



重庆百货

集团整体上市方案落地，综合零售服务商雏形显现

公司动态

公司近况

重庆百货公告，拟通过竞买及托管方式实现控股股东商社集团整体上市。其中：①盈利能力较强、发展前景较好的资产将公开挂牌转让，包括：商社汽贸、商社电商、商社家维、仕益质检及中天物业的 100% 股权，上市公司将在 7.03 亿元-12 亿元范围内参与竞买，现金方式交易；②盈利能力较弱、经营尚不稳定的资产和业务将委托公司进行管理，包括：商社化工、商社进出口、商社投资、商社物流、商社传媒、中天大酒店、万盛五交化的 100% 股权及重庆联交所 2.57% 股权、鸿鹤化工 0.03% 股权以及商社汇·巴南购物中心一期商业房产购物中心业务，公司每年收取固定托管费，首次托管费为 800 万元，每三年调整一次，年度托管费率为前一年度经审计净资产总额的 0.15%。公司将于 1 月 4 日复牌。

评论

1、集团整体上市方案落地，显著受益国企改革推进，未来不排除在激励等方面进一步深化的可能。①本次以挂牌转让与托管相结合的方式实现商社集团的整体上市，有助于推动公司经营模式转型，增育新利润增长点，此外还有助于避免集团与上市公司间的同业竞争，整合双方优势资源，发挥协同效应；②本次方案在资产端实现了集团资产的整体上市，但在管理层激励等方面并未明确，不排除未来在上市公司对标的资产成功实现整合后，在激励等方面进一步深化的可能。

2、综合零售服务商雏形显现，多业态协同助力公司转型创新。

①**打造综合性零售龙头提升竞争力。**本次拟竞买的核心资产为商社汽贸 100% 股权，其为重庆市销售额排名前 2 的汽车经销企业，拥有保时捷、奔驰、一汽奥迪等 12 个汽车品牌的授权经销资质，19 家 4S 店，2014 年销售额 67 亿元，净利润 0.96 亿元。若成功竞买商社汽贸等标的公司资产，公司将实现百货、超市、电器、汽车 4S 店、购物中心、线上电商平台等业态的相互融合，为消费者提供集购物、汽车消费、餐饮、休闲、娱乐等于一体的综合服务。

②**业务协同效果值得期待。**综合零售服务业态下，有利于公司整合门店、客户、供应链、金融服务等优势资源，助力公司在线上线下 O2O 融合、金融等领域的转型创新。世纪购（电子商务）和世纪秀（跨境电商）等电子商务业务稳健增长，马上消费金融、重百商业保理公司也已正式获批筹建。

3、拟竞买标的整体估值合理。以 2014 年财务指标为基准，商社汽贸估值对应 P/E 为 5.4 倍，商社家维为 1.8 倍；仕益质检 P/S 1.73 倍（收入数据采用其前身商社集团质量检测中心的历史财务数据）；商社电商 P/S 3.52 倍，中天物业 P/B 5.64 倍（对应 2015 年 7 月底经审计账面值）。整体看，拟竞买标的资产的估值对应 2014 年净利润 P/E 为 9.7 倍，估值合理。

估值建议

鉴于标的资产的竞买尚未完成，暂维持盈利预测不变，预计公司 2015/16 年 EPS 分别为 1.28 元/1.4 元，引入 2017 年 EPS 1.5 元。

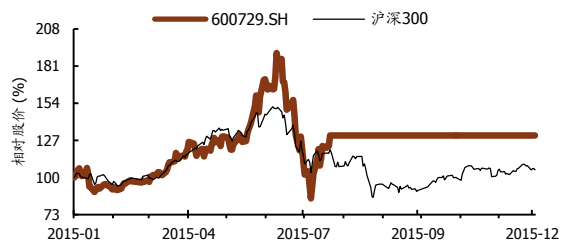
维持中性。公司作为区域零售龙头，未来看点在于集团整体上市后的业务协同效果，金融电商等新业务进展以及费用管控。考虑估值切换，上调公司目标价 8% 至 34.5 元，对应 2016 年 24.6 倍 P/E。

风险

消费持续疲软，行业竞争加剧，资产整合效果不及预期。

维持中性

股票代码	600729.SH
评级	中性
最新收盘价	人民币 32.39
目标价	人民币 34.50
52 周最高价/最低价	人民币 47.25~20.67
总市值(亿)	人民币 132
30 日日均成交额(百万)	
发行股数(百万)	407
其中：自由流通股(%)	92
30 日日均成交量(百万股)	
主营行业	零售



(人民币 百万)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	30,140	30,902	31,489	32,381
增速	-3.9%	2.5%	1.9%	2.8%
归属母公司净利润	492	522	567	611
增速	-39.9%	6.2%	8.6%	7.7%
每股净利润	1.21	1.28	1.40	1.50
每股净资产	11.29	12.21	13.22	14.31
每股股利	0.36	0.39	0.42	0.45
每股经营现金流	-0.29	-1.76	2.98	1.70
市盈率	26.8	25.2	23.2	21.6
市净率	2.9	2.7	2.4	2.3
EV/EBITDA	12.3	16.6	14.4	13.2
股息收益率	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
平均总资产收益率	4.1%	4.6%	4.9%	5.0%
平均净资产收益率	10.9%	10.9%	11.0%	10.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

樊俊豪

郭海燕

分析师

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn

haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513080004

SAC 执业编号：S0080511080006

SFC CE Ref: BDO986

SFC CE Ref: AIQ935



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	30,140	30,902	31,489	32,381	营业收入	-3.9%	2.5%	1.9%	2.8%
营业成本	25,056	25,615	26,067	26,772	营业利润	-37.6%	6.1%	8.6%	7.8%
营业税金及附加	215	220	220	227	EBITDA	-23.5%	-19.1%	8.4%	7.6%
营业费用	3,464	3,585	3,653	3,756	净利润	-39.9%	6.2%	8.6%	7.7%
管理费用	807	847	860	885	盈利能力				
财务费用	13	13	13	13	毛利率	16.9%	17.1%	17.2%	17.3%
其他	0	0	0	0	营业利润率	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
营业利润	584	620	673	726	EBITDA 利润率	2.9%	2.3%	2.5%	2.6%
营业外收支	13	14	14	14	净利率	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
利润总额	590	627	681	733	偿债能力				
所得税	98	104	112	121	流动比率	1.10	1.17	1.18	1.20
少数股东损益	1	1	1	1	速动比率	0.84	0.85	0.87	0.90
归属母公司净利润	492	522	567	611	现金比率	0.35	0.25	0.33	0.35
EBITDA	888	719	779	838	资产负债率	60.9%	55.2%	55.2%	53.9%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,448	1,484	2,171	2,325	回报率分析				
应收账款及票据	185	264	269	276	总资产收益率	4.1%	4.6%	4.9%	5.0%
预付款项	576	670	575	704	净资产收益率	10.9%	10.9%	11.0%	10.9%
存货	1,831	1,965	2,000	2,054	每股指标				
其他流动资产	2,718	2,718	2,718	2,718	每股净利润 (元)	1.21	1.28	1.40	1.50
流动资产合计	7,759	7,101	7,732	8,077	每股净资产 (元)	11.29	12.21	13.22	14.31
固定资产及在建工程	3,090	3,112	3,393	3,668	每股股利 (元)	0.36	0.39	0.42	0.45
无形资产及其他长期资产	671	671	671	671	每股经营现金流 (元)	-0.29	-1.76	2.98	1.70
非流动资产合计	3,969	3,987	4,265	4,536	估值分析				
资产合计	11,728	11,088	11,997	12,612	市盈率	26.8	25.2	23.2	21.6
短期借款	190	190	190	191	市净率	2.9	2.7	2.4	2.3
应付账款及票据	6,094	5,334	5,713	5,868	EV/EBITDA	12.3	16.6	14.4	13.2
其他流动负债	786	532	649	667	股息收益率	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
流动负债合计	7,070	6,055	6,552	6,726					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	69	69	69	69					
负债合计	7,139	6,124	6,621	6,795					
股东权益合计	4,589	4,964	5,376	5,818					
少数股东权益	28	29	30	32					
负债及股东权益合计	11,728	11,088	11,997	12,612					
现金流量表									
净利润	492	522	567	611					
折旧和摊销	288	83	90	97					
营运资本变动	-898	-1,321	554	-19					
其他	1	1	1	1					
经营活动现金流	-117	-714	1,212	690					
投资活动现金流入	1,634	0	0	0					
投资活动现金流出	-1,759	-102	-368	-368					
投资活动现金流	-125	-102	-368	-368					
股权融资	20	0	0	0					
银行借款	10	0	0	1					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-272	-148	-157	-169					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-513	-964	688	153					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

重庆百货是西南地区最大的商业零售企业，旗下拥有重百、新世纪百货、商社电器三大著名商业品牌，涉足百货、超市、电器等经营领域，经营网点已布局重庆和四川、贵州、湖北等地，近年来公司不断发挥协同效应和整合红利，同时积极创新经营，快速涉足了购物中心、电子商务等新兴业态，推进企业持续快速发展。



图表 1：备考财务报表

项目	2015-7-31/2015年1-7月		2014-12-31/2014年度	
	实际报表	备考报表	实际报表	备考报表
资产总额（亿元）	108.41	131.27	117.28	163.32
负债总额（亿元）	59.74	85.80	71.39	120.47
营业收入（亿元）	182.57	221.36	301.40	372.71
营业成本（亿元）	152.34	187.99	250.56	315.00
净利润（亿元）	3.96	4.01	4.92	5.38

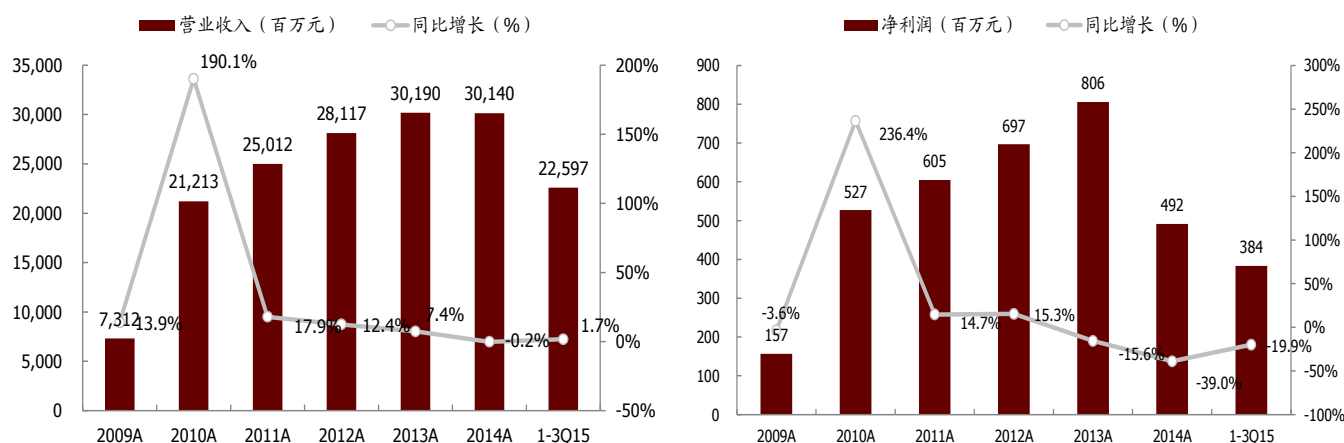
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：收购标的基本情况

公司名称	主营业务	评估值 (万元)	营收（亿元）			净利润（万元）		
			2013	2014	2015年1-7月	2013	2014	2015年1-7月
商社汽贸	汽车经销及维修保养等服务。商社汽贸经销的汽车品牌包括保时捷、奔驰、一汽奥迪、一汽大众、上海大众等12个品牌。目前共经营19家4S店、15家二级经销网点等。	52,527.01	56.44	67.35	37.35	11,311.27	9,651.97	2,861.80
商社电商	主要运营“世纪购”电商平台。截至报告期末，“世纪购”平台注册用户数量超过20万人，在线产品SKU数量超过2.5万个，最高月访问量超过90万次。	3,821.77	-	0.11	0.02	-	-819.03	75.69
商社家维	家用电器售后服务。与国内外知名家电品牌、重庆市政府、企事业单位具有较好的合作关系。在重庆地区，商社家维的家电维修服务业务市场份额约15%。	120.06	0.42	0.44	0.29	26.65	65.21	-2.07
仕益质检	第三方质量检测。提供电子类、家用电器类、纺织皮革制品类产品的质量认证和质量检测服务。在家电检测领域，仕益质检的市场份额约占整个重庆市场的60%。	5,636.56	-	-	0.10	-	-	12.66
中天物业	房地产开发平台。主要承接商社集团交办的商业地产协同开发任务。有近二十年的房地产开发经验，累计开发房地产面积约165万平方米。	8,240.10	0.44	3.56	1.58	-38.40	-1,662.36	-1,906.84

资料来源：公司数据，中金公司研究部

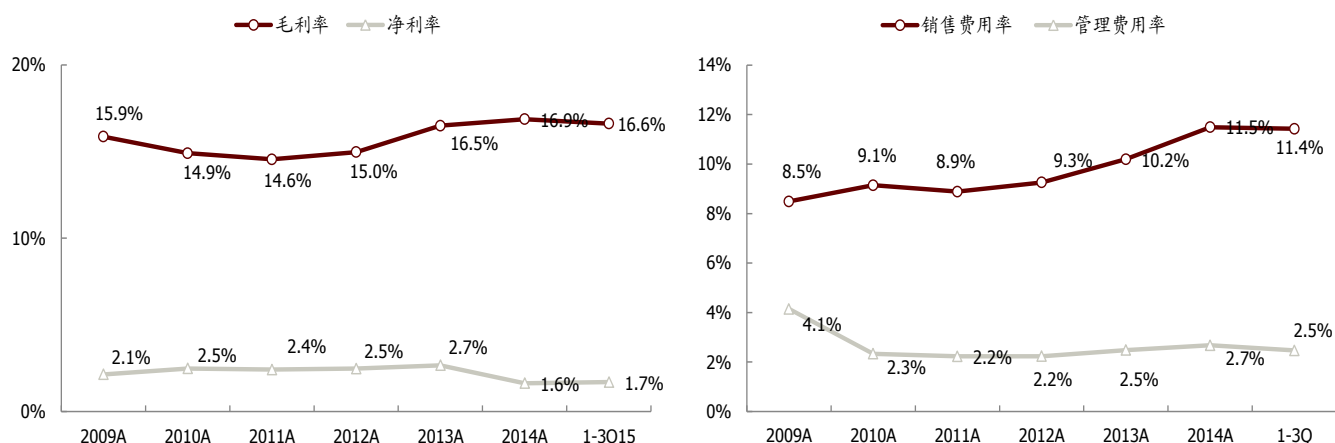
图表 3：营收、净利增速



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 4：盈利水平及费用率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：可比公司估值表

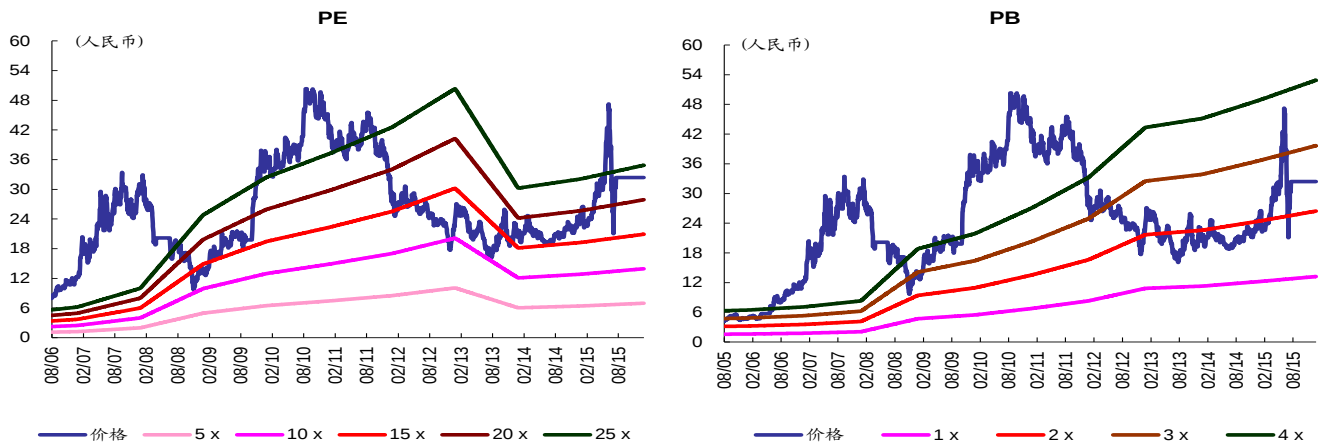
代码			公司	股价	总市值 (百万元)	每股净利润			市盈率			14年底-16年底 净利润 CAGR	PEG
						2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
百货和购物中心													
跨区域发展	600694.SH	大商股份	51.63	15,165	4.18	3.87	4.11	12.4	13.3	12.6	-	-	
	600859.SH	王府井	27.22	12,597	1.37	1.45	1.57	19.8	18.8	17.3	7.0%	2.7	
	600778.SH	友好集团	12.27	3,822	0.29	0.12	0.15	41.6	102.4	81.1	-	-	
	600729.SH	重庆百货	32.39	13,167	1.21	1.28	1.40	26.8	25.2	23.2	7.4%	3.4	
中西部 and 东北	000417.SZ	合肥百货	10.93	8,524	0.47	0.40	0.42	23.3	27.5	25.9	-	-	
	600697.SH	欧亚集团*	41.44	6,593	1.88	2.10	2.41	22.1	19.7	17.2	13.2%	1.5	
	002277.SZ	友阿股份*	13.89	7,863	0.62	0.55	0.55	22.3	25.3	25.0	-	-	
	000501.SZ	鄂武商A	21.40	11,321	1.25	1.35	1.54	17.2	15.9	13.9	11.1%	1.4	
长三角地区	600785.SH	新华百货*	30.61	6,907	0.86	0.74	0.86	35.6	41.1	35.8	-0.2%	-214.2	
	600858.SH	银座股份*	11.06	5,752	0.35	0.56	0.73	31.8	19.9	15.1	45.3%	0.4	
	600827.SH	百联股份	17.87	30,781	0.61	0.83	0.76	29.4	21.4	23.7	11.5%	1.9	
	600280.SH	中央商场*	11.17	12,827	0.35	0.41	0.46	31.5	27.5	24.5	13.4%	2.0	
北京和广州地区	000987.SZ	广州友谊	26.19	9,401	0.73	0.68	0.71	35.8	38.3	36.8	-	-	
	000882.SZ	华联股份	5.71	12,711	0.03	0.12	0.15	171.0	49.1	38.3	111.2%	0.4	
	600723.SH	首商股份*	11.11	7,315	0.51	0.55	0.59	21.9	20.1	18.8	7.8%	2.6	
超市类公司													
	000759.SZ	中百集团	8.61	5,864	0.27	0.02	0.04	31.5	434.1	210.9	-	-	
	600361.SH	华联综超	8.05	5,360	0.15	0.06	0.08	52.3	138.5	99.8	-	-	
	002251.SZ	步步高*	16.30	12,697	0.44	0.46	0.51	36.8	35.6	32.1	6.9%	5.1	
电子商务公司													
	002024.SZ	苏宁云商	13.45	99,302	0.12	0.12	0.04	114.5	112.3	350.4	-	-	
	300413.SZ	快乐购	39.60	15,880	0.38	0.22	0.28	103.0	177.0	141.9	-	-	
专业市场经营者													
	002344.SZ	海宁皮城	15.34	17,181	0.84	0.77	0.83	18.3	19.8	18.5	-	-	
	000861.SZ	海印股份	7.73	17,391	0.13	0.13	0.16	61.6	57.7	48.1	13.2%	4.4	
	600790.SH	轻纺城*	8.13	8,512	0.32	0.33	0.41	25.8	25.0	19.9	13.9%	1.8	

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

注：*为中金未覆盖公司，盈利预测使用万得一致预期。



图表 6: P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

