

强烈推荐-A (维持)

重庆百货 600729.SH

目标估值: 35.60 元

当前股价: 24.08 元

2017 年 04 月 20 日

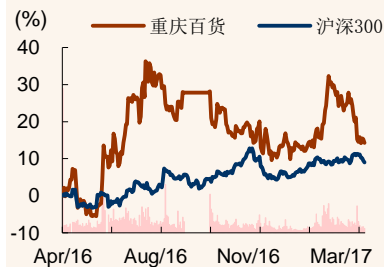
消费金融公司为什么这么赚钱?

基础数据

上证综指	3171
总股本 (万股)	40653
已上市流通股 (万股)	40643
总市值 (亿元)	98
流通市值 (亿元)	98
每股净资产 (MRQ)	11.4
ROE (TTM)	9.0
资产负债率	61.2%
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	-11	-4	7
相对表现	-11	-8	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《重庆百货 (600729) — 错杀出买点, 加仓!》2017-04-12
- 2、《重庆百货 (600729) — 怎么看待马上消费金融的市场空间?》2017-03-29
- 3、《重庆百货 (600729) — 青取之于蓝而胜于蓝, 2017 马上消费金融爆发元年》2017-03-27

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

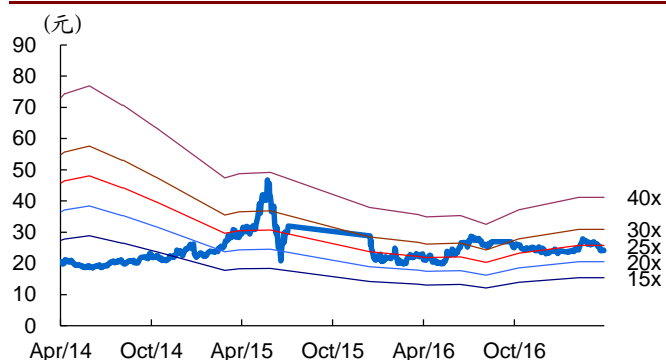
邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

系列导读: 消费金融赚的是多少钱? 一个是经营风险, 一个是牌照垄断。经营风险就是, 风险越大的客户要求的风险补偿越高; 牌照垄断就是, 同样是做类似的事情, 消费金融公司可以低成本同业拆借, 杠杆可以放大到 12x 以上, 而小贷、P2P 就不可以, 更重要的是监管收紧后没牌照的可能成为清理整顿的对象, 这就是政策红利。

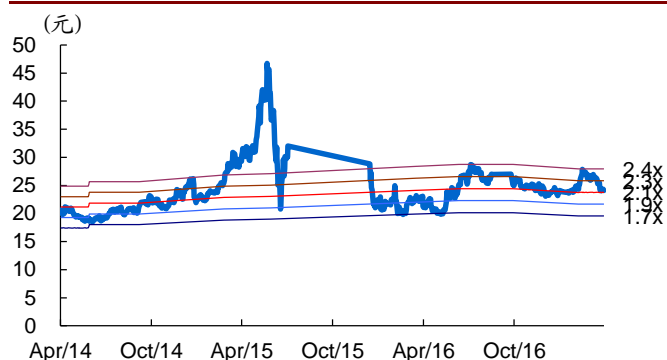
- **消费金融公司的盈利怎么拆解?** 把消费金融公司的 ROA 做个分解, $ROA = (\text{息差} \times (1 - \text{成本收入比}) - \text{信贷成本}) \times (1 - \text{所得税率})$, 因为消费金融公司的手续费往往也是利息收入转化而来, 利息净收入和手续费收入可以合并为利息净收入。对持牌消费金融公司而言, 到稳定期后, 贷款收益率平均在 20%, 资金成本大约 5%, 成本收入比和银行类似大约 1/3, 信贷成本大约 3% (根据不良率 4%-6%), 所得税率 25%, 综合测算下来 ROA 稳态下达到 5% 左右。
- **有些小贷公司、P2P 也做消费金融, 消费金融公司的优势在哪?** 第一, 是资金成本的区别。在所有的类贷款金融机构里, 只有消费金融公司、金融租赁可以进行同业拆借, 其他的如典当、小贷公司、P2P、融资租赁、担保公司、商业保理公司等等都不可以。同业拆借的利率只有 2-3%, 银行贷款的利率 5% 以上, P2P 的资金成本更是超过 8%。第二, 是杠杆倍数的区别。消费金融公司最大可以放 12.5x 的杠杆 (8% 的资本充足率要求, 和银行一样), 其他如融资租赁、担保公司、商业保理公司的杠杆上限虽然也是 10 倍但基本都达不到, 因为融资渠道不行, 小贷公司的杠杆更是只有 1.5 倍。资金成本的优势、杠杆倍数的优势, 以及牌照的优势, 消费金融公司天然就赢在起跑线上。
- **利率这么高, 有人去借吗? 有, 而且需求很大。** 现在的小额消费信贷市场还是一个卖方市场, 买方固然会比较谁家利率高低, 但更重要的是看谁能够借给我、谁借给我的速度快。对于 1000 块钱只借一个月的人来说, 24% 年化利率和 36% 年化利率对他的差别只是 10 块钱的区别 (一天相差 5 毛钱)。对这些短期借款人来说, 可能是这个月工资还没发下来现金就花光了, 可能是交房租、可能是社交娱乐, 又可能是碰到商场半价活动 (活动只限几天, 一比较发现现在借钱不借钱平时买要划算很多)。
- **现价今年看 40% 空间, 三年看翻倍。** 我们预计公司 17、18、19EPS 分别为 1.31/1.61/2.14 元, 增速 27%、23%、33%, 17、18 年 PE 分别为 18x、15x、11x, 维持 “强烈推荐-A” 评级。
- **风险提示:** 贷款增速不及预期、坏账率大幅上升。

图 1: 重庆百货历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 重庆百货历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《重庆百货（600729）—错杀出买点，加仓！》2017/04/12
- 2、《重庆百货（600729）—怎么看待马上消费金融的市场空间？》2017/03/29
- 3、《重庆百货（600729）—青取之于蓝而胜于蓝，2017 马上消费金融爆发元年》2017/03/27

附：财务预测表

资产负债表

	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	26.6	23.4	18.4	15.0	11.3
PB	2.0	2.1	2.0	1.8	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。