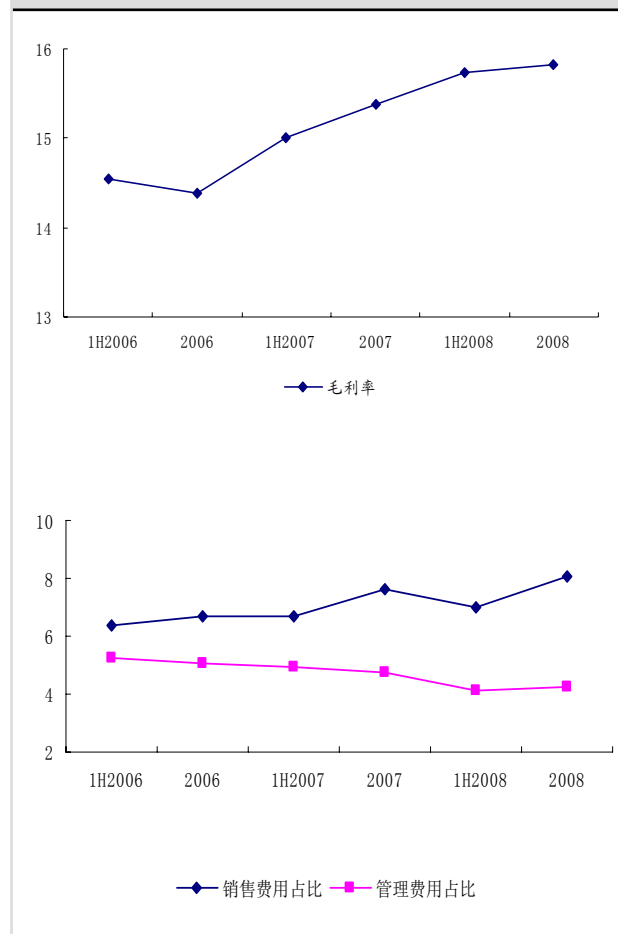
■ 2009年新开门店减少将降低管理费用占比

■ 管理费用占比保持小幅下降趋势

■ 2008年财务费用占比**4.24%**，下降了**0.53%**

■ 销售规模扩大，管理费用占比有望小幅下降

毛利率及其期间费用变动情况 单位%



资料来源：中原证券研究所

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- 09年主营业务展望
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- 主要风险因素

盈利预测

■ 基本假设

- 百货可比门店2009、2010年营业收入增速下滑到5%
- 超市可比门店2009、2010年营业收入增速下滑到7%
- 家电连锁可比门店2009、2010年营业收入增速分别下滑到-5%和7%
- 超市收入占比增大，2009和2010年综合毛利率微降到15.61%和15.50%
- 开办费下降导致2009、2010年销售费用占比分别下降到7.98%和7.81%
- 规模扩大导致管理费用下降到4.20%
- 2009年、2010年公司的所得税综合税率为14%

■ 盈利预测

- 2009年、2010年归属母公司的净利润分别为1.89亿和2.20亿元。分别同比增长了16.21%和16.37%，每股收益为0.93元和1.09元

大股东资产注入有望进一步改善公司盈利能力

- 新世纪百货盈利能力明显强于公司
 - 2007年公司净利润1亿元VS新世纪百货2亿元
- 百货门店的密度将超过实际需要，转型将提高净资产收益率
 - 公司在市内五大商圈每处有2-3家百货门店
 - 部分百货门店将转向特色化、专业化产品和服务
- 超市运营费用占比有望下降
 - 有望降低配送成本和缺货损失
- 规模扩大，毛利率有望改善
 - 百货连锁规模和超市连锁远超主要竞争对手
 - 市场谈判能力将得到明显改善
 - 品牌管理的回旋余地增大，毛利率有望提高

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- 09年主营业务展望
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- 主要风险因素

相对估值

商贸上市公司绝对估值比较

单位：元/亿元/倍

公司简称	每股收益			09年盈利增速	每股净资产 Q32008	收盘价	市盈率			市净率 Q32008
	2008E	2009E	2010E				2008	2009E	2010E	
重庆百货	0.80	0.93	1.08	16.25%	3.85	18.2	22.75	19.57	16.85	4.73
合肥百货	0.33	0.43	0.51	30.30%	2.23	7.67	23.24	17.84	15.04	3.44
欧亚集团	0.67	0.83	1.10	23.88%	4.37	14.5	21.64	17.47	13.18	3.32
成商集团	0.50	0.67	0.85	34.00%	1.67	14.46	28.92	21.58	17.01	8.66
银座股份	0.58	0.70	0.85	20.69%	4.98	15.01	25.88	21.44	17.66	3.01
武汉中百	0.30	0.40	0.52	33.33%	2.79	7.84	26.13	19.60	15.08	2.81
百联股份	0.35	0.40	0.47	14.29%	4.77	9.25	26.43	23.13	19.68	1.94
大商股份	0.73	1.07	1.50	46.58%	10.67	24.37	33.38	22.78	16.25	2.28
华联综超	0.24	0.33	0.41	37.50%	3.64	6.89	28.71	20.88	16.80	1.89
王府井	0.91	1.03	1.28	13.19%	5.18	19.05	20.93	18.50	14.88	3.68

资料来源：中原证券研究所

绝对估值——合理估值区间：16.28-19.16元

绝对估值假设

永续增长率g	1.75%
无风险利率Rf	3.00%
市场预期收益率Rm	11.00%
Beta	0.9
权益资本成本率Ke	10.20%
债务成本Kd	5.48%
股本价值Ve	3712.80
债务价值Vd	45.00
WACC	10.14%

敏感性分析

WACC	永续增长率g					
	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
9.00%	20.15	20.71	21.31	21.95	22.64	23.38
9.50%	18.90	19.39	19.91	20.46	21.05	21.69
10.00%	17.80	18.23	18.68	19.16	19.68	20.22
10.50%	16.82	17.20	17.60	18.02	18.47	18.94
11.00%	15.94	16.28	16.63	17.00	17.39	17.81
11.50%	15.15	15.45	15.76	16.09	16.44	16.81
12.00%	14.43	14.70	14.98	15.28	15.58	15.91

资料来源：中原证券研究所

大股东资产注入使公司获得估值优势

公司向大股东定向增发，以换股方式注入商业资产

- 新世纪百货2008年净利润增长20%
- 新世纪百货2009年、2010年净利润增长15%

新世纪百货定价方法

- 乐观假设：新世纪百货资产按10倍PE作价
- 中性假设：新世纪百货资产按15倍PE作价
- 悲观假设：新世纪百货资产按20倍PE作价

假设三种定价方案对公司估值的影响

单位：亿元/元/倍/股

资产注入方案	新世纪百货估值水平	新世纪百货资产作价	总股本	每股收益			收盘价	市盈率		
				2008	2009	2010		2008	2009	2010
资产注入前			204.00	0.80	0.93	1.08	18.20	22.75	19.57	16.85
悲观估计	20倍PE	48.00	467.74	0.86	1.00	1.15	18.20	21.14	18.28	15.78
中性估计	15倍PE	36.00	401.80	1.00	1.16	1.34	18.20	18.16	15.70	13.55
乐观估计	10倍PE	24.00	335.87	1.20	1.39	1.61	18.20	15.18	13.12	11.33

资料来源：中原证券研究所

价格安全边际高，资产注入股价抬升空间大

- 公司业务防御性强、需求较为刚性
- 当前估值较为合理
- 资产注入事宜可能性非常大
- 资产注入后公司改善业绩的想象空间非常大
- 无论哪种定价方案，资产注入后当前股价相对估值偏低
- 给予公司“买入”评级

目录

- 依托大股东，公司实现快速扩张
- 区位优势明显、发展潜力巨大
- 大股东旗下商业资产是公司未来发展重要依托
- 重庆不断改善、四川潜力巨大——现有门店区域分析
- 新增营业面积推动主营业务成长
- **09年主营业务展望**
- 盈利预测
- 估值与投资建议
- **主要风险因素**

主要不确定因素

- 可比门店增速放缓大于预期
- 大股东资产注入还有一定的不确定性
- 家电连锁竞争弱势可能影响公司的盈利能力



谢 谢

Q&A

中原证券研究所联系人：马钦琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122