

控股股东确认国企混改，控股马上金融坐享消费红利

首次覆盖报告

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

谢海音 (分析师)

xiehaiyin@xsdzq.cn

证书编号: S0280518060001

● 控股股东重庆商社确认混改，物美、步步高入股

公司控股股东重庆商社以增资方式引入物美集团和步步高集团，确认混合所有制改革。通过重庆联合产权交易所竞买，物美和步步高分别以 70.75/15.72 亿元拿下重庆商社 45%/10% 的股权。此次混改完成后，重庆商社将由重庆市国资委全资持股变更为重庆市国资委持股 45%、物美集团持股 45%、步步高集团持股 10%，无任何一个股东能够单独实现对重庆商社和公司的实际控制。自 2016 年重庆商社历经 3 次混改筹划，最终引入物美集团、步步高集团两家国内优秀的区域零售龙头，三者主业相近，混改有助于三方在业务板块、和经营区域发挥协同性与规模效应，为公司带来较大的经营和效率优化想象空间。

● 重庆百货参股马上金融，持有 31.06% 股份，坐享消费红利

马上金融是我国首家线上线下相结合的消费金融公司，经过 3 次增资后，注册资本增至 40 亿元。马上金融拥有中国银保监会颁发的消费金融牌照，是网贷市场上 24 家拥有该稀缺牌照的企业之一。在监管愈发严格的背景下，马上金融作为行业头部资源的护城河初显。2018 年，公司按照权益法核算长期股权投资，确认 2018 年马上金融带来的投资收益为 2.47 亿元，占公司归母净利润的比例为 28.28%，已成为公司重要的利润来源。

● 混改有望进一步释放企业经营活力，三方协同提升区域影响力

公司背靠重庆国资委，扎根重庆拥有本地优质资源。作为重庆商社旗下唯一零售上市平台，重庆百货受益于重庆商社的混改，有望进一步释放经营活力。此次增资完成后，暂不考虑公司控股股东股权变化对公司经营业绩可能产生的影响，暂不考虑三方协同区域市场影响力提升，以及成本费用优化等，假设重庆百货各业态保持小幅增长，马上金融持续为公司带来稳健的投资收益。我们预计，2019-2021 年归母净利润分别为 8.36/8.60/8.58 亿元；对应 EPS 分别为 2.06/2.11/2.11 元，对应的 PE 为 15.6X/15.2X/15.2X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：无单独控股股东经营管理风险、混改对公司协同低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,915	34,084	35,215	36,329	37,495
增长率(%)	-2.8	3.6	3.3	3.2	3.2
净利润(百万元)	605	831	836	860	858
增长率(%)	44.6	37.3	0.6	2.8	-0.2
毛利率(%)	17.7	18.4	18.5	18.7	18.8
净利率(%)	1.8	2.4	2.4	2.4	2.3
ROE(%)	12.6	15.3	13.8	12.9	11.8
EPS(摊薄/元)	1.49	2.04	2.06	2.11	2.11
P/E(倍)	21.6	15.7	15.6	15.2	15.2
P/B(倍)	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8

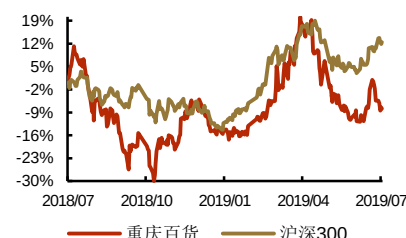
推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2019.07.11

收盘价(元):	28.31
一年最低/最高(元):	22.16/39.49
总股本(亿股):	4.07
总市值(亿元):	115.09
流通股本(亿股):	4.06
流通市值(亿元):	115.06
近 3 月换手率:	60.9%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.44	-17.88	-23.51
绝对	2.8	-22.04	-7.03

相关报告

目 录

1、 重庆商业龙头，拥有多业态的经营格局	3
2、 控股股东重庆商社确认混改，引物美、步步高入股	3
2.1、 公司控股股东为重庆国资全资子公司	3
2.2、 一波三折，物美、步步高曲线入股	4
3、 行业分析-旅游重镇，消费水平排全国前列	5
3.1、 注重享受，重庆地区整体消费水平较高	5
4、 参股马上金融，坐享消费红利	6
4.1、 成立4年，完成三次增资，马上金融已站在消费金融第一梯队	6
4.2、 马上金融股东背景强大	7
4.3、 马上金融拥有稀缺的消费金融牌照	9
4.4、 马上金融对公司业绩贡献较大	9
5、 混改有望进一步释放企业经营活力，三方协同提升区域影响力-首次覆盖，给予“推荐”评级	10
6、 风险提示	10
附：财务预测摘要	11

图表目录

图 1： 重庆毗邻湖南，地域上具有合纵连横的优势	5
图 2： 重庆 2019 年春节时期游客接待数量位列全国第一	6
图 3： 2015-2018 年马上金融营业收入	9
图 4： 马上金融归母净利润及对重庆百货利润贡献	9
图 5： 2015-2018 年马上金融总资产	10
图 6： 2015-2018 年马上金融净资产	10
表 1： 2019 年一季报，重庆百货前十大股东持股情况	4
表 2： 马上金融历年重大事件	7
表 3： 马上金融三次增资	7
表 4： 马上金融注册资本及股权结构	8
表 5： 马上金融管理层介绍	8

1、重庆商业龙头，拥有多业态的经营格局

公司成立于1950年，于1995年成功上市，是重庆市最早的国有商业企业和第一家商业上市公司。公司现已形成了百货、超市、电器、汽车贸易等多业态发展的经营格局，培育了电子商务、消费金融、供应链金融及质量检测等新兴产业。经过多年的努力，公司连续十几年跻身“全国零售100强”，2018年荣列财富中国500强第227位。

2、控股股东重庆商社确认混改，引物美、步步高入股

2019年6月21日，重庆百货发布《关于公司控股股东股权变化的进展公告》称，其控股股东重庆商社确认重庆商社混合所有制改革以增资方式引入的45%股权投资方为物美科技集团有限公司，10%股权投资方为步步高投资集团股份有限公司。此次混改完成后，重庆商社将由重庆市国资委全资持股变更为重庆市国资委持股45%、物美集团持股45%、步步高集团持股10%，重庆商社及公司控制权将发生重大变化，无任何一个股东能够单独实现对重庆商社和公司的实际控制。同时，重庆商社拟向除重庆商社以外的全部无限售条件流通股股东发出全面要约。此次要约收购的主要目的系为赋予投资者充分选择权，不以终止重庆百货上市地位为目的，此次要约价格27.16元/股，以该价格为前提，此次要约收购所需最高资金总额为60.65亿元。

2.1、公司控股股东为重庆国资金资子公司

此前，重庆重庆商社一直为重庆百货的控股股东，控股比例为45.05%。重庆重庆商社成立于1996年，是重庆市人民政府国有资产监督管理委员会创立的全资子公司，是中国西部最大的商贸流通集团，国家重点培育的大型流通企业之一。经过十余年发展，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、农资和商业地产等多业态开发的经营格局，业态涉及综合商场、连锁超市、便利店、专业店等。根据中国连锁经营协会公布的《2018中国连锁百强》中，重庆商社排名第8位。背靠重庆国资，且拥有重庆国资旗下唯一零售上市平台，重庆商社拥有持续发展的基础。

表1： 2019 年一季报，重庆百货前十大股东持股情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	重庆商社(集团)有限公司	183,133,124	45.05
2	香港中央结算有限公司(陆股通)	18,075,592	4.45
3	前海人寿保险股份有限公司-分红保险产品华泰组合	10,392,657	2.56
4	中央汇金资产管理有限责任公司	8,524,800	2.10
5	重庆华贸国有资产经营有限公司	4,521,743	1.11
6	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	4,018,217	0.99
7	海通证券股份有限公司	4,002,209	0.98
8	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	3,571,189	0.88
9	博时基金管理有限公司-社保基金四一九组合	3,299,732	0.81
10	中国建银投资有限责任公司	3,082,674	0.76
合 计		242,621,937	59.69

资料来源：Wind、新时代证券研究所

2.2、一波三折，物美、步步高曲线入股

回溯历史，重庆百货经历了 3 次混改。1) 2016 年 10 月，重庆百货就曾筹划通过定增方式实施混改，拟引进物美控股集团(天津滨海新区)投资有限公司(物美集团旗下公司，简称物美投资)和步步高商业连锁股份有限公司(步步高集团旗下上市公司)。据彼时的发行方案，若发行完成，物美投资和步步高持有上市公司股份的比例分别为 21.32%和 10.91%。受再融资相关政策调整影响，2017 年 2 月，重庆百货定增预案取消。2) 2017 年 10 月 13 日，重庆百货拟引进战略投资者以推进重庆商社开展混合所有制改革相关工作，10 月 30 日因条件不够充分、方案论证不足而决定终止。3) 2018 年 4 月 9 日，“重庆商社混合所有制改革方案已获得重庆市人民政府原则同意”。2019 年 6 月 21 日，重庆商社确认混改以增资方式引入的股权投资方分别为物美集团、步步高集团。通过重庆联合产权交易所竞买，物美集团和步步高集团分别以 70.75/15.72 亿元人民币拿下重庆商社 45%/10%的股权。此次混改完成后，重庆商社将由重庆市国资委全资持股变更为重庆市国资委持股 45%、物美集团持股 45%、步步高集团持股 10%，无任何一个股东能够单独实现对重庆商社和公司的实际控制。

物美通过马上金融与重庆百货进行业务合作。根据重庆百货 2019 年 3 月份关联交易公告，重庆百货和物美集团同为消费金融公司马上金融股东。截至 2018 年末，二者分别持有马上金融股份比例为 31.060%和 17.624%。

物美集团完成线上线下布局，旗下零售企业链条较完善。物美成立于 1994 年，是我国最大、发展最早的现代流通企业之一，实际控制人为张文中。自 2004 年开始，物美通过托管、收购、重组等方式，控制或拥有超过 20 家企业，其中包括北京超市发、京北大世界、天津大荣、美廉美、邻家便利店、乐天玛特、华润万家、浙江供销、百安居、圣熙八号等多个品牌。2016 年物美集团港股物美商业(1025.HK)退市，2018 年 9 月，物美集团完成对上市公司新华百货(600785.SH) 36.06%的股权收购，成为新华百货控股股东。新华百货作为宁夏最大的商业零售企业和自治区百强企业，业务主要涉及综合购物中心、百货商场、超市连锁、电器及通信连锁等，截止 2018 年拥有门店 258 家(自有 18 家、租赁 240 家)。物美集团还在积极布局线上业务，与多点(张文中持有多点 5%股份)合作构建完整的线上线下生态体系。根据上海清算所公布的物美集团 2018 年年报，物美集团全年实现营业收入 413.19

亿元，净利润 21.36 亿元；截至 2018 年末，其总资产达 613.86 亿元，负债达 332.16 亿元。

步步高集团与公司主业相近，门店地理位置可实现互补。步步高集团成立于 1995 年湖南湘潭，2008 年在深交所上市，成为中国民营连锁超市企业首家上市公司，是中国连锁 20 强、中国快消品连锁 10 强。步步高主要经营活动为超市、百货、电器等生活消费品的销售。经过 20 年的发展，步步高逐步发展成为拥有超市、家电、百货、购物中心、便利店、物流、电子商务、服装、餐饮等多业态的大型商业集团。步步高现已发展成为湖南省区域龙头企业，在湖南周边拥有密集的营业网点。自 2014 年以来，步步高先后收购广西南城百货、湖南心连心超市门店、四川梅西百货、家润多超市。已完成“做实湖南，快速做强广西，做好江西和四川”的战略部署。2018 年步步高全年实现营业总收入 186.6 亿元；实现归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元，新开门店 40 家（其中新开超市 38 家、百货 2 家）。此次通过入股重庆重庆商社，双方主业相近，区域互补，有助于提高协同作用，增强区域影响力。

图1： 重庆毗邻湖南，地域上具有合纵连横的优势



资料来源：百度地图、新时代证券研究所

3、 行业分析-旅游重镇，消费水平排全国前列

3.1、 注重享受，重庆地区整体消费水平较高

政治地位促进重庆飞速发展。重庆是我国四大直辖市之一，被誉为国家中心城市，是长江上游地区经济中心、金融中心和创新中心，政治、文化、科技、教育、艺术等中心，国务院定位的国际大都市。1997 年 6 月 18 日恢复成立中央直辖市后，重庆老工业基地改造振兴步伐加快，形成了电子信息、汽车、装备制造、综合化工、材料、能源和消费品制造等千亿级产业集群，金融、商贸物流、服务外包等现代服务业快速发展。“十三五”期间，建设城乡统筹发展的国家中心城市，加快建设国家重要现代制造业基地，国内重要功能性金融中心，西部创新中心和内陆开放高地。

坐落“一带一路”沿线，重庆现已成为国际性都市。重庆是我国中西部地区水、陆、空型综合交通枢纽，位于我国“一带一路”覆盖范围内，拥有中新（重庆）战略性互联互通示范项目、国家级新区——两江新区、渝新欧国际铁路，以及重庆两路寸滩保税港区、重庆西永综合保税区、重庆铁路保税物流中心、重庆南彭公路保

税物流中心、万州保税物流中心，过境 72 小时内免签，进口整车、水果、肉类等口岸。

重庆地区消费水平较高。根据 2018 年中国统计年鉴数据显示，2017 年我国社会消费品零售总额排行中，排在前五地区分别是上海、北京、广州、重庆和成都。此外，自 2018 年以来，我国旅游业飞速发展，在我国消费的占比大幅提高。一直以来，重庆都是我国旅游热门城市。根据中国旅游研究院(文化和旅游部数据中心)数据，重庆 2019 年春节时期游客接待数量位列全国第一。当地人的消费能力以及旅游人口红利支撑重庆消费市场的发展。

图2: 重庆 2019 年春节时期游客接待数量位列全国第一

表 2 2019 年春节游客接待前 60 位城市

排名	城市	排名	城市	排名	城市
1	重庆	21	天津	41	安庆
2	北京	22	南充	42	合肥
3	上海	23	桂林	43	荆州
4	衡阳	24	菏泽	44	荆州
5	邵阳	25	上饶	45	长沙
6	成都	26	驻马店	46	哈尔滨
7	广州	27	临沂	47	沧州
8	西安	28	信阳	48	黄冈
9	南宁	29	商丘	49	泉州
10	玉林	30	徐州	50	岳阳
11	赣州	31	梅州	51	六安
12	周口	32	阜阳	52	郴州
13	盐城	33	杭州	53	昆明
14	湛江	34	永州	54	河池
15	深圳	35	邯郸	55	宜春
16	保定	36	潍坊	56	九江
17	石家庄	37	达州	57	济宁
18	常德	38	南京	58	烟台
19	茂名	39	南通	59	咸阳
20	南阳	40	遵义	60	百色

资料来源：中国旅游研究院、新时代证券研究所

4、参股马上金融，坐享消费红利

4.1、成立 4 年，完成三次增资，马上金融已站在消费金融第一梯队

2015 年 6 月，公司与北京稷润商贸有限公司(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 家公司经中国银保监会批准的金融机构，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。其中重庆百货为第一大股东持有 31.06%股份，该公司董事及高管尹向东担任马上金融董事长。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。

表2: 马上金融历年重大事件

时间	事件
2015 年 4 月	召开马上消费金融股份有限公司第一次股东会、董事会、监事会
2015 年 5 月	马上消费金融股份有限公司官网正式上线
2015 年 6 月	马上消费金融股份有限公司获得营业执照
2015 年 6 月	马上消费金融公司在重庆正式开业，黄奇帆市长出席开业仪式
2015 年 7 月	被“中国互联网大会”评为普惠金融的优秀案例
2016 年 8 月	马上消费金融增资扩股，增资扩股后注册资本为 13 亿元
2016 年 10 月	携手支付宝，马上金融支付宝服务窗上线
2016 年 12 月	与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商全部实现合作
2016 年 12 月	马上消费金融首个会计年度实现盈利
2017 年 5 月	马上金融牵手银联，安逸花“闪付”功能上线
2018 年 6 月	第三次战略融资 20 亿
2018 年 9 月	马上金融云正式上线
2018 年 10 月	注册用户突破 5000 万
2019 年 3 月	我司与中金、联通支付达成战略合作
2019 年 4 月	累计交易额突破 2000 亿元

资料来源：马上金融官网、新时代证券研究所

自成立以来，马上金融完成 3 次增资，注册资本增至 40 亿元。2016 年 8 月马上消费金融进行了第一轮融资，注册资本由 3 亿元增加至 13 亿元；2017 年 7 月，马上金融进行了第二轮融资，注册资本由 13 亿元增加至 22.1 亿元。因发展需要，2018 年 4 月，马上金融进行第三轮融资，融资约 20.04 亿元，增资后马上消费金融注册资本为 40 亿元。其中，公司持有马上金融 12.42 亿股，占其股份总额的 31.06%。

表3: 马上金融三次增资

	时间	注册资本(亿元)	重庆百货持股比例(%)
注册	2015 年 6 月	3.00	30%
第一次增资	2016 年 8 月	13.00	31.58%
第二次增资	2017 年 7 月	22.10	30.62%
第三次增资	2018 年 4 月	40.00	31.06%

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

4.2、马上金融股东背景强大

马上金融股东背景雄厚，股东结构多元，对马上金融运营方面与融资方面的支持力度较大。公司为马上金融大股东，经过 3 次增资后，持有马上金融 6.77 亿股份，持股比例达 31.06%。除公司外，中关村科金公司持有公司 29.51%股份，其董事长赵国庆也是马上金融的 CEO，负责马上金融的管理与运营。公司大股东物美集团持有马上金融 17.26%股权；另重庆银行持有马上金融 15.53%股权。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 2018 年 12 月 31 日，重庆银行资产总额 4503.69 亿元。

表4: 马上金融注册资本及股权结构

股东	股份数	持股比例	出资金额(元)
重庆百货大楼股份有限公司	676,692,350	31.06%	1,242,399,170
北京中关村科金技术有限公司	642,835,946	29.51%	1,180,239,871
物美控股集团有限公司	376,124,170	17.26%	690,561,374
重庆银行股份有限公司	338,346,175	15.53%	621,199,585
成都市趣艺文化传播有限公司	108,715,223	4.99%	199,600,000
阳光财产保险股份有限公司	19,607,956	0.90%	36,000,000
浙江小商品城集团股份有限公司	16,339,963	0.75%	30,000,000
合计	2,178,661,784	100.00%	4,000,000,000

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

管理层方面, 马上金融的管理层具有较强的专业背景。CEO 为赵国庆博士, 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; CTO 蒋宁曾任 IBM、平安, 阿里技术负责人, 拥有超过 15 年互联网架构技术、综合金融技术规划等方面经验。CRO 为 Tomas 曾任捷信中国区 CRO 兼总经理, 拥有超过 15 年多国消费金融领域风险管理经验。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。

表5: 马上金融管理层介绍

姓名	职位	毕业院校	工作经验	相关工作年限
赵国庆	创始人、 首席执行官 (CEO)	天津大学博士与硕士学位、 南开大学学士学位、 中欧商学院、 清华五道口金融学院 EMBA 学位	曾任京东联席董事长兼 CSO	超过 18 年金融领域战略 及经营管理经验
郭剑霓	首席财务官 (CFO)、 首席运营官 (COO)	墨尔本大学硕士学位、 浙江大学学士学位	曾任捷信中国创始人之一兼 CFO	超过 11 年消费金融管理经验
蒋宁	首席技术官 (CTO)	东京大学硕士学位、 京都大学学士学位	曾任 IBM、平安, 阿里技术负责人	超过 15 年互联网架构技术、 综合金融技术规划方面经验
Tomas	首席风控官 (CRO)	捷克孟德尔大学系统工程、 经济管理硕士学位	曾任捷信中国区 CRO 兼总经理	超过 15 年多国消费金融风险 管理经验
林亚臣	首席风控科学家	美国雪城大学博士与硕士学位、 北京师范大学硕士及学士学位	曾任美国 Fidelity National 副总裁、 美国大通银行资深副总裁、 广发银行首席信贷官兼零售银行副总裁	超过 20 年的风险管理 及体系建立经验
董骝煊	首席数据科学家	南开大学数学系本科和博士学位、 担任过上海财经大学以及南开大 学兼职硕士导师	曾任同盾科技的联合创始人&CRO	超过 10 年信贷风险 和营销数据量化评估模型建 立经验

资料来源: 马上金融官网、新时代证券研究所

4.3、马上金融拥有稀缺的消费金融牌照

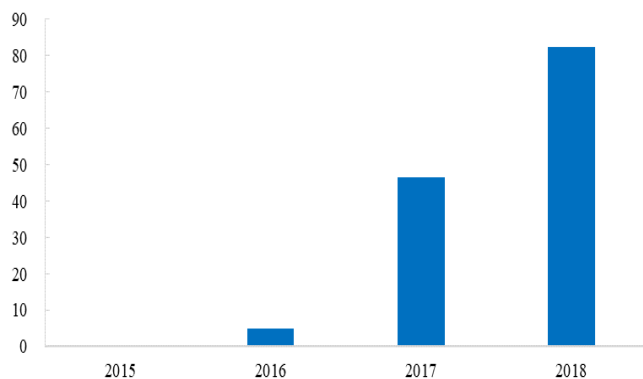
马上金融是网贷市场上为数不多拥有中国银保监会颁发的消费金融牌照的公司之一。目前，共有 22 家消费金融机构获得银监会牌照，绝大多数持牌企业的发起人中有银行背景。与我国上千家互联网消费金融企业相比，消费金融机构的牌照相对稀缺。在监管高压下，未来底层的互联网金融企业将面临清理整顿，行业环境净化，将有利于持牌类消费金融机构的业务发展，行业头部资源的护城河将显现。

4.4、马上金融对公司业绩贡献较大

公司投资参股的马上金融规模和盈利能力持续提升。自 2015 年成立以来，马上金融业务发展迅速，2018 年，马上金融实现营业收入 82.39 亿元，较 2017 年增长近一倍。实现净利润 8.01 亿元，公司持股马上金融 31.06% 的股份，按照权益法核算长期股权投资，确认 2018 年投资收益 2.47 亿元，占公司归母净利润的比例为 28.28%，已成为公司重要的利润来源。

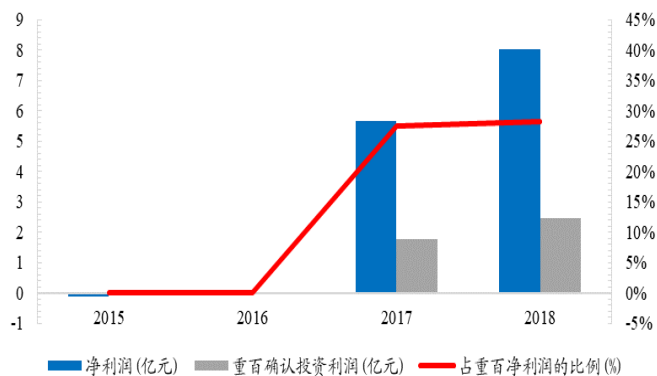
重庆百货对马上金融发展支持力度较大。2019 年 7 月 4 日，重庆百货公告称，为提高资金使用效率，决定在马上金融办理股东存款 2 亿元，预计 2019 年累计发生金额 10 亿元。根据公司披露信息，截至一季度末马上金融资产总额 467 亿元，净资产 57.66 亿元，较 2018 年年末增加 2.03 亿元，全年累计股东存款金额 10 亿元，即占重庆百货全年净资产的 18%。以自有经营资金在马上金融办理股东存款，有助于提升公司资金收益，分享消费金融行业快速发展红利。

图3： 2015-2018 年马上金融营业收入

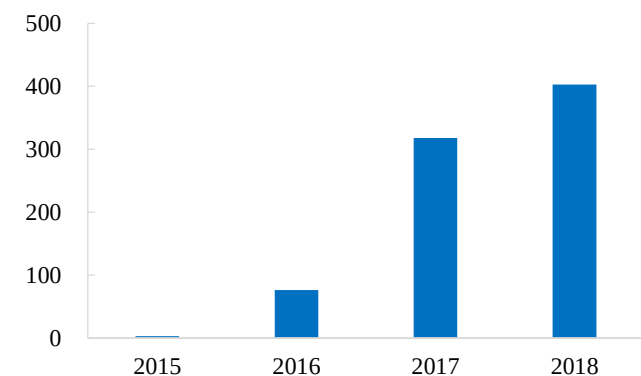


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

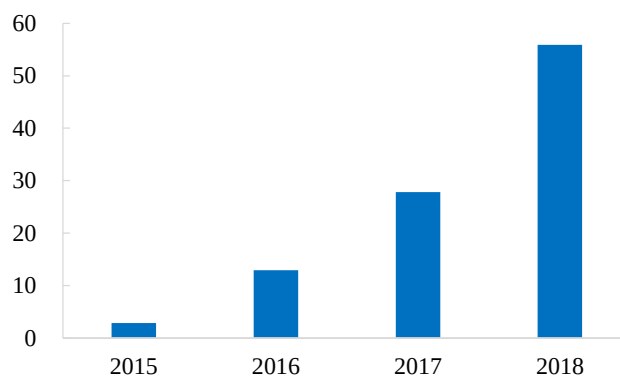
图4： 马上金融归母净利润及对重庆百货利润贡献



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图5： 2015-2018 年马上金融总资产

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图6： 2015-2018 年马上金融净资产

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

5、 混改有望进一步释放企业经营活力，三方协同提升区域影

响力-首次覆盖，给予“推荐”评级

公司背靠重庆国资委，扎根重庆拥有本地优质资源。作为重庆商社旗下唯一零售上市平台，重庆百货受益于重庆商社的混改，有望进一步释放经营活力。此次增资完成后，暂不考虑公司控股股东股权变化对公司经营业绩可能产生的影响，暂不考虑三方协同区域市场影响力提升，以及成本费用优化等，假设重庆百货各业态保持小幅增长，马上金融持续为公司带来稳健的投资收益。我们预计，2019-2021 年归母净利润分别为 8.36/8.60/8.58 亿元；对应 EPS 分别为 2.06/2.11/2.11 元，对应的 PE 为 15.6X/15.2X/15.2X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

6、 风险提示

无单独控股股东经营管理风险、混改对公司协同低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7962	7857	4919	4876	5153
现金	3190	3056	0	0	0
应收票据及应收账款合计	120	151	0	0	0
其他应收款	120	119	128	127	136
预付账款	966	1019	1032	1084	1100
存货	2520	2431	2678	2584	2837
其他流动资产	1045	1081	1081	1081	1081
非流动资产	5282	6259	7237	8143	9155
长期投资	854	1735	2872	4013	5155
固定资产	3086	3155	3053	2943	2831
无形资产	386	363	389	409	427
其他非流动资产	957	1005	924	778	743
资产总计	13244	14116	12156	13019	14309
流动负债	7816	8092	5526	5695	6316
短期借款	257	368	1634	1968	2236
应付票据及应付账款合计	3984	4178	0	0	0
其他流动负债	3575	3545	3892	3727	4080
非流动负债	279	303	303	303	303
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	279	303	303	303	303
负债合计	8095	8395	5828	5997	6619
少数股东权益	155	158	192	239	286
股本	407	407	407	407	407
资本公积	403	403	403	403	403
留存收益	4217	4804	5332	5863	6422
归属母公司股东权益	4994	5563	6135	6783	7404
负债和股东权益	13244	14116	12156	13019	14309

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1287	1002	-2926	1039	1203
净利润	650	874	871	906	906
折旧摊销	284	323	296	304	244
财务费用	34	61	152	252	277
投资损失	-180	-282	-287	-292	-285
营运资金变动	334	-298	-3950	-122	75
其他经营现金流	166	324	-8	-9	-14
投资活动现金流	-1150	-644	-979	-909	-957
资本支出	292	386	-158	-236	-129
长期投资	-1066	-534	-1136	-881	-1141
其他投资现金流	-1924	-792	-2274	-2026	-2228
筹资活动现金流	-355	-435	-417	-464	-514
短期借款	-89	111	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-266	-546	-417	-464	-514
现金净增加额	-217	-76	-4322	-334	-268

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32915	34084	35215	36329	37495
营业成本	27095	27804	28690	29551	30443
营业税金及附加	221	228	234	238	249
营业费用	3496	3694	3936	3943	4077
管理费用	1231	1166	1151	1229	1295
研发费用	0	3	1	1	1
财务费用	34	61	152	252	277
资产减值损失	251	410	314	346	381
公允价值变动收益	24	4	4	5	9
其他收益	15	16	15	16	16
投资净收益	180	282	287	292	285
营业利润	808	1026	1047	1086	1086
营业外收入	16	17	17	17	17
营业外支出	37	28	30	30	30
利润总额	786	1014	1034	1073	1073
所得税	136	140	163	167	168
净利润	650	874	871	906	906
少数股东损益	45	43	34	47	47
归属母公司净利润	605	831	836	860	858
EBITDA	990	1268	1344	1487	1444
EPS(元)	1.49	2.04	2.06	2.11	2.11

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	-2.8	3.6	3.3	3.2	3.2
营业利润(%)	64.1	27.0	2.1	3.7	0.0
归属于母公司净利润(%)	44.6	37.3	0.6	2.8	-0.2
获利能力					
毛利率(%)	17.7	18.4	18.5	18.7	18.8
净利率(%)	1.8	2.4	2.4	2.4	2.3
ROE(%)	12.6	15.3	13.8	12.9	11.8
ROIC(%)	2120.9	953.8	23.0	27.1	29.5
偿债能力					
资产负债率(%)	61.1	59.5	47.9	46.1	46.3
净负债比率(%)	-52.2	-42.5	29.8	31.7	32.4
流动比率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
速动比率	0.5	0.5	0.2	0.2	0.1
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.5	2.7	2.9	2.7
应收账款周转率	250.0	251.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.9	6.8	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.49	2.04	2.06	2.11	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	4.90	2.38	-7.20	2.56	2.96
每股净资产(最新摊薄)	12.28	13.68	15.09	16.68	18.21
估值比率					
P/E	21.6	15.7	15.6	15.2	15.2
P/B	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	9.8	7.9	10.7	9.9	10.5

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

谢海音，商贸零售分析师，纽卡斯尔金融经济学硕士。具有一定研究工作经验，曾先后就职于五道口金融学院、联讯证券研究院。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>