

## 商社集团引入物美、步步高，混改迈出重要步伐

### ——重庆百货 (600729.SH) 关于控股股东股权变化进展公告点评

公司简报

#### ◆ 控股股东商社集团以增资方式引入物美集团及步步高集团

6月21日晚，公司发布关于公司控股股东股权变化的进展公告。公司控股股东重庆商社（集团）有限公司（以下简称“商社集团”）混改方案确定了引入方及股权比例：商社集团以增资方式引入物美科技集团（以下简称“物美集团”）及步步高投资集团股份有限公司（以下简称“步步高集团”）。本次混改完成后，商社集团持股比例将由之前的重庆国资委全资控股变为重庆国资委和物美集团各持股45%，步步高集团持股10%。商社集团及公司将无任一股东能够单独实现实际控制。目前商社集团尚未与股权投资方签署正式协议。

#### ◆ 商社集团发布全面要约，赋予投资者充分选择权

为赋予投资者充分选择权，商社集团拟向公司除商社集团以外的全部无限售条件流通股股东发出全面要约。预定收购股份占公司总股本比例为54.93%。该要约价格为27.16元/股，对应所需最高资金总额为60.65亿元。该次要约收购不以终止公司上市地位为目的。

#### ◆ 混改迈出重要步伐，竞争力有望加强

公司2016年曾试图通过定向增发方式引入物美及步步高，但因定增新规等原因未能最终落实。本次在控股股东层面实现混改，我们认为有助于将物美、步步高在超市经营管理方面的优势及公司在西南区域市场的资源优势相结合，强化公司在超市乃至零售主业方面的竞争力。近年来随着超市企业之间股权方面合作的日益加深，部分区域市场的竞争激烈程度预计将有所加强，对超市企业前中后台管理能力也提出了更高要求。

#### ◆ 维持盈利预测，维持“买入”评级：

商社集团引入外部投资者，优化股权结构，长期看有助于公司经营效率和利润水平的持续提升。考虑到公司与投资方在业务层面的合作落地尚需时日，我们维持对公司19-21年全面摊薄EPS分别为2.25/2.41/2.57元的预测，维持“买入”评级。

#### ◆ 风险提示：

互联网金融业务发展不达预期，区域竞争程度加剧。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	32,915	34,084	34,408	35,068	35,854
营业收入增长率	-2.75%	3.55%	0.95%	1.92%	2.24%
净利润（百万元）	605	831	914	981	1,044
净利润增长率	44.59%	37.28%	9.96%	7.37%	6.38%
EPS（元）	1.49	2.04	2.25	2.41	2.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.12%	14.94%	14.71%	14.21%	13.65%
P/E	21	15	14	13	12
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年06月21日

#### 买入（维持）

当前价：31.32元

#### 分析师

唐佳睿 CFA, CAIA, FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

[tangjiarui@ebsecn.com](mailto:tangjiarui@ebsecn.com)

孙路 (执业证书编号：S0930518060005)

021-52523868

[sunlu@ebsecn.com](mailto:sunlu@ebsecn.com)

邬亮 (执业证书编号：S0930518040003)

010-58452047

[wuliang16@ebsecn.com](mailto:wuliang16@ebsecn.com)

#### 市场数据

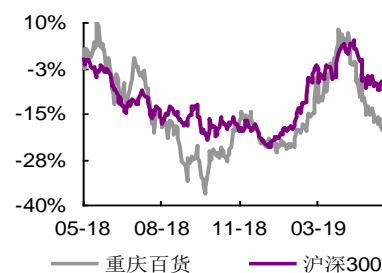
总股本(亿股)：4.07

总市值(亿元)：127.33

一年最低/最高(元)：21.66/38.60

近3月换手率：64.30%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.79	-7.78	-10.27
绝对	6.77	-7.82	-4.81

资料来源：Wind

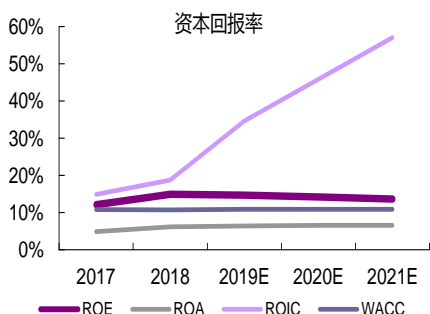
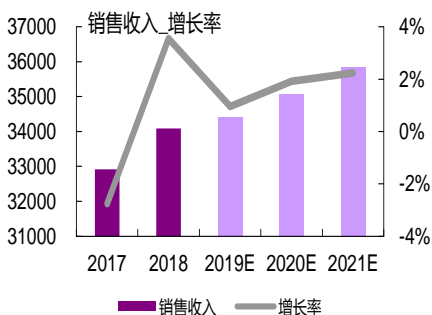
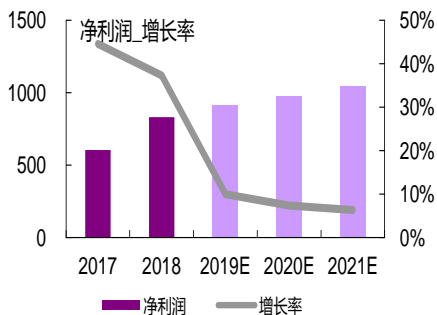
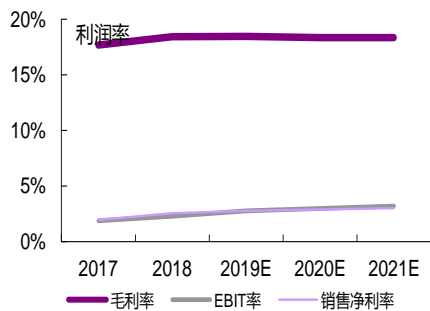
#### 相关研报

业绩低于预期，收入端承压销售费用提升——重庆百货(600729.SH)2019年一季度报点评

.....2019-04-28

业绩符合预期，经营增效与投资收益推动未来增长——重庆百货(600729.SH)2018年年报点评

.....2019-03-16



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>32,915</b>	<b>34,084</b>	<b>34,408</b>	<b>35,068</b>	<b>35,854</b>
营业成本	27,095	27,804	28,059	28,633	29,271
折旧和摊销	284	323	268	269	271
营业税费	221	228	206	186	176
销售费用	3,496	3,694	3,716	3,787	3,926
管理费用	1,231	1,166	1,256	1,280	1,255
财务费用	34	61	-11	6	9
公允价值变动损益	24	4	0	0	0
投资收益	180	282	185	185	170
<b>营业利润</b>	<b>808</b>	<b>1,026</b>	<b>1,149</b>	<b>1,230</b>	<b>1,306</b>
<b>利润总额</b>	<b>786</b>	<b>1,014</b>	<b>1,149</b>	<b>1,230</b>	<b>1,306</b>
少数股东损益	45	43	40	40	40
<b>归属母公司净利润</b>	<b>605</b>	<b>831</b>	<b>914</b>	<b>981</b>	<b>1,044</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>13,244</b>	<b>14,116</b>	<b>14,795</b>	<b>15,608</b>	<b>16,563</b>
流动资产	7,962	7,857	8,911	9,994	11,220
货币资金	3,190	3,056	4,419	5,576	6,640
交易型金融资产	824	729	1,000	1,000	1,000
应收帐款	117	133	107	109	113
应收票据	3	17	13	11	14
其他应收款	119	118	355	203	234
存货	2,520	2,431	1,653	1,615	1,632
可供出售投资	13	11	13	13	13
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	854	1,735	1,735	1,735	1,735
固定资产	3,086	3,155	2,871	2,604	2,333
无形资产	386	363	345	328	311
<b>总负债</b>	<b>8,095</b>	<b>8,395</b>	<b>8,384</b>	<b>8,462</b>	<b>8,640</b>
无息负债	7,838	8,026	8,384	8,462	8,640
有息负债	257	368	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>5,148</b>	<b>5,721</b>	<b>6,411</b>	<b>7,146</b>	<b>7,923</b>
股本	407	407	407	407	407
公积金	737	737	737	737	737
未分配利润	3,883	4,471	5,120	5,815	6,553
少数股东权益	155	158	198	238	278

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,287</b>	<b>1,002</b>	<b>2,153</b>	<b>1,370</b>	<b>1,293</b>
净利润	605	831	914	981	1,044
折旧摊销	284	323	268	269	271
净营运资金增加	-1,335	66	-933	-149	22
其他	1,733	-218	1,905	268	-43
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,150</b>	<b>-644</b>	<b>-148</b>	<b>135</b>	<b>120</b>
净资本支出	255	343	30	30	30
长期投资变化	854	1,735	0	0	0
其他资产变化	-2,258	-2,722	-178	105	90
<b>融资活动现金流</b>	<b>-355</b>	<b>-435</b>	<b>-642</b>	<b>-348</b>	<b>-349</b>
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-92	111	-368	0	0
无息负债变化	651	188	358	78	178
<b>净现金流</b>	<b>-217</b>	<b>-76</b>	<b>1,363</b>	<b>1,157</b>	<b>1,064</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-2.75%	3.55%	0.95%	1.92%	2.24%
净利润增长率	44.59%	37.28%	9.96%	7.37%	6.38%
EBITDA 增长率	4.63%	22.13%	10.51%	8.14%	7.22%
EBIT 增长率	14.44%	25.90%	21.91%	10.28%	8.94%
<b>估值指标</b>					
PE	21	15	14	13	12
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	13	10	7	6	5
EV/EBIT	18	14	9	8	6
EV/NOPLAT	22	16	11	9	7
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	3	3	4	4	4
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	17.68%	18.42%	18.45%	18.35%	18.36%
EBITDA 率	2.75%	3.24%	3.55%	3.77%	3.95%
EBIT 率	1.89%	2.29%	2.77%	3.00%	3.19%
税前净利润率	2.39%	2.98%	3.34%	3.51%	3.64%
税后净利润率 (归属母公司)	1.84%	2.44%	2.66%	2.80%	2.91%
ROA	4.91%	6.19%	6.45%	6.54%	6.54%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.12%	14.94%	14.71%	14.21%	13.65%
经营性 ROIC	14.89%	18.77%	34.62%	45.85%	57.02%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.02	0.97	1.10	1.21	1.33
速动比率	0.70	0.67	0.90	1.02	1.13
归属母公司权益/有息债务	19.40	15.10	-	-	-
有形资产/有息债务	48.70	36.31	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.49	2.04	2.25	2.41	2.57
每股红利	0.60	0.65	0.70	0.75	0.80
每股经营现金流	3.17	2.47	5.30	3.37	3.18
每股自由现金流(FCFF)	5.23	2.45	5.36	3.42	3.08
每股净资产	12.28	13.68	15.28	16.99	18.81
每股销售收入	80.97	83.84	84.64	86.26	88.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼