茂業百貨（0848）

首次報告

買入

2008 年 07 月 16 日

中國百貨行業整合者，驚現“15 倍”買點

- **盤踞廣東及四川兩省，較強的供應商控制力：**茂業百貨旗下共有 13 間門店，其中茂業品牌 6 間，成商品牌 7 間，分別主要位於廣東省及四川省。我們認爲公司“從點到面”的發展模式，使其在這兩個人口及經濟大省獲得了更多的供應商資源，這不僅僅有利於其取得更高的綜合毛利率，而且使其擴張效率更高。
- **整合能力突出，中國百貨業整合者：**我們認爲中國百貨行業的一個大的機會來自於整合，很多優秀的民營企業將會對那些佔據最好位置但是經營效率低下的國企進行整合。而茂業在對成商的整合過程中體現出極強的整合和適應中國國情的能力，因此其可能是中國未來百貨行業的整合者之一。
- **地產+百貨模式優勢明顯：**我們認爲集團開發地產，然後將其中百貨物業租給上市公司這種模式較好，一方面上市公司不需要大的資本開支，另一方面也不用擔心租金上漲。目前的固定租金使茂業百貨可以充分利用經營杠杆。
- **現有門店將持續穩定發展，期待 2010 年成都兩個大店：**公司現有門店將會穩定的發展，在深圳地區的區位優勢也會不斷加強，而在成都我們期待 2010 年會開設的鹽市口二期和到期收回的太平洋百貨，相信這對其在成都市場的控制力提升有決定性作用。
- **07-10 年股東應占盈利複合年均增長率 38.4%：**根據我們的預測，其 07-10 年收入的複合年均增長率將達到 22.9%，而股東應占盈利的複合增長率將達到 38.4%。
- **目標價 3.7 港元，買入評級：**我們給予茂業 3.7 港元目標價，此目標價相當於 2008 年 25.7 倍每股盈利（現價是預測市盈率的 15 倍，可參照我們在《傻瓜式投資》中所提到的“15 倍買，25 倍賣”理論）。

★1 港元=0.88 人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

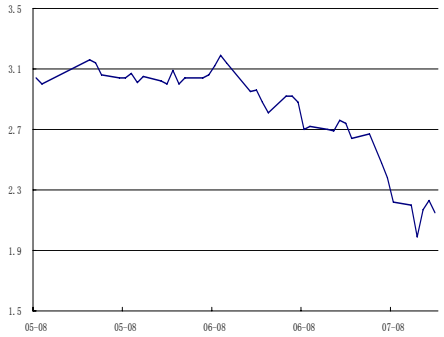
行業	連鎖零售
股價	2.1 港元
目標價	3.7 港元（+76.2%）
股票代碼	00848
已發行股本	51.4 億股
市值	107.9 億港元
52 周高/低	2.0—3.3 港元
07 年每股淨現值	0.57 元人民幣
主要股東	黃茂如及張靜 82.7%

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	1353	1567	1853	2186	2895
变动（%）	*47*	*16*	*18*	*18*	*32*
净利润（百万人民币）	217	417	643	809	1105
基本每股收益（人民币）	0.05	0.10	0.13	0.16	0.21
变动（%）	*67*	*100*	*25*	*26*	*37*
基于2.1港元的市盈率（倍）	37.1	18.6	14.8	11.8	8.6
每股派息（人民币）	0.00	0.25	0.05	0.05	0.06
息率（%）	0.00	13.46	2.70	2.54	3.47

來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現



來源：彭博

目 錄

中國最具實力的百貨公司之一 4

盤踞四川（含重慶）及廣東兩省 4

茂業品牌：深圳最具影響力的百貨品牌 4

成商品牌：涅磐重生 5

聯銷爲主，定位時尚 6

其他資產：汽車銷售、太平洋百貨物業以及幾塊地皮 6

中國百貨業的整合者 7

位處中國經濟大省和人口大省的核心商圈 7

“從點到面”的發展模式效率最高，對供應商的控制力極強 7

較強的整合能力 8

地產+百貨：鎖定租金，充分利用杠杆 8

主要門店的單店分析 9

華強北茂業：茂業旗艦店，未來發展空間巨大 9

東門店：穩步提升 10

珠海店：收入大幅增長，利潤爆發式增長 11

成商鹽市口店：品牌組合調整進度較慢，收入恢復正常水準還需時日 11

新店一：南充二店 12

新店二：鹽市口二期 13

新店三：太平洋百貨 13

其他新店 14

結論：優勢逐步凸現 14

財務分析 15

重要假設 15

07-10 年收入年均複合增長率 22.9% 16

07-10 年股東應占盈利年均複合增長率 38.4% 16

股東權益回報率 08 年觸底 17

流動性比率分析 17

現金狀況分析 18

目標價 3. 7 港元，評級買入 19

絕對估值：3.76 港元 19

主要風險 21

來自地產+百貨模式的風險 21

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

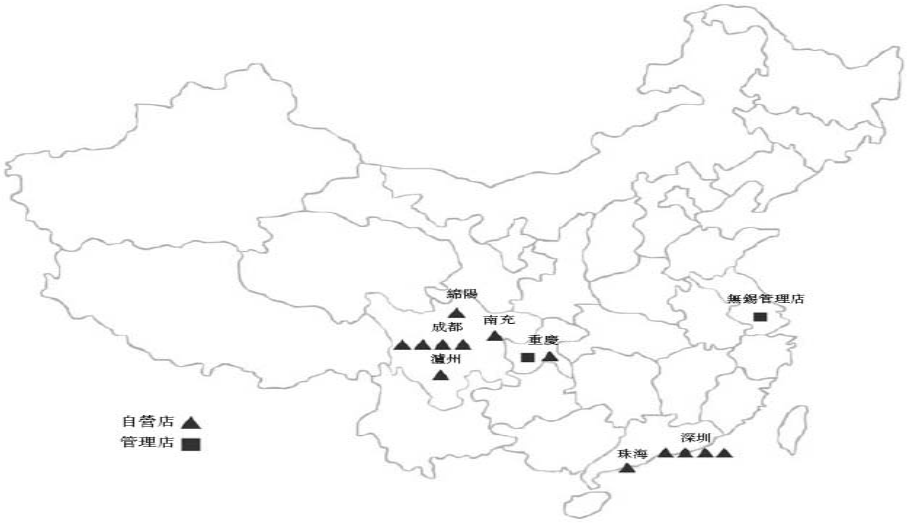
來自新進入市場的風險.....21
主要財務報表.....22

中國最具實力的百貨公司之一

盤踞四川（含重慶）及廣東兩省

茂業集團是中國最具實力的百貨公司，於 2008 年 5 月在香港上市，其旗下目前共有 15 間門店，分別是“茂業”品牌 6 間，“成商”品牌 7 間，另外，上市公司還爲集團公司管理 2 間店。

圖表 1：茂業門店分佈圖



資料來源：公司資料

茂業品牌：深圳最具影響力的百貨品牌

茂業品牌下共有 6 間門店，其中 4 間位於深圳，1 間位於珠海，1 間位於重慶。

6 間門店平均店齡達到 7 年，其中東門店的歷史最長，目前店齡已經達到 11 年。按照我們的劃分標準，公司有 4 間門店已經進入成熟期（存在 5 年以上），2 間門店還在成長期（存在 2-5 年之間）。

按照 07 年的銷售數字看，6 間門店的平均單平米銷售爲 12812 元（按照建築面積計算），其中華強北茂業的平銷最高，達到 22264 元。

6 個百貨店所依附的物業中，僅有一個爲自有物業，其餘均爲租賃，但是租賃的物件均爲母公司，而且均採用固定租金租約，這種模式使其能夠很好的鎖定租金成本。

除此之外，還有兩間茂業品牌的門店歸於母公司旗下，分別是重慶解放碑茂業和無錫茂業，上市公司爲這兩間百貨店進行管理，並收取管理費（2007 年約爲人民幣 100 萬元）。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 2：茂業品牌門店情況概覽

门店	开设时间	店龄（年）	建筑面积（平方米）	07年销售额（百万元）	平销（元/平方米）	物业情况	租赁对象
成熟期店（5年以上）							
深圳东门店	1997.3	11	47,436	729	15,362	自有	不适用
深圳和平店	1999.10	9	25,048	97	3,877	租赁	母公司
深圳深南店	2003.6	5	10,507	83	7,938	租赁	母公司
珠海店	2001.11	7	25,293	168	6,622	租赁	母公司
成长期店（2-5年）							
深圳华强北	2003.10及 2005.9	4	63,388	1,411	22,264	租赁	母公司
重庆江北	2004.10	4	52,215	381	7,287	租赁	母公司
总和	不适用	7	223,887	2,869	12,812	不适用	不适用

資料來源：公司資料

成商品牌：涅磐重生

成商是一間 A 股上市公司，代碼爲 600828，其品牌下共有 7 間門店，其中 4 間位於成都，1 間位於瀘州，1 間位於綿陽，還有 1 間位於南充。茂業集團擁有其 69.2%的股權。

7 間門店中鹽市口店的歷史最長，目前店齡已經達到 45 年。按照我們的劃分標準，成商有 5 間門店已經進入成熟期，另外各有 1 間門店位於成長期和新生期。

按照 07 年的銷售數字看，門店的平均單平米銷售爲 6241 元。另外，7 個百貨店所依附的物業中，有 4 個爲自有，其餘 3 個爲租賃。

成商以前是典型的老牌國有企業，雖然佔據最好的位置和資源，但經營效率很低，直到 05 年茂業進駐之後才真正有所改善，06 及 07 年主要著力於人事改革，我們認爲從 08 年開始，成商才真正進入高速發展期。

圖表 3：成商品牌門店情況概覽

门店	开设时间	店龄（年）	建筑面积（平方米）	07年销售额（百万元）	平销（元/平方米）	物业情况	租赁对象
成熟期店（5年以上）							
成都盐市口	1953.6	45	53,873	461	8,548	自有	不适用
成都北站	1987.5	21	7,204	16	2,179	自有	不适用
成都武侯店	1996.10	12	16,000	145	9,038	租赁	第三方
南充店	2001.11	7	25,994	197	7,586	自有	不适用
泸州店	2003.9	5	12,000	44	3,692	租赁	第三方
成长期店（2-5年）							
成都温江店	2005.1	3	8,422	44	5,224	租赁	第三方
新生期店（2年内）							
绵阳店	2008.1	0	21,731	0	0	自有	不适用
总和	不适用	13	145224	906	6,241	不适用	不适用

資料來源：公司資料

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

聯銷爲主，定位時尚

與中國其他主流百貨公司一樣，茂業百貨的銷售模式也爲聯銷，如果純粹以百貨銷售來看，07年其銷售額的87%是通過聯銷模式進行的。2007年聯銷的平均扣點率約爲20.6%，直銷的毛利率爲9.4%，處於行業領先位置。（參見圖表4）
另外，公司的定位爲時尚百貨，主要的消費群體爲年輕的白領階層。

其他資產：汽車銷售、太平洋百貨物業以及幾塊地皮

成商旗下的資產較多，其中有幾塊資產比較重要：

1、汽車銷售。成商有兩間 4S 店，07 年實現銷售額 3.1 億元，並實現毛利 1730 萬元，公司表示未來會將此塊業務出售。

2、太平洋百貨物業。太平洋百貨向成商租賃了一處位於春熙路步行街的物業，面積約爲 30000 平米，目前租金約爲每年 2800 萬元。公司表示將會在 2010 年將此物業收回並自主經營。

3、幾塊地皮：成商在成都的地皮很多，但是最主要的還是九眼橋倉庫和鹽市口二期。九眼橋倉庫位於成都未來金融街的正對面，占地約爲 16 畝，將來會開發成一個綜合物業，並開設一間超過 5 萬平米的百貨店，定位高端；而鹽市口二期正位於鹽市口門店的背後，將來也會開發成綜合物業，並開設一間超過 5 萬平米的百貨店，定位精品。另外，茂業還於 08 年 3 月 14 日以 6.5 億元拍得深圳市南山區一幅 10926 平方米的土地，未來可能用作百貨店的開發。

4、成都商業銀行和重慶醫藥。公司分別持有約 1%的成都商業銀行及 11%重慶醫藥的股權，公司表示目前看兩塊資產的變現價值在 5000 萬-1 億元之間。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

中國百貨業的整合者

位處中國經濟大省和人口大省的核心商圈

正如我們 3 月 3 日百貨行業報告中所說，審核百貨公司的兩項指標分別爲位置和品牌組合，特別是位置，更是無法複製的核心能力。

茂業集團旗下百貨門店大多位於深圳、珠海、成都以及重慶，這些城市毋庸置疑是中國最富裕或人口最多的城市之一，而茂業的主力門店均位於這些城市的核心商圈。

例如深圳最核心的兩個商圈爲華強北商圈和東門商圈，而茂業的兩個旗艦店則位於這兩個商圈的核心位置。東門有三間百貨，分別是太陽百貨、天虹百貨以及茂業百貨，而華強北商圈只有茂業百貨和天虹百貨兩大百貨。

而在成都，鹽市口及春熙路商圈是中國銷售額最大商圈之一，成商鹽市口店正是位於這個商圈，而 2010 年將要收回的太平洋百貨和鹽市口二期也位於這個商圈。

“從點到面”的發展模式效率最高，對供應商的控制力極強

擴張是百貨未來的發展主題之一，但是不同的擴張模式效率大有不同，這一點我們在 3 月 3 日的百貨行業報告（百貨行業之從本質到價值）中有詳細的論證，結論是由於百貨的上游（服裝）本地化非常嚴重，平均來看，50%的服裝品牌都是本地的，即便是 30%的全國品牌，例如安踏、百麗，也有一大部分爲分區代理式，因此“從點到面”擴張模式能夠更好的對供應商進行控制，而這種模式將會使百貨公司佔據品牌組合這一優勢。

茂業在深圳的話語權較強，這使其對供應商有著極強的談判力，我們認爲控制供應商是百貨公司能否有效做大做強的必要條件。茂業不僅僅是賺取正常的聯銷扣點，還要求供應商支付較高的贊助費，這使其獲得了更高的綜合毛利率，如下圖所示。

相比之下，成商品牌的供應商控制力就相對較弱，07 年扣點率僅爲 15.3%，我們認爲這是因爲其在過去幾十年中，僵化的制度使其沒有充分的利用自己的區位優勢，使得其在成都形成了許多競爭對手，最終導致其話語權不強。但是我們也看到茂業進駐之後成商的銷售出現了明顯改善，再加上 2010 年可能開業的鹽市口二期、將要回收的太平洋老店，以及未來可能開設的九眼橋大店，我們預計成商在成都的話語權將會加強，我們推算僅鹽市口兩店及太平洋店 2010 年銷售額就可以達到 22 億，佔據春熙路商圈百貨銷售額的比重也從現在的 7.5%提升到 22%，相信那時其在成都，乃至整個四川省內都會有極強的供應商控制力。

總的來說，我們認爲隨著公司在現有區域繼續加強門店佈局，其在當地的供應商控制力將會繼續加強，這不僅僅有助於其獲得更好的銷售，而且有助於獲得較高的利潤率。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 4：重點百貨公司 07 年綜合毛利率概覽

	平销 按经营面积	联销扣点率	综合毛利率	
百盛	13,934	20.3%	24.4%	
金鷹	23,106	20.6%	21.7%	
银泰	24,910	19.9%	26.9%	
茂业品牌	16,639	20.4%	31.6%	综合毛利率为茂业集团

資料來源：公司資料

較強的整合能力

我們認爲中國百貨行業的一個較大的機會來自於整合，很多優秀的民營企業將會對那些佔據最好位置但是經營效率低下的國企進行整合。

我們認爲茂業就是一個成功的整合者，其在收購成商之後，將一個瀕臨破產的國有企業重新拉回到發展的正確軌道上來，並且成功的將許多複雜的社會問題解決，例如 6000 余職工的工齡買斷問題。

我們認爲與政府有著良好關係的民營企業將會有更多的收購標的可以選擇，而處理整合這類複雜事物的能力和經驗將會決定整合的成功性，茂業在這兩方面都有著明顯的優勢。

按照公司的規劃，上市融資額的 35%-40%（約 10 億元）將被用作收購其他百貨公司，我們認爲其將會繼續將此能力充分發揮。

6 月 26 日，公司已經宣佈以 4.8 億元的總代價收購太原市中心一處 30600 平米的物業，此物業將在未來作爲百貨經營之用。

地產+百貨：鎖定租金，充分利用杠杆

目前百貨企業所採用的物業模式主要爲自有物業及租賃物業兩種，自有物業的優點在於省去租金成本，但是劣勢在於投資金額巨大，發展速度較慢，這類模式的代表爲金鷹商貿（3308.HK），另外一類爲租賃物業，這類模式的優勢在於擴張速度快，前期投入較少，但是缺點在於租金壓力較大，特別是在目前通脹較高的情況下，而且還有可能在經營到期後被收回物業的風險，例如成都的太平洋百貨，其物業在 2010 年將會被成商收回。

茂業的特點在於地產+百貨模式，由母公司拿地並興建綜合樓體，並將其中的百貨物業租於上市公司進行百貨經營，這種模式的好處在於上市公司無需大的資本開支，而且也不用擔心租金上漲或者不獲續租的風險。

目前茂業品牌門店的所有租賃物業均爲母公司所有（圖表 2），而且全部採用固定租金模式.我們認爲這種模式使得百貨所有的新增銷售全部可以轉化成利潤，是一種很好的杠杆經營模式。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要門店的單店分析

說明

1、我們對公司的價值判斷是基於現有門店以及非常確定的新店，目前新店中只包含了年底可能開設的南充二店，2010 年可能開設的鹽市口二期以及將要回收的太平洋店。

2、我們的單店費用判斷一方面是基於客觀數字，例如租金，另一方面來自於合理的經驗假設，例如人工等，另外，我們的其他費用是將公司折舊、人工以及租金以外的費用平攤到每平方米然後按照單店面積反推出來的，因此可能會與事實有較大誤差。

3、所有門店的利潤推算都是基於本店的收入及費用，因此來自於集團層面的收入費用沒有列入，例如來自供應商款項、租金收入都沒有列入單店分析。

4、單店分析結果可能會因爲假設問題而與事實有較大差距，因此只是建議參考。

華強北茂業：茂業旗艦店，未來發展空間巨大

華強北商圈是中國最著名的幾大商圈之一，主要銷售爲電子類產品，在這個商圈內有兩間比較成規模的百貨商場，即茂業和天虹，但是茂業無論從位置還是品牌組合來看都比天虹強很多。

此店當之無愧爲茂業集團的旗艦店，07 年實現銷售 14.1 億元，是其旗下銷售規模最大的門店，此店在深圳甚至整個華南地區有較強的影響力，因此成爲許多品牌進入深圳地區的首選門店，我們推算此店 07 年的稅前利潤爲 2 億元，但是如果加上此店收取的贊助費，稅前利潤可能會超過 3 億元。

即便有如此高的銷售和利潤，我們依然認爲此店有較大的發展空間，一方面此店的店齡只有 4 年左右，還處於成長期，另一方面，參照其他百貨公司的旗艦店銷售，我們認爲深圳的購買力並不明顯弱於他們所處的城市，因此未來達到和他們一樣的銷售能力是很有可能的。

我們對此店的估計爲 08-10 年收入增長 20%、15%以及 15%，稅前利潤增長 35%、22%及 21%。

圖表 5：重點百貨公司旗艦店銷售能力比較

	店齡（年）	07年销售额（百万）	经营面积（平方米）	平销（元/平方米）
百盛北京	14	1,700	39,300	43,257
金鷹新街口	12	2,285	25,034	91,276
银泰武林	10	1,770	33,010	53,620
王府井成都	13	1,600	17,800	89,888
茂业华强北	4	1,411	49,935	28,257

資料來源：公司資料

注：百盛的銷售數位爲推算

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 6：茂業華強北店分析

华强北	百万元	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
总销售额		1,411	1,693	1,947	2,239
增长率			20.0%	15.0%	15.0%
直销		140	168	193	222
直销比重		9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
直销毛利率		15.6%	15.7%	15.8%	15.9%
联销		1,272	1,526	1,754	2,018
联销比重		90.1%	90.1%	90.1%	90.1%
联销毛利率		23.5%	23.7%	23.8%	24.0%
毛利		320	387	448	518
毛利率		22.7%	22.9%	23.0%	23.2%
费用测算		121	117	119	122
租金		55	55	55	55
折旧		28	28	28	28
人工		14	15	16	17
其他		24	20	21	22
税前盈利		200	270	329	396
增长率			35.1%	21.8%	20.7%

資料來源：公司資料，第一上海預測

東門店：穩步提升

公司東門店是茂業品牌最早的門店，經營面積約爲 3.6 萬平米，07 年實現銷售 7.3 億元。此店位於深圳老牌商圈-東門，主要的競爭對手爲太陽百貨和天虹百貨。

此店的定位較華強北店爲低，因此能夠取得 2 萬元以上的單平方米銷售實屬不易，目前的客單價提升空間不大，而人流量也十分飽和，因此未來收入增長速度不會很快。

我們推算此店 08-10 年收入及利潤的增長率分別爲 15%、12%、10%以及 25%、16%、13%。

圖表 7：茂業東門店分析

东门店		2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
总销售额	百万元	729	838	939	1,033
增长率			15.0%	12.0%	10.0%
直销		50	57	64	70
直销比重		6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
直销毛利率		7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
联销		679	781	875	962
联销比重		93.1%	93.2%	93.2%	93.2%
联销毛利率		22.9%	23.0%	23.1%	23.2%
毛利		159	184	207	229
毛利率		21.8%	21.9%	22.0%	22.1%
费用测算		51	49	51	53
租金		6	6	6	6
折旧		16	16	16	16
人工		11	12	13	14
其他		18	15	15	16
税前盈利		108	135	156	176
增长率			25.2%	15.7%	12.6%

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

珠海店：收入大幅增長，利潤爆發式增長

珠海店雖然已經開業了 7 年，但是由於珠海經濟第二次騰飛才從 06 年才開始，因此此店嚴格意義上來說還處於成長期。

此店無論是位置還是品牌組合都有一定的競爭優勢，因此認爲在當地經濟騰飛的大好時機下能夠獲得高速的增長，而固定成本模式使其利潤將錄得爆發式增長。

我們預計此店 08-10 年收入增長率可望分別達到 25%、20%及 20%，09-10 年利潤增長率分別爲 93%及 58%。

圖表 8：茂業珠海店分析

珠海店		2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
总销售额	百万元	168	209	251	302
增长率			25.0%	20.0%	20.0%
直销		2	2	8	15
直销比重		0.9%	1.0%	3.0%	5.0%
直销毛利率		4.1%	4.5%	4.5%	4.5%
联销		166	207	244	286
联销比重		99.1%	99.0%	97.0%	95.0%
联销毛利率		19.2%	19.4%	19.6%	19.8%
毛利		32	40	48	57
毛利率		19.0%	19.3%	19.1%	19.0%
费用测算		34	33	33	34
租金		7	7	7	7
折旧		13	13	13	13
人工		4	5	5	5
其他		10	8	8	9
税前盈利		(2)	8	15	23
增长率				93.0%	57.5%

資料來源：公司資料，第一上海預測

成商鹽市口店：品牌組合調整進度較慢，收入恢復正常水準還需時日

鹽市口商圈是中國最大的商圈之一，在此商圈中，有王府井系統內銷售規模最大的門店，有太平洋系統內銷售規模最大的門店，另外還有百盛、新世界等眾多一流百貨公司。

理論上講，成商鹽市口店無論是位置還是口碑來說都是有著明顯的先天優勢的，但正是因爲國企背景使得其經營效率十分低下，平銷僅 1.1 萬元左右，僅相當於王府井成都店的 1/4。成商鹽市口店的不強勢使得其培養了許多強有力的競爭對手，而這些競爭對手反過來對成商鹽市口店造成了較大威脅。

我們看到目前鹽市口店的品牌組合並不理想，定位還不夠清晰，我們判斷這是因爲主要的供應商均被王府井和太平洋等強勢百貨所控制，其想調整品牌的難度很大，因此此店在未來兩年能有較大的收入增長比較困難。

但是我們相信 2010 年以後，當鹽市口二期建成，太平洋百貨收回之後，成商將會佔據鹽市口商圈約 20%的市場份額，那麼其將會獲得更多的供應商資源，並進入快速發展期。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 9：成商鹽市口店分析

成都盐市口		2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
总销售额（含租金）	百万元	461	543	641	769
增长率			18.0%	18.0%	20.0%
直销		56	65	64	77
直销比重		12.2%	12.0%	10.0%	10.0%
直销毛利率		6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
联销		404	478	577	692
联销比重		87.8%	88.0%	90.0%	90.0%
联销毛利率		19.2%	20.0%	20.3%	20.5%
综合毛利		81	100	121	147
毛利率		17.6%	18.4%	18.9%	19.1%
费用测算		32	29	30	32
租金		0.3	0.3	0.3	0.3
折旧		5.0	5.0	5.0	5.0
人工		5.7	6.6	7.5	8.5
其他		21	17	18	19
经营盈利		50	71	91	115
增长率			44.0%	27.5%	26.0%

資料來源：公司資料，第一上海預測

新店一：南充二店

南充市是四川省的人口大市，人口約爲 700 萬，市區人口 70 萬，消費能力較強。

南充市的中高端百貨店主要有三家，分別是成商南充一店、盛華堂以及天賦，南充一店的銷售額最大，07 年約爲 2 億元，但其中有 20%爲家電，其家電銷售在當地有明顯的優勢，但是化妝品只占到 5%，主要因爲化妝品在當地也是區域代理制，而這些代理商長期被盛華堂和天賦所控制，成商在成都的優勢無法影響到當地。

南充二店也處於核心商圈-五星商圈，但是在另外一條步行街上，步行至南充一店僅需要 2 分鐘，公司目前對南充二店抱有很大期望，因爲在南充銷售的商品有 90%是通過區域代理商來做的，因此當二店開出來之後，成商將能以較大的銷售優勢來爭取供應商支持。此店的定位將更加偏向於生活化，超市和家電的比重會更高。

圖表 11：成商南充二店分析

南充二店		2008预测	2009预测	2010预测
总销售额	百万元	12	138	152
增长率			1050.1%	10.0%
直销		5	62	68
直销比重		45.0%	45.0%	45.0%
直销毛利率		5.0%	5.0%	5.0%
联销		7	76	84
联销比重		55.0%	55.0%	55.0%
联销毛利率		13.5%	14.0%	14.2%
毛利		1	14	15
毛利率		9.7%	10.0%	10.1%
费用测算		0	0	0
租金		0.2	0.5	0.5
折旧		2	2	2
人工		1	5	6
其他		1	8	8
税前盈利		(3)	(2)	(1)

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

新店二：鹽市口二期

我們對鹽市口二期以及下文會分析的太平洋百貨報有較高的期望，主要是因爲我們期待這兩個大店開出之後能夠提升成商在成都供應商中的話語權。

鹽市口二期位於鹽市口一期的背後，緊挨著鹽市口一期，將來此店將會定位精品，預計在明年年底或者後年年初開業。

目前鹽市口一期的主要問題是定位還不清晰，而且由於在過去十幾年中“給了競爭對手機會”，因此使其在吸引優質供應商方面很難有所突破。

如果鹽市口二期開出，我們認爲將有可能扭轉這種局面，因此我們對此店抱著較高的期望。

圖表 12：成商鹽市口二期分析

盐市口二期		2010预测	2011预测	2012预测
总销售额	百万元	383	536	669
增长率			40.0%	25.0%
直销		38	54	67
直销比重		10.0%	10.0%	10.0%
直销毛利率		6.5%	6.5%	6.5%
联销		344	482	602
联销比重		90.0%	90.0%	90.0%
联销毛利率		19.5%	20.0%	20.3%
毛利		70	100	127
毛利率		18.2%	18.7%	18.9%
费用测算		55	57	59
租金		0	0	0
折旧		30	30	30
人工		10	11	12
其他		16	16	17
税前盈利		14	43	68
增长率			201.6%	58.9%

資料來源：公司資料，第一上海預測

新店三：太平洋百貨

成都太平洋百貨位於春熙路步行街的街口，正對著王府井百貨，中間有天橋相連，建築面積約爲 3 萬平方米。

此店物業爲成商所有，目前與太平洋百貨的租約爲每年 2500 萬元，2007 年其銷售額約爲 8 億元，淨利潤約爲 6000 萬元。

我們認爲收回此店後將使成商少了一個最重要競爭對手，再加上鹽市口兩店，將會在鹽市口商圈形成一個銷售額 20 億的團體，這將在供應商層面對王府井造成巨大壓力，如果再加上其在成都的九眼橋項目以及茂業城等項目，那麼成商恢復成都王者地位將指日可待。

太平洋百貨 2010 年經營利潤大幅增長的原因是其在被成商收回之後，將不再有租金支出。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 13：成都太平洋店分析

太平洋		2010预测	2011预测	2012预测
总销售额	百万元	1,044	1,127	1,217
增长率		8.0%	8.0%	8.0%
直销		104	113	122
直销比重		10.0%	10.0%	10.0%
直销毛利率		6.6%	6.6%	6.6%
联销		939	1,014	1,096
联销比重		90.0%	90.0%	90.0%
联销毛利率		21.4%	21.7%	22.0%
毛利		208	228	249
毛利率		19.9%	20.2%	20.5%
费用测算		38	39	41
租金		0	0	0
折旧		15	15	15
人工		6	6	7
其他		17	18	19
税前盈利		170	188	208
增长率		35.0%	10.7%	10.7%

資料來源：公司資料，第一上海預測

其他新店

按照公司的規劃，其一方面還會在成都、深圳繼續開店，另一方面也會到江蘇、陝西以及東北繼續擴張，但是我們認爲在江蘇或者東北開店可能培育時間會比較長，因爲如果在當地有強有力的競爭對手，那麼在供應商層面就無法獲得有效的支持。

茂業在無錫的門店就屬於這種情況，位於新區，我們預計這個新商圈想要成熟可能還需要一定的時間，再加上供應商層面無法獲得有效的支持，因此培育時間會較長，但是如果無錫二店以及三店開出，那麼可能就有比較大的改觀。

結論：優勢逐步凸現

我們對公司的發展策略基本認同，並認爲其在深圳甚至是華南地區的優勢將會繼續保持，而在成都地區的優勢將會在 2010 年開始逐步凸現，在外地的擴張雖然可能會經歷較長的培育期，但是集中開店策略會使其更快速地在當地形成局部優勢。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

財務分析

重要假設

1、門店：我們只反映了公司目前的開店規劃，即目前已開業 13 間，08 年底前開設南充二店，2010 年開設新街口二店以及太平洋店。

2、坪銷：按照各門店的具體情況分開預測，下表中的坪銷資料僅反映加權平均數據。

3、租金：按照公司簽訂的協定租金推算。

4、人工：成都重慶地區的人工工資水準和深圳有很大的差異，因此我們分開計算，並假設每年會增長 5%-10%。另外，人員數量則是按照公司實際數字來計算。

5、稅率：假設 08 年及以後的名義所得稅率爲 25%，但實際所得稅率可能會從 07 年的 18.9%逐步提升。

6、派息：假設每年 30%。

圖表 14：盈利預測重要假設概覽

		2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
门店数目		13	14	14	16
茂业		6	6	6	6
成商		7	8	8	10
建筑面积		371,395	389,830	389,832	459,834
茂业	（平方米）	223,887	223,887	223,887	223,887
成商	（平方米）	147,508	165,943	165,945	235,947
综合平销					
茂业		12,811	15,207	17,395	19,799
成商		6,143	7,156	9,312	13,612
百货销售毛利率					
茂业		20.4%	20.5%	20.7%	20.8%
成商		15.3%	15.6%	15.6%	17.5%
费用项					
百货租金		119	120	120	120
茂业	（百万元）	105	105	105	105
成商	（百万元）	14	15	15	15
人工数量					
茂业		1,593	1,593	1,593	1,593
成商		1,923	2,143	2,323	2,873
人工工资					
茂业	（元）	35,600	39,160	42,293	45,676
成商		19,000	21,850	25,128	28,394
折旧	（百万元）	129	135	135	225
其他费用	（百万元）	285	242	254	318
所得税率		18.9%	18.5%	21.0%	22.0%

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

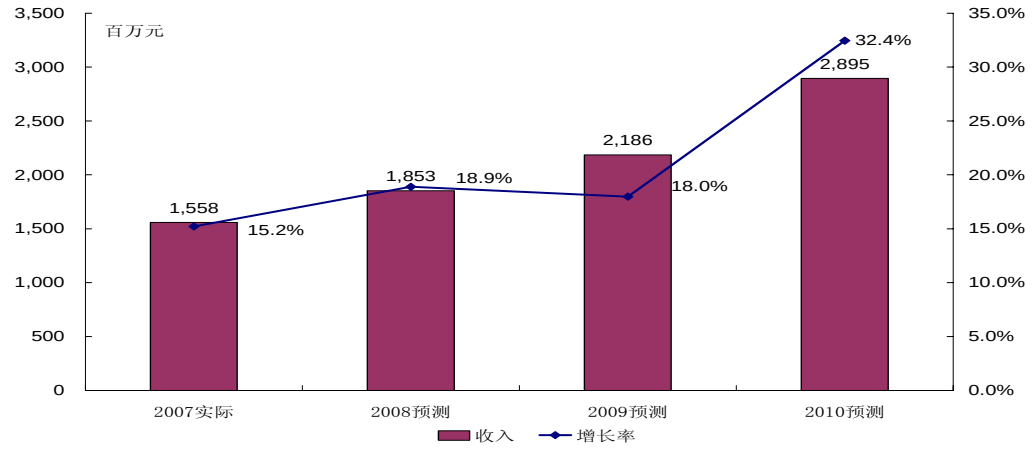
07-10 年收入年均複合增長率 22.9%

我們的模型裏只反映了已經開設的 13 間門店以及確定要開設的 3 間門店。

09 年以前的增長主要反映的是同店增長的情況，因此增長率較低，而 2010 年則併入了鹽市口二店以及太平洋百貨。

總的來說，我們認爲公司 07-10 年收入的複合年均增長率爲 22.9%。

圖表 15：茂業收入以及收入增長率概覽



資料來源：公司資料，第一上海預測

07-10 年股東應占盈利年均複合增長率 38.4%

股東應占盈利增長原因如下：

1、 局部強勢地位將促使整體毛利率攀升。

2、 穩定不變的租金以及折舊。

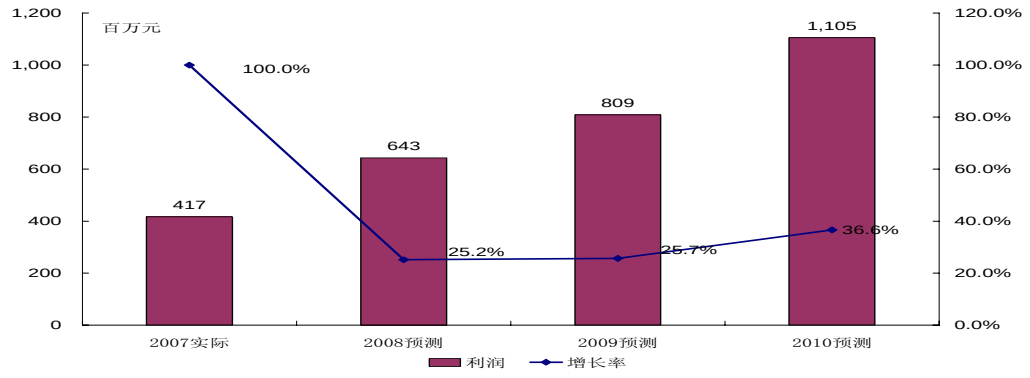
3、 其新店均位於原有門店城市，因此培養成本較低，預計普遍在第二年可貢獻盈利，而太平洋店則是成熟店收購。

4、 上市融資使其有一定的利息收入。

基於以上原因，我們認爲其 07-10 年股東應占盈利的複合增長率將達 38.4%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 16：茂業股東應占盈利以及增長率概覽

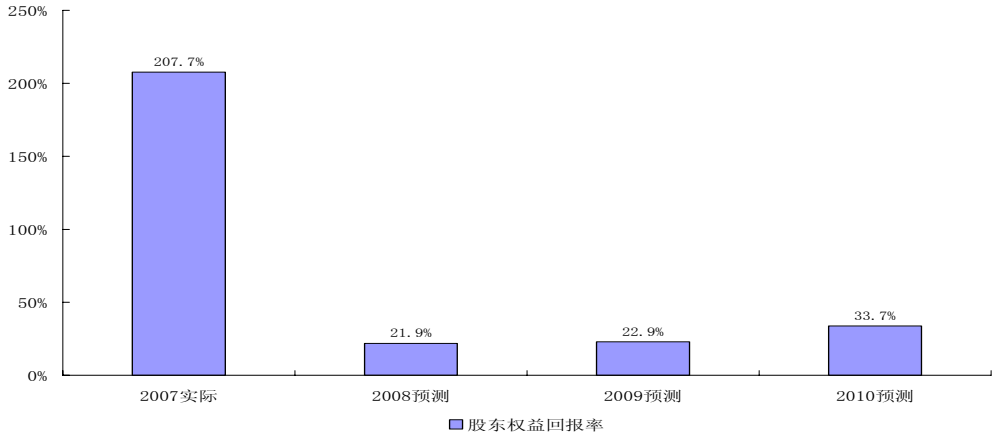


資料來源：公司資料，第一上海預測

股東權益回報率 08 年觸底

公司的股東權益回報率料從 07 年的 207.7%降至 08 年的 21.9%，主要原因是其 07 年的負債較高，銀行貸款就高達 14 億元，而 08 年上市之後增加了淨資產的金額。但是相信隨著公司利潤的不斷提升，股東權益回報將會在 2010 年回升至 33.7%。

圖表 17：股東權益回報率概覽



資料來源：公司資料，第一上海預測

流動性比率分析

公司資產的流動性十分良好，其上市之後流動比率已經提升至 1.7，而現金比率也已提升至 0.9。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 18：流動性比例概覽

	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
流动性比例	0.8	1.7	1.7	1.8
现金比例	0.2	0.9	0.9	1.2

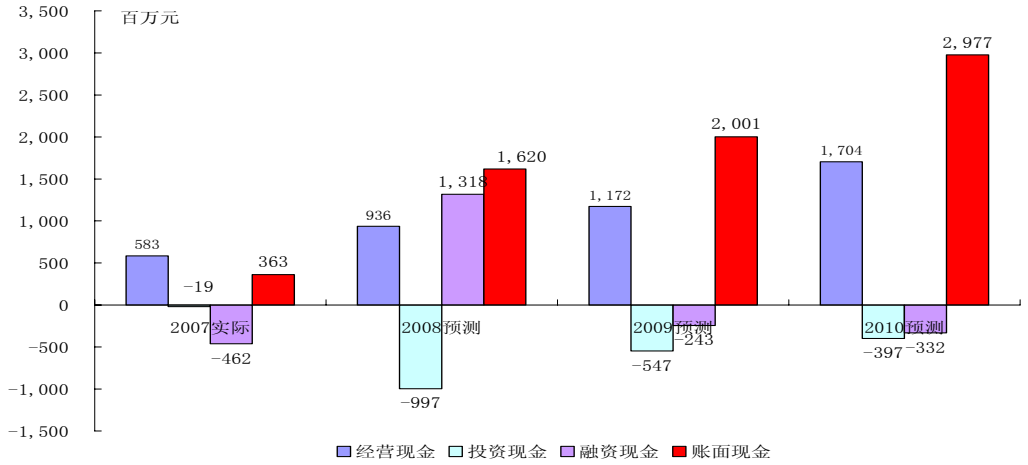
資料來源：公司資料、第一上海預測

現金狀況分析

公司在今年上市之後融資 25.9 億元，因此帳面現金十分充裕。經營性現金流因爲淨利潤的不斷增長而增長；另外由於公司目前的規劃中大型資本開支項目不多，因此我們僅假設 08 年開支 10 億，09 年 5.5 億，2010 年 4.0 億。

由於公司以並購爲主要的發展策略，相信目前對公司資本開支的預計可能略顯保守，但是考慮到公司 2010 年底帳面現金可以達到近 30 億，我們認爲應該能夠滿足較大的資本性支出。總的來說我們認爲公司現金狀況良好。

圖表 19：茂業現金狀況概覽



資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

目標價 3.7 港元，評級買入

絕對估值：3.76 港元

從絕對估值角度，我們認爲其合理價值爲 3.76 港元

我們預測公司08年的淨利潤將達到6.4億元，07-10年每股盈利複合年均增長率爲29.1%。

如果從絕對估值角度，我們按照WACC爲11.3%及永久增長率爲3%的假設，以DCF法爲其估值，得出其合理價值爲3.76港元，此價格相當於08年每股收益的26.4倍。

圖表 20：DCF 法估值表

		高速成长期				稳定成长期				
时间		**2008E**	**2009E**	**2010E**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	**2014E**	**2015E**	**2016以后**
期数		1	2	3	4	5	6	7	8	**9**
自由现金流		-61	624	1,307	1,343	1,612	1,843	1,843	2,108	26,156
自由现金流折现（百万人民币）		-61	624	1,174	1,084	1,169	1,201	1,079	1,109	8,966
WACC		**11.3%**								
稳定增长率		3.0%								
企业价值	（亿元）	16345.9								
加：现金	（亿元）	1358.9								
减：负债及银行借款	（亿元）	600.0								
股本价值		17104.8								
股本数量（预期）		5,170								
DCF法之每股价值	**（人民币）**	**$3.31**								
DCF法之每股价值	**（港元）**	**$3.76**								

資料來源：公司資料、第一上海預測

圖表 21：敏感性分析表

		WACC				
		10.30%	**10.80%**	**11.30%**	**11.80%**	**12.30%**
永久增长率	**4.50%**	4.97	4.57	4.23	3.94	3.68
	4.00%	4.71	4.35	4.05	3.79	3.56
	3.50%	4.48	4.17	3.90	3.66	3.45
	3.00%	4.29	4.01	**3.76**	3.54	3.35
	2.50%	4.12	3.86	3.64	3.44	3.26
	2.00%	3.97	3.74	3.53	3.35	3.18
	1.50%	3.84	3.63	3.43	3.26	3.11

資料來源：公司資料、第一上海預測

從相對估值角度，我們認爲其合理價值爲 3.6

另外，如果從相對估值角度，目前服裝以及百貨產業鏈08年平均市盈率爲20.3倍，而百盛和金鷹的估值已經分別到了24.9倍及28.9倍。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

港元

如果再考慮我們在4月發出的《傻瓜式投資-15倍買，25倍賣》報告所提出的理論，我們認爲給予茂業25倍08年PE是可以接受的，而對應的價值是3.6港元。

圖表 22：重點服裝及百貨公司估值表

公司		代码	08PE
零售百货	百盛	3368	24.9
	银泰	1833	14.8
	金鹰	3308	28.9
	国美	493	18.8
服装鞋履	宝姿	589	21.7
	李宁	2331	24.4
	安踏	2020	18.5
	百丽	1880	21.5
	达芙妮国际	210	12.6
	中国动向	3818	16.9
平均		不适用	20.3

資料來源：公司資料、第一上海預測

取兩者的平均數，最終給予其 3.7 港元目標價

綜合考慮兩種估值方法，我們最終給予其3.7港元的目標價格，此價格相當於08年每股盈利的25.7倍，現價距離目標價格有76.1%的上升空間。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要風險

來自地產+百貨模式的風險

雖然我們認爲公司地產+百貨模式總體是很高效的，但是也有一些顧慮：有些地方可能非常適合做寫字樓、酒店或者住宅樓，但是並不適合做百貨，因此強行嫁接百貨可能效率不高。

來自新進入市場的風險

正如我們一直所強調的那樣，百貨公司能否獲得好的銷售額，品牌組合至關重要，我們認爲公司在進入新的市場之後，可能會遇到一些強有力的競爭對手，這會導致其在供應商資源方面不佔優勢，可能會拖低整體利潤率表現。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要財務報表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,352.6	1,558.4	1,852.7	2,186.0	2,895.2
毛利	682.7	835.6	1,013.6	1,198.9	1,664.2
其他业务收入	299.1	355.6	421.5	514.2	642.4
销售及管理费用	(730.2)	(635.6)	(616.0)	(651.4)	(832.1)
其他收入	(18.5)	83.9	(30.0)	(10.0)	0.0
营运收入	233.1	639.5	789.1	1,051.7	1,474.5
净财务收入（开支）	(53.0)	(99.1)	40.0	20.0	15.0
联营公司	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6
税前盈利	183.9	547.7	832.7	1,075.2	1,493.0
所得税	(6.0)	(103.6)	(154.0)	(225.8)	(328.5)
少数股东应占利润	(39.1)	27.1	35.2	45.8	59.5
净利润	217.1	417.0	643.4	803.7	1,105.1
折旧及摊销	133.4	128.9	135.0	141.5	225.0
EBITDA	366.5	768.4	924.1	1,193.2	1,699.5
增长					
总收入（%）	47.3%	15.2%	18.9%	18.0%	32.4%
EBITDA（%）	66.1%	109.7%	20.3%	29.1%	42.4%
净利润（%）	137.7%	92.1%	54.3%	24.9%	37.5%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	50.5%	53.6%	54.7%	54.8%	57.5%
EBITDA 利率 (%)	27.1%	49.3%	49.9%	54.6%	58.7%
净利率(%)	16.0%	26.8%	34.7%	36.8%	38.2%
营运表现					
SG&A/收入(%)	-54.0%	-40.8%	-33.2%	-29.8%	-28.7%
实际税率（%）	-3.2%	-18.9%	-18.5%	-21.0%	-22.0%
股息支付率（%）	0.0%	250.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	50.7	53.5	52.0	51.6	50.1
应付账款天数	401.5	400.8	392.6	388.3	378.1
应收账款天数	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
财务状况					
净负债/股本	0.73	0.87	0.40	0.38	0.36
收入/总资产	0.32	0.43	0.32	0.32	0.35
总资产/股本	4.67	17.92	1.81	1.74	1.68
盈利对利息倍数	4.40	6.45	-19.73	-52.58	-98.30

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	372.7	391.6	1,619.6	2,003.9	2,979.5
应收账款	2.9	3.9	5.0	5.9	8.2
存货	98.7	113.1	125.9	153.0	184.7
其他流动资产	1,795.0	1,336.7	1,359.2	1,383.8	1,410.9
总流动资产	2,269.3	1,845.4	3,109.6	3,546.6	4,583.3
固定资产	833.8	825.4	1,825.4	2,375.4	2,775.4
无形资产	45.1	45.3	45.0	45.0	45.0
其他	1,056.1	881.1	813.6	817.7	821.8
总资产	4,204.3	3,597.2	5,793.6	6,784.7	8,225.5
应付股息及所得税	54.8	245.7	31.1	46.2	67.7
应付帐款、应付票据	747.2	840.3	964.9	1,135.1	1,415.7
短期银行贷款	773.8	610.4	300.0	300.0	300.0
其他应付帐款	917.8	542.6	582.3	635.6	694.1
总短期负债	2,493.6	2,238.9	1,878.3	2,116.9	2,477.6
长期银行贷款	456.7	786.7	300.0	300.0	300.0
递延税项负债	117.9	110.0	121.0	133.2	146.5
总负债	3,068.2	3,135.7	2,299.4	2,550.0	2,924.0
少数股东权益	235.8	260.7	295.9	341.7	401.2
股东权益	900.3	200.8	3,198.3	3,892.9	4,900.2
账面值(分)	17.5	3.9	62.2	75.7	95.3
营运资金	(224.3)	(393.5)	1,231.3	1,429.7	2,105.8

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	366.5	768.4	924.1	1,193.2	1,699.5
融资成本	8.0	9.9	40.0	20.0	15.0
营运资金变化	105.0	(45.5)	79.8	117.5	219.6
所得税及其他	(10.7)	(149.6)	(107.8)	(158.1)	(229.9)
营运现金流	468.8	583.3	936.1	1,172.6	1,704.1
资本开支	(65.2)	(96.3)	(1,000.0)	(550.0)	(400.0)
其他投资活动	(441.8)	77.1	2.5	2.8	3.1
投资活动现金流	(507.1)	(19.2)	(997.5)	(547.2)	(396.9)
负债变化	541.6	161.1	(797.1)	0.0	0.0
股本变化	0.0	0.0	2,591.0	0.0	0.0
股息	0.0	(854.4)	(466.9)	(241.1)	(331.5)
其他融资活动	(792.1)	231.1	(8.6)	0.0	0.0
融资活动现金流	(250.5)	(462.2)	1,318.3	(241.1)	(331.5)
现金变化	(288.8)	101.9	1,257.0	384.3	975.7
期初持有现金	551.6	262.2	362.6	1,619.6	2,003.9
期末持有现金	262.2	362.6	1,619.6	2,003.9	2,979.5

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

披露事項：第一上海證券有限公司是茂業國際（00848）2008 年 5 月于香港聯合交易所主板上市的國際配售副牽頭經辦人及香港包銷商，第一上海融資有限公司是第一上海證券有限公司的關聯機構，目前擔任茂業國際（00848）的合規顧問。

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。