

重庆百货 (600729.SH)

控股股东混改参与方确定，经营潜力静待释放

● 控股股东战投方确定，物美&步步高参与混改

重庆百货公告，控股股东“商社集团”混合所有制改革方案落地：1) 商社集团已召开董事会，确认商社集团混合所有制改革拟引入投资方为物美集团和步步高集团。混改完成后，商社集团股权结构为重庆国资委/物美集团/步步高集团分别持股 45%/45%/10%，无实际控制人；2) 混改投资人间接享有重庆百货上市公司股权价格为 25.52 元/股（商社集团持有上市公司 45.05% 股权）；3) 商社集团拟向全部无限售条件流通股股东发出全面要约，要约价格为 27.16 元/股。本次要约收购主要目的为赋予投资者充分选择权，不以终止重庆百货上市地位为目的。要约收购方案将在战略入股签署正式协议后发布；4) 商社集团是重庆国资委旗下商业主体，依据股权转让公告，2017 年商社集团营收 491 亿元，净利润 7.1 亿元。

● 三方协同，共谋大西南零售变局

依据连锁经营协会数据，2018 年，商社集团、物美集团和步步高集团分列连锁百强第 8/11/14 位，年销售规模分别 675/483/390 亿元，拥有门店分别 413/1055/686 家，其中商社集团门店主要集中在重庆、四川和贵州地区；步步高集团则深耕湖南、广西、江西等市场，三者协同发展将成为主导西南区域零售市场的重要力量（依据要求，战投方需与重庆百货主要布点形成区域互补，并承诺在同业竞争区域交由重庆百货托管相关业务）。

● 西南区域龙头地位巩固，控股股东混改落地或释放经营活力

截至 1Q19 期末，重庆百货拥有各类型门店合计 316 家，经营面积 239 万方，是西南区域重要商业龙头企业。18 年公司营业利润率仅 3.01%（剔除马上消费金融投资收益后仅 2.28%），低于鄂武商 A（8.39%）、合肥百货（4.21%）等区域零售公司。混改完成后，上市公司有望逐步释放经营活力。暂维持 19-21 年归母净利润预测为 9.1/11.1/12.7 亿元（其中马上消费金融贡献投资收益 3/3.5/4.4 亿元），对零售主业和马上消费金融公司分部估值，合理价值 39 元/股，对应 19 年 17.4xPE，维持“买入”评级。

● **风险提示：**宏观经济下行，消费持续疲软；商圈迁移，主力门店聚客能力弱化；消费金融监管加强。坏账风险爆发；混改进度低于预期；

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,915	34,084	34,824	35,789	37,027
增长率(%)	-2.8	3.6	2.2	2.8	3.5
EBITDA(百万元)	1,156	1,511	1,378	1,524	1,634
净利润(百万元)	605	831	910	1,114	1,271
增长率(%)	44.6	37.3	9.5	22.4	14.1
EPS(元/股)	1.49	2.04	2.24	2.74	3.13
市盈率(P/E)	16.83	13.84	13.99	11.43	10.02
市净率(P/B)	2.04	2.07	2.03	1.78	1.56
EV/EBITDA	6.28	5.83	7.31	6.24	5.61

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	31.32 元
合理价值	39 元
前次评级	买入
报告日期	2019-06-22

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师：

林伟强



SAC 执证号：S0260517090003



021-60750607



linweiqiang@gf.com.cn

请注意，林伟强并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- 重庆百货(600729.SH):高基 2019-04-27
数效叠加消费金融降杠杆，单季业绩承压
- 重庆百货(600729.SH):主业 2019-03-17
平稳，消费金融增利，关注控股股东混改进程
- 重庆百货(600729.SH):零售 2018-10-28
主业平稳，静待国企改革落地

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7,962	7,857	8,208	9,169	9,887
货币资金	3,190	3,056	3,056	3,662	3,998
应收及预付	1,086	1,170	1,166	1,247	1,346
存货	2,520	2,431	2,598	2,787	2,955
其他流动资产	1,165	1,200	1,388	1,473	1,588
非流动资产	5,282	6,259	6,811	6,992	7,637
长期股权投资	854	1,735	2,235	2,335	2,635
固定资产	3,086	3,155	3,034	2,995	3,224
在建工程	33	52	152	252	352
无形资产	386	363	387	406	423
其他长期资产	924	953	1,003	1,003	1,003
资产总计	13,244	14,116	15,019	16,161	17,524
流动负债	7,816	8,092	8,221	8,430	8,689
短期借款	257	368	395	432	428
应付及预收	5,921	6,207	6,193	6,371	6,562
其他流动负债	1,638	1,516	1,633	1,627	1,699
非流动负债	279	303	303	303	303
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	279	303	303	303	303
负债合计	8,095	8,395	8,524	8,732	8,992
股本	407	407	407	407	407
资本公积	403	403	403	403	403
留存收益	4,217	4,804	5,470	6,340	7,368
归属母公司股东权益	4,994	5,563	6,280	7,150	8,177
少数股东权益	155	158	215	279	355
负债和股东权益	13,244	14,116	15,019	16,161	17,524

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,915	34,084	34,824	35,789	37,027
营业成本	27,095	27,804	28,414	29,065	29,959
营业税金及附加	221	228	234	240	248
销售费用	3,496	3,694	3,796	3,937	4,147
管理费用	1,231	1,166	1,247	1,288	1,340
研发费用	0.00	3.41	3.49	3.58	3.71
财务费用	33.70	60.88	48.53	32.04	27.50
资产减值损失	250.75	409.94	263.95	209.81	176.84
公允价值变动收益	24.44	4.22	18.85	18.85	18.85
投资净收益	180.08	282.48	297.47	349.21	437.94
营业利润	807.65	1025.64	1149.52	1396.78	1596.81
营业外收支	-21.29	-11.39	-11.39	-11.39	-11.39
利润总额	786	1,014	1,138	1,385	1,585
所得税	136	140	171	208	238
净利润	650	874	967	1,178	1,348
少数股东损益	45	43	57	64	76
归属母公司净利润	605	831	910	1,114	1,271
EBITDA	1155.51	1511.49	1378.11	1523.68	1633.78
EPS (元)	1.49	2.04	2.24	2.74	3.13

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,289	1,002	666	910	1,092
净利润	650	874	967	1,178	1,348
折旧摊销	284	323	248	269	305
营运资金变动	335	-298	-512	-393	-296
其它	19	103	-37	-143	-264
投资活动现金流	-1,151	-644	-495	-93	-505
资本支出	-255	-343	-311	-361	-661
投资变动	-1,049	-534	-500	-100	-300
其他	153	233	316	368	457
筹资活动现金流	-355	-435	-171	-211	-252
银行借款	-92	111	26	37	-3
股权融资	8	0	0	0	0
其他	-271	-546	-197	-248	-248
现金净增加额	-217	-76	0	606	336
期初现金余额	2,747	2,530	3,056	3,056	3,662
期末现金余额	2,530	2,454	3,056	3,662	3,998

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.8	3.6	2.2	2.8	3.5
营业利润增长	64.6	27.0	12.1	21.5	14.3
归母净利润增长	44.6	37.3	9.5	22.4	14.1
获利能力					
毛利率	17.7	18.4	18.4	18.8	19.1
净利率	2.0	2.6	2.8	3.3	3.6
ROE	12.1	14.9	14.5	15.6	15.5
ROIC	52.3	44.7	31.1	30.8	26.7
偿债能力(%)					
资产负债率	61.1	59.5	56.8	54.0	51.3
净负债比率	1.9	2.6	2.6	2.7	2.4
流动比率	1.02	0.97	1.00	1.09	1.14
速动比率	0.57	0.54	0.56	0.63	0.66
营运能力					
总资产周转率	2.58	2.49	2.39	2.30	2.20
应收账款周转率	249.97	251.92	250.94	251.43	251.18
存货周转率	10.66	11.23	10.94	10.43	10.14
每股指标(元)					
每股收益	1.49	2.04	2.24	2.74	3.13
每股经营现金流	3.17	2.47	1.64	2.24	2.69
每股净资产	12.28	13.68	15.45	17.59	20.12
估值比率					
P/E	16.83	13.84	13.99	11.43	10.02
P/B	2.04	2.07	2.03	1.78	1.56
EV/EBITDA	6.28	5.83	7.31	6.24	5.61

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。