



控费驱动业绩改善，持续关注混改进度

——重庆百货（600729）2016年度财报点评

2017年03月13日

强烈推荐/维持

重庆百货

财报点评

事件：

重庆百货 2016 年业绩：营业收入为 338.47 亿元，同比下降 7.25%；归母净利润为 4.19 亿元，同比增长 16.88%；扣非后归属净利润为 3.42 亿元，同比增长 11.8%，每股收益 1.03 元

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	8918.99	7940.16	9100.12	10386.46	7746.79	7327.91	8385.61
增长率（%）	33.01%	33.66%	14.83%	-1.39%	-13.14%	-7.71%	-7.85%
毛利率（%）	15.49%	15.56%	21.74%	14.70%	17.41%	17.16%	18.54%
期间费用率（%）	13.84%	15.50%	17.42%	10.38%	16.04%	16.88%	14.77%
营业利润率（%）	1.17%	-0.56%	-0.49%	3.74%	0.90%	0.00%	0.41%
净利润（百万元）	83.73	-36.67	-27.79	322.01	71.55	20.12	26.15
增长率（%）	-22.33%	-166.32%	-337.09%	-04.65%	-14.55%	-154.86%	-194.07%
每股盈利（季度，元）	0.20	-0.08	-0.07	0.79	0.15	0.03	0.06
资产负债率（%）	56.72%	60.08%	63.99%	64.16%	61.36%	63.08%	61.18%
净资产收益率（%）	1.71%	-0.76%	-0.53%	6.71%	1.51%	0.42%	0.55%
总资产收益率（%）	0.74%	-0.30%	-0.19%	2.40%	0.58%	0.16%	0.21%

观点：

- **各业态营收仍然承压。** 由于宏观经济放缓带来消费需求疲弱，以及电商、购物中心等新业态冲击导致的客流下降，2016年公司实现营业收入为338.47亿元，同比下降7.25%；归属净利润为4.19亿元，同比增长16.88%；扣非后归属净利润为3.42亿元，同比增长11.8%，基本符合预期。分季度来看，Q1-Q4 分别实现营业收入103.86亿元、77.47亿元、73.28亿元、83.86亿元，同比分别变动-1.39%、-13.14%、-7.71%、-7.85%。分业态来看，超市、百货、电器、汽贸分别实现营业收入127.17亿元、95.33亿、44.08 亿元、56.10亿元，同比变化1.16%、-5.38%、-26.03%、-8.25%，百货/电器/汽贸下滑原因主要是顾客多元化购买渠道以及整体市场黄金珠宝持续下行影响，电器整体需求疲弱同时合同到期关停场店，整车单价下滑以及关停营业网点致使收入下滑。分地区来看，重庆、四川、贵州、湖北分别实现营业收入299.58亿元、22.48亿元、1.57亿元、1.33亿元，同比变化-7.69%、-4.24%、-24.48%、-9.7%。
- **控费措施促进利润增长。** 2016年，公司综合毛利率同比减少1.88个百分点至16.80%，主要系服装鞋包加大促销力度，冲调品类毛利减少，整体毛利率略有下降。其中百货、超市、电器、汽贸的毛利率分别为16.37%、13.94%、14.05%、6.42%，同比分别变动-2.5%、-0.17%、+3.2%、0.36%。报告期间的费用

率同比减少1.27个百分点至14.17%，主要来自广告促销等销售费用下降。其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比变动-1.69%、+0.28%、+0.14%至10.78%、3.10%、0.29%。综合来看，公司降成本控费用措施效果显现，2016年归母净利润为4.19亿元，同比增长16.88%；扣非后归母净利润3.42亿元，同比增长11.79%。截止报告期末，公司共计拥有经营网点261个，其中百货业态53个、超市业态150个、电器业态30个、汽贸业态28个。

- **混改推进，经营效率与盈利改善可期。** 1) 1-2月份50家重点零售企业零售额增速持续回升，进一步印证行业弱复苏。重庆是我国“一带一路”和长江经济带战略的连接点，受益于重庆市产业转移和城镇化进程等，将享中西部区域红利。公司作为重庆国资控股45%的重庆商业龙头，经营百货、超市、电器、汽车等多元化业态，拥有重庆百货、商社电器和新世纪百货等著名商业品牌，区域市场控制力强，销售规模行业居前，有望率先受益行业回暖。2) 公司于2015年7月正式启动重大资产重组工作，受让商社汽贸、商社电商等五家公司100%股权；2016年9月，公司停牌筹划非公开定价增发，拟引进战略投资者（物美投资、步步高和重庆华贸），后受证监会新规影响，方案暂时取消。公司净利率和毛利率均低于行业平均水平，未来国企改革有望继续深化，通过优化激励机制改善内生活力、促进治理结构和经营效率改善，并推动跨境电商和金融转型快速发展，未来业绩具有较大的向上弹性。
- **积极转型升级，培育新的利润增长点。** 2014年4月新董事长何谦上任后积极推动各项转型：公司持续推进厂商对接和合作，持续缩短供应链条。2014年7月，在香港设立子公司进行海外直采，品类涵盖服装鞋包、化妆品、食品生鲜、日用品等；2014年9月，跨境电商平台“世纪购”上线，主营轻奢百货及母婴类产品，是全国跨境电商模式首批试点企业；2014年10月，在重庆空港保税区开设“世纪秀”线下体验店，充分依托重庆保税区地域优势，打造完整的跨境消费O2O体验。2016年跨境贸易实现收入0.71亿元，同比增长26.43%。2015年1月，公司转型消费金融业务，已推出员工贷、商品贷等产品，重百拟出资3.21亿元参与增资，注册资本增至13亿元，重百作为大股东持股31.58%。报告期内对联营及合营企业投资收益281万（去年同期亏损392万），主要为马上消费金融公司扭亏为盈。马上消费金融具有现金流充足、消费数据库、线上线下结合模式、管理团队能力（原京东联席董事长兼SCO赵国庆、捷信的创始人郭剑霓等）核心竞争力。此外保理公司则围绕供应链金融服务。

结论：

考虑到公司较强的区域竞争地位，跨境电商和金融业务的转型拓展空间大，而且未来国企改革有望继续深化，改善激励带动经营效率提升，业绩向上弹性较大。考虑到证监会再融资新规对公司混改进度的不确定性，暂不考虑定增，预计公司2017-2019年EPS各为1.12元、1.30元和1.64元，目前股价对应的PE为24.37倍、21.05和16.64倍，当前市值对应的PS为0.3倍，安全边际高，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

国改低于市场预期；跨境电商或消费金融转型受阻或成效不显著。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	8252	7622	8215	8765	9554	营业收入	30079	33847	33101	33177	33750
货币资金	2790	2872	4740	6451	8370	营业成本	24461	28160	26977	26989	27405
应收账款	44	126	123	123	125	营业税金及附加	211	206	232	232	236
其他应收款	103	809	791	793	807	营业费用	3750	3648	4138	4081	4118
预付款项	2128	913	-252	-1417	-2600	管理费用	848	1049	993	962	945
存货	1404	2564	2456	2457	2495	财务费用	46	99	40	40	41
其他流动资产	244	320	320	320	320	资产减值损失	384.11	241.26	215.40	280.26	245.64
非流动资产合计	3808	4695	3308	2977	2645	公允价值变动收益	2.44	-14.42	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	86	409	409	409	409	投资净收益	26.33	62.88	25.00	25.00	25.00
固定资产	2254.20	2453.42	2162.08	1870.74	1579.39	营业利润	408	492	531	617	785
无形资产	255	403	362	322	282	营业外收入	56.67	69.12	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	25	515	0	0	0	营业外支出	26.49	42.29	32.47	33.75	36.17
资产总计	12060	12317	11523	11741	12199	利润总额	438	519	539	624	789
流动负债合计	7137	7460	7075	7012	7116	所得税	73	79	82	95	120
短期借款	350	346	111	0	0	净利润	365	440	457	529	669
应付账款	2128	2639	2493	2494	2533	少数股东损益	-3	21	0	0	0
预收款项	2650	1857	1904	1950	1997	归属母公司净利润	367	419	457	529	669
一年内到期的非流	0	3	3	3	3	EBITDA	892	1190	903	989	1157
非流动负债合计	24	76	76	76	76	EPS (元)	0.90	1.03	1.12	1.30	1.64
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	7222	7535	7151	7088	7192	成长能力					
少数股东权益	56	131	131	131	131	营业收入增长	-0.20%	12.52%	-2.20%	0.23%	1.73%
实收资本(或股本)	407	407	407	407	407	营业利润增长	-30.18%	20.69%	7.96%	16.21%	27.19%
资本公积	926	403	403	403	403	归属于母公司净利润	9.06%	15.74%	9.06%	15.74%	26.53%
未分配利润	3170	3506	3384	3244	3066	获利能力					
归属母公司股东权	4782	4650	4892	5172	5527	毛利率(%)	18.68%	16.80%	18.50%	18.65%	18.80%
负债和所有者权益	12060	12317	12174	12391	12849	净利率(%)	1.21%	1.30%	1.38%	1.59%	1.98%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.06%	3.05%	3.40%	3.96%	4.50%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.68%	9.00%	9.33%	10.22%	12.10%
经营活动现金流	422	462	2144	2365	2493	偿债能力					
净利润	365	440	457	529	669	资产负债率(%)	60%	61%	59%	57%	56%
折旧摊销	438.31	599.22	0.00	331.60	331.60	流动比率	1.16	1.02	1.16	1.25	1.34
财务费用	46	99	40	40	41	速动比率	0.96	0.68	0.81	0.90	0.99
应收账款减少	0	0	3	0	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	46	46	47	总资产周转率	2.53	2.78	2.70	2.70	2.67
投资活动现金流	-40	340	324	-255	-221	应收账款周转率	353	399	267	270	272
公允价值变动收益	2	-14	0	0	0	应付账款周转率	12.93	14.20	12.90	13.30	13.43
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	26	63	25	25	25	每股收益(最新摊薄)	0.90	1.03	1.12	1.30	1.64
筹资活动现金流	-79	-1073	-600	-399	-354	每股净现金流(最新摊薄)	0.75	-0.67	4.59	4.21	4.72
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.76	11.44	12.03	12.72	13.60
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	30.41	26.57	24.37	21.05	16.64
资本公积增加	0	-522	0	0	0	P/B	2.33	2.39	2.27	2.15	2.01
现金净增加额	303	-271	1868	1711	1918	EV/EBITDA	9.74	7.23	7.20	4.73	2.38

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。