



经营效率持续提升，中西部市场拖累同店增长

——茂业商业（600828）半年报点评

事件：

8/20 晚公司披露半年报，2018年上半年公司实现营业收入 60.66 亿元，同比增长 1.50%；净利润 5.38 亿元，同比增长 37.31%。

主要观点：

1、经营调整向好叠加费用管控得当，盈利能力改善助推净利高增

2018年上半年公司实现营业收入 60.66 亿元，同比增长 1.50%；净利润 5.38 亿元，同比增长 37.31%。由于计提关联方借款利息及重庆茂业百货期初至合并前净利润，非经常性损益同比增 1122.96%。扣非净利润实现 5.2 亿，同比增 37.26%。

公司营收增长符合预期，净利同比高增源于盈利能力的显著提升。公司调整经营模式，将西北地区维多利门店与华强北部门专柜由联营改为租赁，经营效率显著改善。呼和浩特、包头和深圳地区的百货业态毛利率分别达到 20.9%、19.4% 和 22.02%，同比提高 0.2pct、0.68pct 和 2.7pct；公司销售毛利率达到 29.1%，同比提高 2.22pct。持续优化门店结构，18 年上半年关闭位于包头的低效综超 1 家。费用管控卓有成效，期间费用率下降至 14.81%，同比降低 0.98pct。

2、收购重庆茂业，联合成都门店形成规模效应

公司一季度完成对重庆茂业百货的收购工作，将经营范围再度拓展至重庆地区。重庆门店与公司大本营的成都门店联合，共同形成西南地区内的规模效应。重庆茂业门店位于黄金商圈观音桥，聚集 60% 的中高端消费人群。考虑到成都和重庆两大城市居民显著高于全国平均水平的消费能力和偏好，消费驱动力较强。我们认为，公司将受益于规模化、连锁化的布局。伴随地区消费者意识成熟，公司将逐步释放业绩增长动力。

3、高线城市消费能力下滑，拖累地区营收表现

在棚改货币化退潮的影响下，三、四线城市的居民消费能力逐步回

2018年08月21日

推荐/维持

茂业商业 | 事件点评

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）	4.77-7.51
总市值（亿元）	82.79
流通市值（亿元）	31.02
总股本/流通 A 股(万股)	173198/64905
流通 B 股/H股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.881

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《商贸零售行业 2018 年 8 月份第 2 期周报》：7 月线下零售数据疲软，棚改货币化退出冲击可选消费 2018-08-13

落。受此影响，2018 上半年公司在南充、菏泽地区的营收同比增速为 -6.1% 和 -3.99%，占公司营收比重同比下滑 0.6pct 和 0.2pct，达到 2.42% 和 0.93%。西北地区中呼和浩特、包头的百货营收同比增速为 -3.83% 和 -8.32%；购物中心业态保持高增长，两地区购物中心的营收同比增速为 22.15% 和 12.08%。高线地区消费能力持续承压，拖累公司整体业绩表现。

结论：

公司于 2018 年一季度吸并重庆茂业百货，并回溯调整报表。根据公开资料，我们的公司历史数据是未经过调整口径。基于此，我们预测公司 2018-20 年的营业收入分别为 125.89 亿、132.97 亿和 138.81 亿，未经调整口径的同比增速为 7.05%、5.62% 和 4.39%；净利润为 12.01 亿、12.92 亿和 13.52 亿，未经调整口径的同比增速 10.47%、7.58% 和 4.62%；EPS（每股收益）为 0.69、0.74 和 0.78 元。考虑到公司深耕成都、重庆地区，形成连锁化的规模效应；地区消费能力强、消费意识成熟，助推公司业绩持续增长，予以“推荐”评级。

风险提示：三四线城市居民消费持续承压、西北部地区业绩表现不及预期、公司门店整合不及预期

公司盈利预测表 (2017 年为未经调整口径下的数据)

资产负债表	单位:百万元					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	3605	3905	4174	营业收入	9414	11761	12589	13297	13881					
货币资金	556	755	892	940	994	营业成本	6949	8456	8906	9380	9735					
应收账款	85	106	113	120	125	营业税金及附加	88	180	193	203	212					
其他应收款	806	791	847	895	934	营业费用	1004	1165	1285	1397	1500					
预付款项	208	250	295	342	390	管理费用	282	340	408	471	519					
存货	672	818	862	908	942	财务费用	254	341	113	62	61					
其他流动资产	38	469	594	700	787	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	0.00	0.00	0.00					
固定资产	7630.11	5045.9	5029.14	5066.14	5065.53	营业利润	834	1505	1640	1764	1846					
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	16291	16430	16541	利润总额	837	1508	1643	1768	1850					
流动负债合计	6425	6492	4770	4647	4485	所得税	265	421	442	476	498					
短期借款	1070	1561	0	0	0	净利润	572	1087	1201	1292	1352					
应付账款	2286	2121	2203	2320	2408	少数股东损益	4	53	4	4	4					
预收款项	1170	958	732	492	242	归属母公司净利润	568	1035	1197	1288	1348					
一年内到期的非流动负债	576	624	624	624	624	EBITDA	3339	4100	2407	2462	2525					
非流动负债合计	4954	5137	5137	5137	5137	EPS (元)	0.33	0.60	0.69	0.74	0.78					
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	9907	9785	9623	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%	7.05%	5.62%	4.39%					
实收资本(或股)	1732	1732	1732	1732	1732	营业利润增长	711.77	80.43%	8.98%	7.59%	4.63%					
资本公积	312	400	400	400	400	归属于母公司净利	15.73%	7.60%	15.73%	7.60%	4.63%					
未分配利润	609	1055	858	646	424	获利能力										
归属母公司股东	3906	5211	3803	4061	4330	毛利率 (%)	26.18%	28.10%	29.26%	29.46%	29.86%					
负债和所有者权益	15838	17770	16291	16430	16541	净利率 (%)	6.07%	9.24%	9.54%	9.72%	9.74%					
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	4.18%	3.59%	5.82%	7.35%	7.84%					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	14.54%	19.85%	31.48%	31.72%	31.13%					
经营活动现金流	680	1158	1403	1673	1695	偿债能力										
净利润	572	1087	1201	1292	1352	资产负债率 (%)	72%	65%	61%	60%	58%					
折旧摊销	2250.67	2254.6	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	62	61	速动比率	0.28	0.37	0.58	0.64	0.72					
应收账款减少	0	0	-7	-6	-5	营运能力										
预收帐款增加	0	0	-227	-240	-250	总资产周转率	1.01	0.70	0.74	0.81	0.84					
投资活动现金流	-3653	-559	1673	-19	-6	应收账款周转率	196	123	115	114	113					
公允价值变动收益	-15	8	8	8	8	应付账款周转率	7.25	5.34	5.82	5.88	5.87					
长期股权投资减	0	0	1728	0	0	每股指标 (元)										
投资收益	13	321	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.33	0.60	0.69	0.74	0.78					
筹资活动现金流	2504	-349	-2649	-1093	-1139	每股净现金流(最新)	-0.27	0.14	0.25	0.32	0.32					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.26	3.01	2.20	2.34	2.50					
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	14.57	8.00	6.91	6.43	6.14					
资本公积增加	282	88	0	0	0	P/B	2.12	1.59	2.18	2.04	1.91					
现金净增加额	-470	249	427	560	549	EV/EBITDA	3.91	3.25	4.82	4.70	4.56					

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。央视财经金嘉宾。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

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：

看好评好：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。