

入股重庆商社，参与国企混改

公司点评

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

谢海音 (分析师)

xiehaiyin@xsdzq.cn

证书编号: S0280518060001

● 事件：重庆百货控股股东重庆商社确认混改，引物美、步步高入股

2019年6月21日，重庆百货发布公告称，其控股股东重庆商社确认重庆商社混合所有制改革以增资方式引入的45%股权投资方为物美，10%股权投资方为步步高。此次混改完成后，重庆商社将由重庆市国资委全资持股变更为重庆市国资委持股45%、物美集团持股45%、步步高集团持股10%，无任何一个股东能够单独实现对重庆商社的实际控制。同时，重庆商社拟向除重庆商社以外的全部无限售条件流通股股东发出全面要约。此次要约价格27.16元/股（现价为32.26元/股）。此次混改投资人间接享有重庆百货股份权益的价格为25.52元/股。

● 重庆商社坐拥重庆国资唯一零售上市平台，是西部零售龙头

重庆地区整体消费水平较高。地处“一带一路”的沿线，具备重要政治、经济地位及消费活力。重庆商社成立于1996年，是重庆国资委全资子公司，是中国西部最大的商贸流通集团。据CCFA的《2018中国连锁百强》，重庆商社排名第8位。经营业态涵盖百货、超市、电器、汽车贸易、进出口贸易和消费金融、供应链金融、质量检测等，2018年销售收入674.89亿元、实现税利22.35亿元。

重庆商社控股重庆国资旗下唯一零售上市平台重庆百货45.05%股权。重庆百货具有较完整的业务链，涵盖百货、超市、电器、汽车贸易等多业态发展的经营格局，并培育了电子商务、消费金融、供应链金融等新兴产业。门店主要集中于重庆地区。截至2018年12月31日，重庆百货经营网点310个。其中百货55家，超市177家，电器连锁48家，汽贸业态30家。2018年实现营收340.84亿元，归母净利润8.31亿元。

● 步步高收购重庆商社，业绩规模有望进一步增长，维持“推荐”评级

步步高与重庆商社主业相近，门店可在地理位置方面实现互补。步步高主要经营活动为超市、百货、电器等生活消费品的销售，现已发展成为湖南省区域龙头企业，在湖南周边拥有密集的营业网点。自2014年以来，步步高先后收购广西南城百货、湖南心连心超市门店、四川梅西百货、家润多超市。已完成“做实湖南，快速做强广西，做好江西和四川”的战略部署。此次，通过持股重庆商社，有望借助重庆商社资源，赋能公司四川板块业务。暂不考虑收购重庆商社带来的业绩影响，我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.25元、0.30元和0.41元，维持公司“推荐”评级。

● 风险提示：宏观经济风险；消费下行风险；公司业绩不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	17250	18398	20603	22859	24576
增长率(%)	11.5	6.7	10.4	10.9	12.1
净利润(百万元)	146	80	224	268	350
增长率(%)	10.4	13.6	33.1	19.6	7.21
毛利率(%)	21.5	23.0	22.5	22.8	23.6
净利率(%)	0.8	0.4	1.0	1.1	1.20
ROE(%)	2.3	1.1	3.3	3.9	4.8
EPS(摊薄/元)	0.17	0.09	0.25	0.30	0.41
P/E(倍)	49.7	79.86	33.7	28.2	26.3
P/B(倍)	1.2	0.8	0.7	0.7	0.6

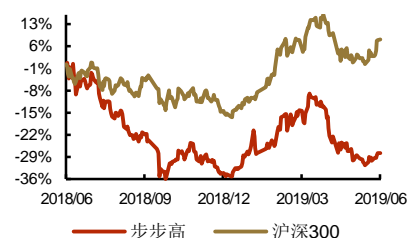
推荐（维持评级）

市场数据

时间 2019.06.24

收盘价(元):	8.19
一年最低/最高(元):	6.75/11.71
总股本(亿股):	8.64
总市值(亿元):	70.75
流通股本(亿股):	8.47
流通市值(亿元):	69.36
近3月换手率:	44.43%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.47	-15.59	-34.17
绝对	3.41	-15.39	-27.73

相关报告

《布局智慧零售，做实主业提高超市占比》2019-03-03

《2019年收购家润多22家门店，高质量高密度做实湖南》2019-01-28

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5780	5576	5893	6450	8043	营业收入	17250	18397	20603	22859	24576
现金	1612	1170	1028	1294	9869	营业成本	13538	14161	15968	17655	18281
应收账款	83	71	107	171	108	营业税金及附加	123	140	144	160	163
其他应收款	532	197	631	368	341	营业费用	3061	3329	3667	4069	4915
预付账款	937	1123	1066	1053	1942	管理费用	300	421	412	480	492
存货	2027	2261	2473	2975	3683	财务费用	90	183	102	125	98
其他流动资产	589	752	589	589	-7899	资产减值损失	8	19	10	11	22
非流动资产	10240	15334	11165	11706	24971	公允价值变动收益	0	13	0	0	16
长期投资	3	7	-5	-8	12	投资净收益	5	5	6	6	7
固定资产	4979	3988	5486	5853	6494	营业利润	217	160	305	365	627
无形资产	1530	1461	2444	2876	2379	营业外收入	27	33	30	30	39
其他非流动资产	3728	9878	3240	2985	16085	营业外支出	28	53	31	31	69
资产总计	16019	20910	17058	18157	33013	利润总额	216	140	305	364	596
流动负债	8695	11589	9768	10818	18872	所得税	64	60	81	97	246
短期借款	2394	3751	2394	2394	6483	净利润	152	80	224	268	350
应付账款	2870	3382	3442	3540	5844	少数股东损益	5	4	8	9	7
其他流动负债	3431	4455	3932	4884	6545	归属母公司净利润	146	75	216	259	343
非流动负债	842	1562	589	456	2520	EBITDA	993	1155	1137	1270	1770
长期借款	762	985	509	376	1702	EPS (元)	0.17	0.09	0.25	0.30	0.41
其他非流动负债	80	80	80	80	818						
负债合计	9537	13151	10357	11274	21392	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	256	265	269	278	432	成长能力					
股本	864	864	864	864	864	营业收入(%)	11.5	6.6	10.4	10.9	12.13
资本公积	4132		4132	4132		营业利润(%)	60.4	17.8	33.6	19.6	8.16
留存收益	1231		1391	1501		归属于母公司净利润(%)	10.4	15.5	33.1	19.6	7.21
归属母公司股东权益	6226	7493	7828	6604	8190	获利能力					
负债和股东权益	16019	20910	21955	23157	25013	毛利率(%)	21.5	23.0	22.5	22.8	23.6
						净利率(%)	0.8	0.4	1.0	1.1	1.20
						ROE(%)	2.3	1.1	3.3	3.9	4.8
						ROIC(%)	2.6		3.3	3.7	
现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	1125	1864	816	1925	2271	资产负债率(%)	59.5	62.9	60.7	62.1	64.80
净利润	152	937	224	268	350	净负债比率(%)	28.6		30.5	24.0	
折旧摊销	630	866	710	781	1127	流动比率	0.7	48.1	0.6	0.6	42.62
财务费用	90	-79	102	125	98	速动比率	0.4	28.6	0.4	0.3	23.10
投资损失	-5	-5	-6	-6	5	营运能力					
营运资金变动	302	-1481	-202	751	-2154	总资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.3	0.79
其他经营现金流	-43	1627	-12	6	2845	应收账款周转率	165.0	239.4	165.0	165.0	244.36
投资活动现金流	-1715	1375	-1212	-1323	-3183	应付账款周转率	5.1	4.5	5.1	5.1	3.41
资本支出	1532	3329.98	513	551	3518	每股指标(元)					
长期投资	-103	8	4	4	12	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.09	0.25	0.30	0.41
其他投资现金流	-287	4713	-696	-768	347	每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.66	0.94	2.23	3.11
筹资活动现金流	582	-836	-308	-336	1215	每股净资产(最新摊薄)	7.21	8.98	7.45	7.64	13.45
短期借款	1174	4501	0	0	4343	估值比率					
长期借款	252	1182	-127	-133	1140	P/E	49.73	79.86	33.69	28.17	26.37
普通股增加	0	0	0	0		P/B	1.17	0.83	1.13	1.10	0.61
资本公积增加	-0	0	0	0		EV/EBITDA	9.5	15.9	8.5	7.3	7.6
其他筹资现金流	-844	-6520	-180	-203	-4268						
现金净增加额	-9	2402	-704	267	303						

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

谢海音，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>