

供销大集 (000564)

证券研究报告
2018年07月23日

乡村振兴龙头，依托供销总社，打造行业大生态！

公司 17 年更名供销大集，充分整合股东资源，依托乡村振兴政策红利，搭建快消 B2B 大平台。2016 年至 2017 年线上会员注册达到 106 万，市场规模占中国的 1/6。线下已实现签约小店 16 万家，落地 3.9 万家，已有资源创造营收大幅增长，从 15 年 114.1 亿提至 17 年 277.9 亿，复合增长率达到 34.5%。供销总社共 34.5 万经销网点，公司计划深度整合网点 30 万个，未来增长空间较大。

1. 公司介绍：原百货商业巨擘转型，升级城乡商品流通综合服务运营商

产业布局上：公司通过 4 次并购重组整合资产，逐步实现资源打通，建立 O2O 商品流通平台。

Step1：海航携手供销总社，共造商品流通 O2O 平台

Step2：入股掌合天下，转型新零售

Step3：收购超市龙头，增强线下存量业务

Step4：远成物流+海航货运，物流网络搭建基本成型

业务模式上：公司依托双轮驱动：左轮整合酷铺店铺 (CCOOP) 及掌合平台，同时打通现有存量百货商超渠道；右轮依托中国集挖掘特色产品，并依靠海陆空一体化物流推出高附加值商品。控货同时控渠道，凭借供应链金融、云仓、物流等辅助性业务，提升会员粘性，最终提高商品议价力。

2. 行业发展趋势：政策红利加码农村电商，乡村振兴成新热点

一系列相关利好政策持续推动农村各方面综合发展，包括 (1) 精准扶贫+乡村振兴：16 年起国家出台改善贫困地区电商等相关政策，强调推动特色农产品结合特色小镇，实现多元化创业。(2) 供销社体制改革：深化落实改革，加速农村现代化进程。18 年快消品流通领域中 B2B 市场份额只占约 5%，相比传统途径，行业集中度较低，可整合空间大。

3. 空间测算：资源整合同时完善供应链布局，经济效益不可估量

(1) **快消品 B2B 渠道空间：**目前酷铺商贸业务已签约 16 万家线下门店，2018 年将预计有 267 万家进入，供销大集整合小店数量不足十分之一。(2) **配套供应链服务：**依托可整合的门店市场，将带来充分盈利。(3) **中国集：**未来 5 年将在 20 余个省市投资运营 100 个中国集，目前 13 个中国集已为公司带来 7 亿左右的利润，未来规模扩大至现在的 10 倍。

4. 盈利预测

公司 2017 全年营业额 277.90 亿，同比增长 91.52%，归母净利为 14.15 亿，同比增长 99.7%。未来依托股东资源实现渠道充分下沉，并购远成物流与海航货运保证全方位高效运输，我们预计公司 18/19 年归母净利分别为 25.4/30.8 亿，EPS 分别为 0.37/0.45 元/股，当前股价对应 PE13/11xPE。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：政策实施受到影响；消费流量增速放缓；股票质押率较高风险；并购可能暂停、终止或取消的风险；并购后整合不达预期风险。

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	4.72 元
目标价格	6.23 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,007.83
流通 A 股股本(百万股)	1,888.33
A 股总市值(百万元)	28,356.95
流通 A 股市值(百万元)	8,912.90
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	43.95
一年内最高/最低(元)	7.03/4.11

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,424.74	27,789.53	30,568.48	35,153.75	40,426.81
增长率(%)	129.58	107.00	10.00	15.00	15.00
EBITDA(百万元)	1,193.81	2,745.25	906.79	2,357.20	4,221.17
净利润(百万元)	401.40	1,414.52	2,548.33	3,088.33	3,868.33
增长率(%)	845.35	252.40	80.15	21.19	25.26
EPS(元/股)	0.07	0.24	0.37	0.45	0.56
市盈率(P/E)	70.64	20.05	12.82	10.58	8.45
市净率(P/B)	1.02	0.93	0.99	0.91	0.83
市销率(P/S)	2.11	1.02	1.07	0.93	0.81
EV/EBITDA	29.82	3.71	0.66	5.45	(1.49)

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司介绍：原百货巨擘转型，搭建全国 O2O 城乡商品流通体系	4
1.1. 产业布局：通过多次并购重组，建立商品流通生态闭环.....	4
1.2. 业务模式：商品+渠道双轮驱动，配套服务助力产业链发展.....	6
1.2.1 渠道：酷铺+掌合天下双剑合一，线上线下提质增效.....	7
1.2.2 商品：携手政府打造中国集，深挖地域特色产品.....	8
1.2.3 配套服务：立足产业链全局视角，增值服务保证客户粘性.....	9
1.3 财务分析：主营收入近半来源百货商超，外延模式多产业协同利润可观.....	9
2. 行业发展：政策红利加码农村电商，乡村振兴成新热点	10
2.1. 快消品 B2B 战国时代，农村渠道整合举足轻重.....	11
2.2. 政策驱动：完善农村电商生态 国家政策助力农村发展.....	13
2.2.1. 政策聚焦乡镇县流量洼地，农村电商发展成大势.....	13
2.2.2. 供销体制充分改革，优化升级农村供给侧结构.....	15
2.3. 趋势：现有市场开发量级较小，各方推动乡野将释放潜力.....	16
3. 空间测算：资源整合同时完善供应链布局，经济效益不可估量	16
3.1. 快消品 B2B：愈多小店选择电商渠道，掌合农村空间优势凸显.....	16
3.2. 供应链配套服务：协同产业发展，触发新增长.....	18
3.2.1. 供应链金融赋能产业链，客户成规模创造盈利点.....	18
3.2.2. 供销资源落地云仓，跨越式提升仓储能力.....	19
3.2.3. 合同物流优化物流费用，内外资源整合拓展盈利空间.....	20
3.3. 中国集：独家代理高附加值商品，未来放量可期.....	21
4. 盈利预测与估值分析	22

图表目录

图 1：重组前西安民生股权结构.....	4
图 2：重组后供销大集股权结构.....	4
图 3：2012-2017 年供销总社总营收增长图.....	4
图 4：并购掌合天下、顾客隆前供销大集股权结构.....	5
图 5：并购掌合天下、顾客隆后供销大集股权结构.....	5
图 6：并购时间线.....	5
图 7：购买海航货运及远成物流前公司股权结构.....	6
图 8：购买海航货运及远成物流后公司股权结构.....	6
图 9：海航货运情况.....	6
图 10：掌合天下目前覆盖区域.....	7
图 11：酷铺商贸.....	7
图 12：中国集分布图.....	8
图 13：中国集模式简介-产品集.....	8

图 14: 公司地面运输网络情况	9
图 15: 2013-2017 年营业收入及同比增速	9
图 16: 2013-2018 年 Q1 归母净利 (亿元) 及同比增速	9
图 17: 2017 年营收地区分布	10
图 18: 2017 年公司财务费用率及管理费用率	10
图 19: 2017 年公司净利率及毛利率	10
图 20: 1996-2016 年中国城市化率	11
图 21: 中国城乡可支配收入、消费性支出倍数及城乡居民消费性支出增速	11
图 22: 农村电商网络零售额 (亿元) 及占全国网络零售额比例	11
图 23: 快消互联网 B2B 发展历程	12
图 24: 2016 年传统通路店铺按市场线级分布	12
图 25: 自营及撮合模式对比	12
图 26: 城镇农村网民数量对比	16
图 27: 农村城市电商渗透率	16
图 28: 快消品 B2B 目前发展状态及未来预期	17
图 29: 2012-2017 年各线城市电商渠道渗透率	17
图 30: 快消 B2B 平台竞争者店铺规模	17
图 31: 掌合天下业务覆盖	18
图 32: 供应链金融市场规模预测 (万亿元)	18
图 33: 核心企业作为支付信用的供应链金融一般交易结构	18
图 34: 供应链金融图谱	19
图 35: 2017 年大集金服平台年度运营报告	19
图 36: 掌合云仓服务范围	19
图 37: 2007-2016 年批发和零售业企业物流费用率	20
图 38: 2015-2022 社会物流总费用	20
图 39: 中国物流费用占 GDP 比例	21
图 40: 2013-2017 中国第三方物流市场规模 (亿元)	21
图 41: 中国集产业模式	21
表 1: 远成、韵达、中通、德邦、安能运输能力对比	6
表 2: 农村电商基本情况	11
表 3: 乡村振兴政策	14
表 4: 精准扶贫政策	14
表 5: 三农政策	14
表 6: 农村电商最后一公里相关政策	15
表 7: 供销社改革相关政策	15
表 8: 2017 年 6 大电商自建物流代表企业与云仓对比	19
表 9: 业务拆分盈利预测	22
表 10: 标的公司同类型可比公司估值 (P/E)	22

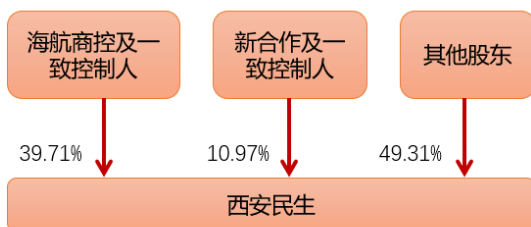
1. 公司介绍：原百货巨擘转型，搭建全国 O2O 城乡商品流通体系

1.1. 产业布局：通过多次并购重组，建立商品流通生态闭环

Step1：海航携手供销总社，共造商品流通 O2O 大平台。 2016 年 9 月公司发行 52.55 亿股，向海航商业及其特定关联方、新合作集团及其一致行动人以及其他相关股东购买海南供销大集 100% 股权，并募集配套资金不超过 132 亿元，服务公司主营业务发展。重组后，供销总社通过旗下新合作集团，持股 17.71% 并将合作社资源注入供销大集体内，海航商业持股 33.22%。通过此次重组，公司将实现拓展改造终端网点约 30 万个，其中新合作集团以直营和加盟方式引入 10 万网点，供销系统分散在全国的地方社网点约 20 万，其承诺将主要以加盟形式引入，线下网点将优先转化为公司线下资源，与线上相互引流，未来变现空间巨大。

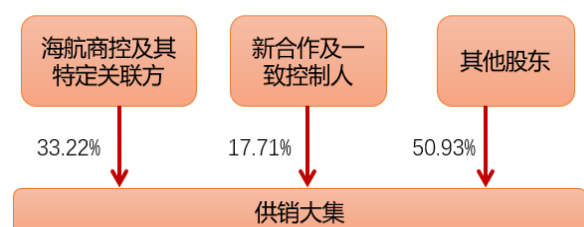
整合供销总社+海航渠道资源，深度下沉四五六线。 海航借助 20+ 个全球航空牌照，及 1000 架飞机，航空物流优势突出。全国的供销社网络分销体系涵盖省、市、县、乡，总社直接受益消费升级，销售总额由 12 年 2.5 万亿元增长至 17 年 5.4 万亿元，年均增长 15.7%，实现跨越式提升。其县及县以上合作社 2777 个，其中省社 32 个，市社 342 个，县社 2402 个，乡镇区基层社 30281 个，乡镇覆盖率相比 2012 年的 56% 提升至 95%，目前基层社经营网点实现 34.5 万个。目前总社涵盖最密集国内零售网点且在一定程度上具垄断特性，县及县以下渠道资源具有绝对优势，未来结合海航物流资源，实现深度下沉。同时将原西安民生从地域性传统商业零售企业，转变为全国性“互联网+流通”企业，布局全国 O2O 城乡商品流通体系。

图 1：重组前西安民生股权结构



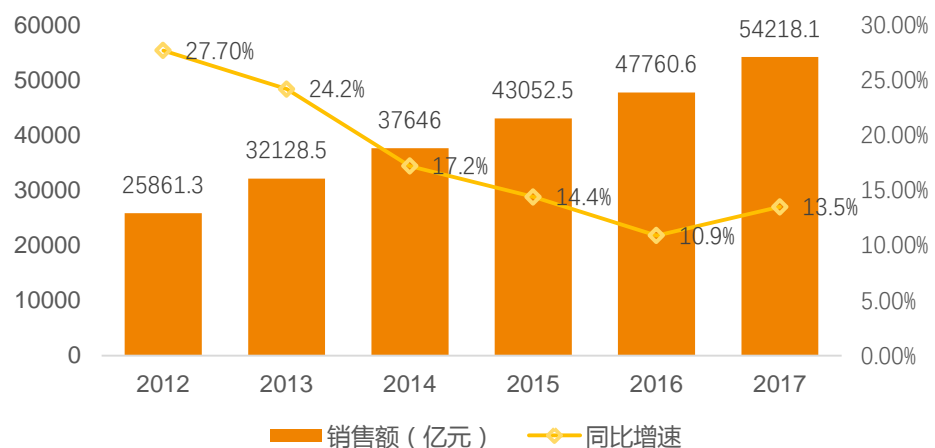
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：重组后供销大集股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2012-2017 年供销总社总营收增长图

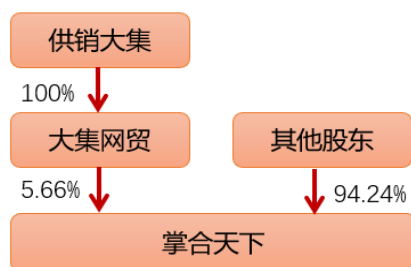


资料来源：供销社官网，天风证券研究所

Step2: 入股掌合天下，融合线上转型新零售。2016年10月，子公司大集网贸出资6.96亿元，其中增资5.4亿受让掌合天下41.59%股权；海航商业出资6000万元受让3.75%股权。本次增资及受让完成后，大集网贸合计持有47.25%股权，实现控股。海航商业持有其3.75%股权。收购前，掌合天下系当时规模最大全国中小超市订货平台，已建立755个服务站，覆盖全国27个省市，拥有61.08万家超市会员量、4.13万家快消品供应商、累计GMV达到106.18亿元，交易总额达到92.89亿元。供销大集凭借掌合天下成熟商业模式+业内较高知名度，打通信息、商品流通、物流、资金并创造多点盈利，收购后截至2017年底，根据年报显示，掌合天下GMV超过800亿。

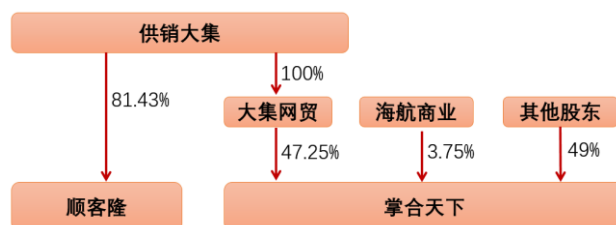
Step3: 收购超市龙头，增强线下存量业务。2017年5月境外全资子公司供销大集国际以6.4亿港元收购顾客隆1.62亿股+要约收购7442.57万股。收购结束后，共计持有2.37亿股，占顾客隆总股本的81.43%。顾客隆主要在珠三角地区尤其是佛山从事超市连锁，拥有门店68家，本次收购有效拓展珠三角线下实体，为已有存量市场开创更大发展空间。

图 4：并购掌合天下、顾客隆前供销大集股权结构



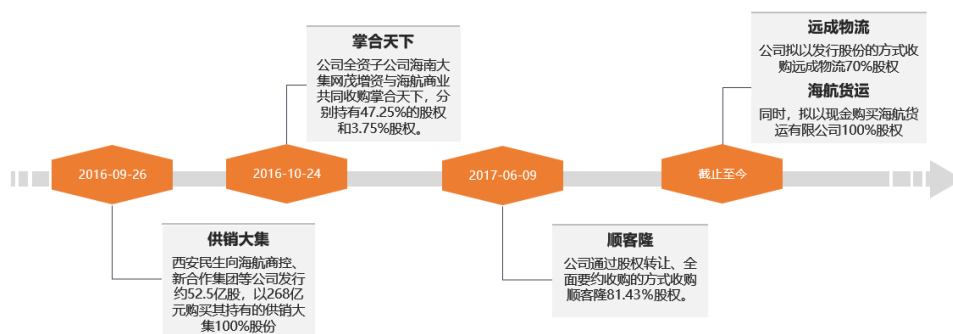
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：并购掌合天下、顾客隆后供销大集股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：并购时间线



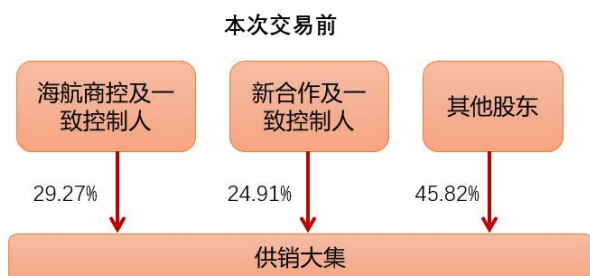
资料来源：公司公告，天风证券研究所

Step4: 地面远成物流+天空海航货运，物流网络搭建基本成型。公司新发9.14亿股，向重庆远成物流、宿迁京东、西安华鼎购买其合计持有的远成物流70%股权，并以不超过15亿现金收购海航货运为其全资子公司。本次收购结束后，远成物流原股东重庆远成物流、西安华鼎，以及新注资宿迁京东分别持有公司10.77%、0.91%及1.52%股份。

①海航货运系海航集团唯一客机腹仓全球代理商。经营海航集团旗下9家航司腹舱业务，拥有400余架客机的腹舱运力、600多条全球航线，年货邮运输量达70余万吨；②远成物流系第三方物流。即不拥有商品，不参与商品销售，而为零售企业提供物流服务。其主

要整合地面物流资源，包括 485 家优质运力，车辆 39884 辆，平均每家供应商运力数量为 82 辆，中小车队为主并具有一定灵活性，覆盖全国范围 15000+ 条运输线路，与大批优质客户具有长期合作关系。本次重组后，公司逐步建立天上地下一体化物流，减少中间流通环节降低流通成本，提升流通效率，构建高附加值商品网络。

图 7：购买海航货运及远成物流前公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：购买海航货运及远成物流后公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：海航货运情况



资料来源：海航货运官网数据，天风证券研究所

表 1：远成、韵达、中通、德邦、安能运输能力对比

	车辆数量	运输线路
远成	车辆 39884 辆	覆盖全国 15000 条运输线路
韵达	标准化车辆超过 12000 余辆	常规陆路干线运输线路达 43000 余条
中通	干线运输车辆超过 4800 辆	干线路由超过 2000 条
德邦	营运车辆共计 10742 辆	1370 条运输干线，全国航空线路 1700 多条

资料来源：公司公告、韵达公司官网、中通公司官网、德邦公司官网、天风证券研究所

1.2. 业务模式：商品+渠道双轮驱动，配套服务助力产业链发展

商品渠道协同发展，打通辅助业务，实现产业闭环。左轮整合酷铺店铺 (CCOOP) 及掌合平台，同时打通现有存量百货商超渠道；右轮依托中国集挖掘特色产品，并依靠海陆空一体化物流推出高附加值商品。控货同时控渠道，凭借供应链金融、云仓、物流等辅助性业

务，提高会员粘性，最终实现商品议价力提高，最终实现全产业链综合发展。

1.2.1 渠道：酷铺+掌合天下双剑合一，线上线下提质增效

电商+门店资源融合，T 字形战略拓展渠道。线上：整合国内最大快销 B2B 撮合交易平台掌合天下，据阿里数据不完全统计，目前全国约有 680 多万家便利小店，掌合天下线上会员注册达到 106 万，拥有近 1/6 市场规模，去年 GMV 已达 800 亿。**线下：**加盟依托酷铺便利实现外延扩张，自营继续深耕已有存量百货+商超，通过收购长沙家润多，上海家得利，西安民生家乐等八大区域商超龙头，有效辐射当地，实现盈利增长。截至 2017 年，酷铺便利已覆盖 29 个重点城市，四五六线城市为主，累计签约门店约 16 万家，其中完成注册门店达 3.9 万家。同时，在全国范围内拓展“酷铺·掌合便利”加盟门店 3000 余家。存量自营门店中百货门店约 17 家，超市 249 家。通过掌合与酷铺整合，在可期的未来，渠道将充分下沉。

图 10：掌合天下目前覆盖区域



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 11：酷铺商贸



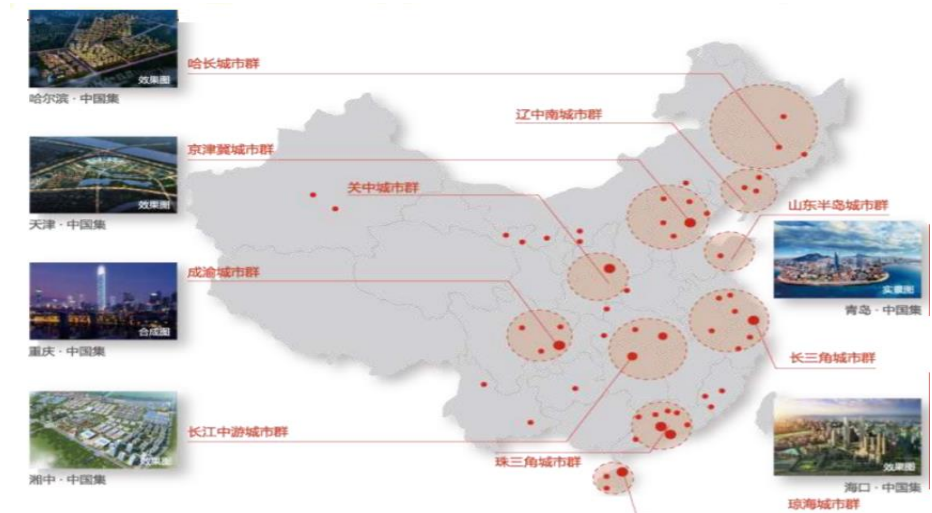
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2.2 商品：携手政府打造中国集，深挖地域特色产品

中国集聚县乡特色，一县一品打造类茅台大单品。中国集以打造产业园为核心，凭借政企合作优势，以相对较低价格拿地，自建产业园+外部开发配套综合体。①产品集：公司与乡镇共同成立品牌合资公司，深度挖掘特色商品并为其提供加工、包装、检验、物流等服务，最终纳入商品终端销售体系。②综合体：自建加工基地+物流园区，其余相关配套设施将悉数外包给合作品牌商。2017年全年与各地相关政府部门累计签署合作协议20余份，涉及土地约25万亩，围绕南京、重庆、天津、广州、西安率先试点并辐射周围城市群，挖掘城乡优势资源，打造类似茅台特色大单品，实现全方位控货，凭先发优势掌握定价权。截至目前，中国集已成功运营13个项目，未来5年将在20余省市投资运营100个中国集。

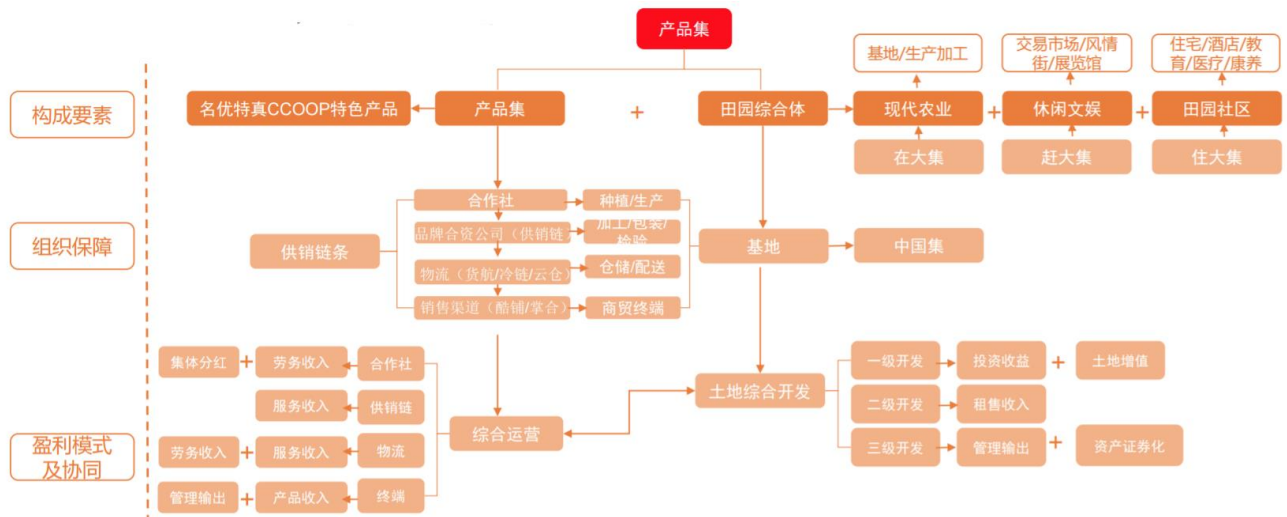
依托产业园+综合体模式，多点开发整合已有资源。公司整合物流资源，完善干线网+支路网+配送网搭建，依托中国集模式，实现高附加值商品自产自销。目前公司已与政府累计签署合作协议20余份，涉及土地25万亩，并在国家级、区域级城市群周边累计拓展项目10余个，联盟品牌商60余家，未来将深度挖掘已有存量市场优质商品，以中国集模式集成化批量打造区域大单品。

图 12：中国集分布图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：中国集模式简介-产品集



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2.3 配套服务：立足产业链全局视角，增值服务保证客户粘性

云仓+物流+供应链金融，充分满足保障客户所需。云仓：集中控货配套高效物流从而实现“同城统仓统配”。17年已建云仓42个，有效辐射周边三四五线城市供应商及会员，县及县以下配送频率从一周一配提升至一天一配。**金融**：针对产业链上各环节，设计相关金融信贷产品，建立健全的信贷产品体系，提供贷款等服务，高效服务供应商与小B，提升用户粘性。截至17年全年累计交易额达6.29亿。目前已注册会员12.6万人（企业）。**物流**：凭借海航货运与远成物流，实现运力提质增效，充分渗透三四五线。

图 14：公司地面运输网络情况

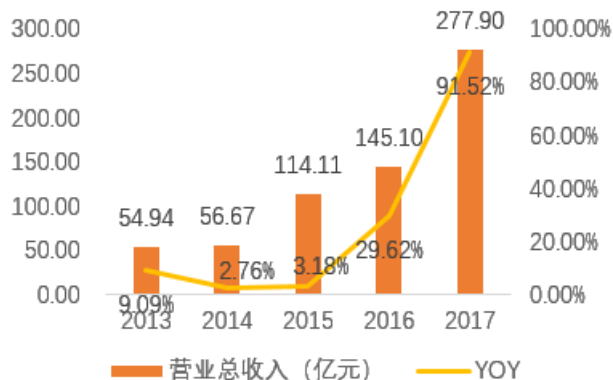


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3 财务分析：主营收入近半来源百货商超，外延模式多产业协同利润可观

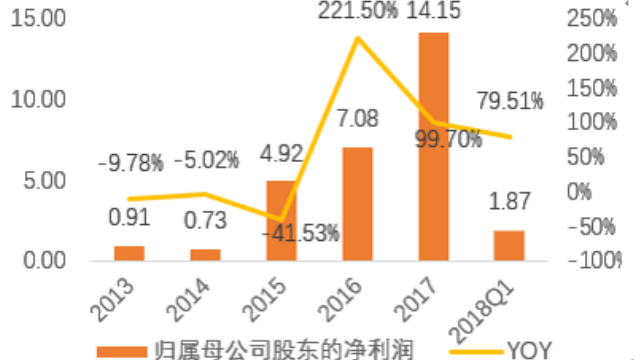
自供销大集重组完成后，公司实现业绩的大幅提升。2017年公司实现营收277.90亿，同比增长91.52%，归母净利为14.15亿，同比增长99.7%，净利润14.74亿元，同比增长99.73%。分行业看，批零依旧营收占比最大，未来公司将加大加盟门店投入，打造酷铺加盟市场规模，这部分营收占比将逐步提升。分地区看，华南最高主要系17年新收购顾客隆，该地区新增门店68家，营收近10亿元，新增净利润1193.65万元，有效拓展公司在珠三角区域业务。

图 15：2013-2017 年营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2013-2018 年 Q1 归母净利 (亿元) 及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

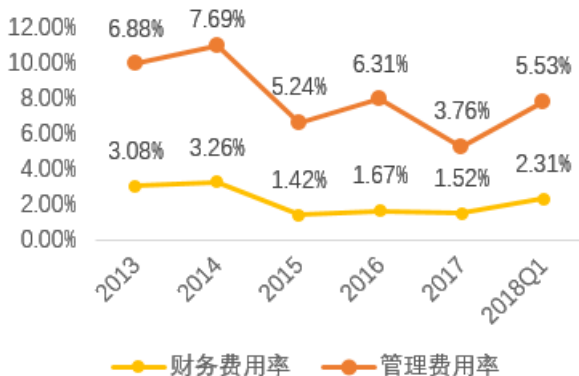
图 17：2017 年营收地区分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

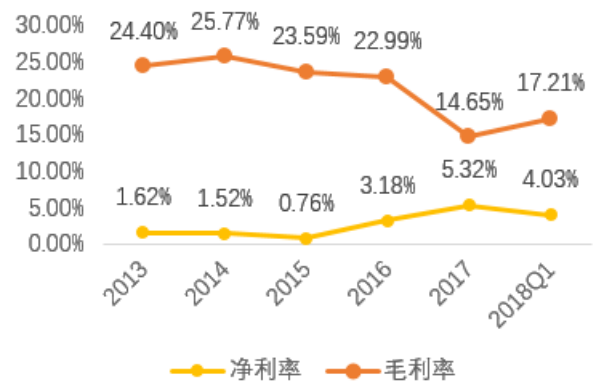
毛利率下降 8.34 个百分点,净利率增加 2.14 个百分点。2017 年全年,公司毛利率 14.65%,较去年同期下降 8.34 个百分点,主要系加盟店数量增加,快消品批发业务收入占比增加;管理费用率 3.76%,较去年同期减少 2.55 个百分点,主要系加盟门店数量增加。财务费用率 1.52%,较去年同期减少 0.15 个百分点,主要系归还短期借款;报告期内净利率同比增加 2.14 个百分点达到 5.32%,主要系公司调整产品结构,高毛利产品销售占比增加。

图 18：2017 年公司财务费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 19：2017 年公司净利率及毛利率

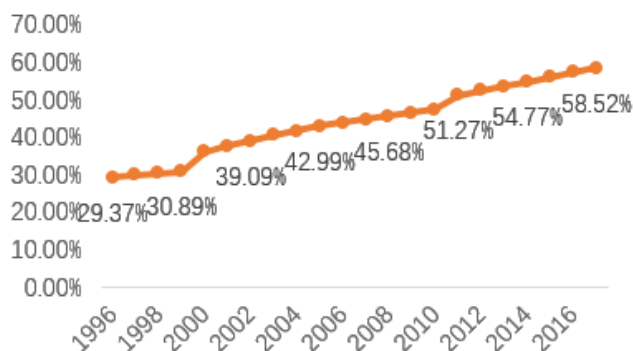


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 行业发展：政策红利加码农村电商，乡村振兴成新热点

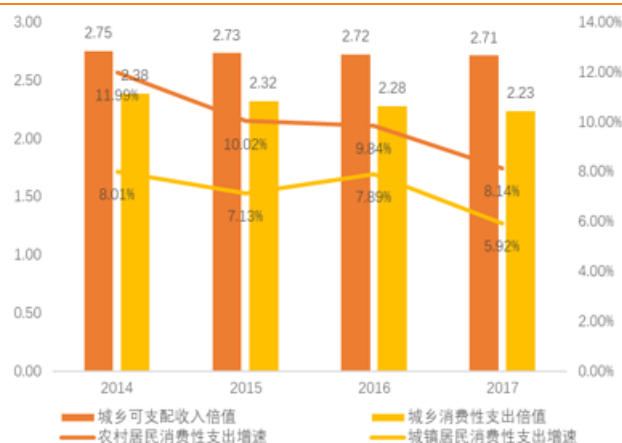
政策驱动农村电商发展，前景广阔。我国城市化进程持续加速，2017 年城镇化率提升至 58.52%，城乡差距逐步缩小，农村居民消费性支出增速连续四年超过城镇，2017 年达 8.14%，高于城镇 2.22 个百分点。通过一系列相关利好政策，国家持续推动农村各方面综合发展。伴随农村网络渗透率不断增加，农村网络零售占全国网络零售比例从 2014 年 6.21%发展至 2017 年 17.3%，占比不断提升。目前因为物流成本较高，网点下沉困难，缺乏专业人才等，发展存在难点。未来利好政策推动，基础设施不断完善，人才回流，农村市场将成为巨大盈利增长区。公司目前线下网点依托酷铺商贸，已签约 16 万家，落地 3.9 万家，依托供销社资源，下沉优势显著。

图 20：1996-2016 年中国城市化率



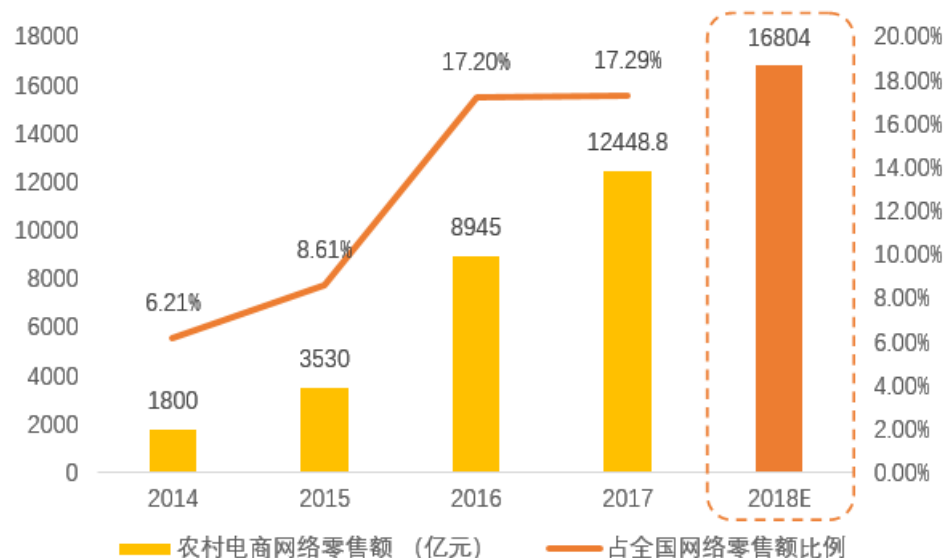
资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 21：中国城乡可支配收入、消费性支出倍数及城乡居民消费性支出增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 22：农村电商网络零售额（亿元）及占全国网络零售额比例



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

表 2：农村电商基本情况

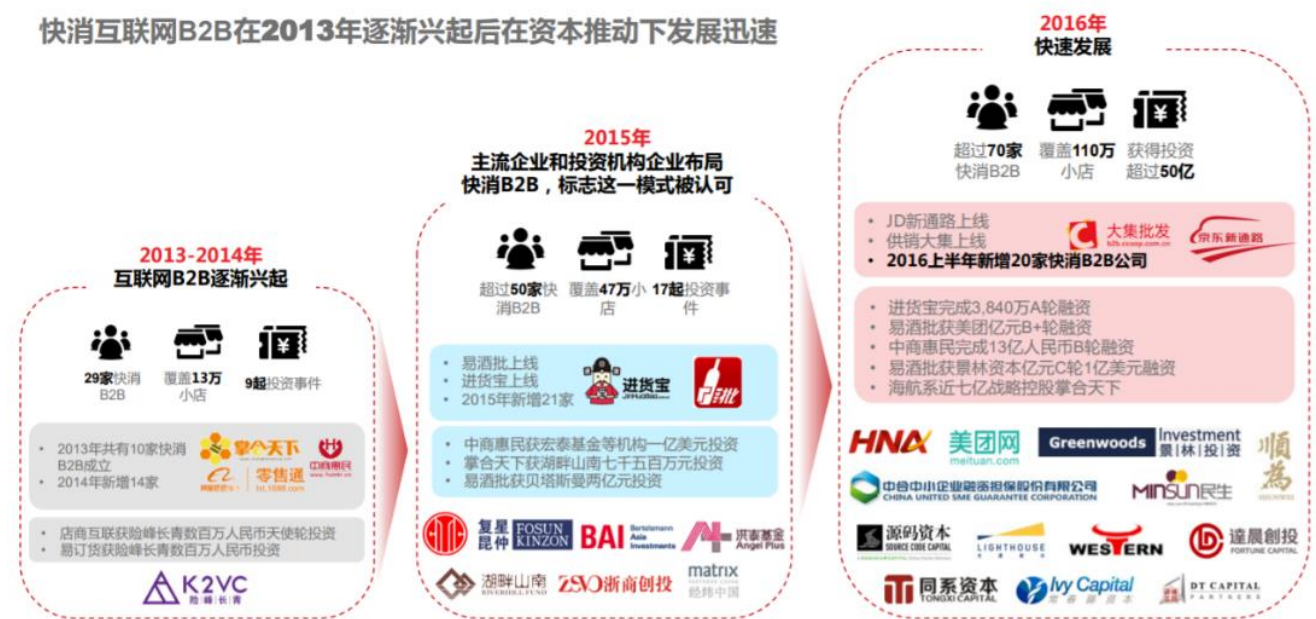
平台	目前网点数量	未来发展趋势
农村淘宝	县、村级服务站 1.01 万个	3-5 年内投资 100 亿元，建立 1000 个县级服务中心和 10 万个村级服务站，至少覆盖到全国 1/3 的县及 1/6 的农村地区
京东家电乡镇专卖店	近 8000 家，已覆盖了 2.5 万个乡镇、60 万个行政村	2018 年实现京东家电乡镇专卖店 15000 家，计划覆盖县城区域 100%
酷铺	目前已签约门店 16 万家，落地 3.9 万家，以三四五线城市为主	充分整合供销社总社资源
供销社基层社经营网点	已有农村经销网点 34.1 万个	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.1. 快消品 B2B 战国时代，农村渠道整合举足轻重

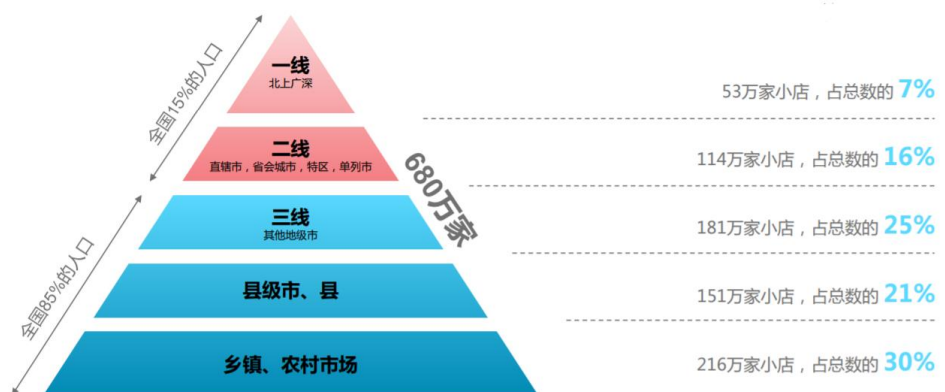
撮合模式便利实体小店，供销网点抓住农村发展机遇。目前快消品 O2O 商业模式主要有二：自营与撮合。自营即自建地勤团队与仓储物流，统仓统配，以销售价差盈利，如中商惠民、进货宝、京东新通路等平台，帮助品牌商进行深度分销，保障商品及服务品质；撮合即为供应商与小店提供交易平台，通过收佣、广告等增资业务获得客户粘性并盈利。掌合天下目前采用撮合模式，将定价权回归品牌商，为线下小店提供了更广阔的平台以及更规范的市场，并削减了信息不对称性。该行业自 2013 年兴起，处于高速发展时期，根据凯度咨询，2017 年市场中新增超过 80 个快消 B2B 平台。目前 85%人口集中在三线及以下城市，乡镇农村小店数占比达 30%，目前开发量级较小，可整合空间较大。公司通过掌合天下的线上平台结合酷铺与供销总社的基层网点资源，做到长板拉长，短板补齐，未来将迅速提升平台体量，有效深入建设农村渠道。

图 23：快消互联网 B2B 发展历程



资料来源：凯度咨询，天风证券研究所

图 24：2016 年传统通路店铺按市场线级分布



资料来源：凯度咨询，天风证券研究所

图 25：自营及撮合模式对比

	自营模式	撮合模式
主要盈利方式	<ul style="list-style-type: none"> 商品销售差价 	<ul style="list-style-type: none"> 服务佣金
特色	<ul style="list-style-type: none"> 平台拥有货权, 把控商品品质 自有地勤团队保证门店服务质量 自营仓储物流确保配送时效和质量 品牌直接利用平台物流体系进行更深度分销 品牌/经销商操作更加简单, 通路覆盖效率进一步提高 	<ul style="list-style-type: none"> 无库存与资金压力 轻模式, 利于平台快速扩张 店主商品选择较多 同地方经销商进行优势资源互补 品牌对于价格更有掌控权 信息/数据透明
挑战	<ul style="list-style-type: none"> 相对重模式, 扩张速度受限 平台承担库存风险和资金压力 小店店主选品受限 价格更难控制 可能与当地已有经销商产生冲突 数据透明度相对较低 	<ul style="list-style-type: none"> 不拥有货权, 商品质量难以保证 分销深度与广度很大程度依赖现有经销商网络覆盖, 没有根本解决通路效率的问题 加盟体系下不同区域的地勤团队水平层次不齐 如果使用第三方物流配送质量难以保证, 配送费用可能更高
原生创业公司	惠民网, 进货宝等	掌上天下等
传统零售服务商	实体零售商/经销商: <ul style="list-style-type: none"> 全时汇 (全时便利) 发到家 (大润发) 云猴批发 (步步高) 	传统供应链服务商: <ul style="list-style-type: none"> 综合服务商: 星链云商 (怡亚通) 物流服务: 万商购 (烟台益商) 批发服务: 卓尔购 (卓尔)
互联网企业	自营为主型电商: <ul style="list-style-type: none"> 新通路 (京东) 	平台型电商: <ul style="list-style-type: none"> 阿里巴巴零售通 SaaS服务商: <ul style="list-style-type: none"> 惠下单、千米网

资料来源: 凯度咨询, 天风证券研究所

2.2. 政策驱动: 完善农村电商生态 国家政策助力农村发展

2.2.1. 政策聚焦乡镇县流量洼地, 农村电商发展成大势

精准扶贫乡村振兴, 政策引导农村发展。精准扶贫: 16年起国家出台改善贫困地区电商等相关政策, 强调推动特色农产品和休闲农业网上营销, 完善搭建扶贫电商平台, 并提出依靠旅游等特色小镇带动当地特色产品。基础设施建设上国家于今年6月6日提出到2020年贫困村网络覆盖比例超过98%, 短时间内于6月14日提出充分拓展网络覆盖工程, 实施农村电商, 深入推进电子商务进农村综合示范。**乡村振兴:** 今年4月24日, 农业部围绕特色产业促进就业创业, 提出综合利用休闲旅游、电子商务等产业优势, 实现多元化就业创业, 并提出确保公共财政更大力度向“三农”倾斜, 健全农村金融服务体系并拓宽资金筹措渠道。

强化农民弱势群体扶持力度, 设施完善推动农村电商。国务院办公厅提出, 未来需要完善强农惠农富农政策, 充分发挥供销合作社综合服务优势, 鼓励社会资本投入并创新农村金融服务, 2020年确保农民人均收入比2010年实现翻一番。政策指出, 18年电子商务进农村的目标是聚焦农村产品上行, 支持县、乡、村三级具有服务农村产品上行功能的物流配送体系建设, 中央财政资金支持农产品上行的比例原则上不低于50%。政府对于农村发展实行强效政策, 确保盘活供销总社城乡资源与电商深度, 对于供销大集是利好趋势。

表 3：乡村振兴政策

涉及行业	发布日期	政策名称	意义
纲领性文件	2018/1/2	《关于实施乡村振兴战略的意见》	提出乡村振兴战略的 资金保障政策 ：确保公共财政更大力度向“三农”倾斜；健全农村金融服务体系；拓宽资金筹措渠道
	2016/12/31	关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见	以推进农业供给侧结构性改革为主线。实施 优势特色农业 ；支持农业企业开展 跨国经营 ；大力发展 乡村休闲旅游产业 ；推进 农村电商发展 等
商业相关政策	2018/4/24	农业农村部关于大力实施乡村就业创业促进行动的通知	提出围绕 发展特色产业 促进就业创业，实现乡村多元化就业创业；引导农业与 乡村旅游、生态、信息 等产业深度融合，
	2018/1/29	国务院办公厅关于推进农业高新技术产业示范区建设发展的指导意见	支持 家庭农场、农民合作社等新型农业经营主体 创业创新。推进农村一二三产业，即 农业生产活动，工业制造业活动和商业等新兴产业 融合发展。
	2017/10/31	《特色农产品优势区建设规划纲要》	建立特优区， 推动特色农业产业发展 。选择了 29 个重点品种（类），规划到 2020 年，创建并认定 300 个左右国家级特优区
	2016/11/29	国务院办公厅关于支持返乡下乡人员创业创新促进农村一二三产业融合发展的意见	重点支持发展规模农业、 农产品加工业、休闲农业、乡村旅游、生产性生活性服务业 和各类新产业新业态新模式
相关配套政策	2016/2/22	关于“十三五”期间实施新一轮农村电网改造升级工程意见的通知	加快 新型小城镇、中心村电网和农业生产供电设施 改造升级。稳步推进 农村电网 投资多元化。加快 西部及贫困地区 农村电网改造升级。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

表 4：精准扶贫政策

涉及行业	发布日期	政策名称	意义
纲领性文件	2016/12/02	国务院关于印发“十三五”脱贫攻坚规划的通知	提出了农林产业扶贫，旅游扶贫，电商扶贫，资产收益扶贫，科技扶贫五大举措。
涉及商业相关政策	2016/11/23	关于促进电商精准扶贫的指导意见	加快改善贫困地区电商基础设施；推动特色农产品和休闲农业上网营销；搭建扶贫电商平台，开发合适支付产品，建设服务点等。
	2016/1/18	中国光彩会关于推进“万企帮万村”精准扶贫行动的实施意见	动员民营企业参与，帮助贫困村加快脱贫进程；引导民营企业投资兴办企业；通过采购、代销、委托加工、农企直通车等形式，帮助结对村对接外部市场。
财政类	2017/07/07	关于做好财政支农资金支持资产收益扶贫工作的通知	重点支持贫困地区优势特色种养业等产业项目；将新型农业经营主体作为资产收益扶贫的实施主体等。
相关配套政策	2018/6/14	《2018 年网络扶贫工作要点》	拓展网络覆盖工程，深入实施电信普遍服务试点项目建设等；实施农村电商工程，进一步发挥互联网、大数据等在脱贫攻坚中的作用。
	2016/12/7	中办 国办印发《关于进一步加强东西部扶贫协作工作的指导意见》	支持建设一批贫困人口参与度高的特色产业基地，培育合作组织和龙头企业；加大资金支持，西部地区要以扶贫规划为引领，整合扶贫协作和对口支援资金。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

表 5：三农政策

政策	发布时间	发展方向	辐射范围
中共中央国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见	2017	推进农业供给侧结构性改革为，大农村改革力度，提高农业综合效益和竞争力。	全国
国务院办公厅关于完善支持政策促进农民持续增收的若干意见	2016	完善强农惠农富农政策，挖掘经营性收入增长潜力，稳住工资性收入增长势头。	全国

国务院关于印发全国农业现代化规划（2016—2020年）的通知	2016	构建现代农业产业体系，保障农产品有效供给、农民持续增收和农业可持续发展。	全国
国务院办公厅关于推进农村一二三产业融合发展的指导意见	2015	以新型城镇化为依托，构建农业与二三产业交叉融合的现代产业体系	全国

资料来源：中国政府网，研究所

表 6：农村电商最后一公里相关政策

政策	发布时间	发展方向	辐射范围
中共中央国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见	2017	推进农业供给侧结构性改革，加快培育农业农村发展新动能。	全国
商务部等六部门关于印发《全国电子商务物流发展专项规划（2016-2020年）》的通知	2016	完善电商物流网络体系，加强线上线下融合，进一步提升电商物流的服务和创新能力。	全国
关于开展 2018 年电子商务进农村综合示范工作的通知	2018	建设和完善农村电子商务公共服务体系，培育农村电子商务供应链，促进产销对接。	全国
国务院办公厅关于深入实施“互联网+流通”行动计划的意见	2016	实施“互联网+流通”行动计划，推进线上线下融合发展，实现稳增长、扩消费、强优势、补短板、降成本、提效益。	全国
农业部关于扎实做好 2016 年农业农村经济工作的意见	2016	推进农业供给侧结构性改革，强化科技、装备、人才、政策、法治支撑，坚持改革创新。	全国

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

2.2.2. 供销体制充分改革，优化升级农村供给侧结构

深化落实供销改革，加速农村现代化进程。16 年全国供销合作总社提出截至“十三五末”打造 20 家跨区域重点市场，60 家区域中心城市骨干市场，220 家农贸市场，80 家农产品批发市场。截至 2020 年，农产品市场交易额将超过 1 万亿元，较“十二五”末翻一翻。17 年末财政部提出深化农村供给侧改革，引入社会资本共同改善农村供给，其中着重聚焦“田园综合体”、“农产品物流与交易平台”、“互联网+”现代农业。供销大集一方面承接供销总社核心资源，重组后优化结构，享受改革福利，另一方面对其自身推出的中国集亦是政策利好，政企合作并结合电商共推乡村特色单品模式同样满足国家改革体制需求，未来将充分收益。

表 7：供销社改革相关政策

涉及行业	改革方案	发布时间	发展方向	辐射范围
纲领性文件	财政部、农业部《关于深入推进农业领域政府和社会资本合作的实施意见》	2017	引导社会资本积极参与农业领域政府和社会资本合作（PPP）项目投资、建设、运营，改善农业农村公共服务。	全国
	国务院办公厅关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见	2017	构建符合我国国情的现代化冷链物流体系，满足居民消费升级需要。	全国

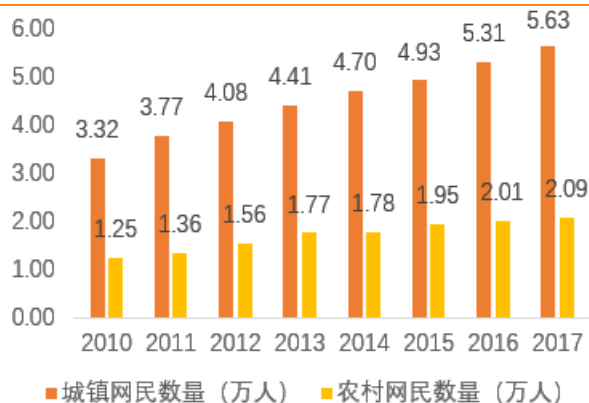
	"中共中央国务院关于深化供销合作社综合改革的决定"	2015	发展覆盖全程、综合配套、便捷高效的农业社会化服务，在发展现代农业、促进农民致富中更好发挥独特优势。	全国
商品相关政策	国务院办公厅关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见	2017	聚焦农产品产地“最先一公里”和城市配送“最后一公里”等问题。	全国
	中华全国供销合作总社关于加强农产品批发市场建设的意见	2016	到“十三五”末，全系统打造 20 家跨区域重点市场，60 家区域中心城市骨干市场，220 家示范农产品市场（农贸市场）。	全国

资料来源：中国供销总社，天风证券研究所

2.3. 趋势：现有市场开发量级较小，各方推动乡野将释放潜力

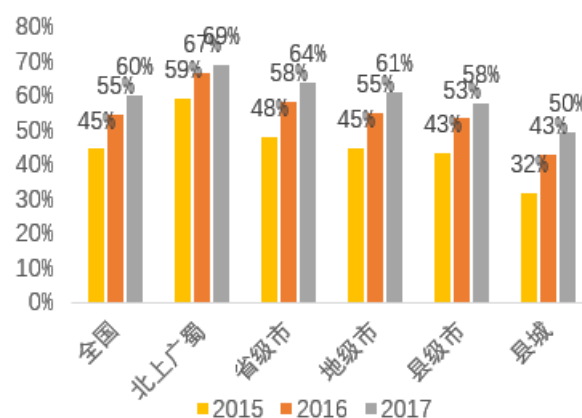
农村渠道保持相对蓝海，充分获益消费升级红利。根据电子商务研究中心数据，18 年快消品流通领域中 B2B 市场份额只占约 5%，相比传统途径，行业集中度较低，可整合空间大。线上流量、物流成本日益增高，线上线下深度融合成必然趋势。县乡网购渗透率增速较快，但渗透率相对一二线城市较低，村镇渠道相对松散，整合难度较大，未来县及县以下网点将成为新一个兵家必争之地。总社强势渠道资源将优先注入供销大集，已有农村存量市场已远超其他 B2B 平台巨头，配合完备的干线物流及全球领先的航空资源，充分下沉四五六线城市享受消费升级红利，同时节约物流成本，未来发展可期。

图 26：城镇农村网民数量对比



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 27：农村城市电商渗透率



资料来源：凯度咨询，天风证券研究所

3. 空间测算：资源整合同时完善供应链布局，经济效益不可估量

3.1. 快消品 B2B：愈多小店选择电商渠道，掌合农村空间优势凸显

渠道空间：缩短环节降本增效，便利终端零售商系大势所趋。据凯度咨询数据，截至 2016 年已有 16% 的小店（约 110 万家）采用 B2B 电商平台订货，平均 4-7 天订货一次，单次订货额 950 元，B2B 平台订货量占小店整体订货额 25%，2018 年将有 267 万小店开始使用 B2B 订货平台，一周订货两次，单次订货额 1500 元，B2B 平台占小店整体订货额的 50%。据电子商务研究中心数据，2017 年中国快消品 B2B 的交易规模已经达到 1000

亿元，预计 2018 年市场规模会达到 3000 亿左右。目前酷铺商贸业务已签约 16 万家线下门店，对比预测的 267 万家，供销大集整合小店数量不足十分之一，未来可期。

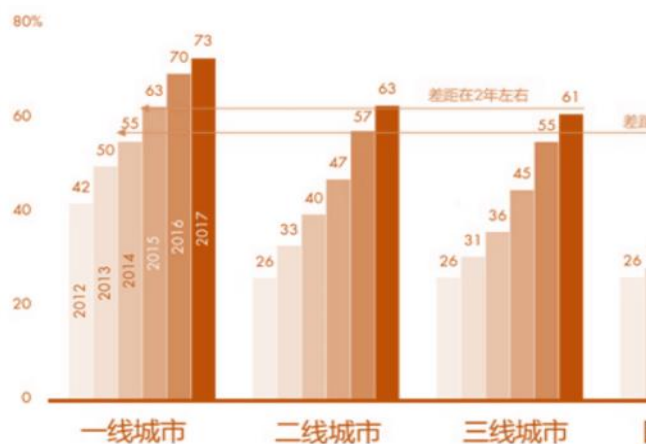
图 28：快消品 B2B 目前发展状态及未来预期



资料来源：凯度咨询，天风证券研究所

市场空间：农村系网购新风口，受益股东背景，掌合优势将最大化。2017 年 60% 的中国家庭在线上购买快消品。未来得益于电商向农村的进一步渗透，各线城市电商渗透率将持续提高。根据凯度咨询数据，预计 2019 年二三线城市电商渗透率将突破 70%，而最迟 2021 年四五线城市也能达到 70% 以上。国内中小超市农村覆盖 30%，其中供销总社的农村网点数，在全国渠道独一，较难被超越。掌合天下并购进入供销大集体系后，根据增资受让公告，线上 GMV 从 100 多亿飞越至 2017 年年报中的 800 多亿，主要源自于供销大集丰富的渠道资源。而目前供销总社 30 多万网点，根据 2017 年报数据显示，公司仅完成 15.9 万家新合作集团加盟店、各地方社网点及社会网点的加盟或合作协议的签订，距天花板尚远，伴随整合不断深入，网点优势将持续放大。

图 29：2012-2017 年各线城市电商渠道渗透率



资料来源：凯度咨询，天风证券研究所

图 30：快消 B2B 平台竞争者店铺规模



资料来源：凯度咨询，天风证券研究所

图 31：掌合天下业务覆盖



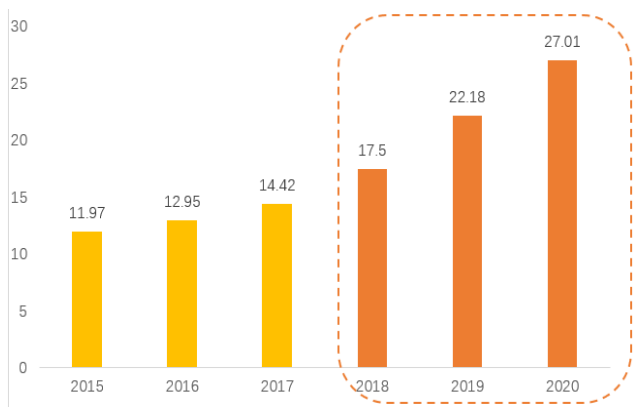
资料来源：掌合天下官网，天风证券研究所

3.2. 供应链配套服务：协同产业发展，触发新增长

3.2.1. 供应链金融赋能产业链，客户成规模创造盈利点

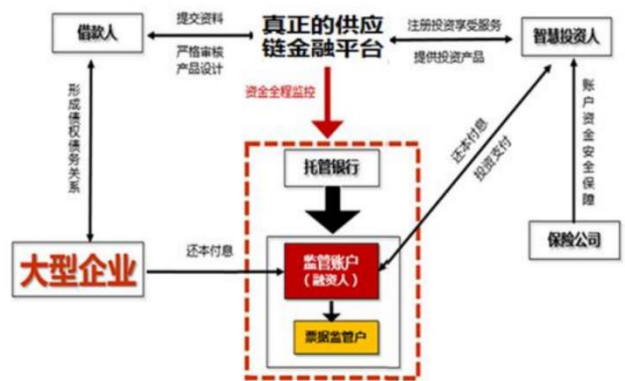
供应链金融发展渐入佳境，大集金服盈利空间可观。易宝研究院预计，截止至 2020 年我国供应链金融市场规模将达到 27 万亿。供销大集金服针对各个产业链各个环节设计了联网金融、商业保理、小额贷款、典当及基金投资等服务，通过定向金融产品，变现其产业链长期价值。2016 年 11 月上线后，大集金服经过一年的积累和运营，截至 2017 年末共计完成会员注册 12.6 万，累计成交额近 6.29 亿。目前仍处于起步阶段，未来掌合天下+酷铺百万终端用户、门店以及供销总社的基层网点都将成为大集金服潜在客户，未来海量客户资源都将为其创造巨大盈利空间。

图 32：供应链金融市场规模预测（万亿元）



资料来源：易宝研究院，天风证券研究所

图 33：核心企业作为支付信用的供应链金融一般交易结构



资料来源：生意场供应链金融研究，天风证券研究所

图 34：供应链金融图谱



资料来源：2018 年供应链金融行业趋势研究报告，天风证券研究所

图 35：2017 年大集金服平台年度运营报告



资料来源：大集金服公司官网、天风证券研究所

3.2.2. 供销资源落地云仓，跨越式提升仓储能力

同城统仓统配，搭建云仓解决难点。基于线下零售对供应链、渠道、资本等控制力较弱、迅速扩张与配送覆盖难等问题，公司已与政府或大型经销商合作运营云仓。掌握天下 2017 年累计建仓 42 个，覆盖 20 万 m²，辐射周边三四线城市的供应商和会员。根据公司官网给予的估测，云仓的建立能够使仓配成本节省 60%，配送效率提升 120%，同时营收增长 30%，做到省心省力又省钱，对供应链两端充分赋能。2018 年公司官网表示，计划落地 400 余个云仓，并计划三到五年时间内，在全国建设不少于 1000 个云仓，仓储和运力将服务于全国 1000 座重要城市。相对于其他电商自建物流企业，目前仍属于前期拓展，规模尚小。但其股东供销总社仓储资源丰富，全国已建 4300 余仓，目前仍不到其 1/10，离天花板较远。

图 36：掌合云仓服务范围



资料来源：掌合天下官网，天风证券研究所

表 8：2017 年 6 大电商自建物流代表企业与云仓对比

排名	公司	仓库数	覆盖地区
1	京东物流	截至 2017 年 12 月 31 日, 京东在全国运营 486	覆盖全国 2646 个

	个大型仓库，总面积约 1000 万平方米	区县
2 苏宁易购物流	截至 2017 年 12 月末，苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套合计面积 686 万平方米，拥有快递网点达到 20,871 个，公司物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2,908 个区县城市。	遍及全国
3 品骏快递（唯品会）	截至 2017 年 8 月末，仓储总面积达到 220 万平方米，前置仓总数增加至 11 个	全国
4 安迅物流（国美在线）	截至 2016 年 4 月，428 个仓库，库房面积达 195 万平方米；目前已建有 428 个配送中心	覆盖了中国大陆 34 个省、自治区和直辖市，400 多个大中城市及 2000 多个县市，30000 多个乡镇。
5 当当网	截至 2015 年 10 月，设有 21 个仓库，共 37 万多平	全国 11 个城市
云仓	截至 2017 年末，42 个	华北、华东、东北地区

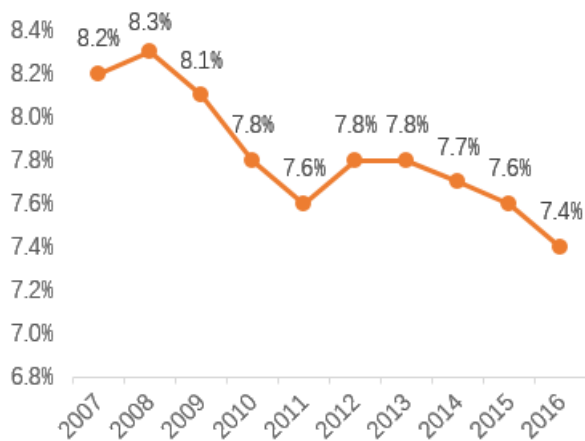
资料来源：各公司官网，天风证券研究所

3.2.3. 合同物流优化物流费用，内外资源整合拓展盈利空间

物流效率与欧美差距明显，第三方物流整合成趋势。① 欧美物流费用率仅为我国一半，降低成本系当务之急。2017 年，社会物流总费用 12.1 万亿元，同比增长 9.2%。前瞻研究所预计，2022 年我国社会物流总费用将达到 13.7 万亿元。同时我国物流成本较高，社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.6%，即每万元 GDP 所消耗的社会物流总费用为 1460 元。虽然五年来下降趋势明显，但较西方发达国家 7-8% 的物流费用率，仍有一定差距。商务部要求，截至“十三五”末，批零企业物流费用率需降至 7%，目前批零行业物流费用率 2016 年已降至 7.4%。② 第三方物流具备降本增效优势，成企业突破瓶颈期重要手段。根据前瞻研究院数据，西方成熟物流市场第三方物流占比平均 25% 以上，德、法、英分别为 23%、27% 及 34%。美、日其份额也保持在 30% 以上。而中国目前只占 10%，因此未来第三方物流发展系趋势，可整合空间大。根据前瞻研究院数据，2017 年，中国第三方物流市场规模达 1.24 万亿，对比 2013 年，增幅 58%。未来随着需求的不断增加，预计至“十三五”末，第三方物流市场规模将达到 1.6 万亿元。③ 远成物流+海航货运补足公司运输物流短板，完善搭建物流网。目前远成物流相比韵达、中通等竞争企业，可控车辆以及运输线路具有绝对优势；而海航货运未来将引进全货机，扩大公司可利用资源，同时航空运输业市场壁垒高，海航系民营航空企业龙头。因此两家标的公司在空陆运输资源优势显著，未来整合后将同时配合云仓仓储优势，延伸城乡商品流通终端，优化供应链配送，降低公司物流费用。

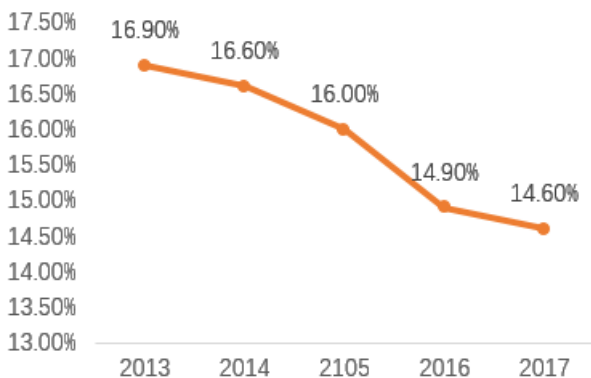
图 37：2007-2016 年批发和零售业企业物流费用率

图 38：2015-2022 社会物流总费用

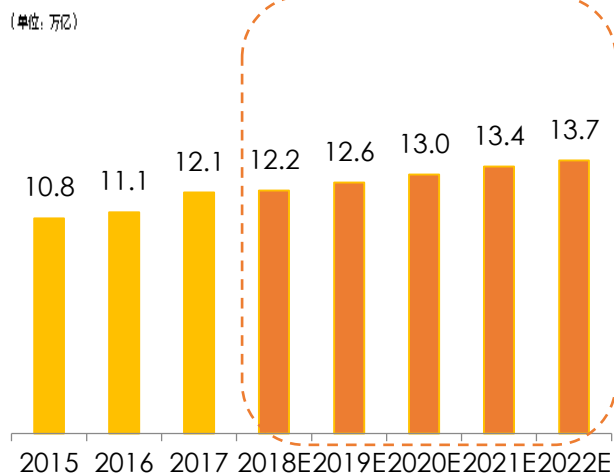


资料来源：中国物流与采购联合会，天风证券研究所

图 39：中国物流费用占 GDP 比例

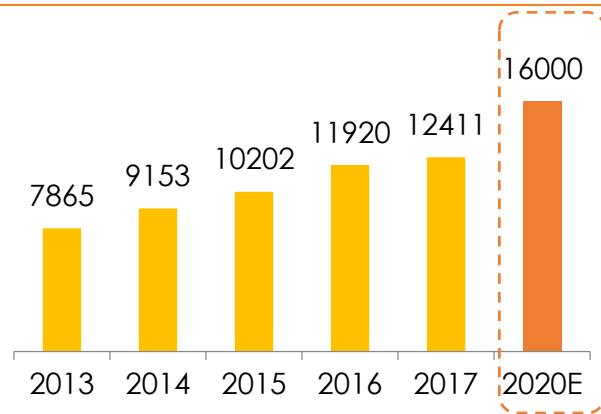


资料来源：国家统计局，天风证券研究所



资料来源：国家统计局，前瞻研究所，天风证券研究所

图 40：2013-2017 中国第三方物流市场规模（亿元）



资料来源：前瞻研究，天风证券研究所

3.3. 中国集：独家代理高附加值商品，未来放量可期

中国集体体系化打造优质大单品，特色小镇盈利逐步成规模。未来中国集将加快推进天津淮淀项目、山东泰安等重点项目建设，突出旅游+消费、扶贫+产业的特色，打造商贸产业集、文化旅游集等系列特色小镇，并加大品牌整合力度，优化业务链条。根据公司规划，预计未来 5 年将在 20 余个省市投资运营 100 个中国集，拟新建综合发展区面积逾 9 万亩，创造新增就业岗位约 100 万个。目前 17 年开始运营的 13 个中国集已为公司带来 7 亿左右的利润，未来规模扩大至现在的 10 倍，加上前期投入的特色小镇盈利逐步规模化，早期培育一县一品的品牌力逐步效应化，中国集盈利模式将成规模释放。

图 41：中国集产业模式



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值分析

根据公司 2017 年营业数据可得，实现营收 277.90 亿元，同比增长 91.52%。三项主营业务均有较大幅度增长：批零商业业务营收 245.42 亿元，同比增 110.61%；地产业务营收 25.71 亿元，同比增 53.77%；金融业务营收 1.29 亿元，同比增 81.69%。

以上预测由于成本变动弹性较大，预计增速存在不确定性。

批发零售连锁经营商业业务，为公司主要板块，与消费景气度和居民消费需求密切相关，受益消费升级，公司门店整合空间较大，17 年相比 16 年，营收实现大幅增长，未来公司在保留已有存量业务的基础上，继续深度整合股东下沉优势，预计该板块业务仍将保持一定增速，18-19 年收入为 257.69 亿元/283.45 亿元，增幅 5%/10%；毛利率为 13%/14%。

地产业务，作为商业业务的主要辅助板块，受益公司商业模式及未来政策红利，该板块未来仍有发展空间，预计 18-19 年收入为 29.57 亿元/35.48 亿元，增幅 15%/20%；毛利率为 38%/39%。

金融业务，通过渠道充分下沉，有助提高 B2B 业务的良性发展，预计未来一定价值空间，该板块业务 18-19 年收入为 1.42 亿元/1.63 亿元，增幅 10%/15%；毛利率为 80%/81%。

表 9：业务拆分盈利预测

	收入增速 (18-19)	预计实现收入 (亿元) (18-19)	成本增速 (18-19)	预计发生成本 (亿元) (18-19)	毛利率 (18-19)
批发零售连锁经营商业业务	5%/10%	257.69/283.45	6%/8%	238.19/243.77	13%/14%
地产业务	15%/20%	29.57/35.48	10%/18%	21.01/21.64	38%/39%
金融业务	10%/15%	1.42/1.63	8%/10%	0.42/0.36	80%/81%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们预计公司 18-19 年归母净利分别为 25.4、30.8 亿，当前股本为（重组后）69.22 亿股，由于公司 80%以上业务均为批零业务，我们给予公司批发零售的行业估值，参考同类型业务可比公司估值如下，

表 10：标的公司同类型可比公司估值 (P/E)

	2018	2019
王府井	14.01	12.25
天虹百货	18.99	16.27

重庆百货	17.75	13.97
平均值	16.92	14.16

资料来源: Wind、天风证券研究所

参考王府井、天虹股份、重庆百货等批零行业 18-19 年平均估值,分别为 17xPE, 13xPE, 我们给予供销大集 18 年 17xPE, 对应市值 431.08 亿元, 对应增发后股本 69.22 亿股, 股价 6.23 为元, 故目标价 6.23 为元。

公司 2017 全年营业额 277.90 亿, 同比增长 91.52%, 归母净利为 14.15 亿, 同比增长 99.7%。未来依托股东资源实现渠道充分下沉, 并购远成物流与海航货运保证全方位高效运输, 中国集项目运营不断成熟, 大集金服云仓等供应链配套服务协同效应显现。我们预计公司 18/19 年归母净利分别为 25.4/30.8 亿, EPS 分别为 0.37/0.45 元/股, 当前股价对应 PE13/11xPE。首次覆盖, 给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	12,832.63	17,222.82	30,071.00	18,923.41	38,864.68
应收账款	1,704.04	2,994.07	590.06	4,381.02	1,382.76
预付账款	788.57	960.69	983.32	1,325.03	1,037.55
存货	8,901.12	6,831.38	7,090.88	12,380.57	5,181.12
其他	257.23	2,419.32	927.70	1,201.42	1,516.15
流动资产合计	24,483.59	30,428.28	39,662.96	38,211.45	47,982.26
长期股权投资	149.66	482.15	482.15	482.15	482.15
固定资产	4,097.55	5,218.13	5,138.91	5,033.21	4,898.62
在建工程	1,598.54	270.67	198.40	167.04	130.22
无形资产	1,675.29	1,246.56	1,205.76	1,164.96	1,124.15
其他	12,854.88	17,725.22	17,697.77	17,785.86	17,542.08
非流动资产合计	20,375.92	24,942.72	24,722.99	24,633.22	24,177.24
资产总计	45,200.45	55,816.63	64,658.35	63,197.65	72,516.50
短期借款	4,917.39	9,176.21	10,000.00	11,000.00	12,000.00
应付账款	3,952.08	5,342.31	6,941.19	5,865.10	7,663.59
其他	4,580.84	3,545.23	10,085.16	5,486.03	8,861.15
流动负债合计	13,450.31	18,063.75	27,026.35	22,351.13	28,524.74
长期借款	1,319.23	3,761.93	1,800.00	2,000.00	1,500.00
应付债券	0.00	0.00	199.88	66.63	88.84
其他	1,936.77	2,713.01	1,580.33	2,076.71	2,123.35
非流动负债合计	3,256.00	6,474.94	3,580.22	4,143.33	3,712.19
负债合计	16,706.31	24,538.69	30,606.57	26,494.46	32,236.93
少数股东权益	596.26	898.44	919.33	992.67	1,128.32
股本	6,007.83	6,007.83	6,921.53	6,921.53	6,921.53
资本公积	24,984.49	24,417.46	24,417.46	24,417.46	24,417.46
留存收益	21,890.05	23,978.37	26,210.92	28,788.99	32,229.73
其他	(24,984.49)	(24,024.16)	(24,417.46)	(24,417.46)	(24,417.46)
股东权益合计	28,494.14	31,277.94	34,051.78	36,703.19	40,279.57
负债和股东权益总	45,200.45	55,816.63	64,658.35	63,197.65	72,516.50

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	424.68	1,474.15	2,548.33	3,088.33	3,868.33
折旧摊销	521.15	405.61	252.29	257.86	262.20
财务费用	341.21	758.32	73.31	50.72	(24.02)
投资损失	(60.44)	(875.69)	(312.05)	(416.06)	(534.60)
营运资金变动	3,056.46	(723.89)	10,607.92	(15,081.67)	15,726.64
其它	179.53	410.73	20.89	73.34	135.65
经营活动现金流	4,462.59	1,449.22	13,190.69	(12,027.48)	19,434.20
资本支出	5,055.21	(1,167.66)	1,192.68	(416.37)	3.36
长期投资	149.66	332.49	0.00	0.00	0.00
其他	(3,426.29)	(4,929.24)	(767.40)	671.85	477.23
投资活动现金流	1,778.58	(5,764.42)	425.28	255.48	480.59
债权融资	7,257.70	13,524.87	12,629.15	13,812.32	14,242.73
股权融资	28,949.58	(581.46)	457.67	(37.91)	36.47
其他	(36,626.45)	(11,446.30)	(13,854.61)	(13,150.00)	(14,252.72)
筹资活动现金流	(419.17)	1,497.11	(767.78)	624.41	26.48
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,822.00	(2,818.08)	12,848.18	(11,147.59)	19,941.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,424.74	27,789.53	30,568.48	35,153.75	40,426.81
营业成本	10,283.45	23,630.90	25,371.84	27,771.46	30,320.11
营业税金及附加	326.11	341.28	485.13	614.52	614.92
营业费用	1,187.05	1,281.55	3,668.22	4,253.60	5,053.35
管理费用	914.92	1,044.34	611.37	720.65	869.18
财务费用	241.84	421.70	73.31	50.72	(24.02)
资产减值损失	6.26	234.96	89.48	110.24	144.89
公允价值变动收益	0.00	301.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	60.44	875.69	312.05	416.06	534.60
其他	(114.49)	(2,482.63)	(624.11)	(832.12)	(1,069.21)
营业利润	519.17	2,140.00	581.19	2,048.61	3,982.98
营业外收入	72.07	51.51	45.03	56.20	50.91
营业外支出	79.35	45.42	45.61	56.79	49.27
利润总额	511.90	2,146.09	580.61	2,048.03	3,984.62
所得税	87.22	671.94	145.15	512.01	996.16
净利润	424.68	1,474.15	435.45	1,536.02	2,988.47
少数股东损益	23.28	59.63	20.89	73.34	135.65
归属于母公司净利润	401.40	1,414.52	2,548.33	3,088.33	3,868.33
每股收益(元)	0.07	0.24	0.37	0.45	0.56

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	129.58%	107.00%	10.00%	15.00%	15.00%
营业利润	712.75%	312.19%	-72.84%	252.49%	94.42%
归属于母公司净利润	845.35%	252.40%	80.15%	21.19%	25.26%
获利能力					
毛利率	23.40%	14.96%	17.00%	21.00%	25.00%
净利率	2.99%	5.09%	8.34%	8.79%	9.57%
ROE	1.44%	4.66%	7.69%	8.65%	9.88%
ROIC	39.63%	14.02%	22.18%	300.49%	25.10%
偿债能力					
资产负债率	36.96%	43.96%	47.34%	41.92%	44.45%
净负债率	-2.03%	-10.82%	-18.23%	-32.95%	-15.49%
流动比率	1.82	1.68	1.47	1.71	1.68
速动比率	1.16	1.31	1.21	1.16	1.50
营运能力					
应收账款周转率	14.50	11.83	17.06	14.14	14.03
存货周转率	2.94	3.53	4.39	3.61	4.60
总资产周转率	0.49	0.55	0.51	0.55	0.60
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.24	0.37	0.45	0.56
每股经营现金流	0.74	0.24	2.20	-2.00	3.23
每股净资产	4.64	5.06	4.79	5.16	5.66
估值比率					
市盈率	70.64	20.05	12.82	10.58	8.45
市净率	1.02	0.93	0.99	0.91	0.83
EV/EBITDA	29.82	3.71	0.66	5.45	-1.49
EV/EBIT	46.39	4.18	0.92	6.12	-1.59

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com