

重庆百货 (600729) 重大事项点评



收购集团电器销售资产，规模协同效率提升

中信证券研究部

2014年11月28日

赵雪芹

电话: 021-20262131

邮件: zxq@citics.com

执业证书编号: S1010510120001

周羽

电话: 021-20262125

邮件: yu_zhou@citics.com

执业证书编号: S1010513070005

投资评级

买入 (维持)

当前价: 22.4 元

目标价: 27.2 元

事项:

公司 2014 年 11 月 27 日晚间披露决定以现金人民币 2,917.92 万元从重庆商社(集团)有限公司(以下简称:商社集团)受让重庆商社信息科技有限公司(商社信科)及重庆商社电子销售有限公司(商社电子)各 100%股权。其中,商社信科股东全部权益的评估值为 2,773.93 万元、商社电子股东为 143.99 万元。对此我们点评如下:

评论:

交易定价较为合理,对公司 2015 年并表财报基本无影响。其中商社信科交易价格 2774 万元,对应 P/B 1.85x;商社电子交易价格为 144 万元,对应 P/B 1.53x。

本次交易被并购的商社信科及商社电子两公司是重庆商社 2009 年响应市政府“做大做强电子信息产业,切实推进信息化建设保障工作”的产业规划指导下和财政贷款贴息支持下成立的子公司。两公司已与惠普公司建立了长期战略合作关系,主要经营惠普台式电脑、笔记本电脑、服务器、打印及成像产品、耗材、图形工作站等产品,成为惠普全系列产品的政府定点采购商。其中,商社信科由商社集团于 2009 年 2 月 4 日 100%独资设立,主要从事惠普产品重庆地区代理销售、系统集成、供应链服务。商社电子由商社集团于 2010 年 7 月 7 日 100%独资设立,主要从事惠普电脑产品一级代理销售。

商社信科 2014 年 1~10 月营业收入 113,849.09 万元、净利润-1,025.51 万元,亏损主要原因一是商社集团为支持上市公司电子商务的发展,由商社信科投资 1000 万元设立了重庆商社电子商务有限公司,该公司 1-10 月亏损 828 万元。目前,商社集团将商社信科持有的电子商务公司 100%股票权划至重庆商社投资有限公司(并不纳入本次交易范围);二是有 900 万元财物补贴尚未确认,将在年底收到后确认。剔除此两项影响,商社信科 1-10 月份盈利在 300 万元左右。另一拟收购公司商社电子 2014 年 1~10 月营业收入 53,018.91 万元、净利润-472.03 万元。考虑重庆百货 2014 年预计净利润 6.3 亿元,本次并购合并两公司对 2014、2015 年并表业绩基本无直接影响。

定价方面,主要参考净资产价值,增值部分主要来自未到位的贴息款及非现实性负债调整,我们认为定价较为合理。

并购后上市公司电器事业部将在电脑数码产品供应链采购、渠道、服务等方面实现协同，整合带来规模效应，提升上市公司电器事业部中长期成长前景。

采购协同方面，公司电器事业部主要从事各品牌的家电、数码产品的零售，正在由零售终端向区域供应商、产品代理商拓展，2014年8月成为三星直供商。而商社信科和商社电子已开展以惠普、华硕、LG、苹果多品牌深度合作，是惠普、华硕、LG等的区域代理商，同时是苹果产品重庆二级批发商。本次交易后，公司电器事业部每年近50亿元销售额及拟并购两公司近20亿元销售额形成较大的采购整合作用，有助向上缩短流通环节降低进货成本，提升竞争力。

物流方面，商社信科和商社电子对政府、税务、邮政、教育、金融行业销售的渠道优势较大，拥有重庆市下游100多家二级经销商，而上市公司电器事业部已经建立的重庆市所有区县的零售实体门店和网上销售，整合后物流配送、客户服务、工程项目承接等有望实现规模效益。

增值服务方面，商社信科为用户提供优化的应用系统解决方案，可以与电器事业部家居产品服务结合，提升服务能力与市场份额。

除本次注入资产之外，商社未上市资产主要为汽贸、化工、酒店管理等，未上市部分收入约200亿元，盈利能力较弱。未来国企改革的重点在于机制改善带动的效率提升及创新业务推进。

国企改革背景下，重庆商社商业相关资产陆续注入上市公司是实现资产证券化、推行混合所有制的方向。2013年6月重百已收购商社旗下庆荣物流，本次收购两家电器数码类销售公司，商社零售相关性较强的资产大部分已注入上市公司。未上市资产主要为重庆商社汽车贸易公司（近20家4s店及销售网络，预计2014年销售额70亿元）、化工公司（2014年预计销售额近120亿元）、酒店管理等，从商社集团披露的净利润情况来看，未上市资产整体盈利水平较弱，可能在略亏状态，且与主业的相关性较弱。我们认为，重百未来国企改革的重点在于机制改善（股权激励）带来的效率提升，及依托区域龙头地位进行的如跨境电商、消费金融等创新业务的进展。

风险因素：

跨境电商、消费金融等创新业务进度低于预期；国企机制改革进度低于预期；

投资建议：

维持2014-16年EPS 1.54/1.59/1.74元的盈利预测，分别同比-21.8%/+3.1%/+9.6%。公司是重庆商业龙头，国企改革推进有望带来估值修复和中长期效率提升。维持“买入”评级及27.2元目标价（对应2015年17x PE）。

表 1：重庆百货盈利预测

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	25012	30246	28379	28602	29553
增长率 YoY%	17.9	20.9	-6.2	0.8	3.3
归属母公司股东净利润(百万元)	605	784	625	645	695
增长率 YoY%	14.7	29.6	-20.2	3.1	7.8
每股收益 EPS(摊薄)(元)	1.49	1.93	1.54	1.59	1.74
毛利率%	14.6	16.5	17.9	18.9	19.6
净资产收益率 ROE%	22.2	18.0	13.1	12.4	12.3
每股净资产 (元)	6.71	10.72	11.72	12.75	13.86
PE	15	12	15	14	13
PB	3.3	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	11	9	10	10	9

资料来源：wind,中信证券研究部预测 注：股价采用 2014 年 11 月 27 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。