

## 行到水穷处 坐看云起时

### ——重庆百货（600729）深度报告

2015年12月15日

强烈推荐/首次

重庆百货 深度报告

#### 报告摘要:

##### 投资逻辑:

- ◆ **公司是西南多业态零售龙头，将享中西部区域红利。**2014年公司销售额301亿，占重庆社零总额6%，销售规模居行业第二；公司重庆门店面积167万平方米，占重庆零售连锁企业经营面积的39%，是名副其实的重庆零售龙头。受益于重庆市产业转移和城镇化进程等，经济相比东部沿海城市仍将保持较快增速，公司将享区域红利下的消费红利。
- ◆ **集团丰富优质资产注入确定性高，业绩向上弹性充足。**公司是重庆市国资委旗下的唯一商业上市平台，平台资源稀缺。目前公司股票因大股东资产注入而停牌，国资改革方案即将出台。此外，目前公司净利率和毛利率均低于行业平均5%左右，本次国改将改善激励机制促进效率提升，并推动跨境电商和金融转型快速发展，业绩具有较大的增长空间。
- ◆ **跨境电商催生主业腾飞。**2014年7月，公司转型跨境电商，源于在经济全球化背景下，技术进步、价格优势及政策红利等因素共振，跨境电商步入黄金时代。公司对外掌控海外供应链资源、对内奠定仓储物流基础，凭借两大优势形成竞争壁垒，将在未来的长期竞争中胜出。
- ◆ **金融转型为公司插上翅膀。**受居民收入提高、刺激消费政策支持和消费金融行业管制放开等多因素影响，2015年1月，公司转型消费金融业务，开启万亿级蓝海市场，培育新的利润增长点。公司从事消费金融的三大核心竞争优势为：现金流充足、消费数据库和线上线下结合模式。

##### 投资建议

不考虑整体上市预期，预计公司2015-2017年EPS为1.30、1.49和1.66元，对应停牌前32.39元股价的PE为25倍、22和20倍，PS为0.43倍，估值处于行业较低水平，安全边际高。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，其国资整合效应和增长前景确定，盈利提升空间大，估值修复可能性大。目标价42元（对应2016年28倍PE），对应当前股价有30%空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	30,190.0	30,140.0	30,875.7	32,000.1	33,628.9
增长率(%)	7.37%	-0.17%	2.44%	3.64%	5.09%
净利润(百万元)	805.01	492.85	526.99	604.95	674.38
增长率(%)	14.92%	-38.78%	6.93%	14.79%	11.48%
净资产收益率(%)	18.39%	10.78%	10.75%	11.42%	11.76%
每股收益(元)	2.16	1.21	1.30	1.49	1.66
PE	15.00	26.77	24.99	21.77	19.53
PB	3.01	2.89	2.69	2.49	2.30

#### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

#### 史琨

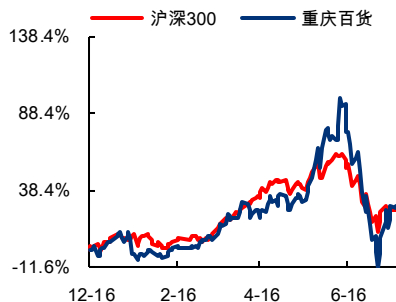
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	32.39-24.55
总市值(亿元)	131.67
流通市值(亿元)	120.59
总股本/流通A股(万股)	40653/37231
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.55

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

<b>1. 公司概况</b> .....	<b>4</b>
1.1 西南零售龙头 .....	4
1.2 公司股东背景 .....	5
1.3 主业经营承压 .....	5
<b>2. 公司兼具区域规模和业态优势</b> .....	<b>6</b>
2.1 公司将享中西部区域红利 .....	7
2.2 公司的规模优势突出 .....	9
2.3 多业态构筑成长空间 .....	10
<b>3. 弯道超车需看国资重组</b> .....	<b>11</b>
3.1 商社集团实力雄厚 .....	11
3.2 业绩向上弹性充足 .....	12
<b>4. 跨境电商催生主业腾飞</b> .....	<b>13</b>
4.1 跨境电商步入黄金时代 .....	14
4.2 技术+价差+政策 助跨境电商腾飞.....	15
4.3 赢供应链和物流者为王 .....	19
<b>5. 金融转型为公司插上翅膀</b> .....	<b>21</b>
5.1 消费金融是万亿级蓝海市场 .....	21
5.2 收入增长和政策助力迎风舞 .....	22
5.3 蓝海市场已抢占先机 .....	23
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>25</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 表格目录

表 1: 重庆百货的发展历程 .....	4
表 2: 重庆百货的前十大股东 .....	5
表 3: 公司主要自有物业 .....	9
表 4: 公司主要储备项目 .....	11
表 5: 2014 年公司高管持股情况 .....	13
表 6: 我国海关针对进口品的税收政策 .....	17
表 7: 扶植跨境电商发展的主要政府文件 .....	17
表 8: 列举 7 大跨境电商进口试点城市业务发展情况 .....	19
表 9: 跨境电商的各类物流方式对比 .....	19
表 10: 我国近年刺激消费主要政策 .....	23
表 11: 公司绝对估值敏感性分析结果 .....	25
表 12: 重百的可比公司估值 .....	25
表 13: 公司盈利预测表 .....	27

## 插图目录

图 1: 2014 年营业收入前十位的百货上市公司 (单位: 亿元) .....	4
图 2: 重百在重庆的营业面积占比 (单位: 万平方米) .....	4
图 3: 近年来公司营业收入和归属净利润 (单位: 亿元) .....	6
图 4: 近年来公司毛利率和期间费用率 .....	6
图 5: 近年来公司各业态收入贡献占比 .....	6
图 6: 2014 年公司各地区收入贡献占比 .....	6
图 7: 重庆和全国 GDP 同比增速 .....	7
图 8: 重庆和全国的社消总额同比增速 (单位: 亿元) .....	7
图 9: 2015 年 9 月全国各省市的社会消费品零售总额同比增速 .....	7
图 10: 2004-2013 年全国各省市人均可支配收入 CAGR .....	8
图 11: 2014 年全国各省市的城镇化率 .....	8
图 12: 2014 年全国各省市的互联网普及率 .....	8
图 13: 重庆百货在西南地区的辐射网点 .....	9
图 14: 重庆百货在五大商圈的网点 .....	9
图 15: 2014 年各公司营业总收入占区域社消总额的比重 .....	10
图 16: 重庆百货旗下的三大商业品牌 .....	10
图 17: 重庆商社集团旗下公司 .....	12
图 18: 2014 年百货行业销售毛利率对比 .....	12
图 19: 2014 年百货行业销售净利率对比 .....	13
图 20: 国内跨境电商交易规模及增速 (单位: 万亿元) .....	14
图 21: 国际贸易的发展趋势 .....	15
图 22: 我国跨境电商交易规模进出口结构 .....	15
图 23: 我国跨境电商的 B2B 和 B2C 结构 .....	15
图 24: 中国互联网渗透率和智能手机渗透率 .....	16
图 25: 中国第三方支付市场交易规模 (单位: 万亿元) .....	16
图 26: 2014 年中国跨境网购用户跨境电商的原因 .....	16
图 27: 出口跨境电商的代表企业 .....	18
图 28: 公司跨境电商线下世纪 SHOW .....	20
图 29: 公司跨境电商线上世纪购平台 .....	20
图 30: 2010-2019 年中国消费信贷余额规模及增长率 (单位: 万亿元) .....	21
图 31: 2014 年我国网民申请贷款的地域分布 .....	22
图 32: 中国互联网消费金融市场交易规模 (单位: 亿元) .....	22
图 33: 城镇居民和农村居民人均可支配收入同比增速 .....	22
图 34: 我国消费金融行业发展历程 .....	23
图 35: 目前我国消费金融市场主体分类 .....	23
图 36: 马上消费金融公司官网首页 .....	24
图 37: 马上消费金融公司的股权结构 .....	24
图 38: 百货公司销售商品及提供劳务收到的现金对比 (单位: 亿元) .....	24

## 1. 公司概况

### 1.1 西南零售龙头

重庆百货成立于1950年，公司前身为重庆百货大楼，是当时重庆市最早的国有商业企业。1992年6月，由重庆百货大楼独家发起设立重庆百货大楼股份有限公司，并于1996年在上交所上市。2010年12月，为解决公司和同属于大股东旗下新世纪百货间的同业竞争问题，对新世纪百货进行吸收合并，自此重庆百货成为了重庆市国资委的唯一商业上市企业。

表 1：重庆百货的发展历程

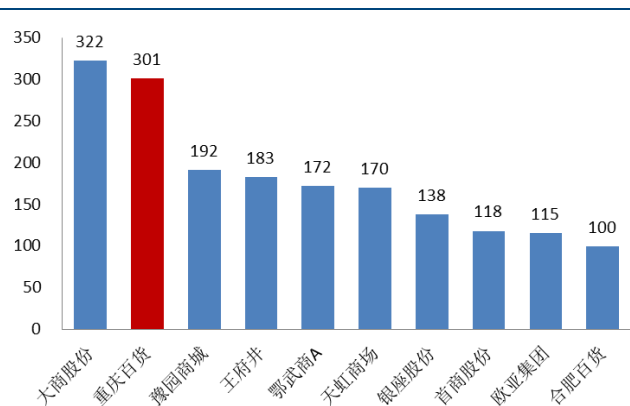
时间	事件
1950年5月	重庆百货大楼成立
1992年6月	重庆百货大楼股份有限公司成立
1996年7月	在上海证券交易所上市
2006年5月	公司实施股权分置改革方案
2010年12月	公司收购重庆商社、新天域湖景所持有新世纪百货61%、39%股权（新世纪百货成立于1994年3月，在重庆及四川拥有16个综合商场，90个连锁超市，经营面积70万余平方米）

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

成立60多年来，重庆百货已发展为西部最大的零售商之一，主要涉及百货、超市、电器三大业态，坐拥重庆百货、新世纪百货和商社电器三大著名商业品牌。2010年完成对新世纪百货的资产重组后，三大业态经营规模更为壮大，网点布局更加完善。

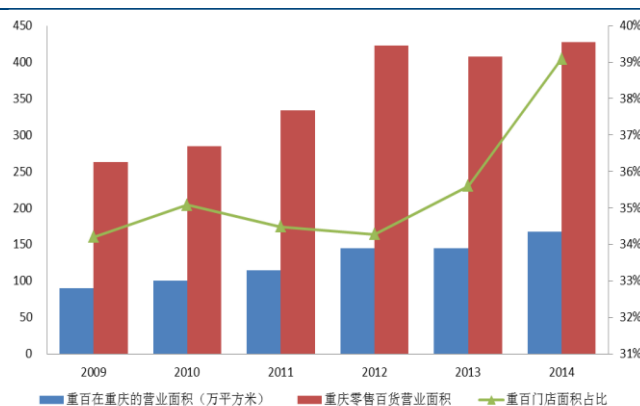
公司的主要经营区域为重庆及周边地区，并已覆盖四川、贵州、湖北的部分城市。2014年，公司实现营业收入301亿，占重庆地区社会消费品总额的6%，在百货同业的上市公司中位列第二；公司合计在重庆地区门店营业面积为167万平方米，占重庆区域内零售连锁企业经营面积约39%，是名副其实的重庆商业巨头。

图 1：2014 年营业收入前十位的百货上市公司（单位：亿元）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 2：重百在重庆的营业面积占比（单位：万平方米）



资料来源：公司公告，CEIC，东兴证券研究所

## 1.2 公司股东背景

截止 2015 年三季报, 公司总股本为 4.07 亿股, 重庆商社(集团)有限公司持股 18307 万股, 持股比例 45.03%, 为公司的控股股东, 其实际控制人为重庆市国资委。公司股权结构较为清晰, 控制权较强。

表 2: 重庆百货的前十大股东

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
1	重庆商社(集团)有限公司	18307	45.03%
2	中央汇金投资有限责任公司	852	2.10%
3	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	709	1.75%
4	全国社保基金一零三组合	700	1.72%
5	重庆华贸国有资产经营有限公司	601	1.48%
6	中国农业银行股份有限公司-富国中证国有企业改革指数分级证券投资基金	489	1.20%
7	中国证券金融股份有限公司	363	0.89%
8	邹翰枢	342	0.84%
9	中信证券股份有限公司	318	0.78%
10	中国建银投资有限责任公司	308	0.76%
	合计	22991	56.55%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.3 主业经营承压

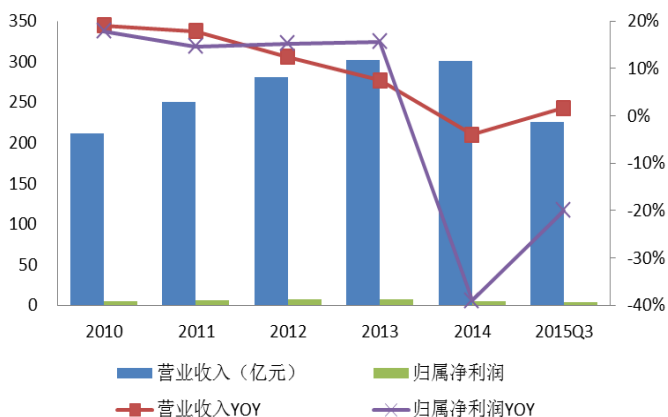
### 2010-2013 年, 业绩稳步增长

- ◆ 2010-2011 年, 公司完成新世纪百货全面并表后, 销售收入跨入新的规模数量。2011 年, 重百和新世纪双品牌发展业务, 尽享区域市场旺盛消费需求, 外延扩张带来收入增长; 而重组后供应链管控加强带来的毛利率提升, 促使净利润增长。
- ◆ 2012-2013 年, 净利增长超过收入增长, 主要受毛利率大幅改善驱动, 由于对新世纪百货进行资源整合后区域垄断优势加强, 集中采购使对供应商的议价能力提升, 同时构建事业部制管控模式, 公司运营效率明显改善。

### 2014-2015 年, 主业承压较大。

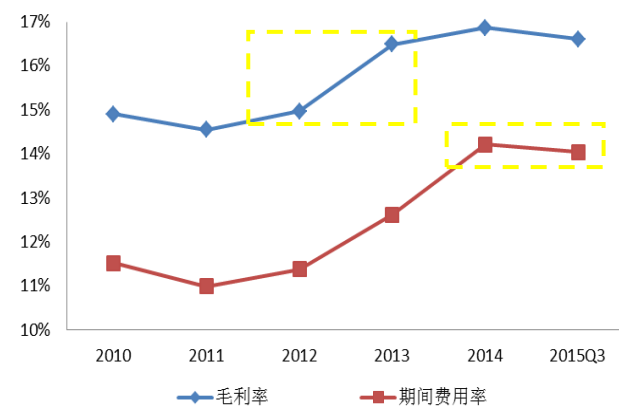
- ◆ 2014 年营收下降 3.94%, 主要因凯瑞商都物业租赁合同到期后未能就续租事宜达成一致, 凯瑞商都四季度暂停营业; 而利润降幅远大于收入的主要原因是新开阳光世纪购物中心而产生的一次性费用较多, 期间费用率增加了 1.98%至 14.21%。
- ◆ 2015 年 1-9 月营收增长 1.72%, 主要受新增门店扩张放缓和老店关闭影响; 前三季度业绩逐季下滑, 归属净利润增速各为 3.4%、-14.1%和-21.6%, 因新开门店带来的开办费用及关闭门店的违约处置费用较高所致, 预计 2015 年公司全年面临较大业绩压力, 但基于 2014 年较低基数, 公司预计 2015 年增速回升至 2.5%左右。

图 3：近年来公司营业收入和归属净利润（单位：亿元）



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 4：近年来公司毛利率和期间费用率

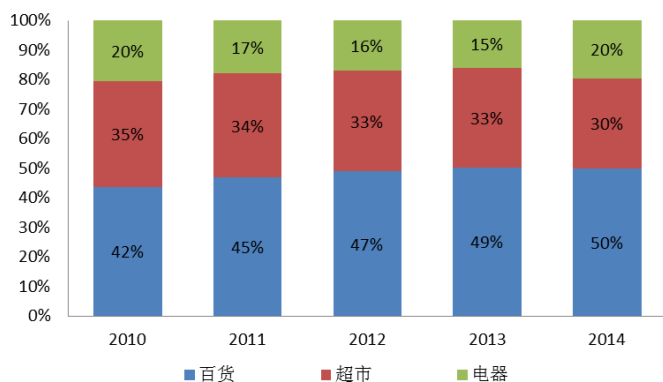


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

公司组合经营百货、超市、电器三大业态，2014 年各业态占营业收入的比例分别为 45.96%、30.21%和 19.58%，百货业态是公司的“拳头”板块，同时根据不同地区的经济状况和消费习惯，布局多样化的业态组合。

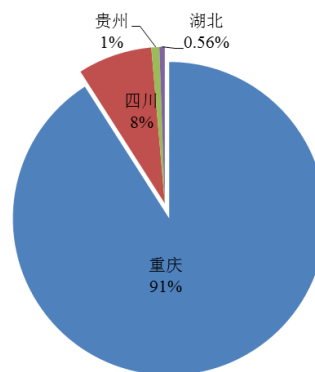
分地区来看，2014 年公司在重庆、四川、贵州和湖北的销售占比分别为 91%、8%、1%和 0.56%。公司经过多年发展，在巩固重庆门店密度和经营优势基础上，逐步向四川、贵州、湖北等区域扩张，不断加强西南地区的竞争优势和市场控制力。

图 5：近年来公司各业态收入贡献占比



资料来源：公司财报, 东兴证券研究所

图 6：2014 年公司各地区收入贡献占比



资料来源：公司财报, 东兴证券研究所

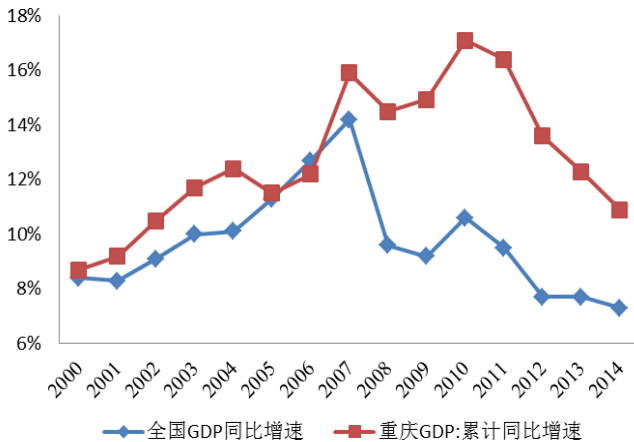
## 2. 公司兼具区域规模和业态优势

受困于经济增速放缓带来的需求疲弱、电商冲击分流等外部因素，以及百货业态“二房东”盈利模式，使百货公司失去采购选品能力，导致品类同质化严重，成为百货公司盈利能力下降的最主要原因。但相较于百货同行业上市公司，重庆百货依然在区域位置、发展规模和业态布局等方面具有突出优势。

## 2.1 公司将享中西部区域红利

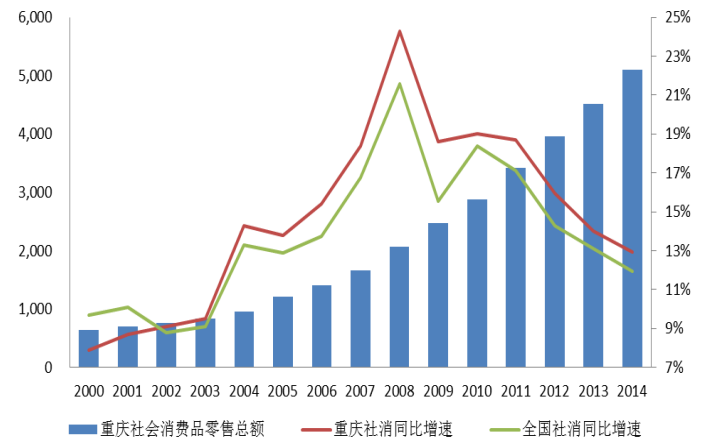
公司以重庆为核心, 重庆既是我国最年轻的直辖市之一, 又是我国西部大开发战略实施的重要城市, 在中西部地区消费增长潜力大。2000 年以来 GDP 增速和社会消费品零售总额增速均超过全国水平, 截止 2015 年 9 月, 重庆 GDP 同比增长 11%, 高于全国 7.3% 的增长水平; 社消总额同比增长 12.3%, 高于全国 10.5% 的平均增长水平, 并且领跑全国。

图 7: 重庆和全国 GDP 同比增速



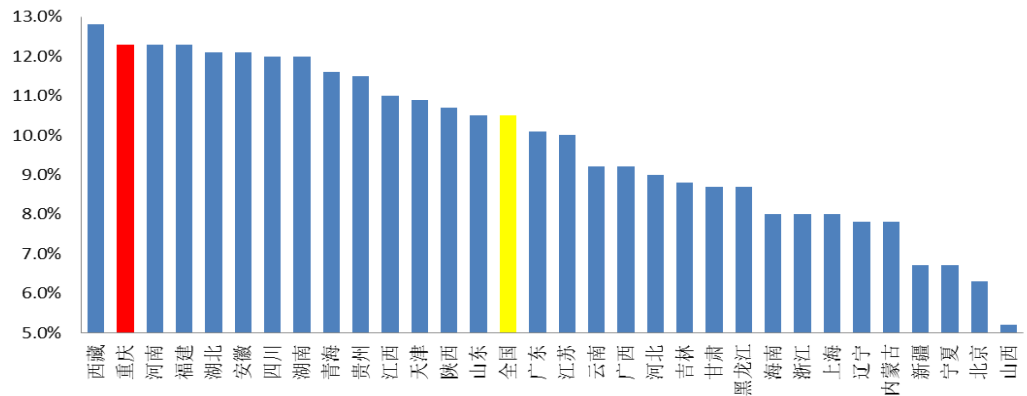
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 8: 重庆和全国的社消总额同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

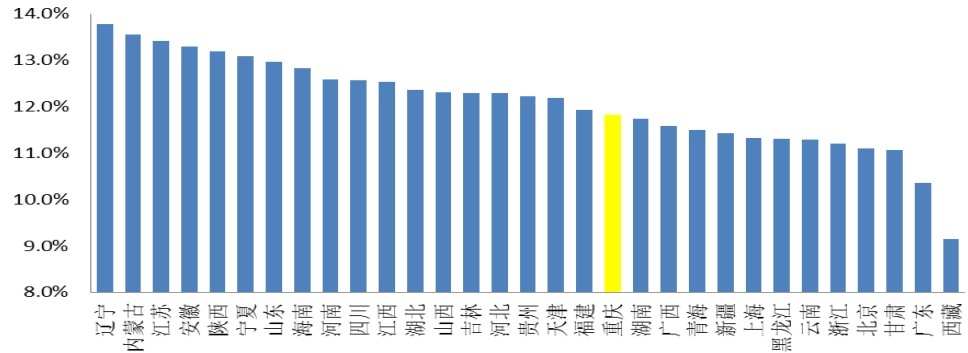
图 9: 2015 年 9 月全国各省市的社会消费品零售总额同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

截至 2014 年, 重庆市拥有 2991 万人口; 人均可支配收入约 2.5 万元, 在全国排第 11 位, 在中西部地区仅次于内蒙古, 排第二位; 2004-2013 年, 重庆的人均可支配收入 CAGR 为 11.8%, 增速均位居全国、可比直辖市及区域前列, 为消费高增长打下良好基础。

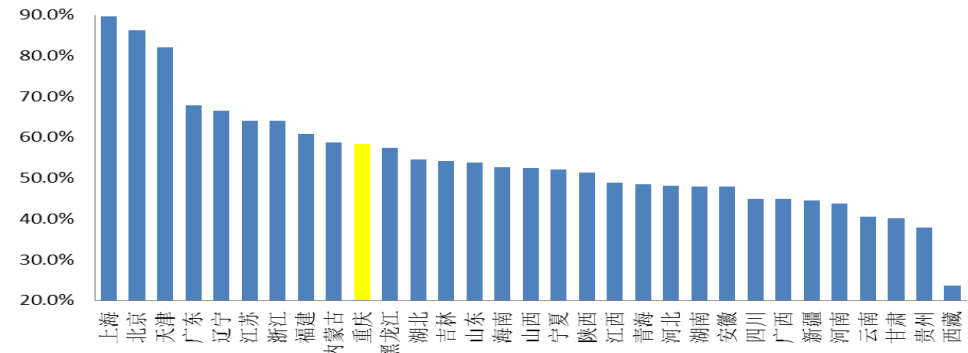
图 10: 2004-2013 年全国各省市人均可支配收入 CAGR



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

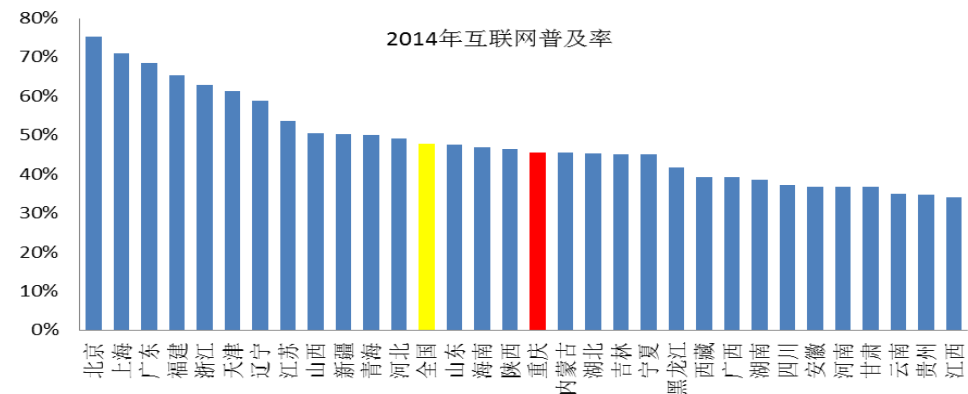
重庆较低的城镇化率和巨大农村劳动人口基数, 为区域消费预留充分发展空间。另外公司由于本身所处区域由于网购渗透率及地势优势, 受网购冲击影响较小。总体而言, 重庆本地消费能力很强, 且面临快速城镇化建设的契机, 作为重庆区域的百货龙头, 重庆百货面临中西部地区良好的外延式和内生式扩张机遇。

图 11: 2014 年全国各省市的城镇化率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 12: 2014 年全国各省市的互联网普及率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所



## 2.2 公司的规模优势突出

截止 2015Q3, 公司经营网点 297 个, 包括百货 55 家, 超市 191 家, 电器 51 家, 总营业面积 200 万平方米, 其中自有物业占比达 40%, 门店已覆盖至重庆、四川、贵州、湖北等省市, 公司是中西部的商业龙头企业, 区域市场控制力强。

目前公司门店涵盖重庆的核心商圈, 在重庆五大商圈 (解放碑商圈、沙坪坝商圈、江北商圈、南坪商圈、杨家坪商圈) 的 13 家门店中, 8 家为自有物业。从竞争格局看, 基于重庆特殊的山城地形, 各大商圈基本呈现区位割据的竞争态势, 王府井、太平洋百货等区域连锁百货的规模尚不足对公司形成威胁。

图 13: 重庆百货在西南地区的辐射网点



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 14: 重庆百货在五大商圈的网点



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

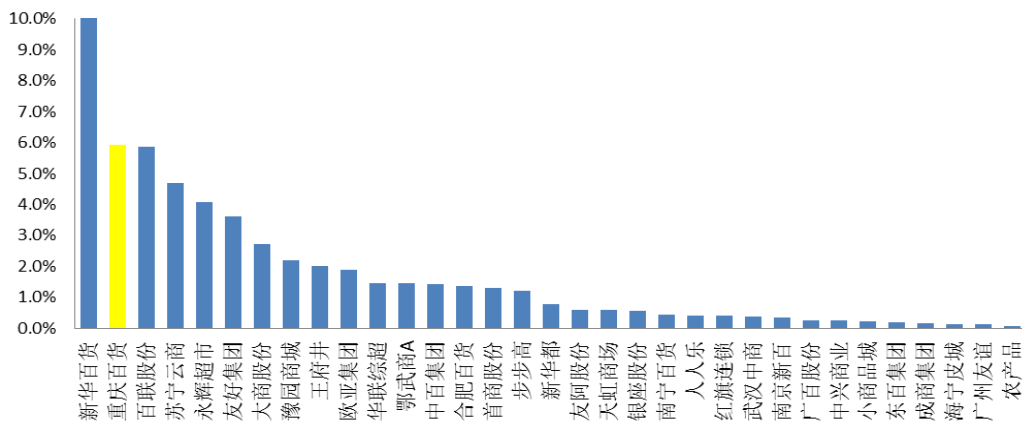
表 3: 公司主要自有物业

所属区域	商城名称	开业时间	营业面积 (万平方米)	
重庆五大商圈	沙坪坝区	凯瑞商都	2002	2.2
		重百沙坪商场	1998	3.2
	江北区	世纪新都	2001	3.99
	渝中区	解放碑商都	1995	1.64
		重百大楼	2001	2.6
	南岸区	江南商都	2002	1.51
	南坪商场	2003	2.0	
九龙坡区	瑞成商都	2005	2.37	
大渡口区	大渡口商都	2010	2.48	
万州区	万州商都	2005	2.25	
巴南区	巴南商都	2013	4.55	
渝北区	渝北商场	2005	1.75	
合川区	中奥城商都	2014	4.96	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

以各公司营业收入占区域社零总额的比重来计算，重庆百货这一数据为 6.0%，仅次于新华百货，位居零售行业内第二。因此，公司是西南地区最大的零售企业，市场份额和销售规模均居重庆地区之首，显示出公司在重庆具有较高的市场份额和品牌影响力，同时对供应商的议价能力较强，受外来竞争对手的威胁较小。

图 15：2014 年各公司营业总收入占区域社消总额的比重



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

### 2.3 多业态构筑成长空间

公司拥有重庆百货、商社电器和新世纪百货三大著名商业品牌，其中重百和新世纪为中国驰名商标，重百侧重大众百货，贴近普通消费者，而新世纪偏向时尚流行百货，定位中端及中高端市场，可有效地实现错位竞争。公司未来发展战略仍将坚持商业百货大方向，为客户提供一站式、多业态、立体式的购物体验，强化公司在项目进驻等方面的议价能力和强势地位。

图 16：重庆百货旗下的三大商业品牌



资料来源：东兴证券研究所

面对长期可能带来的竞争压力下，公司积极寻求应对战略：将原有传统百货逐渐购物中心化，并保持超市及家电业务的稳定发展，储备项目也重点布局购物中心业态，提升消费者的购物体验，公司的多业态协同发展战略，受新竞争对手和网购影响较小。综合而言，公司凭借其西南区域内的龙头地位，借力西南地区城镇化带来的渠道和消费下沉，随着未来储备项目的运营成熟，有望维持长期的可持续发展。

**表 4：公司主要储备项目**

业态类型	储备项目	总投资（亿元）	物业性质	开业时间	地点
购物中心	大石坝商都	0.18	租赁	2015	重庆江北区
	煌华新纪元	0.4	租赁	2015	重庆沙坪坝区
	海成滨江国际	0.23	租赁	2015	重庆奉节县
	名润时代广场	0.23	租赁	2016	重庆南川区
	嘉隆国家广场	0.21	租赁	2016	四川渠县
超市	钢花路店	0.06	租赁	2016	重庆大渡口区
	木耳镇公租房店	0.21	租赁	2016	重庆渝北区
	金佛大道店	0.55	租赁	2016	重庆南川区

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 弯道超车需看国资重组

公司多业态布局大西南地区，拥有核心商圈超 70 万平米的自有物业，具备明显的区域控制力，但是，近年来公司经营业绩承压较大，其中一项重要原因是缺乏市场化激励机制，公司盈利拐点须等待国企改革落地改善激励机制，从而实现经营效率提升。

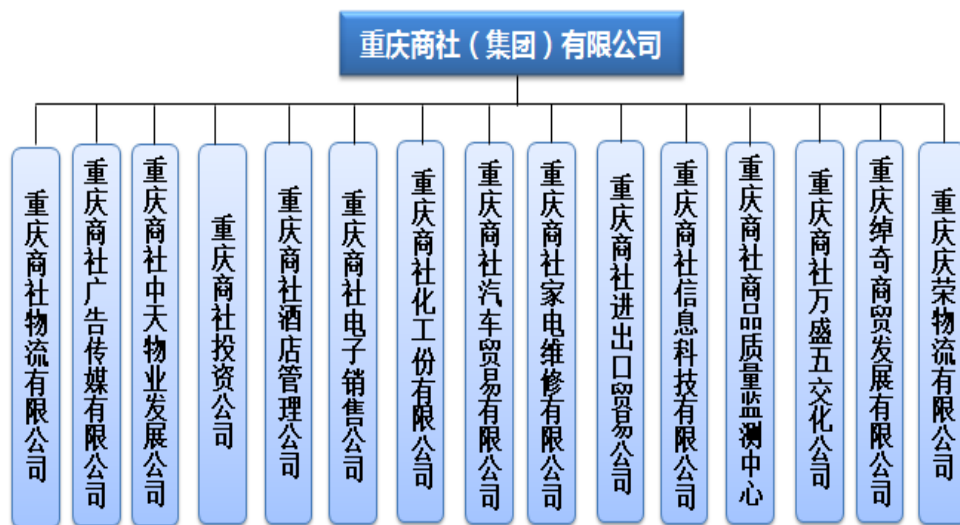
#### 3.1 商社集团实力雄厚

公司控股股东重庆商社成立于 1996 年，隶属于重庆市国资委，经营范围涉及百货、超市、电器、汽贸和化工等领域，是西部最大的商贸流通集团，国家重点培育的 20 家大型流通企业之一，2014 年公司销售规模已超 600 亿元，位列中国连锁百强第 8 位，中国企业 500 强第 236 名。

重百作为重庆国资体系商贸零售板块的唯一上市公司，大股东商社集团旗下的纯零售资产，如新世纪百货和商社电器此前已完成注入。目前公司停牌，拟实现集团整体上市，体外尚有汽车贸易、化工、进出口贸易、物流等丰富资产。**重组后，公司销售规模有望突破千亿元关卡，跃居中国连锁百强前五名。**

公司拟通过重组推进经营模式转型，优化供应链、发展电子商务、布局消费金融和供应链金融，实现业务多元化发展，形成产业协同效应。综上所述，商社集团旗下资产的注入确定性较强，静待国资改革方案落地。

图 17: 重庆商社集团旗下公司

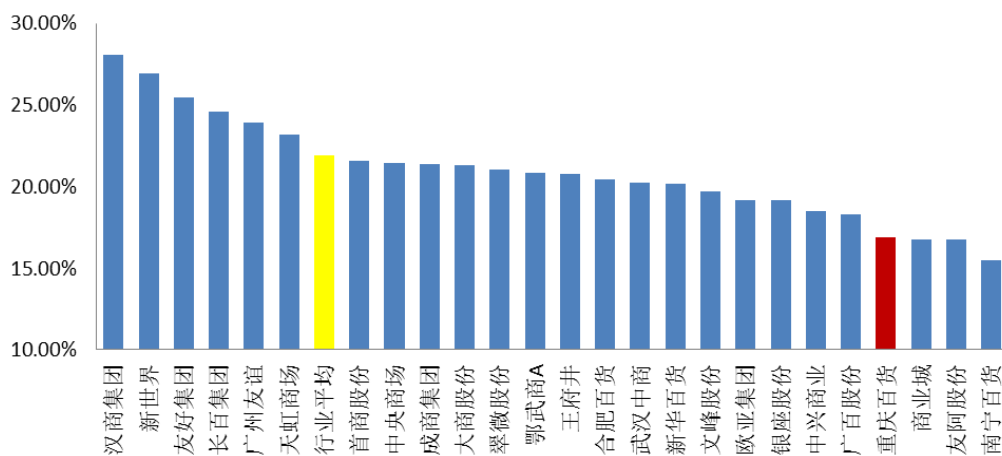


资料来源：公司官网，东兴证券研究所

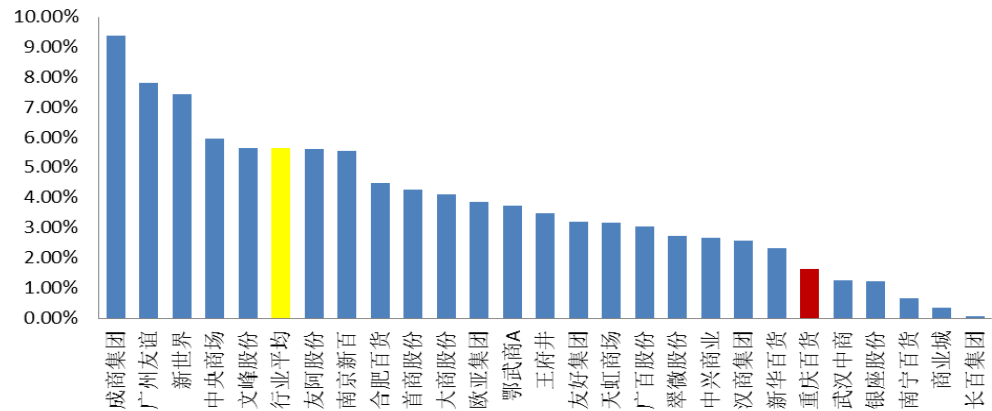
### 3.2 业绩向上弹性充足

2014 年，公司销售毛利率为 16.87%，较行业平均低约 5%，较最高可比公司低约 11% 以上，主要是重庆地区的百货同质化严重，长期促销造成实际扣点率较低；销售净利率为 1.64%，远低于行业 5.65% 的平均水平，并且低于可比公司 4-7%，可见原有国企机制在一定程度上制约了公司经营活力。国改带来的治理与激励改善有望提高净利率，公司的业绩将具有较大的增长空间。

图 18: 2014 年百货行业销售毛利率对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

**图 19: 2014 年百货行业销售净利率对比**


资料来源：WIND, 东兴证券研究所

根据 2014 年报，仅原董事及总经理肖诗新持有公司不到 0.001% 的股份，其他高管均未持有公司的股票，公司高管持股较少。我们认为，在重庆市国企改革全面提速的大背景下，公司建立健全激励机制预期强烈，有利于绑定管理者和股东利益，提升企业活力和竞争力，继而改善公司业绩。

**表 5: 2014 年公司高管持股情况**

高管姓名	职务	持股数量 (股)	持股比例
肖诗新	原董事，原总经理	15232	<0.001%
何谦	董事，董事长	0	0
李勇	董事，总经理	0	0

资料来源：公司财报, 东兴证券研究所

综上所述，净利率在较低水平上的向上改善，是市场最为期待的业绩提升来源，是其业绩弹性增长的主要潜力。受益于国企改革，公司未来通过引进战投或改善激励机制，经营管理效率将大幅改善，并促进跨境电商和金融业务快速发展，具备毛利提高和净利率的增长潜力。公司未来业绩提升空间主要体现在三个方面：

- ◆ 商社集团业务差异化定位，有望形成互补的协同效应，提升经营效率；
- ◆ 通过整合供应链、财务人力等后台支持系统，促使费用率下降；
- ◆ 合并后，对消费者和供应商的议价能力都大幅提高，内部竞争减缓，促使毛利率提升。

## 4. 跨境电商催生主业腾飞

2014 年 7 月，公司开展跨境电商业务，源于在经济全球化背景下，技术进步、价格优势以及政策红利等因素共振，促使跨境电商保持快速成长。我们认为，公司对外掌

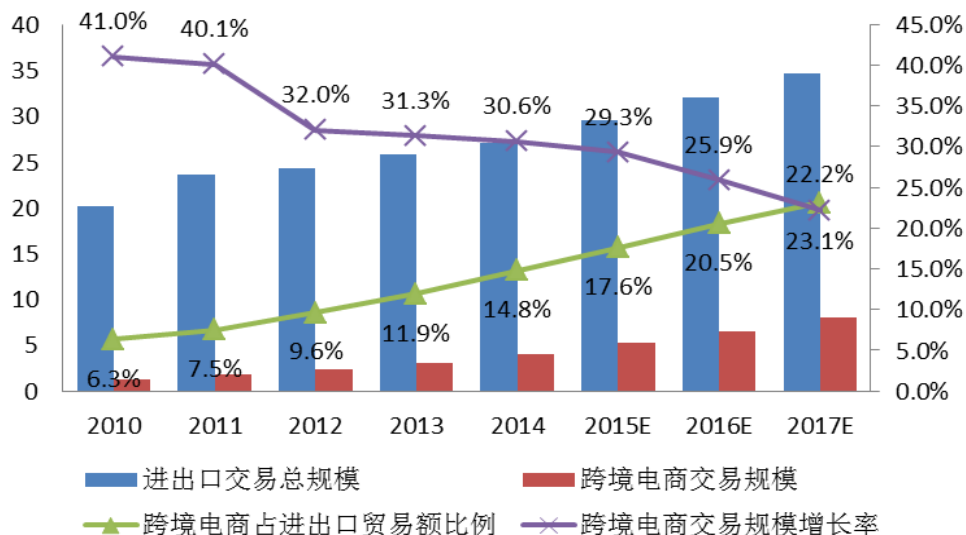
控海外供应链资源、对内奠定仓储物流基础, 凭借这两大优势形成竞争壁垒, 将在未来的长期竞争中胜出。

#### 4.1 跨境电商步入黄金时代

由于世界经济疲软和国内劳动力价格上升等因素, 2014 年我国进出口贸易总额为 26.4 万亿元, 同比增长 2%; 而同期跨境电商交易规模约 4 万亿元, 2008-2013 年的复合增长率为 32.4%, 占进出口贸易额的比重为 14.8%。

艾瑞咨询预测, 随着国家利好政策先后出台、行业参与者的积极推进和产业链的逐步完善, 2017 年跨境电商交易规模将达 8 万亿, 占进出口总规模比例继续提升至 23.1%, 跨境电商有望成为我国对外贸易的新推动力。

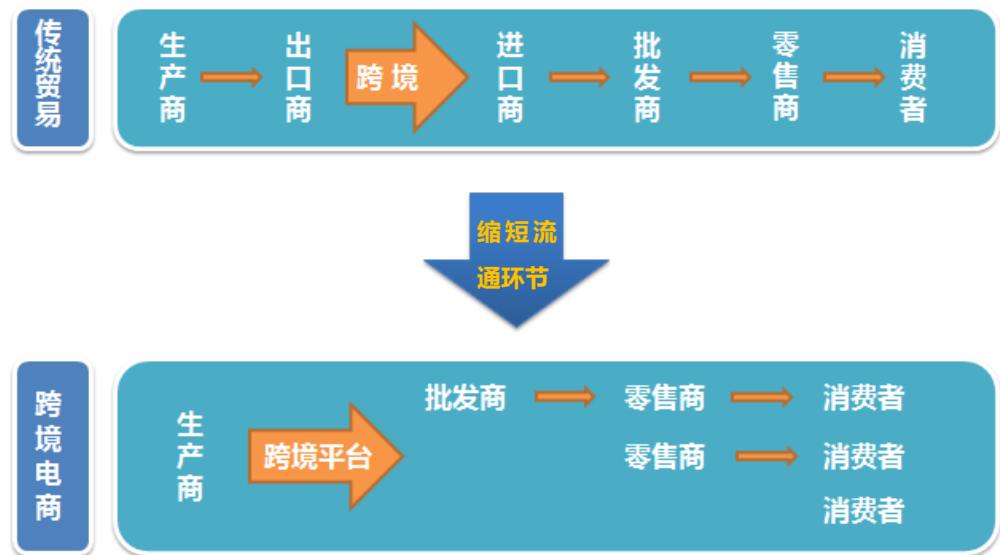
图 20: 国内跨境电商交易规模及增速 (单位: 万亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

相比于传统贸易形式, 跨境电商利用互联网无国界优势打通全球商品市场, 实现了流通供应链扁平化, 减少了传统贸易过程中进口商、批发商、零售商等流通摩擦, 由于节省中间环节成本, 在价格优势上更加突出, 因而获得了快速发展。我们认为, 跨境电商有助于改善传统贸易模式, 长期来看是国际贸易发展的必然趋势。

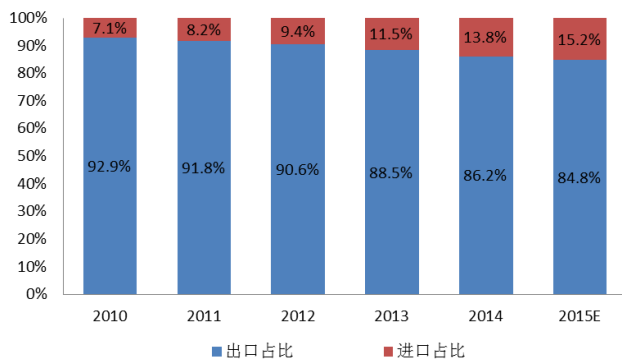
图 21: 国际贸易的发展趋势



资料来源: 中国经济信息网, 东兴证券研究所

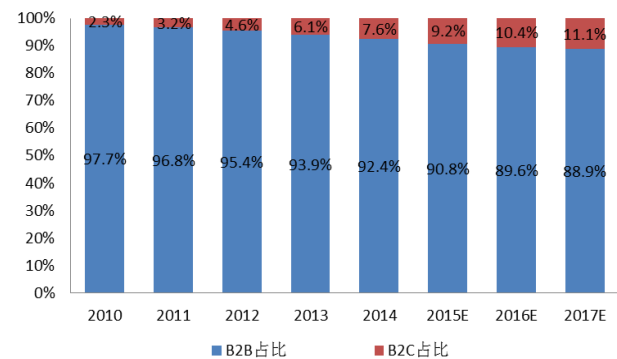
跨境电商分为进口电商与出口电商, 2014 年出口电商的交易额占比近 85%。出口电商包括 B2B 与 B2C 两种形式, 2014 年 B2B 交易额占比达 94%, 主要是 B2B 交易量较大且订单较为稳定, 预计未来 B2B 交易仍未跨境电商的主流, 但得益于更精准的商品需求把控和客户服务, C 类跨境电商的市场规模占比不断升高, 艾瑞预计 2017 年跨境 B2C 交易占比将达 11%。

图 22: 我国跨境电商交易规模的出口结构



资料来源: 中国电子商务研究中心, 东兴证券研究所

图 23: 我国跨境电商的 B2B 和 B2C 结构



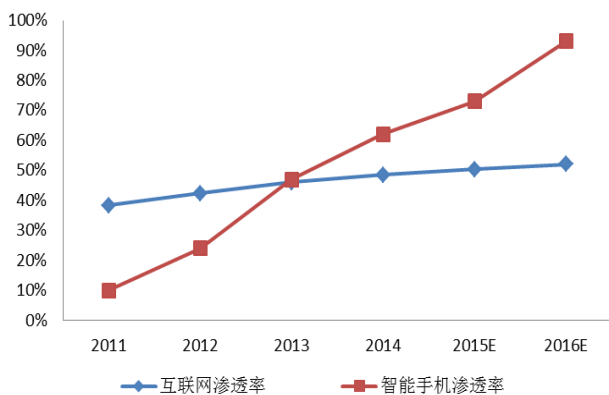
资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

## 4.2 技术+价差+政策 助跨境电商腾飞

我们认为, 经济全球化背景下, 技术进步、价格优势以及政策红利等因素共振, 促使跨境电商行业的快速成长。

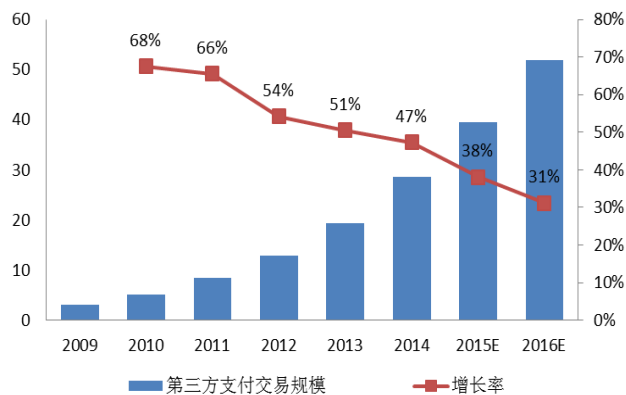
- ◆ **技术进步：包括互联网技术和电子支付技术两方面。**首先，eMarketer 预计，2011-2014 年互联网渗透率不断提升，同时智能手机广泛普及，渗透率从 11% 增长到 62%，从而满足 PC 端及移动端的便捷购物。**其次**，以中国银联、支付宝、财付通等为代表的第三方跨境支付机构更加普及，2009-2014 年总交易规模翻 9 倍增长至 28 万亿，共同为消费者提供安全可靠的网上支付方式。

图 24：中国互联网渗透率和智能手机渗透率



资料来源：eMarketer, 尼尔森, 东兴证券研究所

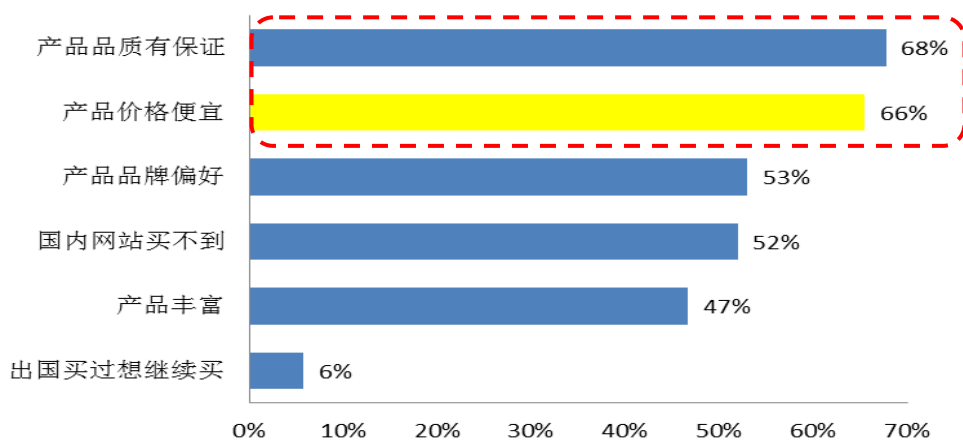
图 25：中国第三方支付市场市场交易规模（单位：万亿元）



资料来源：艾瑞咨询, 东兴证券研究所

- ◆ **价差优势。**艾瑞调查：产品品质、价格和品牌是用户跨境网购的三大主因，而这种性价比主要来源于供应链扁平化和税收优惠两方面。首先，跨境电商利用互联网无国界优势打通全球商品市场，可选海外优质丰富商品。同时跨境电商一般由厂商直接供货或电商海外直购，可缩短供应链距离，赚取较高利润。**其次**，我国海关针对进口品使用货物清关及行邮清关两种标准，跨境进口电商根本竞争优势在于商品适用个人行邮清关政策，行邮清关一般只需缴纳行邮税，远低于货物清关税收。

图 26：2014 年中国跨境网购用户跨境电商的原因



资料来源：艾瑞咨询, 东兴证券研究所



**表 6: 我国海关针对进口品的税收政策**

项目	税收政策
货物清关	关税: 10%-20% 增值税: 17% 化妆品、珠宝、汽车等部分商品消费税: 20%-30%
行邮清关	行邮税税率分为四档, 分别为 10%、20%、30%和 50%, 税额不大于 50 元则免税。化妆品等个别商品行邮税为 50%

资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

- ◆ **政策是催化剂, 扫清跨境电商发展障碍。**2013 年以来, 政府密集出台支持发展跨境电商政策, 涉及海关、检疫、税收、支付等领域, 利好跨境电商行业发展, 郑州、上海、重庆、杭州、宁波成为第一批跨境电商试点城市。此外, 允许试点城市推行跨境电商商品行邮清关及保税进口, 允许第三方外贸综合服务平台为跨境电商企业办理出口退税, 有助于简化贸易程序, 并从政策上保证跨境电商的价格优势。

**表 7: 扶植跨境电商发展的主要政府文件**

出台时间	发布单位	法律法规	政策主要内容
2013-2	外汇管理局	《支付机构跨境电子商务外汇支付业务试点指导意见》	规范支付机构跨境互联网支付业务发展, 防范互联网渠道跨境资金流动风险
2013-9	商务部等	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	提出了 6 项具体措施以解决跨境电商在海关、检验检疫、税务、收付汇等方面的问题。
2014-1	国家税务总局等	《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》	明确电子商务出口企业增值税、消费税退(免)税政策的条件
2014-1	国家工商总局	《网络交易管理办法》	明确第三方交易平台的信息审查和登记、网络商品交易的形式和范围、消费者退货行为等
2014-2	海关总署	《关于增列海关监管方式代码的公告》	增列海关监管方式代码 9610, 采用“清单核放、汇总申报”模式办理通关手续的电子商务零售进出口商品
2014-3	海关总署	《关于跨境贸易电子商务服务试点网购保税进口模式有关问题的通知》	跨境电商试点城市对满足个人物品定义的进口产品, 采用个人行邮标准通关检疫; 政府支持部分跨境电商进口企业自建或租赁保税仓库
2014-3	国家税务总局	《关于外贸综合服务企业出口货物退(免)税有关问题的公告》	允许跨境出口企业将出口退免税环节外包给第三方外贸综合服务平台, 由其代理申报退免税事项。
2014-5	国务院办公厅	《国务院办公厅关于支持外贸稳定增长的若干意见》	支持外贸稳定增长的十六条措施, 激发市场主体活力, 优化外贸结构
2014-7	海关总署	2014 年第 45 号(关于开展京津冀海关区域通关一体化改革的公告)	北京、天津、石家庄海关启动京津冀海关区域通关一体化改革
2014-8	海关总署	《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》	电子仓储管理系统、物品交易原始数据、物流企业进出境货物记录等数据库与海关系统对接
2014-9	海关总署	2014 年第 65 号(长江经济带区域通关一体化)	上海、南京、杭州、宁波、合肥、武汉、长沙、重庆、成都等海关启动长江经济带海关区域通关一体化改革

2014-9	海关总署	2014 年第 66 号（广东地区区域通关一体化）	广州、深圳、拱北、汕头、黄埔、江门、湛江海关启动区域通关一体化改革
2015-1	外汇管理局	《支付机构跨境外汇支付业务试点指导意见》	提高单笔业务限额，由 1 万美元提高至 5 万美元，放宽支付机构开立外汇
2015-3	国务院	《关于同意设立中国(杭州)跨境电子商务综合试验区的批复》	在跨境电子商务各环节的技术标准、业务流程、监管模式和信息化建设等方面先行先试
2015-4	国务院	《关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》	支持跨境电子商务综合试验区建设
2015-5	质检总局	《关于进一步发挥检验检疫职能作用促进跨境电子商务发展的意见》	建立跨境电子商务清单管理制度、风险监控和质量追溯体系；创新跨境电子商务检验检疫监管模式等

资料来源：政府官网，东兴证券研究所

综上所述，政策红利、性价比优势等多重因素驱动出口跨境电商的快速发展，目前 B2B 和 B2C 两大运营模式的竞争格局已初步成型，以阿里为代表的 B2B 平台通过会员费、佣金和营销推广费为主要收入，而以兰亭集势、环球易购为代表的 B2C 平台通过收取商品购销差价盈利。

图 27：出口跨境电商的代表企业



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

在进口跨境电商方面，伴随着国内居民收入上升带来的消费升级，以及自贸区支持跨境电商发展，简化通关流程，各类企业纷纷入驻。但天猫国际、洋码头等代表企业的上线时间不长、交易额不大，且竞争趋于同质化，龙头格局尚未成型。因此，除众多电商巨头介入外，零售上市公司也必将跨境电商作为重要的发展战略，积极在跨境电商开放试点城市布局。

**表 8：列举 7 大跨境电商进口试点城市业务发展情况**

试点城市	试点时间	电商平台	业务模式	上市公司布局
上海	2013-12	跨境通	直购进口+保税进口+一般出口	
重庆	2014-1	e 点即成	直购进口+保税进口+一般出口+保税出口	重庆百货（世纪购）
杭州	2014-5	跨境一步达	直购进口+保税进口+一般出口	海宁皮城（漂洋过海） 小商品城（义乌购） 南京新百（美西时尚）
宁波	2014-3	跨境购	保税进口+一般出口	快乐购（跨境购） 苏宁云商（海外购）
郑州	2013-7	e 贸易	保税进口+保税出口	
广州	2013-9	状元谷	直购进口+保税进口+一般出口+保税出口	步步高（云猴全球购） 广百股份（跨境购） 苏宁云商（海外购）
深圳	2014-7	前海	保税进口	

资料来源：海关总署，东兴证券研究所

### 4.3 赢供应链和物流者为王

完整跨境电商供应链由六大环节构成：采购及商品管理、支付、物流、通关商检、营销、及售后服务，其中，采购、支付和物流环节的差异化程度最高。我们认为，对外掌控海外供应链资源、对内奠定仓储物流基础的跨境电商企业，凭借某些环节优势形成竞争壁垒，将在未来的长期竞争中胜出。

- ◆ **跨境电商企业未来竞争焦点之一集中于获取优质供应商资源。**境外货源充足及适销是跨境电商发展的难点所在。我们认为，凭借企业的资金力量，以及建立海外买手制度，能够形成采购环节壁垒。首先，具备强大的资本实力，可吸引大量海外知名品牌合作；其次，成熟买手团队能够把握消费热点和低价锁定爆品，并与海外供应商建立良好合作关系。
- ◆ **物流在很大程度上支撑跨境电商的崛起，未来跨境电商由直邮方式发展为海外仓物流是大势所趋。**相比于邮政大小包时效性差、国内外快递直邮成本高，海外仓的时效性强、安全性高和成本低，一般而言，海外仓直接发货可有效降低 30%-35% 的物流成本。因此，海外仓是提升跨境电商的消费体验、完成本土化升级的根本途径。而海外仓管理能力将形成物流环节的竞争壁垒。

**表 9：跨境电商的各类物流方式对比**

物流方式	物流时间	邮费标准	物流详情	优势	劣势
邮政包裹（中国邮政、香港邮政）	7-15 天	约 150 元	许多国家无法网上查询	费用低廉	时效性和安全性差
国际快递（FedEx、DHL、UPS 等）	2-4 天	约 400 元	网站及时更新，查询快	速度快、服务好	价格高

国内快递	4-7 天	200 多元	通达国家较少，查询较慢	费用较低	时效性和安全性差
海外仓	3-5 天	100 元以下	提供网站查询	海外提前备货，可退换货，缩短配送时间，提升购物体验	自建或租用成本较高

资料来源：快递公司官网，东兴证券研究所

鉴于公司主营承压以及跨境电商的广阔前景，公司发力跨境电商 O2O 闭环业务，中长期有利于改善公司盈利。2014 年 7 月，在香港设立子公司进行海外直采，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。

图 28：公司跨境电商线下世纪 SHOW



资料来源：公东兴证券研究所

图 29：公司跨境电商线上世纪购平台



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

我们认为，公司从事跨境电商 O2O 业态，具有供应链资源和物流仓储两大核心竞争力，发展空间较大。

- ◆ **集聚国际优势品牌资源，境外直采降低进口成本。**世纪购涵盖 2 万个 SKU，目前与美国 GILT 公司合作，全部产品采取自营模式，GILT 属闪购网站，采用会员制奢侈品折扣模式，能够保证货源稳定、商品差异化。未来有望通过香港子公司进行独立直采、集中运输，不仅能从源头控制货源保证正品，还具有价格优势，这是公司发展跨境电商最值得期待的部分。
- ◆ **重百全资控股庆荣物流公司，保障仓储配送能力。**2013 年 11 月，重庆百货收购庆荣物流，其位于重庆空港工业园区，仓库使用面积 16 万平方米，年吞吐量能力为 3000 余万件内外贸商品，经营范围涉及承办海运、陆运、空运进出口货物的国际运输代理业务等，收购后，有利于增加仓储面积，保障配送能力，降低物流成本。

## 5. 金融转型为公司插上翅膀

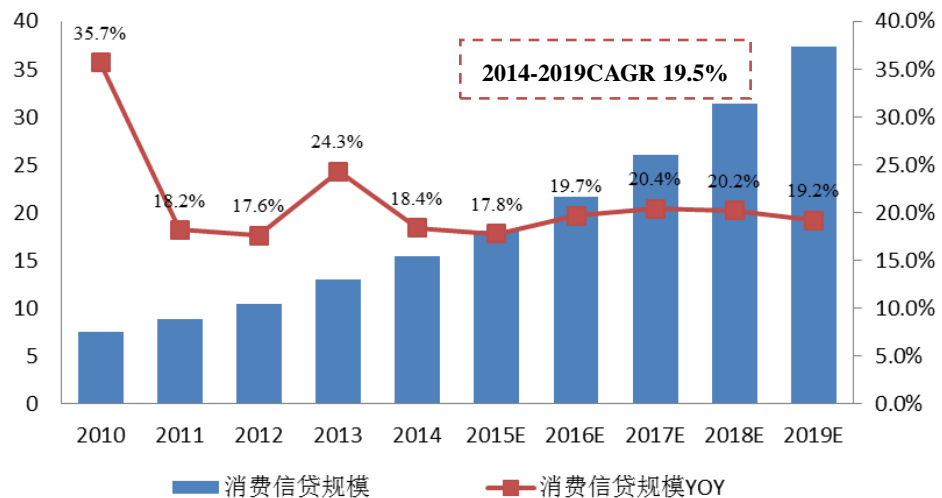
除转型跨境电商外, 2015年1月, 公司开展消费金融业务, 主要源于居民收入提高、刺激消费政策支持和消费金融行业管制放开等多因素催化下, 开启了消费金融的万亿级蓝海市场。我们认为, 公司从事消费金融的三大核心竞争优势为: 现金流充足、消费数据库和线上线下结合模式。

### 5.1 消费金融是万亿级蓝海市场

截止2014年底, 我国整体信贷余额达到85万亿元, 其中, 个人消费信贷为15.4万亿元, 同比增长18.4%, 仍处于快速发展阶段。但由于中国个人信用体系的不健全, 个人消费信贷规模仅占整体信贷余额的18.1%, 与欧美发达国家50%左右的比例相比有着明显的差距, 因此消费金融将是未来核心潜力板块。

据艾瑞预计, 2019年我国个人消费信贷规模将超37万亿元, 相较于2015年将增长1倍, 2014-2019年的复合增长率将维持在20%左右, 消费金融万亿级蓝海市场启动。

图 30: 2010-2019 年中国消费信贷余额规模及增长率 (单位: 万亿元)

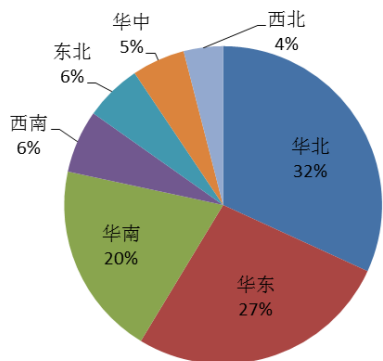


资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

2014年网民申请贷款的的地域分布中, 华北、华东和华南占比高达78.3%, 主要是这些地区居民收入水平较高, 具有较强的消费能力, 也和贷款渠道及种类较多有关。

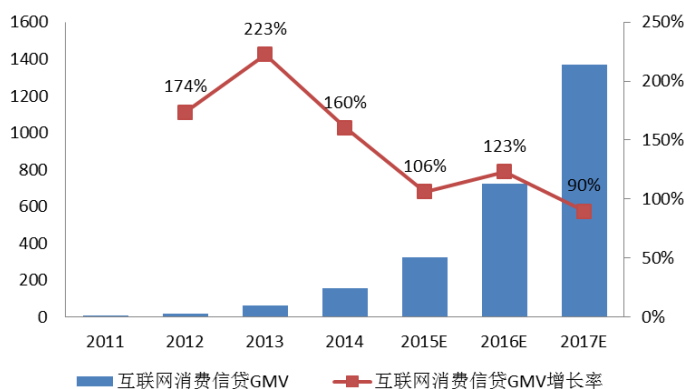
2014年, 中国互联网消费金融市场交易规模突破150亿元, 增速超160%。互联网消费金融市场的增长比整个消费信贷市场的增长更快, 艾瑞预计2017年的整体市场将突破千亿, 未来三年复合增长率达到94%。

图 31: 2014 年我国网民申请贷款的地域分布



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 32: 中国互联网消费金融市场交易规模（单位：亿元）



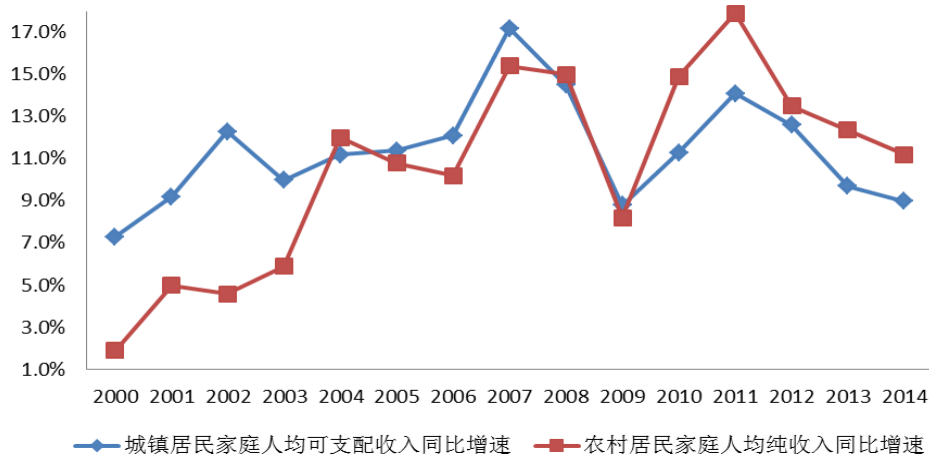
资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

## 5.2 收入增长和政策助力迎风舞

我们认为，居民收入提高、刺激消费政策支持和消费金融行业管制放开等因素共振，促使消费金融快速成长。

- ◆ 消费信贷高速增长主要源于居民收入水平、消费能力的稳步提升。2007 年以来，中国家庭人均收入稳步提升，其中城镇可支配收入年复合增速达 11.8%、乡镇居民家庭人均纯收入年复合增长 13.6%。居民收入提升和消费观念升级，促使我国消费金融市场快速发展。

图 33: 城镇居民和农村居民人均可支配收入同比增速



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

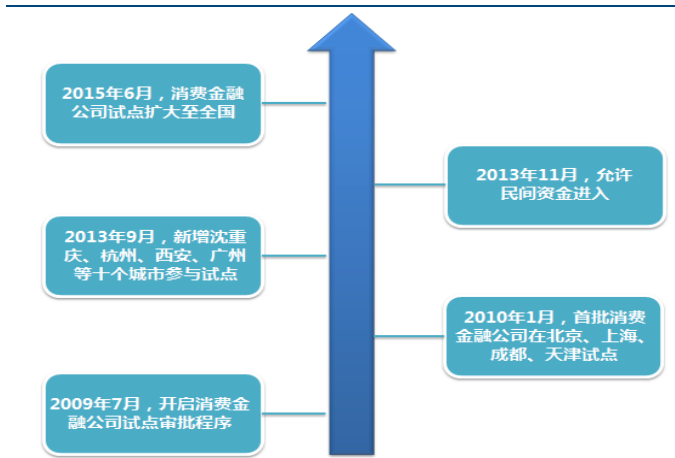
- ◆ 2008 年后的中国经济增长过度依赖投资，导致经济结构失衡，再加海外需求疲弱持续拖累中国经济。2014 年，中国最终消费率增长至 51.2%，消费对 GDP 占比提升至近 7 年来最高值，但与美国 80% 的水平相比依然有较大的差距。近年来刺激消费政策持续出台，未来中国经济增长将核心依赖于对消费的拉动与刺激。

**表 10: 我国近年刺激消费主要政策**

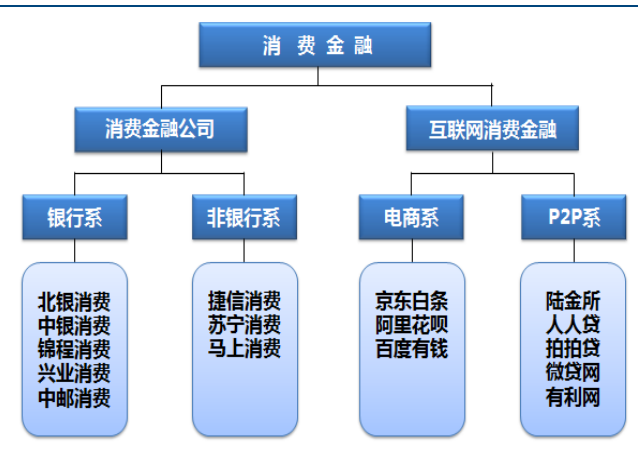
时间	刺激消费政策
2014-10	国务院常务会议部署推进六大领域消费：一是信息消费；二是绿色消费；三是稳定住房消费；四是提升旅游消费；五是挖掘教育、文化、体育的消费潜力；六是鼓励养老健康家政消费。
2014-10	国务院印发《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》提出 2025 年体育产业总规模超过 5 万亿元。
2015-4	国务院常务会议提出扩大商品降税范围、增设和恢复口岸进境免税店、推进境外旅客购物通关和退税便利化等五措施促消费。
2015-8	国务院印发《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，提出通关改革创新促进旅游投资和消费。
2015-10	国务院常务会议提出加快农村电商发展 促进消费、惠及民生，加快农村电商发展，把实体店与电商有机结合，使实体经济与互联网产生叠加效应。
2015-11	国务院印发《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》提出提升服务质量水平，推动生活性服务业便利化、精细化、品质化发展。

资料来源：中国政府网，东兴证券研究所

- ◆ 2009 年 8 月，首批中银、捷信、北银、锦程消费金融公司获批试点；2013 年 11 月，消费金融试点扩大到 16 个城市；2015 年，将消费金融公司试点扩大至全国，至此，消费金融行业彻底放开地域限制，消费金融牌照管制也放开，鼓励符合条件的民间资本、国内外银行机构和互联网企业设立。

**图 34: 我国消费金融行业发展历程**


资料来源：银监会，东兴证券研究所

**图 35: 目前我国消费金融市场主体分类**


资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

### 5.3 蓝海市场已抢占先机

金融作为公司除跨境电商之外的另一个利润增长点，也将是 2015 年业务创新的重点。2015 年 1 月，公司主发设立的马上消费金融公司（重百占 30%），获银监会批准成立，是目前第一家以实体企业作为主发起人的消费金融公司，也是中国首家线上线下一相结合的消费金融公司。此外，公司发起成立重庆保理公司（重百占 40%、关联方重庆商社占 30%）；重百小额贷款公司（占 50%），目前尚在审批过程中。

图 36: 马上消费金融公司官网首页



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 37: 马上消费金融公司的股权结构

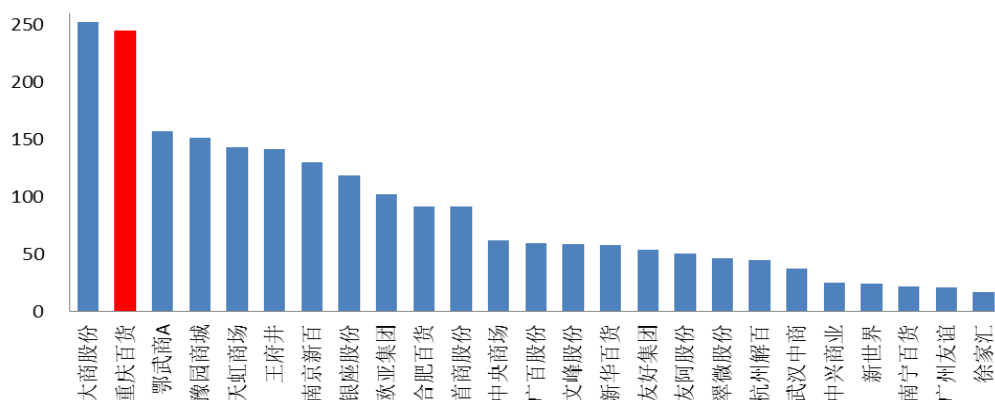


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

“消费金融+保理公司+小额贷款”形成公司金融服务平台雏形, 为消费者提供增值服务, 加深客户粘性。我们认为, 公司从事消费金融的三大核心竞争优势: 现金流充足、消费数据库和线上线下结合。

- ◆ **现金流充足满足业务发展的资金来源。** 马上消费金融公司获批, 是重庆地区首家消费金融公司, 拥有广阔的市场空间。公司将利用大量沉淀货币资金开展个人消费贷款业务, 提高资金使用率, 并且覆盖银行、保险和批零雄厚股东背景, 为业务发展提供资金支持。

图 38: 百货公司销售商品及提供劳务收到的现金对比 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

- ◆ **客户群数据将成为重要风控资源。** 公司有大量的会员用户和详实的消费数据库, 通过覆盖银行信用卡尚未覆盖的消费者群体, 公司将有效开发零售业务沉淀的短期资金和客户资源。并通过了解消费能力来判断其还款能力, 跟踪其贷款用途, 保证良好的消费金融资产质量。



- ◆ **线上线下打开消费支付场景。**借助大股东中的互联网公司北京秒润商贸，以及零售企业重庆百货、物美控股和小商品城，线上线下相结合，实现产品全国覆盖。同时，还将扩展到重庆当地知名的品牌企业（重庆银行、西南证券、阳光保险），提高影响力和市场覆盖率，看好其未来前景。

## 6. 盈利预测与估值

我们预计，由于公司处于转型初期，跨境电商仍在初期用户培育期，消费金融尚处于早期创立筹备阶段，暂不考虑资产重组，2015 年业绩平稳，2016 或将有所好转

**绝对估值：**采用 DCF(FCFF)法进行绝对估值，在 WACC=11.29%、永续增长率  $g=2\%$  的假设下，每股价值 45 元，进行敏感性分析，股价合理波动区间为 41.5 元-50.6 元。

表 11: 公司绝对估值敏感性分析结果

WACC	长期增长率 (g)								
	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.79%	52.06	52.92	53.87	54.94	56.15	57.52	59.10	60.93	63.07
9.29%	49.96	50.70	51.52	52.42	53.44	54.59	55.90	57.39	59.13
9.79%	48.07	48.71	49.41	50.18	51.04	52.01	53.10	54.35	55.77
10.29%	46.35	46.90	47.50	48.17	48.91	49.73	50.65	51.69	52.87
10.79%	44.78	45.26	45.78	46.36	46.99	47.69	48.48	49.35	50.34
11.29%	43.35	43.76	44.22	44.72	45.27	45.87	46.54	47.28	48.11
11.79%	42.03	42.39	42.79	43.23	43.70	44.22	44.80	45.43	46.14
12.29%	40.81	41.14	41.48	41.86	42.28	42.73	43.22	43.77	44.37
12.79%	39.69	39.97	40.28	40.61	40.98	41.37	41.80	42.27	42.79
13.29%	38.65	38.90	39.17	39.47	39.78	40.13	40.50	40.91	41.36
13.79%	37.68	37.90	38.15	38.40	38.68	38.99	39.31	39.67	40.06

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**相对估值：**公司主营业务为百货，我们参同类可比公司，2015-2016 的 PE 均值为 31X、26X、23X，给予公司 15 年 32.67X 估值，对应 1.3 元 EPS 的价格为 42 元，落在绝对估值的价格区间内。

表 12: 重百的可比公司估值

名称	最新股价	PE: 2015E	2016E	2017E
天虹商场	12.20	22	19	16
王府井	23.69	15	14	12
友阿股份	13.43	26	25	23
银座股份	9.23	30	22	21
广百股份	15.52	21	20	18

新华百货	30.68	37	32	27
合肥百货	9.15	23	22	20
文峰股份	7.68	38	37	34
步步高	16.48	39	37	30
广州友谊	28.00	65	45	31
平均值		32.67	28.22	24

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

**投资建议:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 各为 1.30 元、1.49 元和 1.66 元, 对应停牌前 32.39 元股价的 PE 为 25 倍、22 和 19 倍, 对应停牌前 132 亿市值的 PS 为 0.43 倍 (2015 年销售额 303 亿), 估值处于行业较低水平, 安全边际高。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, 同时其国资整合效应和增长前景确定, 盈利提升空间大, 估值修复可能性大。公司重组事项最终获批、跨境电商有望成为股价催化剂, 目标价位 42 元 (对应 2016 年 28 倍 PE), 对应当前股价有 30% 的空间, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

改革成效低于市场预期; 跨境电商或金融转型受阻或成效不显著。

**表 13: 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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	8095	7759	8498	9571	10756	<b>营业收入</b>	30190	30140	30876	32000	33629
货币资金	5180	3736	4816	5673	6598	<b>营业成本</b>	25211	25056	25735	26656	27996
应收账款	39	126	169	175	184	营业税金及附加	238	215	216	224	235
其他应收款	197	171	175	182	191	营业费用	3078	3464	3458	3520	3666
预付款项	570	1079	1336	1469	1609	管理费用	749	807	809	838	878
存货	1833	1831	1883	1950	2048	财务费用	-18	13	0	0	0
其他流动资产	0	43	43	43	43	资产减值损失	3.10	20.82	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	3365	3969	3568	3179	2791	公允价值变动收益	0.00	11.98	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	13	0	0	0	0	投资净收益	16.63	6.69	60.00	60.00	60.00
固定资产	2445.50	2417.84	2721.88	2354.15	1986.42	<b>营业利润</b>	946	584	713	817	909
无形资产	149	208	187	167	146	营业外收入	28.01	35.08	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	19.85	28.64	50.00	50.00	50.00
<b>资产总计</b>	11461	11728	12065	12750	13547	<b>利润总额</b>	954	590	703	807	899
<b>流动负债合计</b>	7055	7070	7065	7356	7715	所得税	149	98	176	202	225
短期借款	0	190	0	0	0	<b>净利润</b>	805	493	527	605	674
应付账款	2507	2525	2609	2702	2838	少数股东损益	-1	1	0	0	0
预收款项	2242	2283	2438	2598	2766	归属母公司净利润	806	492	527	605	674
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1243	984	1101	1205	1298
<b>非流动负债合计</b>	24	69	69	69	69	<b>BPS (元)</b>	2.16	1.21	1.30	1.49	1.66
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	7055	7139	7134	7425	7784	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	24	28	28	28	28	营业收入增长	7.37%	-0.17%	2.44%	3.64%	5.09%
实收资本 (或股	407	407	407	407	407	营业利润增长	16.10%	-38.27%	22.05%	14.59%	11.34%
资本公积	918	926	926	926	926	归属于母公司净利	7.19%	14.79%	7.19%	14.79%	11.48%
未分配利润	2775	2951	3162	3404	3674	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	4382	4561	4904	5297	5735	毛利率 (%)	16.49%	16.87%	16.65%	16.70%	16.75%
<b>负债和所有者权</b>	11461	11728	12065	12750	13547	净利率 (%)	2.67%	1.64%	1.71%	1.89%	2.01%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	5.49%	7.03%	4.19%	4.37%	4.74%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	18.39%	10.78%	10.75%	11.42%	11.76%
<b>经营活动现金流</b>	428	-117	673	1014	1107	<b>偿债能力</b>					
净利润	805	493	527	605	674	资产负债率 (%)	62%	61%	59%	58%	57%
折旧摊销	314.97	386.86	0.00	388.54	388.54	流动比率	1.15	1.10	1.20	1.30	1.39
财务费用	-18	13	0	0	0	速动比率	0.89	0.84	0.94	1.04	1.13
应收账款减少	0	0	-43	-6	-9	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	154	160	168	总资产周转率	2.73	2.60	2.60	2.58	2.56
<b>投资活动现金流</b>	-849	-125	782	55	55	应收账款周转率	881	365	209	186	187
公允价值变动收	0	12	0	0	0	应付账款周转率	11.71	11.98	12.03	12.05	12.14
长期股权投资减	0	0	13	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	17	7	60	60	60	每股收益 (最新摊	2.16	1.21	1.30	1.49	1.66
<b>筹资活动现金流</b>	134	-272	-375	-212	-236	每股净现金流 (最新	-0.71	-1.26	2.66	2.11	2.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	10.78	11.22	12.06	13.03	14.11
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	33	0	0	0	0	P/E	15.00	26.77	24.99	21.77	19.53
资本公积增加	508	8	0	0	0	P/B	3.01	2.89	2.69	2.49	2.30
<b>现金净增加额</b>	-287	-513	1080	857	926	EV/EBITDA	6.43	9.78	7.58	6.22	5.06

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，7 年食品饮料行业研究经验。

## 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。

## 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。