

强烈推荐-A (维持)

重庆百货 600729.SH

目标估值：
 当前股价：31.32 元
 2019 年 06 月 22 日

集团混改方案确认，红利释放可期

基础数据

上证综指	3002
总股本(万股)	40653
已上市流通股(万股)	40643
总市值(亿元)	127
流通市值(亿元)	127
每股净资产(MRQ)	14.8
ROE(TTM)	12.9
资产负债率	54.9%
主要股东	重庆商社(集团)有限公
主要股东持股比例	45.05%

股价表现



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《重庆百货(600729)——业绩短期调整，期待集团混改落地》2019-04-28
- 2、《重庆百货(600729)——门店持续优化，高减值助于轻装上阵》2019-03-17
- 3、《重庆百货(600729)——主业强劲支撑，利润持续高增长》2018-10-28

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn
 S1090518090002

研究助理

周洁

zhoujie10@cmschina.com.cn

事件：重庆百货控股股东重庆商社集团确认混改方案，混改引入方为物美集团与步步高，混改完成后重庆市国资委、物美集团、步步高对商社集团的持股比例分别变为 45%、45%、10%，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制。此次混合所有制改革投资人间接享有重庆百货股份权益的价格为 25.52 元/股，同时商社集团发起全面要约收购，价格为 27.16 元/股。

- 公司混改意愿强烈，多次积极推进终获确认。2016、2017 年公司与大股东商社集团也曾发起混改方案，但未能成功实行。本次混改方案公告于 2018 年 4 月 9 日，方案为商社集团以公开征集方式引进两名持股分别为 45%、10% 的战略投资者，并于 2019 年 6 月 21 日正式确认物美集团与步步高为战投方。
- 物美与步步高均为国内优秀民营零售企业，战略入股后有望与公司形成资源协同，并提升公司治理能力。根据 CCFA 连锁百强排名，物美与步步高 2018 年销售额分列第 11、14 位，两者在重庆均有网点布局，其中步步高在重庆的两家全资子公司 2018 年营业收入合计为 1.32 亿元。参考 2016 年公司定增引入物美与步步高的合作方案（后因再融资新规未能实现），混改完成后物美与步步高或将重庆网点交由重庆百货托管，并与重庆百货在业态布局、供应链延伸、物流建设等方面形成资源协同。此外，物美与步步高均为民营企业，入股商社集团后有望为公司引入更灵活的管理经验，提升公司治理能力。
- 2015 年起公司持续计提高额资产减值损失，未来业绩增长空间大。2015-2018 年公司资产减值损失分别为 3.84 亿元、2.41 亿元、2.51 亿元、4.10 亿元，其中 2016-2018 年资产减值项主要为存货跌价损失（2018 年公司存货周转天数 32 天，约为行业平均水平），高额损失计提为公司业绩增长提供了充足空间。
- 投资建议：此次要约收购为大股东变更导致的被动要约收购，参考云南白药混改案例，要约价格并不影响公司价值与后续业绩释放。预计公司 19/20 年净利润为 11.51 亿/14.28 亿，当前股价对应 19/20 年 PE 仅为 11.1/8.9，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：马上消费金融业绩发展不及预期，门店调整影响业绩。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	32915	34084	35245	36551	38042
同比增长	-3%	4%	3%	4%	4%
营业利润(百万元)	808	1023	1419	1746	2083
同比增长	64%	27%	39%	23%	19%
净利润(百万元)	605	829	1151	1428	1712
同比增长	45%	37%	39%	24%	20%
每股收益(元)	1.49	2.04	2.83	3.51	4.21
PE	21.0	15.4	11.1	8.9	7.4
PB	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

表 1：各季度业绩情况（单位：百万）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业收入	10,063.00	7,989.35	7,633.13	8,398.40	10,019.69
营业成本	8,188.77	6,533.93	6,264.81	6,816.80	8,193.39
毛利润	1,874.23	1,455.42	1,368.33	1,581.60	1,826.30
销售税金	73.65	57.71	45.36	51.65	68.52
销售费用	813.72	945.30	970.15	964.47	899.78
管理费用	349.24	239.35	282.69	294.49	268.38
财务费用	14.39	11.53	17.12	17.84	12.96
投资收益	99.52	35.52	77.45	69.99	87.78
资产减值损失	89.43	34.16	30.39	255.96	82.65
营业利润	616.65	217.04	112.70	79.25	559.65
营业外收入	1.85	3.63	3.03	8.45	3.65
营业外支出	1.39	1.23	19.70	6.03	1.37
利润总额	617.10	219.45	96.03	81.67	561.93
所得税	82.90	27.83	13.62	15.73	80.62
净利润	534.21	191.62	82.41	65.94	481.31
少数股东权益	11.31	18.76	9.30	3.67	8.55
归母净利润	522.90	172.87	73.11	62.27	472.77

资料来源：公司公告，招商证券

表 2：各季度利润率情况（%）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
毛利率	18.62	18.22	17.93	18.83	18.23
销售费用率	8.09	11.83	12.71	11.48	8.98
管理费用率	3.47	3.00	3.70	3.51	2.68
财务费用率	0.14	0.14	0.22	0.21	0.13
营业利润率	6.13	2.72	1.48	0.94	5.59
净利率	5.31	2.40	1.08	0.79	4.80
所得税率	13.43	12.68	14.19	19.27	14.35

资料来源：公司公告，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7962	7857	9012	10275	11752
现金	3190	3056	4107	5225	6535
交易性投资	824	729	729	729	729
应收票据	3	17	18	18	19
应收款项	117	133	120	124	130
其它应收款	119	118	122	127	132
存货	2520	2431	2500	2586	2684
其他	1188	1372	1417	1466	1523
非流动资产	5282	6259	6250	6250	6256
长期股权投资	854	1735	1735	1735	1735
固定资产	3086	3155	3219	3279	3335
无形资产	386	363	327	295	268
其他	957	1005	969	940	918
资产总计	13244	14116	15262	16525	18008
流动负债	7816	8092	8272	8494	8749
短期借款	257	368	350	351	352
应付账款	2757	2857	2948	3049	3165
预收账款	1937	2029	2094	2165	2248
其他	2865	2838	2881	2929	2984
长期负债	279	303	303	303	303
长期借款	0	0	0	0	0
其他	279	303	303	303	303
负债合计	8095	8395	8575	8797	9052
股本	407	407	407	407	407
资本公积金	403	403	403	403	403
留存收益	4184	4753	5660	6626	7765
少数股东权益	155	158	218	292	381
归属于母公司所有者权益	4994	5563	6470	7436	8575
负债及权益合计	13243	14115	15262	16524	18007

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1287	1002	1250	1368	1525
净利润	605	829	1151	1428	1712
折旧摊销	284	323	300	294	289
财务费用	(9)	21	100	101	102
投资收益	(180)	(282)	(455)	(605)	(755)
营运资金变动	563	109	96	75	86
其它	24	4	58	75	90
投资活动现金流	(1150)	(644)	163	311	459
资本支出	(292)	(386)	(292)	(293)	(294)
其他投资	(858)	(258)	455	604	753
筹资活动现金流	(355)	(435)	(362)	(561)	(674)
借款变动	(289)	(156)	(18)	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	0	0	0	0
股利分配	(228)	(244)	(244)	(461)	(573)
其他	164	(36)	(100)	(101)	(102)
现金净增加额	(217)	(76)	1051	1118	1310

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32915	34084	35245	36551	38042
营业成本	27095	27804	28690	29674	30805
营业税金及附加	221	228	236	245	255
营业费用	3496	3694	3806	3948	4109
管理费用	1231	1166	1198	1243	1293
财务费用	34	61	100	101	102
资产减值损失	251	410	250	200	150
公允价值变动收益	24	4	5	5	5
投资收益	180	282	450	600	750
营业利润	808	1023	1419	1746	2083
营业外收入	16	17	17	17	17
营业外支出	37	28	36	36	36
利润总额	786	1012	1400	1727	2064
所得税	136	140	190	225	263
净利润	650	872	1210	1502	1801
少数股东损益	45	43	60	74	89
归属于母公司净利润	605	829	1151	1428	1712
EPS (元)	1.49	2.04	2.83	3.51	4.21

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-3%	4%	3%	4%	4%
营业利润	64%	27%	39%	23%	19%
净利润	45%	37%	39%	24%	20%
获利能力					
毛利率	17.7%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%
净利率	1.8%	2.4%	3.3%	3.9%	4.5%
ROE	12.1%	14.9%	17.8%	19.2%	20.0%
ROIC	12.1%	14.4%	17.3%	18.3%	18.8%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	59.5%	56.2%	53.2%	50.3%
净负债比率	1.9%	2.6%	2.3%	2.1%	2.0%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
存货周转率	10.7	11.2	11.6	11.7	11.7
应收帐款周转率	271.3	272.2	278.2	299.0	299.5
应付帐款周转率	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9
每股资料 (元)					
每股收益	1.49	2.04	2.83	3.51	4.21
每股经营现金	3.17	2.47	3.07	3.36	3.75
每股净资产	12.28	13.68	15.91	18.29	21.09
每股股利	0.60	0.60	1.13	1.40	1.68
估值比率					
PE	21.0	15.4	11.1	8.9	7.4
PB	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。