

重庆百货(600729.sh)

人事架构有望二季度出台，深度整合效应显现仍需等待

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020002

近日我们对重庆百货进行了调研，与公司管理层就公司一季度经营情况、双方整合进展及未来市场拓展思路等投资者关注问题进行了交流。

老重百一季报强劲增长扮靓合并业绩

合并后重庆百货一季度完成销售收入 79.2 亿，同比增长 23.73%，其中母公司老重百销售增长 24.83%，新世纪收入增长 23%。由于母公司一季度费用率下降较快，使得其业绩同比增长大约 53%，带动合并业绩增长 33% 领先收入增速。

公司人力成本承压

公司去年销售人员工资费用提升 42%，导致 2010 年全年人工费用率从 4.21% 上升到 4.78%。公司管理层认为现阶段人力成本的快速上涨对公司发展和利润造成了较大的影响。

人事整合有望二季度出台

新世纪和老重百 2010 年已经实现了合并报表，现在正在积极进行人事方面的搭建工作，上市公司层面正职和副职逐渐清晰，预计整体管理层部署会在二季度会出台，之后会进行公司管理架构和业务架构的建设。

投资建议

我们看好公司在重庆市及周边省份的垄断性议价能力带来的毛利率提升，以及合并后经营协同效应所带来的期间费用率的下降。公司以重庆市为基础，稳健的进行外延扩张和渠道下沉，未来增长动力和方向明确，看好公司在西南区域发展空间。考虑到人力成本上升，我们略调低公司 2011 年 EPS 至 1.79 元，调高 2013 年 EPS 3.17 元，维持买入评级和目标价 55 元。

风险提示

人力和租赁物业成本继续上升、外延扩张门店培育期过长的风险

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,312.33	21,212.74	24956	28960	33099
增长率(%)	13.89%	190.10%	17.6%	16.0%	14.3%
EBITDA(百万元)	298.87	784.98	1023	1300	1726
净利润(百万元)	156.73	527.25	667	857	1183
增长率(%)	-3.63%	236.41%	26.5%	28.5%	38.1%
每股收益(元)	0.768	1.413	1.79	2.30	3.17
市盈率	52.26	31.14	24.9	19.4	14.0
市净率	8.71	7.48	5.8	4.5	3.4
EV/EBITDA	25.41	15.91	12.4	9.1	6.4

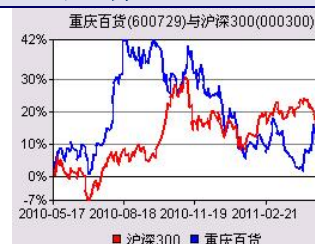
数据来源:重庆百货大楼股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	44.55
目标价格(元)	55.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.09%	3.60%	9.92%
沪深 300	-7.70%	-4.56%	8.10%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

373.09/136.17

主要股东:

重庆商社(集团)有限公司

主要股东持股比例

45.42%

财务比率

ROE	24.01%
ROA	11.13%
资产负债率	74.16%
每股净资产(元)	5.89

2010 年报数据

靓丽一季报源于老重百快速增长

合并后重庆百货一季度完成销售收入79.2亿，同比增长23.73%，其中母公司老重百实现销售收入30.64亿，增长24.83%，新世纪贡献收入48.5亿，增长23%。由于老重百一季度费用率下降较快，使得其业绩同比增长大约53%，带动合并公司业绩增长33%领先收入增速。

表 1: 2011 年一季报老重百与新世纪经营概况(万元)

报表类型	合并报表	重庆百货	新世纪
营业收入	792,028.82	306,374.90	485,653.92
增长率	23.73%	24.83%	23.04%
毛利率	12.71%	14.17%	11.79%
毛利率同比变动	-0.10%	-0.56%	0.17%
销售费用率	6.60%	5.33%	7.41%
同比变动	-0.14%	-1.03%	0.42%
管理费用率	1.77%	3.28%	0.81%
同比变动	-0.23%	-0.41%	-0.13%
期间费用率整体变动	-0.37%	-1.45%	0.30%
净利润增长率	33.41%	53.94%	17.36%
净利润率	3.07%	4.02%	2.47%
同比变动	0.22%	0.76%	-0.12%

数据来源：公司季报、广发证券发展研究中心

老重百一季度利润快速增长的主要原因在于公司2007-2008年度新开门店进入高速盈利期，2009-2010年新开门店也基本实现扭亏和大幅减亏，如泸州店2010年亏损600多万、乐山店亏损900多万、尚溪店亏损2000多万，今年一季度泸州店已经扭亏、乐山店今年可以实现减亏、尚溪店预计亏损幅度会小幅缩减。

一季度在通胀背景下，各业态表现均好于管理层之前预期，重百成熟门店得益于客流量和客单价的同时提升，一季度收入与利润增长均在10%以上，新世纪成熟百货门店一季度收入增长20%。

表 2: 公司主力门店 2010 年销售收入

老重百主要门店		新世纪主要门店	
门店	含税收入	门店	含税收入
解放碑店	6 亿	世纪新都店	20 亿
沙坪坝店	5 亿	解放碑店	10 亿
北碚店	2 亿	沙坪坝店	10 亿
江北店	3 亿	杨家坪店	7 亿
南坪店	2 亿	南岸店	4 亿

数据来源：广发证券发展研究中心

五一小长假期间老重百销售增幅14.4%；新世纪销售在19%左右，仍保持较好的增长态势。

公司人力成本承压

公司管理层认为现阶段人力成本的快速上涨对公司发展和利润造成了较大的不利

影响。重庆近年来经济发展迅速，政府相继引入了电子产业等劳动力吸纳能力较强的制造加工业，在劳动力获取方面公司会受到影响。新世纪在职员工共10000人左右，2010年商场一线员工工资涨幅至少15%-20%，但仍然感受到一些岗位上招工困难。老重庆百货目前发工资的员工在8000多人，在职员工人均工资去年增幅在23%左右。

表 4：公司费用分项变动明细（百万）

2010 年销售费用分项变化		
	2009 年	2010 年
工资	517.8	736.3
		42%
租赁	255.7	282.5
		10%
折旧	72.4	78.8
		9%
水电	231.4	242.1
		5%
其他	498.4	600.6
		21%
合计	1575.7	1940.3
		23%
销售费用率	8.84%	9.15%
2010 年管理费用分项变化		
	2009 年	2010 年
工资	233.1	278.3
		19%
折旧+租赁	76.2	77.1
		1%
消费性税金	22.8	24
		5%
其他	83.5	115.3
		38%
合计	415.6	494.7
		19%
管理费用率	2.33%	2.33%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从公司披露的费用明细来看，2010年公司与销售相关员工工资费用提升42%，管理人员工资增长略低，提升幅度为19%，导致2010年全年人工费用率从4.21%上升到4.78%。现有公司一线员工每年人力成本2万多元（不算后台公司社保缴纳部分，加上该部分成本将超过3万元），而今年一季度费用增长中有50%来自于员工工资的增长。管理层认为人员工资成本上升刚性，公司只能通过销售的提升来进行消化，公司对人力成本目标为将其控制在收入增长幅度之内。

整合进程：人事架构有望二季度出台

新世纪和老重百2010年已经实现了合并报表，现在正在积极进行人事方面的搭

建工作，上市公司层面正职和副职逐渐清晰，预计整体管理层部署会在二季度会出台。之后会进行公司管理架构和业务架构的建设，重点是明确未来公司运营是维持现有格局还是按业态重新划分，预计需要半年到一年时间。采购、物流和财务等后台支持部分的整合会等公司业务架构明确后相继开始进行。大股东、战略投资者和政府各方都希望整合进程能尽早完成。战略投资者新天域方面，更希望本次整合能够提升公司的市场化水平，并期望股权激励能够在管理层架构完成后尽快推行。

合并后两家公司在经营上的协同效应已经有所显现，今年前四个月公司没有进行额外的促销手段，双方在商业竞争上已经有所控制。如果能够实现合理有效整合，百货上协同效应将会很明显。尽管公司毛利率水平低于同行业均值，但管理层认为主要是由于其一，重庆商业竞争激烈，主城区由两江分隔，几乎每个区都有自己的商圈，每个商圈都有若干家百货公司，商圈和商场彼此竞争激烈，而超市方面重庆主城区常住人口600万，有标准超市200家，基本饱和；其二，公司业态组合中超市和家电占比较大，两者毛利率水平普遍低于百货类，故拉低了整体毛利率水平。

基于以上两个原因，公司认为毛利率的提升有空间但需要管理团队付出努力才能实现，同时也要取决于整合的方向和进度。

图1：中西部重点商业公司毛利率比较

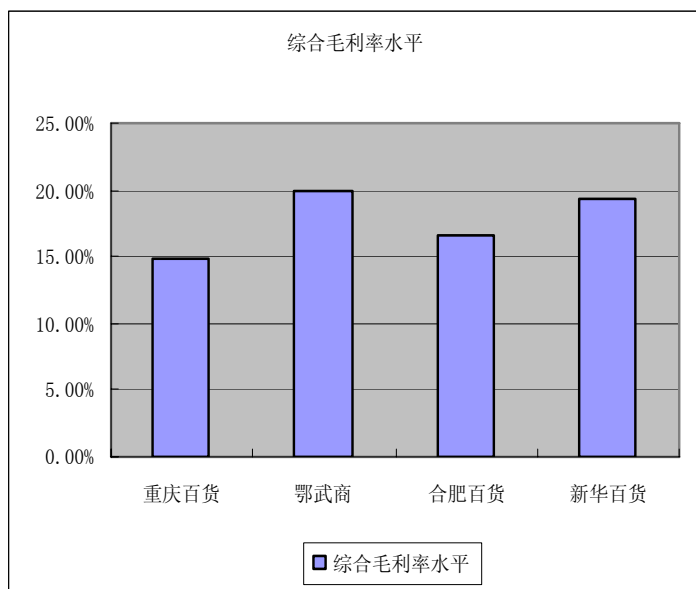
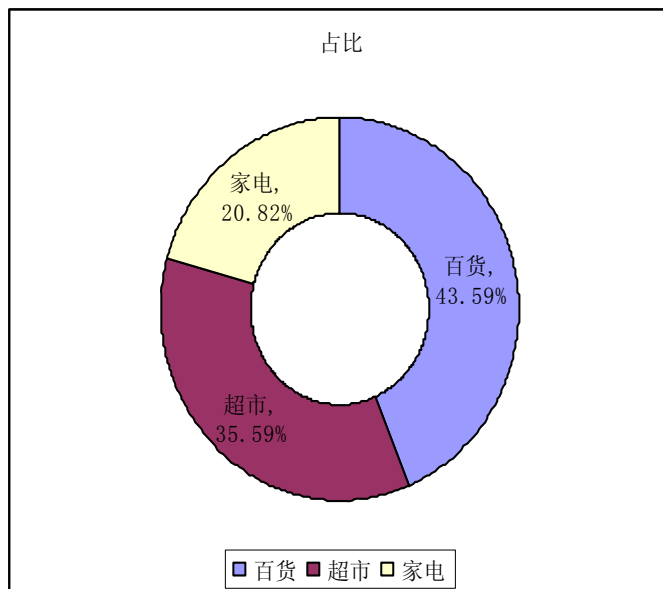


图2：新重庆百货主营业务构成



数据来源：公司年报、WIND、广发证券发展研究中心

公司未来拓展思路

管理层认为中西部地区的百货行业还有很大发展空间，行业尚处于上升期，未来5-10年基本消费品增长速度会快于GDP增长，而且西南的地级市开店空间仍然很大。本年公司已经开出门店有年初新开的新世纪大渡口店、4月份新开的新世纪永川店，以及4月29日在巴南区新开重百李家沱店。超市方面新世纪计划每年新开6-7家店，重百方面计划年新开超市5-6家，主要仍是重庆市内的加密战略。

表 5：公司 2011-2012 预计新开门店

	2011 年	2012 年
重庆百货	李家沱店	彭州店、梁平店、秀山店、大足店、丰都扩容工程等
新世纪	大渡口店、永川店	1-2 家

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现在公司自有物业比重在40%以上，未来展店会在租赁和购买物业之间进行权衡，新开店会尽量选择自有物业，长期来看是划算的。西南地区近年来物业成本上涨很快，对公司影响逐渐加大。以前商业物业租金40-50元每月，但今年已经涨到70-100元每月。

在超市方面也已经渐渐摆脱永辉进入重庆市场以来给公司超市业务带来的冲击。永辉超市定位低端，商品售价较低，跟重庆市居民消费结构比较吻合，故在初期发展较快，之前确实对公司超市业务存在一定的冲击，近年来公司从管理层层面转变思维，加大生鲜发展力度，压缩采购环节，在敏感品类上做到和永辉基本一致，与永辉的竞争已经进入相持阶段。同时公司超市业务主要锁定收入较高的消费阶层，未来的业绩弹性和稳定性将强于永辉。

投资建议

我们看好公司在重庆市及周边省份的垄断性议价能力带来的毛利率提升，以及合并后经营协同效应所带来的期间费用率的下降。公司以重庆市为基础，稳健的进行外延扩张和渠道下沉，未来增长动力和方向明确，看好公司在西南区域发展空间。考虑到人力成本上升压力，我们略调低公司 2011 年 EPS 至 1.79 元，调高 2013 年 EPS 3.17 元，维持买入评级和目标价 55 元。

风险提示

- 1、人力和租赁物业成本继续上升；
- 2、外延扩张门店培育期过长的风险

资产负债表

单位：百万元

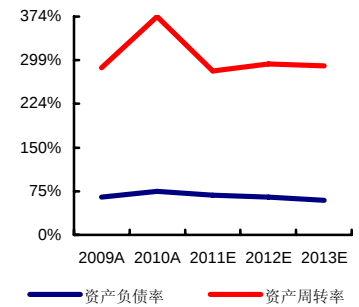
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,398	6,156	6,153	7,323	8,533
货币资金	617	3,957	3,961	4,777	5,626
应收及预付	149	698	799	934	1,073
存货	631	1,501	1,393	1,612	1,835
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,336	2,450	2,992	3,297	3,678
长期股权投资	7	13	13	13	13
固定资产	1,119	2,046	2,339	2,397	2,523
在建工程	10	115	315	515	715
无形资产	147	209	257	302	349
其他长期资产	53	67	67	70	78
资产总计	2,734	8,607	9,145	10,620	12,212
流动负债	1,774	6,383	6,247	6,857	7,253
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,756	6,271	6,127	6,707	7,066
其他流动负债	18	112	120	150	188
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	1,774	6,383	6,247	6,857	7,253
股本	204	373	373	373	373
资本公积	92	409	409	409	409
留存收益	645	1,414	2,081	2,938	4,121
归属母公司股东权益	941	2,196	2,864	3,720	4,903
少数股东权益	20	28	34	43	55
负债和股东权益	2,734	8,607	9,145	10,620	12,212

利润表

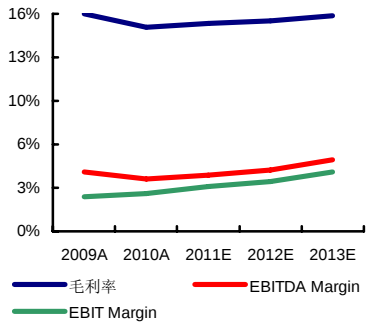
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	7312	21213	24956	28960	33099
营业成本	6152	18051	21178	24513	27901
营业税金及附加	51	138	172	200	232
销售费用	621	1940	2247	2563	2830
管理费用	303	495	548	634	695
财务费用	20	10	20	33	38
资产减值损失	0	1	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	1	1	1	1
营业利润	171	578	792	1017	1405
营业外收入	13	47	4	4	4
营业外支出	2	4	2	3	3
利润总额	182	621	793	1018	1406
所得税	23	91	119	153	211
净利润	159	530	674	865	1195
少数股东损益	2	3	7	9	12
归属母公司净利润	157	527	667	857	1183
EBITDA	318	810	1023	1300	1726
EPS (元)	0.77	1.41	1.79	2.30	3.17

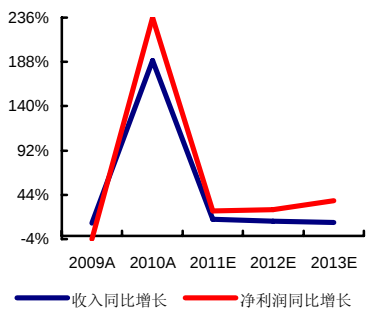
资产负债率趋势



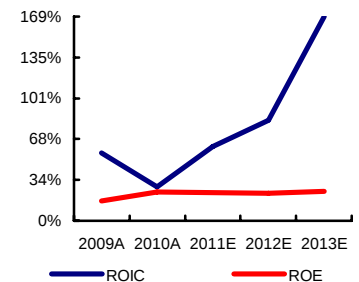
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	544	1,558	761	1,367	1,503
净利润	159	530	674	865	1,195
折旧摊销	133	221	212	250	284
营运资金变动	255	804	-123	256	34
其它	-3	3	-1	-5	-10
投资活动现金流	-74	-288	-750	-551	-654
资本支出	-80	-288	-751	-552	-655
投资变动	6	0	1	1	1
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-87	-44	-8	0	0
银行借款	0	10	0	0	0
债券融资	-45	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-42	-54	-8	0	0
现金净增加额	384	1,225	4	816	849
期初现金余额	233	617	3,957	3,961	4,777
期末现金余额	617	1,843	3,961	4,777	5,626

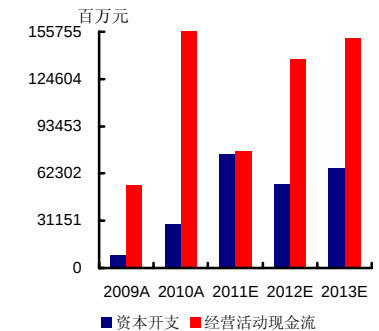
主要财务比率

单位：

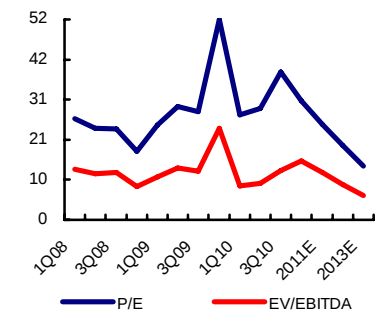
%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	13.9%	190.1%	17.6%	16.0%	14.3%
营业利润	-1.4%	238.1%	36.8%	28.5%	38.1%
归属于母公司净利润	-3.6%	236.4%	26.6%	28.3%	38.1%
获利能力					
毛利率	15.9%	14.9%	15.1%	15.4%	15.7%
净利率	2.2%	2.5%	2.7%	3.0%	3.6%
ROE	16.7%	24.0%	23.3%	23.0%	24.1%
ROIC	55.9%	28.0%	61.5%	83.2%	168.9%
偿债能力					
资产负债率	64.9%	74.2%	68.3%	64.6%	59.4%
净负债比率	-64.3%	-178.0%	-136.7%	-126.9%	-113.5%
流动比率	0.79	0.96	0.98	1.07	1.18
速动比率	0.36	0.65	0.66	0.73	0.81
营运能力					
总资产周转率	2.87	3.74	2.81	2.93	2.90
应收账款周转率	882.92	1620.63	912.50	730.00	608.33
存货周转率	10.10	16.93	15.21	15.21	15.21
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	1.41	1.79	2.30	3.17
每股经营现金流	2.67	4.17	2.04	3.66	4.03
每股净资产	4.61	5.89	7.68	9.97	13.14
估值比率					
P/E	52.3	31.1	24.9	19.4	14.0
P/B	8.7	7.5	5.8	4.5	3.4
EV/EBITDA	23.8	15.4	12.4	9.1	6.4

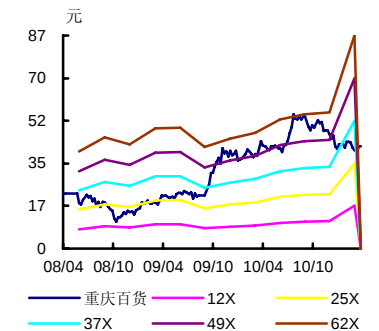
资本支出与经营活动现金流



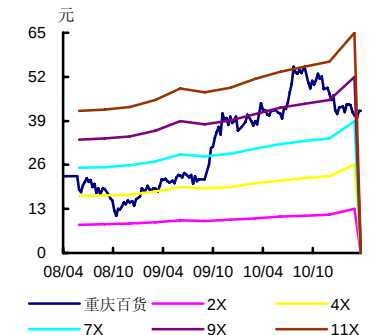
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-423。

相关研究报告

重庆百货 2011 年一季报点评--管理改善初见成效_季报点评	刘旭	2011-04-24
重庆百货（600729.sh）_年报点评	欧亚菲	2011-02-28
重庆百货（600729.sh）_季报点评	欧亚菲	2010-10-24

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。