



买入

18% ↑
目标价格: 人民币5.87

600828.CH

价格: 人民币 4.97

目标价格基础: 17倍12年市盈率

板块评级: 增持

成商集团

今年整固, 明年发力

2012年公司实现营业收入21.46亿元, 同比增长5.21%; 实现息税前利润2.32亿元, 同比增长8.89%; 实现归属于上市公司股东净利润(未确认春熙店投资收益)1.5亿元, 同比下降23.03%。全面摊薄每股收益0.264元/股, 与我们扣除春熙店投资收益后全面摊薄每股收益0.263元/股的预测相一致。我们维持目标价格5.87元和买入评级。

支撑评级的要点

- 公司相对加快未来2年在省内的扩张步伐, 我们预计2014年公司将进入新一轮利润增长期。

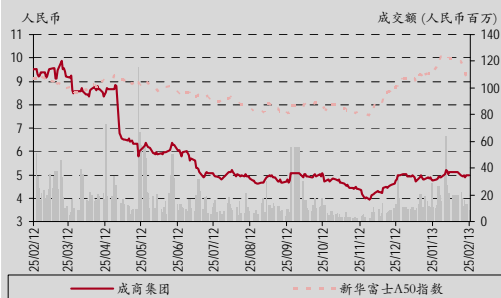
评级面临的主要风险

- 春熙路太平洋店物业收回时间慢于预期。
- 成都地区商业竞争激烈, 致使盐市口二期、茂业中心项目及九眼桥等大型项目出现经营风险。

估值

- 由于成都地区商业竞争激烈, 且公司川内成都以外地区扩张速度略有保守, 我们对公司2013年的业绩持谨慎的态度, 我们认为随着盐市口二期、南部茂业中心逐步步入收获期, 公司的业绩可能于2014年再次迎来新一轮增长。为保守起见, 我们未计入春熙店的投资收益, 我们调整2013-15年扣非后全面摊薄每股收益至0.309、0.383和0.469元, (若按照春熙店以租金+50%收益计算, 则2013-15年扣非后全面摊薄每股收益为0.395、0.475和0.567元)。我们维持目标价格5.87元和买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	-	5	13	(48)
相对新华富时A50指数	-	5	(8)	(49)

发行股数(百万)	570
流通股(%)	37
流通股市值(人民币百万)	2,835
3个月日均交易额(人民币百万)	17
净负债比率(%) (2012E)	2
主要股东(%)	
茂业商厦	51

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年2月25日收市价为标准

投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	2,000	2,105	2,448	2,998	3,518
变动(%)	19	5	16	22	17
净利润(人民币百万)	196	151	176	218	267
全面摊薄每股收益(人民币)	0.343	0.264	0.309	0.383	0.469
变动(%)	41.5	(23.0)	17.0	23.8	22.4
市场预期每股收益(人民币)	-	0.358	0.456	0.483	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.35	0.458	-
调整幅度(%)	-	-	(11)	(16)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.325	0.273	0.309	0.383	0.469
变动(%)	44.4	(15.9)	13.0	23.8	22.4
全面摊薄市盈率(倍)	14.5	18.8	16.1	13.0	10.6
核心市盈率(倍)	15.3	18.2	16.1	13.0	10.6
每股现金流量(人民币)	0.52	0.47	0.76	0.54	0.70
价格/每股现金流量(倍)	9.6	10.5	6.5	9.2	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	12.1	10.0	8.6	7.0
每股股息(人民币)	0.036	0.048	0.070	0.090	0.110
股息率(%)	0.7	1.0	1.4	1.8	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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@bocichina.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

扣除春熙店的投资收益影响，公司 12 年扣非后净利润增长 23.46%

受行业增速放缓及成都地区商业竞争激烈的影响，公司 2012 年全年销售增速放缓较为明显。2012 年公司实现营业收入 21.46 亿元，同比增长 5.21%；实现息税前利润 2.32 亿元，同比增长 8.89%；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）1.5 亿元，同比下降 23.03%。全面摊薄每股收益（剔除非经常性损益）0.264 元/股，与我们扣除春熙店收益后全面摊薄每股收益 0.263 元/股的预测相一致。

扣非后归属净利润同比大幅下降的原因为：根据 2012 年 4 月 20 日 [2012] 中国贸仲京裁字第 0200 号仲裁裁决结果，公司无法对春熙店的收益金额做出合理估计，因此 2012 年公司未确认春熙店的收益，由此使得公司实现归属于上市公司股东净利润同比下降 23.03%，而去年同期公司确认收益 6,023 万元，扣除此因素，2012 年剔除非经常性损益的净利润比去年同期增长 23.46%。

分门店分析，2011 年 9 月开业的次新店菏泽店，预计 2012 年含税收入约为 1 亿元，亏损 418 万元，比 2011 年减亏 293 万元。2008 年 9 月开业的南充店，2012 年实现净利润 155 万元，实现扭亏为盈。母公司利润表主营业务收入 9.83 亿元，同比增长 0.21%。基本反映了盐市口店、武侯店和温江店的经营情况，我们估计盐市口店 2012 年营收略有增长，武侯和温江店略有下降。此外，由于清江店连续两年亏损，于今年 2 月 20 日停业关店，12 年亏损 433 万元。

图表 1. 2012 年公司部分门店特许专柜销售收入

	特许专柜销售收入 (百万元)	客单价(元)	特许专柜销售收入同比 变化(%)
盐市口店	662.13	660	5.1
南充五星店	287.34	667	6.5
绵阳兴达店	285.77	582	1.0

资料来源：茂业集团半年报，中银国际研究

分地区分析，12 年成都地区实现主营业务收入 10.2 亿元，同比增长 0.97%，虽然整体增速放缓明显，但是与 12 年上半年成都地区营收同比下降 3.42% 相比，12 年下半年增速有所好转，为 5.64%。外埠地区除南充地区门店店龄较长增速放缓外（为 0.9%）其余地区增速明显快于成都地区，绵阳地区为 6.06%，菏泽等其他地区增速为 53.52%。

毛利率及费用率均略有上升

2012 年公司综合毛利率上升 0.66 个百分点至 23.74%，其中百货业务毛利率上升 0.1 个百分点至 15.58%。我们认为百货业务毛利率上升主要原因是公司调整门店商品机构和 12 年黄金销售占比下降。由于今年加大了促销的频次及力度，使得期间费用率同比上升 0.33 个百分点。

川内成都以外区域扩张速度保守

目前公司在建的项目有南部茂业中心及盐市口二期，这两个项目建设均接近尾声，预计均将于 2013 年上半年开业。另外九眼桥项目拆迁等前期工程已于 2012 年 7 月完成，预计将于 2014 年底开业。

南部茂业中心位于成都南部高新区 CBD 中心，虽然成都市政府已迁至高新区，但该地区商圈尚需时间培育，因此公司计划将该店开业时间延迟至明年上半年，届时将有一半物业经营主题百货，另一半物业经营休闲娱乐、餐饮等特业项目。该项目商业部分总投资约为 4 亿元（其中土地成本约为 7,963 万元）。

盐市口二期商业部分面积约为 5.56 万平米，定位于中高端，客层偏向于年轻人。预计商业部分总投资约为 4 亿元。酒店和写字楼部分将于 2014 年开业，目前酒店部分公司计划引入 JW 万豪。

九眼桥项目，位于锦江区九眼桥宏济中路号，总投资为 4.33 亿元，总建筑面积为 9.16 万平米，其中商业面积为 5.08 万平米，住宅面积为 4.075 万平米。

图表 2. 公司储备项目

项目名称	预计开业时间	预计商业面积 (平方米)	物业性质	备注
南部茂业中心	2013 年上半年	68,300	自建	总建筑面积 33.87 万平方米，其中商业裙楼 4.7 万平方米，写字楼 1.68 万平方米，公寓 5.64 万平方米，地下一层商业 2.13 万平方米，地下二、三层停车库（含设备房等）46,410 平方米。根据协议，本公司将拥有地下一层至地面四层裙楼面积约为 6.83 万平方米商业物业和地下二层 2.32 万平方米地下停车场及对应的土地权益，并承担相应土地使用权成本 7,963 万元及开发成本。成都崇德将拥有其余部分物业及对应的土地权益，并承担相应土地使用权成本 14,788 万元及开发成本。
盐市口二期	2013 年 5 月	55,600	自建	成都盐市口二期项目位于盐市口商圈东御街与顺城大街交汇处，项目总建筑面积 15.81 万平方米，采用购物中心与步行街结合的形式。该项目总投资 10.00 亿元。总建筑面积 15.8 万平方米，其中商业裙楼 3.96 万平方米，酒店 4.24 万平方米，办公 3.89 万平方米，地下负一、二层（包括商业、设备房等）1.6 万平方米，地下负三层（包括停车场、设备房等）0.8 万平方米。
九眼桥购物中心	2014 年	50,800	自建	位于锦江区九眼桥宏济中路号，总投资为 4.33 亿元，总建筑面积为 9.16 万平米，其中商业面积为 5.08 万平米，住宅面积为 4.075 万平米。

资料来源：公司资料，中银国际研究

小幅调整盈利预测和维持买入评级

由于成都地区商业竞争激烈，且公司川内成都以外地区扩张速度略有保守，我们对公司 2013 年的业绩持谨慎的态度，我们认为随着盐市口二期、南部茂业中心逐步步入收获期，公司的业绩可能于 2014 年再次迎来新一轮增长。为保守起见，我们未计入春熙店的投资收益，我们调整 2013-15 年扣非后全面摊薄每股收益至 0.309、0.383 和 0.469 元，（若按照春熙店以租金+50%收益计算，则 2013-15 年扣非后全面摊薄每股收益为 0.395、0.475 和 0.567 元）。我们维持目标价格 5.87 元和**买入**评级。

图表 3.2011-12 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011	2012	同比变化(%)
主营收入	1,850	1,932	4.44
-营业税及附加	(34)	(35)	3.17
净营业收入	1,816	1,897	4.47
其他业务利润	185	209	13.02
主营成本	(1,564)	(1,631)	4.32
销售费用	(190)	(201)	6.18
管理费用	(34)	(41)	20.25
营业利润	213	232	8.89
非经常性项目	14	(7)	(153.55)
投资收益	65	7	(89.19)
净财务费用	(32)	(28)	(13.96)
利润总额	259	203	(21.44)
所得税	(61)	(54)	(11.18)
少数股东损益	(2)	1	(158.13)
归属母公司股东净利润	196	151	(23.03)
扣除非经常性损益的净利润	185	156	(15.85)
扣非后每股收益(元)	0.325	0.274	(15.73)
盈利能力 (%)			
综合业务毛利率	23.08	23.74	
经营利润率	10.42	10.79	
税前利润率	13.01	13.09	
扣非后净利率	9.09	7.27	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,000	2,105	2,448	2,998	3,518
销售成本	(1,564)	(1,631)	(1,913)	(2,347)	(2,748)
经营费用	(171)	(193)	(227)	(283)	(341)
息税折旧前利润	265	281	308	369	429
折旧及摊销	(53)	(49)	(56)	58	(52)
经营利润(息税前利润)	213	232	252	311	377
净利息收入/(费用)	(32)	(28)	(29)	(33)	(35)
其他收益/(损失)	79	0	10	10	10
税前利润	259	203	233	288	352
所得税	(61)	(54)	(55)	(68)	(83)
少数股东权益	(2)	1	(2)	(2)	(2)
净利润	196	151	176	218	267
核心净利润	185	156	176	218	267
每股收益(人民币)	0.343	0.264	0.309	0.383	0.469
核心每股收益(人民币)	0.325	0.273	0.309	0.383	0.469
每股股息(人民币)	0.036	0.048	0.070	0.090	0.110
收入增长(%)	19	5	16	22	17
息税前利润增长(%)	25	9	9	24	21
息税折旧前利润增长(%)	10	6	10	20	16
每股收益增长(%)	42	(23)	17	24	22
核心每股收益增长(%)	44	(16)	13	24	22

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	259	203	233	288	352
折旧与摊销	53	49	56	58	52
净利息费用	32	28	29	33	35
运营资本变动	(10)	32	203	32	84
税金	(61)	(54)	(55)	(68)	(83)
其他经营现金流	(45)	(21)	(31)	(35)	(38)
经营活动产生的现金流	228	238	435	308	402
购买固定资产净值	(163)	(2)	(229)	(302)	(202)
投资减少/增加	(31)	8	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	(194)	6	(229)	(302)	(202)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	197	(19)	38	(310)	10
支付股息	(10)	(16)	(27)	(40)	(51)
其他融资现金流	(227)	(199)	51	67	20
融资活动产生的现金流	(40)	(234)	62	(283)	(21)
现金变动	(6)	9	268	(277)	178
期初现金	125	118	128	396	119
公司自由现金流	35	244	208	8	202
权益自由现金流	198	196	216	(337)	174

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	119	128	396	119	297
应收帐款	16	16	17	22	26
库存	187	181	85	106	123
其他流动资产	146	105	27	33	38
流动资产总计	467	430	525	280	485
固定资产	1,016	1,208	1,454	1,798	1,890
无形资产	353	343	338	330	322
其他长期资产	258	251	210	57	114
长期资产总计	1,628	1,802	2,001	2,186	2,327
总资产	2,095	2,232	2,526	2,466	2,812
应付帐款	574	599	708	767	871
短期债务	139	209	214	204	214
其他流动负债	0	0	100	0	0
流动负债总计	712	808	1,022	970	1,085
长期借款	546	458	400	200	200
其他长期负债	10	9	0	0	0
股本	439	570	570	570	570
储备	356	358	503	692	921
股东权益	795	928	1,073	1,263	1,492
少数股东权益	31	29	31	33	35
总负债及权益	2,095	2,232	2,526	2,466	2,812
每股帐面价值(人民币)	1.81	1.63	1.88	2.21	2.62
每股有形资产(人民币)	1.01	1.03	1.29	1.63	2.05
每股净负债/(现金)(人民币)	1.29	0.94	0.38	0.50	0.20

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	13.3	13.3	12.6	12.3	12.2
息税前利润率	10.6	11.0	10.3	10.4	10.7
税前利润率	12.9	9.7	9.5	9.6	10.0
净利率	9.8	7.2	7.2	7.3	7.6
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.5	0.5	0.3	0.4
利息覆盖率	6.4	8.1	8.3	8.9	10.1
净权益负债率(%)	68.6	56.3	19.7	22.0	7.6
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.2	0.3
估值(倍)					
市盈率	14.5	18.8	16.1	13.0	10.6
核心业务市盈率	15.3	18.2	16.1	13.0	10.6
目标价对应核心业务市盈率	14.3	16.9	15.0	12.1	9.9
市净率	2.7	3.1	2.6	2.2	1.9
价格/现金流	9.6	10.5	6.5	9.2	7.1
企业价值/息税折旧前利润	10.5	12.1	10.0	8.6	7.0
周转率					
存货周转天数	33.4	31.9	19.8	11.7	11.9
应收帐款周转天数	2.3	2.8	2.4	2.4	2.5
应付帐款周转天数	96.9	101.7	97.5	89.7	85.0
回报率					
股息支付率(%)	8.1	18.2	22.7	23.5	23.5
净资产收益率(%)	27.9	17.5	17.6	18.7	19.4
资产收益率(%)	8.8	7.9	8.1	9.5	10.9
已运用资本收益率(%)	16.2	14.8	15.2	18.3	20.9

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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。所有本报告期内使用的商标、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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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