



中信证券研究部



徐晓芳
首席商业零售
分析师

S1010515010003

核心观点

2015-2018年，公司分别计提资产减值 3.8 亿/2.4 亿/2.5/4.1 亿元，商业主营净利率 1.2%/1.2%/1.3%/1.7%，远低于行业平均水平。现控股股东重庆商社混改稳步推进，上市公司激励有望随之改善，商业主营净利率有望向行业平均回归，或达更高水平。马上消费团队优秀，强于风控，持续增长可期。

■ **重庆多业态商业龙头，自有物业丰富。**截至 2018 年末，公司旗下门店 310 家，包括 55 家百货、177 家超市、48 家电器和 30 家汽贸；2018 年分别贡献营业收入 132 亿/73 亿/33 亿/63 亿元，合计 340.8 亿元（+3.6%）；核心商圈自有物业 77.4 万平米，主城区自有仓库 9.5 万平米，公司 RNAV173 亿元。

■ **马上消费：团队优秀，强于风控，可持续增长可期。**公司持股 31.06%的马上消费核心产品为消费分期和现金贷，收费模式主要为利息和服务费；2018 年末注册用户数超 6000 万。2018 年，马上消费营业收入/净利润 82.4 亿/8.0 亿元，同比+76.5%/+38.7%，净利率 9.7%，ROE19.1%。考虑到监管收紧、政策趋严而竞争依然较为激烈，保守预计 2019-21 年马上消费净利润 CAGR+26%。

■ **商社集团混改稳步推进，上市公司激励有望改善推动净利率回归或超越行业平均水平。**2018 年 10 月，重庆商社增资引入两名战投已在重庆联交所挂牌；混改后重庆国资委/战投 A/战投 B 将分别持股 45%/45%/10%，无任何股东可单独实现对商社集团和重庆百货的实际控制；参照云南白药国改历程，上市公司层面或将推出激励方案；参照鄂武商国改历程，公司商业主营净利率有望从 2018 年的 1.7%回归至行业平均波动区间 3.1%~4.2%或更高水平（鄂武商：由 3.6%提升至 6.8%）。

■ **风险因素：**竞争加剧；国改进展低于预期；马上消费遇到政策收紧或坏账风险。

■ **投资建议：**控股股东商社集团混合所有制改革稳步推进，上市公司有望随之推出激励方案（如限制性股票或员工持股等）；马上消费金融公司管理团队优秀，精于线上引流、场景挖掘和风险管控，有望可持续增长。鉴于消费形势低迷，下调 2019-2020 年营业收入预测为 349.6 亿/363.3 亿元（原为 362.1 亿/378.7 亿元）；激励落地可期，上调 2019-2020 年归属净利润预测为 10.5 亿/13.2 亿元（原为 9.6 亿/12.0 亿元），新增 2021 年营业收入/归属净利润预测为 379.3 亿/16.3 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.59/3.24/4.00 元，给予目标价 42 元，维持“买入”评级。

重庆百货	600729
评级	买入（维持）
当前价	34.69 元
目标价	42 元
总股本	407 百万股
流通股本	406 百万股
52 周最高/最低价	39.92/22.9 元
近 1 月绝对涨幅	19.95%
近 6 月绝对涨幅	35.40%
近 12 月绝对涨幅	34.80%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,915.37	34,083.88	34,957.47	36,335.87	37,930.13
营业收入增长率 YoY	-2.8%	3.6%	2.6%	3.9%	4.4%
净利润(百万元)	605.43	831.14	1,054.32	1,318.06	1,625.64
净利润增长率 YoY	44.6%	37.3%	26.9%	25.0%	23.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.49	2.04	2.59	3.24	4.00
毛利率	17.7%	18.4%	18.5%	18.9%	19.6%
净资产收益率 ROE	12.1%	14.9%	16.6%	18.0%	19.0%
PE	23.3	17.0	13.4	10.7	8.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

目录

公司概况：重庆商业龙头，多业态布局	1
马上消费：团队优秀，强于风控，维持高增	4
商社集团混改稳步推进，上市公司激励有望改善	5
控股股东商社集团混改在即	5
他山之石：云南白药的“混改→激励”历程	6
激励或将紧随混改，净利率有望达到或超过行业平均	8
自有物业 94 万㎡，公司 RNAV 约 173 亿元	10
风险因素	11
盈利预测	11

插图目录

图 1：重庆百货分业态门店数量	1
图 2：重庆百货分业态门店面积	1
图 3：重庆百货分业态营业收入	1
图 4：重庆百货分业态毛利率	1
图 5：重庆百货营业收入及增速	2
图 6：重庆百货归属净利润及增速	3
图 7：重庆百货营业收入及增速（单季度）	3
图 8：重庆百货归属净利润及增速（单季度）	3
图 9：云南白药股权结构（2016H1，混改前）	6
图 10：云南白药股权结构（2017H1，吸收合并白药控股前）	7
图 11：云南白药股权结构（吸收合并白药控股后）	7
图 12：重庆百货综合毛利率（剔除汽贸）与行业平均对比	8
图 13：重庆百货净利率（剔除马上消费）与行业平均对比	8
图 14：重庆百货百货业态毛利率与行业平均对比	9
图 15：重庆百货超市业态毛利率与行业平均对比	9
图 16：鄂武商综合毛利率	9
图 17：鄂武商净利率	9

表格目录

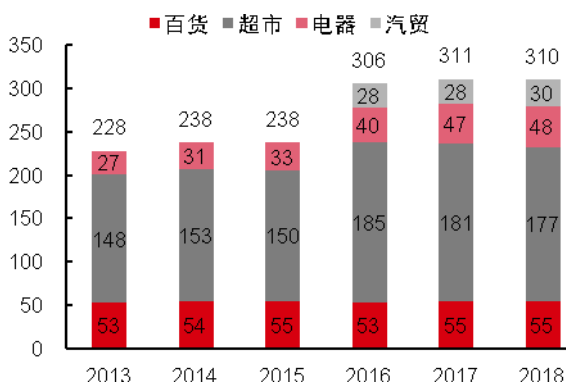
表 1：重庆百货分业态和地区门店数量及建筑面积	2
表 2：重庆百货收入与利润拆分	4
表 3：马上消费财务指标	5
表 4：重庆百货非公开增发方案增发交易前后持股变动情况	5
表 5：云南白药国改历程	7
表 6：重庆百货盈利能力指标-季度累计	9
表 7：重庆百货盈利能力指标-单季度	10
表 8：重庆百货自有物业及资产重估价值	10
表 9：重庆百货重估净值	11
表 10：重庆百货盈利预测	11

■ 公司概况：重庆商业龙头，多业态布局

公司是重庆市多业态商业龙头，主营业务涵盖购物中心、百货、超市、电器连锁、汽车贸易等。截至 2018 年末，公司旗下门店 310 家，包括 55 家百货、177 家超市、48 家电器和 30 家汽贸；门店总建筑面积 238 万平方米，其中自有物业门店 73 家，对应自有物业面积 77 万平方米。

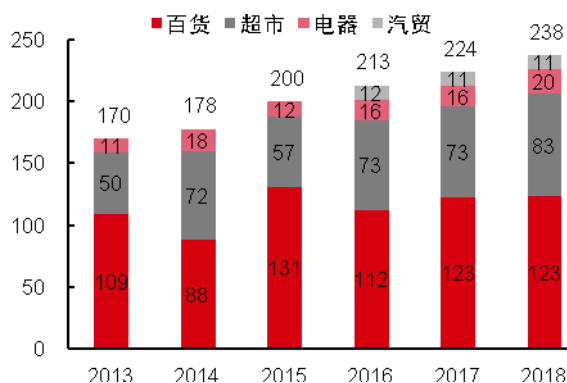
分业态看，2018 年百货/超市/电器/汽贸业态分别贡献收入 132 亿/73 亿/33 亿/63 亿元。2018 年公司关停门店 22 家，其中百货/超市/电器/汽贸门店 3/15/3/1 家，关店调整致超市收入端承压，公司百货/超市/电器业态收入分别同比+3.3%/-0.02%/+5.3%。受益于源头/品牌直采、供应链优化、损耗管控等原因，公司超市/电器毛利率提升，2018 年公司综合毛利率同比提升 0.74pct 至 18.42%，其中百货/超市/电器业态毛利率分别同比+0.2/+1.7/+2.5pcts。

图 1：重庆百货分业态门店数量（家）



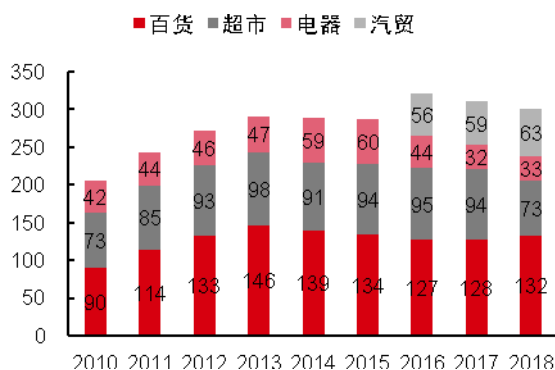
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：购物中心业态统计在百货内

图 2：重庆百货分业态门店面积（万㎡）



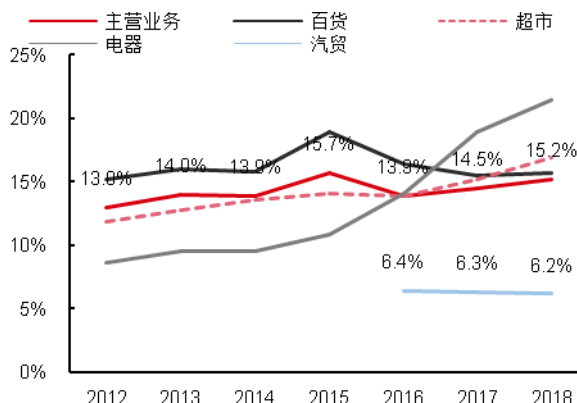
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：购物中心业态统计在百货内

图 3：重庆百货分业态营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：购物中心业态统计在百货内

图 4：重庆百货分业态毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：购物中心业态统计在百货内

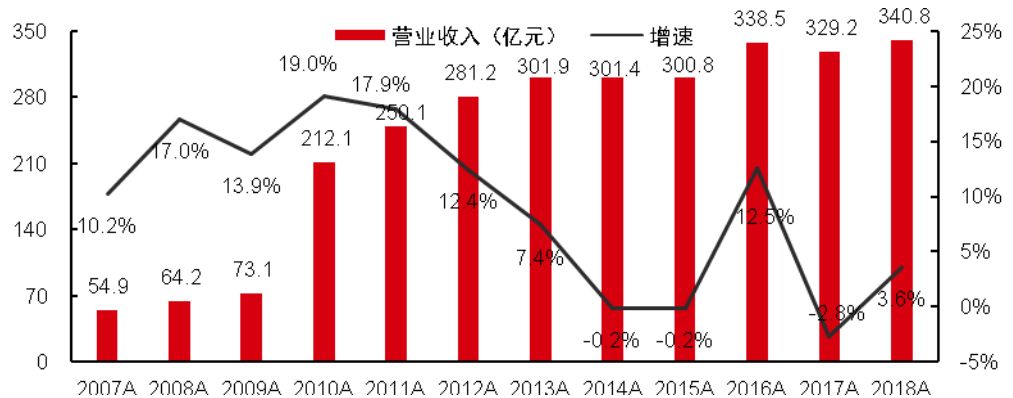
表 1: 重庆百货分业态和地区门店数量及建筑面积

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积(万平米)	门店数量	建筑面积(万平米)
重庆地区	百货业态	18	42.22	26	57.12
重庆地区	超市业态	23	13.17	139	62.98
重庆地区	电器业态	9	2.97	37	16.15
重庆地区	汽贸业态	12	5.95	18	5.21
四川地区	百货业态	3	8.72	6	11.34
四川地区	超市业态	6	3.74	8	3.06
四川地区	电器业态	2	0.64		
贵州地区	百货业态			1	1.76
湖北地区	百货业态			1	2.01
湖北地区	超市业态			1	0.53
合计		73	77.41	237	160.16

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

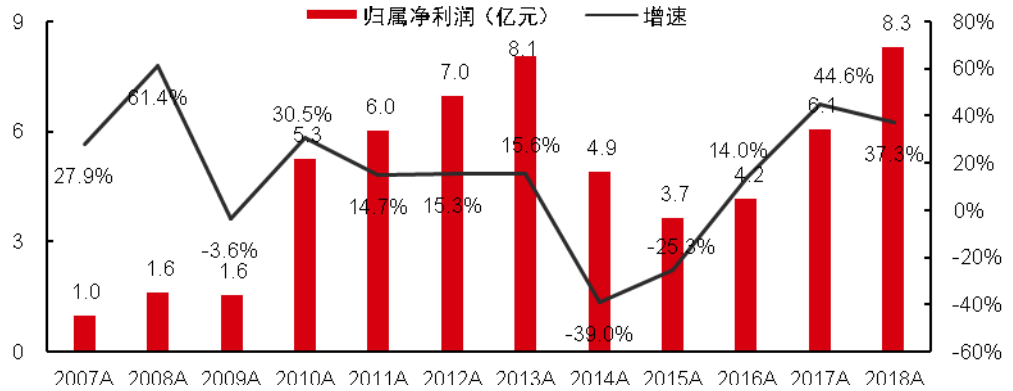
2018 年, 公司实现营业收入/归属净利润 340.8 亿/8.3 亿元, 同比+3.6%/+37.3%。2018Q4, 公司实现营业收入/归属净利润 84.0 亿/0.6 亿元, 同比-3.0%/-40.0%。剔除马上消费投资收益, 2018A/2018Q4 公司实现归属净利润分别为 5.8 亿/0.2 亿元, 同比+36.7%/+71.8%。2018A, 剔除马上消费的投资收益、资产减值损失, 公司商业主营净利润同比+45.6%。

图 5: 重庆百货营业收入及增速



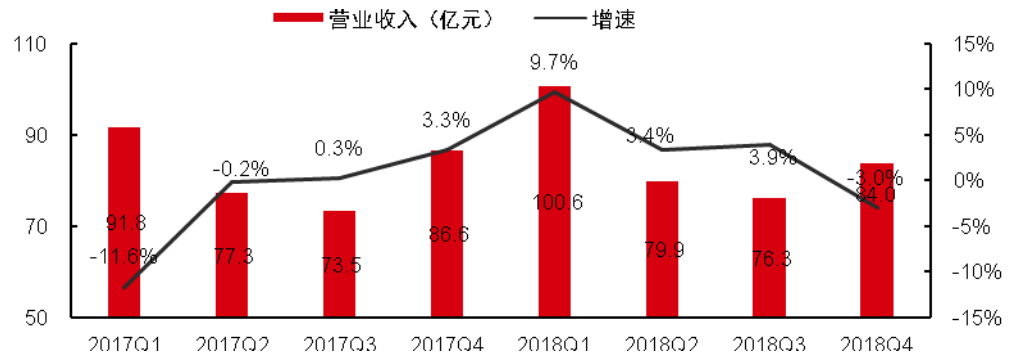
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 重庆百货归属净利润及增速



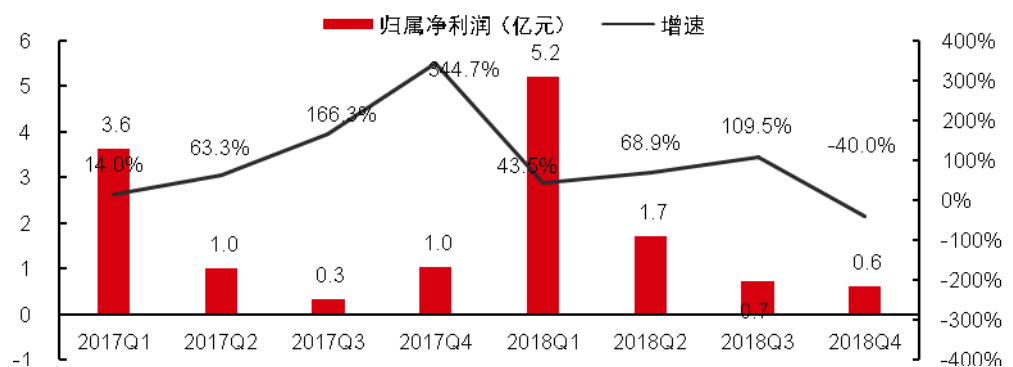
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 重庆百货营业收入及增速 (单季度)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 重庆百货归属净利润及增速 (单季度)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 2: 重庆百货收入与利润拆分

利润指标 (万元)		2016A	2017H1	2017A	2018H1	2018A
马上消费	营业收入	48,533	126,615	466,797	410,651	823,933
	YOY			861.8%	224.3%	76.5%
	净利润	652	13,356	57,767	36,585	80,120
	YOY			8757.7%	173.9%	38.7%
	马上贡献投资收益-累计	281	4,274	17,834	11,201	24,722
	YOY			6239.6%	162.1%	38.6%
	净利率	1.3%	10.5%	12.4%	8.9%	9.7%
商业主营	营业收入	3,384,677	1,690,537	3,291,537	1,805,236	3,408,388
	YOY			-2.8%	6.8%	3.6%
	归属净利润	41,590	42,407	42,709	58,376	58,392
	YOY			2.7%	37.7%	36.7%
	净利率	1.2%	2.5%	1.3%	3.2%	1.7%
商业主营 (剔除减值影响)	归属净利润	62,097	50,753	64,022	68,881	93,236
	YOY			3.1%	35.7%	45.6%
	净利率	1.8%	3.0%	1.9%	3.8%	2.7%
上市公司 整体	营业收入	3,384,677	1,690,537	3,291,537	1,805,236	3,408,388
	YOY			-2.8%	6.8%	3.6%
	归属净利润	41,871	46,681	60,543	69,577	83,114
	YOY			44.6%	49.0%	37.3%
	净利率	1.2%	2.8%	1.8%	3.9%	2.4%

资料来源: 公司公告; 中信证券研究部 注: 剔除减值影响已考虑 15% 所得税

■ 马上消费: 团队优秀, 强于风控, 维持高增

2014 年 12 月, 重庆百货作为主要出资人, 姊润商贸、重庆银行、阳光财产保险、浙江小商品城、物美控股作为一般出资人发起设立马上消费金融股份有限公司; 注册资本 3.0 亿元, 重庆百货出资 9000 万元, 持股比例 30%, 为第一大股东。

2015 年 1 月, 马上消费获银监会批文; 2015 年 6 月开业。2016 年 6 月, 马上消费第一次增资, 重庆百货出资 3.2054 亿元参与, 持股比例提升至 31.58%; 北京中关村科金技术首次出资 3.9 亿元, 持股 30%, 为第二大股东。2017 年 7 月, 马上消费第二次增资扩股, 注册资本将由 13.0 亿元增至 22.1 亿元; 重庆百货出资 2.66 亿元参与, 增资后股权比例为 30.615%。2018 年, 公司出资 6.3 亿元参与马上消费第三轮增资, 认购 5.6 亿股, 认购后股权比例 31.06%。

马上消费核心产品主要为现金贷和消费分期, 收费模式主要为利息和服务费。截至 2018Q4 末, 马上消费总资产/净资产分别达到 402.6 亿/55.9 亿元, 同比+26.6%/+100.9%, 权益乘数 7.2, 与 2018H1 持平。2018 年, 马上消费分别实现营业收入/净利润 82.4 亿/8.0 亿元, 同比+76.5%/+38.7%, 净利率 9.7%, 较 2018H1 净利率 8.9% 提升 0.8pct。2018 年末, 马上消费用户数注册用户数已超过 6000 万, 较 2018H1 末增长约 54%。

表 3：马上消费财务指标

核心指标（万元）	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
营业收入	577	48,533	466,797	823,933
YOY			861.8%	76.5%
净利润	-1,309	652	57,767	80,120
YOY			8757.7%	38.7%
净利率	-226.9%	1.3%	12.4%	9.7%
总资产	30,843	762,987	3,180,046	4,026,246
净资产	28,691	129,343	278,139	558,706
ROA		0.2%	2.9%	2.2%
ROE		0.8%	28.4%	19.1%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 商社集团混改稳步推进，上市公司激励有望改善

控股股东商社集团混改在即

2016 年 10 月，公司公布非公开发行预案，拟发行 20,500 万股，募集资金 488,105 万元，由物美投资、步步高商业和重庆华贸现金认购。发行完成后，商社集团、物美投资、步步高商业和重庆华贸持有重庆百货股份的比例分别为 29.95%、21.32%、10.91% 和 2.27%，其余为社会公众股东；重庆百货股东中没有任何一个股东能够单独对重庆百货形成控制关系。重庆华贸原为商社集团一致行动人，现已解除一致行动关系。

因不符合 2017 年再融资新政中“拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%”，该方案搁浅。

表 4：重庆百货非公开增发方案增发交易前后持股变动情况

	交易前		交易后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
商社集团	183,133,124	45.05%	183,133,124	29.95%
重庆华贸	6,011,202	1.48%	13,911,202	2.27%
物美投资	--	0.00%	130,400,000	21.32%
步步高	--	0.00%	66,700,000	10.91%
社会公众股	217,384,139	53.47%	217,384,139	35.55%
合计	406,528,465	100.00%	611,528,465	100.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2018 年 4 月，公司收到控股股东（现持股 45.05%）商社集团的通知，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。混改后商社集团股权结构为：重庆国资委持股 45%，一名战投持股 45%，另一名持股 10%，无任何股东可单独实现对商社集团和重庆百货的实际控制。混改方案已获得重庆市人民政府原则同意。

2018 年 10 月，商社集团增资项目已在重庆联交所挂牌。混改后，上市公司或将推出管理层激励、员工持股等改善激励机制，进而提升盈利能力。

他山之石：云南白药的“混改→激励”历程

2016年12月，云南白药混改进入正式实施阶段。白药控股总裁办公会审议通过新华都实业增资事宜，发布要约收购书摘要，白药控股拟向除白药控股所持股份以外的云南白药全部无限售条件流通股发出全面收购要约，云南省国资委、新华都实业及白药控股签署《股权合作协议》。

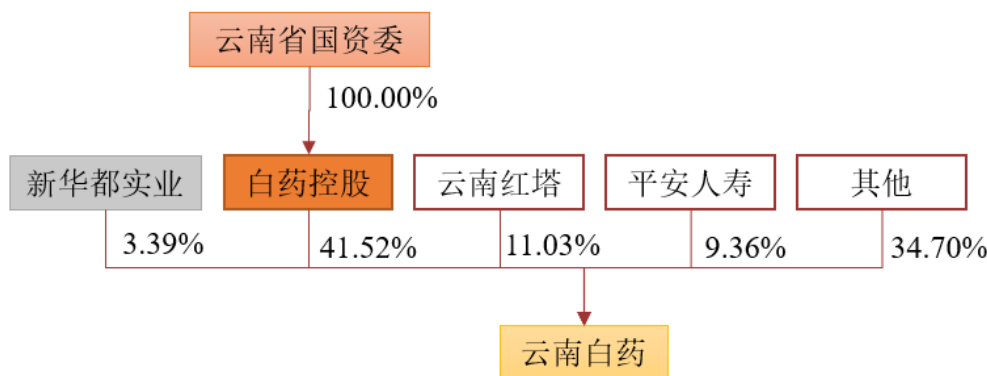
2017年3月，云南白药完成增资扩股，新华都注资254亿元获得白药控股50%股权，白药控股由云南国资委全资控股企业变为混合所有制企业。2017年6月，江苏鱼跃对白药控股进行增资56.38亿获得白药控股10%股权，白药控股股权结构从新华都实业、云南省国资委各持股50%、50%变为新华都实业、云南省国资委、江苏鱼跃分别持股45%、45%、10%。

本轮混改后，云南白药实质最高决策机构由云南国资委变为股东大会，公司许多事项审批已无需上报国资委，提高决策效率。白药控股董事会由五名董事组成，云南省国资委提名二名董事，新华都提名二名董事，江苏鱼跃提名一名董事，公司董事不再保留国企领导身份及待遇。

2018年11月，公司发布吸收合并白药控股交易预案，白药控股拟回购新华都持有的白药控股部分股权并进行减资，减资后白药控股预估值508.13亿元，公司拟合计新发行6.66亿股A股股份，发行价格76.34元/股。本次交易后，白药控股持有的公司4.32亿股股票将被注销，本次交易实际新增股份2.33亿股，摊薄比例为22%。交易完成后云南省国资、新华都及江苏鱼跃将分别持有上市公司25.1%、25.1%和5.58%股权。吸收合并后完成后将进一步减少公司的管理层级，有望进一步提升决策效率、优化治理结构。

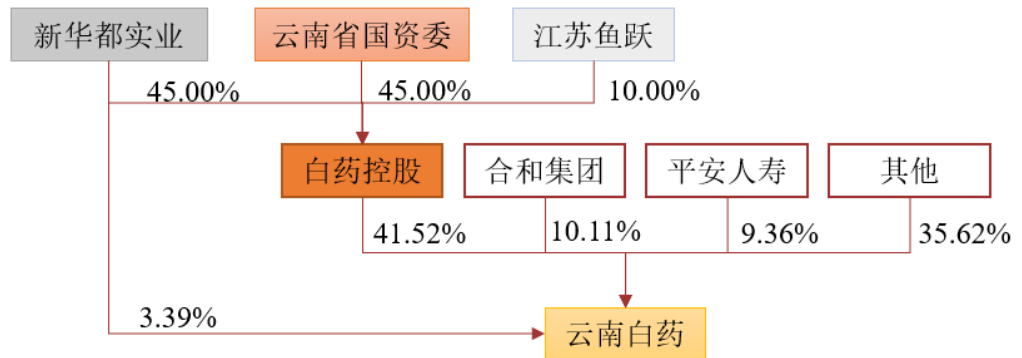
同日，公司公告拟使用自有资金从二级市场回购公司股份用于实施员工持股计划，拟回购股份的资金总额不超过15.27亿元，回购股份成本价格不超过76.34元/股，员工持股比例最高将占吸收合并交易后股本的1.57%。本次公司虽未披露具体方案，但代表着公司股权激励已进入实施阶段，激励机制的落实对公司管理团队的稳定性和积极性均有提升。

图9：云南白药股权结构（2016H1，混改前）



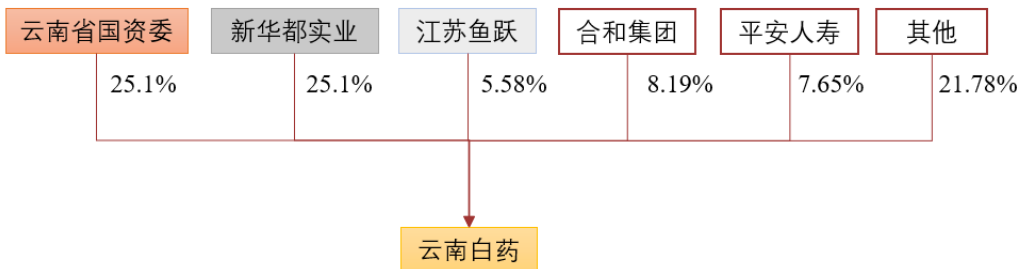
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 10：云南白药股权结构（2017H1，吸收合并白药控股前）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：云南白药股权结构（吸收合并白药控股后）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 5：云南白药国改历程

时间	事件
2016.07	云南白药因策划重大事项停牌
2016.11	云南省国资委核准资产评估报告
2016.12	新华都实业召开股东大会批准通过作为增资方取得白药控股 50%股权的事项
2016.12	混改事项获得云南省人民政府批准
2016.12	白药控股总裁办公会审议通过新华都实业增资事宜，发布要约收购书摘要，白药控股拟向除白药控股所持股份以外的云南白药全部无限售条件流通股发出全面收购要约
2016.12	云南省国资委、新华都实业及白药控股签署《股权合作协议》
2017.02	发布要约收购报告书全文 <ul style="list-style-type: none"> 白药控股以全面要约收购的方式收购云南白药除白药控股所持股份以外的全部无限售条件流通股 要约价格 64.98 元/股（要约收购报告书摘要公告日前 30 个交易日加权平均价格的算术平均值） 要约收购期限为 2017 年 3 月 24 日至 2017 年 4 月 24 日
2017.04	要约收购期限届满，预受要约股份共计 0 股
2017.05	江苏鱼跃股东会通过增资白药控股事宜
2017.06	白药控股召开股东会同意江苏鱼跃交易方案并签署协议 <ul style="list-style-type: none"> 江苏鱼跃对白药控股进行增资 56.38 亿 白药控股股权结构从新华都实业、云南省国资委 50%、50%变为新华都实业、云南省国资

时间	事件
	委、江苏鱼跃 45%、45%、10%
	<ul style="list-style-type: none"> 白药控股董事会由五名董事组成，云南省国资委提名二名董事，新华都提名二名董事，江苏鱼跃提名一名董事
2018.11	公司发布吸收合并白药控股交易预案 <ul style="list-style-type: none"> 白药控股拟回购新华都持有的白药控股部分股权并进行减资，减资后白药控股预估值 508.13 亿元，公司拟合计新发行 6.66 亿股 A 股股份，发行价格 76.34 元/股。 本次交易后，白药控股持有的公司 4.32 亿股股票将被注销，本次交易实际新增股份 2.33 亿股，摊薄比例为 22%。 交易完成后云南省国资、新华都及江苏鱼跃将分别持有上市公司 25.1%、25.1%和 5.58% 股权。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

激励或将紧随混改，净利率有望达到或超过行业平均

作为区域零售龙头，公司主营业务中百货、超市业态毛利率却均低于行业平均。我们选取 A 股 16 家百货企业，9 家超市企业作为行业参考进行分析。

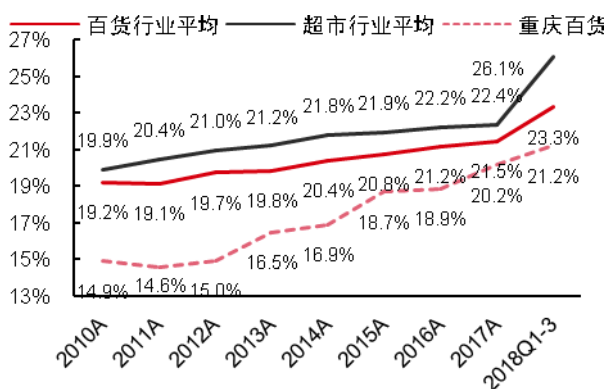
2010A-2018Q1-3，公司综合毛利率（剔除汽贸）14.9%~23.3%，显著低于百货行业平均和超市行业平均毛利率水平。

百货业态：2010A-2018Q1-3，公司百货业务毛利率 12.7%~16.9%，低于百货行业平均 19.2%~23.3%。

超市业态：2010A-2018Q1-3，公司超市业态毛利率 11.7%~16.9%，低于超市行业平均主营毛利率 19.9%~26.1%。

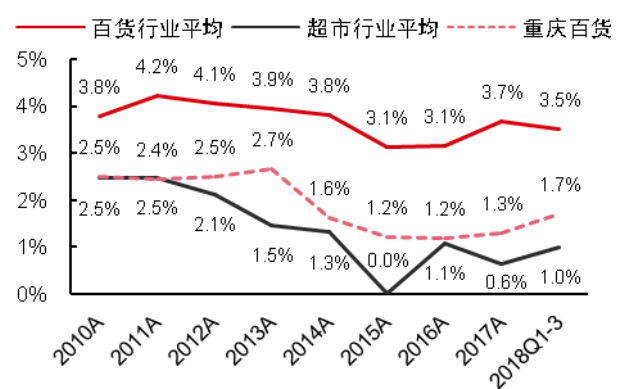
2010A-2018Q1-3，公司净利率（剔除马上消费）1.2%~2.5%，显著低于百货行业平均净利率 3.1%~4.2%。

图 12：重庆百货综合毛利率（剔除汽贸）与行业平均对比



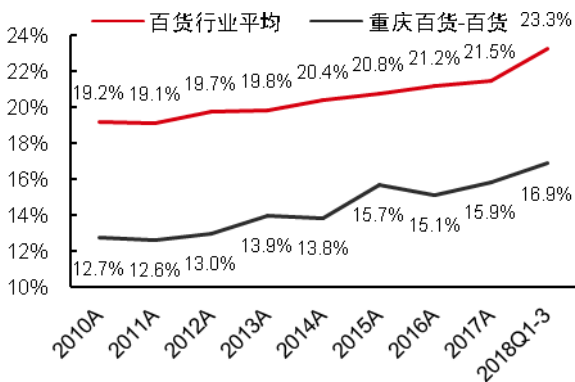
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：重庆百货指标为 2018A

图 13：重庆百货净利率（剔除马上消费）与行业平均对比



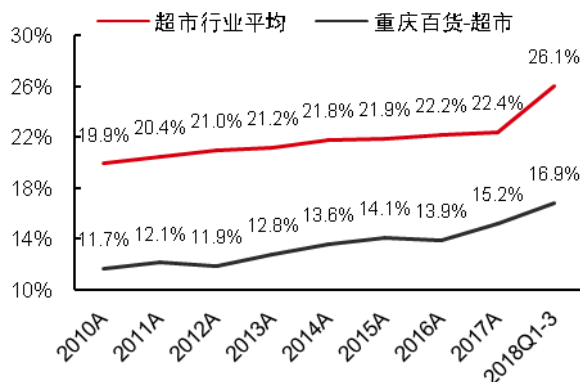
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：重庆百货指标为 2018A

图 14: 重庆百货百货业态毛利率与行业平均对比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 重庆百货指标为 2018A

图 15: 重庆百货超市业态毛利率与行业平均对比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 重庆百货指标为 2018A

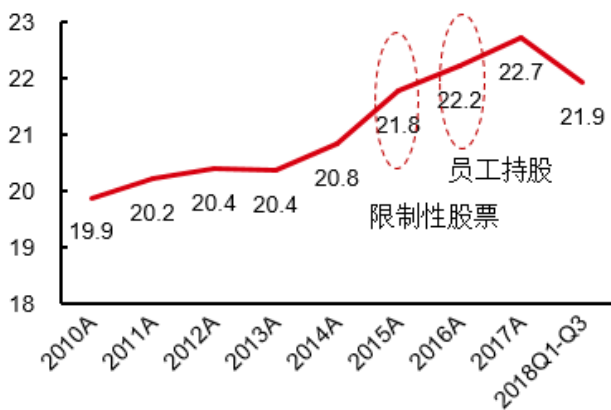
鄂武商 A (000501) 推出限制性股票激励和员工持股, 激励改善推动盈利能力提升。

2015 年 4 月 29 日, 公司向董事长、总经理等高管及其他核心骨干人员共 214 人授予限制性股票 2177.7 万股, 授予价 6.4 元/股。2016 年 5 月, 公司员工持股以 13.17 元/股认购 4,305.3 万股, 投入资金 5.7 亿元。限制性股票及员工持股完成后, 高管及员工合计持股 10.95%。

2014 至 2017 年, 鄂武商 A 综合毛利率上行、费用率下行共同推动净利率由 3.7% 提升至 6.8%; 其中, 毛利率的上行是净利率提升的主因, 2014-2017 年综合毛利率由 20.8% 提升至 22.7%; 同期, 期间费用率由 14.76% 降至 13.0%。

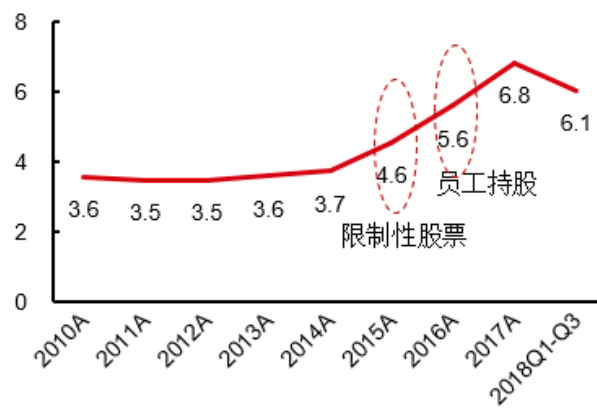
预计混改落地后, 公司有望推动管理层激励、员工持股等以改善激励, 公司净利率水平有望恢复至行业平均约 3.5% (公司 2018A: 2.6%; 剔除马上消费后: 1.7%)。

图 16: 鄂武商综合毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 17: 鄂武商净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 6: 重庆百货盈利能力指标-季度累计

盈利能力-累计	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
综合毛利率 (%)	16.55	17.80	17.78	17.68	18.63	18.44	18.29	18.42
变化 PCTs	1.86	1.95	1.55	0.88	2.07	0.64	0.51	0.74

盈利能力-累计	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
销售费用率 (%)	8.17	9.66	10.39	10.62	8.09	9.74	10.63	10.84
变化 PCTs	0.33	0.25	0.16	-0.16	-0.09	0.08	0.23	0.21
管理费用率 (%)	2.90	3.61	4.08	3.74	3.47	3.26	3.39	3.43
变化 PCTs	0.61	0.52	0.63	0.64	0.57	-0.35	-0.69	-0.31
财务费用率 (%)	0.15	0.15	0.10	0.10	0.14	0.14	0.17	0.18
变化 PCTs	-0.08	-0.14	-0.18	-0.19	-0.01	-0.01	0.06	0.08
销售+管理费用率 (%)	11.08	13.27	14.47	14.36	11.56	13.00	14.02	14.27
变化 PCTs	0.94	0.77	0.79	0.48	0.48	-0.27	-0.45	-0.09
期间费用率 (%)	11.23	13.43	14.58	14.46	11.70	13.15	14.19	14.45
变化 PCTs	0.86	0.63	0.60	0.29	0.47	-0.28	-0.39	-0.02
净利率 (%)	4.09	2.90	2.20	1.98	5.31	4.02	3.15	2.56
变化 PCTs	0.99	0.73	0.58	0.68	1.22	1.12	0.94	0.59
ROE(%)	7.54	9.79	10.48	12.56	9.95	13.33	14.63	15.75
变化 PCTs	0.77	1.65	2.08	3.68	2.41	3.54	4.15	3.19

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 7：重庆百货盈利能力指标-单季度

盈利能力-单季度	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
综合毛利率 (%)	16.55	19.28	17.72	17.42	18.62	18.22	17.93	18.83
变化 PCTs	1.86	1.88	0.56	-1.12	2.07	-1.07	0.20	1.41
销售费用率 (%)	8.17	11.42	12.08	11.27	8.09	11.83	12.71	11.48
变化 PCTs	0.33	-0.08	-0.20	-1.16	-0.09	0.41	0.63	0.22
管理费用率 (%)	2.90	4.45	5.15	2.79	3.47	3.00	3.70	3.51
变化 PCTs	0.61	0.29	0.82	0.75	0.57	-1.46	-1.45	0.72
财务费用率 (%)	0.15	0.15	-0.01	0.10	0.14	0.14	0.22	0.21
变化 PCTs	-0.08	-0.22	-0.28	-0.21	-0.01	-0.01	0.23	0.11
销售+管理费用率 (%)	11.08	15.88	17.23	14.06	11.56	14.83	16.41	14.99
变化 PCTs	0.94	0.20	0.63	-0.41	0.48	-1.05	-0.82	0.94
期间费用率 (%)	11.23	16.03	17.22	14.15	11.70	14.97	16.64	15.20
变化 PCTs	0.86	-0.01	0.35	-0.62	0.47	-1.06	-0.58	1.05
净利率 (%)	4.09	1.49	0.60	1.34	5.31	2.40	1.08	0.79
变化 PCTs	0.99	0.56	0.32	1.03	1.22	0.91	0.48	-0.55

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 自有物业 94 万 m²，公司 RNAV 约 173 亿元

公司自有物业门店 73 家，建筑面积 77.41 万平方米，遍布重庆市核心商圈；自有仓库面积 9.51 万平方米，主要分布在主城区；物业重估值约 146.3 亿。综合考虑账面现金、有息负债等指标，上市公司重估净值约为 173.2 亿元，较 2019/3/18 收盘市值高 23%。

表 8：重庆百货自有物业及资产重估价值

建筑面积 (万 m ²)	重估价格 (万元/m ²)	重估值 (亿元)

	建筑面积（万㎡）	重估价格（万元/㎡）	重估值（亿元）
百货	50.9	前十大收入门店 3 万，其它 1 万	117.1
超市	16.9	0.8	13.5
电器	3.6	0.8	2.9
汽贸	6.0	0.8	4.8
门店物业合计	77.4	-	138.3
仓储面积	9.5	0.5	4.8
在建工程	6.6	0.5	3.3
合计	93.5	-	146.3

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

表 9：重庆百货重估净值（单位：亿元）

指标	数值（中性）
自有物业重估值	146.3
货币资金	30.6
其他流动资产：短期理财	
短期借款	3.7
一年内到期的非流动负债	-
长期借款	-
债券	-
有息负债小计	3.7
资产重估净值(亿元)	173.2
股本（万股）	40,652.8
每股重估资产净值（元）	42.6
股价（元）	34.7
最新市值	141.0
重估净值/最新市值	1.2
空间	23%
折价率	0.2

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

■ 风险因素

优势区域竞争加剧；国改进展低于预期；马上消费遇到政策收紧或坏账风险。

■ 盈利预测

公司混合所有制改革方向明确，引入战投后推出激励方案（如限制性股票或员工持股等）是大概率事件；马上消费金融公司管理团队优秀，持续增资把握消费金融高速发展机遇。下调 2019-2020 年营业收入预测为 349.6 亿/363.3 亿元（原为 362.1 亿/378.7 亿元），考虑激励落地后带来的提效，上调 2019-2020 年归属净利润预测为 10.5 亿/13.2 亿元（原为 9.6 亿/12.0 亿元），新增 2021 年营业收入/归属净利润预测为 379.3 亿/16.3 亿元，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.59/3.24/4.00 元，维持“买入”评级。

表 10：重庆百货盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,915.37	34,083.88	34,957.47	36,335.87	37,930.13
营业收入增长率 YoY	-2.8%	3.6%	2.6%	3.9%	4.4%
净利润(百万元)	605.43	831.14	1,054.32	1,318.06	1,625.64
净利润增长率 YoY	44.6%	37.3%	26.9%	25.0%	23.3%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.49	2.04	2.59	3.24	4.00
毛利率	17.7%	18.4%	18.5%	18.9%	19.6%
净资产收益率 ROE	12.1%	14.9%	16.6%	18.0%	19.0%
每股净资产 (元)	12.3	13.7	15.6	18.0	21.0
PE	23.3	17.0	13.4	10.7	8.7
PB	2.8	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 3 月 15 日收盘价

表 11：盈利预测与分拆

业务分类	利润指标 (万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
商业主营	营业收入	3,291,537	3,408,388	3,495,747	3,633,587	3,793,013
	YOY	-2.80%	3.60%	2.56%	3.94%	4.39%
	净利润	42,709	58,392	73,579	91,990	113,988
	YOY	2.70%	36.70%	26.01%	25.02%	23.91%
	净利率	1.30%	1.70%			
马上消费	营业收入	466,797	823,933	1,111,726	1,389,657	1,643,482
	YOY	861.8%	76.5%	34.9%	25.0%	18.3%
	净利润	57,767	80,120	105,614	132,017	161,061
	YOY	8757.70%	38.70%	31.82%	25.00%	22.00%
	贡献投资收益	17,834	24,722	31,853	39,816	48,576
	YOY	6239.60%	38.60%	28.85%	25.00%	22.00%
	净利率	12.40%	9.70%	9.50%	9.50%	9.80%
上市公司整体	营业收入	3,291,537	3,408,388	3,495,747	3,633,587	3,793,013
	YOY	-2.80%	3.60%	2.56%	3.94%	4.39%
	净利润	60,543	83,114	105,432	131,806	162,564
	YOY	44.60%	37.30%	26.00%	25.02%	23.34%
	净利率	1.80%	2.40%	3.0%	3.6%	4.3%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：马上消费不并表，权益法核算

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,915	34,084	34,957	36,336	37,930
营业成本	27,095	27,804	28,495	29,454	30,491
毛利率	17.68%	18.42%	18.49%	18.94%	19.61%
营业税金及附加	221	228	227	241	251
销售费用	3,496	3,694	3,975	4,159	4,381
营业费用率	10.62%	10.84%	11.37%	11.45%	11.55%
管理费用	1,231	1,166	1,300	1,352	1,422
管理费用率	3.74%	3.42%	3.72%	3.72%	3.75%
财务费用	34	61	(68)	(105)	(147)
财务费用率	0.10%	0.18%	-0.19%	-0.29%	-0.39%
投资收益	180	282	319	398	486
营业利润	808	1,026	1,324	1,648	2,027
营业利润率	2.45%	3.01%	3.79%	4.54%	5.35%
营业外收入	16	17	17	17	17
营业外支出	37	28	36	34	33
利润总额	786	1,014	1,305	1,631	2,012
所得税	136	140	196	245	302
所得税率	17.31%	13.81%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	45	43	55	68	84
归属于母公司股东的净利润	605	831	1,054	1,318	1,626
净利率	1.84%	2.44%	3.02%	3.63%	4.29%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	786	1,014	1,305	1,631	2,012
所得税支出	-136	-140	-196	-245	-302
折旧和摊销	284	323	243	243	243
营运资金的变化	334	-298	42	474	467
其他经营现金流	19	103	-353	-503	-628
经营现金流合计	1,287	1,002	1,041	1,600	1,792
资本支出	-292	-386	13	13	13
投资收益	180	282	319	398	486
其他投资现金流	-1,038	-541	5	11	7
投资现金流合计	-1,150	-644	336	422	505
权益变化	8	0	0	0	0
负债变化	2,409	2,338	-368	0	0
股利支出	-244	-264	-264	-335	-419
其他融资现金流	-2,528	-2,509	68	105	147
融资现金流合计	-355	-435	-565	-230	-272
现金及现金等价物净增加额	-217	-76	812	1,792	2,025

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,190	3,056	3,868	5,660	7,685
存货	2,520	2,431	2,616	2,545	2,470
应收票据及应收账款	120	151	140	146	157
其他流动资产	2,131	2,219	2,248	2,287	2,331
流动资产	7,962	7,857	8,871	10,638	12,642
固定资产	3,086	3,155	3,006	2,856	2,707
长期股权投资	854	1,735	1,735	1,735	1,735
无形资产	386	363	317	271	224
其他长期资产	957	1,005	929	852	775
非流动资产	5,282	6,259	5,986	5,714	5,441
资产总计	13,244	14,116	14,857	16,352	18,083
短期借款	257	368	0	0	0
应付票据及应付账款	3,984	4,178	4,417	4,713	5,031
其他流动负债	3,575	3,545	3,572	3,720	3,842
流动负债	7,816	8,092	7,989	8,433	8,873
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	279	303	303	303	303
非流动性负债	279	303	303	303	303
负债合计	8,095	8,395	8,292	8,735	9,176
股本	407	407	407	407	407
资本公积	403	403	403	403	403
归属于母公司所有者权益合计	4,994	5,563	6,353	7,336	8,543
少数股东权益	155	158	212	281	365
股东权益合计	5,148	5,721	6,566	7,617	8,908
负债股东权益总计	13,244	14,116	14,857	16,352	18,083

主要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	-2.75%	3.55%	2.56%	3.94%	4.39%
营业利润	64.14%	26.99%	29.05%	24.52%	23.01%
净利润	44.59%	37.28%	26.85%	25.02%	23.34%
利润率 (%)					
毛利率	17.68%	18.42%	18.49%	18.94%	19.61%
EBITDAMargin	3.14%	3.86%	4.08%	4.68%	5.34%
净利率	1.84%	2.44%	3.02%	3.63%	4.29%
回报率 (%)					
净资产收益率	12.12%	14.94%	16.59%	17.97%	19.03%
总资产收益率	4.57%	5.89%	7.10%	8.06%	8.99%
其他 (%)					
资产负债率	61.13%	59.47%	55.81%	53.42%	50.74%
所得税率	17.31%	13.81%	15.00%	15.00%	15.00%
股利支付率	40.29%	31.79%	31.79%	31.79%	31.79%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。