

買入

2008年09月01日

08年中期業績低於預期，預計下半年會轉好

- **08年中期業績低於預期：**茂業百貨 08 年中期實現營業收入 7.4 億元人民幣，同比下降 9.8%，股東應占盈利 3.0 億元，同比增長 54.4%，整體業績低於預期。
- **成商銷售收入同比下降 6.8%：**茂業旗下的成都商業 (600828.SH) 上半年實現銷售收入 6.2 億元，同比下降 6.8%，主要因為汽車銷售受到地震的影響同比下降了 38%。百貨銷售只增長了 4.2%，主要原因是地震對部分門店產生了較大程度的影響，例如綿陽店。
- **茂業銷售收入同比上升 9.5%：**茂業旗下門店的銷售狀況基本符合預期，同比上升了 9.5%至 14.9 億元。
- **費用合理，並有所下降：**公司總的費用下降 2610 萬元至 3.2 億元，主要原因是在 07 年下半年轉讓了重慶解放碑店導致折舊、租金等支出有所下降所致。
- **下半年業績可能會達到預期：**上半年的業績情況並不理想，其中四川地震和廣東暴雨是重要的客觀因素，我們相信公司下半年的業績情況將會好過上半年，另外，收購的太原店、秦皇島店可以立刻貢獻收入及利潤。總的來說，我們預計公司下半年的收入將會有 9.9 億元，並實現 3.3 億元的利潤。
- **目標價微降至 3.4 港元，買入評級：**我們平均了 DCF 估值結果以及 25 倍 08 年經常性收益（扣除出售股票收益）的估值結果，最終微降目標價格至 3.4 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 24.9 倍，或是經常性收益的 27 倍。

★1 港元=0.88 人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

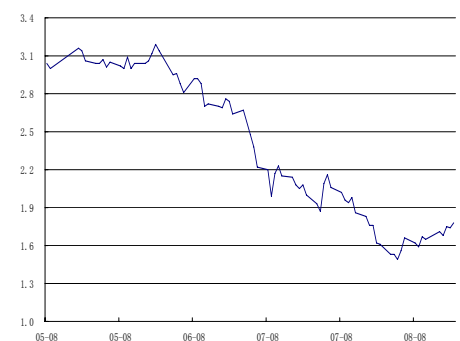
行業	連鎖零售
股價	1.8 港元
目標價	3.4 港元 (+88.8%)
股票代碼	00848
已發行股本	51.4 億股
市值	91.5 億港元
52 周高/低	1.5—3.3 港元
07 年每股淨現值	0.57 元人民幣
主要股東	黃茂如及張靜 82.7%

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	1730	2136	2766
变动 (%)	47	16	10	23	30
净利润 (百万人民币)	217	417	637	764	1095
基本每股收益 (人民币)	0.05	0.10	0.12	0.15	0.21
变动 (%)	67	100	24	20	43
基于1.78港元的市盈率 (倍)	31.3	15.7	12.6	10.5	7.4
每股派息 (人民币)	0.00	0.25	0.05	0.04	0.06
息率 (%)	0.00	15.96	3.16	2.85	4.08

來源: 公司資料, 第一上海預測

股價表現



來源: 彭博

08 年中期業績低於預期

08 年中期業績低於預期

茂業百貨 08 年中期實現營業收入 7.4 億元人民幣，同比下降 9.8%，股東應占盈利 3.0 億元，同比增長 54.4%，整體業績低於預期。

圖表 1：茂業中期業績概覽

	2007上半年	2008上半年	变动
收入	821	741	-9.8%
毛利	424	436	2.9%
毛利率	51.6%	58.9%	
经营利润	266	417	56.7%
经营利润	32.4%	56.3%	
净利润	195	301	54.4%
净利润率	23.7%	40.6%	

資料來源：公司資料、第一上海預測

百貨總銷售額增長 7.8%，特許專櫃同店增長 12.2%

公司總的銷售金額增長 7.8%至 19.5 億元，其中特許專櫃同店銷售增長 12.2%，直銷銷售金額同比下降 13.5%。

成商實現銷售收入 6.2 億元，同比下降 6.8%

茂業旗下的成都商業（600828.SH）上半年實現銷售收入 6.2 億元，同比下降 6.8%，主要因為汽車銷售受到地震的影響同比下降了 38%。百貨銷售增長了 4.2%，主要原因是地震對部分門店產生了較大程度的影響，例如綿陽店。

圖表 1：成商銷售情況概覽

	2007上半年	2008上半年	增长
百货零售	488	509	4.2%
汽车零售	175	108	-38.0%

資料來源：公司資料

茂業部分實現銷售收入 14.9 億元，同比上升 9.5%

茂業旗下門店的銷售狀況基本符合預期，同比上升了 9.5%至 14.9 億元。

費用有所下降

公司總的費用下降 2610 萬元至 3.2 億元，主要原因是在 07 年下半年轉讓了重慶解放碑店導致折舊、租金等支出有所下降所致。

出售成商股份獲得 7973 萬元收益

公司在上半年減持了成商股份獲得了 7973 萬元的稅前利潤，此部分收益同公司其他業務一樣需要繳稅，稅率相同。

下半年情況可能會有所好轉

上半年的業績情況並不理想，其中四川地震和廣東暴雨是重要的客觀因素，我們相信公司下半年的業績情況將會好過上半年，另外，收購的太原店、秦皇島店可以立刻貢獻收入及利潤。總的來說，我們預計公司下半年的收入將會有 9.9 億元，並實現 3.3 億元的利潤。

下調盈利預測

圖表 2：盈利預測變動表

	2008預測		2009預測		2010預測	
	之前預測	目前預測	之前預測	目前預測	之前預測	目前預測
收入	1,907	1,730	2,339	2,136	2,996	2,766
經營利潤	800	820	1,091	1,017	1,562	1,475
淨利潤	648	637	835	764	1,173	1,084

資料來源：公司資料

微降目標價格至 3.4 港元，維持買入評級

我們平均了 DCF 估值結果以及 25 倍 08 年經常性收益（扣除出售股票收益）的估值結果，最終微降目標價格至 3.4 港元，此價格相當於 08 年每股收益的 24.9 倍，或是經常性收益的 27 倍。

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	1,730.2	2,135.9	2,766.1
毛利	682.7	835.6	988.3	1,210.1	1,676.5
其他业务收入	299.1	355.6	420.5	515.1	643.6
销售及管理费用	(730.2)	(635.6)	(638.4)	(698.6)	(845.3)
其他收入	(18.5)	83.9	49.7	(10.0)	0.0
营运收入	233.1	639.5	820.1	1,016.6	1,474.8
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	(15.0)	(12.0)	(10.0)
税前盈利	183.9	547.7	840.1	1,024.6	1,479.8
所得税	(6.0)	(103.6)	(168.0)	(215.2)	(325.6)
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	636.8	763.6	1,094.7
折旧及摊销	133.4	128.9	136.3	146.5	230.0
EBITDA	366.5	768.4	956.3	1,163.1	1,704.8
增长					
总收入 (%)	47.3%	15.2%	11.0%	23.4%	29.5%
EBITDA (%)	66.1%	109.7%	24.4%	21.6%	46.6%
净利润 (%)	137.7%	92.1%	52.7%	19.9%	43.4%

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	1,442.7	1,852.5	2,758.0
应收账款	2.9	3.9	4.8	5.9	8.2
存货	98.7	113.1	111.3	143.5	163.4
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	2,918.0	3,385.7	4,340.5
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	795.0	783.5	774.1
总资产	4,204.3	3,597.2	5,583.4	6,589.6	7,935.0
应付股息及所得税	54.8	245.7	31.1	50.4	64.5
应付帐款、应付票据	747.2	840.3	853.3	1,064.8	1,253.0
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	1,766.7	2,050.7	2,311.7
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	2,187.7	2,483.9	2,758.1
少数股东权益	235.8	260.7	295.9	341.7	401.2
股东权益	900.3	200.8	3,099.8	3,764.0	4,775.6
账面值(分)	17.5	3.9	60.3	73.2	92.9
营运资金	(224.3)	(393.5)	1,151.3	1,335.0	2,028.8

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%	57.1%	56.7%	60.6%
EBITDA 利率 (%)	27.1%	49.3%	55.3%	54.5%	61.6%
净利率 (%)	16.0%	26.8%	36.8%	35.8%	39.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-54.0%	-40.8%	-36.9%	-32.7%	-30.6%
实际税率 (%)	-3.2%	-18.9%	-20.0%	-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	55.2	50.2	51.4
应付账款天数	401.5	400.8	416.5	378.1	388.2
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	0.39	0.38	0.35
收入/总资产	0.32	0.43	0.31	0.32	0.35
总资产/股本	4.67	17.92	1.80	1.75	1.66
盈利对利息倍数	4.40	6.45	-23.43	-50.83	-98.32

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	956.3	1,163.1	1,704.8
融资成本	8.0	9.9	35.0	20.0	15.0
营运资金变化	105.0	(45.5)	(17.1)	153.5	138.9
所得税及其他	(10.7)	(149.6)	(117.6)	(150.6)	(227.9)
营运现金流	468.8	583.3	856.6	1,186.0	1,630.9
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	(85.4)	(464.3)	(229.1)	(328.4)
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)	1,321.0	(229.1)	(328.4)
现金变化	(288.8)	101.9	1,080.2	409.7	905.5
期初持有现金	551.6	262.2	362.6	1,442.7	1,852.5
期末持有现金	262.2	362.6	1,442.7	1,852.5	2,758.0

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。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。