

资产注入令 09 年业绩大幅增长



东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

目标价

35 元

报告日期

2009 年 10 月 12 日 星期一

王佳

商贸行业高级分析师

63325888×6074

wangjia@orientsec.com.cn

郭洋

连锁行业高级分析师

63325888×6073

guoyang@orientsec.com.cn

事件:

公司向商社集团、新天域湖景发行股份，购买其持有的新世纪百货全部股权，具体包括商社集团持有的新世纪百货61%股权，新天域湖景持有的新世纪百货39%股权。本次交易完成后，本公司将持有新世纪百货100%股权，公司发行股票均价为22.03元，发行股数为1.8亿股。

我们的观点:

- **消除同业竞争，零售类资产整体上市：**目前重庆百货共有 31 家百货门店和 65 家超市，经营面积约 45 万平方米；新世纪百货共有 13 家百货和 65 家超市，经营面积总计约 40 万平方米。新世纪百货与公司业态相似、网点布局重叠，同业竞争问题比较突出。公司通过向大股东定向增发来收购新世纪全部的股权，能有效消除旗下商业资产的同业竞争，从而实现零售类资产的整体上市。
- **资产注入后，公司核心竞争力明显提升：**通过本次交易，本公司的市场占有率和议价能力将大为提高。本公司百货营业面积增加 83.59%，超市营业面积增加 117.27%，电器销售营业面积增加 49.79%。本次重组和后续整合，将协同新世纪百货与本公司的采购、物流、资金、网点布局等资源，降低营运成本；融合双方管理、营销等方面的优势，取长补短，公司核心竞争力明显增强。
- **资产注入后令 09 年业绩大幅提升 170%：**新世纪百货在资产规模、资产质量及盈利能力都好于重庆百货，我们认为注入后，公司在零售类资产整合后，其龙头垄断地位更加显著，规模经济效果会进一步显现。我们预计 2009 年和 2010 年，新世纪百货净利润增速复合增长在 20%左右，即 2009 年和 2010 年新世纪百货分别实现净利润为 2.88 亿元和 3.46 亿元，因此新世纪百货资产注入上市公司之后，将会有效提升公司 2009 年净利润 170%，提升公司 2010 年净利润 160%。
- **看好公司，投资建议买入：**考虑资产注入预期情况下，预计 09、10 年公司将会实现净利润 4.57 亿元和 5.45 亿元，分别同比增长 170%和 19.25%。公司 2009 年和 2010 年 EPS 分别为 1.19 元和 1.42 元，P/E 分别 18.2 倍和 15.25 倍。考虑到公司在规模、资源及网点在西部区域都具有明显优势，考虑到公司在规模、资源及网点在西部区域都具有明显优势，我们看好公司长期发展，给公司 09 年 30 倍估值，给与公司目标价 35 元，投资建议为买入。

同业竞争问题解决

截至2009年6月30日，商社集团持有本公司32.50%的股份，为本公司的控股股东，同时持有新世纪百货61%的股权，目前重庆百货共有31家百货门店和65家超市，经营面积约45万平方米，其中除了两家百货店位于四川和贵州外，其余门店均位于重庆市；新世纪百货共有13家百货和65家超市，经营面积总计约40万平方米。而新世纪百货与本公司均为主要营业网点分布在重庆市的百货类零售企业，业态相似、网点布局重叠，同业竞争问题比较突出。

表 1：新世纪和重庆百货营业面积对比

	百货	超市	电器
重庆百货	345320	196426	72384
新世纪	288642	230343	36038
合计	633962	426769	108422

资料来源：公司公告，东方证券整理

表 2：新世纪百货和重庆百货比较 2008

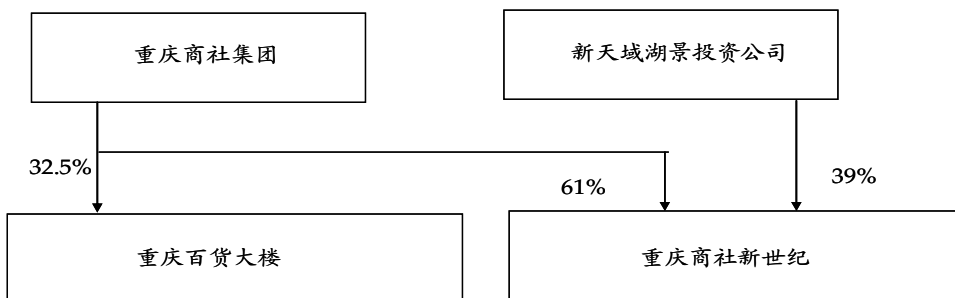
	百货商场	超市门店	销售收入	税前利润
重庆百货	31	65	82 亿	1.82 亿
新世纪百货	13	63	100 亿	2.95 亿
合计	44	128	182 亿	4.77 亿

资料来源：公司公告，东方证券整理

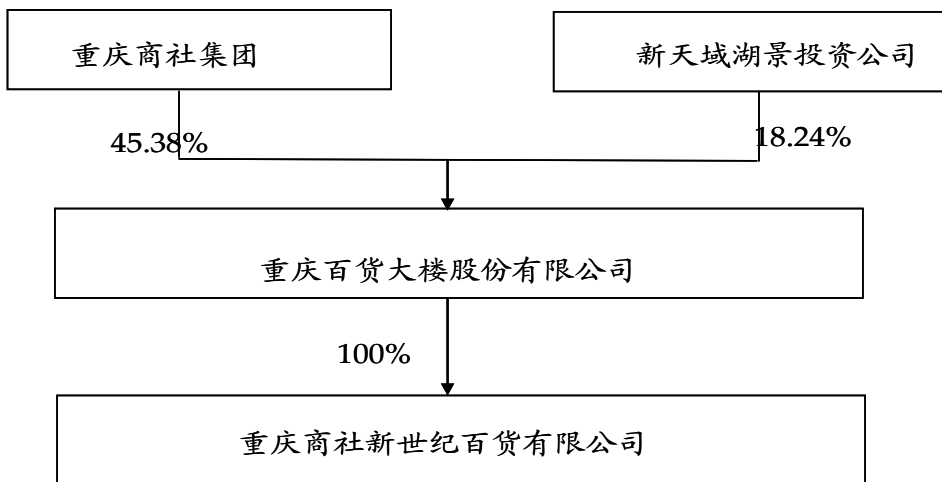
本公司向商社集团、新天域湖景发行股份，购买其持有的新世纪百货全部股权，具体包括商社集团持有的新世纪百货61%股权，新天域湖景持有的新世纪百货39%股权。本次交易完成后，本公司将持有新世纪百货100%股权。

通过本次交易，本公司的市场占有率和议价能力将大为提高本公司百货营业面积增加83.59%，超市营业面积增加117.27%，电器销售营业面积增加49.79%。本次重组和后续整合，将协同新世纪百货与本公司的采购、物流、资金、网点布局等资源，降低运营成本；融合双方管理、营销等方面的优势，取长补短，公司核心竞争力明显增强。

图 1：



资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 2:


资料来源：“公司公告”，东方证券整理

资产注入后，提升公司 09 年净利润 170%，增厚 EPS0.75 元

新世纪百货在资产规模、资产质量及盈利能力都好于重庆百货，我们认为注入后，公司在零售类资产整合后，其龙头垄断地位更加显著，规模经济效果会进一步显现。

2008年新世纪百货实现销售96亿元，同比增长25.61%，完成净利润2.4亿元，同比增长26.58%；新开业网点20个、扩容商场2个，新增经营面积7.43万平方米；世纪新都以13.79亿元销售业绩，继续列重庆零售业单店销售排名第一；凯瑞商都、解放碑商都、瑞成商都等销售业绩领跑所在区域市场，零售总额占重庆市社会消费零售总额的4.5%。

表 3：新世纪百货经营情况

	2006	2007	2008	1H2009
营业收入	60.98	76.34	95.94	56.82
利润总额	2.16	2.27	2.95	1.8
净利润	1.74	1.90	2.4	1.56
净资产收益率	36.56%	29.74%	21.48%	12.25%

资料来源：公司公告，东方证券整理

我们预计2009年和2010年，新世纪百货净利润增速复合增长在20%左右，即2009年和2010年新世纪百货分别实现净利润为2.88亿元和3.46亿元。

因此新世纪百货资产注入上市公司之后，将会有效提升公司2009年净利润170%，提升公司2010年净利润160%。考虑摊薄后，公司09年和2010年EPS分别为1.19元和1.42亿元，P/E分别18.2倍和15.25倍。

考虑到公司在规模、资源及网点在西部区域都具有明显优势，我们看好公司长期发展，给公司09年30倍估值，给与公司目标价35元，投资建议为买入。

表 4：公司主要百货门店情况
单位：万平方米

	门店名称	经营面积	开店时间	商圈位置	物业类型
1	北碚商场	3.04	2005.12	北碚区	67%自有
2	九龙商场	0.88	1996.12	杨家坪	控股
3	沙坪商场	2.95	1998.1	沙坪坝区	64%自有
4	合川商场	0.67	2000.06	合川区	租赁
5	碧山商场	1.01	2000.08	碧山	租赁
6	长寿商场	0.61	2000.09	长寿区	租赁
7	临江商场	2.63	2000.12	渝中区解放碑	租赁
8	永川商场	1.59	2001.05	永川市	82%自有
9	万州商场	2	2001.06	万州区	43%自有
10	重百大楼	2.67	2001.11	渝中区解放碑	自有
11	铜梁商场	0.33	2001.12	铜梁	租赁
12	李家沱商场	0.37	2002.01		租赁
13	南坪商场	2.04	2003.02	南岸区	自有
14	江津商场	1.04	2003.06	江津区	租赁
15	江北商场	2.68	1996.12	江北区	76%自有
16	忠县商场	0.54	2003.12	忠县	租赁
17	涪陵商场	2.55	2004.1	涪陵区	43%自有
18	渝北商场	1.33	2004.01	渝北区	租赁
19	大渡口商场	1.28	2005.11	沙坪坝区	租赁
20	垫江商场	0.85	2005.10		租赁
21	遵义商场	1.78	2006.01		租赁
22	黔江商场		2007.01	黔江	租赁
23	荣昌商场		2007.01	荣昌	租赁
24	广安商场	0.55	2007.04	广安	租赁
25	武胜商场		2007	武胜	租赁
26	尚熙元旦商场	3.43	08年10月	南岸区	租赁
27	重百泸州商场	3.3	08年10月		自有
28	渝北金港商场	1.7	08年10月		租赁
29	重百乐山商场	2.0	09年底		租赁
合计		46.06			

资料来源：公司公告，东方证券整理

表 5： 重庆百货盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	5488	6420	7162	7878
营业成本	4644	5393	6038	6661
营业税金及附加	30	37	45	44
营业费用	418	518	584	603
管理费用	262	285	296	304
财务费用	17	12	11	12
资产减值损失	-1	1	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0
营业利润	118	177	182	254
营业外收入	17	6	20	4
营业外支出	15	2	1	1
利润总额	120	182	201	257
所得税	18	17	29	39
少数股东损益	2	3	3	4
归属于母公司净利润	101	162	169	215
EPS (元)	0.49	0.79	0.83	1.05

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王佳：商贸行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn