



买入

24% ↑

目标价格: 人民币11.19

600828.SS

原先目标价: 人民币15.50

价格: 人民币8.99

目标价格基础: 市盈率估值

板块评级: 增持

成商集团

今年整固, 后年发力

2011年公司实现营业收入20.4亿元, 同比增加19.26%; 实现息税前利润2.13亿元, 同比增长25.5%; 实现归属于上市公司股东净利润(剔除非经常性损益的影响)1.85亿元, 同比增长44.4%。折合剔除非经常性损益每股收益0.422元。公司扣非净利润增速大大高于息税前利润增速的原因在于公司计取的春熙路太平洋店租金收入大幅上升, 全年税前计取由2010年的2,600万元上升到7,300万元。

支撑评级的要点

- 公司现有门店增长良好, 成都以外的门店增速较快;
- 随着大量项目成熟并稳步进入收获期, 以及公司加快在省内扩张的步伐, 我们预计2014年公司将进入下一轮增长期;
- 公司费用控制严格。

评级面临的主要风险

- 在盐市口二期、茂业中心以及九眼桥等大项目中出现经营风险。

估值

- 我们对公司集中资源做强主业以及深耕省内市场战略感到欣慰, 但是我们对公司2012年业绩增长持谨慎态度。我们认为随着盐市口二期的逐步成熟, 九眼桥店项目进入收获期以及春熙店2014年末收回, 外埠门店加快展店, 公司业绩新一轮增长拐点始于2014年。我们预测2012-2014年公司剔除非经常性损益的每股收益分别为0.51、0.64、0.82元。由于市场估值水平发生较大变化, 以2012年估值水平22倍计, 我们调整公司目标价格至11.2元, 仍然维持**买入**评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	49	38	61	(42)
相对新华富时A50指数	35	35	51	13

发行股数(百万)	439
流通股(%)	33
流通股市值(人民币 百万)	1,311
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2011E)	41
主要股东(%)	
茂业商厦	67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年2月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 零售

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*林琳为本报告重要贡献者

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,677	2,000	2,390	3,181	3,981
变动(%)	(1)	19	19	33	25
净利润(人民币 百万)	138	196	223	282	361
全面摊薄每股收益(人民币)	0.323	0.453	0.508	0.643	0.823
变动(%)	31.9	40.5	12.2	26.4	28.1
市场预期每股收益(人民币)		0.485	0.590	0.845	
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.608	0.779	
调整幅度(%)	-	-	(16.4)	(17.5)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.293	0.422	0.508	0.643	0.823
变动(%)	19.6	44.4	20.4	26.4	28.1
全面摊薄市盈率(倍)	27.9	19.8	17.7	14.0	10.9
核心市盈率(倍)	30.7	21.3	17.7	14.0	10.9
每股现金流量(人民币)	0.65	0.52	1.22	1.39	1.35
价格/每股现金流量(倍)	13.9	17.3	7.4	6.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	17.1	12.5	9.0	6.7
每股股息(人民币)	0.027	0.036	0.048	0.070	0.090
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩与预期相差不大，春熙太平洋租金提高拉升业绩增速

2011年公司实现营业收入20.4亿元，同比增加19.26%；实现息税前利润2.13亿元，同比增长25.5%；实现归属于上市公司股东的净利润1.96亿元，同比增长41.52%；剔除非经常性损益的影响后净利润为1.85亿元，同比增长44.4%。折合剔除非经常性损益每股收益0.422元，略低于我们0.44元的预期。差异主要在于：菏泽区域亏损809万元。公司扣非净利润增速大大高于息税前利润增速的原因在于公司计取的春熙路太平洋店租金收入大幅上升，全年税前计取由2010年的2,600万元上升到6,300万元。

外埠门店增长良好

2011年茂业西南区域即公司主要门店特许专柜所得款项同比增长19.1%。

盐市口店去年全年特许专柜销售所得款项为6.30亿元，同店增长16.1%。全年盐市口店客单价603元。该店实现营业收入约为7.6亿元，同比增长14%。我们预计该店元旦至今单数增长。目前该店在稳步调整改善，可以预期随着盐市口2期（南区）于今年下半年投入使用，以及该店目前区域（北区）开始改造，未来该店将成为西南区域盐市口商圈最为重要的百货之一。

南充五星店去年全年特许专柜销售所得款项为2.7亿元，同店增长18.6%。全年盐市口店客单价531元。虽然家电销售增长明显放缓，但是该店仍然实现营业收入约为3.8亿元，净利润2,800万元。我们预计五星店将于今年中开始进行外立面装修，但是对于该店影响不大。而南充模范街店一如所料，由于商圈定位与门店定位间的差距，销售规模仍然较小，特许专柜销售所得款项为0.3亿元，同店增长18%。该店目前已经调整了经营业态，将部分楼层整体租赁出去。值得高兴的是该店自去年9月开始止亏，全年基本实现盈亏平衡，同比减亏342万元。随着模范街改造结束，该商圈逐步提档升级，也有利于未来该店发展。

绵阳临园店由于销售状况不佳，开始对商品结构调整，同时我们认为兴达店的开业对临园店也形成了部分客流的分流。该店2011年实现销售9,700余万元，其中特许专柜销售所得款项为7,345万元，同店增长22.8%。全年该店客单价339元。而兴达店全年销售2.83亿元，同比增长20%，全年该店客单价566元。该店实现净利润1,000余万元，由于该店背负财务费用约为1,800万元左右。茂业对兴达店充满信心，我们认为，在总体经营面积较绵阳百盛大接近万平米状况下，实现与百盛接近的销售收入是相对容易的。

温江店全年实现销售0.98亿元，增速与公司同店增速大体持平，对整体利润贡献不大。武侯店销售1.5亿元，基本稳定。公司成功收购了菏泽惠和商业中心有限公司90%股权，新增门店两家，扩大商业面积约4.14万平方米，4月新开店增加主营业务收入4,702.56万元，全年亏损711万元，实际合并亏损809万元。2011年该项目尚处于调改培育期，目前委托茂业国际控股有限公司经营管理，采用“茂业百货”品牌进行运营。

总体来看，公司仍然依靠原有的主力门店，而成都以外区域门店增长良好。我们认为，2011年公司利润的主要支撑点仍然是盐市口店、南充五星店和绵阳兴达店，而模范街店减亏是利润的增量部分。

图表 1.2011 年度主要门店经营数据摘要

	特许专柜销售所得(百万元)			客单价(元)
	2011	2010	同比增速	2011
成都盐市口	630.28	531.44	16.1%	603
南充五星	269.78	219.69	18.6%	531
绵阳临园	73.45	62.24	22.8%	339
南充模范街店	29.92	24.95	18.0%	331
绵阳兴达	282.99	220.57	19.9%	566

资料来源：茂业国际 2011 年报数据

毛利率稳定，费用控制优秀，费用率继续下降

公司 2011 年百货超市的商业毛业务利率为 15.5%，较 2010 年增长了 0.03 个百分点，公司综合毛利率 23.1%。我们认为去年全年公司控制了促销力度，在黄金珠宝品类占比上升 4 个百分点的状况下，保持商业毛利率基本稳定已属不易。

令人惊叹的是公司在业务增长同时仍然能够保持严格的费用控制，全年费用率下降到 12.1%，而 2010 年费用率为 12.7%。即使在人员数增长 14.4% 的情况下，其全年人工费用也只增长了 16%。水电费用增长 10%。今年人工费用公司预计增长 10% 左右。

我们预期 2012 年公司零售业务毛利率仍将保持稳定，费用率由于新店开业可能会有所上升。

未来加快省内双品牌拓展

公司调整了盐市口二期项目投资规划，将盐市口项目纳入整体规划，分为南、北两区，实行“整体规划，分期建设”。盐市口项目南区规划商业面积近 5 万平米，定位于都市时尚精品百货。目前正按计划实施工程建设和规划招商，争取在年内投入运营。天府新区茂业中心项目是公司尝试购物中心新业态的第一家门店，商业面积约 6.2 万平米，目前商业规划及招商工作按计划推进，待周边商业环境成熟后适时开业。此外，公司拟建项目九眼桥项目也正按计划稳步推进中，预计 2012 年上半年完成拆迁工作，年内进行施工建设。

目前盐市口项目南区已建至地面 9 层，商业裙楼封顶。我们预期盐市口 2 期南区将于今年 10 月份后开业。

位于成都天府新区的茂业中心项目已建成封顶并进行外立面和内部工程装修，项目整体商业规划及招商工作已基本完成。由于所处的南部商圈客流量远未达到预期，该商圈的培育尚需时日，我们预计茂业中心（预计 2012 年下半年左右开业）可能以出租方式经营。九眼桥项目拆迁工作稳步有序推进，目前各方工作进展顺利，我们预计商业项目将于 2013 年底开业。

我们认为公司对展店思路进行了调整，在成都项目基本走上正轨后，开始加快在川内以及周边区域的项目筛查，预计在未来 2 年内我们可能会看到在川内 2 级市场的拓展，并加快省内的网络布局。基于对川内成都以外市场增长潜力的乐观判断以及对成都市场总体竞争加剧的谨慎态度，我们认为公司省内加密的战略思路将有利于公司未来的发展。

公司的业绩增长拐点始于明后年

我们对公司集中资源做强主业以及深耕省内市场战略感到欣慰，但是我们对公司 2012 年业绩增长持谨慎态度。我们认为随着盐市口二期的逐步成熟，九眼桥店项目进入收获期以及春熙店 2014 年末收回，外埠门店加快展店，公司业绩新一轮增长拐点始于 2014 年。我们预测 2012-2014 年公司剔除非经常性损益的每股收益分别为 0.51、0.64、0.82 元。由于市场估值水平发生较大变化，以 2012 年估值水平 22 倍计，我们调整公司目标价格至 11.2 元，仍然维持**买入**评级。

图表 2.2011 年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动(%)
主营业务收入	1551	1850	19
营业税金及附加	(28)	(34)	24
净营业收入	1,523	1,816	19
其他净收入	154	185	20
主营业务成本	(1,311)	(1,564)	19
销售费用	(165)	(190)	15
管理费用	(32)	(34)	6
息税前利润	169	213	25
非经常项目	13	14	3
投资收益	26	65	152
净财务费用	(27)	(32)	22
利润总额	182	259	42
所得税	(45)	(61)	36
净利润	137	198	45
少数股东损益	1	(2)	(271)
归属于母公司股东的净利润	138	196	42
扣除非经常性损益的净利润	128.4	185.4	44
每股收益(人民币)	0.293	0.422	
盈利能力(%)			
综合毛利率	23.0	23.1	
息税前利润率	9.9	10.4	
净利润率	7.5	9.1	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,677	2,000	2,390	3,181	3,981
销售成本	(1,311)	(1,564)	(1,848)	(2,480)	(3,105)
经营费用	(126)	(171)	(190)	(230)	(283)
息税折旧前利润	241	265	351	470	593
折旧及摊销	(71)	(53)	(81)	(133)	171
经营利润 (息税前利润)	169	213	270	338	422
净利息收入/(费用)	(27)	(32)	(44)	(44)	(29)
其他收益/(损失)	39	79	70	77	82
税前利润	182	259	297	371	475
所得税	(45)	(61)	(71)	(89)	(114)
少数股东权益	1	(2)	(2)	0	0
净利润	138	196	223	282	361
核心净利润	142	199	223	282	361
每股收益(人民币)	0.315	0.446	0.508	0.643	0.823
核心每股收益(人民币)	0.293	0.422	0.508	0.643	0.823
每股股息(人民币)	0.027	0.036	0.048	0.070	0.090
收入增长(%)	(1)	19	19	33	25
息税前利润增长(%)	17	25	27	25	25
息税折旧前利润增长(%)	24	10	32	34	26
每股收益增长(%)	8	42	14	26	28
核心每股收益增长(%)	32	41	20	26	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	182	259	297	371	475
折旧与摊销	71	53	81	133	171
净利息费用	27	32	44	44	29
运营资本变动	85	(10)	229	197	59
税金	(45)	(61)	(71)	(89)	(114)
其他经营现金流	(35)	(45)	(46)	(44)	(29)
经营活动产生的现金流	285	228	533	612	591
购买固定资产净值	(97)	(163)	(501)	(455)	(102)
投资减少/增加	114	(31)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	17	(194)	(501)	(455)	(102)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(42)	197	(76)	(45)	(310)
支付股息	(25)	(10)	(16)	(21)	(31)
其他融资现金流	(177)	(227)	63	12	(130)
融资活动产生的现金流	(245)	(40)	(28)	(54)	(471)
现金变动	57	(6)	4	102	18
期初现金	68	125	118	123	225
公司自由现金流	303	35	34	158	491
权益自由现金流	233	198	(87)	67	150

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	125	119	123	225	243
应收帐款	9	16	19	22	30
库存	99	187	85	110	141
其他流动资产	85	146	89	35	43
流动资产总计	318	467	316	392	457
固定资产	716	1,016	1,320	1,602	1,706
无形资产	352	353	345	338	330
其他长期资产	225	258	383	478	453
长期资产总计	1,293	1,628	2,048	2,418	2,489
总资产	1,611	2,095	2,364	2,810	2,946
应付帐款	488	574	704	929	1,027
短期债务	44	139	69	74	64
其他流动负债	0	0	70	100	0
流动负债总计	533	712	843	1,103	1,091
长期借款	453	546	480	400	200
其他长期负债	0	10	0	0	0
股本	366	439	439	439	439
储备	245	356	569	835	1,183
股东权益	610	795	1,008	1,274	1,622
少数股东权益	14	31	33	33	33
总负债及权益	1,611	2,095	2,364	2,810	2,946
每股帐面价值(人民币)	1.67	1.81	2.30	2.90	3.70
每股有形资产(人民币)	0.71	1.01	1.51	2.13	2.94
每股净负债/(现金)(人民币)	1.02	1.29	0.97	0.57	0.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.3	13.3	14.7	14.8	14.9
息税前利润率	10.1	10.6	11.3	10.6	10.6
税前利润率	10.8	12.9	12.4	11.7	11.9
净利率	8.2	9.8	9.3	8.9	9.1
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率	6.0	6.4	6.0	7.5	13.7
净权益负债率(%)	59.7	68.6	40.9	19.1	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
估值(倍)					
市盈率	28.5	20.2	17.7	14.0	10.9
核心业务市盈率	27.9	19.8	17.7	14.0	10.9
目标价对应核心业务市盈率	34.7	24.7	22.0	17.4	13.6
市净率	5.4	5.0	3.9	3.1	2.4
价格/现金流	13.9	17.3	7.4	6.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润	15.3	17.1	12.5	9.0	6.7
周转率					
存货周转天数	27.2	33.4	20.8	11.2	11.5
应收帐款周转天数	4.9	2.3	2.6	2.3	2.4
应付帐款周转天数	99.4	96.9	97.6	93.7	89.7
回报率					
股息支付率(%)	7.1	8.1	9.4	10.9	10.9
净资产收益率(%)	24.8	27.9	24.7	24.7	24.9
资产收益率(%)	8.2	8.8	9.2	9.9	11.1
已运用资本收益率(%)	15.7	16.2	17.5	20.1	22.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371