

超市整合效果显著 区外店进入成熟期

——重庆百货（600729）半年报点评

要点：

今日，重庆百货（600729）公布半年报：报告期内营业收入 44.91 亿元，同比增长 19.90%，实现利润总额 12,975.10 万元，同比 28.93%，实现净利润（归属于母公司所有者的净利润）10,874.03 万元，同比 29.40%。EPS0.53 元，每股净资产 4.94 元，每股经营性现金流 0.89 元。

- **百货、电器销售增长迅速，带动公司整体销售。**上半年，百货、超市、电器子业态销售收入分别增长 28.15%、3.68% 和 24.18%，百货和电器销售增速明显快于公司整体，是上半年销售增长的主要来源。拉动百货、电器销售增长的主要原因在于公司节庆促销活动效果明显，元旦、春节、以及司庆 60 周年主题促销实现的销售量占到全部销售量的 55.30%，而三个节庆销售增速分别为 27.4%、20.3% 和 28.67%。但促销的负面效应也比较明显，百货毛利率下降 3.03 个百分点。
- **利润增长来自超市利润增长、区外店减亏以及主城区店毛利额的增加。**上半年，利润增长 29.4%，快于 19.9% 的收入增长，利润增长来自超市利润增长、区外店减亏和主城区店毛利额的增加。虽然超市收入增长只有 3.68%，但供应链整合，特别是自营商品管理卓有成效，估计今年上半年超市的净利率可达到 2.7%，而去年全年只有 0.73%。经过多年培育，二三线城市网点开始步入成熟期，2009 年达到盈亏平衡的区外店已有 11 家，亏损额较大的武圣、泸州、乐山店也有明显减亏，随着销售收入的增长，区外店盈利能力开始体现。公司在主城区的门店收入占到百货销售收入的 50%，虽然大力度促销影响了毛利率，但收入增长带来毛利额的增长，也为利润增长做出部分贡献。
- **资产注入事件如期进展。**2010 年 6 月，公司调整了资产收购方案，将新世纪资产评估值下调 5%，并将备考盈利的现金补偿调整为股票补偿，6 月 18 日董事会决议通过新的资产收购方案，我们认为此举是公司对于证监会评审意见的例行反馈，证监会对新世纪资产注入事项的审核如期进行。
- **维持“推荐”评级。**公司最大看点在重百与新世纪的整合效应，受益于区域垄断、地区经济快速发展，地区消费升级，公司未来几年将保持超速增长，但大规模的整合动作还要等证监会对资产注入方案的审批通过。预计 2010 年至 2012 年每股收益分别为 0.98 元、1.34 元和 1.68 元，对应动态 PE 分别为 43.3X、31.7X 和 25.3X；根据备考盈利预测，预计合并报表后未来三年业绩将提升至 1.43 元、1.61 元、1.93 元，对应动态 PE 为 29.76X、26.47X 和 2.05X。目前估值合理，维持“推荐”评级。

见末页免责声明

分析师

姚雯琦：

☎(86-755) 83515144

✉ yaowenq@cgws.com

执业证书编号：S1070208080274

投资评级：推荐（维持）

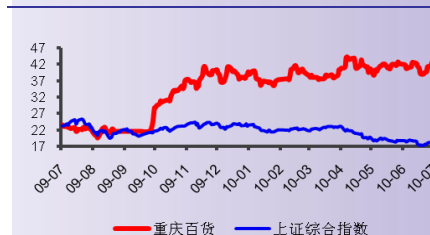
市场数据

总市值（百万元）	8,670
流通市值（百万元）	5,769
总股本（百万股）	204.00
流通股本（百万股）	135.75
12 个月最高/最低	45.60/19.60
十大流通股（%）	25.41%
股东户数	3,399

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	731233	876748	1034563	1262167
(+/-%)	13.9%	19.9%	18.0%	22.0%
净利润（万元）	15673	20011	27380	34301
(+/-%)	-3.6%	27.7%	36.8%	25.3%
摊薄 EPS	0.768	0.981	1.342	1.681
市盈率	55.3	43.3	31.7	25.3

股价表现



相关报告

- 《经营走出低谷，估值看高一线》20090826
- 《博弈渐入佳境》20090902
- 《收购方案超预期，上调目标价位》20091012
- 《坚定看好公司基本面 维持“推荐”评级》20091015
- 《费用控制提升业绩 促销影响毛利率》20091018
- 《苦练内功 静待腾飞》20100301

附：盈利预测表

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	731233	876748	1034563	1262167	成长性				
营业成本	615246	738661	867481	1057065	营业收入增长	13.9%	19.9%	18.0%	22.0%
销售费用	62098	73208	86903	105391	营业成本增长	13.8%	20.1%	17.4%	21.9%
管理费用	30302	32878	38279	47962	营业利润增长	-1.4%	39.7%	36.8%	25.3%
财务费用	1967	2000	2000	2000	利润总额增长	0.7%	31.1%	36.8%	25.3%
投资净收益	593	0	0	0	净利润增长	-3.6%	27.7%	36.8%	25.3%
营业利润	17107	23894	32693	40957	盈利能力				
营业外收支	1125	0	0	0	毛利率	15.9%	15.8%	16.2%	16.3%
利润总额	18232	23894	32693	40957	销售净利率	2.1%	2.3%	2.6%	2.7%
所得税	2325	3584	4904	6144	ROE	16.3%	17.2%	19.0%	19.2%
少数股东损益	234	299	409	513	ROIC	21.0%	39.2%	62.2%	116.6%
净利润	15673	20011	27380	34301	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%
流动资产	139826	195038	249398	345653	管理费用/营业收入	4.1%	3.8%	3.7%	3.8%
货币资金	61734	101311	139313	211504	财务费用/营业收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
应收账款	616	738	871	1063	投资收益/营业利润	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	193	0	0	0	所得税/利润总额	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	63148	75815	89037	108495	应收账款周转率	1080.01	1089.42	1069.79	#REF!
非流动资产	133585	134235	144934	138216	存货周转率	8.85	8.96	8.78	#REF!
固定资产	112873	117925	133026	130711	流动资产周转率	4.37	3.95	3.48	#REF!
资产总计	273411	329273	394332	483869	总资产周转率	2.43	2.42	2.36	#REF!
流动负债	177391	212943	250213	304937	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	64.9%	64.7%	63.5%	63.0%
应付款项	99545	119513	140355	171029	流动比率	0.79	0.92	1.00	1.13
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	0.43	0.56	0.64	0.78
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	177391	212943	250213	304937	EPS	0.768	0.981	1.342	1.681
股东权益	96020	116330	144119	178932	每股净资产	4.71	5.70	7.06	8.77
股本	20400	20400	20400	20400	每股经营现金流	2.67	2.66	3.15	4.05
留存收益	73662	93673	121053	155354	每股经营现金/EPS	3.5	2.7	2.3	2.4
少数股东权益	1957	2257	2666	3179	估值				
负债和权益总计	273411	329273	394332	483869	PE	55.3	43.3	31.7	25.3
现金流量表 (万元)					PEG	1.85	1.40	1.25	-
经营活动现金流	54419	54202	64304	82537	PB	9.0	7.5	6.0	4.8
其中营运资本减少	27732	19918	20910	30661	EV/EBITDA	27.27	21.75	17.24	14.45
投资活动现金流	-7375	-14625	-26302	-10346	EV/SALES	1.19	0.99	0.84	0.69
其中资本支出	-8105	-14625	-26302	-10346	EV/IC	13.80	17.56	19.07	50.44
融资活动现金流	-8679	0	0	0	ROIC/WACC	1.81	3.38	5.36	10.04
净现金总变化	38365	39578	38001	72192	REP	7.61	5.20	3.56	5.02

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

承诺: 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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>