

买入 维持

重庆百货 (600729)

2009 年 12 月 05 日

短期关注收购新世纪百货后业收入业绩的双突破，长期期待两者可能出现的整合效应

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖

luying@htsec.com

021-23219403

消费组助理分析师：潘鹤

panh@htsec.com

021-23219423

2009 年 12 月 4 日收盘于 39.88 元

6 个月目标价：43.2 元（调高）

公司今日（2009 年 12 月 05 日）发布公告，12 月 04 日董事会审议通过了《关于发行股份购买资产暨关联交易的议案》等一系列议案。本次议案是对公司五届四次董事会通过的《发行股份购买资产暨关联交易预案》的进一步完善，同时公司公告了《发行股份购买资产暨关联交易报告书》，披露了相关资产经审计的历史财务数据、资产评估结果以及经审核的盈利预测数据；此次董事会决议及交易报告书将于 12 月 21 日提交股东大会审议。

本次发行采用向公司大股东重庆商社（集团）有限公司以及新天域湖景投资有限公司非公开发行的方式，商社集团与新天域湖景分别将以其持有新世纪百货 61%和 39%股权认购本次发行的全部股份。

本次发行股份的价格为 22.03 元/股，即公司五届四次董事会决议公告日前 20 个交易日重庆百货股票交易均价，交易价格为经重庆华康评估并经重庆市国资委备案的评估值，即 392118.74 万元；按此发行价及交易价格测算，本次发行数量共 177993072 股，占发行后总股本 46.60%，其中向商社集团发行 10858 万股，向新天域湖景发行 6942 万股，分别占发行后总股本的 28.42%和 18.17%。本次发行的最终价格、发行数量及总认购价仍需中国证监会的核准。

若交割完成日在 2010 年 3 月 31 日及以前，则新世纪百货自评估基准日至交割日之间产生的损益由重庆百货承担或享有；若交割完成日超过 2010 年 3 月 31 日，则新世纪百货自评估基准日至 2010 年 3 月 31 日的损益由重庆百货承担或享有，2010 年 3 月 31 日至交割完成日所产生的损益由商社集团和新天域湖景按照原股权比例承担或享有。

商社集团承诺自完成本次交易股权登记日起 36 个月内不转让其拥有权益的重庆百货股份（包括本次交易取得的和原持有的），新天域湖景承诺自完成本次交易股权登记日起 36 个月内不转让其因本次交易拥有的重庆百货股份。

本次交易尚需重庆市国资委审核通过、公司股东大会审议通过、通过商务部经营者集中审查、取得商务部原则批复、中国证监会核准并豁免商社集团要约收购义务后方能实施。

综合评论和投资建议。我们维持之前的判断，即新世纪百货全年并入公司后，公司业绩有望增长 150%以上；维持之前我们的预测即新世纪百货 2009-11 年净利润分别为 2.84 亿元、3.34 亿元和 3.89 亿元（参见表 3）；而如果假设此次增发和资产收购能在明年初完成，按照我们对新世纪百货未来业绩的预测，2010 年公司的 EPS 或可达到 1.44 元（09 年模拟测算的 EPS 可达到 1.24 元），公司 EPS 增厚明显（根据报告书中披露，公司预测其 2010 年归属于母公司净利润为 4.88 亿元，摊薄 EPS 为 1.23 元，我们认为这一预测相对较为保守）。

公司在公告增发收购新世纪百货后，股价连续上涨最高至 42.47 元（我们此前的目标价为 35 元以上），按公司收购新世纪百货后增厚的 EPS 计算，公司目前的股价（20091204 收盘价 39.88 元）对应其 2009-10 年 PE 分别为 32.2 倍和 27.7 倍，处于近阶段较为合理的估值范围（我们认为 2010 年整个零售板块合理估值水平为 25-30 倍，而龙头企业可以给予 2010 年 30 倍以上的 PE 估值），我们调高公司目标价至 43.2 元（对应 2010 年 30 倍 PE）；而从长期看，考虑到公司整合后所拥有的区域规模优势，以及或可期待的协同效应，我们仍维持长期“买入”的投资评级。

公告点评

1. 本次公告的交易方案和交易报告书与前次公告的交易预案相比，有以下几点信息值得关注：

1) 新世纪百货的资产评估价值确定为 39.21 亿元，较预估值 39.50 亿元略有减少，由于发行价格仍为 22.03 元/股，因此发行股数由预估的 17930 万股略减至 17799 万股；由于股本变化较小，对我们前次的盈利预测基本没有影响。

2) 新天域湖景此次明确承诺自完成本次交易股权登记日起 36 个月内不转让其因本次交易拥有的重庆百货股份，而非其在预案中承诺的“如果在本次交易取得的上市公司股份完成登记之日，其持续拥有新世纪百货权益的时间不足十二个月，则其通过本次交易取得的上市公司股份自完成登记之日起三十六个月内不上市交易或转让；如果在本次交易取得的上市公司股份完成登记之日，其持续拥有新世纪百货权益的时间超过十二个月，则其通过本次交易取得的上市公司股份自完成登记之日起十二个月内不上市交易或转让”；我们认为新天域湖景的长期持股可能在一定程度上体现了其对两者整合后经营状况持续向好的信心，有利于公司的长期发展。

3) 本次公告的新世纪百货 08 年净利润为 26074.57 万元，较前次预案中披露的 24038.83 万元增加 2035.73 万元，这主要是是由于新世纪百货及其子公司新世纪连锁 08 年所得税汇算清缴后，实际应纳所得税额比原审计应纳所得税额减少 2035.73 万元所致；由于这一净利润提升并非企业经营能力变化所导致，因此我们暂不调整先前对净利润的预测。

4) 报告书披露新世纪百货于 09 年 8 月以 56208.25 万元现金收购下属控股子公司新世纪连锁自然人股东持有的 29.24% 的股权，由于新世纪连锁是新世纪百货的百货、超市业态的主要经营实体，根据公司模拟测算，此次少数股权收购可分别增加 08 年和 09 年 1-8 月新世纪百货归属母公司净利润 6000 多万元和 4000 多万元；由于我们之前对新世纪百货的盈利预测是按照公司所披露的净利润（而非归属于母公司净利润）数据测算，因此这一少数股权收购对我们前次预测的 EPS 影响不大。

2. 根据公司所做的 08 年模拟财务数据表（假定自 08 年 1 月 1 日起，公司就持有新世纪百货的全部股东权益），两者合并后百货业务占比将有所下降，超市、家电业务占比提升；综合毛利率则略有下降。

新世纪百货与重庆百货一样，主营百货、超市及电器连锁三种业态，截止 09 年 8 月 31 日，新世纪百货及其子公司共拥有百货商店 13 家，电器专业商场 9 个，超市 82 家，主要分布在重庆市及各区，部分位于四川省部分地市。

从收入分业务数据看（参见表 1），重庆百货的百货业务占比达到一半以上，超市业务及家电连锁业务分别占 30% 和 16% 左右；而新世纪百货的百货业务和超市业务对收入的贡献度基本相同，均接近 40% 左右，而家电连锁业务占比也有 20% 以上；因此预计在新世纪百货注入后，公司百货业务收入的占比将有所下降，而超市和家电连锁业务占比将有一定程度的提升。从毛利率分业务数据看（参见表 2），重庆百货百货和家电业务的毛利率均高于新世纪百货，而两者的超市毛利率基本持平，我们认为在新世纪百货注入后，短期内由于毛利率较低的超市和家电业务收入占比的增加将导致公司综合毛利率的下降，但从长期看，若公司在未来能通过有效整合体现其规模效应，综合毛利率则有望不断提升。

表 1 重庆百货和新世纪百货及假设两者自 08 年 1 月 1 日开始合并后各业务收入（万元）情况

		2008	占比	2009 年 1-8 月	占比
重庆百货	主营业务收入	629533	98.05	457225	97.28
	百货	328573	51.17	237078	50.44
	超市	189129	29.46	136736	29.09
	家电	105987	16.51	78804	16.77
	其他	5844	0.91	4607	0.98
	其他业务收入	12526	1.95	12797	2.72
	营业收入合计	642059	100.00	470022	100.00
新世纪百货	主营业务收入	936172	97.58	690470	97.68
	百货	375693	39.16	262011	37.07
	超市	359967	37.52	260141	36.80
	家电	200511	20.90	168318	23.81
	其他业务收入	23187	2.42	16417	2.32
	营业收入合计	959359	100.00	706887	100.00
合并（假设 08 年 1 月 1 日开始）	主营业务收入	1555151	97.76	1139328	97.50
	百货	704266	44.27	499089	42.71
	超市	549097	34.52	396877	33.96
	家电	295944	18.60	238755	20.43
	其他	5844	0.37	4607	0.39
	其他业务收入	35713	2.24	29214	2.50
	营业收入合计	1590864	100.00	1168542	100.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 重庆百货和新世纪百货及假设两者自 08 年 1 月 1 日开始合并后各业务毛利率（%）情况

		2008	2009 年 1-8 月
重庆百货	主营业务毛利率	14.54	13.26
	百货	17.46	16.12
	超市	11.51	10.33
	家电	9.70	7.98
	其他	36.11	43.29
	其他业务毛利率	80.23	82.10
	综合毛利率	15.82	15.13
新世纪百货	主营业务毛利率	11.15	11.29
	百货	14.85	15.24
	超市	11.44	11.54
	家电	3.68	4.75
	其他业务毛利率	95.73	93.26
	综合毛利率	13.19	13.19
合并	主营业务毛利率	12.60	12.16
	百货	16.07	15.66
	超市	11.46	11.12
	家电	5.96	5.98
	其他	36.11	43.29
	其他业务毛利率	90.29	88.37
	综合毛利率	14.34	14.07

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 我们维持先前的判断，即新世纪百货全年并入公司后，销售和收入将有望增长 150%。根据公司 08 年模拟财务数据表，重庆百货 08 年的营业收入将从 64 亿元增长到 159 亿元，净利润从 1.65 亿元增长到 4.26 亿元，增幅达 158%，净资产收益率从 19.72%提升到 29.49%。

基于对旗下各个业态的稳步扩张，新世纪百货最近三年营业收入和净利润的复合增长率分别达到 25.43%和 22.41%，我们预计新世纪百货 2009-11 年可实现营业收入分别为 109 亿元、122 亿元和 136 亿元，净利润分别为 2.84 亿元、3.34 亿元和 3.89 亿元（参见表 3）。

表 3 重庆百货和新世纪百货及假设两者自 08 年 1 月 1 日开始合并后主要财务数据及盈利预测

		2007	2008	2009E	2010E
重庆百货	营业收入（万元）	548782	642059	738368	834356
	同比增长（%）	10.21	17.00	15.00	13.00
	归属于母公司净利润（万元）	10079	16263	18856	21674
	同比增长（%）	27.87	61.36	15.94	14.95
	EPS	0.49	0.80	0.92	1.06
	营业收入（万元）	763769	959359	1093669	1224910
新世纪百货	同比增长（%）		25.61	14.00	12.00
	归属于母公司净利润（万元）	13927	20014	28435	33440
	同比增长（%）		43.71	42.08	17.60
	EPS	0.36	0.52	0.74	0.88
	营业收入（万元）		1590864	1813717	2038673
	同比增长（%）			14.01	12.40
合并	归属于母公司净利润（万元）		36277	47291	55114
	同比增长（%）			30.36	16.54
	EPS		0.95	1.24	1.44

注：1）重庆百货 EPS 以公司目前总股份 20400 万股摊薄，新世纪百货及合并后 EPS 以定增后总股本 38199 万股摊薄；2）假设新世纪百货 09 年 8 月收购的少数股东权益全年并表 资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们在 2009 年 10 月 26 日重庆百货三季报点评的报告中预测，公司 2009-10 年 EPS 有望分别为 0.924 和 1.062 元（参见表 4），而如果假设此次增发和资产收购能在明年初完成，按照我们前面对新世纪百货未来业绩的预测，2010 年公司的

EPS 或可达到 1.44 元，公司 EPS 增厚明显（根据报告书中披露，公司预测其 2010 年归属于母公司净利润为 4.88 亿元，摊薄 EPS 为 1.23 元，我们认为这一预测相对较为保守）。

4. 公司在公告增发收购新世纪百货后，股价连续上涨最高至 42.47 元（我们此前的目标价为 35 元以上），按公司收购新世纪百货后增厚的 EPS 计算，公司目前的股价（20091204 收盘价 39.88 元）对应其 2009-10 年 PE 分别为 32.2 倍和 27.7 倍，处于近阶段较为合理的估值范围（我们认为 2010 年整个零售板块合理估值水平为 25-30 倍，而龙头企业可以给予 2010 年 30 倍以上的 PE 估值），我们调高公司目标价至 43.2 元（对应 2010 年 30 倍 PE）；从长期看，考虑到公司整合后所拥有的区域规模优势，以及或可期待的协同效应，我们长期维持“买入”的投资评级。

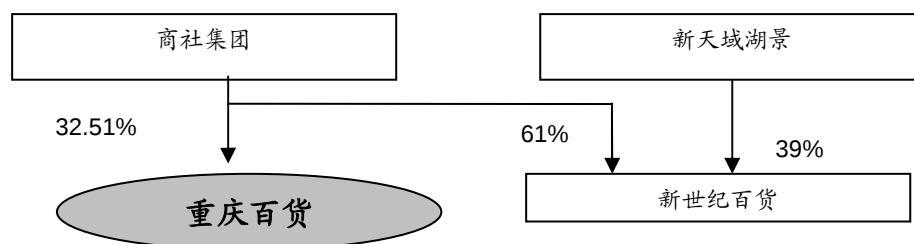
表 4 重庆百货合并损益表及预测（2005-10E，未包含此次新世纪百货注入）

	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

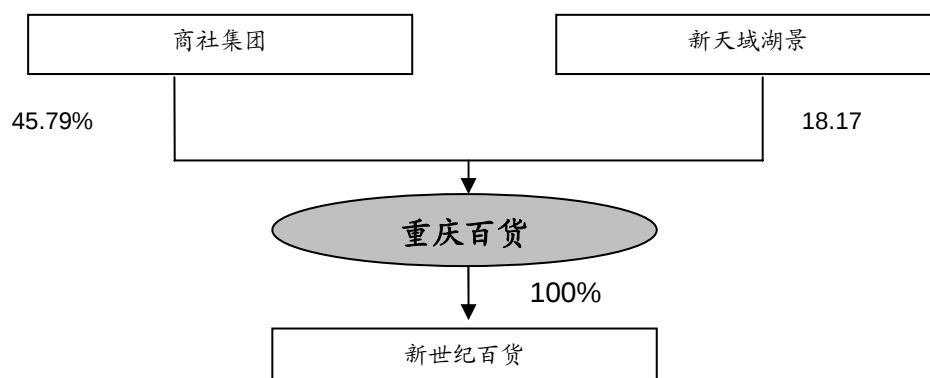
附录 1: 公司（重庆百货）与交易对象（商社集团、新天域湖景）及交易标的（新世纪百货）在交易前后的股权变化

图 1 本次交易前的股权关系



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 本次交易成功后的股权关系



资料来源：公司公告，海通证券研究所

附录 2: 重庆百货和新世纪百货各业态网点增长情况（2006-08 年）

表 5 重庆百货和新世纪百货各业态营业网点及面积扩张情况（2006-08 年）

	主营业务		2006	2007	2008
重庆百货	连锁零售：包括百货、超市、电器三个业态	新增营业面积（万平方米）	10.8	6.14	9.85
		其中：			
		百货业态	4.59	2.79	
		超市业态	4.26	3.35	
		电器业态	1.22		
		新增网点（个）	22	20	18
		其中：			
		百货业态		4	3
新世纪百货	连锁零售：包括百货、超市、电器三个业态	超市业态		16	12
		电器业态			3
		扩容网点（个）	5	4	1
		新增营业面积（万平方米）	10.3	7.6	7.43
		新增网点（个）	14	14	20
		其中：			
		商场	2	3	
		超市	12	11	
		扩容网点（个）		2	2

资料来源：公司公告，海通证券研究所

附录 3：重庆百货和新世纪百货主要财务指标（2006-08 年）

表 6 重庆百货和新世纪百货主要财务指标

		2006	2007	2008
重庆百货	营业收入（亿元）	49.25	54.88	64.21
	同比增长（%）		10.21	17.00
	净利润（亿元）	0.85	1.01	1.63
	同比增长（%）	10.29	27.86	61.36
	净资产收益率（%）	12.34	14.34	19.72
新世纪百货	营业收入（亿元）	60.98	76.38	95.94
	同比增长（%）		25.25	25.61
	净利润（亿元）	1.74	1.90	2.40
	同比增长（%）		9.44	26.58
	净资产收益率（%）	36.56	29.74	21.48

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

重庆百货2009三季报点评：三季度净利润增长80%强，业绩环比显著好转（买入，维持）20091026

重庆百货公告点评：业绩增厚150%以上，销售规模、净利润分别突破160亿和4亿，调高评级至买入，复牌后股价上涨空间50%左右（买入，调高）20091010

重庆百货2009半年报点评：二季度收入增速、毛利率等关键指标环比呈现上升势头，销售、管理费用压低利润（增持、维持）20090727

重庆百货2009年一季报点评：高可比基数下一季度仍旧实现正增长（增持、维持）20090418

重庆百货2008年报点评：净利润增长超过60%（增持，维持）20090227

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

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

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、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多。

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。

免责条款

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。