

買入

2008年08月13日

中國百貨行業整合者，驚現“15倍”買點

- 2.9 億人民幣收購秦皇島金都購物廣場：**茂業宣佈以 2.9 億元的總代價收購秦皇島金都購物廣場，此購物廣場的總建築面積約為 4.6 萬平方米，位處秦皇島市的核心商圈。此物業樓高 7 層，之前由獨立第三方經營百貨。
- 收購代價還算合理：**此次收購之後，茂業不僅僅擁有了物業，同時也將擁有此物業的經營權。按照獨立第三方的評估結果，截止至 7 月 31 日，物業本身的價值為 4.2 億元；另外，公司表示目前的百貨經營模式幾乎均為出租（購物中心模式），因此無法獲知具體的盈利資料，但是公司表示在進入之後將會將盈利模式變為聯銷制（百貨模式），我們預計此店 09 年的利潤將會達到 2800 萬元。
- 目標價微升至 3.8 港元，買入評級：**我們認為此舉對公司 08 年的利潤貢獻不會太大，大約為 5 百萬，09 年的淨利潤增加約為 2600 萬元，我們平均 08 年 25 倍估值以及 DCF 估值結果，最終將目標價格微升至 3.8 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 26.6 倍，並維持買入評級。

★1 港元=0.88 人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

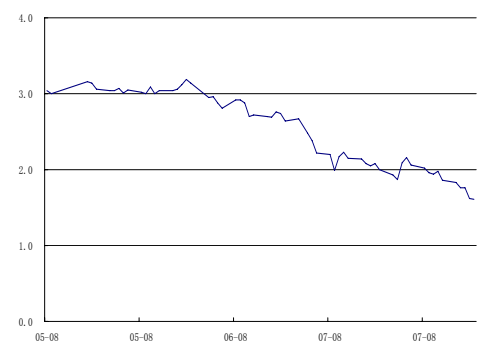
行業	連鎖零售
股價	1.5 港元
目標價	3.8 港元 (+148.3%)
股票代碼	00848
已發行股本	51.4 億股
市值	78.6 億港元
52 周高/低	1.5—3.3 港元
07 年每股淨現值	0.57 元人民幣
主要股東	黃茂如及張靜 82.7%

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入 (百万人民币)	1353	1567	1907	2338	2996
变动 (%)	47	16	22	23	28
净利润 (百万人民币)	217	417	648	835	1173
基本每股收益 (人民币)	0.05	0.10	0.13	0.16	0.23
变动 (%)	67	100	26	29	41
基于1.5港元的市盈率 (倍)	26.9	13.5	10.7	8.3	5.9
每股派息 (人民币)	0.00	0.25	0.05	0.05	0.07
息率 (%)	0.00	18.57	3.74	3.62	5.09

來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現



來源: 彭博

收購秦皇島金都廣場

預計秦皇島金都廣場 09 年利潤為 2800 萬元

圖表 20：DCF 法估值表

秦皇島金都		2008預測	2009預測	2010預測
總銷售額	百萬元	55	276	345
坪銷				
直销		50	110	35
直销比重		90.0%	40.0%	10.0%
直销毛利率		15.0%	15.0%	10.0%
联銷		6	166	311
联銷比重		10.0%	60.0%	90.0%
联銷毛利率		18.0%	19.0%	19.2%
毛利		8	48	63
毛利率		15.3%	17.4%	18.3%
費用測算		6	0	0
租金		0	0	0
折舊		1	5	5
人工		1	6	6
其他		3	9	9
稅前盈利		3	28	43

資料來源：公司資料、第一上海預測

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	1,907.2	2,338.5	2,996.4
毛利	682.7	835.6	1,025.9	1,257.6	1,734.3
其他业务收入	299.1	355.6	422.1	517.2	646.1
销售及管理费用	(730.2)	(635.6)	(618.4)	(674.1)	(818.5)
其他收入	(18.5)	83.9	(30.0)	(10.0)	0.0
营运收入	233.1	639.5	799.5	1,090.7	1,561.9
净财务收入(开支)	(53.0)	(99.1)	35.0	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	838.1	1,114.3	1,580.5
所得税	(6.0)	(103.6)	(155.0)	(234.0)	(347.7)
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	647.8	834.5	1,173.3
折旧及摊销	133.4	128.9	136.3	146.5	230.0
EBITDA	366.5	768.4	935.8	1,237.2	1,791.9
增长					
总收入 (%)	47.3%	15.2%	22.4%	22.6%	28.1%
EBITDA (%)	66.1%	109.7%	21.8%	32.2%	44.8%
净利润 (%)	137.7%	92.1%	55.4%	28.8%	40.6%

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	1,565.9	2,030.2	3,002.0
应收账款	2.9	3.9	5.1	6.2	8.6
存货	98.7	113.1	132.2	167.5	189.3
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	3,062.4	3,587.7	4,610.8
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	5,746.3	6,825.8	8,253.0
应付股息及所得税	54.8	245.7	31.1	46.5	70.2
应付帐款、应付票据	747.2	840.3	1,013.5	1,243.0	1,451.4
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	1,926.9	2,225.1	2,515.7
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	2,347.9	2,658.2	2,962.2
少数股东权益	235.8	260.7	295.9	341.7	401.2
股东权益	900.3	200.8	3,102.5	3,825.9	4,889.5
账面值(分)	17.5	3.9	60.4	74.4	95.1
营运资金	(224.3)	(393.5)	1,135.5	1,362.7	2,095.0

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%	53.8%	53.8%	57.9%
EBITDA 利率 (%)	27.1%	49.3%	49.1%	52.9%	59.8%
净利率 (%)	16.0%	26.8%	34.0%	35.7%	39.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-54.0%	-40.8%	-32.4%	-28.8%	-27.3%
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	50.8	50.6	51.6
应付账款天数	401.5	400.8	383.9	381.0	389.6
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	0.41	0.39	0.36
收入/总资产	0.32	0.43	0.33	0.34	0.36
总资产/股本	4.67	17.92	1.85	1.78	1.69
盈利对利息倍数	4.40	6.45	-22.84	-54.54	-104.13

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	935.8	1,237.2	1,791.9
融资成本	8.0	9.9	35.0	20.0	15.0
营运资金变化	105.0	(45.5)	122.0	168.4	157.2
所得税及其他	(10.7)	(149.6)	(108.5)	(163.8)	(243.4)
营运现金流	468.8	583.3	984.2	1,261.8	1,720.7
资本开支	(65.2)	(96.3)	(1,100.0)	(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)	(1,097.5)	(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)	(468.7)	(250.4)	(352.0)
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)	1,316.6	(250.4)	(352.0)
现金变化	(288.8)	101.9	1,203.3	464.3	971.8
期初持有现金	551.6	262.2	362.6	1,565.9	2,030.2
期末持有现金	262.2	362.6	1,565.9	2,030.2	3,002.0

資料來源：公司資料、第一上海預測

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，並非作為或被視為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為可靠，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。