

买入 维持

重庆百货 (600729)

2011 年 11 月 11 日

公告将投入 1.23 亿外延扩张 12 家门店增加近 13 万平米，区域竞争优势进一步巩固

批发和零售贸易行业首席分析师：路 颖
SAC 执业证书编号：S0850511010009
luying@htsec.com
021-23219403

汪立亭
SAC 执业证书编号：S0850511040005
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘 鹤
SAC 执业证书编号：S0850511010038
panh@htsec.com
021-23219423

联系人：李宏科
lhk6064@htsec.com
021-23219671

2011 年 11 月 10 日收盘于：41.20 元
6 个月目标价：57.10 元

公司今日（2011 年 11 月 11 日）发布投资创办 4 家重百超市（华福大道店、合川城北新区店、酉阳二店、遵义桐梓店），重百潼南商场、2 家新世纪超市（民心佳园店、大竹林店）和 2 家新世纪百货（利川商都、冉家坝商都），同时改造重百超市涪陵店，调整重百秀山商场，以及新世纪百货开县商都增购商业用房等公告，合计总投入 1.23 亿元，新增面积近 13 万平米。

简评和投资建议。

公司本次拟投资创办、改造、调整和增购项目共计 12 家门店（参见表 1），涉及超市和百货门店分别为 7 家和 5 家，合计总投入 1.23 亿元，新增面积近 13 万平米。其中：

- （1）投资创办 9 家门店包括 4 家重百超市、1 家重百商场、2 家新世纪超市和 2 家新世纪百货，均为租赁物业，投资回收期在 5-10 年之间，合计新增面积 12.3 万平米，总投入 12.31 万元。
- （2）调整对重百秀山商场的投资。该项目于 2010 年 10 月 22 日经董事会审议通过，租赁面积约 9600 平米，租期 15 年；公司此次调整旨在引进电器业态，新增租赁面积 2808 平米至 12408 平米，同时购买商场四层建面 879 平米的商品房，房款及相关税费共计 311 万元。
- （3）增购新世纪百货开县商都商品房。该门店开业于 2007 年，经营状况持续向好；公司此次增购旨在更好满足消费需求，增购门店所在建筑负一层外围 1987 平米的车库和第四层外围的 586 平米商业用房，投资总额 711 万元。其中，负一层以用于停车配套，第四层用于经营。
- （4）此外，闭馆改造重百超市涪陵店，总投入 529 万元。

上述门店投资及调整计划以租赁物业为主，如果新店密集开业预计会带来一定的一次性费用增量，并新增租赁费用；但考虑到新重百在当地较强的规模效应，预计新门店及改造门店的培育前景较好，收入增量可较好地消化费用压力，业绩增速仍有望维持合理水平，并且外延扩张和门店内生增长潜力发挥，将可进一步巩固公司的市场竞争力。

表 1 公司 2011 年 11 月 11 日公告的百货和超市门店项目

业态	门店	新增面积（平米）	总投入（万元）	投资利润率（%）	投资回收期（年）
投资创办					
重百超市	华福大道店	6118	636	30.62	6.0
	合川城北新区店	8565	885	28.11	5.4
	酉阳二店	6864	742	21.72	6.5
	遵义桐梓店	9000	876	37.29	5.7

重百商场	潼南商场	17390	1870	55.00	6.0
新世纪超市	大竹林店	13800	1649	47.00	6.3
	民心佳园店	4400	531	33.00	7.0
新世纪百货	利川商都	22000	1525	56.00	7.5
	冉家坝商都	35000	2219	64.00	10.5
调整投资					
重百商场	秀山商场	3687	214	49.00	7.6
增购商业用房					
新世纪百货	开县商都	2573	711	54.00	6.5
闭馆改造					
重百超市	涪陵店		529	60.41	2.0
合计		129396	12387		

资料来源：公司公告 20111111，海通证券研究所

维持对公司的基本面判断。

我们认为公司未来业绩提升潜力将主要来自于其净利率向上提升带动，提升的空间为：**（1）规模议价**：新重百的区域垄断议价能力增强，有利于提升毛利率水平；**（2）经营协同**：重百门店和新世纪门店有一定的差异化定位，经营互补的协同效应将有望逐步体现，有利于内生销售成长；**（3）管理效率**：合并后的公司组织体系将在整合之后得到效率提高，费用率将有所下降空间。**（4）外延扩张**：合并后，公司将拥有更为优势的竞争和扩张地位，受益重庆良好的区域经济前景，公司成长也将获取主城区的内生提高和主城区以外区县的外延增量的综合带动。

公司此次投资创办、改造、调整和增购项目共计12家门店，显示其在完成管理层调整之后，外延扩张开始加速，我们也判断随着公司的治理改善和效率提升，将有望推动公司业绩提升的潜力转化为现实，未来业绩释放值得期待。

暂维持对公司盈利预测，即预计公司 2011-2013 年EPS分别为 1.80 元、2.31 元和 2.93 元，同比增长 27.16%、28.75% 和 26.84%。对应当前 41.20 元的股价，PE分别为 22.9 倍、17.8 倍和 14.0 倍，估值合理偏低，作为区域竞争优势明显的商业龙头，其估值有提升潜力。

考虑到公司资产整合后仍可能带来较大的内生增长（区域规模优势，以及或可期待的协同效应，从而提升利润率），以及公司成为销售规模 255 亿左右（目前 154 亿的市值对应 2011 年的PS为 0.60 倍）的一线零售龙头之后，有可能通过更多元的方式实现外延扩张。我们维持长期“买入”评级，维持 57.10 元目标价（对应 2012 年约 25 倍左右PE）。

我们将继续对公司进行深入跟踪，并对公司的门店收入、毛利费用结构及盈利前景进行分析。

风险与不确定性。公司重组后的资产整合效果低于预期；区域商业竞争环境趋向激烈带来不利影响。

表 2 重庆百货合并损益表及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入（万元）	1781882	2121274	2554424	3016145	3497868
同比增长（%）	177.53	19.05	20.42	18.08	15.97
营业总成本（万元）	1731891	2063516	2476754	2905940	3357763
营业成本（万元）	1521554	1805112	2178860	2566510	2969090
营业成本/营业收入（%）	85.39	85.10	85.30	85.09	84.88
营业税金及附加（万元）	11156	13820	17588	20767	24084
营业税金及附加/营业收入（%）	0.63	0.65	0.69	0.69	0.69
销售费用（万元）	157567	194029	221538	255549	294521
销售费用/营业收入（%）	8.84	9.15	8.67	8.47	8.42
管理费用（万元）	41565	49468	60237	64847	71706
管理费用/营业收入（%）	2.33	2.33	2.36	2.15	2.05
财务费用（万元）	228	956	-1839	-1733	-1638
资产减值损失（万元）	-178	130	370	0	0

非经营性净收益（万元）	602	85	139	0	0
营业利润（万元）	50593	57844	77809	110205	140106
同比增长（%）	191.64	14.33	34.51	41.63	27.13
营业外收入（万元）	2266	4723	2310	1800	1800
营业外支出（万元）	454	418	798	600	600
利润总额（万元）	52405	62150	79322	111405	141306
同比增长（%）	189.54	18.59	27.63	40.45	26.84
所得税费用（万元）	7423	9149	11831	24509	31087
有效所得税率（%）	14.17	14.72	14.92	22.00	22.00
净利润（万元）	44982	53001	67491	86896	110218
同比增长（%）	172.34	17.83	27.34	28.75	26.84
净利率（%）	2.52	2.50	2.64	2.88	3.15
归属于母公司所有者的净利润（万元）	40403	52725	67044	86321	109489
同比增长（%）	148.43	30.50	27.16	28.75	26.84
少数股东损益（万元）	4579	277	446	575	729
摊薄每股收益（元）	1.083	1.413	1.797	2.314	2.935

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

重庆百货2011三季报点评：三季度收入增22%，净利增10%低于预期，主要缘于毛利率下降和有效税率提高，维持买入20111031

重庆百货2011半年报点评：上半年净利润增长28%，业绩表现优良，维持买入20110816

重庆百货公告点评：新世纪百货拟新开购物中心，重组后首次大体量外延扩张，前景较好，维持买入20110713

重庆百货2011一季报点评：一季度收入增24%，费用率下降带动利润增33.4%超预期，维持买入20110425

重庆百货2010年报点评：业绩符合预期，估值有吸引力，期待重组效益逐步发挥，维持买入20110228

重庆百货业绩快报点评：业绩符合预期，期待重组效益逐步发挥，维持买入20110129

重庆百货重组报告书（修订稿）点评：确认交易事项，新重百已启航（买入，维持）20110107

重庆百货2010年中报点评：上半年净利润增长29.4%，看好重组完成后的成长潜力，维持买入20100715

重庆百货2010一季报点评：一季度净利润增长近30%，未来内生外延增长潜力大，维持买入20100426

重庆百货09年报点评（四季度收入、利润增幅创年内新高，费用比例提高是09年净利润略降主要原因，维持买入）20100301

重庆百货业绩快报点评（09年净利润同比略降，各季度业绩波动较大反映会计处理一定的自由度，维持买入）20100119

重庆百货定增及收购新世纪百货点评（短期关注收购新世纪百货后业收入业绩的双突破，长期期待两者可能出现的整合效应，买入，维持）20091205

重庆百货2009三季报点评：三季度净利润增长80%强，业绩环比显著好转（买入，维持）20091026

信息披露

分析师声明

路 颖：批发和零售贸易行业

潘 鹤：批发和零售贸易行业

汪立亭：批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：苏宁电器（002024.SZ）、永辉超市（601933.SH）、中百集团（000759.SZ）、步步高（002251.SZ）、新华都（002264.SZ）、人人乐（002336.SZ）、华联综超（600361.SH）、友谊股份（600827.SH）、天虹商场（002419.SZ）、大厦股份（600327.SH）、新世界（600628.SH）、中兴商业（000715.SZ）、南京中商（600280.SH）、合肥百货（000417.SZ）、广州友谊（000987.SZ）、广百股份（002187.SZ）、欧亚集团（600697.SH）、重庆百货（600729.SH）、银座股份（600858.SH）、东百集团（600693.SH）、鄂武商（000501.SZ）、新华百货（600785.SH）、开元投资（000516.SZ）、友阿股份（002277.SZ）、友好集团（600778.SH）、西安民生（000564.SZ）、成商集团（600828.SH）、文峰股份（601010.SH）、农产品（000061.SZ）、小商品城（600415.SH）、海宁皮城（002344.SZ）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上; 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;
		中性	
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明