



身携五丁开山力，坐拥望帝春心情 ——茂业商业（600828）深度报告

2018年06月27日

推荐/首次

茂业商业 深度报告

报告摘要：

外延式发展，公司规模迅速扩张。公司于2015年开启外延式发展战略，通过四次并购重组、吸收优质百货零售企业，经营范围迅速扩散至全国。公司旗下拥有36家实体门店，成功转型全国连锁百货。公司门店整合有序，增长动力逐步释放。随着行业复苏延续，公司百货业绩增长具备确定性。

- ◆ **西南地区：改造老店重焕风采，整合新店开拓市场。**老店升级顺利推进，新店整合有序布局，并购仁和春天、把握中高端消费升级趋势；收购重庆百货，实现业务覆盖西南核心城市。
- ◆ **华南区：母公司优质资产注入，助力公司业务拓展。**公司吸并母公司位于深圳、珠海地区门店。华南地区市场潜力巨大，17年百货/奥莱分别实现同店增速10.67%和8.46%，未来持续增长可期。
- ◆ **西北区：吸并维多利集团，抢占内蒙市场先机。**维多利作为本土零售商，拥有较高的品牌知名度及市场影响。公司通过吸并成功开拓西北市场，已成为呼和浩特地区零售龙头。

技术赋能，发展新零售战略提升单客价值。公司致力打造以技术和数据双轮驱动的新零售战略，以数字化体系赋能百货的体验和效率。吸并优依购帮助公司打通新零售体系，新技术有望持续推动百货转型和坪效提升。

盈利预测与估值：

- ◆ 在18年百货业复苏延续的背景下，我们预计未来三年公司百货及购物中心业态的坪效，将保持2%-8%的增速；综超业态将保持1-8%的增速。
- ◆ 预计公司18至20年营业收入增速10.16%、5.53%和4.31%，净利润增速12.67%、7.37%和4.49%，对应EPS为0.71元、0.76元和0.79元，对应PE为7.32倍、6.81倍和6.52倍。综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司7.2元目标价，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业复苏不及预期、公司门店整合不及预期、商誉减值风险

财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,414.25	11,760.5	12,955.1	13,671.7	14,261.5
增长率（%）	393.09%	24.92%	10.16%	5.53%	4.31%
净利润（百万元）	571.69	1,087.13	1,224.89	1,315.14	1,374.2
增长率（%）	647.83%	90.16%	12.67%	7.37%	4.49%
净资产收益率（%）	14.54%	19.85%	32.07%	32.22%	31.55%
每股收益(元)	0.33	0.6	0.71	0.76	0.79
PE	15.73	8.64	7.32	6.81	6.52
PB	2.29	1.71	2.35	2.20	2.06

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师:郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

研究助理:宋劲

010-66554029 songjin@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480116110028

交易数据

52周股价区间（元） 5-8.54

总市值（亿元） 89.54

流通市值（亿元） 33.56

总股本/流通A股(万股) 173198.25/64905.16

流通B股/H股(万股) /

52周日均换手率 1.06

52周股价走势图



资料来源：WIND、东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 外延式发展, 开启公司扩张之路	4
2. 区域性龙头转型全国连锁百货	5
3. 三大主力地区, 增长动力逐步释放	7
3.1 西南区: 改造老店重焕风采, 整合新店开拓市场	8
3.2 华南区: 母公司优质资产注入, 助力公司业务拓展	9
3.3 西北区: 吸并维多利集团, 抢占内蒙市场先机	10
3.4 控股股东优质资产, 构成公司潜在并购空间	11
4. 技术赋能, 公司开拓新零售领域	12
5. 大股东财务状况良好, 股权质押风险可控	13
6. 财务指标同业分析	14
7. 盈利预测与估值	16
7.1 门店及坪效分析	16
7.2 估值分析	17
7.2.1 绝对估值法	17
7.2.2 相对估值法	18
8. 风险提示	18

表格目录

表 1:公司并购时间表	4
表 2:公司门店一览	6
表 3:华南地区门店业绩表现	10
表 5:西北地区门店及面积	10
表 6:西北地区门店业绩	11
表 7:茂业国际尚未注入上市公司的百货资产	11
表 9:财务指标对比	15
表 10:预测坪效	16
表 11:绝对估值	17
表 12:公司盈利预测表	19

插图目录

图 1:公司主营收入结构	4
图 2:公司营收及净利增速	5
图 3: 公司毛利率和期间费用率走势	5

图 4:成都及成都外地区主营收入情况	5
图 5:公司门店数	7
图 6:公司门店面积构成	7
图 7:公司营业收入结构	7
图 8:成都地区主营收入及坪效情况	8
图 9:东兴零售重点观测公司营业收入 (亿)	14
图 10:东兴零售重点观测公司净利润 (亿)	14

1. 外延式发展，开启公司扩张之路

公司前身为成都国资管理局控股的成商集团。2005 年深圳茂业商厦有限公司收购公司股份，成为控股股东，公司并入茂业系旗下。公司以商业零售为主，并辅以部分物业租赁和酒店业务。经过多轮收购整合后，公司现拥有百货商场、超市、购物中心和奥特莱斯，多业态协同发展的优势明显。

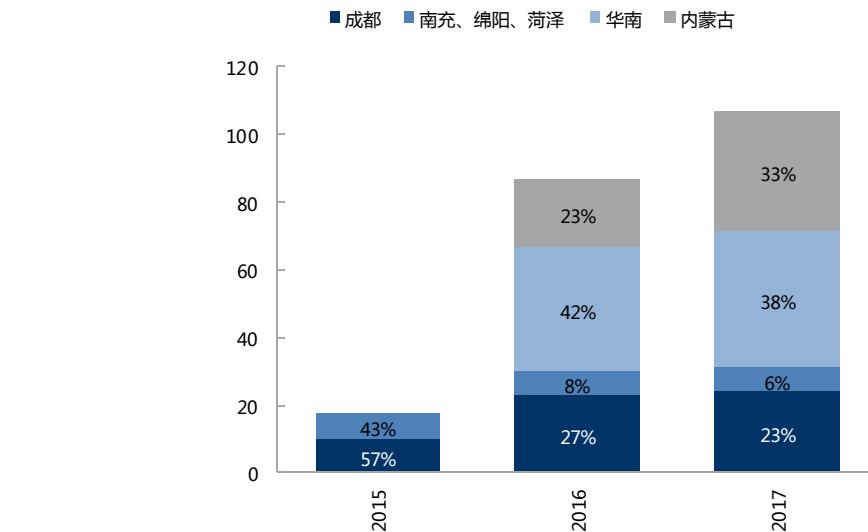
外延式发展，公司规模迅速扩张。12-15 年零售行业寒冬期过后，业内出现大量并购重组机会。公司紧抓这一发展窗口期，2015 年开启外延式发展战略，由西南地区龙头积极向全国性连锁百货转型。通过三次并购重组，茂业成功吸收优质百货零售企业、拓展市场份额。公司实现低风险、高效率的扩张，经营范围迅速扩散至全国。截至 2018 年 6 月，公司旗下共拥有 36 家实体门店，业务辐射区域拓展至成都、深圳、呼和浩特、包头等核心城市，跨区域竞争力进一步提升。

表 1:公司并购时间表

时间	事件
16 年 2 月	获得母公司华南地区优质百货资产注入，经营范围扩张至深圳、珠海
16 年 3 月	并表成都百货仁和春天，完善高端百货业态的布局
16 年 6 月	并表内蒙古百货龙头维多利，实现西北地区的扩张
18 年 3 月	并表母公司旗下重庆茂业，加强西南地区竞争力

资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 1:公司主营收入结构

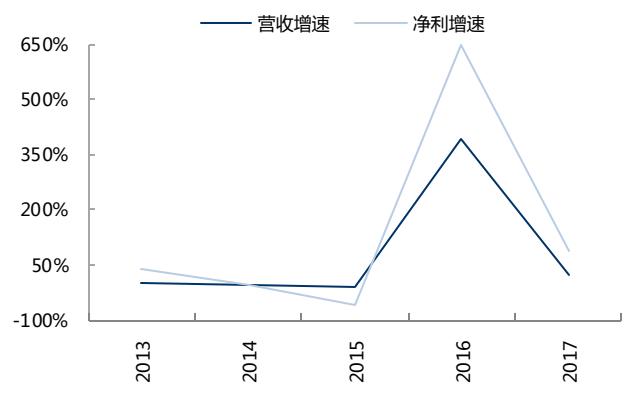


资料来源：WIND、东兴证券研究所

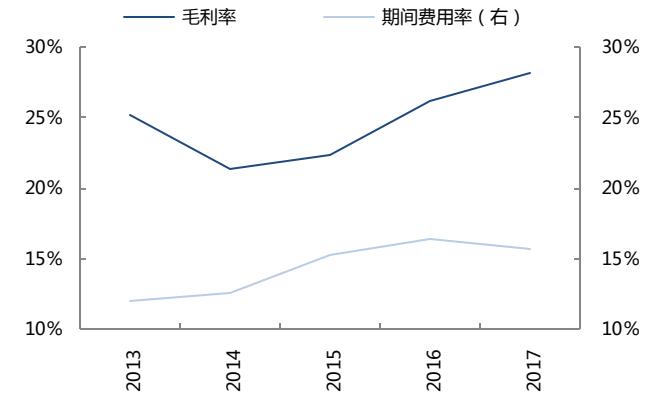
门店整合有序，业绩显著增长。16 年公司净增 29 家门店，同期门店整合工作取得较好进展。受益于并购重组，公司业绩大幅改善（其中，仁和春天于 16 年 3 月并表，

维多利于 16 年 6 月并表)。2016-2017 年公司实现营收分别同比增长 393.09%、24.92%; 2017 年公司录得归母净利 10.35 亿, 同比大增 82.12%。

通过并购, 公司已形成西南、华南和西北三大主力地区。西南与华南地区已进入业绩释放期, 西北地区有望通过整合迎来基本面的拐点, 进一步释放增长动力。我们预计, 公司未来将主要着力于对并购门店的进一步整合, 同时现有门店的转型升级也将持续推进, 公司业绩具备增长空间。考虑到消化并购门店所需的时间和精力, 预计在短期内公司较大概率难以重启扩张潮。

图 2:公司营收及净利增速


资料来源: WIND、东兴证券研究所

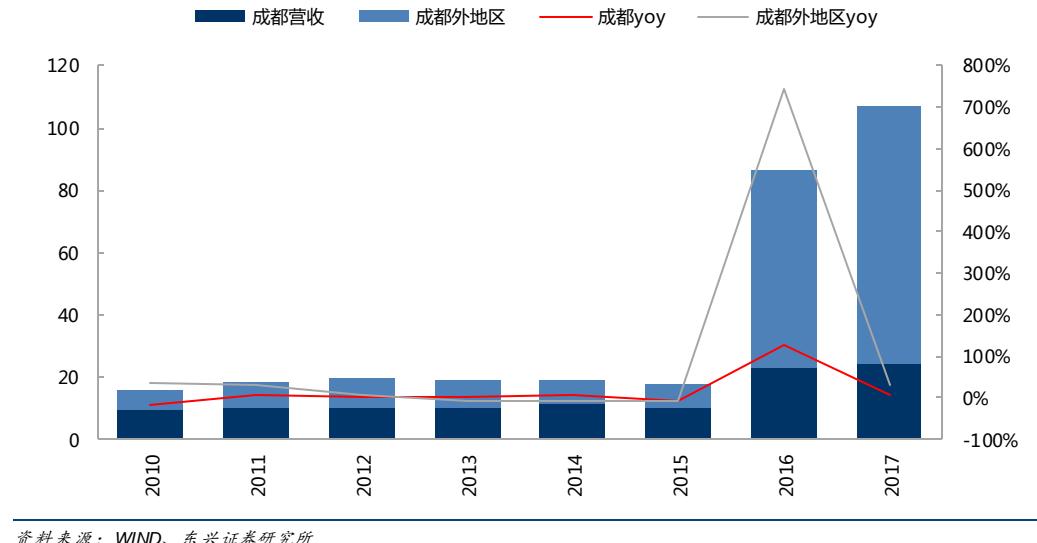
图 3: 公司毛利率和期间费用率走势


资料来源: WIND、东兴证券研究所

2. 区域性龙头转型全国连锁百货

百货为公司核心业务。伴随着 2012 年开始的零售行业景气度下滑, 叠加成都百货同质化程度高带来的高竞争压力, 茂业重点地区的同店增速首现负增长。公司收入增长乏力, 总营收增速由 2011 年的 19.26% 下滑至 2015 年的 -7.62%。

图 4: 成都及成都外地区主营收入情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

面对增长压力，公司梳理发展战略，在积极进行门店升级的基础上，开启外延式发展。一方面，公司推动百货门店的购物中心化，提升运营能力。另一方面，公司由西南地区龙头积极向全国性连锁百货转型。

以四川省为根据地，通过三次并购重组，公司门店数从最初的9家发展到今年一季度的覆盖全国9个城市的36家门店，运营总面积近130万平方米，营业范围拓展至华南、西北地区。

目前，公司拥有的业态包括多种经营定位的百货商场、超市、购物中心和奥特莱斯，多业态协同发展的集团化优势明显。其中，公司聚焦主业，百货业态拥有高端品牌“仁和春天”、中高端品牌“茂业天地”和“维多利”、中端品牌“茂业百货”、商超平民品牌“人民商场”。面对多样化的顾客群体，全品牌覆盖下公司能更好满足顾客不同的购物体验需求，更好的受益于中高档消费崛起。

表 2:公司门店一览

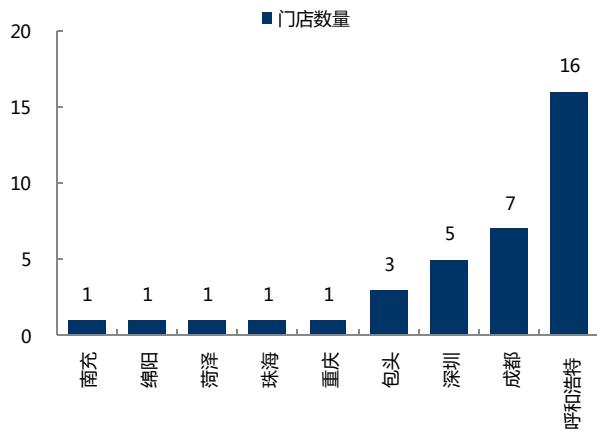
地区	业态	2015	2016	2017	1Q18
成都	百货	2	4	4	4
	综超	4	4	3	3
南充	百货	1	1	1	1
绵阳	百货	1	1	1	1
重庆	百货				1
菏泽	百货	1	1	1	1
深圳	百货		4	4	4
	奥特莱斯		1	1	1
珠海	百货		1	1	1

	百货	1	1	1
包头	综超	2	2	1
	购物中心	1	1	1
	百货	3	3	3
呼和浩特	综超	12	11	11
	购物中心	2	2	2
合计		9	38	36

注：公司 2017 年门店减少系成都、呼和浩特地区分别将一综超并入百货业态，经营面积不变而门店数减少 2 家。

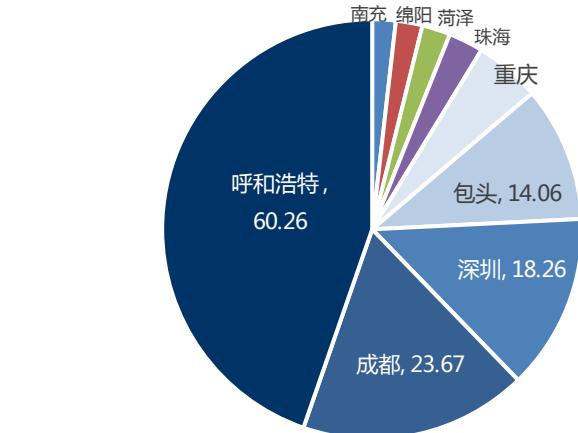
资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 5:公司门店数



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图 6:公司门店面积构成

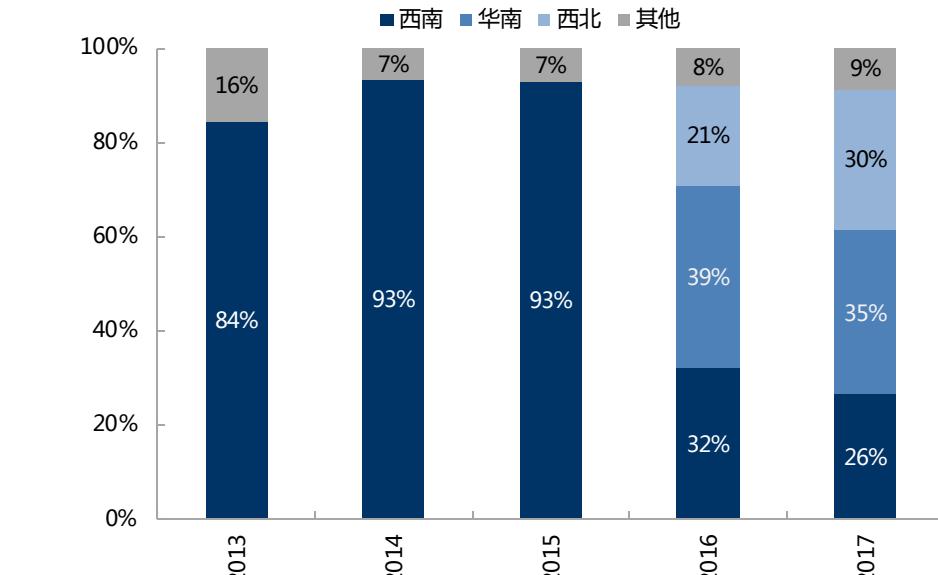


资料来源：公司年报、东兴证券研究所

3. 三大主力地区，增长动力逐步释放

随着公司规模不断扩张，成都、深圳、呼和浩特逐渐发展成为核心区域。公司构成以三处城市为中心，辐射周围的布局。三大地区的区域竞争力得到加强，并为后续门店的进入打下良好基础。

图 7:公司营业收入结构



资料来源: WIND、东兴证券研究所

3.1 西南区：改造老店重焕风采，整合新店开拓市场

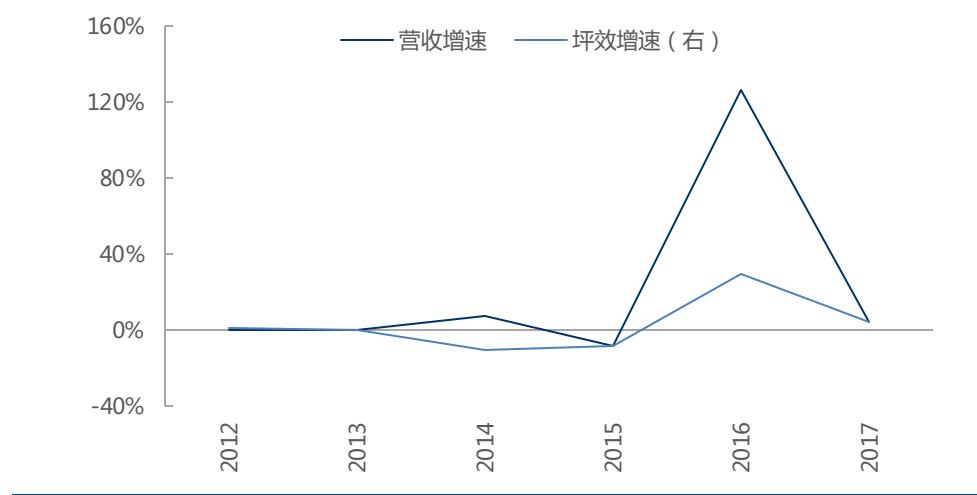
公司在西南地区拥有6家百货门店及2家综超门店，总经营面积达28.87万平方米。西南地区为公司的发源地，同时也是业务重点区域。行业增速放缓及竞争加剧下，西南地区营收增速在2014-2015年出现下滑。在此背景下，公司开始寻求新的转型和突破。

面向消费者需求转变，公司推进百货调改升级。公司大力推进已有门店的购物中心化改造。通过增加局部配套、改善购物环境和优化品牌结构等，公司着力提高消费体验，不断提高门店毛利率。目前，成都盐市口茂业天地店、深圳华强北店顺利完成内部重大调改工作，成都地区毛利率由2015年的19.04%提升至2017年的23.09%。

启动收购，完善成都地区百货布局。公司于2016年2月以现金方式收购仁和春天，吸并旗下两家门店。仁和春天位于成都市的核心商圈，从开业起即定位于高端百货业。仁和春天于16年3月完成并表，完善公司在成都的高端百货布局。吸并显著推高成都地区16年的主营增速和坪效增速，分别实现同比增长127%和33%。

行业复苏，西南门店进入业绩释放期。17年仁和春天门店未达业绩承诺，主因在于成都地区奢侈品销量放缓及收购过渡期过长。在门店的整合改造中，公司积极引入时尚、年轻、具备设计感的轻奢品牌，包括彩妆系列、珠宝、手表等品类，丰富商场内品牌布局。17年光华百货已实现净利润32.14%的同比增长；1Q18成都和绵阳地区分别实现同店增速8.67%和11.86%。18年零售行业延续复苏态势，中高档消费的崛起迅速。在此背景下，仁和春天转向轻奢品牌的布局，将进一步释放门店的增长动力。

图 8:成都地区主营收入及坪效情况



资料来源: Wind、东兴证券研究所

收购重庆茂业，业务覆盖西南核心城市。2018年1月公司再发公告，拟收购控股股东旗下优质资产重庆茂业，并协定标的公司于2018年度、2019年度、2020年度的扣非净利分别不低于2786.19万元、3026.12万元、3250.98万元。

本起并购完成后，公司的经营范围将再度拓展至重庆地区，形成西南地区内的规模效应。重庆茂业坐落于重庆市黄金商圈观音桥，聚集重庆60%的中高端消费人群。百货建筑面积6.83万平米，实现百货、餐饮、娱乐一体化经营，是能全面满足消费者需求的“一站式”购物场所。黄金地段内的大体量百货，具备良好的经营前景，助力公司进一步扩大业务辐射范围。

3.2 华南区：母公司优质资产注入，助力公司业务拓展

16年2月，公司获控股股东茂业商厦优质资产注入。合计收购深圳茂业百货、深南茂业、东方时代茂业、珠海茂业、华强北茂业全部股权，吸并深圳百货门店4家（其中东方时代店并入华强北店）、奥特莱斯门店1家；珠海百货门店1家，面积共计21.88万平方米。

受益于庞大市场，华南地区业绩高增。收购完成后，公司成功将业务版图拓展至华南。华南人口众多、居民收入及消费支出均位于全国前列，零售业市场潜力巨大。2017年该地区录得营收和扣非净利同比增速分别为13.77%和33.94%；分业态来看，百货/奥莱分别实现同店增速10.67%和8.46%，门店盈利能力强。据合并报表，华南地区16年、17年的营收贡献分别达到39%、35%，已成为公司业务的三大主力之一。

业绩承诺印证地区门店盈利能力。据收购报告书，华南地区门店在2016-2018年需达到净利润不小于7.1亿、7.8亿和8.4亿元，16年和17年实际完成5.7亿和7.6亿元，完成率分别为82.16%和97.82%。业绩不达标的主因系地铁封闭施工，严重

影响门店经营情况。华强北于2017年1月已全面开街,外部不利因素基本解决,门店于17年录得同店增速25.57%。相关资产优秀的经营能力得到印证,未来华南地区业绩增长可期。

表 3:华南地区门店业绩表现

	面积 万平米	业绩 (亿元)	2016	2017	2017年同店 营收增速
华强北茂业	3.32	净利润 yoy	1.46 /	3.45	25.57%
东方时代茂业	3.01	净利润 yoy	0.78 /	54%	
深圳茂业百货	10.89	净利润 yoy	3.01 /	3.79 26%	7.97%
深南茂业	1.05	净利润 yoy	0.18 /	0.13 -26%	-18.54%
珠海茂业	3.61	净利润 yoy	0.40 /	0.48 20%	4.52%

注:深圳茂业百货公司拥有南山店、东门店及和平店三处门店;东方时代店于2017年并入华强北店。

资料来源:公司年报、东兴证券研究所

3.3 西北区: 吸并维多利集团, 抢占内蒙市场先机

16年5月,公司以现金收购维多利集团70%的股权,吸并集团位于呼和浩特市的百货、购物中心和综超各3家、2家和12家,及位于包头的百货、购物中心和综超各1家、1家和2家(其中包头1店综超于1Q18闭店),经营面积共计74.43万平米。

通过本次收购,成功登陆内蒙零售市场。维多利为本土老牌零售商,维多利购物中心更是呼和浩特市的地标志性建筑物,地理位置优越,客流量大。借助维多利集团在本地拥有较高的品牌知名度及市场影响力,公司在呼和浩特市已取得绝对的零售龙头水平,并在包头市占据相当的市场份额。各主要参股子公司均实现盈利或扭亏。随着公司门店整合深入、改造升级政策在西北地区的逐步推进,叠加消费升级趋势逐渐向二、三线城市的扩散,我们认为该地区门店具备业绩释放空间。

表 4:西北地区门店及面积

业态	呼和浩特		包头	
	门店数	建筑面积(万平米)	门店数	建筑面积(万平米)
百货	3	19.75	1	6.46
购物中心	2	33.05	1	7.00
综超	12	7.57	1	0.60

合计	17	60.37	3	14.06
----	----	-------	---	-------

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

表 5:西北地区门店业绩

子公司	业绩 (百万)	2016	2017	状态
内蒙古金维利	净利润	24.6	40.3	续盈
	Yoy		63.82%	
内蒙古维多利新城	净利润	34.8	35.83	续盈
	Yoy		2.96%	
内蒙古维多利商业	净利润	-51.1	72.44	扭亏
	Yoy		241.76%	
内蒙古维多利	净利润	44.4	41.66	略减
	Yoy		-6.17%	
内蒙古维多利超市	净利润	15.26	29.13	续盈
	Yoy		90.89%	
包头市维多利	净利润	4.55	19.14	续盈
	Yoy		320.66%	
包头市维多利商厦	净利润	-26.35	6.57	扭亏
	Yoy		124.93%	
包头市维多利超市	净利润	0.73	0.09	略减
	Yoy		-87.67%	

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

3.4 控股股东优质资产，构成公司潜在并购空间

控股股东储备优质资产，为公司提供潜在并购空间。公司隶属茂业系旗下，控股股东的母公司茂业国际为港股上市公司。截至 2017 年报，茂业国际拥有门店共计 60 家，分布于全国 19 个城市，总建筑面积达 287 万平方米。除去已整合进入上市公司的华南区、重庆门店外，茂业国际还有集中分布于河北、山西、山东等地的 22 处资产。其中，有 6 处绩优门店 2017 年实现销售额超过 2 亿。

控股股东储备优质资产，对上市公司而言进行成功并购的可能性较高，构成其外延式发展的潜在门店。集团内部形成统一决策，能够更好的服务上市公司的战略布局。

表 6:茂业国际尚未注入上市公司的百货资产

门店名称	省份	建筑面积 (万平米)	开业日期	权属	业态	2017 年销售额 (万元)
沈阳铁西店	辽宁	5.0	2012 年 7 月	自有	奥特莱斯	
秦皇岛现代购物广场	河北	3.7	2010 年 6 月	租赁	购物中心	
秦皇岛商城	河北	2.7	2010 年 6 月	自有	百货	26510.3

秦皇岛金源店	河北	1.1	2010年6月	自有	百货	
秦皇岛金都店	河北	4.7	2008年9月	自有	百货	42375.7
华联商厦店	河北	1.0	2010年6月	自有	百货	
保定燕赵店	河北	6.1	2014年9月	自有	百货	
保定国贸店	河北	2.5	2010年12月	自有	奥特莱斯	
太原茂业天地	山西	24.6	2016年12月	自有	购物中心	40798.2
太原柳巷店	山西	3.1	2008年10月	自有	百货	34841
莱芜茂业天地	山东	11.0	2017年12月	自有	购物中心	
淄博茂业时代广场	山东	8.9	2015年2月	自有	购物中心	28454.8
淄博茂业天地	山东	11.5	2010年10月	自有	百货	
淄博茂业广场	山东	3.7	2010年11月	自有	百货	
淄博茂业泰客荣商场	山东	2.5	2010年11月	自有	百货	
淄博茂业商城	山东	0.8	2010年11月	租赁	百货	
无锡购物中心	江苏	20.0	2007年10月	管理店	购物中心	
无锡亿佰店	江苏	7.9	2016年3月	自有	百货	
泰州茂业天地	江苏	8.6	2015年1月	自有	购物中心	
泰州第一百货	江苏	4.0	2009年10月	自有	百货	69682.6
南京茂业天地	江苏	8.9	2016年11月	自有	百货	
扬州文昌店	江苏	2.1	2011年1月	自有	百货	

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

4. 技术赋能，公司开拓新零售领域

过去受限于技术，条码管理的高成本导致货物数据难以落实到商品层级。现阶段，随着技术层面的突破创新和电商入场带来的技术扩散，人货场数据的可获得性正不断增强，为公司发展新零售战略创造有利的环境。

公司加大投入，开拓新零售领域。体验式消费已成为当前零售商最重要的经营方式之一。在此背景下，公司试图打造以技术和数据双轮驱动的新零售战略，以数字化体系赋能百货的体验和效率，从而增强核心竞争力。近年来公司加大对技术研发的投入。一方面，通过广泛应用信息技术工具，大大降低商品数据采集的难度和成本；另一方面，随着WIFI识别、人脸识别、三位情景等技术的发展和应用成熟，公司将进行多方面尝试。目前在大数据的收集和挖掘方面已取得初步进展。

并购帮助公司打通新零售体系。公司于18年6月公告，以2.18亿元现金收购深圳优依购38.24%股份。业务在向上游纵向拓展的同时，公司将进一步深化在新零售领域的布局。深圳优依购是以大数据应用分析能力为支撑，以市场需求为导向，紧随女装时尚潮流，设计和采购流行女装款式，完全以线上电子商务经营一家的一家女装设计与销售公司，最大亮点在于其对大数据的采集挖掘与分析应用，建立标准化的产品标签库，精确匹配消费客户群体，并将技术完整应用于设计、采购和销售等环节中。

茂业为发展其“新零售战略”，实现有效将线上流量导入线下，可以借助优依购的数据挖掘处理能力。在已收集的大数据基础上，对数据进行深度挖掘、精确匹配，从而建立体系化的顾客画像数据库，进一步打通公司的线上线下渠道、提升公司盈利能力。同时，根据线上线下获得的数据反馈，通过分析消费行为和时尚潮流，可以尝试主动为客户筛选、推送商场内合适的品牌与商品，并逐步提升有效、自主挑选产品进驻商场的服务能力，打造数据导向的服务型零售商。

聚焦单客价值，新零售全面提升公司运营能力。在消费者需求更多转向体验式、品质化消费的背景下，公司有望开展新零售业态下数据化、全渠道的运营管理。公司聚焦单客价值，意图实现以技术赋能服务，以消费者为中心构建公司的精准营销体系，依托数据对商品采购、销售与顾客服务的过程进行升级与改造，从而融合线上、线下的服务体验，全面匹配消费升级下顾客对体验式、品质化的消费服务需求。在门店经营上，公司有望借助新零售数据，以新技术推动百货门店的转型和坪效的提升，实现更高效的门店运营，在商场内实现更合理的品类布局，进而提高公司的营运水平和盈利能力。

5. 大股东财务状况良好，股权质押风险可控

公司外延式发展对资金压力加大，17年10月茂业商厦将其持有的本公司1.13亿股办理股权质押业务，回购期限一年。为提高履保比例，茂业商厦于18年6月追加质押限售流动股544万股。本次质押后，茂业商厦累计质押占其持有公司股份的比例为93%，占公司总股本的75.54%。根据公告，如触及平仓线，茂业商厦不排除采取追加现金保证金、提前回购等措施来避免风险。

大股东负债率逐年下降，股权质押风险可控。在外延式发展的战略指导下，公司主要以举债方式进行现金收购。从大股东的负债状况来看，17年公司资产负债率73.44%，较去年同期降2.25pct，仍处于行业较高水平。其中，有息负债率38.67%，较去年同期降低2.23pct；17年利息支出14.21亿，占营业收入比重为22.83%，较去年同期增1.63pct。

从大股东的经营情况来看，2017年末分配利润录得41.76亿，同比增24%，多增35pct；得益于业务规模的扩张，经营性现金流净额录得16.53亿，同比大增907.18%。大股东主营业务盈利能力好，2017年留存收益净增8.08亿元。公司17年录得流动比率0.57，速动比率0.29，分别同比增12pct和6pct，短期偿付能力进一步提升。整体而言，业务规模增长利好公司财务表现，股权质押的风险处于可控的范围内。

公司的商誉减值风险随行业复苏衰减。公司基于对行业未来增长趋势的乐观判断，采取高溢价的收购，形成较高的商誉。大股东17年商誉14.10亿，其中归属于百货部分的商誉为13.94亿，同比降低13.13%；占资产比重3.07%，同比降低0.59pct。由于百货部分并购资产业绩未达承诺，大股东17年计提商誉减值1.83亿。

公司商誉占比较高，存在一定的减值风险。但考虑到：其一，位于华南地区的标的公司，其不利的外部因素基本消除，17年相关资产的业绩承诺完成度达97.8%，未来

盈利情况有望持续好转。其二，成都地区仁和春天百货面向消费者需求转变，主动调整经营战略和品类布局，有望把握中高档消费崛起的机会。我们认为，在行业复苏的大趋势下，公司商誉减值风险正逐步衰减。

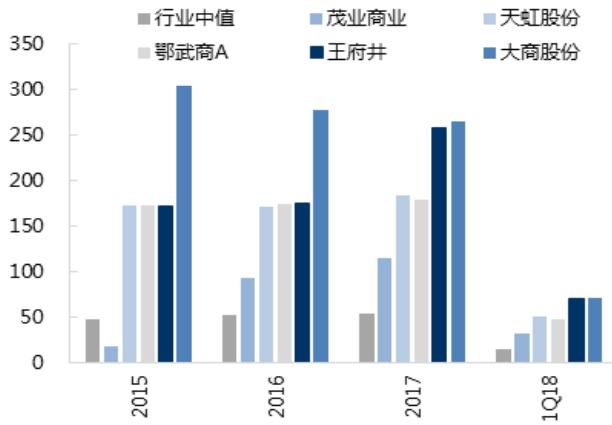
6. 财务指标同业分析

为横向对比茂业商业的财务表现，我们选取了王府井、天虹股份、鄂武商A、大商股份等相近公司作为东兴重点观测的百货股。通过对所有A股上市的百货公司及重点观测公司的毛利率、现金循环周期、存货周转率等财务指标的梳理，我们认为，茂业商业财务指标处于行业较优水平。

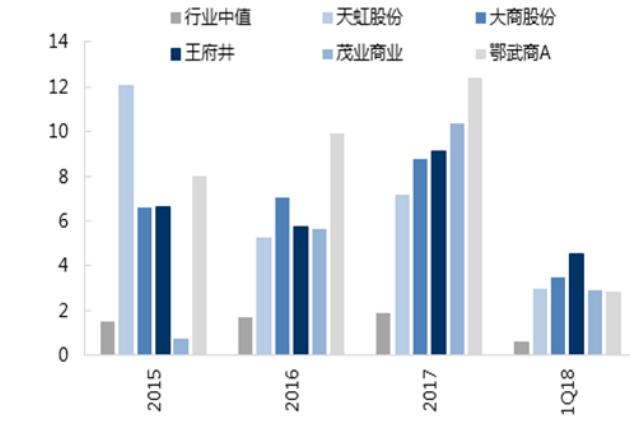
- ◆ 在东兴零售重点观测的百货公司中，茂业商业的营业收入和净利润均处于中上游水平。
- ◆ 公司毛利率于2017和1Q18分别实现28.1%和27.33%，在重点公司中属于上游水平、高于行业中位数水平。从趋势来看，茂业商业自2016年起毛利率有了大幅度的提高，印证盈利能力不断改善。
- ◆ 公司的期间费率由15年的15.29%，16年上升至16.36%，17年回落至15.7%，三年内均低于行业中值。高水平的管理水平使茂业商业在期间费用上具有明显的优势。16年期间费用率的增加是源自于大量的并购，拖累数据的表现。
- ◆ 公司的现金循环天数高于行业平均水平，得益于公司高应收账款周转率与存货周转率，公司经营效率向好。
- ◆ 截至1Q18，公司资产负债率(65.74%)高于行业均值(51.79%)，公司主要通过债务融资的方式进行并购，拖累资产结构。
- ◆ 公司商誉(12.08亿)，占资产比值为6.8%，处于行业较高水平(均值和中值分别为1.99%和0.01%)。高商誉主要源于公司高溢价的现金收购。在消费复苏、零售行业基本面改善的背景下，公司对于百货业未来的发展前景和盈利能力持有乐观预期。在充分考虑到收购标的的品牌价值、经营成果或地理位置等各方面因素，基于专业机构的评估结果，公司采取溢价收购的方式。
- ◆ 公司ROE和ROA分别为22.69%和10.74%，均高于行业平均水平(6.94%和3.45%)。远高于行业的ROE代表了公司高水平的盈利效率。

图 9:东兴零售重点观测公司营业收入(亿)

图 10:东兴零售重点观测公司净利润(亿)



资料来源: WIND、东兴证券研究所



资料来源: WIND、东兴证券研究所

表 7:财务指标对比

	2015	2016	2017	1Q18
销售毛利率 (%)				
茂业商业	22.39%	26.18%	28.1%	27.33%
行业中值	20.61%	20.07%	20.33%	21.16%
期间费用率 (%)				
茂业商业	15.29%	16.36%	15.7%	13.45%
行业中值	16%	16.4%	16.1%	14.9%
现金循环天数				
茂业商业	-37.8	-43.64	-59.16	-45.42
行业中值	-14.37	-7.07	-8.25	-7.0
存货周转率 (%)				
茂业商业	8.64	16.52	11.35	2.89
行业中值	9.64	10.63	9.26	2.56
应收账款周转率 (%)				
茂业商业	161.25	195.7	123.33	36.14
行业中值	159.24	128.49	112.68	26.87
资产负债率 (%)				
茂业商业	54.35%	71.84%	65.44%	65.74%
行业中值	53.71%	52.35%	52.75%	51.79%
商誉 (亿)				
茂业商业	0.17	13.08	12.08	12.08
行业中值	0.3	0.39	0.7	0.7
ROE (%)				
茂业商业	6.03%	21.82%	22.69%	5.59%
行业中值	7.57%	6.99%	6.94%	2.05%
ROA (%)				

茂业商业	4.69%	11.16%	10.74%	2.76%
行业中值	3.26%	3.03%	3.45%	1.13%

资料来源: WIND、东兴证券研究所

7. 盈利预测与估值

在不考虑外延式扩张增利因素的前提下，仅考虑公司现有门店内生式增长，我们预计公司在2018年至2020年将分别实现营业收入12.96亿元、13.67亿元和14.26亿元，同比增速10.16%、5.53%和4.31%；实现净利润1.22亿元、1.32亿元和1.37亿元，同比增速为12.67%、7.37%和4.49%。

7.1 门店及坪效分析

截至2018年一季度，茂业商业在全国共拥有门店合计36家，其中百货21家（购物中心3家，奥特莱斯1家），综超15家。我们预计公司未来三年的重点战略在于整合现有门店，即保守估计下假设公司无拓店计划，进而门店数量及面积保持不变。

2017年公司经营情况向好，西南、华南、西北三大主力地区盈利能力逐步释放。在18年百货业复苏延续的背景下，我们预计未来三年公司百货及购物中心业态的坪效，将保持2%-8%的增速；综超业态将保持1-8%的增速。

表 8:预测坪效

平均坪效 (万元/平米)		2016	2017	2018E	2019E	2020E
成都	百货	1.02	1.04	1.10	1.14	1.17
	Yoy	8%	3%	5%	4%	3%
	综超	0.44	0.44	0.45	0.45	0.45
	Yoy		0%	2%	1%	1%
重庆	百货			0.6	0.6	0.6
	Yoy			0%	0%	0%
南充	百货	1.38	1.20	1.24	1.27	1.29
	Yoy	-7%	-13%	3%	2%	2%
绵阳	百货	0.91	0.94	0.99	1.03	1.06
	Yoy	-11%	4%	5%	4%	3%
菏泽	百货	0.36	0.39	0.42	0.44	0.46
	Yoy	-3%	10%	6%	5%	4%
深圳	百货	1.94	2.16	2.33	2.47	2.57
	Yoy		11%	8%	6%	4%

	奥特莱斯	1.34	1.46	1.60	1.73	1.84
	Yoy		8%	10%	8%	6%
珠海	百货	0.76	0.79	0.84	0.88	0.92
	Yoy		5%	6%	5%	4%
呼和浩特	百货	0.62	1.11	1.18	1.24	1.28
	Yoy		78%	6%	5%	4%
包头	综超	0.49	0.84	0.91	0.96	1.00
	Yoy		72%	8%	6%	4%
购物中心		0.05	0.10	0.10	0.11	0.11
	Yoy		112%	8%	6%	4%
百货		0.21	0.33	0.35	0.37	0.39
	Yoy		55%	8%	6%	4%
综超		0.20	0.37	0.40	0.43	0.44
	Yoy		83%	8%	6%	4%
购物中心		0.08	0.17	0.18	0.19	0.20
	Yoy		103%	8%	6%	4%

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

7.2 估值分析

根据相对估值法计算，我们得出公司的估值为 7.1 元；绝对估值法计算的公司估值为 7.28 元。综合考虑，我们给予公司六个月的目标价 7.2 元。首次覆盖给予“推荐”评级。

7.2.1 绝对估值法

我们设上证综指过去 5 年平均回报率 10.24% 为股市平均回报率 R_m , β 为 0.97, 设银行理财平均预期收益率 4.5% 为无风险收益率，则公司 WACC 为 8.48%。在不考虑周期波动、2020 年之后的同店及拓店增速变动的情况下，通过 DCF 估值 (FCFF) 我们测算出茂业商业的绝对估值为 7.28 元。

表 9: 绝对估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	6,383.93	38.04%
第二阶段	4,976.22	29.65%
第三阶段 (终值)	5,423.87	32.32%
企业价值 AEV	16,784.01	100.00%
+ 非核心资产价值	990.83	5.90%
- 少数股东权益	933.27	-5.56%
- 净债务	4,225.92	-25.18%

总股本价值	12,615.66	75.16%
股本 (百万股)	1,731.98	
每股价值 (元)	7.28	

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

7.2.2 相对估值法

当前 A 股上市百货过去 1 年平均 PE 为 25.8 倍；对标东兴零售重点观测企业、过去一年平均 PE 为 15.64 倍。我们认为茂业商业的合理 PE 水平应为 10 倍左右，按 2018 年预测 EPS (0.71 元) 推算，则我们测算出公司的相对估值为 7.1 元。

8. 风险提示

行业复苏不及预期、公司门店整合不及预期、商誉减值风险。

表 10: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
流动资产合计	2471	3192	3677	3976	4244	营业收入	9414	11761	12955	13672	14262				
货币资金	556	755	851	894	943	营业成本	6949	8456	9203	9683	10044				
应收账款	85	106	117	123	129	营业税金及附加	88	180	198	209	218				
其他应收款	806	791	872	920	960	营业费用	1004	1165	1323	1437	1542				
预付款项	208	250	296	345	395	管理费用	282	340	413	477	526				
存货	672	818	891	937	972	财务费用	254	341	113	63	61				
其他流动资产	38	469	649	756	845	资产减值损失	1.31	104.31	52.81	27.06	14.19				
非流动资产合计	13367	14579	12686	12525	12367	公允价值变动收益	-14.59	7.83	7.83	7.83	7.83				
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	13.04	321.13	13.04	13.04	13.04				
固定资产	7630.11	5045.98	5029.14	5066.14	5065.53	营业利润	834	1505	1673	1796	1877				
无形资产	1998	1919	1847	1777	1710	营业外收入	13.28	13.42	13.42	13.42	13.42				
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	10.65	9.96	9.96	9.96	9.96				
资产总计	15838	17770	16363	16501	16611	利润总额	837	1508	1676	1800	1881				
流动负债合计	6425	6492	4837	4709	4542	所得税	265	421	451	485	506				
短期借款	1070	1561	0	0	0	净利润	572	1087	1225	1315	1374				
应付账款	2286	2121	2277	2396	2485	少数股东损益	4	53	4	4	4				
预收款项	1170	958	725	479	222	归属母公司净利润	568	1035	1221	1311	1371				
一年内到期的非流动负债	576	624	624	624	624	EBITDA	3339	4100	2440	2494	2556				
非流动负债合计	4954	5137	5137	5137	5137	EPS (元)	0.33	0.60	0.71	0.76	0.79				
长期借款	3695	3602	3602	3602	3602	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E				
负债合计	11379	11630	9974	9847	9679	成长能力									
少数股东权益	553	930	933	937	941	营业收入增长	393.09%	24.92%	10.16%	5.53%	4.31%				
实收资本(或股)	1732	1732	1732	1732	1732	营业利润增长	711.77%	80.43%	11.16%	7.38%	4.50%				
资本公积	312	400	400	400	400	归属于母公司净利	18.05%	7.39%	18.05%	7.39%	4.50%				
未分配利润	609	1055	854	638	413	获利能力									
归属母公司股东	3906	5211	3808	4070	4344	毛利率 (%)	26.18%	28.10%	28.96%	29.17%	29.57%				
负债和所有者权益	15838	17770	16363	16501	16611	净利润率 (%)	6.07%	9.24%	9.45%	9.62%	9.64%				
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	3.59%	3.59%	5.82%	7.46%	7.95%				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	14.54%	19.85%	32.07%	32.22%	31.55%				
经营活动现金流	680	1158	1368	1674	1696	偿债能力									
净利润	572	1087	1225	1315	1374	资产负债率 (%)	72%	65%	61%	60%	58%				
折旧摊销	2250.67	2254.64	0.00	462.47	462.47	流动比率	0.38	0.49	0.76	0.84	0.93				
财务费用	254	341	113	63	61	速动比率	0.28	0.37	0.58	0.65	0.72				
应付帐款的变化	0	0	-11	-6	-5	营运能力									
预收帐款的变化	0	0	-233	-246	-257	总资产周转率	1.01	0.70	0.76	0.83	0.86				
投资活动现金流	-3653	-559	1686	-6	7	应收账款周转率	196	123	116	114	113				
公允价值变动收益	-15	8	8	8	8	应付帐款周转率	7.25	5.34	5.89	5.85	5.84				
长期股权投资减	0	0	1728	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	13	321	13	13	13	每股收益(最新摊	0.33	0.60	0.71	0.76	0.79				
筹资活动现金流	2504	-349	-2668	-1112	-1158	每股净现金流(最	-0.27	0.14	0.22	0.32	0.31				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.26	3.01	2.20	2.35	2.51				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	1162	0	0	0	0	P/E	15.73	8.64	7.32	6.81	6.52				
资本公积增加	282	88	0	0	0	P/B	2.29	1.71	2.35	2.20	2.06				
现金净增加额	-470	249	386	556	545	EV/EBITDA	4.11	3.41	5.05	4.92	4.78				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 郑闵钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师(第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

研究助理: 宋劲

英国埃克塞特大学金融学硕士, 曾任职于元大证券、哲奔咨询(上海)有限公司, 2016 年加入东兴证券研究所, 从事策略及商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。