



重庆百货(600729.SH)

# 【联讯中小盘】重庆百货：再议混改有望突破，马上金融一骑绝尘

2018 年 05 月 03 日

投资要点

## 买入(首次评级)

当前价：34.96 元

目标价：41.75 元

分析师：王风华

执业编号：S0300516060001

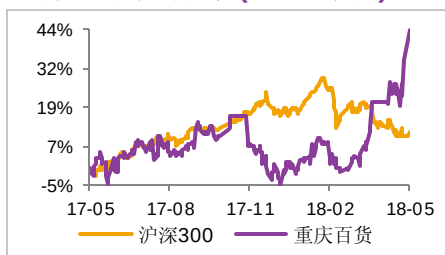
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐鸿飞

电话：010-66235689

邮箱：xuhongfei@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

### 盈利预测

| 亿元     | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入   | 329.15 | 341.62 | 354.62 | 368.22 |
| (+/-)  | -2.75  | 3.79%  | 3.81%  | 3.83%  |
| 归母净利润  | 6.05   | 7.96   | 9.61   | 11.28  |
| (+/-)  | 44.59  | 31.46  | 20.80  | 17.36  |
| EPS(元) | 1.49   | 1.96   | 2.37   | 2.78   |
| P/E    | 23.47  | 17.86  | 14.78  | 12.60  |

资料来源：联讯证券研究院

### 相关研究

《【联讯商贸公司点评】重庆百货(600729.SH):受益“一带一路”，马上消费马上盈利》2017-03-09

#### ✧ 马上金融再融资，迎来利润爆发期

马上金融是全国 22 家开业的持牌消费金融企业之一，在金融监管加强背景下，稀缺的牌照资源将筑起行业头部公司护城河。进入 2017 年，马上金融业务迎来爆发式增长，净利润达到 5.78 亿元；2018Q1，达到 2.5 亿元，为重庆百货贡献投资收益 0.77 亿元，已成为重庆百货重要的利润增长点。

近期，马上金融拟进行第三轮融资，增资后注册资本金将增至 40 亿元，公司拟参与本次融资，增资后持股比例将达到 31.060%。若能顺利完成本轮增资扩股，将对马上金融业务快速扩张，实现规模与收益的匹配增长提供强大保障。对标已上市的趣店和宜人贷，马上金融估值有望突破 50 亿元。

#### ✧ 多管齐下，主业迎来回升，2018Q1 迎来开门红

公司近年来坚持改革创新，通过调整门店布局，聚焦新区域和新业态，实现毛利率的有效提升。同时，公司深化供应链改造，严控费用增长，主业质量不断优化。2018 年一季度，公司实现营业收入 100.63 亿元，同比增长 9.66%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比增长 43.48%。从历史数据来看，2018 年 Q1 创下了 2013 年以来最高的一季度增速，为全年业绩增长打下良好开局。

#### ✧ 大股东再提混改，重庆百货将直接受益

大股东商社集团拟以公开征集方式引进两名战略投资者、实施混合所有制改革，本次混改已获得重庆市政府的原则同意。在混改两次受阻后，本轮商社集团的混改方案将较此前更加适应现行的政策规则，也更加具备可行性。混改极有可能在停滞一年后，实现突破性进展。重庆百货作为商社集团旗下唯一的上市平台，将直接受益于商社集团的混改，引入社会资本将有助于提升公司经营活力，有助于公司的长远发展。

#### ✧ 盈利预测及投资建议

我们预计，18\19\20 年，公司营业收入将达到 341.62\354.62\368.22 亿元；实现归母净利润 7.96\9.61\11.28 亿元；基本每股收益 1.96\2.37\2.78 元。我们给予重庆百货 2018 年总市值目标 169.7 亿元，对应目标价 41.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ✧ 风险提示

百货零售主业增长不及预期；马上金融业务增长不及预期，及政策风险；商社集团混改进度不及预期；宏观经济波动风险。



## 关键假设:

我们假设:

- 1、重庆百货主营业务, 百货、超市、电器、汽贸业态坪效和经营面积保持小幅增长;
- 2、经营调改致毛利率小幅增长;
- 3、马上金融给公司带来 3.1\3.72\4.28 亿长期股权投资收益。

## 盈利预测与估值:

我们预计, 18\19\20 年, 公司营业收入将达到 341.62\354.62\368.22 亿元; 实现归母净利润 7.96\9.61\11.28 亿元; 基本每股收益 1.96\2.37\2.78 元。我们给予重庆百货 2018 年总市值目标 169.7 亿元, 对应目标价 41.75 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 核心观点:

重庆百货主业增长虽在过去几年有所反复, 但公司通过调整场店, 拓展新区域和新业态, 关闭低效亏损门店, 深化供应链改造和严控费用等多种方式, 积极提升主营质量。2017 年毛利率提升, 2018 年 Q1 创近 5 年最高的收入和利润增速, 正说明前期改革效果显现。我们坚定看好公司主业的持续回暖。

马上金融在经历 2015 年和 2016 年的起步阶段后, 2017 年实现收入和利润的大幅增长, 已成为重庆百货重要的利润来源。若顺利完成本轮融资, 注册资本将达到 40 亿元, 无疑会对马上金融今后的业务开展, 经营风险的控制起到重要作用。随着监管机构加强对互联网金融和消费金融行业的整顿和肃清, 以马上金融为代表的持牌类消费金融企业将获得更大的发展空间, 更优的竞争环境, 牌照资源的稀缺性将帮助龙头企业实现快速发展。我们认为, 马上金融将借助本轮增资的东风, 迎来利润爆发增长期。

## 股价催化剂:

商社集团混改取得突破性进展;

公司业绩超预期。

## 假设风险:

业态坪效下降; 毛利率下滑; 马上金融业务推广和盈利不及预期。



## 目 录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 关键假设:                          | 2  |
| 盈利预测与估值:                       | 2  |
| 核心观点:                          | 2  |
| 股价催化剂:                         | 2  |
| 假设风险:                          | 2  |
| 一、重庆百货: 重庆商社旗下唯一上市平台, 大股东再议混改  | 5  |
| (一) 公司股东背景简介                   | 5  |
| (二) 一波三折, 大股东再谋混改出路            | 6  |
| 二、多管齐下, 主营业务迎来回升               | 6  |
| (一) 重庆百货主营情况: 2018 年 Q1 迎开门红   | 6  |
| (二) 两大因素利好重庆消费增长               | 8  |
| (三) 经营改革调整持续, 公司盈利能力不断提升       | 9  |
| (四) 深化供应链改造                    | 10 |
| (五) 严格管控费用增长                   | 10 |
| 三、参股马上金融, 坐享消费金融发展红利           | 11 |
| (一) 马上金融股东介绍                   | 11 |
| (二) 拥有稀缺的消费金融牌照, 监管加强优化市场环境    | 12 |
| (三) 马上金融再融资, 业绩迎来爆发期           | 13 |
| (四) 对标趣店、宜人贷, 马上金融估值有望突破 50 亿元 | 15 |
| 四、盈利预测与投资建议                    | 15 |
| (一) 盈利预测                       | 15 |
| (二) 估值及投资建议                    | 16 |
| 五、风险提示                         | 18 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图表 1: 商社集团销售额及同比增速            | 5 |
| 图表 2: 公司股东情况                  | 5 |
| 图表 3: 截至 2018 年一季报公司前十大股东持股情况 | 6 |
| 图表 4: 营业收入与同比增速               | 7 |
| 图表 5: 归属母公司净利润与同比增长           | 7 |
| 图表 6: 毛利润及同比增速                | 7 |
| 图表 7: 毛利率变化                   | 7 |
| 图表 8: 分业态口径门店数量 (个)           | 8 |
| 图表 9: 公司营业收入占比情况              | 8 |
| 图表 10: 地区收入情况 (亿元)            | 8 |
| 图表 11: 分地区毛利率变化               | 8 |
| 图表 12: 重庆市 GDP 及增速            | 9 |



|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 13: 重庆市社会消费品零售总额及增速.....       | 9  |
| 图表 14: 可比城市城镇居民人均消费性支出(万元) .....  | 9  |
| 图表 15: 可比城市城镇居民人均可支配收入(万元) .....  | 9  |
| 图表 16: 超市和电器业态毛利率上升显著 .....       | 10 |
| 图表 17: 分业态坪效情况(万元/平米) .....       | 10 |
| 图表 18: 分业态租金情况(元/月·平米) .....      | 10 |
| 图表 19: 重庆百货费用率情况.....             | 11 |
| 图表 20: 马上金融重要发展节点 .....           | 12 |
| 图表 21: 马上金融营业收入与净利润(亿元) .....     | 13 |
| 图表 22: 马上金融资产总额与净资产(亿元) .....     | 13 |
| 图表 23: 消费金融企业营业收入(亿元) .....       | 13 |
| 图表 24: 消费金融企业净利润(亿元) .....        | 14 |
| 图表 25: 马上金融注册资本及股东持股变化.....       | 14 |
| 图表 26: 各持牌消费金融机构增资扩股后注册资本变化 ..... | 14 |
| 图表 27: 分项盈利预测(亿元) .....           | 15 |
| 图表 28: 主营百货类可比公司估值情况.....         | 16 |
| 图表 29: 马上金融可比公司估值情况 .....         | 16 |
| 图表 30: PE Band 图.....             | 17 |
| 图表 31: PS Band 图.....             | 17 |
| 附录: 公司财务预测表(百万元) .....            | 19 |



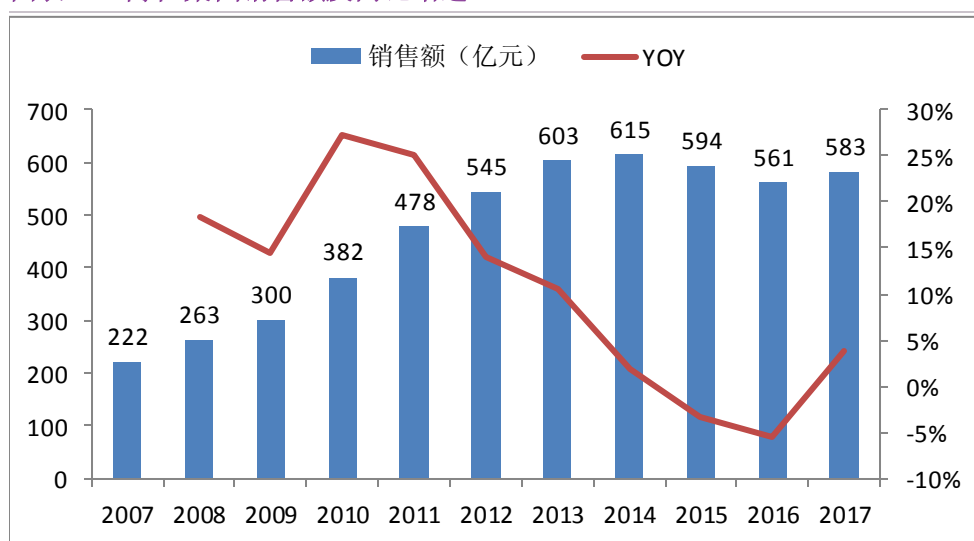
## 一、重庆百货：重庆商社旗下唯一上市平台，大股东再议混改

### （一）公司股东背景简介

重庆百货大楼股份有限公司建于 1950 年，于 1996 年成功上市，也是重庆市第一家商业上市公司。公司现已发展成为西南地区百货零售龙头企业，连续十几年跻身“全国零售 100 强”，2017 年荣列财富中国 500 强第 187 位。

公司第一大股东为重庆商社（集团）有限公司，商社集团是西部商贸龙头企业，国家重点培育的大型流通企业之一。集团连续 16 年跻身中国企业 500 强，2017 年位列中国连锁百强第 8 位。目前，集团已形成了以零售、批发为主营业务，致力于百货、超市、电器、汽贸、化工、进出口贸易和商业地产等多业态发展的经营格局，培育了新世纪百货、重庆百货、商社电器、商社汽贸、商社化工等企业品牌。

图表1：商社集团销售额及同比增速



资料来源:公司官网, 联讯证券

重庆百货是商社集团旗下唯一的上市平台，商社集团持股比例 45.05%；公司实际控制人为重庆市国资委。

图表2：公司股东情况



资料来源:公司年报, 联讯证券



## (二) 一波三折，大股东再谋混改出路

近日，公司公告大股东商社集团正在筹划重大事项。根据公告信息，商社集团拟以公开征集方式引进两名战略投资者、实施混合所有制改革。按照计划，改革完成后，商社集团将由重庆市国资委履行出资人职责的国有独资公司转变为重庆市国资委和战略投资者共同持股的有限责任公司，其中：重庆市国资委持股 45%，一名战略投资者持股 45%，另一名战略投资者持股 10%。

无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制，公司控制权可能发生变更。

图表3：截至 2018 年一季报公司前十大股东持股情况

| 排名 | 股东名称                                   | 方向    | 占总股本比例(%) |
|----|----------------------------------------|-------|-----------|
| 1  | 重庆商社(集团)有限公司                           | -     | 45.05     |
| 2  | 中央汇金资产管理有限责任公司                         | -     | 2.10      |
| 3  | 全国社保基金一零三组合                            | 比上期减少 | 1.97      |
| 4  | 招商银行股份有限公司-中欧恒利三年定期开放混合型证券投资基金         | 比上期增加 | 1.65      |
| 5  | 重庆华贸国有资产经营有限公司                         | -     | 1.48      |
| 6  | 海通证券股份有限公司                             | 比上期减少 | 1.37      |
| 7  | 中国建设银行股份有限公司-中欧价值发现股票型证券投资基金           | 比上期增加 | 0.96      |
| 8  | 中国建银投资有限责任公司                           | -     | 0.76      |
| 9  | 中国工商银行股份有限公司-中欧潜力价值灵活配置混合型证券投资基金       | 新进    | 0.71      |
| 10 | 中欧基金-中国银行-平安人寿-中欧基金-平安人寿委托投资 1 号资产管理计划 | 新进    | 0.71      |
|    | 合计                                     | -     | 56.76     |

资料来源：Wind，联讯证券

从重庆百货的混改历史来看，这已经是公司第三次公告混改计划。首次混改始于 2016 年 10 月，原定增方案是拟向物美投资、步步高商业和重庆华贸非公开发行股票 2.05 亿股，募集资金 48.81 亿元，定增完成后，商社集团、物美投资、步步高商业和重庆华贸将分别持有公司股权比例 29.95%、21.32%、10.91%、2.27%。该预案获得了重庆市国资委的同意，但后因 2017 年定增新规出台，预案最终未能完成。

2017 年 10 月，重庆百货曾公告大股东商社集团筹划重大事项，拟引进战略投资者以推进商社集团开展混合所有制改革，但后来因“改革条件不够充分、方案论证不足”而终止。

此次商社集团再提混改，并称该方案已获得重庆市政府原则同意。我们认为，在混改两次受阻后，本轮商社集团的混改方案仍是在集团层面引入战略投资者，说明本轮混改方案的前期论证充分，将较此前更加具有可行性，极有可能实现突破性进展。重庆百货作为商社集团旗下唯一的上市平台，将直接受益于商社集团的混改，提升公司经营活力，有助于公司的长远发展。

## 二、多管齐下，主营业务迎来回升

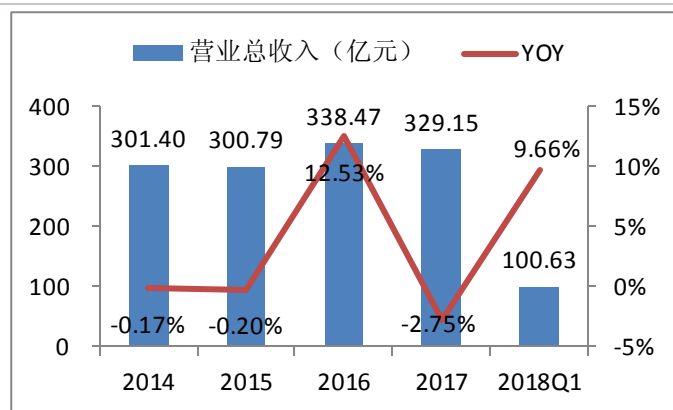
### (一) 重庆百货主营情况：2018 年 Q1 迎开门红

目前，公司主要涉足百货、超市、电器和汽车贸易等经营领域，公司旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸等著名商业品牌。



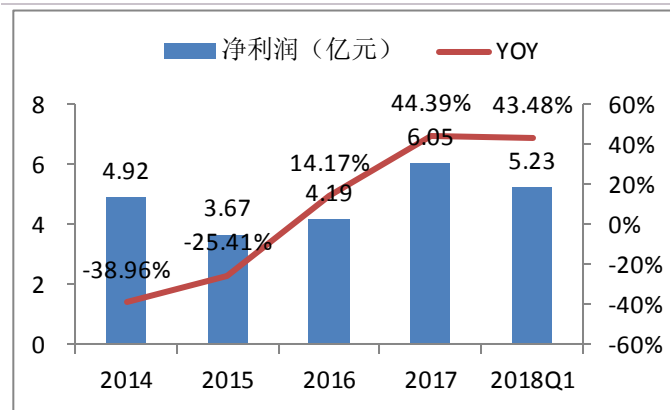
2017 年, 公司实现营业总收入 329.15 亿元, 同比下降 2.75%; 实现归母净利润 6.05 亿元, 同比增长 44.59%。2018 年一季度, 100.63 亿元, 同比增长 9.66%; 实现归母净利润 5.23 亿元, 同比增长 43.48%。从历史数据来看, 2018 年 Q1 创下了 2013 年以来最高的一季度增速。同时, 马上金融为公司带来 0.77 亿元的投资收益, 帮助净利润实现大幅增长。

图表4: 营业收入与同比增速



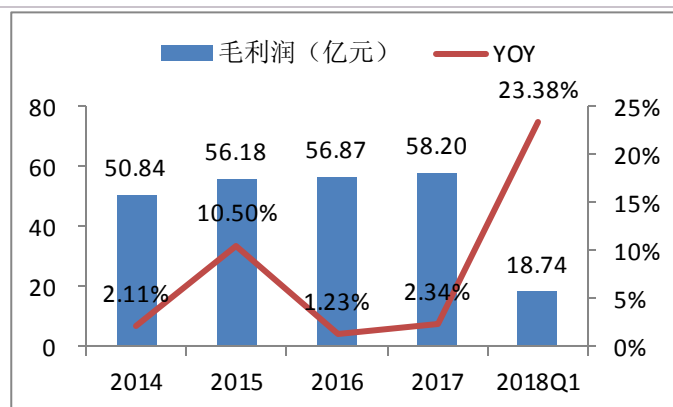
资料来源: Wind, 联讯证券

图表5: 归属母公司净利润与同比增长



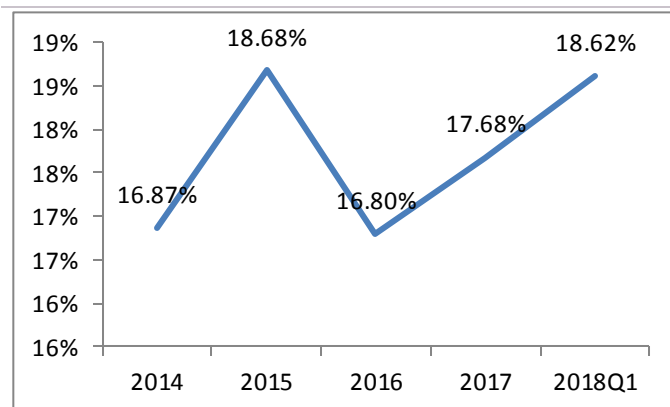
资料来源: Wind, 联讯证券

图表6: 毛利润及同比增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表7: 毛利率变化

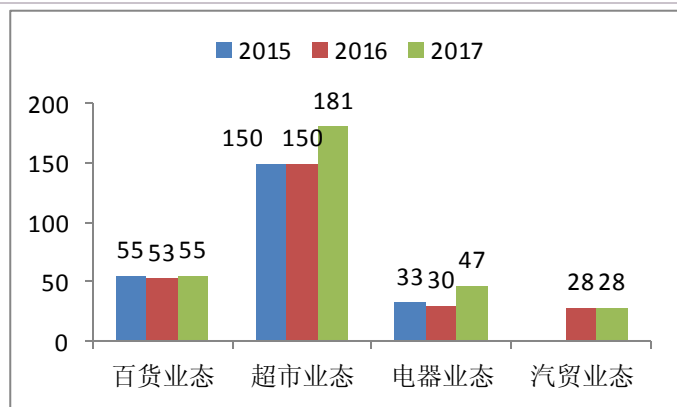


资料来源: Wind, 联讯证券

截至 2017 年年末, 公司开设各类商场、门店 311 个, 其中, 百货业态 55 个, 超市业态 181 个, 电器业态 47 个, 汽贸业态 28 个。公司经营模式包括经销、代销、联营和租赁等, 并以联营模式为主。

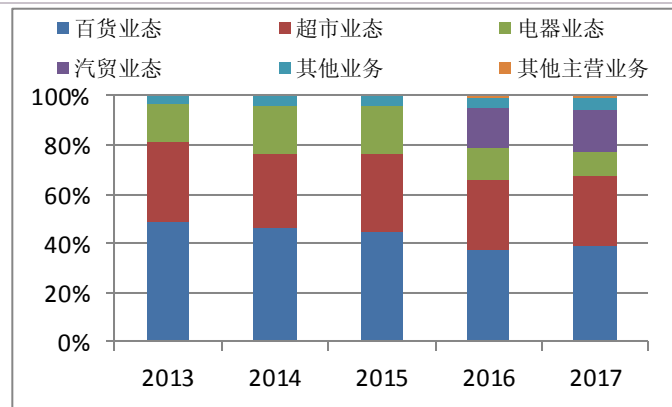


图表8: 分业态口径门店数量(个)



资料来源: 公司年报, 联讯证券

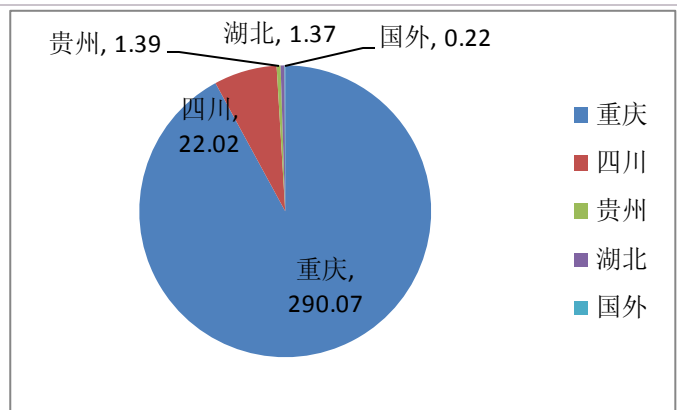
图表9: 公司营业收入占比情况



资料来源: 公司年报, 联讯证券

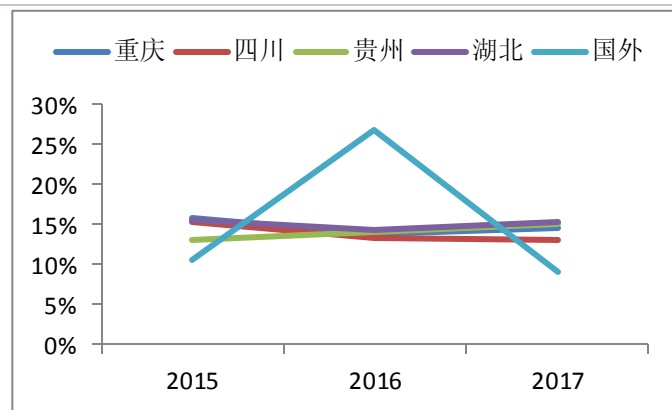
公司以重庆地区市场为核心区, 业务向周边省份辐射, 目前营网点已布局重庆 36 个区县和四川、贵州、湖北等地。2017 年, 重庆地区实现营业收入 290 亿元, 占地区收入比重达到 92%。

图表10: 地区收入情况(亿元)



资料来源: 公司年报, 联讯证券

图表11: 分地区毛利率变化



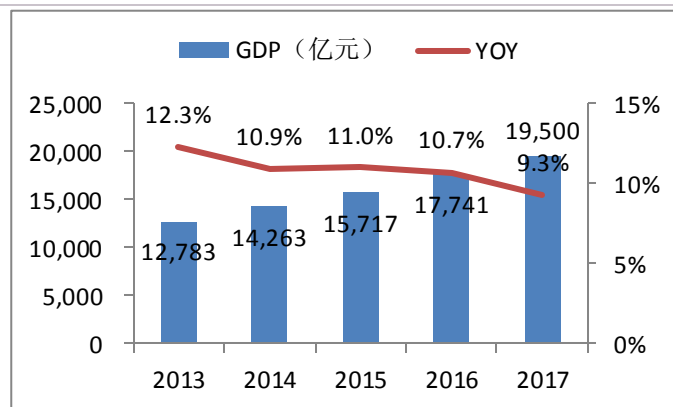
资料来源: 公司年报, 联讯证券

## (二) 两大因素利好重庆消费增长

重庆是我国四个直辖市中唯一的西部内陆城市, 也是我国“一带一路”和长江经济带战略的连接点, 拥有独特的区位优势。近年来, 重庆市经济发展迅速, 2017 年, 重庆市 GDP 总量 1.95 万亿元, 同比增长 9.3%, 快于全国 GDP 增速的 6.8%; 其中, 批发与零售业 GDP 增速 7.6%。社会消费品零售总额 8067.67 亿元, 同比增长 11%, 高于全国 10.2% 的增速。按照重庆市政府制定的经济目标, 今年重庆市地区生产总值增长 8.5% 左右, 高于全国 6.5% 的 GDP 增长目标, 重庆市经济发展将持续向好。

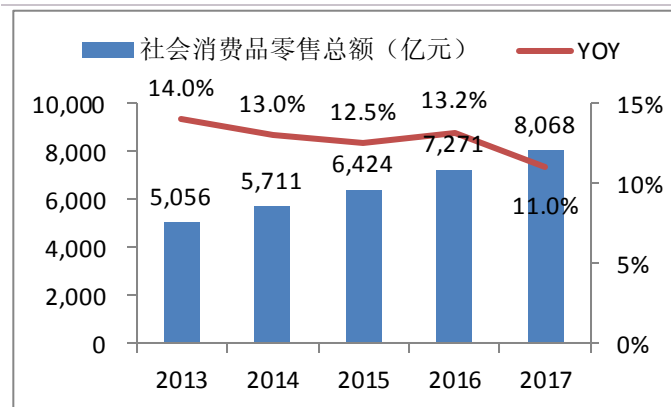


图表12: 重庆市 GDP 及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表13: 重庆市社会消费品零售总额及增速

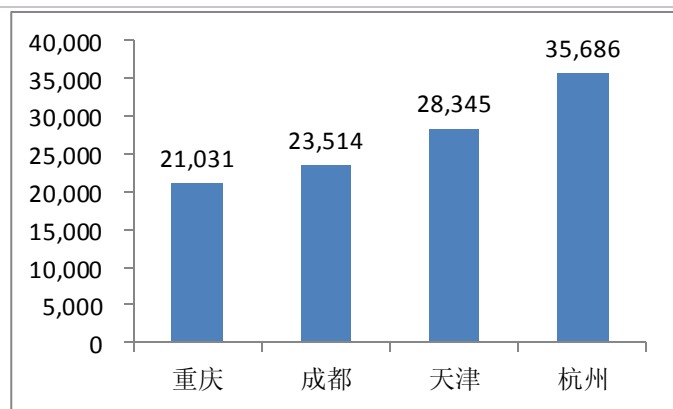


资料来源: Wind, 联讯证券

可以判断,重庆市的消费成长空间巨大:一方面,重庆市常住人口到 2017 年已达到 3,075 万人,其中城镇人口 1,970 万人,重庆市每年净流入人口 25-30 万人,庞大的人口基数和持续的人口流入,将为商贸零售带来强劲的增长动力。

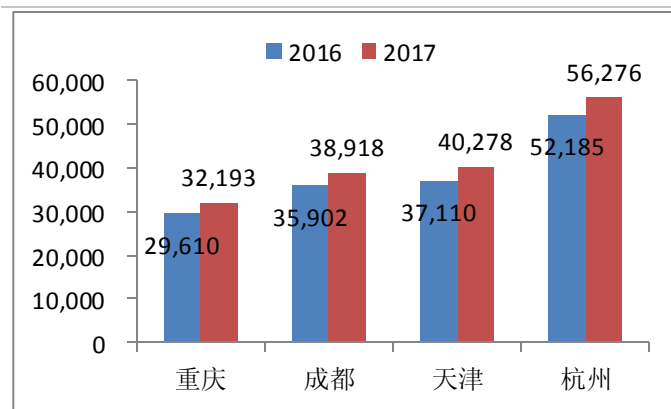
另一方面,重庆市的居民消费水平仍有提升空间。与近似的城市相比,无论是人均可支配收入,还是人均消费性支出,重庆市都处于较低水平。伴随重庆市经济实力的整体提升,居民消费水平将有较大的提升空间。加之庞大的人口基数,重庆市商贸零售行业仍将维持较快增速。

图表14: 可比城市城镇居民人均消费性支出(万元)



注: 2016 年数据, 资料来源: Wind, 联讯证券

图表15: 可比城市城镇居民人均可支配收入(万元)



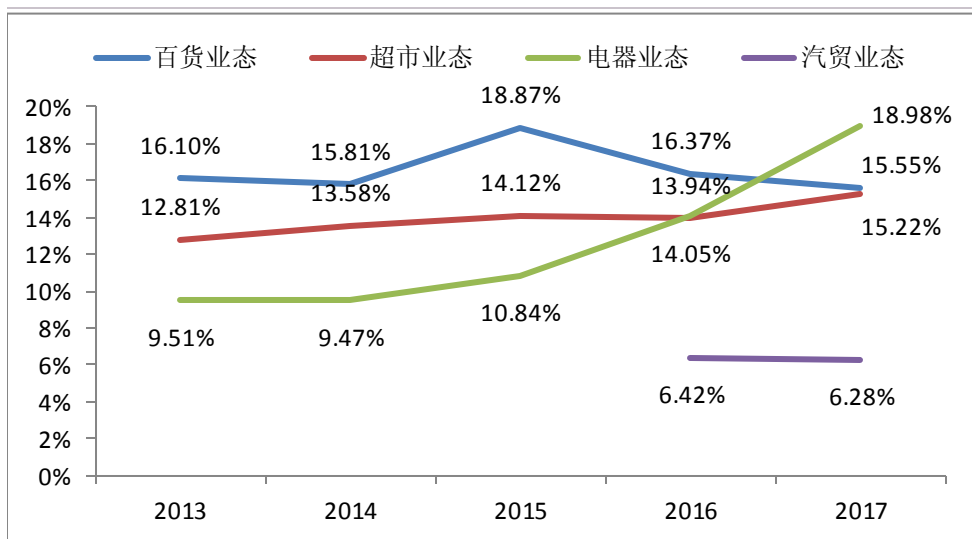
资料来源: Wind, 联讯证券

### (三) 经营改革调整持续, 公司盈利能力不断提升

公司聚焦空白区域和空白业态进行网点开发, 并加强场店调改和转型, 关闭低效门店。2017 年, 公司新开门店 9 家, 关闭门店 12 家, 并计划于 2018 年关闭 16 家扭亏无望或租约到期门店。尽管短期受到店面调整影响, 收入增长放缓甚至个别地区出现下滑, 但整体毛利率提升, 尤其是超市和电器业态。2017 年, 超市和电器业态毛利率分别提升 1.28pct 和 4.85pct; 分别达到 15.22% 和 18.89%。



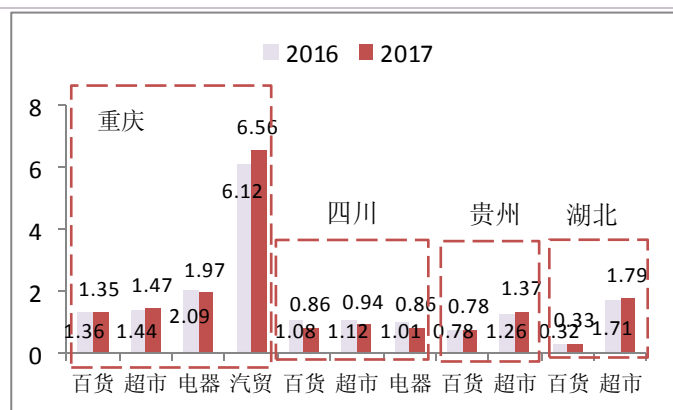
图表16： 超市和电器业态毛利率上升显著



资料来源：公司年报，联讯证券

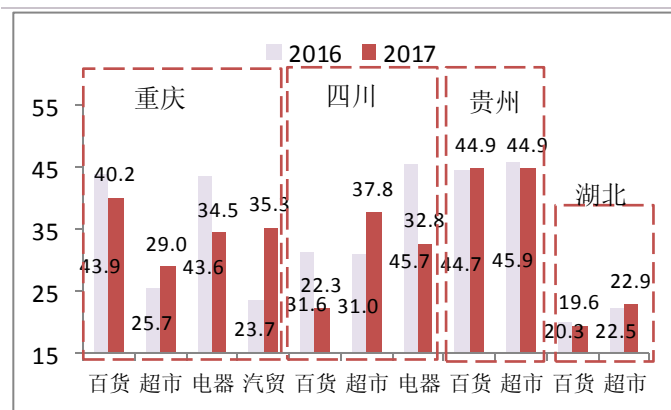
从店效来看，重庆地区各业态坪效更高，但除去汽贸业态外，百货、超市和电器业态的坪效都较 2016 年小幅降低；四川地区坪效普遍下降，贵州和湖北地区坪效则有所提升。

图表17： 分业态坪效情况（万元/平米）



资料来源：公司年报，联讯证券

图表18： 分业态租金情况（元/月·平米）



资料来源：公司年报，联讯证券

#### （四）深化供应链改造

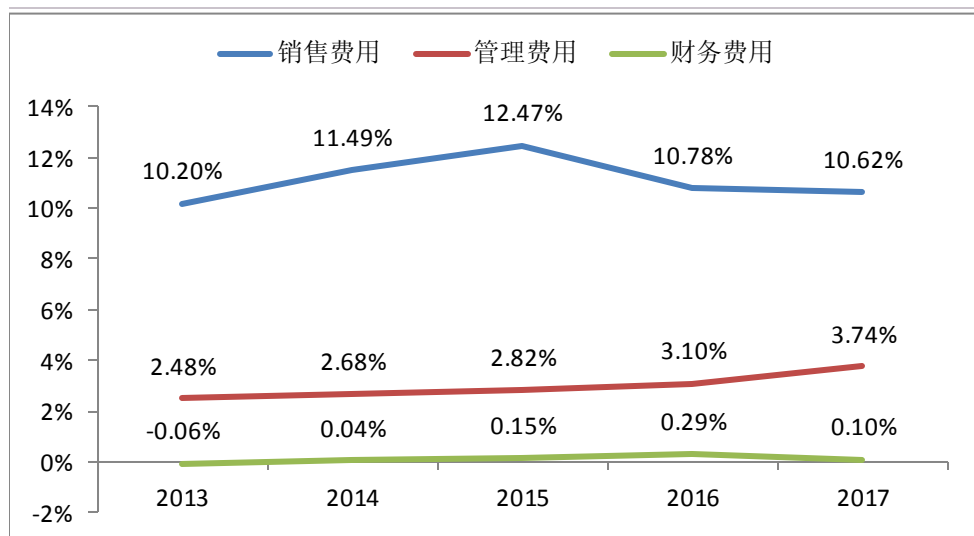
公司进一步深化供应链改造，深化源头采购，扩大自营直采直供。2017 年，百货事业部加强重点品牌对接合作，推进商业资源集中分级管理，统筹对外招商。超市事业部基地直采单品增加；区外门店整合蔬菜等供应链。电器事业部主要战略品牌零售占比提升 4.9 个百分点。汽贸公司完善品牌结构，成功获得捷豹路虎等 6 个品牌授权。

#### （五）严格管控费用增长

2017 年，公司严控费用支出：公司销售费用同比减少 4.16%；管理费用因实施离退休受益计划薪酬增加，同比增长 17.35%；财务费用同比减少 65.97%，主要是利息净支出及银行刷卡手续费减少所带来的结果。公司三费合计同比下降 0.7%。



图表19： 重庆百货费用率情况



资料来源:Wind，联讯证券

### 三、参股马上金融，坐享消费金融发展红利

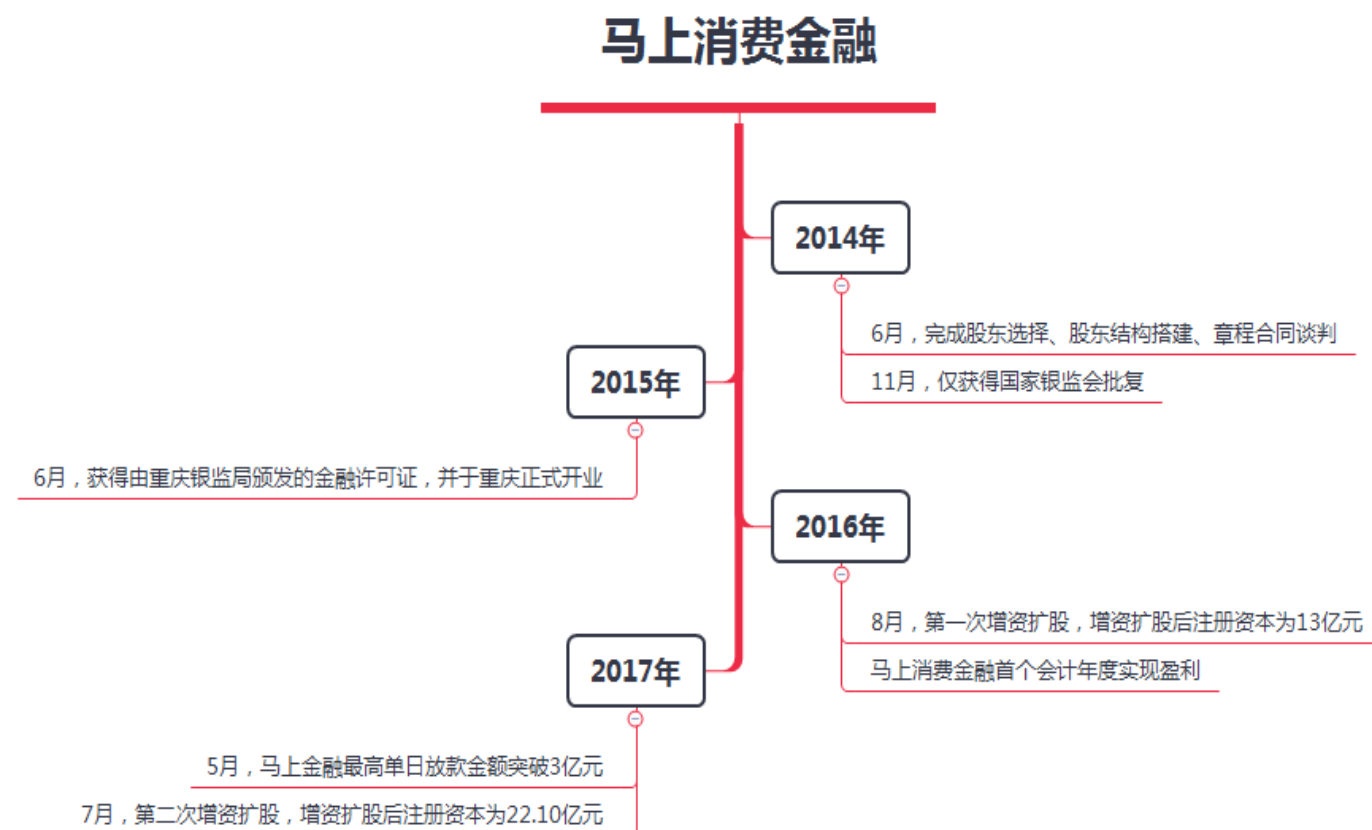
#### （一）马上金融股东介绍

2015 年，重庆百货与北京秭润商贸有限公司（北京中关村科金技术有限公司）、重庆银行、阳光财险、小商品城、物美控股等 6 家公司共同出资设立马上消费金融科技股份有限公司，成为我国首家线上线下相结合的消费金融公司。马上金融以“金融+科技”为核心，运用互联网和大数据模式，结合消费场景，为消费者提供“一站式”金融服务。

马上金融股东背景雄厚，无论是对马上金融的运营支持还是融资支撑，力度都非常大。除重庆百货外，中关村科金公司董事长赵国庆也是马上金融的 CEO，负责公司管理与运营。重庆银行是长江上游和西南地区最早的地方性股份制商业银行，在中国《银行家》对资产规模 2000 亿元以上城商行的年度综合排名中进入前三甲，截至 2017 年 12 月 31 日，重庆银行资产总额 4,227.63 亿元。



图表20: 马上金融重要发展节点



资料来源: 公司官网, 联讯证券

管理层方面, 马上金融 CEO 赵国庆是原京东联席董事长兼首席战略官(CSO); CFO/COO 郭剑霓是捷信的创始人之一, 曾任捷信 CFO; CRO Tomas 曾担任捷信中国区首席风险官兼捷信消费金融有限公司总经理。公司重要管理人员均有丰富的互联网金融行业从业经验, 为马上金融未来发展保驾护航。

## (二) 拥有稀缺的消费金融牌照, 监管加强优化市场环境

消费金融是向各阶层消费者提供消费贷款的现代金融服务方式。2009 年, 银监会发布《消费金融公司试点管理办法》[2009 年第 3 号], 并于 2010 年批复成立首批 4 家持牌消费金融机构作为试点。我国消费金融产业正式进入快速发展阶段。2013 年, 经过多年试点并征求意见, 银监会对 2009 年 3 号文进行修订, 并于 2013 年 11 月正式发布《消费金融公司试点管理办法》[2013 年第 2 号], 并从 2014 年 1 月 1 日开始正式实施。

尽管《试点管理办法》对消费金融公司做出了明确的规范, 但因为市场需求旺盛, 出现了许多无牌的从事消费金融的企业机构, 整个消费金融行业总规模超万亿元。根据艾瑞咨询统计, 2017 年, 互联网消费金融放贷规模 43,847 亿元, 同比增长 904%。

在我国, 互联网金融仍处于发展初期阶段, 大量企业处于监管边缘, 许多企业虽无相关牌照, 却从事类似业务, 致使近些年来互联网消费金融行业出现了许多问题和乱象。2017 年, 国家继续加强对消费金融机构的监管, 人民银行和银监会对网络小贷、现金贷、P2P 平台进行排查整顿和规范。

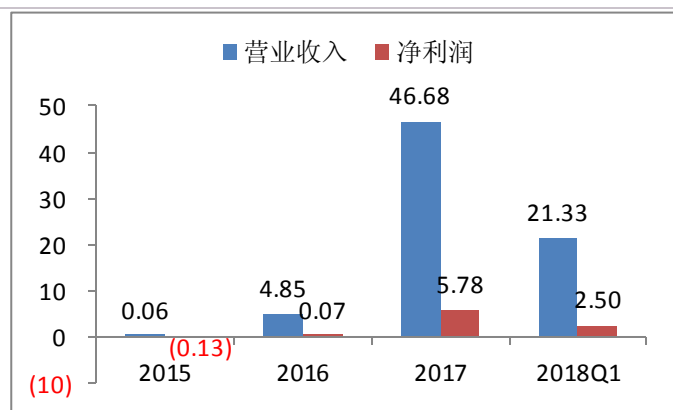


目前,共有 22 家消费金融机构获得银监会牌照,绝大多数持牌企业的发起人中有银行背景。与我国上千家互联网消费金融企业相比,消费金融机构的牌照极为稀缺。在监管高压下,未来底层的互联网金融企业将面临清理整顿,行业环境净化,将有利于持牌类消费金融机构的业务发展,行业头部资源的护城河将显现。

### (三) 马上金融再融资,业绩迎来爆发期

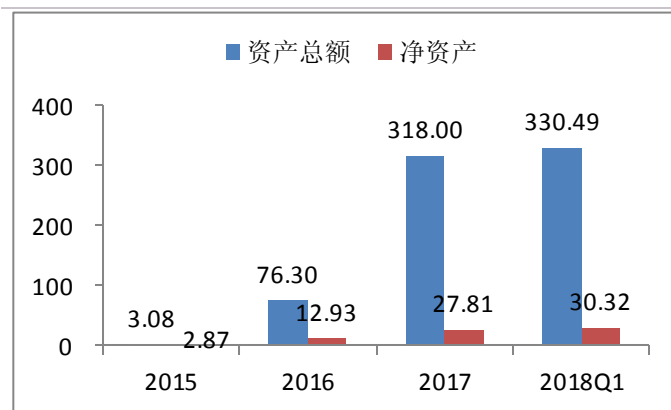
自 2015 年成立以来,马上金融业务发展迅速,在 2016 年就实现盈利。2017 年,马上金融创下 46.68 亿元营业收入,5.78 亿元净利润;为重庆百货贡献 1.78 亿元投资收益,占到公司净利润的 26.92%。2018 年 1 季度,马上金融为重庆百货贡献 0.77 亿元的投资收益,增长势头迅猛,已成为重庆百货重要的利润来源。

图表21: 马上金融营业收入与净利润(亿元)



资料来源:公司公告,联讯证券

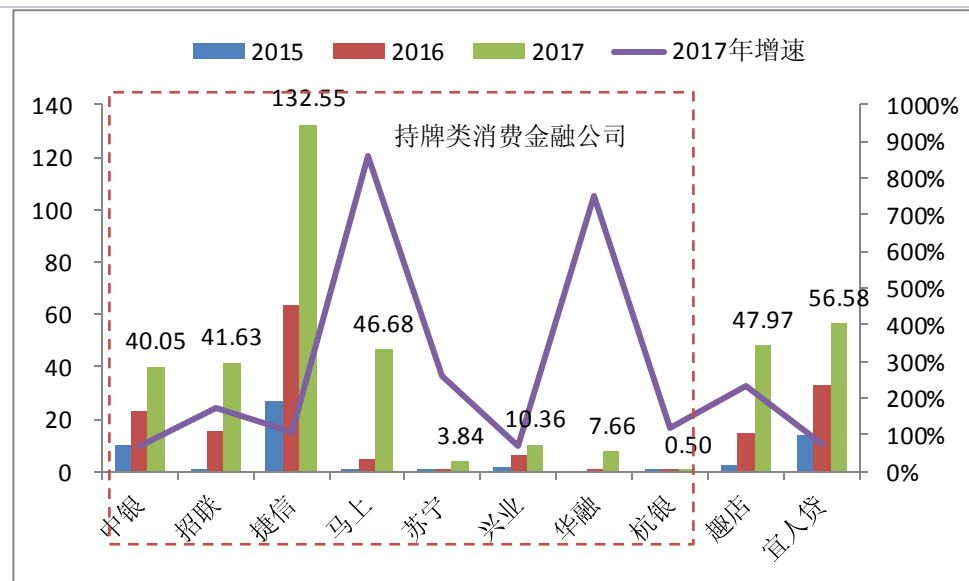
图表22: 马上金融资产总额与净资产(亿元)



资料来源:公司公告,联讯证券

马上金融在 2017 年迎来了快速发展期。与业内其他持牌机构相比,公司的收入已迎头赶上,净利润的差距也大幅缩小,增长率更是行业领先。

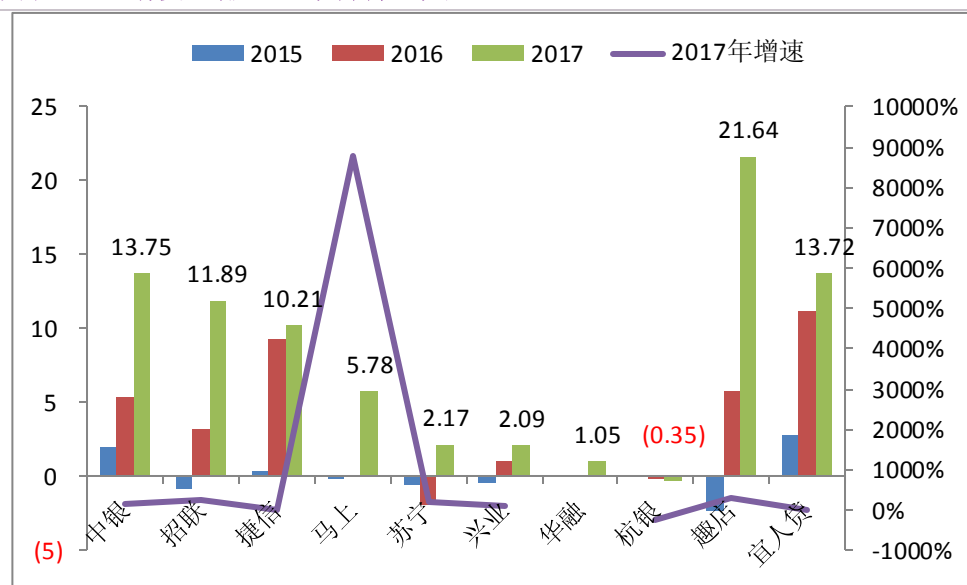
图表23: 消费金融企业营业收入(亿元)



资料来源:各公司法年报、审计报告,联讯证券



图表24：消费金融企业净利润（亿元）



资料来源：各公司法年报、审计报告，联讯证券

当前，马上金融因发展需要，拟进行第三轮融资。此次拟计划增资 200,447.1109 万元，增加注册资本金 178,970.6347 万元。增资后注册资本金增至 400,000.00 万元。重庆百货计划出资 63,359.1639 万元，认购 56,570.6820 万股。本轮增资后，公司将持有马上金融 124,239.9170 万股，占其股份总额的 31.060%。

图表25：马上金融注册资本及股东持股变化

|                | 2015 年 6 月注册 | 2016 年 8 月第一次增资 | 2017 年 7 月第二次增资 | 拟第三次增资 |
|----------------|--------------|-----------------|-----------------|--------|
| 注册资本（亿元）       | 3            | 13              | 22.1            | 40     |
| 重庆百货           | 30%          | 31.58%          | 30.62%          | 31.06% |
| 北京中关村科金技术有限公司  | 20%          | 30.00%          | 29.08%          |        |
| 物美控股集团有限公司     | 10%          | 17.55%          | 17.02%          |        |
| 重庆银行股份有限公司     | 18%          | 15.79%          | 15.31%          |        |
| 成都市趣艺文化传播有限公司  |              |                 | 4.99%           |        |
| 阳光财产保险股份有限公司   | 12%          | 2.77%           | 1.63%           |        |
| 浙江小商品城集团股份有限公司 | 10%          | 2.31%           | 1.36%           |        |

资料来源：银监会网站，公司公告，联讯证券

多次融资，意味着公司业务迅速发展。包括捷信、招联、中银等消费金融企业都曾有过至少一轮的增资扩股。其中，捷信自 2010 年开业以来，至今已完成 4 轮增资，注册资本从最初的 3 亿元，增长至现在的 70 亿元；而公司又在 2017 年 12 月再获银监会批文，拟增资 10 亿元，最终注册资本将达到 80 亿元。此外，招联初始注册资本就达 20 亿元，近期完成增资，注册资本达到 28.59 亿元。若马上金融能顺利完成本轮增资扩股，将对公司业务快速扩张，占据行业头部资源，实现规模与收益的匹配增长提供强大助力。

图表26：各持牌消费金融机构增资扩股后注册资本变化

| 单位：亿元  | 注册资本 | 第一次融资 | 第二次融资 | 第三次融资    | 第四次融资 | 第五次融资        |
|--------|------|-------|-------|----------|-------|--------------|
| 捷信消费金融 | 3    | 18    | 33    | 44       | 70    | 80（已批复，尚未完成） |
| 马上消费金融 | 3    | 13    | 22.1  | 40（尚未批复） |       |              |
| 招联消费金融 | 20   | 28.59 |       |          |       |              |



| 单位：亿元  | 注册资本 | 第一次融资 | 第二次融资 | 第三次融资 | 第四次融资 | 第五次融资 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中银消费金融 | 5    | 8.89  |       |       |       |       |
| 北银消费金融 | 3    | 8.5   |       |       |       |       |
| 苏宁消费金融 | 3    | 6     |       |       |       |       |
| 湖北消费金融 | 3    | 5     |       |       |       |       |
| 中邮消费金融 | 10   | 30    |       |       |       |       |

资料来源：银监会网站，联讯证券

#### （四）对标趣店、宜人贷，马上金融估值有望突破 50 亿元

趣店主打小额现金贷业务，拥有互联网小贷牌照；宜人贷则主要提供 P2P 网贷平台服务，主要产品是大额长期无担保贷款。与趣店和宜人贷相比，马上金融的消费金融牌照更为稀缺。对标两家企业估值，截至 2018 年 5 月 2 日，趣店 PE(TTM)9.6X，宜人贷 PE(TTM)9.1x，马上金融估值将超过 50 亿元。

### 四、盈利预测与投资建议

#### （一）盈利预测

我们假设：

- 4、重庆百货主营业务，百货、超市、电器、汽贸业态坪效和经营面积保持小幅增长；
- 5、经营调改致毛利率小幅增长；
- 6、马上金融给公司带来 3.1\3.72\4.28 亿长期股权投资收益。

我们预计，18\19\20 年，公司营业收入将达到 341.62\354.62\368.22 亿元；实现归母净利润 7.96\9.61\11.28 亿元；基本每股收益 1.96\2.37\2.78 元。

图表27： 分项盈利预测（亿元）

|             | 2015   | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b> | 300.79 | 338.47 | 329.15 | 341.62 | 354.62 | 368.22 |
| 百货业态        | 134.39 | 127.17 | 127.69 | 131.97 | 136.51 | 141.33 |
| 超市业态        | 94.23  | 95.33  | 93.50  | 96.55  | 99.70  | 102.96 |
| 电器业态        | 59.60  | 44.08  | 31.52  | 33.09  | 34.73  | 36.46  |
| 汽贸业态        |        | 56.10  | 58.58  | 61.14  | 63.80  | 66.59  |
| 其他主营业务      | 0.72   | 2.99   | 3.78   | 3.78   | 3.78   | 3.78   |
| 其他业务        | 11.85  | 12.80  | 14.09  | 15.09  | 16.09  | 17.09  |
| <b>营业成本</b> | 244.61 | 281.60 | 270.95 | 281.22 | 291.06 | 301.29 |
| 百货业态        | 109.03 | 106.35 | 107.84 | 111.78 | 116.04 | 120.13 |
| 超市业态        | 80.93  | 82.04  | 79.27  | 81.29  | 83.25  | 85.46  |
| 电器业态        | 53.13  | 37.89  | 25.54  | 26.80  | 27.96  | 29.17  |
| 汽贸业态        |        | 52.50  | 54.90  | 57.47  | 59.83  | 62.44  |
| 其他主营业务      | 0.56   | 1.78   | 1.90   | 2.27   | 2.27   | 2.27   |
| 其他业务        | 0.96   | 1.04   | 1.50   | 1.61   | 1.71   | 1.82   |

资料来源：联讯证券



## (二) 估值及投资建议

由于马上金融主业与公司主营业务差距较大，又对公司净利润产生较大影响，我们对公司进行分部预测。

主营业务部分，我们参考申万三级可比公司采用 PS 估值。我们剔除 PS 估值较高的跨境通和快乐购后，2018 年行业 PS 均值为 0.51x。保守估计，我们给予公司主营业务 0.45x 的 PS，对应市值为 153.7 亿元。

图表28： 主营百货类可比公司估值情况

| 代码        | 简称   | 销售收入(亿) |        |        |        | P/S  |       |
|-----------|------|---------|--------|--------|--------|------|-------|
|           |      | 2017    | 2018E  | 2019E  | 2020E  | TTM  | 2018E |
| 600827.SH | 百联股份 | 471.81  | 480.55 | 492.73 | 522.78 | 0.40 | 0.40  |
| 600694.SH | 大商股份 | 267.44  | 263.61 | 268.30 | -      | 0.39 | 0.40  |
| 601366.SH | 利群股份 | 105.54  | 109.73 | 116.75 | 128.44 | 0.81 | 0.78  |
| 600785.SH | 新华百货 | 74.36   | 79.31  | 84.72  | 90.50  | 0.65 | 0.61  |
| 600858.SH | 银座股份 | 130.06  | 133.94 | 140.20 | 147.03 | 0.28 | 0.28  |
| 600697.SH | 欧亚集团 | 139.81  | 148.19 | 153.74 | 159.05 | 0.26 | 0.24  |
| 603101.SH | 汇嘉时代 | 30.27   | 37.58  | 41.29  | -      | 0.97 | 0.78  |
| 000785.SZ | 武汉中商 | 39.97   | 39.66  | 39.81  | 40.33  | 0.58 | 0.59  |
| 均值        |      |         |        |        |        |      | 0.51  |
| 600729.SH | 重庆百货 | 329.15  | 341.62 | 354.62 | 368.22 |      | 0.41  |

注：2018 年 5 月 2 日数据，资料来源：Wind，联讯证券

马上金融对标趣店和宜人贷。截至 2018 年 5 月 2 日收盘，趣店 PE(TTM)9.64X，宜人贷 PE(TTM)9.13x。2017 年，公司通过马上金融实现投资收益 1.78 亿元，我们给予其 9x 的 PE 估值，对应估值 16 亿元。

图表29： 马上金融可比公司估值情况

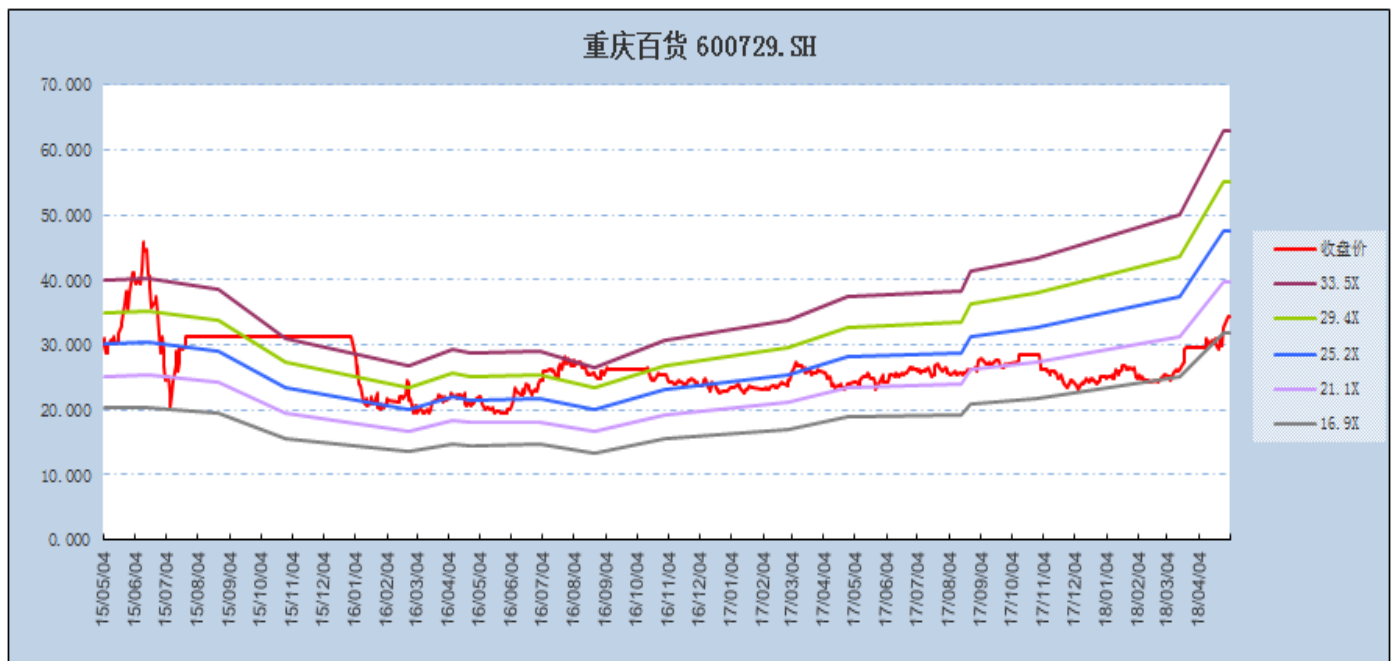
| 代码    | 简称  | 收盘价（美元） | 总市值（亿美元） | PE(TTM) |
|-------|-----|---------|----------|---------|
| QD.N  | 趣店  | 9.80    | 31.93    | 9.6     |
| YRD.N | 宜人贷 | 31.60   | 19.17    | 9.13    |

注：2018 年 5 月 2 日数据，资料来源：Wind，联讯证券

综合以上，我们给予重庆百货 2018 年总市值目标 169.7 亿元，对应目标价 41.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

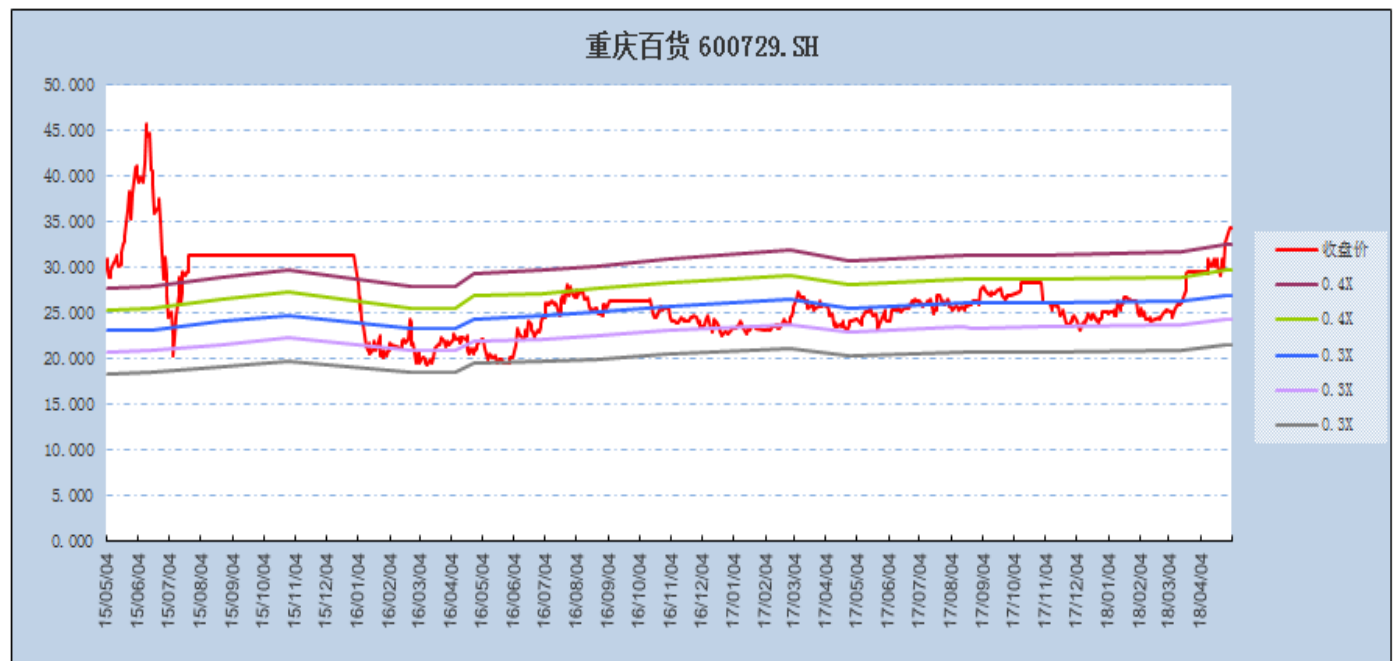


图表30: PE Band 图



资料来源: Wind, 联讯证券

图表31: PS Band 图



资料来源: Wind, 联讯证券



## 五、风险提示

百货零售业务增长不及预期；

马上金融业务增长不及预期，及政策风险；

商社集团混改进度不及预期；

宏观经济波动风险。



## 附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表     | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     | 现金流量表     | 2017A    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|---------|---------|---------|
| 流动资产      | 7,961.50  | 8,399.53  | 9,179.42  | 10,125.04 | 经营活动现金流   | 1358.28  | 851.33  | 1299.50 | 1079.07 |
| 现金        | 3,189.88  | 3,332.16  | 4,135.20  | 4,774.07  | 投资活动现金流   | -1149.52 | -218.94 | -218.94 | -116.12 |
| 应收账款      | 120.08    | 153.25    | 130.48    | 164.13    | 筹资活动现金流   | -355.03  | -490.11 | -277.52 | -324.07 |
| 其它应收款     | 118.75    | 127.74    | 128.14    | 137.55    | 现金净增加额    | -146.27  | 142.28  | 803.04  | 638.87  |
| 预付账款      | 966.11    | 983.88    | 1,034.33  | 1,054.82  | 主要财务比率    | 2017A    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
| 存货        | 2,520.49  | 2,756.30  | 2,705.08  | 2,948.28  | 成长能力      |          |         |         |         |
| 其他        | 1,046.19  | 1,046.19  | 1,046.19  | 1,046.19  | 营业收入      | -2.75%   | 3.79%   | 3.81%   | 3.83%   |
| 非流动资产     | 5,282.00  | 5,343.33  | 5,466.77  | 5,528.04  | 净利润       | 47.84%   | 31.46%  | 20.80%  | 17.36%  |
| 长期投资      | 853.92    | 1,164.52  | 1,537.24  | 1,965.87  | 归属母公司净利润  | 44.59%   | 31.46%  | 20.80%  | 17.36%  |
| 固定资产      | 3,085.79  | 2,694.48  | 2,303.17  | 2,431.20  | 获利能力      |          |         |         |         |
| 无形资产      | 385.57    | 375.42    | 365.27    | 355.12    | 毛利率       | 17.68%   | 17.68%  | 17.93%  | 18.18%  |
| 其他        | 956.72    | 1,108.91  | 1,261.09  | 775.85    | 净利率       | 1.98%    | 2.50%   | 2.91%   | 3.29%   |
| 资产总计      | 13,243.50 | 13,742.86 | 14,646.19 | 15,653.08 | ROE       | 12.12%   | 14.50%  | 15.79%  | 16.61%  |
| 流动负债      | 7,816.36  | 7,760.19  | 7,992.44  | 8,211.73  | ROIC      | 23.70%   | 47.76%  | 52.16%  | 65.11%  |
| 短期借款      | 257.38    | -         | -         | -         | 偿债能力      |          |         |         |         |
| 应付账款      | 3,983.51  | 4,120.88  | 4,267.02  | 4,415.72  | 资产负债率     | 61.13%   | 58.50%  | 56.47%  | 54.24%  |
| 其他        | 3,575.47  | 3,639.31  | 3,725.42  | 3,796.01  | 流动比率      | 1.02     | 1.08    | 1.15    | 1.23    |
| 非流动负债     | 278.77    | 278.77    | 278.77    | 278.77    | 速动比率      | 0.67     | 0.70    | 0.78    | 0.85    |
| 长期借款      | -         | -         | -         | -         | 营运能力      |          |         |         |         |
| 其他        | 278.77    | 278.77    | 278.77    | 278.77    | 总资产周转率    | 2.49     | 2.49    | 2.42    | 2.35    |
| 负债合计      | 8,095.14  | 8,038.96  | 8,271.22  | 8,490.50  | 应收账款周转率   | 274.12   | 222.91  | 271.77  | 224.34  |
| 少数股东权益    | 154.73    | 213.64    | 284.80    | 368.31    | 每股指标(元)   |          |         |         |         |
| 归属母公司股东权益 | 4,993.63  | 5,490.26  | 6,090.18  | 6,794.27  | 每股收益      | 1.49     | 1.96    | 2.37    | 2.78    |
| 负债和股东权益   | 13,243.50 | 13,742.86 | 14,646.19 | 15,653.08 | 每股经营现金    | 3.34     | 2.09    | 3.20    | 2.65    |
|           |           |           |           |           | 每股净资产     | 12.28    | 13.51   | 14.98   | 16.71   |
|           |           |           |           |           | 估值比率      |          |         |         |         |
| 利润表       | 2017A     | 2018E     | 2019E     | 2020E     | P/E       | 23.47    | 17.86   | 14.78   | 12.60   |
| 营业收入      | 32,915.37 | 34,161.55 | 35,462.32 | 36,821.65 | P/B       | 2.85     | 2.59    | 2.33    | 2.09    |
| 营业成本      | 27,094.95 | 28,121.85 | 29,105.62 | 30,128.71 | P/S       | 0.43     | 0.42    | 0.40    | 0.39    |
| 营业税金及附加   | 221.48    | 229.87    | 238.62    | 247.76    | EV/EBITDA | 10.58    | 9.77    | 7.81    | 6.37    |
| 营业费用      | 3,496.48  | 3,628.86  | 3,767.04  | 3,911.43  |           |          |         |         |         |
| 管理费用      | 1,230.70  | 1,277.29  | 1,325.93  | 1,376.75  |           |          |         |         |         |
| 财务费用      | 33.70     | 7.21      | -7.45     | -20.73    |           |          |         |         |         |
| 资产减值损失    | 250.75    | 250.75    | 250.75    | 250.75    |           |          |         |         |         |
| 公允价值变动收益  | 24.44     | -         | -         | -         |           |          |         |         |         |
| 投资净收益     | 180.08    | 310.60    | 372.72    | 428.63    |           |          |         |         |         |
| 营业利润      | 806.95    | 971.45    | 1,169.67  | 1,370.73  |           |          |         |         |         |
| 其他非经营损益   | -20.60    | -20.60    | -20.60    | -20.60    |           |          |         |         |         |
| 利润总额      | 786.35    | 950.84    | 1,149.07  | 1,350.13  |           |          |         |         |         |
| 所得税       | 136.11    | 96.04     | 116.45    | 138.23    |           |          |         |         |         |
| 净利润       | 650.24    | 854.81    | 1,032.61  | 1,211.90  |           |          |         |         |         |
| 少数股东损益    | 44.81     | 58.91     | 71.16     | 83.51     |           |          |         |         |         |
| 归属母公司净利润  | 605.43    | 795.90    | 961.46    | 1,128.39  |           |          |         |         |         |
| EBITDA    | 1,032.75  | 1,084.26  | 1,265.01  | 1,465.13  |           |          |         |         |         |
| EPS（元）    | 1.49      | 1.96      | 2.37      | 2.78      |           |          |         |         |         |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                      |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-66235704 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com   |

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)