

2011-05-27

证券研究报告
行业研究 / 行业动态

商贸零售

增持/维持评级

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

联系人

洪涛

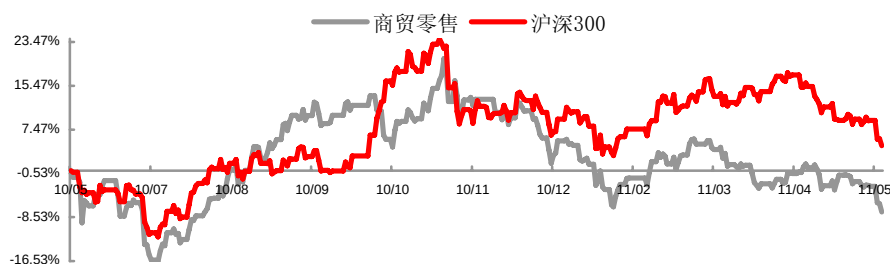
(0755)2380 5948

hongtao@mail.htlhsc.com.cn

商业企业发卡上，第三方发卡下

- 5月23日，国务院办公厅转发《关于规范商业预付卡管理的意见》。自1991年国务院首次发布《关于禁止发放使用各种代币购物券的通知》以来，屡次出台严厉政策却收效甚微。此次《管理意见》力度相对以往有所减少，政策制定者变“堵”为“疏”，将预付卡正式纳入支付管理，认可其存在的合理性，实际上利于优秀企业市场占有率的提升。
- 按管理意见分类标准，目前流通的商业预付卡包括由第三方专营发卡机构发行的预付卡及商业企业自行发现的预付卡（上市公司属第二类）；意见除了在实名登记、银行转账购买、面额限制、有效期等方面对两类卡提出通用限制以外，特别要求第三方发卡占款必须存入第三方指定账户。
- 商业企业预付卡受影响较小：1、由于意见只规范到购卡人环节，对用卡人实质缺乏约束力，因此实际上对“灰色消费”的抑制力度相当有限；2、相比第三方机构，零售公司发卡操作规范，我们沟通的不少公司在过去的实物操作发卡过程中已采用实名制和银行转账，早已符合意见标准。
- 根据我们调研的信息，卡消费占比超过20%的企业包括天虹、友好、友阿、合百等，这些公司在当地品牌知名度高、消费者更加认同，这些企业报表中预收账款占收入比例通常也较高（但不能简单以预收占比作为衡量标准，需结合资金沉淀率等指标，行业正常的沉淀比例在20%-40%左右）。
- 由国务院颁布的管理意见基本将预付卡管理的方向和思路定性，我们建议投资者密切跟踪商务部后续出台的管理细则。考虑到出于行业快速发展及下属企业的利益，我们判断商务部最终出台细则应更偏利于零售企业。
- 从我们沟通的上市公司反馈来看，企业对政策理解较积极：因第三方机构发卡受严格管制，商企发行占市场比例反而有上升的可能。我们认为市场对于预付卡管理担忧过度，部分优质零售股遭遇错杀，应是买入良机。建议投资者关注遭错杀的天虹、合百、百联系、友好、重百、友阿等。
- 风险提示：负面影响可能来自于开票不规范引致的道义谴责风险。一旦规范商业企业发卡开具发票的科目，许多购卡企业费用将显性化且较难入账，导致购卡企业的购买欲望下降，进而影响商业企业销售。

最近52周行业表现



表格 1：关于规范商业预付卡的管理意见主要内容

第三方发卡机构发行的多用途卡		商业企业发行的单用途卡	
适用范围	可跨区域、跨行业、跨法人使用		只在发行人旗下门店购买商品、服务
典型代表	如中经汇通卡（可在各商场、油站使用）、中银通支付卡、工行闪付卡等		如天虹卡、联华 OK 卡等
通用限制政策			
实名登记制	购买记名预付卡和一次性购买 1 万元（含）以上不记名预付卡的单位或个人，由发卡人进行实名登记		
非现金购买制	单位一次性购卡金额达 5000 元（含）以上或个人一次性购卡金额达 5 万元（含）以上的，必须通过银行转账方式购买，不得使用现金		
限额发行制	不记名商业预付卡面值不超过 1000 元，记名商业预付卡面值不超过 5000 元。		
取消有效期	记名商业预付卡不设有效期，不记名商业预付卡有效期不得少于 3 年。对于超过有效期尚有资金余额的，可通过激活、换卡等配套服务继续使用。		
严管发票开具	发行人必须严格按照《中华人民共和国发票管理办法》开具发票，或意味着发票内容只能开具购物卡。		
特别限制政策			
发行资格	第三方非金融机构未经人民银行批准不得发行多用途预付卡（目前，27 家第三方支付机构获得第一批牌照），金融机构未经批准，不得发行预付卡。	尚未做明确规定。 我们预计商业企业发行单用途卡的资格不会受限。	
预付款存管	发卡人必须在商业银行开立备付金专用存款账户存放预付资金，并与银行签订存管协议。	尚未做明确规定。 我们预计商业企业可能需要将一定比例的发卡预收款交由银行存管。	

资料来源：《关于规范商业预付卡的管理意见》，华泰联合证券研究所

日前国务院办公厅转发《关于规范商业预付卡管理的意见》，其主要目的是为了治理通过商业预付卡进行洗钱、套现、偷逃税款以及行贿受贿等行为，而非限制预付卡的使用。

管理意见更多是对预付卡发行人及购卡环节进行管理和限制，主要措施包括：1）购卡实名等级制；2）超过限额购卡必须通过银行转账方式；3）预付卡面值限额；4）直接或间接取消有效期；5）严格按《发票管理办法》开具发票内容。

其中第三方发卡机构发行的多用途卡，由于其跨区域、跨行业、跨法人使用的特性，更有可能存在不正当使用的风险，因此也是此次管理意见重点限制的对象。除了上述通用条款外，还对发行人资格以及预付款存管方式做了明确规定。

对于商业企业发行的单用途卡并未做出过于严格的规定，而在实际操作中，多数零售公司早已在发卡过程中采取实名登记制，并且发行面额多在 1000 元以下。考虑到单用途卡的低风险以及制定商业企业发行单用途卡管理办法细则的商务部对下属企业的扶持态度，我们预计该政策对单用途卡无论是在存量还是增量上都不会有太大的负面影响。

自 1991 年国务院发布《关于禁止发放使用各种代币购物券的通知》以来，禁止购物卡的政策不断，但收效甚微。而此次《管理意见》的巨大改变在于变“堵”为“疏”，将预付卡正式纳入支付管理，认可其存在的合理性。

表格 2：购物卡政策“演变”历程

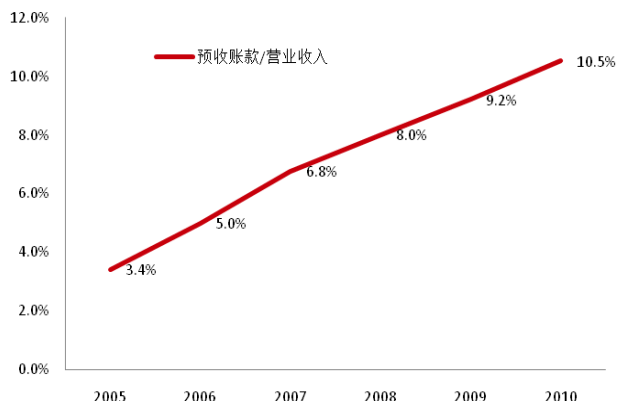
时间	文件名称	主要内容
1991 年	《关于禁止发放使用各种代币购物券的通知》	已发放尚未使用的购物券，一律停止使用，由发放单位立即收回销毁
1995 年	《中华人民共和国中国人民银行法》	任何单位和个人不得印制、发售代币票券，以代替人民币在市场上流通。印制、发售代币票券，以代替人民币在市场上流通的，中国人民银行应当责令停止违法行为，并处二十万元以下罚款。
1998 年 12 月	《国务院关于禁止印刷、发售、购买和使用各种代币购物券的通知》	立即停止印制、发售和购买各种代币购物券；对已经发放、使用的各种代币购物券，限期在 4 月底以前使用，过期一律作废。
2000 年	《人民币管理条例》	各类购物券、代币券等都是违法行为。
2001 年 1 月	《关于严禁发放使用各种代币券的紧急通知》	对已经发放使用的代币购物卡，限期在 2001 年 2 月 28 日前由出售和购买单位妥善处理，过期一律作废
2010 年 1 月	《非金融机构支付服务管理办法》	未经中国人民银行批准，任何非金融机构和个人不得从事或变相从事支付业务。
2011 年 5 月	《关于规范商业预付卡管理的意见》	对预付卡发行人及购卡环节进行管理和限制，主要措施包括：1) 购卡实名等级制；2) 超过限额购卡必须通过银行转账方式；3) 预付卡面值限额；4) 直接或间接取消有效期；5) 严格按《发票管理办法》开具发票内容。

资料来源：互联网，华泰联合证券研究所

据不完全统计，我国目前有 30 个省市的 283 个地级以上城市主要商场发行过单用途预付卡，其市场规模保持年均 30% 以上增速。以 21 家主流百货上市公司为样本构建的百货板块，其预收账款/营业收入逐年递增。（已剔除部分公司房地产业务影响）

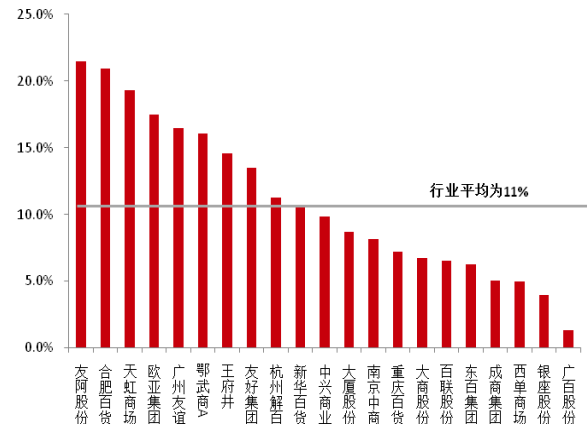
零售公司预收账款主要是销售购物卡所得，其占收入比例也在一定程度上反映了公司的发卡能力和市场占有率。根据我们调研的信息，卡消费占比超过 20% 的企业包括天虹、友好、友阿、合百等，这些公司在当地品牌知名度高、消费者更加认同，这些企业报表中预收账款占收入比例通常也较高（但不能简单以预收占比作为衡量标准，需结合资金沉淀率等指标，行业正常的沉淀比例在 20%-40% 左右）。

图 1：百货行业发卡能力变化（2005-2010）



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所（21 家百货为样本构成）

图 2：2010 年，主流 21 家百货公司发卡能力比较



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、负面影响可能来自于开票不规范引致的道义谴责风险。一旦规范商业企业发卡开具发票的科目，许多购卡企业费用将显性化且较难入账，导致购卡企业的购买欲望下降，进而影响商业企业销售。
- 2、商务部制定商业企业发行单用途预付卡的管理办法细则过于严格。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn