

# 汇嘉时代 (603101)

新疆知名百货零售企业,未来重点发展购物中心

投资评级: 增持 (首次覆盖)

2016 年 4 月 29 日

## 盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,742	2,948	3,212	3,486
同比 (%)	9.2%	7.5%	9.0%	8.6%
净利润 (百万元)	104	115	124	137
同比 (%)	-1.9%	10.2%	8.7%	9.7%
毛利率 (%)	16.3%	15.9%	15.6%	16.2%
ROE (%)	16.4%	16.7%	17.0%	17.3%
每股收益 (元)	0.58	0.48	0.52	0.57
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00

分析师 庄沁

职业资格证书编号: S0600515010001

联系电话: 18551107125

邮箱: [zhuangq@dwzq.com.cn](mailto:zhuangq@dwzq.com.cn)

## 基础数据

发行价格 (元)	8.81
发行市盈率	22.98
新股发行数量 (百万股)	60.00
发行前总股数 (百万股)	180.00

- **新疆地区知名百货零售企业。**公司是新疆地区知名百货零售连锁企业,主营业务为百货零售业务,定位一般大众消费,拥有较高的品牌知名度和市场影响力。现已拥有乌鲁木齐中山路店、库尔勒店、克拉玛依店、昌吉店、五家渠店、昌吉生活广场店 6 家百货商场及乌鲁木齐北京路店、库尔勒新区购物中心店 2 家购物中心,在新疆地区门店数量位居第二。目前公司的经营模式为“连锁经营+综合业态”的组合模式,未来五年将对现有门店进行升级改造,并在新疆昌吉、伊犁、克拉玛依等地区投资建设购物中心。实现由“百货商场”向“购物中心”的转变,并将门店扩张到二三线城市,提高公司在新疆地区的市场占有率。
- **零售行业向二三线城市转移,购物中心成为主要发展方向。**受地域和历史因素影响,新疆地区经济发展曾一度相对落后,但近年来在国家西部大开发的政策支持下经济增长显著,居民收入、社会消费水平不断提高,零售行业呈现平稳发展态势。但由于百货零售企业扎堆中心城市,乌鲁木齐、昌吉市场趋于饱和,市场集中度低,竞争尤为激烈,未来逐步向哈密、克拉玛依、库尔勒等二三线市场转移。随着国内消费需求的持续增长,百货零售行业也在进行结构性变革,其中,购物中心在功能和服务上都比传统百货更具优势,为消费者提供一站式服务,将会是未来零售行业发展的重要方向之一。
- **坚持零售主业,募投项目加速购物中心落地。**本次公开发行股票总量不超过 6000 万股,发行市盈率 22.98 倍,每股发行价格 8.81 元,募集资金总额为 52860 万元,扣除发行费用后的募集资金净额为 47929.93 万元,将全部用于库尔勒新区购物中心项目。
- **盈利预测。**我们假设购物中心项目顺利推进,预计 16-18 年实现营业收入 29.48 亿元、32.12 亿元和 34.86 亿元,净利润 1.15 亿元、1.24 亿元和 1.37 亿元,每股收益 0.48 元、0.52 元和 0.57 元。我们给予公司 16 年 25XPE,对应价格为 12 元,给予“增持”评级。
- **风险提示。**购物中心项目推进缓慢、零售业竞争加剧等。

## 目录

<b>1. 新疆地区知名百货零售企业</b>	<b>4</b>
1.1. 通过收购资产整合百货业务	4
1.2. 门店数位居新疆地区第二	4
1.3. 对现有门店升级改造，以购物中心扩张市场	5
<b>2. 新疆中心城市竞争激烈，市场集中度低，逐步向二三线城市转移</b>	<b>6</b>
2.1. 新疆地区经济增速高于全国平均水平	6
2.2. 新疆连锁零售业呈现平稳势头	7
2.3. 中心城市竞争激烈，逐步向二三线城市转移	8
2.4. 市场集中度较低，多种商业模式并存	9
<b>3. 募投项目加速购物中心落地</b>	<b>9</b>
3.1. 募投项目概况	9
3.2. 开拓二三线城市，提升公司收入水平	9
3.3. 坚持百货主业，购物中心有望成为新的利润点	11

## 图表目录

图表 1：设立以来资产重组情况.....	4
图表 2：公司门店分布情况.....	4
图表 3：公司门店经营情况.....	5
图表 4：2001-2015 年新疆 GDP 累计值.....	6
图表 5：2001-2015 年新疆社会消费品零售总额 .....	7
图表 6：2005-2014 年新疆连锁零售经营状况 .....	8
图表 7：2005-2014 年新疆与全国零售门店经营比较 .....	8
图表 8：新疆零售行业市场占有率情况.....	9
图表 9：募集资金用途.....	9
图表 10：公司主营业务分布区域.....	10
图表 11：2011-2015 年公司收入情况.....	10
图表 12：公司毛利率水平.....	11

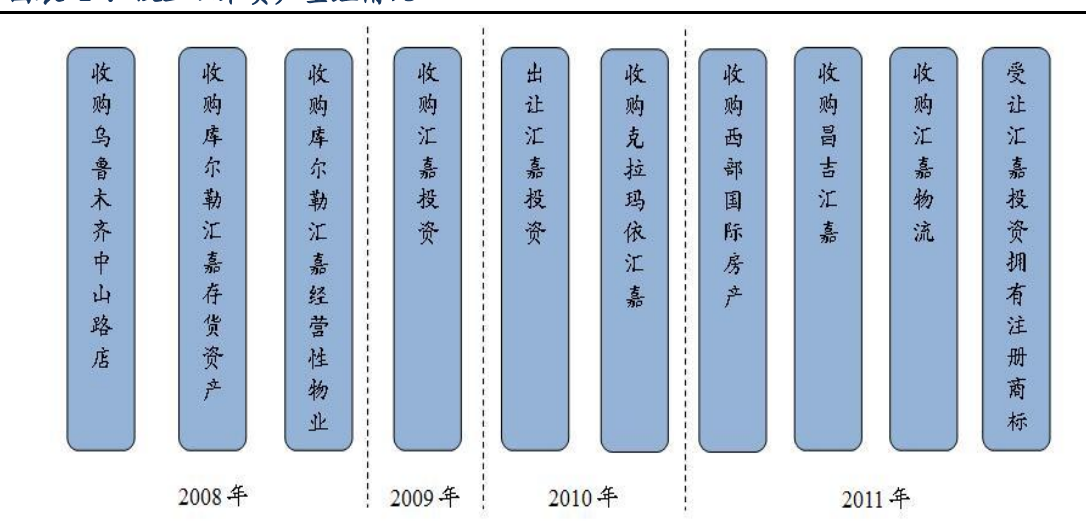
## 1. 新疆地区知名百货零售企业

公司是新疆维吾尔自治区的知名百货零售连锁企业，主营业务为百货零售业务，定位一般大众消费，拥有较高的品牌知名度和市场影响力。

### 1.1. 通过收购资产整合百货业务

公司设立后，为整合百货零售业务，消除同业竞争，逐步从汇嘉投资收购变化零售业务相关的资产及负债，承继了有关业务。至2011年末，汇嘉时代已完成对汇嘉投资百货零售业务及资产的收购。

图表 1：设立以来资产重组情况



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 1.2. 门店数位居新疆地区第二

公司现已拥有乌鲁木齐中山路店、库尔勒店、克拉玛依店、昌吉店、五家渠店、昌吉生活广场店 6 家百货商场及乌鲁木齐北京路店、库尔勒新区购物中心店 2 家购物中心，在新疆地区门店数量位居第二。

图表 2：公司门店分布情况



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 1.3. 对现有门店升级改造，以购物中心扩张市场

公司的零售业务主要采用联营、自营和租赁三种经营模式。目前公司销售的商品主要包括百货类商品、超市类商品和家用电器类商品。其中，百货类商品主要采取联营和租赁两种经营模式；超市类、家用电器类商品则主要采取联营和自营两种经营模式。截至 2015 年 12 月 31 日，公司实际营业面积约 31.32 万平方米。

图表 3：公司门店经营情况

门店	营业面积(万平方米)	门店空置率	2015 年收入(万元)	2014 年收入(万元)	2013 年收入(万元)
乌鲁木齐中山路店	1.60	0%	33834.02	35384.50	45596.76
库尔勒店	2.12	2.63%	24812.80	34889.58	45609.36
克拉玛依店	1.81	1.11%	34477.65	31652.33	39356.19
昌吉店	3.57	0%	62099.76	62657.68	58864.17
五家渠店	2.46	4.74%	11892.02	10098.56	9566.01
乌鲁木齐北京路店	6.79	1.68%	65548.17	59050.22	40491.10

昌吉生活广场店	2.04	9.40%	10804.57	9250.00	4502.52
库尔勒新区购物中心店	10.92	8.61%	28381.09	7592.04	--

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

目前公司的经营模式为“连锁经营+综合业态”的组合模式，未来五年将对现有门店进行升级改造，并在新疆昌吉、伊犁、克拉玛依等地区投资建设购物中心。实现由“百货商场”向“购物中心”的转变，并将门店扩张到二三线城市，提高公司在新疆地区的市场占有率。

## 2. 新疆中心城市竞争激烈，市场集中度低，逐步向二三线城市转移

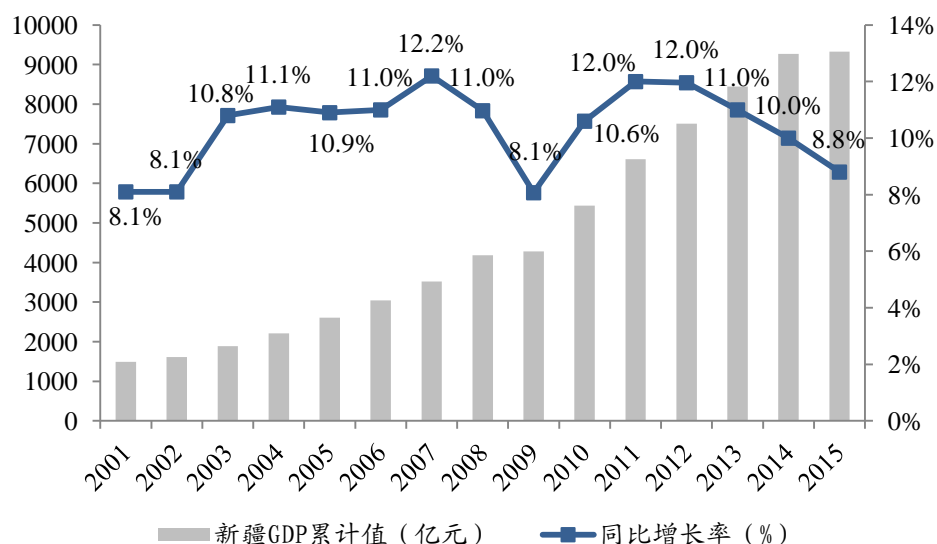
受地域和历史因素影响，新疆地区经济发展曾一度相对落后，但近年来在国家西部大开发的政策支持下经济增长显著，居民收入、社会消费水平不断提高，零售行业呈现平稳发展态势。但由于百货零售企业扎堆中心城市，乌鲁木齐、昌吉市场趋于饱和，市场集中度低，竞争尤为激烈，未来逐步向哈密、克拉玛依、库尔勒等二三线市场转移。

### 2.1. 新疆地区经济增速高于全国平均水平

根据新疆维吾尔自治区统计局、国家统计局新疆调查总队公布的统计数据，2014年，新疆实现生产总值9200亿元，同比增长10.0%，高于全国平均增速3.6个百分点。2014年，新疆城镇居民家庭人均可支配收入为23214元，比上年名义增长10%；同期，新疆农村居民人均可支配收入也达到8724元，同比增长11.17%，连续四年高于城镇居民收入增幅。2014年，新疆消费市场活跃，全年实现社会消费品零售总额2279.65亿元，较2013年同比增长11.8%。

图表4：2001-2015年新疆GDP累计值

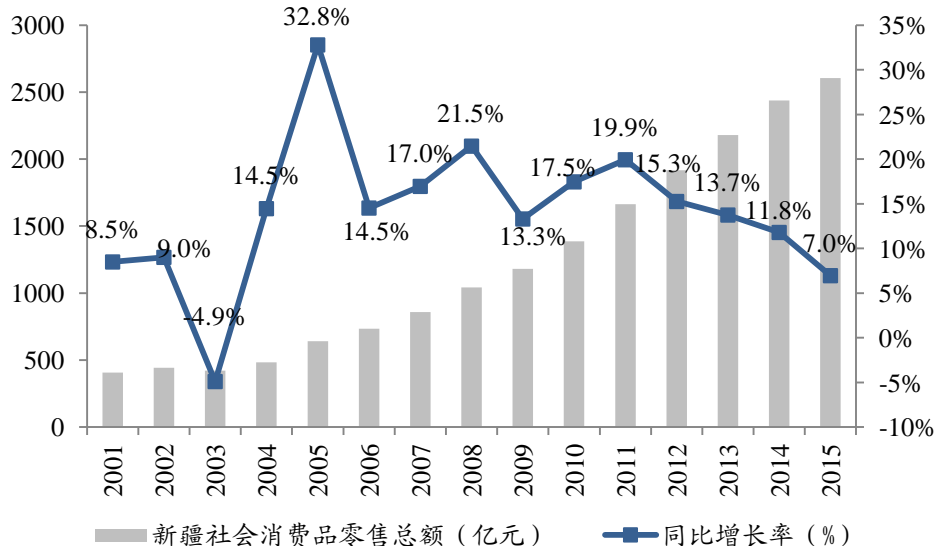




资料来源：新疆维吾尔自治区统计局，东吴证券研究所

根据 2014 年新疆统计数据显示，随着新疆地区城镇化进程的不断加快，城镇中心城区商品集散、辐射功能进一步扩大。城镇实现社会消费品零售额 2029.35 亿元，增长 12.3%，高于同期全国 1.4 个百分点；乡村实现消费品零售额 189.30 亿元，增长 17.7%。同时，随着新农村建设步伐不断加快，农村商品流通体系逐步完善，新疆地区城乡消费增速基本达到同一水平。

图表 5：2001-2015 年新疆社会消费品零售总额



资料来源：新疆维吾尔自治区统计局，东吴证券研究所

## 2.2. 新疆连锁零售业呈现平稳势头

近年来，新疆连锁经营企业呈现平稳发展势头，连锁零售企业门店总数从 2005 年的 666 家增加到 2014 年的 4486 家，增长了 6.74 倍；年末

就业人数从 0.6 万人增加到 3.08 万人，增长了 4.13 倍；年末零售营业面积从 73.70 万平方米增加到 331.6 万平方米，增长了 3.5 倍；商品销售额从 30.33 亿元增加到 800.1 亿元，增长了 25.38 倍。

图表 6：2005-2014 年新疆连锁零售经营状况

年份	门店总数 (个)	年末从业人 数(万人)	年末零售营业 面积(万平方米)	商品销售额 (亿元)	商品购进总 额(亿元)
2005	66	0.60	73.70	30.33	26.40
2006	2245	1.40	114.90	140.30	131.10
2007	2386	1.80	236.10	240.00	221.90
2008	2369	2.10	189.99	301.97	284.19
2009	2361	2.08	287.10	313.80	295.50
2010	2471	2.35	297.70	370.30	384.10
2011	3606	2.92	350.00	603.20	537.90
2012	3711	3.10	292.00	713.90	659.30
2013	4020	3.13	341.20	790.90	710.10
2014	4486	3.08	331.60	800.10	720.50

资料来源：中国统计年鉴，东吴证券研究所

新疆零售企业发展速度高于全国平均水平，2014 年与 2005 相比，门店总数、年末从业人数、年末零售经营面积和商品销售额分别增长了 5.74 倍、4.13 倍、3.5 倍和 25.38 倍。同期全国相应指标分别增长了 0.95 倍、0.56 倍、0.87 倍和 1.97 倍。

图表 7：2005-2014 年新疆与全国零售门店经营比较

年份	门店总数环比发展 速度		年末从业人数环比 发展速度		年末零售营业面积 环比发展速度		商品销售额环比发 展速度	
	全国	新疆	全国	新疆	全国	新疆	全国	新疆
2005	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
2006	1.22	3.37	1.17	2.33	1.03	1.56	1.19	4.63
2007	1.13	1.06	1.00	1.29	1.12	2.05	1.19	1.71
2008	1.16	0.99	1.06	1.17	1.02	0.80	1.15	1.26
2009	1.04	1.00	1.07	0.99	1.16	1.51	1.09	1.04
2010	1.01	1.05	1.07	1.13	1.08	1.04	1.23	1.18
2011	1.11	1.46	1.11	1.24	1.07	1.18	1.26	1.63
2012	0.99	1.03	1.03	1.06	1.08	0.83	1.03	1.18
2013	1.06	1.08	1.00	1.01	1.06	1.17	1.07	1.11
2014	1.01	1.12	0.98	0.98	1.04	0.97	0.98	1.01

资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

### 2.3. 中心城市竞争激烈，逐步向二三线城市转移

新疆自治区连锁百货企业主要集中在新疆少数经济较发达的大中城市，如北疆经济发达地区，行业分布呈现出明显竞争的结构失衡，竞争点过于集中在乌鲁木齐市、昌吉市等经济发展速度快、人口规模大和消费水平高的区域中心城市。

随着国美、苏宁、西单商场、王府井百货等国内知名大型连锁零售企业先后进入新疆，给新疆本地百货零售企业带来较大竞争压力。激烈的市场竞争和日渐饱和的中心城市迫使众多连锁零售企业将竞争区域重



心逐渐下移，使竞争逐渐从一线城市向如哈密、克拉玛依、库尔勒等消费能力增长较快的区域二三线城市转移。

## 2.4. 市场集中度较低，多种商业模式并存

新疆百货零售行业企业众多，主要包括友好集团、本公司、丹璐百货、新疆太百公司等本地企业，以及首商集团、王府井百货、世纪金花等内地企业。其中，友好集团作为新疆地区最大的连锁百货企业，2014年市占率为6.64%，较上年下滑0.92个百分点，市场集中度较低。随着国内外商业及百货零售业知名企业进入新疆市场，竞争进一步加剧，预计百货零售行业的市场集中度将进一步下降。

图表 8：新疆零售行业市场占有率情况

企业名称	2014 年		2013 年	
	主营业务收入（亿元）	市场占有率	主营业务收入（亿元）	市场占有率
友好集团	56.43	6.64%	56.08	7.56%
汇嘉时代	23.61	2.78%	23.55	3.18%
新疆地区限额以上零售业企业	849.90		741.40	

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

随着国内消费需求的持续增长，百货零售行业也在进行结构性变革，传统百货零售行业经营的一些品种逐步从百货业态中分离出去，形成新的零售业态，例如综合多种业态的大型购物中心、经营食品日用品为主的综合超市、家电连锁店、品牌服装专卖店、B2C 模式的网络商店等。其中，购物中心在功能和服务上都比传统百货更具优势，为消费者提供一站式服务，将会是未来零售行业发展的重要方向之一。

## 3. 募投项目加速购物中心落地

### 3.1. 募投项目概况

本次公开发行股票的总量不超过 6000 万股，占发行后总股本的比例不低于 25%，全部为新股发行；发行市盈率 22.98 倍；每股发行价格 8.81 元；募集资金总额为 52860 万元，扣除发行费用后的募集资金净额为 47929.93 万元，将全部用于库尔勒新区购物中心项目。

图表 9：募集资金用途

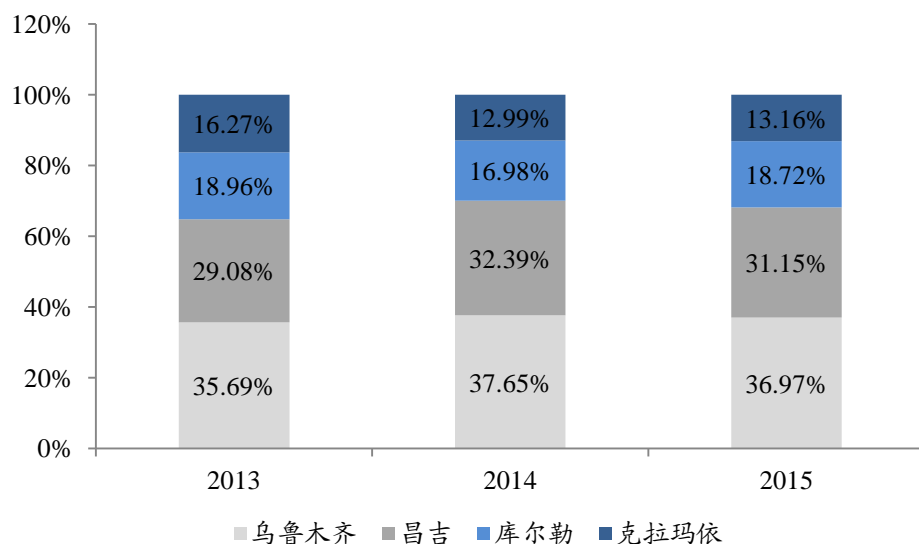
项目名称	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	建设期
库尔勒新区购物中心	68240.25	47929.93	18个月

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 3.2. 开拓二三线城市，提升公司收入水平

目前公司的业务主要集中在乌鲁木齐和昌吉市，由于这两个地区是新疆的中心城市，零售企业数量较多，竞争激烈，未来成长性相对较低。公司在克拉玛依和库尔勒的业务占比约 30%，未来将加大这两个城市的布局，增厚公司业绩。

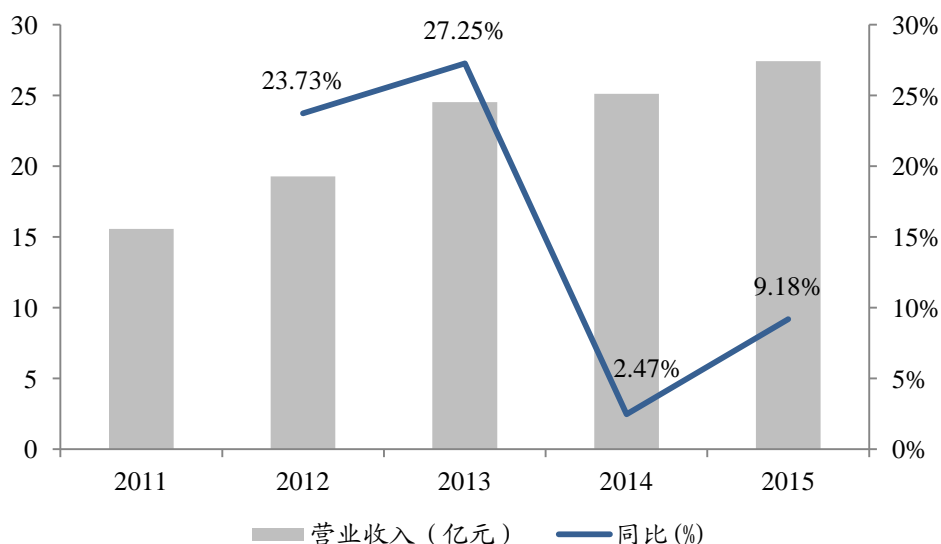
图表 10：公司主营业务分布区域



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

过去几年公司收入水平稳步上升，14 年由于行业竞争加剧增速放缓，15 年新开设了库尔勒店和克拉玛依店，收入增速提升。

图表 11：2011-2015 年公司收入情况

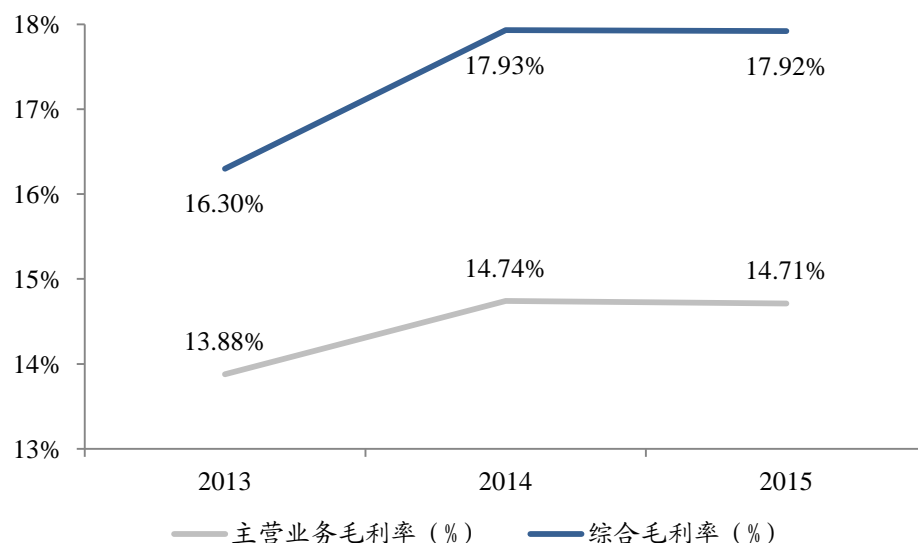


资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司百货业态毛利率相对较高，2015 年为 15.39%，超市毛利率相对

较低，为 12.59%，家电毛利最高，为 17.53%，综合毛利率整体稳中有升。

图表 12：公司毛利率水平



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

### 3.3. 坚持零售主业，购物中心有望成为新的利润点

公司业态组合已经成熟稳定，在各个城市的业务表现良好，原有百货商场业务收入稳定，二三线城市的新增百货商场和购物中心有望进一步促进整体业绩的提升。

综合购物中心不仅具备零售功能，也满足消费者对文化、娱乐和餐饮等需求，公司未来业务拓展项目将以综合购物中心为主，公司会综合考察新疆地区城市中心区域零售市场空白点，开设适宜区域特点的综合购物中心，一步到位的实现消费者生活、工作的各类需求，有望成为公司新的利润增长点。

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>401.7</b>	<b>399.7</b>	<b>408.4</b>	<b>435.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>2741.5</b>	<b>2947.7</b>	<b>3211.8</b>	<b>3486.4</b>
现金	229.4	203.0	199.0	210.0	营业成本	2250.4	2435.4	2661.3	2870.0
应收款项	52.3	46.6	54.4	60.2	营业税金及附加	43.3	43.3	48.2	53.0
存货	68.9	87.9	95.3	98.1	营业费用	174.7	190.0	193.0	228.0
其他	51.1	62.2	59.7	67.6	管理费用	117.6	126.9	140.0	149.7
<b>非流动资产</b>	<b>1666.9</b>	<b>1884.4</b>	<b>2069.7</b>	<b>2209.3</b>	财务费用	43.9	5.2	5.7	6.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	1.1	0.8	0.9	0.7
固定资产	871.9	1095.1	1286.1	1431.4	其他	5.6	-16.8	-18.5	-20.4
无形资产	171.2	165.5	159.8	154.1	<b>营业利润</b>	<b>118.3</b>	<b>131.0</b>	<b>146.0</b>	<b>159.8</b>
其他	623.8	623.8	623.8	623.8	营业外净收支	7.3	2.7	3.6	4.5
<b>资产总计</b>	<b>2068.7</b>	<b>2284.1</b>	<b>2478.1</b>	<b>2645.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>125.7</b>	<b>133.7</b>	<b>149.6</b>	<b>164.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>1012.7</b>	<b>1178.9</b>	<b>1325.0</b>	<b>1437.4</b>	所得税费用	21.7	22.1	25.2	27.7
短期借款	82.0	126.0	153.1	205.9	少数股东损益	0.0	-2.9	0.0	0.0
应付账款	692.7	739.3	854.5	892.1	<b>归属母公司净利润</b>	<b>103.9</b>	<b>114.5</b>	<b>124.4</b>	<b>136.5</b>
其他	237.9	313.6	317.4	339.4	EBIT	160.6	157.8	175.0	191.4
<b>非流动负债</b>	<b>421.5</b>	<b>421.5</b>	<b>421.5</b>	<b>421.5</b>	EBITDA	245.8	259.8	299.4	340.1
长期借款	421.5	421.5	421.5	421.5	<b>重要财务与估值指</b>				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>1434.2</b>	<b>1600.5</b>	<b>1746.6</b>	<b>1858.9</b>	每股收益(元)	0.58	0.48	0.52	0.57
少数股东权益	0.0	-1.3	-1.3	-1.3	每股净资产(元)	3.52	2.85	3.05	3.28
归属母公司股东权					发行在外股份(百万				
益	634.5	684.9	732.9	787.5	股)	180.0	240.0	240.0	240.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2068.7</b>	<b>2284.1</b>	<b>2478.1</b>	<b>2645.1</b>	ROIC(%)	11.6%	11.0%	11.4%	11.7%
					ROE(%)	16.4%	16.7%	17.0%	17.3%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	16.3%	15.9%	15.6%	16.2%
经营活动现金流	295.8	313.7	354.8	328.2	EBIT Margin(%)	5.9%	5.4%	5.5%	5.5%
投资活动现金流	-124.0	-320.1	-309.4	-288.1	销售净利率(%)	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
筹资活动现金流	-155.3	-20.1	-49.4	-29.1	资产负债率(%)	69.3%	70.1%	70.5%	70.3%
现金净增加额	16.4	-26.4	-4.0	11.0	收入增长率(%)	9.2%	7.5%	9.0%	8.6%
折旧和摊销	85.1	102.0	124.3	148.7	净利润增长率(%)	-1.9%	10.2%	8.7%	9.7%
资本开支	-27.5	-320.1	-309.4	-288.1	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资本变动	-78.4	98.4	106.2	43.1	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
企业自由现金流	137.4	12.1	66.7	62.8	EV/EBITDA	5.84	6.16	5.83	5.47

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>