

## 重庆百货(600729)

## 合并、扩张、升级，三架马车并行

## 推荐（首次）

现价：41.04 元

## 主要数据

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 行业            | 批发和零售贸易           |
| 公司网址          | www.c-best.com    |
| 大股东/持股        | 重庆商社/32.51%       |
| 实际控制人/持股      | 重庆市国资委<br>/32.51% |
| 总股本(百万股)      | 20,400            |
| 流通 A 股(百万股)   | 13,575            |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                 |
| 总市值 (亿元)      | 83.64             |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 55.66             |
| 每股净资产(元)      | 4.61              |
| 资产负债率(%)      | 64.88             |

## 行情走势图



— 重庆百货 — 上证综指

## 研究员

文献 高级研究员  
S1060209040123

何苗 联系人  
0755-22625790  
Hemiao160@pingan.com.cn

## 投资要点

## ● 强强合并，协同效应带来规模优势

新世纪百货的并入，可能使公司成为全国最大的百货零售企业。在消除同业竞争的同时，新公司将通过定位互补和规模优势，带来更大的区域竞争优势。

## ● 公司在区域经济快速发展下具有独特扩张优势

区域经济的快速发展加快了区域百货发展，为商业零售的区域扩张提供了机会；公司品牌的区域认知度较高，且百货商品结构以中低端服装和小家电为主，正符合区域二三四商圈新兴商业区百货消费水平和消费习惯，这都是公司区域扩张的独特优势。

## ● “大众百货”升级试水，若成功将提高公司毛利率，带来更大盈利空间

公司主城区百货门店正逐步实施由“大众百货”向“大众+时尚百货”的升级，高毛利的商品在百货商品结构中占比将增加，同时目标顾客群扩大到收入较高群体的范围。

## ● 与新世纪合并的协同效应将带来业务结构优化，区域扩张和百货升级是公司业绩长期良好增长的动力，首次给予重庆百货“推荐”评级

预测公司 2010-2012 年的 EPS（并购案实施前）分别为：0.85、1.15 和 1.39 元。我们认为，公司与新世纪合并后，EPS 可增厚至 1.32、1.49 和 1.73 元。以 2010 年 6 月 30 日 41.04 元的收盘价计算，公司三年动态 PE 值分别为 31、28 和 24 倍。考虑对公司与新世纪合并的强烈预期，以及新开门店的增长，按市场平均 PE36 倍，上下浮动 5%，给予公司 10 年 PE 区间 34-38 倍，合理价格区间为 45-50 元。

|               | 2009A | 2010E | 2011E  | 2012E  |
|---------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 7,312 | 8,686 | 10,259 | 11,509 |
| YoY(%)        | 13.9  | 18.8  | 18.1   | 12.2   |
| 归属母公司净利润（百万元） | 157   | 173   | 235    | 284    |
| YoY(%)        | (3.6) | 10.6  | 35.4   | 21.0   |
| 毛利率(%)        | 15.9  | 15.3  | 15.3   | 15.3   |
| 净利率(%)        | 2.1   | 2.0   | 2.3    | 2.5    |
| ROE(%)        | 16.7  | 16.2  | 18.7   | 19.2   |
| EPS(元)        | 0.77  | 0.85  | 1.15   | 1.39   |
| P/E           | 53.4  | 48.2  | 35.6   | 29.4   |
| P/B           | 8.9   | 7.8   | 6.6    | 5.7    |

# 正文目录

|                                              |           |
|----------------------------------------------|-----------|
| 正文目录 .....                                   | 2         |
| 图表目录 .....                                   | 3         |
| <b>一、 与新世纪百货合并带来的投资机会和影响 .....</b>           | <b>5</b>  |
| 1.1 合并概况 .....                               | 5         |
| 1.2 新世纪百货是否值 37.25 亿元？ .....                 | 6         |
| 1.3 公司业绩明显增厚 .....                           | 6         |
| 1.4 新世纪概况与同业竞争 .....                         | 7         |
| 1.5 合并将进一步扩大竞争优势并推动盈利增长 .....                | 9         |
| <b>二、 重百的外生发展机会 .....</b>                    | <b>9</b>  |
| 2.1 重百发展需要外延式增长点 .....                       | 9         |
| 2.2 区域消费能力提升和百货业的发展需求提供了外生机会 .....           | 10        |
| 2.3 重百向二三四商圈扩张优势及可能的扩张区域 .....               | 13        |
| <b>三、 重百的内生发展机会 .....</b>                    | <b>14</b> |
| 3.1 公司毛利率有待提升 .....                          | 14        |
| 3.2 尚熙试水“百货档次提升” .....                       | 15        |
| 3.3 管理水平的提高将进一步提升毛利率 .....                   | 16        |
| <b>四、 盈利预测与估值 .....</b>                      | <b>17</b> |
| 4.1 费用率假设 .....                              | 17        |
| 4.2 PE 相对估值（考虑合并因素）：合理估值区间为 45-50 元/股。 ..... | 18        |
| 4.3 绝对估值（不考虑合并因素）：DCF 现值为 35.38 元 .....      | 18        |
| 4.4 物业升值潜力巨大，支撑股价 .....                      | 19        |
| 4.5 风险提示 .....                               | 20        |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1 重百主营业务构成 .....                      | 5  |
| 图表 2 重百主营业务收入及增速 .....                   | 5  |
| 图表 3 收购前后重庆百货和新世纪百货股权结构变化 .....          | 6  |
| 图表 4 重要公司 PB 估值表（2009 年 8 月 31 日） .....  | 6  |
| 图表 5 收购后的财务状况对比 .....                    | 7  |
| 图表 6 收购对公司业绩提升明显 .....                   | 7  |
| 图表 7 09 年新世纪的盈利能力和市场份额 .....             | 7  |
| 图表 8 新世纪的百货业务复合增长率预测（2009-2014） .....    | 8  |
| 图表 9 重庆百货与新世纪百货门店分布 .....                | 8  |
| 图表 10 新世纪与重百主要业务比较 .....                 | 8  |
| 图表 11 收入增速与百货营业面积增速 .....                | 10 |
| 图表 12 快速扩张前后的 ROE 与 ROIC .....           | 10 |
| 图表 13 重庆百货主营业务主要集中在重庆主城区 .....           | 10 |
| 图表 14 重庆市主要经济指标增速排名不断提高 .....            | 11 |
| 图表 15 重庆支柱产业发展与制造业发展分析 .....             | 11 |
| 图表 16 各省和直辖市社会保险参保情况 .....               | 12 |
| 图表 17 现代百货的主要表现形式 .....                  | 12 |
| 图表 18 重庆商业成熟度低于其他主要省会城市 .....            | 13 |
| 图表 19 各直辖市批发零售收入来源（城市 V.S.农村） .....      | 13 |
| 图表 20 未来重庆百货在“成渝经济区”二三四商圈扩张可能性 .....     | 14 |
| 图表 21 重庆百货毛利率纵向、横向比较 .....               | 14 |
| 图表 22 百货行业营业收入贡献的关键考察点 .....             | 15 |
| 图表 23 尚熙百货定位与运营分析 .....                  | 16 |
| 图表 24 尚熙百货运营优劣势和与新世纪出现的联动可能 .....        | 16 |
| 图表 25 09 年费用率行业同比 .....                  | 17 |
| 图表 26 销售期间费用率与销售成本率的行业对比 .....           | 17 |
| 图表 27 期间费用率假设 .....                      | 18 |
| 图表 28 A 股重点公司股值比较（2010 年 6 月 22 日） ..... | 18 |

图表 29 DCF 估值假设与结果.....19

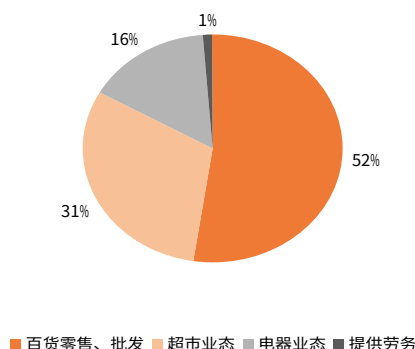
图表 30 DCF 估值敏感性分析.....19

图表 31 重庆百货现有百货物业估值（2010 年 5 月） .....19

图表 32 新世纪百货现有百货物业估值（2010 年 5 月） .....20

重庆百货是重庆商业龙头，目前在重庆市及四川、贵州等省二三四线城市经营30多家百货店、70多家超市及并入百货和超市的电器业务。

图表 1 重百主营业务构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 重百主营业务收入及增速

|             | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 (亿元) | 49.0  | 53.8  | 60.9  | 70.2  |
| 收入增速 (%)    | 34.4  | 9.7   | 13.3  | 15.3  |

资料来源：公司报告，平安证券研究所

公司的重点经营区域是重庆市主城区（主城区目前有10家百货门店，且多为公司主力门店）。重庆百货的定位是“大众百货”，其主要消费群体是重庆市区中等收入群众。

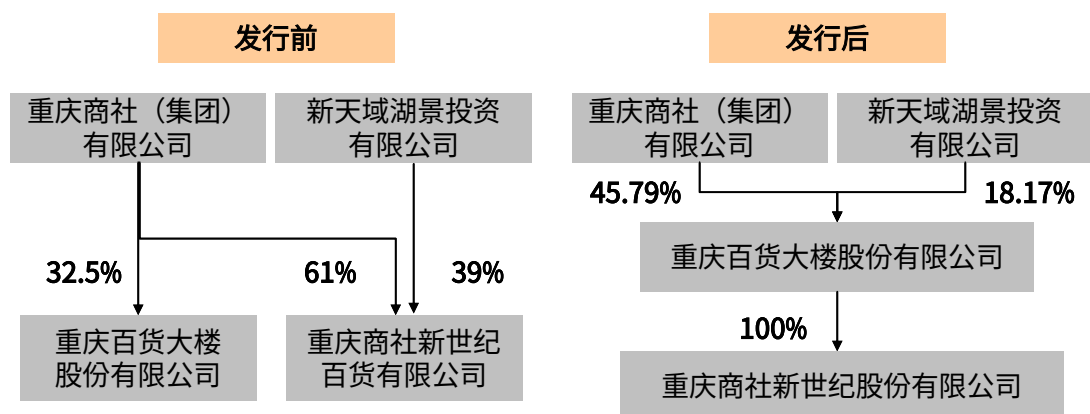
公司总股本为20,400万股，控股股东是重庆商社集团（持股比例：32.51%）。2009年，公司通过向新世纪百货股东定向增发的预案，交易完成后，公司将全资控股新世纪百货。预计该预案近期将通过证监会审批。

## 一、与新世纪百货合并带来的投资机会和影响

### 1.1 合并概况

重庆百货将通过向公司股东重庆商社集团和战略投资方新天域湖景定向增发，收购同一股东控制下子公司——重庆商社新世纪百货有限公司。预计发行后，上市公司总股本将从2.04亿股增至3.82亿股。

图表 3 收购前后重庆百货和新世纪百货股权结构变化



资料来源：公司报告，平安证券研究所

## 1.2 新世纪百货是否值 37.25 亿元？

重庆百货公告称，将以37.25亿元收购账面价值为8.2亿元的新世纪百货。以下我们考察PB的行业水平来衡量新世纪是否值37.25亿元。

我们取评估基准日2009年8月31日可比上市公司的PB测算，按照其平均PB值6.5倍乘以新世纪账面价值8.2亿元，得出新世纪的合理估值是53.3亿元，新世纪百货没有被高估。

图表 4 重要公司PB估值表（2009年8月31日）

| 证券代码   | 证券简称 | P/B |
|--------|------|-----|
| 600729 | 重庆百货 | 9.4 |
| 000987 | 广州友谊 | 7.3 |
| 600785 | 新华百货 | 6.8 |
| 600280 | 南京中商 | 5.7 |
| 600858 | 银座股份 | 5.2 |
| 600694 | 大商股份 | 4.6 |
| 平均值    |      | 6.5 |

资料来源：wind，平安证券研究所

## 1.3 公司业绩明显增厚

我们认为，收购将消除两公司的同业竞争，并逐渐带来协同效应。尽管公司业绩释放可能受多方面影响，但我们认为，消除同业竞争带来的爆发性增长将在收购完成的第一年体现，2010年公司EPS可以增厚至1.32元。

如果以上市可比公司的平均PE值36倍来测算，合并后的重庆百货2010年估值结果为47.5元。

图表 5 收购后的财务状况对比

| 2010 年合并模拟    | 新世纪   | 重百   | 交易后   |
|---------------|-------|------|-------|
| 营业收入 (亿元)     | 118.9 | 86.9 | 205.8 |
| 交易后增加         | -     | -    | 15.2% |
| 净利润 (亿元)      | 3.3   | 1.8  | 5.1   |
| 交易后增加         | -     | -    | 183%  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3.3   | 1.8  | 5.0   |
| EPS (元)       | -     | 0.85 | 1.32  |
| 交易后增加         | -     | -    | 55%   |
| 毛利率(%)        | 13.2  | 15.8 | 13.6  |
| 交易后增加         | -     | -    | -14%  |
| 净利率(%)        | 2.8   | 2.0  | 2.5   |
| 交易后增加         | -     | -    | 25%   |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 收购对公司业绩提升明显

|           | 2008A  | 2009A   | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (亿元) | 64.21  | 73.12   | 205.75  | 235.11 | 259.03 |
| YoY       | 17%    | 13.89%  | 181%    | 14.27% | 10.17% |
| EPS       | 0.80   | 0.77    | 1.32    | 1.49   | 1.73   |
| YoY       | 61.34% | -3.75%  | 25.51%  | 13.23% | 15.83% |
| 毛利率       | 15.82% | 15.86%  | 14.15%  | 14.19% | 14.23% |
| YoY       | 16.38% | 13.84%  | -10.79% | 0.29%  | 0.26%  |
| 净利率       | 2.62%  | 2.18%   | 2.45%   | 2.43%  | 2.55%  |
| YoY       | 40.86% | -16.79% | 12.68%  | -0.95% | 5.12%  |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.4 新世纪概况与同业竞争

### 1) “新世纪”概况：市场份额“区域第一”、盈利能力“区域最强”

新世纪百货现拥有 15 家百货商场、80 多家超市以及 10 家商社电器门店。

在重庆主城区，新世纪连续五年占据重庆百货业市场份额第一。其门店中：世纪新都、解放碑商都、凯瑞商都分别占据了重庆零售业单店销售的前三甲。

根据披露的数据估算，2009 年新世纪百货营业收入将超过百亿元，其销售收入占 09 年重庆市社会消费品零售总额的比重达到约 5%。

图表 7 09年新世纪的盈利能力和市场份额

|                      | 新世纪 (估计数) | 重庆百货   | 新世纪/重庆百货 |
|----------------------|-----------|--------|----------|
| 营业面积                 | 约60万平米    | 约70万平米 | 0.9      |
| 销售收入                 | 约112亿元    | 73亿    | 1.6倍     |
| 净利润                  | 约3.3亿元    | 1.6亿   | 2.1倍     |
| 销售收入占重庆市社会消费品零售总额百分比 | 约5%       | 约3%    | 1.6倍     |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

由于新世纪增长率较高，且较为稳定，我们认为其区域领先优势将维持。

图表 8 新世纪的百货业务复合增长率预测（2009-2014）

| 商场名称  | 开业时间     | 年复合增长率（%）（2009-2014） |
|-------|----------|----------------------|
| 解放碑商都 | 1995年2月  | 3.0                  |
| 合川商都  | 2001年1月  | 2.5                  |
| 世纪新都  | 2001年4月  | 6.5                  |
| 凯瑞商都  | 2002年11月 | 2.5                  |
| 江南商都  | 2002年1月  | 5.5                  |
| 涪陵商都  | 2004年12月 | 5.7                  |
| 瑞成商都  | 2005年4月  | 5.6                  |
| 万州商都  | 2005年4月  | 3.0                  |
| 长寿商都  | 2006年12月 | 5.9                  |
| 达州商都  | 2007年1月  | 7.6                  |
| 开县商都  | 2007年12月 | 7.4                  |
| 綦江商都  | 2007年12月 | 4.2                  |
| 遂宁商都  | 2008年2月  | 16.0                 |
| 南充商都  | 2010年1月  | 28.4                 |
| 大渡口商都 | 预计2011年  | 30.1                 |
| 合计    |          | 7.5                  |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2) 两公司区域性竞争态势

图表 9 重庆百货与新世纪百货门店分布

|     | 渝中 | 江北 | 沙坪坝 | 九龙坡 | 南岸 | 渝北 | 大渡口 | 区县 | 市外      |
|-----|----|----|-----|-----|----|----|-----|----|---------|
| 重百  | 2  | 1  | 1   | 1   | 2  | 2  | 1   | 17 | 川/黔：4/1 |
| 新世纪 | 1  | 1  | 1   | 1   | 1  | -  | -   | 7  | 川：3     |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

重百和新世纪门店的布局重合性较高，但我们走访了重百和新世纪在主城区的百货门店，发现两公司门店存在一定的差异。

图表 10 新世纪与重百主要业务比较

|     | 服装             | 化妆品       | 珠宝                  |
|-----|----------------|-----------|---------------------|
| 新世纪 | 主打品牌突出，品牌较为丰富  | 成为新的业绩增长点 | 品牌较少，销售能力一般         |
| 重百  | 定位较模糊，品牌层次相差较大 | 销售能力较弱    | 品牌丰富，有6个品牌是重庆单店销售冠军 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所



## 1.5 合并将进一步扩大竞争优势并推动盈利增长

### 1) 合并完成后，新公司将进一步扩大竞争优势，主要表现在：

#### ● 规模优势

相对于外来百货来说，新世纪与重百最大的优势是门店布局广。

根据评估基准日 2009 年 8 月 31 日数据，合并后的新公司网点分布在重庆 40 个区县中的 33 个，使公司成为重庆地区网点数量最多、覆盖区域最广的商业连锁企业。

在重庆主城区，重百和新世纪百货门店已经覆盖各个区域的商业街中心位置；其超市和电器门店在各个区域分布较均匀，平均每 7.5 公里有一个重百超市/电器门店，平均每 5 公里有一个新世纪超市/电器门店。

#### ● 定位互补

新世纪百货主要定位是“时尚流行百货”；重庆百货主要定位于“大众百货”。两者可以根据不同消费群体和各自的优势，制定不同的经营策略，错位经营，优化品牌结构。

### 2) 合并将为新公司带来持续的高盈利增长

收购完成后，新公司在重庆主城区将达到较高的网点布局密度和较大的销售规模，进一步大量布点的空间较小。

如果公司要继续提升业绩，满足持续的高增长，那么将面临选择：

- **外延式**——向重庆主城区外扩张：可获得较高的增长率（比如说大渡口商都的开发，5 年的复合增长率约有 30%），但是同时公司将承担更多的扩张费用和管理风险。
- **内生式**——专注现有的竞争力提升和门店的升级：这将是一个漫长的过程，预计期间的增长率维持在 6%-10%。

在中短期，外延扩张可能为公司带来较大的盈利增长。我们认为，重庆区县及周边二三四商圈正处于百货初步发展期，公司的外延发展空间较大。一般来说，百货门店成熟期为 3-5 年，第 2 年的增长率 11%-19%，第 3 年 6%-15%，第 4 年 6%-10%。故外延扩张带来的中短期业绩提升较大。

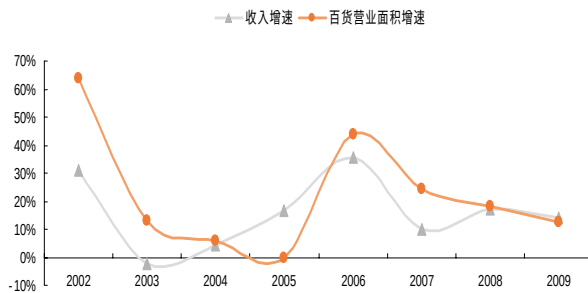
在长期，内生发展将可以保障公司业绩稳定提升。合并带来的市场掌控能力、招商议价能力的提高，有助于内生发展。

## 二、重百的外生发展机会

### 2.1 重百发展需要外延式增长点

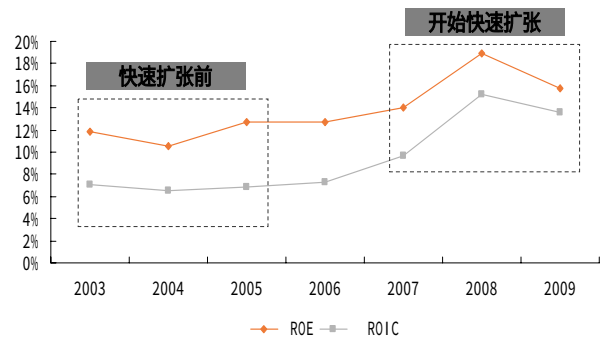
- 1) 从历史数据看，公司主营业务增长与门店扩张高度正相关。快速扩张带来了公司 ROE 与 ROIC 的显著增长。

图表 11 收入增速与百货营业面积增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 12 快速扩张前后的ROE与ROIC



资料来源：公司公告，平安证券研究所

- 2) 百货零售、超市业务——目前，公司的百货零售、超市业务收入主要来自主城区门店，由于重庆主城区已经商埠林立，重百的外生机会主要在重庆周边地区。

图表 13 重庆百货主营业务主要集中在重庆主城区

| 商圈     | 门店     | 经营面积(万平米) |
|--------|--------|-----------|
| 解放碑商圈  | 解放碑新重百 | 1.5       |
|        | 临江商场   | 2.2       |
| 南坪商圈   | 南坪商场   | 1.8       |
|        | 尚熙百货   | 3.4       |
| 沙坪坝商圈  | 沙坪商场   | 2.6       |
| 观音桥步行街 | 江北商场   | 2.2       |
| 杨家坪步行街 | 九龙商场   | 1.1       |
| 渝北     | 渝北商场   | 1.5       |
| 北碚商圈   | 北碚商场   | 2.9       |
| 大渡口    | 金都会    | 1.1       |

资料来源：公司定期报告，平安证券研究所

- 3) 电器业务——公司采用‘一站式’经营模式，将家电业态结合新开百货店和大卖场进行发展和扩张。

## 2.2 区域消费能力提升和百货业的发展需求提供了外生机会

### 1) 区域经济快速发展，带动区域消费能力提升

- “一小时经济圈”和“两江新区”扩展了重庆零售业半径

按到市区一小时里程的半径考虑，重庆市正着手进行“一小时经济圈”建设，该圈集中了 60% 的直

辖市人口，GDP 总量占全市的 78%。“两江新区”最近已获批，这是继上海浦东、天津滨海之后的第三个副省级新区，是中西部最大的新开发区，为经济发展带来了新的机遇。

### ● “成渝经济区”发展规划推动消费

成渝经济区发展规划预计近期将出台，我们预期，经济区优惠政策和政策性产业扶持、基建投资增加、产业结构升级等将从短期到长期持续拉动成渝地区区域经济增长，对商业发展起到巨大的推动作用，带来商业投资机会。

图表 14 重庆市主要经济指标增速排名不断提高

|           |       | 2005A | 2006A | 2007A | 2008A |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 人均GDP     | 增速(%) | 12.37 | 10.83 | 15.99 | 18.67 |
|           | 排名    | 18    | 26    | 9     | 4     |
| 固定资产投资    | 增速(%) | 19.16 | 18.17 | 22.45 | 21.85 |
|           | 排名    | 23    | 15    | 13    | 12    |
| 社会消费品零售总额 | 增速(%) | 13.12 | 14.28 | 16.59 | 21.05 |
|           | 排名    | 26    | 8     | 7     | 1     |

资料来源：国家统计局，CEIC，平安证券研究所

- 建筑业和制造业从业者的回归将是川渝经济和消费拉动的重要力量。近年，川渝地区建筑业、制造业工资增速较大，已经接近广东和江苏等地水平，但川渝地区生活成本仍然偏低。
- 基础建设尤其是交通运输建设是西部地区发展外向型经济的基础，是目前“成渝经济区”发展规划讨论中的热点。

图表 15 重庆支柱产业发展与制造业发展分析

|        |   |                                            |
|--------|---|--------------------------------------------|
| 支柱产业发展 | ✓ | 2009年重庆市汽车工业销售产值达到2580亿元，增长25.2%，仍居各支柱产业之首 |
|        | ✓ | 五大产业中的信息、轻纺、装备制造、材料工业产值均突破千亿元，支柱作用进一步凸显    |
|        | ✓ | 重庆社会结构多业务领域、多元化发展进一步实现，减少了社会经济对单一领域依赖性的风险  |
| 制造业发展  | ✓ | 随着东部沿海地区制造业发展的机会成本增加，制造业“西进”战略逐渐推进         |
|        | ✓ | 重庆制造业投资三年平均增速为46.17%，远高于全国平均水平的28.74%      |
|        | ✓ | 制造业发展促进社会农村经济结构的改善                         |

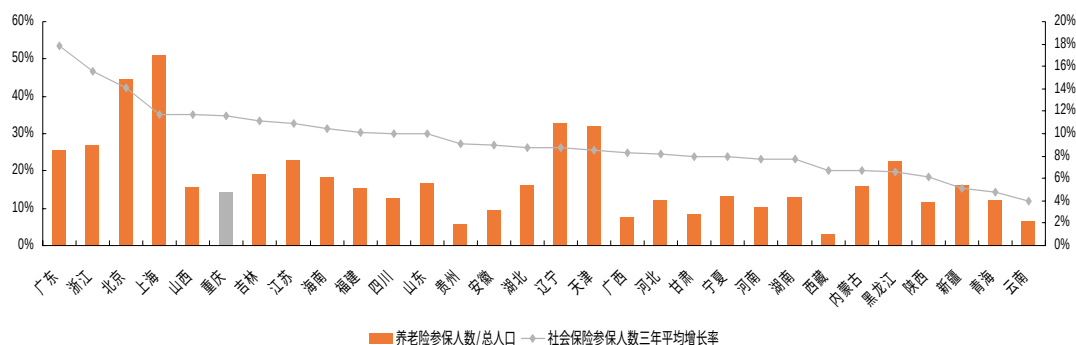
资料来源：国家统计局，重庆市统计局，平安证券研究所

### ● 社会保障的完善增加消费信心

在城镇人均收入增长幅度较小的情况下，消费者的储蓄心理减弱，消费增加。

目前重庆养老险参保率较低，但过去三年社会保险参保率增长明显，增长率在各省市排名中靠前，我们预计，这可能较大的刺激重庆居民消费增长。

图表 16 各省和直辖市社会保险参保情况

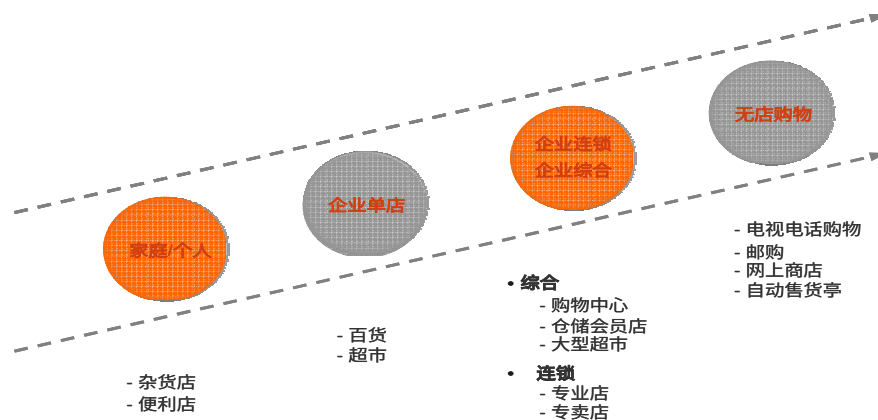


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

## 2) 重庆周围的三四级商圈百货业仍处于初级发展阶段

现代百货业的发展经过了从‘零散化供给’的杂货店到集团化购物中心的规模变革。现阶段，中国一二级商圈百货的表现形式是以企业连锁和综合门店形式为主，便利店和无店购物为辅；而三四级商圈的百货行业中还存在大量的家庭/个人小店。

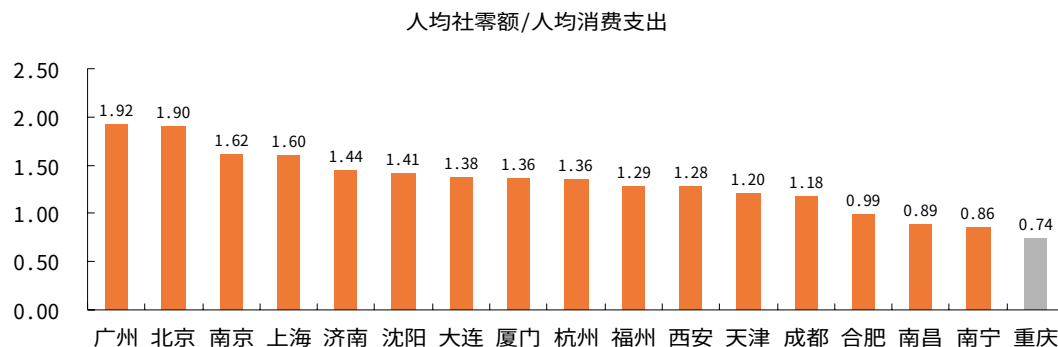
图表 17 现代百货的主要表现形式



资料来源：平安证券研究所

重庆及周边商业成熟度仍然不高，城市商业发展相较东部发达地区滞后，处于现代百货业的成长期。‘零散化供给’的重庆百货业市场有较大的升级和扩张空间。

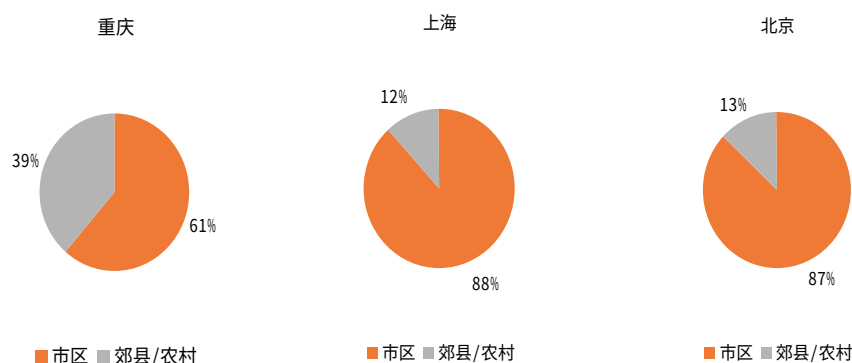
图表 18 重庆商业成熟度低于其他主要省会城市



注：人均社零额与人均消费支出从一个侧面反映城市商业成熟度和辐射力。

资料来源：WIND、平安证券研究所

图表 19 各直辖市批发零售收入来源（城市V.S.农村）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

## 2.3 重百向二三四商圈扩张优势及可能的扩张区域

### 1) 重百存在以下三个扩张优势：

- **品牌**：“解放碑”是重庆的一个标志和象征。随着“解放碑”知名度的扩大，“重庆百货”的品牌效应将得到提升。
- **定位**：重庆百货一直走“大众百货”路线，其主营产品中，服装类和低端家用品占比较大，而其中的非全国或跨国知名的服饰品类占比相对较大，符合二三四商圈新兴商业区的百货消费水平和消费习惯。
- **区域偏好优势**：西部居民相对东部地区居民来说，百货品牌的认知度较弱，对打折促销的敏感程度大。这种偏好与重庆百货对新扩张门店和商品的定位相符。

### 2) 未来重百扩张的可能区域

我们研究重庆百货扩张，发现 3 个特征：

- ✓ 扩张区域：城镇固定居民规模在 30 万以上，门店经营面积约为 9.3 人/平方米。
- ✓ 门店位于当地主要和新兴商业地段。
- ✓ 前期扩张时，采取租赁物业的情况较多，因为考虑租金风险，近期进入方式主要是自建或联建。

综合公司选址宗旨和“成渝经济区”发展规划，我们认为公司在四川二三四商圈扩张的可能区域如下：

图表 20 未来重庆百货在“成渝经济区”二三四商圈扩张可能性

|          | 主要城市            | 扩张可能性                                            |
|----------|-----------------|--------------------------------------------------|
| “川东北城市群” | 广元、广安、南充…       | ✓ 广安及下辖武胜已有门店，且在岳池等地有分店；                         |
|          |                 | ✓ 川东北离重庆地理位置较近，重百品牌效应较强                          |
|          |                 | ✓ 四川省GDP前几位的地级市几乎都在这一区域                          |
| “川南城市群”  | 绵阳、自贡、内江、宜宾…    | ✓ 本地百货业已有一定发展，且有外来竞争者                            |
|          |                 | ✓ 重百发展可能较快，但竞争较激烈                                |
| “渝东北城市群” | 开县、巫山、巫溪、奉节、城口… | ✓ 属于重庆“一小时经济圈”以外，经济发展较重庆其他地方落后，百货业也相对初级（重百已开三家店） |
|          |                 | ✓ 公司向下发展有地域优势和品牌优势                               |

资料来源：平安证券研究所

## 三、重百的内生发展机会

### 3.1 公司毛利率有待提升

公司的综合毛利率从 03 年开始有明显的提升，但行业横向比较而言，仍然远低于其他区域龙头。

图表 21 重庆百货毛利率纵向、横向比较

| 毛利率(%) | 2003A | 2004A | 2005A | 2006A | 2007A | 2008A | 2009A |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 合肥百货   | 13.4  | 13.0  | 11.8  | 13.1  | 14.7  | 16.7  | 16.5  |
| 大商股份   | 14.3  | 15.6  | 15.5  | 20.7  | 20.4  | 18.8  | 18.5  |
| 王府井    | 18.1  | 16.1  | 18.0  | 19.2  | 18.7  | 19.6  | 18.7  |
| 百联股份   | 21.3  | 21.5  | 20.0  | 23.8  | 26.4  | 28.0  | 26.2  |
| 银座股份   | 10.0  | 15.9  | 16.3  | 18.1  | 18.2  | 18.5  | 18.7  |
| 南京中商   | 16.5  | 17.1  | 16.8  | 18.7  | 18.6  | 18.5  | 20.1  |
| 广百股份   | -     | 21.5  | 22.1  | 22.5  | 22.6  | 22.0  | 20.7  |
| 重庆百货   | 14.0  | 15.1  | 14.8  | 14.4  | 15.4  | 15.8  | 15.9  |

资料来源：公司报告、平安证券研究所

毛利率在行业中偏低主要原因在于：

- 超市和家电业务占比大；
- 成熟百货门店以大众百货为主

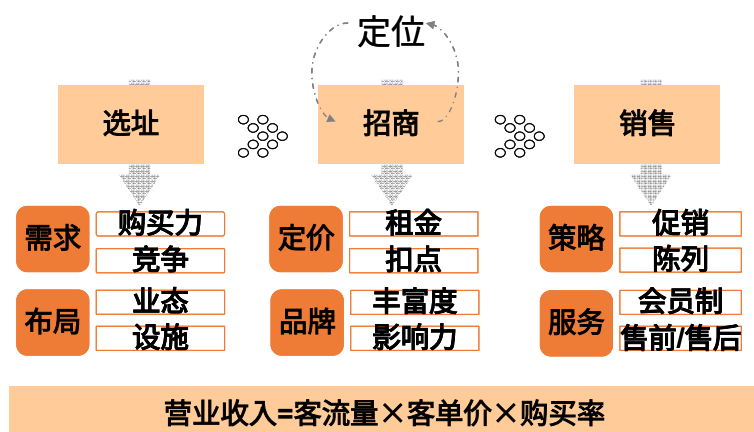
### 3.2 尚熙试水“百货档次提升”

在重庆主城区，重庆百货的“大众百货”定位保证了在中低端百货市场的垄断地位。但在现有中低端消费饱和的情况下，公司主城区门店业绩提升有赖于吸引新的消费群体。

重庆百货能否成功转型为“大众+时尚”百货，主要关注尚熙百货试水是否成功。尚熙百货若试水成功，重百将从定位、招商、布局和销售策略等各方面引导各个门店的定位升级。

我们通过对选址、招商、销售各环节的分析来考察尚熙百货的运营情况。尚熙百货的中高端百货经营仍处于定位调整和招商大幅调整阶段，公司向“大众+时尚百货”转型也有待进一步努力。随着公司与新世纪百货合并，尚熙百货的经营优劣势可能通过与新世纪百货协同效应得到发扬或改善。

图表 22 百货行业营业收入贡献的关键考察点



资料来源：平安证券研究所

在很大程度上，“选址”决定了“客流量”；“招商”决定了“客单价”；“销售”决定了“购买率”。

图表 23 尚熙百货定位与运营分析

|     |     |                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 选 址 | 竞 争 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 选择重庆市传统五区中的相对欠发达商业区</li> <li>✓ 地理位置是门店的竞争优势</li> <li>✓ 标志不明显</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 南坪区的中高端百货尚在起步阶段，暂未有较强的中高端百货竞争对手进入。但由于与超市相比，百货的销售半径相对较大，江北区与解放碑的高端百货销售基本已覆盖南坪的高端百货需求。</li> <li>✓ 位于南坪步行街最中心，比同商圈其他百货有地理位置优势。</li> <li>✓ 门店与元旦购物广场结合，从步行街的一端走过，门店标志完全被元旦购物广场覆盖；且部分品牌定位与元旦购物广场内品牌重叠</li> </ul>                 |
|     | 布 局 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 标志不明显</li> <li>✓ 业态定位</li> <li>✓ 硬件设施先进、完备</li> </ul>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 门店入口的位置不够醒目，且门口位置的布局不符合中高端定位。</li> <li>✓ 在09年楼层增加后，百货业态已比较齐全，但从现代百货动线规划看，布局有效性仍不够高</li> <li>✓ 在每层楼，平均约每400平米一部电梯/一个安全出口</li> </ul>                                                                                          |
| 招 商 | 品 牌 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 不够丰富</li> <li>✓ 影响力低</li> <li>✓ 稳定度低</li> </ul>                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 我们实地调研发现，以较早开始营业的女装楼层来看，一层楼面积约4000平米，品牌专柜为21个左右。</li> <li>✓ 大部分品牌的顾客认知度低：中高端女装楼层销售额最高的品牌为：阿玛施(销售200万元/年)、Pink&amp;Mary(销售100万元/年)、Jessie(销售80万元/年)等，相较其他同等档次百货，销售量低。</li> <li>✓ 尚熙百货的品牌替换率仍然较其他百货高，说明其招商仍处于尝试阶段。</li> </ul> |
| 销 售 | 策 略 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 促销</li> </ul>                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 因品牌认知度不高，需求弹性大，促销带来的收益并不高。</li> </ul>                                                                                                                                                                                       |
|     | 服 务 | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 未见会员制</li> <li>✓ 售前/售后</li> </ul>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 与上游厂商的协调能力不够，售后服务只能保持业界中等的“7天内可退换货”，而街对面的新世纪能够保证“两周无条件退货”。</li> </ul>                                                                                                                                                       |

资料来源：平安证券研究所

图表 24 尚熙百货运营优劣势和与新世纪出现的联动可能

| 尚熙百货试水 | 优/劣势                                               | 与新世纪的联动可能                              |
|--------|----------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 选 址    | “选址”和“客流量”战略上相对成功，标志和大门位置等易改观的方面略显不足。              | -                                      |
| 招 商    | 尚熙门店定位的改变是被动的，因此门店目前定位下招商也是被动的，并未有较成熟的“中高端”品牌布局考虑。 | 消除招商的相互打压；分享新世纪的招商优势；更大的销售规模带来更强的议价能力。 |
| 销 售    | 受招商困境牵制，门店暂时无法形成高效的整体销售策略和服务。                      | 与新世纪合并带来的联动效应：消除恶性促销竞争和打压；售后服务能力增强。    |

资料来源：平安证券研究所

### 3.3 管理水平的提高将进一步提升毛利率

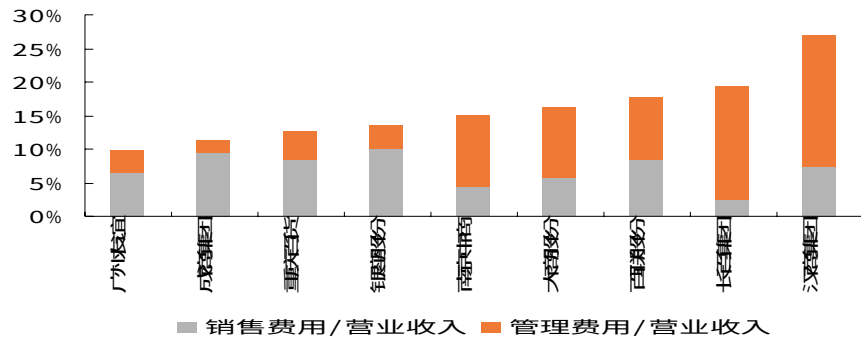
随着公司门店的升级、业务结构的调整、以及新培育门店的成熟带来销售费用降低，公司毛利率将大幅提升。

重百费用率处于同业较低水平。2005 年始，公司收入增长提速，费用控制良好，费用率呈下降趋势，



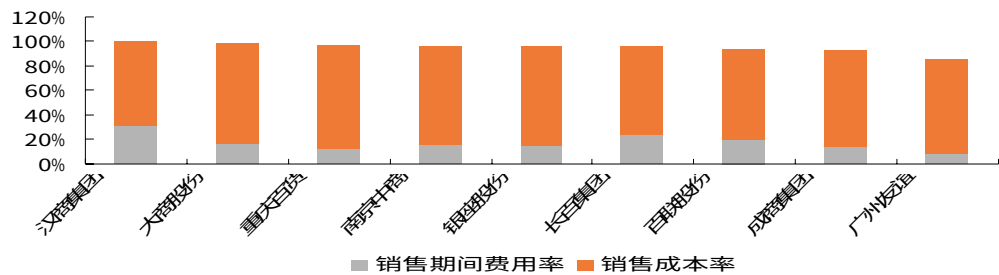
门店效益有大幅提高。在可比上市公司中，公司销售费用率略高，管理费用率较低，两者合计居于行业较低水平。

图表 25 09年费用率行业同比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 26 销售期间费用率与销售成本率的行业对比



资料来源：WIND、平安证券研究所

## 四、 盈利预测与估值

### 4.1 费用率假设

考虑 2008、2009 年新开 3 家门店尚在培育期，今年公司大力度扭亏，全年销售费用率较 2009 年应有一定幅度的控制。

公司 09 年销售费用率因促销加大而有所增加，2010 年随着新门店销售收入的快速增加，销售费用率有下降空间；2010 年管理费用率会因新开门店放缓以及管理优化而有所下降；由于预期资本支出减速以及利息率下降，未来两年财务费用率会有降低。

图表 27 期间费用率假设

|             | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率(%)    | 8.1   | 8.5   | 8.5   | 8.1   | 7.9   |
| 管理费用率(%)    | 4.2   | 4.1   | 4.0   | 4.0   | 4.0   |
| 财务费用率(%)    | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.1   |
| 期间费用率合计 (%) | 12.6  | 12.9  | 12.8  | 12.3  | 12.1  |

资料来源：平安证券研究所

## 4.2 PE 相对估值（考虑合并因素）：合理估值区间为 45-50 元/股。

不考虑合并情况下，我们预测重庆百货 2010-2012 年的 EPS 分别为：0.85、1.15 和 1.39 元，以 2010 年 6 月 30 日 41.04 元的收盘价计算，公司三年的 PE 值分别为 48 倍、36 倍和 29 倍。参考目前行业重点公司的估值水平，公司估值处于较高的位置，我们认为，其主要原因是市场对公司与新世纪合并有强烈的正面预期。

合并对公司 EPS 的增厚效应较大，预测重庆百货与新世纪合并后 2010-2012 年 EPS 分别为：1.32、1.49、1.73。仍以 2010 年 6 月 30 日 41.04 元的收盘价计算，公司三年动态 PE 值分别为 31、28 和 24 倍，估值处于行业较低水平。考虑与新世纪合并的正面预期，按估值日行业平均 PE36 倍上下浮动 5%，给予公司 10 年 PE 区间 34-38 倍，合理价格区间为 45-50 元。

图表 28 A股重点公司股值比较（2010年6月30日）

| 证券简称 | 收盘价(元) | 每股收益平均值(元) |       |       | PE (倍) |       |       |
|------|--------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
|      |        | 2010E      | 2011E | 2012E | 2010E  | 2011E | 2012E |
| 西单商场 | 9.4    | 0.12       | 0.17  | 0.22  | 75.1   | 54.1  | 41.7  |
| 大商股份 | 42.3   | 0.98       | 1.54  | 1.97  | 43.1   | 27.4  | 21.5  |
| 友阿股份 | 20.1   | 0.60       | 0.80  | 1.03  | 33.6   | 25.3  | 19.5  |
| 南京新百 | 8.7    | 0.27       | 0.56  | 0.85  | 31.7   | 15.7  | 10.2  |
| 兰州民百 | 8.4    | 0.27       | 0.34  | 0.34  | 31.4   | 24.6  | 25.0  |
| 银座股份 | 25.4   | 0.82       | 1.10  | 1.37  | 30.9   | 23.2  | 18.6  |
| 中兴商业 | 12.0   | 0.39       | 0.65  | 0.78  | 30.5   | 18.6  | 15.4  |
| 成商集团 | 14.0   | 0.46       | 0.80  | 1.05  | 30.2   | 17.5  | 13.4  |
| 武汉中商 | 8.2    | 0.27       | 0.33  | 0.41  | 29.6   | 25.0  | 20.0  |
| 新华百货 | 32.8   | 1.11       | 1.32  | 1.54  | 29.6   | 24.9  | 21.4  |
| 王府井  | 34.0   | 1.22       | 1.52  | 1.87  | 27.9   | 22.4  | 18.2  |
| 平均值  |        |            |       |       | 35.8   | 25.3  | 20.4  |

资料来源：WIND，平安证券研究所

## 4.3 绝对估值（不考虑合并因素）：DCF 现值为 35.38 元

在不考虑新世纪合并因素的情况下，我们此处给出了 DCF 绝对估值结果作为参考，根据贴现率和永续增长假设，DCF 预测每股价值为 35.38 元。公司长期价值大于 09 年的短期相对价值，也表明对公司的长期投资具备较好的安全边际。

图表 29 DCF估值假设与结果

| 贴现率与永续增长假设：      |       | 估值结果输出：    |       |
|------------------|-------|------------|-------|
| 贝塔值 ( $\beta$ )  | 1.05  | 总股本价值 (亿元) | 83.64 |
| 无风险利率 (%)        | 3.81  | 股本 (亿股)    | 2.04  |
| 市场收益率 (%)        | 8.00  | 每股价值 (元)   | 35.38 |
| 股权资本成本 ( $K_e$ ) | 8.19  | PE (隐含)    | 41.62 |
| 债务成本 $K_d$ (%)   | 4.19  | PE (市场)    | 48.24 |
| 目标资产负债率 (%)      | 37.51 |            |       |
| WACC (%)         | 6.68  | 每股价值 (元)   | 35.38 |

资料来源：平安证券研究所

图表 30 DCF估值敏感性分析

|      |       | 永续增长率g |       |       |       |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| WACC | 35.38 | 0.00%  | 1.00% | 2.00% | 3.00% |
|      | 5.68% | 36.57  | 42.84 | 52.49 | 69.35 |
|      | 6.18% | 33.64  | 38.74 | 46.28 | 58.56 |
|      | 6.68% | 31.15  | 35.38 | 41.40 | 50.71 |
|      | 7.18% | 29.01  | 32.55 | 37.47 | 44.73 |
|      | 7.68% | 27.15  | 30.16 | 34.23 | 40.04 |

资料来源：平安证券研究所

#### 4.4 物业升值潜力巨大，支撑股价

公司前期所开门店多属于自有物业经营，后期逐渐倾向于租赁或联建。

公司在重庆市主城区枢纽位置两路口拥有重百大酒店物业，楼高 24 层。目前重庆百货已退出酒店业务，该物业将重新装修后作为办公楼，估计自用约 10 层，其他物业出租。预计三年后目前正在改造的两路口地段重新恢复繁华，物业升值幅度可能较大。

- 1) 现有百货物业估值：按照门店附近相近档次在售商业物业平均价格，我们估算了重百百货门店的物业价值。

图表 31 重庆百货现有百货物业估值（2010年5月）

| 百货门店 | 自有面积 (m <sup>2</sup> ) | 地址     | 附近商业物业平均价(元) | 物业估值(亿元) |
|------|------------------------|--------|--------------|----------|
| 江北商场 | 16,720                 | 观音桥    | 15,000       | 2.51     |
| 沙坪商场 | 16,693                 | 三峡广场   | 13,000       | 2.17     |
| 永川商场 | 11,687                 | 渝西广场   | 4,000        | 0.47     |
| 万州一店 | 8,600                  | 太白路商业街 | 4,000        | 0.34     |
| 重百大楼 | 26,000                 | 解放碑    | 18,000       | 4.68     |
| 南坪商场 | 17,960                 | 天龙广场   | 11,000       | 1.98     |
| 涪陵商场 | 10,965                 | 南门山    | 4,600        | 0.50     |
| 北碚商场 | 19,270                 | 天生街道   | 5,200        | 1.00     |
| 广安商场 | 5,479                  | 广宁路    | 3,500        | 0.19     |
| 泸州商场 | 33,000                 | 中天时代广场 | 4,200        | 1.39     |
| 总计   | 约17万                   |        |              | 约15.23亿  |

资料来源：公司报告、重庆房地产信息网、平安证券研究所

- 2) 合并后的新重百仅百货物业估值约达 36 亿元。与物业规模相近的其他百货公司相比，其物业价

值偏低。我们认为这很大程度上是由区域经济决定的。预期重庆地区商业物业将受益于区域经济快速发展，公司物业未来升值空间巨大。

图表 32 新世纪百货现有百货物业估值（2010年5月）

| 门店    | 自有面积<br>(m <sup>2</sup> ) | 地址     | 附近商业物业平均价(元) | 物业估值(亿元) |
|-------|---------------------------|--------|--------------|----------|
| 世纪新都  | 62,743                    | 观音桥    | 15,000       | 9.41     |
| 凯瑞商都  | 9,039                     | 三峡广场   | 13,000       | 1.18     |
| 江南商都  | 12,640                    | 南坪步行街  | 11,000       | 1.39     |
| 涪陵商都  | 33,726                    | 兴华中路   | 4,800        | 1.62     |
| 瑞成商都  | 35,956                    | 杨家坪步行街 | 12,000       | 4.31     |
| 万州商都  | 30,578                    | 高笋塘    | 4,200        | 1.28     |
| 开县商都  | 18,067                    | 开州大道   | 4,000        | 0.72     |
| 綦江商都  | 7,474                     | 古南镇交通路 | 3,500        | 0.26     |
| 永川新城店 | 9,181                     | 人民西路   | 4,100        | 0.38     |
| 总计    | 约21万                      |        |              | 约20.56亿  |

资料来源：公司报告、重庆房地产信息网、平安证券研究所

## 4.5 风险提示

- 1) 收购新世纪百货尚未完成，我们依据收购草案的预测，可能与最后实际收购情况有出入；
- 2) 区域经济的增长可能出现阶段性衰退，致使我们对其判断出现偏差；
- 3) 尚熙百货和重百乐山店仍未显示良好增长，而新开门店培育时间可能超出预期；
- 4) 可能由于我们对公司 10 年管理费用的判断偏差，带来一定盈利预测风险；

| 资产负债表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>流动资产</b>    | 1,398 | 1,577 | 1,888 | 2,266 |
| 现金             | 617   | 711   | 863   | 1,131 |
| 应收账款           | 6     | 11    | 14    | 15    |
| 其他应收款          | 13    | 25    | 27    | 29    |
| 预付账款           | 128   | 154   | 181   | 204   |
| 存货             | 631   | 659   | 779   | 874   |
| 其他流动资产         | 2     | 17    | 24    | 13    |
| <b>非流动资产</b>   | 1,336 | 1,361 | 1,392 | 1,396 |
| 长期投资           | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 固定资产           | 1,119 | 1,142 | 1,143 | 1,139 |
| 无形资产           | 26    | 21    | 16    | 10    |
| 其他非流动资产        | 183   | 191   | 226   | 239   |
| <b>资产总计</b>    | 2,734 | 2,939 | 3,280 | 3,662 |
| <b>流动负债</b>    | 1,774 | 1,744 | 1,898 | 2,106 |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 718   | 782   | 923   | 1,036 |
| 其他流动负债         | 1,056 | 962   | 974   | 1,071 |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 100   | 100   | 50    |
| 长期借款           | 0     | 100   | 100   | 50    |
| 其他非流动负债        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 1,774 | 1,844 | 1,998 | 2,156 |
| 少数股东 权益        | 20    | 21    | 23    | 25    |
| 股本             | 204   | 204   | 204   | 204   |
| 资本公积           | 92    | 92    | 92    | 92    |
| 留存收益           | 645   | 778   | 964   | 1,185 |
| 归属母公司股东权益      | 941   | 1,073 | 1,259 | 1,480 |
| <b>负债和股东权益</b> | 2,734 | 2,939 | 3,280 | 3,662 |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>经营活动现金流</b> | 544   | 142   | 318   | 495   |
| 净利润            | 159   | 175   | 237   | 286   |
| 折旧摊销           | 133   | 116   | 129   | 142   |
| 财务费用           | 20    | -12   | -12   | -18   |
| 投资损失           | -6    | -3    | -4    | -4    |
| <b>营运资金变动</b>  | 255   | -140  | -32   | 89    |
| 其他经营现金流        | -17   | 6     | -1    | -0    |
| <b>投资活动现金流</b> | -74   | -121  | -128  | -132  |
| 资本支出           | 81    | 112   | 113   | 115   |
| 长期投资           | 0     | -2    | 1     | -0    |
| 其他投资现金流        | 7     | -10   | -14   | -18   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -87   | 72    | -37   | -95   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -45   | 100   | 0     | -50   |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -42   | -28   | -37   | -45   |
| <b>现金净增加额</b>  | 384   | 93    | 152   | 268   |

| 利润表             |       |       |        |        |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 单位:百万元          |       |       |        |        |
| 会计年度            | 2009A | 2010E | 2011E  | 2012E  |
| <b>营业收入</b>     | 7,312 | 8,686 | 10,259 | 11,509 |
| 营业成本            | 6,152 | 7,357 | 8,692  | 9,752  |
| 营业税金及附加         | 51    | 53    | 64     | 73     |
| 营业费用            | 621   | 741   | 835    | 914    |
| 管理费用            | 303   | 347   | 410    | 460    |
| 财务费用            | 20    | (12)  | (12)   | (18)   |
| 资产减值损失          | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 6     | 3     | 4      | 4      |
| <b>营业利润</b>     | 171   | 202   | 274    | 331    |
| 营业外收入           | 13    | 9     | 11     | 12     |
| 营业外支出           | 2     | 5     | 6      | 6      |
| <b>利润总额</b>     | 182   | 206   | 278    | 337    |
| 所得税             | 23    | 31    | 42     | 50     |
| <b>净利润</b>      | 159   | 175   | 237    | 286    |
| 少数股东损益          | 2     | 2     | 2      | 2      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 157   | 173   | 235    | 284    |
| EBITDA          | 324   | 306   | 391    | 455    |
| EPS (元)         | 0.77  | 0.85  | 1.15   | 1.39   |

#### 主要财务指标

| 会计年度            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 13.9  | 18.8  | 18.1  | 12.2  |
| 营业利润 (%)        | (1.4) | 18.2  | 35.3  | 20.9  |
| 归属母公司股东权益 (%)   | (3.6) | 10.6  | 35.4  | 21.0  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 15.9  | 15.3  | 15.3  | 15.3  |
| 净利率 (%)         | 2.1   | 2.0   | 2.3   | 2.1   |
| ROE(%)          | 16.7  | 16.2  | 18.7  | 19.2  |
| ROIC(%)         | 40.5  | 28.2  | 35.0  | 48.5  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 64.9  | 62.7  | 60.9  | 58.9  |
| 净负债比率 (%)       | 0.0   | 5.4   | 5.0   | 2.3   |
| 流动比率            | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.1   |
| 速动比率            | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 2.9   | 3.1   | 3.3   | 3.3   |
| 应收账款周转率         | 835.8 | 948.2 | 769.2 | 758.3 |
| 应付账款周转率         | 9.3   | 9.8   | 10.2  | 10.0  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.77  | 0.85  | 1.15  | 1.39  |
| 每股经营现金流         | 2.7   | 0.7   | 1.6   | 2.4   |
| 每股净资产           | 4.6   | 5.3   | 6.2   | 7.3   |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 53.4  | 48.2  | 35.6  | 29.4  |
| P/B             | 8.9   | 7.8   | 6.6   | 5.7   |
| EV/EBITDA       | 23.8  | 25.2  | 19.7  | 17.0  |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257