

长期看好资产注入后整合效果

研究结论

- 公司旗下门店遍布重庆主城区及主要中心地区，覆盖重庆大部分市场，由于进入核心商圈较早，并且自有物业居多，公司防御性更强，更具有较高的安全投资边际。
- 目前公司主业增长仍来自通过调整产品结构和现有资产规模扩大的内生性增长，加强精细化管理，加大费用控制及加快低成本扩张，控亏、扭亏成为重点。09 年公司业绩受 2H08 年新开店拖累，其中尚溪门店亏损超过 2000 多万元，泸州店亏损 900 万元，乐山店亏损 300 万元。预计 2010 年以上门店仍会继续亏损，其中尚溪店亏损 2000 万，泸州店亏损 600 万元，乐山店因为全年开业，亏损为 800 万，未来若控亏、扭亏后至少增加净利润 3500 万以上，增厚 EPS0.18 元。
- 公司 09 年净利润下滑的主要原因在于公司所得税发生变化，公司受益于国产设备技改递延所得税，由于 08 年公司新开门店较多，因此抵减所得税较多，09 年抵减金额相对于 08 年差异 500 万左右，影响 EPS0.02 元。
- 2010 年重庆百货大楼要进行品牌调整，将会加大国内一线品牌比重，预计调整时间在 2H2010 年，调整时间不超过 2 个月，预计至少产生费用 1000 万左右，从全年来看预计重庆百货大楼仍有增长，预计重庆百货大楼实现净利润 5000 万，同比增长 20% 以上。公司 2010 年元旦迎来开门红，其中元旦销售同比增长 30% 以上，未来受益于行业景气好转及公司新开店店面逐渐渡过培育期，预计 2010 年公司销售同比增长 10% 以上。
- 09 年公司新开超市 12 家，未开百货门店，预计 2010 年公司新开超市 9 家左右，百货未有新开项目。但 2011 年后，公司会有两个较好项目投产，一是彭州项目，该项目位于新建石化项目附近，预计该项目建筑面积 3 万平方米；另一项目是攀枝花门店，该项目是政府招投标项目，该项目最大优势是低成本，公司与开发商联合拿地，成本仅有几千万，该门店定位于大众百货，成为公司未来业绩增长的亮点。
- 目前公司与新世纪品牌之间的调整还未开始，资产注入动态需等待证监会的批准。我们看好新世纪注入公司的未来发展前景。由于公司现有门店定位于中低档，且商场规模较小，因此从财务指标上，公司毛利率偏低并且费用率偏高，未来公司与新世纪整合后，占重庆市 70% 以上份额，将会大大增强对供应商的溢价能力。同时公旗下司所有门店通过错位经营，不断调整产品结构及提升经营效率，公司未来业绩将会有大幅提升。
- 考虑资产注入预期情况下，预计 2010 年公司将会实现净利润 5.45 亿元，同比增长 247.13%。公司 2010 年 EPS 为 1.42 元，P/E 为 26.53 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，维持买入投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王佳

商贸行业高级分析师

8621-63325888 x 6074

wangjia@orientsec.com.cn

郭洋

商贸行业高级分析师

8621-63325888 x 6073

guoyang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (10 年 1 月 22 日) 37.68 元

目标价格 (12 个月) 50 元

总股本/A 股 (万股) 20400/13500

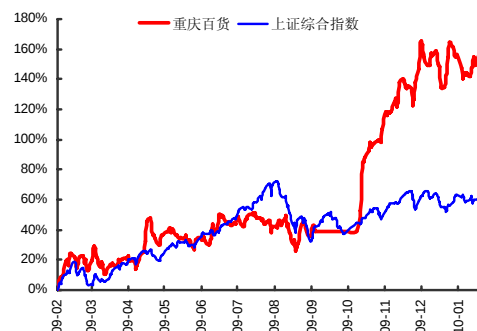
A 股市值 (百万元) 77 亿元

国家/地区 中国

行业 零售

报告日期 2010 年 1 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-5.33	21.04	141.2
相对表现 (%)	-4.54	20.43	85.4

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	5488	6421	7312	8408
同比(%)	10.22%	17.00%	13.88%	15.00%
归属母公司净利润	100	162	157	221
同比(%)	26.40%	61.99%	-3.28%	40.76%
EPS	0.490	0.793	0.77	1.054

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

重庆商圈竞争情况

重庆市零售行业主要是由综合性商场、百货店、专业店、大型综合超市、标准超市、仓储式超市、折扣商店、便利店等业态构成。综合商场主要以商社集团下属单位新世纪和重百为代表；百货店由其定位从高到低排列，主要有美美时代、新世界、太平洋、新世纪、王府井、重百、茂业、北京华联等；专业店主要有商社电器、国美、苏宁、大中等电器专业店和居然之家、东方家园等建材家居店；大型综合超市主要是家乐福、沃尔玛、福建永辉和好又多等；仓储式超市主要是麦德龙超市；标准超市、折扣店和便利店主要是新世纪、重百、重客隆和中百山城等。总的来说，重庆的零售市场业态分布比较齐全，在主城和周边市场上国内和国外、本地和外来、当地与当地企业之间同台竞技、竞争非常激烈。

表 1：重庆百货竞争情况

竞争者	威胁
北京华联	威胁较小。该企业在重庆的经营正处于失利状况，销售下滑、招商力不强，经营举步维艰，2 个门店几乎处于关闭状态。
茂业	威胁度中。从公司实力、经营水平、商品品质、品牌影响等方面来讲，茂业对我们的威胁并不大，但正因其商场品牌和商品品牌的影响力不大，所以进入重庆市场以来，进行频繁的促销和高调的宣传，对价格敏感的消费者影响较大，从而对新世纪和重百的毛利水平构成威胁，主要影响江北和解放碑两个。
王府井	威胁较大。王府井是全国性的连锁经营公司，其商场品牌影响和商品品牌影响都有一定知名度，整体经营水平较高，是最直接的竞争对手，其销售情况如何与新世纪和重百有着密切的负相关关系，目前有 3 个门店
太平洋	威胁较大。随着新世纪的调整，太平洋和新世纪的经营定位的重合度越来越高，客户重叠也就越来越多，其商品品牌特征、商品差异、价格差异等方面均对新世纪的销售产生直接影响，目前有 2 个门店。
新世界	威胁较小。新世界的定位倾向于高档，与新世纪的客户重叠很少；另外新世纪目前只有江北 1 个门店。
美美时代	几乎无威胁。美美时代百货面向的是更高档的客层，其商品品牌与新世纪几乎没有重叠，对“面对工薪、向上向下延伸”的商社集团没有任何影响。

资料来源：东方证券研究所

表 2：重庆超市竞争情况

竞争对手	威胁
中百山城	威胁较大。中百山城的网点类型是普通超市，分布在重庆的主城区，目前共有网点 35 个，影响到商社集团主城区的网点布局。
重客隆	威胁较大。重客隆的网点也是普通超市，主要分布在二三商圈，主城相对较少，目前共有网点 50 个，主要影响商社集团在二三商圈的网点布局。

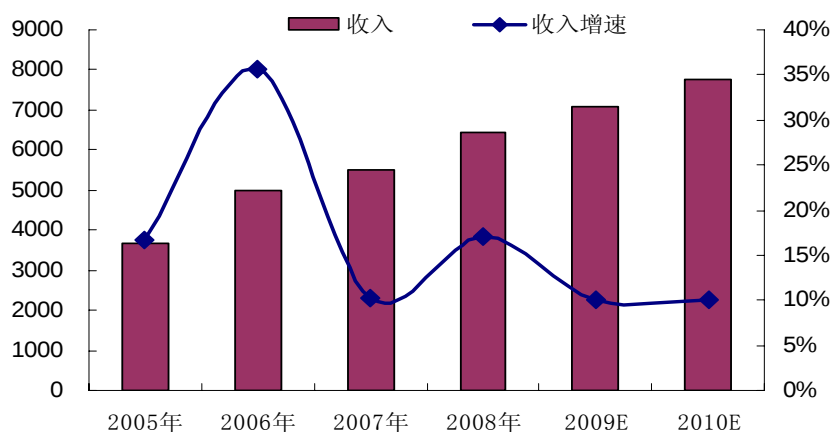
福建永辉	威胁较大。福建永辉从去年开始发力，目前已有网点 6 个，面积近 5 万平方米，另有 4 个签约网点正在筹备当中。虽然其经营业态主要是大卖场，但近来发展速度较快，存在市场分流问题，影响还是比较大。
家乐福	威胁较大。家乐福目前在重庆有 4 个大卖场，并计划在渝中区和南岸区再开两家店。家乐福也是大卖场，但因规模大、辐射半径大、商品价格低、环境舒适等优势，其卖场对所在商圈超市类商品消费影响较大，市场分流非常严重。
沃尔玛	威胁较大。沃尔玛目前在重庆有 2 个门店，也是大卖场。从现在情况来看，威胁并不大，但以沃尔玛的实力，随着门店的增加，其影响就会增大。况且沃尔玛正在洽谈收购好友多，如果成功门店将会迅速扩大。
好又多	威胁较小。好又多超市目前有两个大卖场，但其目前经营业绩较差，主要依靠频繁的促销在支撑销售，但因其两个卖场所处位置有利，威胁依然存在

资料来源：东方证券研究所

元旦迎来开门红，预计 10 年公司销售同比增长 15%以上

2010 年重庆百货大楼要进行品牌调整，将会加大国内一线品牌比重，预计调整时间在 2H2010 年，调整时间不超过 2 个月，预计至少产生费用 1000 万左右，从全年来看预计重庆百货大楼仍有增长，预计重庆百货大楼实现净利润 5000 万，同比增长 20%以上。公司 2010 年元旦迎来开门红，其中元旦销售同比增长 30%以上，未来受益于行业景气好转及公司新开店逐渐渡过培育期，预计 2010 年公司销售同比增长 10%以上。

图 1、公司销售收入及预测

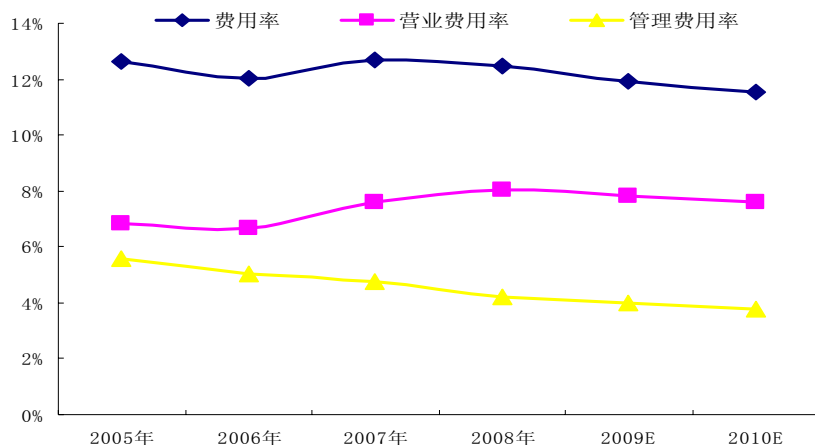


资料来源：东方证券研究所

加强精细化管理，加大费用控制，控亏、扭亏成为重点

目前公司主业增长仍来自通过调整产品结构和现有资产规模扩大的内生性增长，加强精细化管理，加大费用控制及加快低成本扩张，控亏、扭亏成为重点。09年公司业绩受2H08年新开项目拖累，其中尚溪门店亏损超过2000多万元，泸州店亏损900万元，乐山店亏损300万元。预计2010年以上门店仍会继续亏损，其中尚溪店亏损2000万，泸州店亏损600万元，乐山店因为全年开业，亏损为800万，未来若控亏、扭亏后至少增加净利润3500万以上，增厚EPS0.18元。

图2、公司费用率预测



资料来源：东方证券研究所

表3：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

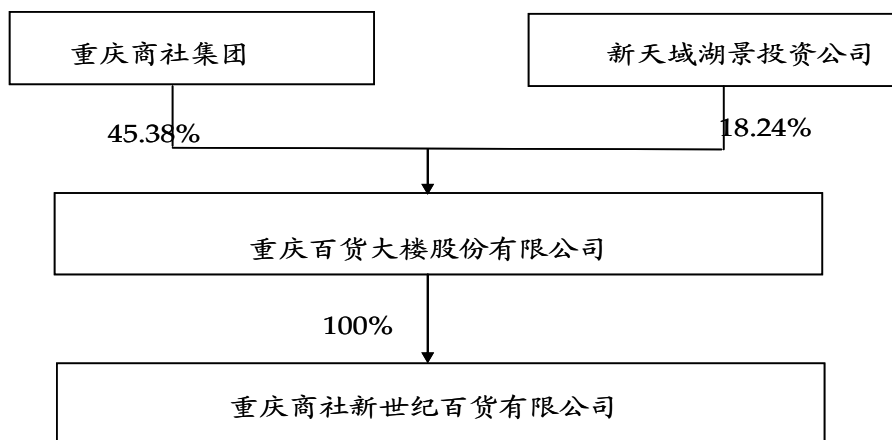
看好公司未来两项新建项目

09年公司新开超市12家，未开百货门店，预计2010年公司新开超市9家左右，百货未有新开项目。但2011年后，公司会有两个较好项目投产，一是彭州项目，该项目位于新建石化项目附近，预计该项目建筑面积3万平方米；另一项目是攀枝花门店，该项目是政府招投标项目，该项目最大优势是低成本，公司与开发商联合拿地，成本仅有几千万，该门店定位于大众百货，成为公司未来业绩增长的亮点。

长期看好新世纪注入后，门店整合带来经营效率提升

目前公司与新世纪品牌之间的调整还未开始，资产注入动态需等待证监会的批准。我们看好新世纪注入公司的未来发展前景。由于公司现有门店定为于中低档，且商场规模较小，因此从财务指标上，公司毛利率偏低并且费用率偏高，未来公司与新世纪整合后，占重庆市70%以上份额，将会大大增强对供应商的溢价能力。同时公旗下司所有门店通过错位经营，不断调整产品结构及提升经营效率，公司未来业绩将会有大幅提升。

图3：收购新世纪后公司股权结构



资料来源：“公司公告”，东方证券整理

表 4：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

表 5：07 年重百与新世纪百货门店、收入及利润对比情况

	百货商场	超市门店	销售收入	税前利润
重庆百货	25	51	55 亿	1.2 亿
新世纪百货	12	50	89 亿	2 亿
合计	37	101	144 亿	3.2 亿

资料来源：重庆商社网站，东方证券整理

盈利预测

公司旗下门店遍布重庆主要城区及主要中心地区，覆盖重庆大部分市场，由于进入核心商圈较早，并且自有物业居多，公司防御性更强，更具有较高的安全投资边际。

考虑资产注入预期情况下，预计 2010 年公司将会实现净利润 5.45 亿元，同比增长 247.13%。公司 2010 年 EPS 为 1.42 元，P/E 为 26.53 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，维持买入投资评级。

公司盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	5488	6420	7312	8408
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	157	215
EPS (元)	0.49	0.79	0.77	1.05

资料来源：东方证券研究

分析师承诺

王佳、郭洋：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它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*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn