

强烈推荐-A (维持)

重庆百货 600729.SH

目标估值: 35.60 元

当前股价: 24.84 元

2017 年 05 月 03 日

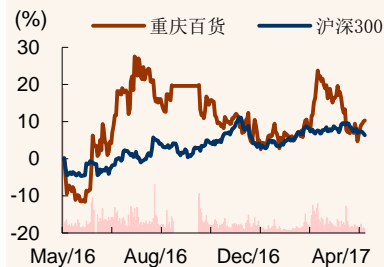
为什么盈利主要体现在一季度?

基础数据

上证综指	3135
总股本(万股)	40653
已上市流通股(万股)	40643
总市值(亿元)	101
流通市值(亿元)	101
每股净资产(MRQ)	12.3
ROE(TTM)	9.2
资产负债率	56.0%
主要股东 重庆商社(集团)有限	
主要股东持股比例	45.05%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-5	15
相对表现	-5	-7	7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《重庆百货(600729)一降本控费见效,期待国企改革》2017-04-27
- 2、《重庆百货(600729)一消费金融公司为什么这么赚钱?》2017-04-20
- 3、《重庆百货(600729)一错杀出买点,加仓!》2017-04-12

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

重庆百货盈利能力有较强季节性,每年一季度扣非净利润比其他季度平均高3亿左右,扣非净利率大概高3个百分点,可比公司鄂武商和合肥百货虽然也有同样的特征,但是波动性不及重庆百货明显。经过财务拆分得出,鄂武商和合肥百货主要由于春节旺季带动一季度营业收入,而期间费用基本稳定,期间费用率有所降低,造成净利率提升。重庆百货除了受营收变动影响以外,一季度销售费用和管理费用不增反降,使得净利润季节差异性更加明显。

- **重庆百货盈利情况具有明显季节性。**通过对重庆百货历史经营数据的探究我们发现其盈利情况具有明显季节性特征,每年一季度扣非净利润高出其他季度平均3亿左右,扣非净利率大概高3个百分点。业态结构与重庆百货相近的两家零售上市公司鄂武商和合肥百货净利润也表现出一定的季节性,一季度扣非净利润较其他季度更高,但差异度不及重庆百货。
- **传统春节旺季推高营收,带动毛利。**由于春节过年的原因一季度是线下零售传统旺季,重庆百货和合肥百货一季度营收较其他季度平均高30%左右,鄂武商高15%左右。营收带动毛利,重庆百货一季度毛利较其他季度平均高1亿左右,但由于促销折扣等影响一季度毛利率大概会低3个百分点。
- **一季度销售费用和管理费用不升反降,与行业呈现差异。**合肥百货和鄂武商一季度期间费用与其他季度相近,由于收入提升期间费用率下降,导致其净利率较其他季度更高。而重庆百货一季度在销售收入更高的背景下,销售和管理费用较其他季度平均反而更低,销售费用大概低1.5亿左右,管理费用大概低0.5亿左右,进一步扩大净利润差异。通过对子项进行进一步分析,发现折旧费和摊销、水电气费、员工薪酬三个子项的差异度显著大于其他公司,是造成销售和管理费用的波动的重要原因。
- **主业企稳回暖,国改、消费金融值得期待。**公司主业企稳逐步回暖,考虑国改预期以及消费金融未来的业绩释放,预计17-18年EPS为1.31元、1.61元,目前估值为19x17PE,维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**居民消费增速不及预期,二三季度利润出现大幅波动。

财务数据与估值

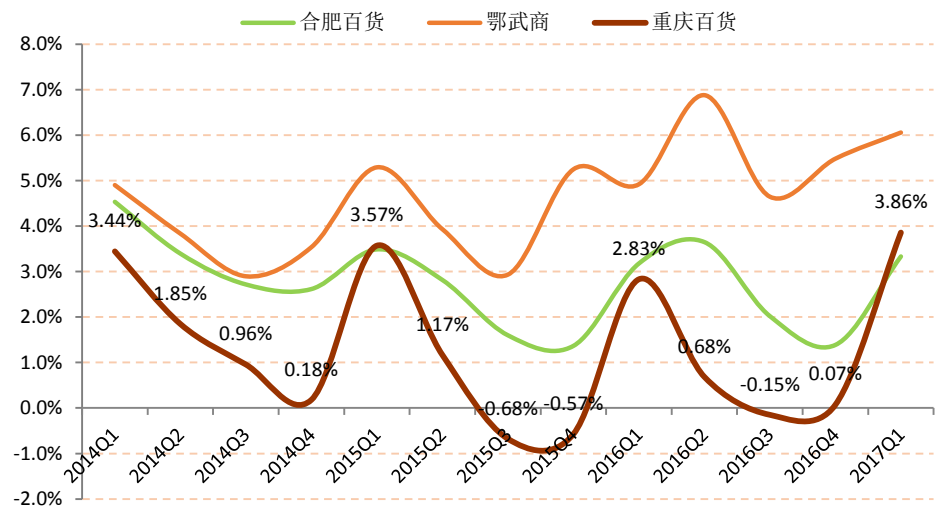
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	30079	33847	33847	35201	36609
同比增长	0%	13%	0%	4%	4%
营业利润(百万元)	408	492	617	745	977
同比增长	-30%	21%	25%	21%	31%
净利润(百万元)	367	419	532	653	869
同比增长	-25%	14%	27%	23%	33%
每股收益(元)	0.90	1.03	1.31	1.61	2.14
PE	27.6	24.1	19.0	15.4	11.6
PB	2.1	2.2	2.0	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

一、重庆百货利润呈显著季节性

通过对重庆百货的财务分析，我们发现其盈利情况有明显的季节性规律，每年一季度净利润明显高于其他季度，一季度净利率一般能达到 3% 左右，而其他三个季度平均不到 1%。一季度扣非净利润绝对值也比其他三个季度平均高 3 亿左右，全年净利润大部分由第一季度贡献。选取零售行业相近的另外两家公司合肥百货和鄂武商与重庆百货进行对比分析，这三家公司均是我国次发达地区（重庆、安徽、湖北）的区域性零售国有企业，均以百货业态为主，辅有超市、家电等业态，因此可比性较强。三者收入规模重庆百货最高，年收入超过 300 亿，鄂武商接近 200 亿，合肥百货接近 100 亿。

图 1：重庆百货扣非净利率季节性显著



资料来源：公司年报、招商证券

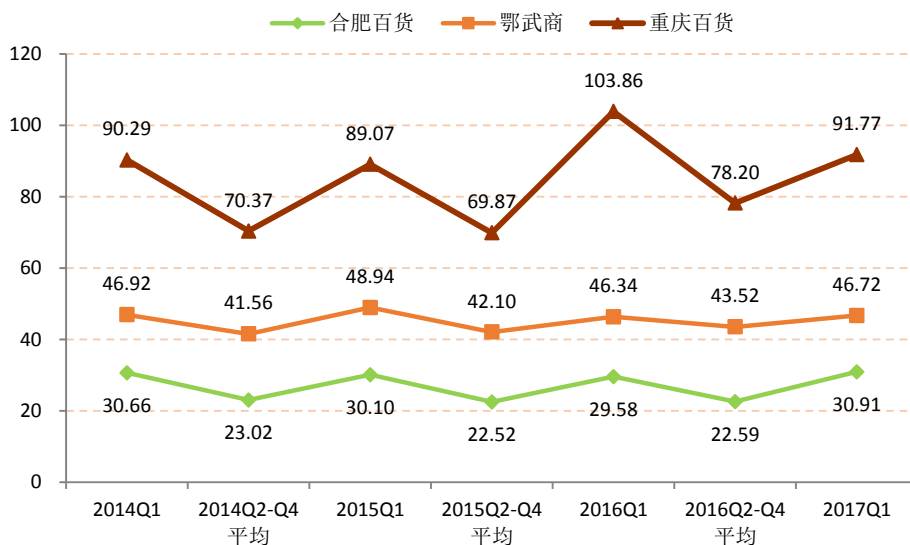
通过对比发现，合肥百货和鄂武商扣非净利率也具有一定的季节性特征，每年第一季度扣非净利率跟其他三个季度平均差值大概在 1.5% 左右，差异度不及重庆百货，总体利润率水平也较重庆百货更高。

通过财务报表对重庆百货利润季节性的因素进行更进一步分析，主要探究一季度净利润多出的 3 亿和净利率多出的大概 3 个百分点由何而来，我们认为主要可以归纳为两个方面的原因：一是受春节等影响一季度营业收入显著高于其他季度，带动毛利的提升；二是年一季度销售费用和管理费用显著低于其他季度。

二、春节旺季推高一季度营收，带动毛利

一季度的利润变动跟营业收入有很大关系。众所周知，每年一季度由于春节过年的原因，是线下零售传统的旺季，这一点从企业的销售数据中也能明显看出，重庆百货一季度营业收入跟其他季度平均相比，高出 30% 左右。对比来看，合肥百货一季度收入也大概比其他几个季度平均高 30% 左右，淡旺季差异明显，而鄂武商这个差异度大概仅有 10-15%，波动性相对较低。

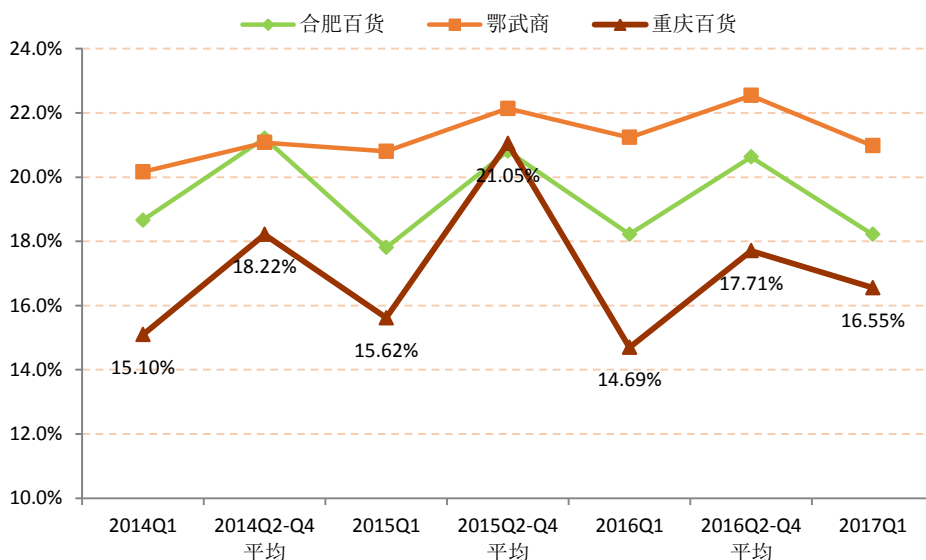
图 2: 销售收入变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

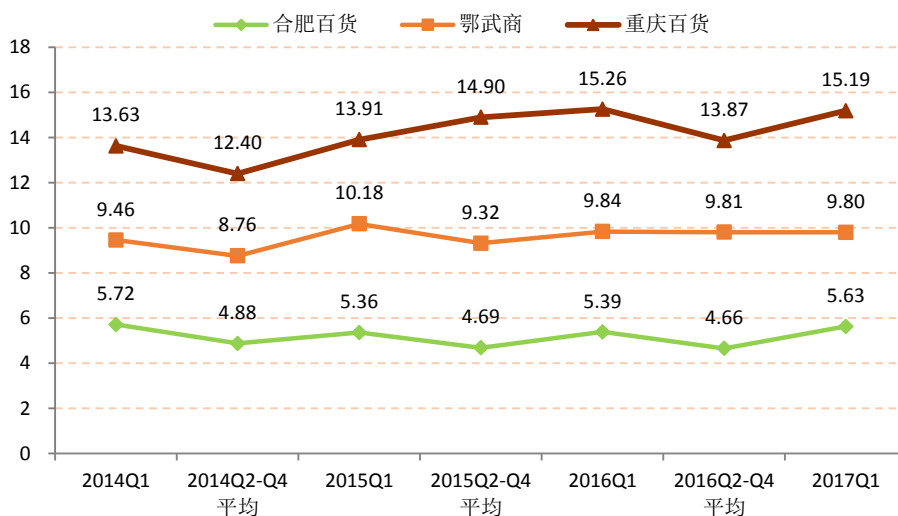
第一季度营业收入扩大的同时, 营业成本也在随之提升, 由于春节期间可能有一定促销折扣活动等影响, 三家零售公司的毛利率在一季度一般低于其他季度, 其中鄂武商变动较为平缓差值在一个百分点左右, 而重庆百货差异度大概能达到 3 个百分点, 波动较为剧烈。毛利润值来看 Q1 较平时更高, 除去 15 年 Q4 毛利较高的异常影响外, 重庆百货 Q1 毛利润大概比其他季度平均高 1 亿左右。

图 3: 毛利率的变化情况



资料来源: 公司年报、招商证券

图 4：毛利润的变化情况（单位：亿元）

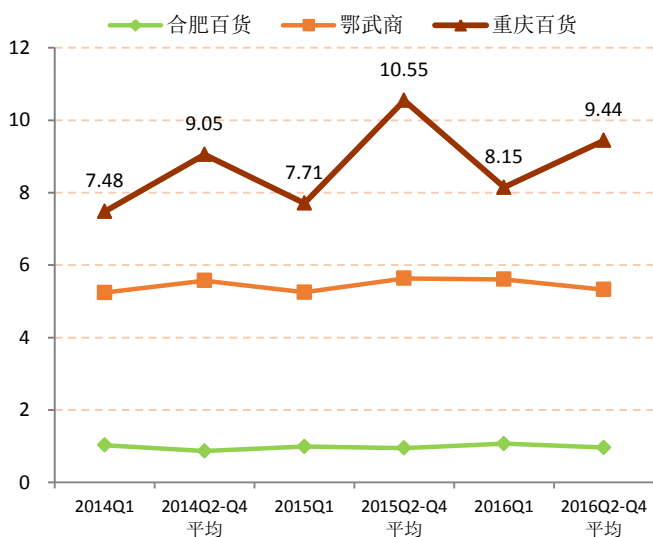


资料来源：公司年报、招商证券

三、销售费用和管理费用不升反降

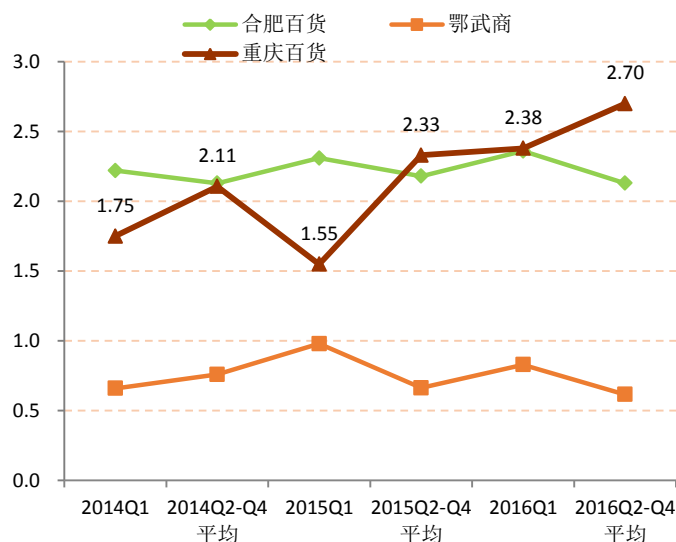
重庆百货在销售费用和管理费用上表现出和其他公司明显的差别。鄂武商和合肥百货一季度跟其他季度平均销售费用和管理费用较为相近，而重庆百货一季度销售费用比其他季度平均大概少 1.5 亿，管理费用少 0.5 亿。再加上毛利多出的 1 亿，这三部分主要构成了归母净利润季节性差异的 3 亿。

图 5：销售费用波动性情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报、招商证券

图 6：管理费用波动性情况（单位：亿元）

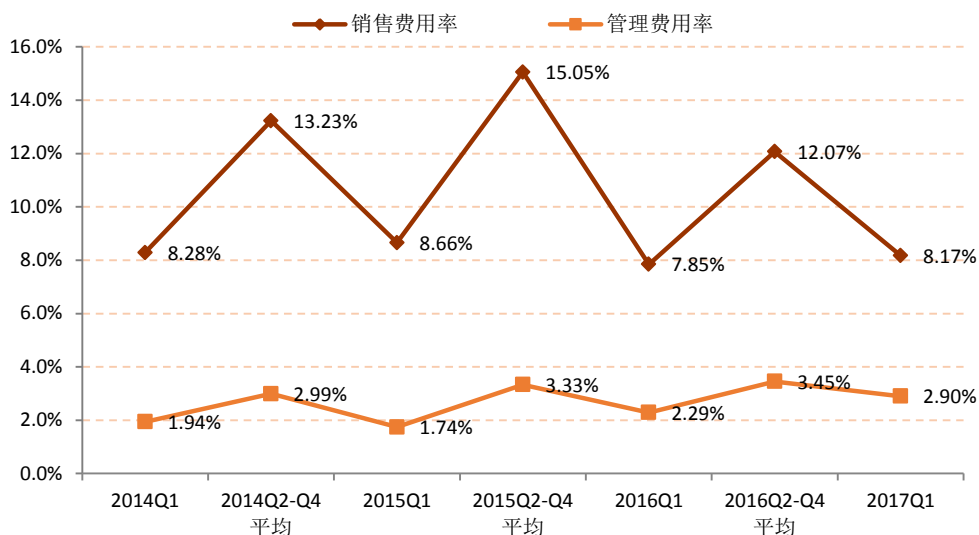


资料来源：公司年报、招商证券

在一季度销售收入较高的背景下，鄂武商和合肥百货销售费用和管理费用保持平稳，销售费用率和管理费用率就较其他季度更低，导致其净利率小幅高于其他季度。而重庆百

货一季度销售费用和管理费用反而更低，因此费用率的差异度更大，净利率波动性也更大，一季度销售费用率比其他季度低 5 个百分点左右，管理费用率大概低 1 个百分点。加之之前毛利率差异的 3 个百分点，得到一季度净利率多出的 3 个百分点。

图 7：重庆百货销售费用率和管理费用率呈明显季节性

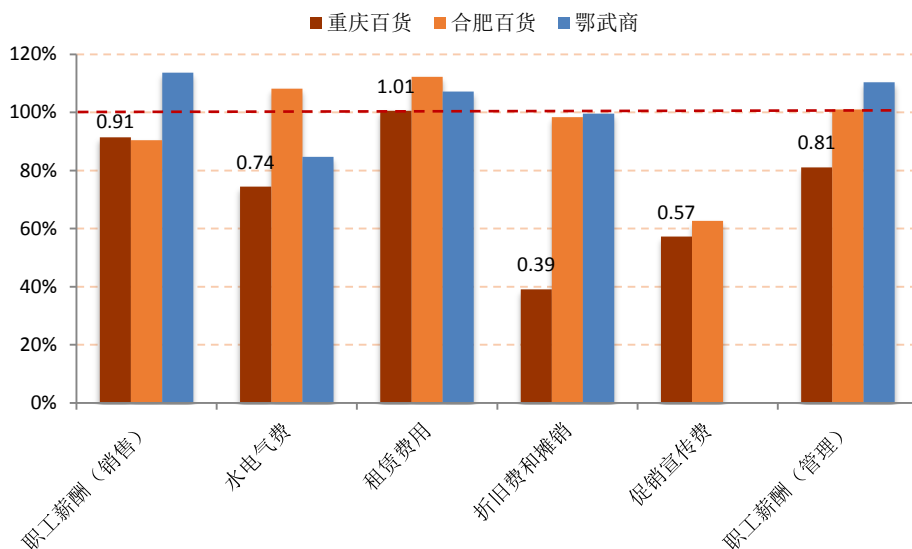


资料来源：公司年报、招商证券

四、销售费用和管理费用进一步细拆

对销售费用和管理费用的波动性进行进一步细拆，由于只有年报和半年报会披露销售和管理费用各子项的数据，我们分成上半年和下半年进行对比分析。选取在重庆百货销售费用和管理费用中金额较大的几个子项进行对比，采用差异度系数（上半年金额/下半年金额近三年平均值）对三家公司进行可比分析，发现在折旧费和摊销、水电气费、管理人员薪酬三个子项差异度显著大于其他公司。上半年的促销宣传费用也显著低于下半年，但差异度系数和合肥百货相近，跟行业对宣传促销费用的结算方式有关。销售人员薪酬虽然差异度系数不大，但由于绝对数值较大也会造成一定影响。

图 8: 各子项差异度系数比较



资料来源: 公司年报、招商证券

注: 差异度系数是上半年金额/下半年金额近三年平均值

表 1: 重庆百货销售费用和管理费用数额较大子项变化情况

	2014H1	2014H2	2015H1	2015H2	2016H1	2016H2
职工薪酬(销售)	6.97	6.22	6.39	8.69	6.85	7.19
水电气费	1.38	1.92	1.48	1.87	1.37	1.89
租赁费用	2.65	2.8	2.95	2.92	3.1	2.93
折旧费和摊销	0.96	1.09	0.65	2.48	0.47	1.75
促销宣传费	1.09	2.68	1.73	2.58	1.57	2.41
职工薪酬(管理)	2.33	3.31	2.95	3.87	3.61	3.78

资料来源: 公司年报、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8252	7622	7833	8382	9104
现金	2790	2872	3113	3469	3994
交易性投资	1514	0	0	0	0
应收票据	23	18	18	18	19
应收款项	44	126	108	113	117
其它应收款	103	809	809	841	875
存货	1404	2564	2553	2658	2764
其他	2373	1233	1232	1283	1334
非流动资产	3808	4695	4809	4918	5022
长期股权投资	86	409	409	409	409
固定资产	2254	2453	2643	2817	2977
无形资产	255	403	362	326	293
其他	1213	1429	1394	1365	1342
资产总计	12060	12317	12641	13299	14126
流动负债	7137	7460	7454	7691	7931
短期借款	350	346	350	350	350
应付账款	2128	2639	2635	2744	2854
预收账款	2650	1857	1855	1932	2009
其他	2008	2618	2613	2666	2718
长期负债	86	76	76	76	76
长期借款	0	0	0	0	0
其他	86	76	76	76	76
负债合计	7222	7535	7530	7767	8007
股本	407	407	407	407	407
资本公积金	928	405	405	405	405
留存收益	3448	3839	4143	4530	5073
少数股东权益	56	131	157	190	234
归属于母公司所有者权益	4782	4651	4955	5342	5885
负债及权益合计	12060	12317	12642	13300	14126

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	422	462	813	837	868
净利润	367	419	532	653	869
折旧摊销	393	322	281	286	291
财务费用	(3)	39	100	100	100
投资收益	(26)	(63)	(150)	(280)	(480)
营运资金变动	(253)	(249)	25	43	42
其它	(55)	(6)	25	35	46
投资活动现金流	(40)	340	(246)	(116)	84
资本支出	(309)	(406)	(396)	(396)	(396)
其他投资	270	745	150	280	480
筹资活动现金流	(79)	(1073)	(327)	(366)	(427)
借款变动	100	(330)	1	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	(522)	0	0	0
股利分配	(150)	(114)	(228)	(266)	(327)
其他	(30)	(108)	(100)	(100)	(100)
现金净增加额	303	(271)	241	356	526

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	30079	33847	33847	35201	36609
营业成本	24461	28160	28127	29287	30458
营业税金及附加	211	206	206	214	223
营业费用	3750	3648	3648	3794	3946
管理费用	848	1049	1049	1091	1134
财务费用	46	99	100	100	100
资产减值损失	384	241	250	250	250
公允价值变动收益	2	(14)	0	0	0
投资收益	26	63	150	280	480
营业利润	408	492	617	745	977
营业外收入	57	69	69	69	69
营业外支出	26	42	42	42	42
利润总额	438	519	644	772	1004
所得税	73	79	86	85	91
净利润	365	440	558	686	913
少数股东损益	(3)	21	27	33	44
归属于母公司净利润	367	419	532	653	869
EPS (元)	0.90	1.03	1.31	1.61	2.14

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	0%	13%	0%	4%	4%
营业利润	-30%	21%	25%	21%	31%
净利润	-25%	14%	27%	23%	33%
获利能力					
毛利率	18.7%	16.8%	16.9%	16.8%	16.8%
净利率	1.2%	1.2%	1.6%	1.9%	2.4%
ROE	7.7%	9.0%	10.7%	12.2%	14.8%
ROIC	7.2%	9.5%	10.9%	11.9%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	59.9%	61.2%	59.6%	58.4%	56.7%
净负债比率	2.9%	2.8%	2.8%	2.6%	2.5%
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	2.5	2.7	2.7	2.6	2.6
存货周转率	15.1	14.2	11.0	11.2	11.2
应收帐款周转率	352.9	398.7	289.4	318.5	318.5
应付帐款周转率	10.5	11.8	10.7	10.9	10.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.90	1.03	1.31	1.61	2.14
每股经营现金	1.04	1.14	2.00	2.06	2.14
每股净资产	11.76	11.44	12.19	13.14	14.48
每股股利	0.28	0.56	0.65	0.80	1.07
估值比率					
PE	27.6	24.1	19.0	15.4	11.6
PB	2.1	2.2	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	36.8	29.8	23.5	20.2	16.0

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。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，覆盖零售行业和新兴金融行业。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

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。