

## 新重百整合大幕悄然拉开

### ——重庆百货（600729）调研简报

#### 要点:

- **新重百整合正在进行时。**2010年12月29日公司收购新世纪资产事宜完成工商注册，此举标志着重百在法律上完成了对新世纪的收购，新重百从此诞生。市场转而关注新重百的整合进程。2011年3月重庆市国资委宣布调整重庆商社人事，任命原新世纪董事长、重庆商社副总经理刘伟力为商社集团党委书记、董事长，任命原重庆商社副总经理何谦为商社集团总经理，任命原商社集团总经理陈信卫为监事长，新重百的整合大幕悄然拉开。

我们判断，新重百的整合程序将是自商社集团至上市公司，从组织机构调整到业务框架搭建，再到前后台业务流程梳理。整合首先是解决人的问题，在人事调整完成后，公司的业务架构将按照更有效率、更有竞争力的原则重新搭建，同时，前台运营管理、后台的开发投资、品牌招商、商品采购、信息系统、物流配送等方面的整合也将快速启动。

随着整合的不断深入，一个更有决策效率、更有战斗力、更加市场化导向的新重百将逐步浮现出来。

- **二、整合效果值得期待。**经过整合的新重百的市值空间提升一方面来自于管理效率提升，一方面也来自于销售规模的扩大。

根据合并的2010年报表，新重百的销售毛利率为14.8%，销售净利率为2.5%，与行业中质地相同的同类型公司相比，至少有1-2个点的净利率差距。新重百销售净利率低的原因：一是品类结构上低毛利率产品占比较高，毛利率只有6.8%的电器占到销售收入的20%，百货和超市的收入占比分别为42%和34%；二是重庆商圈分散，主城五区每个区内都有独立的商圈，商圈内零售企业易打价格战；三是重庆消费市场不成熟，品牌间没有拉开档次，品牌和非品牌的扣点都很低；四是老重百和新世纪独立运作，虽然报表合并了，但与规模相匹配的渠道溢价、供应链优势并没有体现出来。

未来，公司毛利率和净利率的提升来自于几个方面：一是业态结构的调整和优化，从已经公布的新店计划看，公司将扬长避短，重点发展已有优势的百货和超市业务，随着高毛利的百货和超市收入占比的提高，整体毛利率也会提升。二是规模优势转化为企业竞争胜势，目前，新重百销售收入占到重庆市社消零售总额的10%，位于主城五区核心商圈的百货门店占主城五区核心商圈全部门店数的40%，销售收入占比超过60%。

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011年8月8日

#### 分析师

姚雯琦

☎0755-83515144 ✉ yaowenq@cgws.com

执业证书编号：S1070208080274

**投资评级：强烈推荐（上调）**

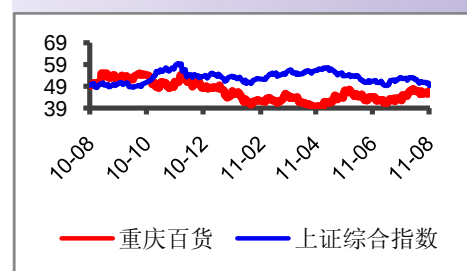
#### 股票价格：46.68元

|           |        |
|-----------|--------|
| 总市值（百万元）  | 17,256 |
| 流通市值（百万元） | 6,298  |
| 总股本（百万股）  | 373.09 |
| 流通股本（百万股） | 136.17 |
| 12个月最高/最低 | 57/39  |
| 十大流通股（%）  | 11.78% |
| 股东户数      | 7,466  |

#### 公司盈利预测

|          | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（万元） | 2121274 | 2566742 | 3182760 | 3946623 |
| （+/-%）   | 190.1%  | 21.0%   | 24.0%   | 24.0%   |
| 净利润（万元）  | 52725   | 68573   | 91961   | 125914  |
| （+/-%）   | 236.4%  | 30.1%   | 34.1%   | 36.9%   |
| 摊薄 EPS   | 1.413   | 1.838   | 2.465   | 3.375   |
| 市盈率      | 32.7    | 25.2    | 18.8    | 13.7    |

#### 公司股价表现图



#### 相关报告



一旦新重百按照业态重新划分,无论是百货、超市还是电器业态,势必都能做到价格策略统一、招商统一以及采购物流统一,既有规模优势带来的议价能力提升,又有管理效率提升带来的管理费用下降。三是随着重庆消费市场的成熟,整体定价水平提升,公司更是其中最大受益者。作为中国西部最大的一片热土,重庆在2011年迎来了LV和GUCCI,这是重庆奢侈品市场一件非常有纪念意义的事。在各类品牌供应商涌入重庆的同时,零售商的渠道价值越来越突出,整个市场低扣点率偏低的状态将得到有效改观,新重百现有经营面积70万平方米(仅百货),自有物业占比达到45%,会是这场消费升级盛宴中的最大赢家。

另一方面,商社集团制定了到2015年销售收入(含税)超千亿的十二五目标,而其主业已基本进入新重百,对于商社集团来讲,新重百是其实现跨越式发展的最重要贡献者。目前上市体销售占比在60%左右,按此比例推算,2015年新重百的销售收入须达到550亿(不含税)才能实现集团目标,复合增长率30%以上。

### 三、整合进程有可能超市场预期

市场普遍预期这场整合需要1-1.5年时间。我们认为整合进程有可能超市场预期。从主观能动性上讲,新重百与其他国有商业企业不同之处在于,新重百背后依托一个欣欣向荣、充满活力、更有市场化气息的新重庆,来自于国资主管部门的考核压力让公司不敢懈怠(国资对重百的考核指标主要是销售收入和利润);另一方面,在新世纪改制时引入的财务投资人对公司的业绩期望也对公司管理层构成一定压力。

从操作层面讲,国有企业整合的难点还是在于人的整合,目前商社层面的领导班子调整工作已经完成,一旦上市公司层面完成人事调整,后续的业态整合、前后台业务流程整合都可大大提速。

值得一提的是,由于主业已整体上市,在商社快速奔向千亿规模商业企业集团的时候,借助于新重百这个上市公司平台,资本市场奖优罚劣、配置资源的功能也将在新重百的整合、以及商社集团的发展中发挥重要作用。

### 四、发生在此时的变化

虽然由于程序的问题,在上市公司层面还没有看到整合的实质性动作,但仔细观察,还是能看到新重百的点滴变化。

百货业态,二三线区县做传统百货,主城区做购物中心,先提档升级再加快扩张步伐。2009、2010年虽然新开门店较少,但老门店的更新改造、提档升级工作仍在紧张有序的进行中,共有9个商场进行了改造,其中有7个商场是扩容改造。与此同时,公司仍开出重百乐山店、铜梁店和开县店、新世纪南充商都、大渡口商都五家新店,两年新增百货营业面积9万平方米(以建筑面积计)。

今年以来公司的外延扩张明显提速,已经公布(含近期开业)的百货储备门



店 8 家，同时在向购物中心业态延伸，明确了绿云尚都、江南新都、渝南购物中心 3 个购物中心项目。我们初步测算，11 个储备项目可新增面积 29.2 万平米，其中百货 11.6 万平米，购物中心 17.6 万平米。

我们认为今年新开业的李家沱店和彭州店，都属于以小换大（李家沱店是 0.2 万平米换 1.55 万平米、彭州店是 0.6 万平米换 1.9 万平米）、移址搬迁项目，是在已有品牌影响力和消费市场日渐成熟条件下的扩容搬迁项目，可以保证开业当年盈利。

超市业务加大生鲜直采比例。以生鲜见长的永辉进入重庆初期，重百超市和新世纪生活馆受到一定冲击，经过努力，公司在生鲜品类上的经营已有不小进步，竞争局面大有改观。截至目前，公司已与 10 个专业合作社合作，建成 9 万亩的蔬菜水果供应基地（重庆永辉 18 万亩），40% 的猪肉、30% 的蔬菜和水果实现直采。

## 五、投资评级和盈利预测

从组织效率和管理能力看，我们认为在一系列正在进行的地方国资商业资产整合中，重庆百货是最有可能成功的一个，而重庆市场刚刚开始消费升级也给了重百和商社集团成为千亿规模销售企业的大好机会，对于公司投资价值的认定可以用“时间的玫瑰”做最好的诠释。基于对新重百整合效果的乐观预期，上调投资评级至“强烈推荐”。预计公司未来三年 EPS 分别为 1.83 元、2.46 元和 3.37 元，复合净利润增速为 33.7%，以 2011 年 30 倍 PE 计，6 个月内目标价 55 元。

公司风险在于：两个企业的企业文化不能很好融合、重庆区域经济增速下滑。

附表:

表 1: 百货行业上市公司收入规模和净利率

|    | 证券简称 | 收入     | 销售净利率 |    | 证券简称 | 收入    | 销售净利率 |
|----|------|--------|-------|----|------|-------|-------|
| 1  | 大商股份 | 243.43 | 0.42  | 11 | 南京中商 | 49.38 | 0.94  |
| 2  | 重庆百货 | 212.13 | 2.50  | 12 | 新华百货 | 39.85 | 5.98  |
| 3  | 王府井  | 139.46 | 3.14  | 13 | 武汉中商 | 37.04 | 2.09  |
| 4  | 百联股份 | 128.44 | 6.11  | 14 | 广州友谊 | 35.86 | 9.12  |
| 5  | 天虹商场 | 101.74 | 4.77  | 15 | 友阿股份 | 35.63 | 6.17  |
| 6  | 银座股份 | 87.95  | 1.39  | 16 | 通程控股 | 32.56 | 3.18  |
| 7  | 合肥百货 | 70.62  | 5.20  | 17 | 新世界  | 30.30 | 6.73  |
| 8  | 大东方  | 63.45  | 4.55  | 18 | 首商股份 | 29.93 | 1.57  |
| 9  | 广百股份 | 58.25  | 2.99  | 19 | 友好集团 | 29.17 | 3.62  |
| 10 | 欧亚集团 | 52.28  | 3.17  | 20 | 开元投资 | 25.25 | 6.03  |

数据来源: wind, 长城证券研究所

表 2: 2009 年和 2010 年的扩容改造项目

|       |                                                   |
|-------|---------------------------------------------------|
| 重百总店  | 2011 年提档升级, 新增 3 层楼, 2100 平米, 定位时尚百货, 中老年客群转至临江商场 |
| 临江商场  | 2011 年更新改造, 承接重百转来中老年客户                           |
| 南坪商场  | 2010 年改造                                          |
| 合川商场  | 2010 年 5 月扩容改造                                    |
| 涪陵商场  | 2011 年 6 月提档升级                                    |
| 云阳商场  | 2010 年改造扩容                                        |
| 铜梁新商场 | 2010 年改造                                          |
| 凯瑞商都  | 2010 年 5 月 3 楼仕女馆品牌调整                             |
| 瑞成商都  | 2009 年扩容 3000 平米, 至 3.3 万平米                       |

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 3: 公司储备项目

|      | 商场        | 预计开业时间     | 建筑面积  | 物业性质 | 业态    |
|------|-----------|------------|-------|------|-------|
| 重庆百货 |           |            |       |      |       |
| 1    | 李家沱新商场    | 2011 年 5 月 | 15500 | 租赁   | 百货    |
| 2    | 彭州商场      | 2011 年     | 19100 | 联建   | 百货    |
| 3    | 璧山新商场     | 2012 年 5 月 | 19434 | 购买   | 百货    |
| 4    | 梁平商场      | 2012 年     | 11050 | 联建   | 百货    |
| 5    | 大足商场      | 2012 年     | 16056 | 租赁   | 百货    |
| 6    | 秀山商场      | 2012 年     | 9600  | 租赁   | 百货+超市 |
| 7    | 长寿商场      | 2012 年     | 25359 | 移址租赁 | 百货    |
| 新世纪  |           |            |       |      |       |
| 4    | 新世纪永川店    | 2011 年 5 月 | 20000 | 租赁   | 百货    |
| 1    | 新世纪百货购物中心 | 2011       | 86000 | 租赁   | 购物中心  |

|   |          |      |                         |              |      |
|---|----------|------|-------------------------|--------------|------|
| 2 | 江南新都     | 2011 | 37000                   | 租赁           | 购物中心 |
| 3 | 商社渝南购物中心 | 2013 | 总建面 16 万平米，商业部分 5.3 万平米 | 新世纪百货与中天物业联建 | 购物中心 |

资料来源：公司网站，长城证券研究所整理

| 表 4: 重庆与一线地区的经济指标比较 |          |          |          |          |          |          |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                     | 北京       | 上海       | 广东       | 四川       | 陕西       | 重庆       |
| GDP 总量（亿元）          | 13777    | 16872    | 45472    | 16898    | 10021    | 7894     |
| 批发零售业在 GDP 中占比      | 14.71%   | 16.10%   | 12.39%   | 9.01%    | 10.80%   | 10.06%   |
| 社会消费品零售总额（亿元）       | 6229     | 6070     | 17458    | 6810     | 3195     | 2938     |
| 社消零售总额增速（%）         |          |          |          |          |          |          |
| **201012            | 17.30    | 17.50    | 17.30    | 18.70    | 18.70    | 19.00    |
| **201106            | 11.90    | 11.50    | 15.90    | 18.00    | 18.70    | 18.30    |
| 人均可支配收入（元）          | 29073.00 | 31838.00 | 23897.80 | 15461.00 | 15695.00 | 17532.00 |
| 人均消费性支出（元）          | 19934.00 | 23200.00 | 18489.00 | 12105.00 | 11821.90 | 13335.00 |
| 恩格尔系数               | 32.10    | 33.50    | 36.50    | 39.50    | 37.10    | 37.60    |

数据来源：wind，长城证券研究所

附：盈利预测表

| 利润表 (万元)   | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   | 主要财务指标     | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 2121274 | 2566742 | 3182760 | 3946623 | 成长性        |         |        |        |        |
| 营业成本       | 1805112 | 2184298 | 2695798 | 3323056 | 营业收入增长     | 190.1%  | 21.0%  | 24.0%  | 24.0%  |
| 销售费用       | 194029  | 214323  | 267352  | 329543  | 营业成本增长     | 193.4%  | 21.0%  | 23.4%  | 23.3%  |
| 管理费用       | 49468   | 69302   | 89117   | 118399  | 营业利润增长     | 238.1%  | 40.2%  | 34.1%  | 36.9%  |
| 财务费用       | 956     | 1000    | 1000    | 1000    | 利润总额增长     | 240.9%  | 30.5%  | 34.1%  | 36.9%  |
| 投资净收益      | 85      | 0       | 0       | 0       | 净利润增长      | 236.4%  | 30.1%  | 34.1%  | 36.9%  |
| 营业利润       | 57844   | 81097   | 108757  | 148912  | 盈利能力       |         |        |        |        |
| 营业外收支      | 4306    | 0       | 0       | 0       | 毛利率        | 14.9%   | 14.9%  | 15.3%  | 15.8%  |
| 利润总额       | 62150   | 81097   | 108757  | 148912  | 销售净利率      | 2.5%    | 2.7%   | 2.9%   | 3.2%   |
| 所得税        | 9149    | 12165   | 16314   | 22337   | ROE        | 23.7%   | 23.5%  | 24.0%  | 24.7%  |
| 少数股东损益     | 277     | 360     | 482     | 661     | ROIC       | -371.1% | -53.5% | -45.2% | -40.6% |
| 净利润        | 52725   | 68573   | 91961   | 125914  | 营运效率       |         |        |        |        |
| 资产负债表 (万元) |         |         |         |         | 销售费用/营业收入  | 9.1%    | 8.4%   | 8.4%   | 8.4%   |
| 流动资产       | 615644  | 817933  | 1065034 | 1440521 | 管理费用/营业收入  | 2.3%    | 2.7%   | 2.8%   | 3.0%   |
| 货币资金       | 395749  | 563680  | 751198  | 1053593 | 财务费用/营业收入  | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 应收账款       | 2002    | 2422    | 3004    | 3725    | 投资收益/营业利润  | 0.1%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 应收票据       | 1354    | 0       | 0       | 0       | 所得税/利润总额   | 14.7%   | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 存货         | 150134  | 181672  | 224214  | 276385  | 应收账款周转率    | 958.87  | 946.03 | 946.03 | #REF!  |
| 非流动资产      | 245046  | 245765  | 273055  | 247875  | 存货周转率      | 10.88   | 10.76  | 10.77  | #REF!  |
| 固定资产       | 216159  | 226762  | 263938  | 248643  | 流动资产周转率    | 2.96    | 2.73   | 2.54   | #REF!  |
| 资产总计       | 860690  | 1063697 | 1338088 | 1688396 | 总资产周转率     | 2.20    | 2.14   | 2.10   | #REF!  |
| 流动负债       | 638307  | 772382  | 954330  | 1178062 | 偿债能力       |         |        |        |        |
| 短期借款       | 0       | 0       | 0       | 0       | 资产负债率      | 74.2%   | 72.6%  | 71.3%  | 69.8%  |
| 应付款项       | 345150  | 417653  | 515456  | 635392  | 流动比率       | 0.96    | 1.06   | 1.12   | 1.22   |
| 非流动负债      | 0       | 0       | 0       | 0       | 速动比率       | 0.73    | 0.82   | 0.88   | 0.99   |
| 长期借款       | 0       | 0       | 0       | 0       | 每股指标 (元)   |         |        |        |        |
| 负债合计       | 638307  | 772382  | 954330  | 1178062 | EPS        | 1.413   | 1.838  | 2.465  | 3.375  |
| 股东权益       | 222383  | 291315  | 383758  | 510334  | 每股净资产      | 5.96    | 7.81   | 10.29  | 13.68  |
| 股本         | 37309   | 37309   | 37309   | 37309   | 每股经营现金流    | 4.17    | 5.64   | 7.09   | 8.96   |
| 留存收益       | 182298  | 250871  | 342832  | 468746  | 每股经营现金/EPS | 3.0     | 3.1    | 2.9    | 2.7    |
| 少数股东权益     | 2775    | 3135    | 3617    | 4278    | 估值         | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
| 负债和权益总计    | 860690  | 1063697 | 1338088 | 1688396 | PE         | 32.7    | 25.2   | 18.8   | 13.7   |
| 现金流量表 (万元) |         |         |         |         | PEG        | 0.97    | 0.71   | 0.51   | -      |
| 经营活动现金流    | 155755  | 210357  | 264521  | 334223  | PB         | 7.8     | 5.9    | 4.5    | 3.4    |
| 其中营运资本减少   | 319113  | 99717   | 122365  | 150640  | EV/EBITDA  | 21.32   | 13.94  | 10.82  | 8.34   |
| 投资活动现金流    | -28818  | -42425  | -77002  | -31828  | EV/SALES   | 0.81    | 0.67   | 0.54   | 0.44   |
| 其中资本支出     | -28792  | -42425  | -77002  | -31828  | EV/IC      | -19.20  | -10.09 | -7.15  | -4.46  |
| 融资活动现金流    | -4410   | 0       | 0       | 0       | ROIC/WACC  | -31.96  | -4.61  | -3.90  | -3.49  |
| 净现金总变化     | 122527  | 167931  | 187519  | 302395  | REP        | 0.60    | 2.19   | 1.83   | 1.28   |

数据来源：长城证券研究所 备注：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, 商业零售行业研究员。

### 研究员承诺:

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。

### 长城证券销售交易部

#### 深圳联系人

**刘 璇:** 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

#### 北京联系人

**杨 洁:** 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

#### 上海联系人

**谢彦蔚:** 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

### 长城证券研究所投资评级标准:

#### 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。



## 免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司  
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

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 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>