

营收增长放缓，高线消费承压影响业绩表现

——茂业商业（600828）季报点评

2018年10月29日

推荐/维持

茂业商业

事件点评

事件：

10/29晚公司发布季报称，前三季度实现营业收入为85.72亿元，较上年同期增0.58%；归属于母公司所有者的净利润为7.41亿元，较上年同期增28.22%；基本每股收益为0.4277元，较上年同期增28.25%。

主要观点：

1、经营战略调整，营收增长放缓

1-9月公司营业收入同比增长0.58%，其中Q3实现营收25.06亿元，同比下滑1.58%；净利润同比增长28.22%，其中Q3净利润2.13亿元，同比增长7.75%。分业态来看，百货营收下滑0.31%，综超下滑17.74%，奥莱同比增1.2%。公司调整经营思路，收缩成都综超业务，关闭3处位于成都的低效综超门店。净利增长源自公司经营模式的改善。在联营改租赁的模式调整下，公司经营效率进一步提升。包头和呼和浩特地区的百货业态毛利率进一步提升3.93pct和0.62pct至23.93%和19.55%。

2、经营效率提质，控费得当推升净利水平

经营效率提升下，公司毛利率水平高增1.65pct至29.75%；其中Q3毛利率提升0.84pct至31.32%。连锁规模化，费用管控得当，销售费用率降0.67pct至10.56%；财务费用率降0.39pct至2.79%。门店拓展，本报告期公司发放维多利亚前期计提年终奖推升Q3的管理费用率提升0.5pct至2.64%，拉动1-9月管理费用率增0.22pct至2.37%。综合以上，公司净利率稳步提升，1-9月净利率同比增2.05pct至9.34%。

3、高线城市消费能力下滑，拖累地区营收表现

居民消费持续承压、棚改货币化退潮持续削弱高线城市的消费能力，公司在南充和菏泽地区的营收同比下滑7.53%和0.67%；西北

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

研究助理：魏鹤翀

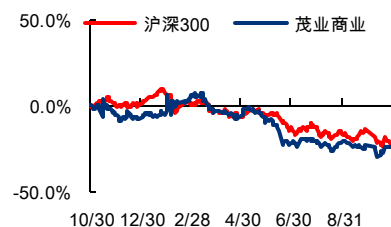
010-66554121 weihch@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480118070038

交易数据

52周股价区间（元）	4.96-6.69
总市值（亿元）	85.91
流通市值（亿元）	32.19
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	0.71

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、《茂业商业（600828）：经营效率持续提升，中西部市场拖累同店增长》2018-08-21
- 2、《茂业商业（600828）：身携五丁开山力，坐拥望帝春心情》2018-06-28

地区呼和浩特和包头的营收增速同比下滑 3.32%和 6.7%。高线地区消费能力持续承压，拖累公司整体业绩表现。

结论：

我们预测公司 2018-20 年的 EPS（每股收益）分别为 0.68、0.74 和 0.77 元，对应当前收盘价的 PE 分别为 7.27、6.74 和 6.43 倍。考虑到公司在成都、重庆地区的门店对业绩形成支撑，维持“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	3533	3834	4105	营业收入	9414	11761	12219	12912	13483
货币资金	556	755	935	990	1051	营业成本	6949	8456	8601	9060	9406
应收账款	85	106	110	116	122	营业税金及附加	88	180	187	197	206
其他应收款	806	791	822	869	907	营业费用	1004	1165	1260	1370	1471
预付款项	208	250	293	339	386	管理费用	282	340	396	457	504
存货	672	818	832	877	910	财务费用	254	341	113	62	60
其他流动资产	38	469	538	642	728	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	#####	#####	5066.14	5065.53	营业利润	834	1505	1619	1746	1829
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	16219	16359	16472	利润总额	837	1508	1622	1749	1833
流动负债合计	6425	6492	4701	4582	4425	所得税	265	421	437	471	493
短期借款	1070	1561	0	0	0	净利润	572	1087	1185	1278	1339
应付账款	2286	2121	2128	2241	2327	少数股东损益	4	53	4	4	4
预收款项	1170	958	738	506	263	归属母公司净利润	568	1035	1182	1275	1336
一年内到期的非	576	624	624	624	624	EBITDA	3339	4100	2386	2443	2508
非流动负债合计	4954	5137	5137	5137	5137	EPS (元)	0.33	0.60	0.68	0.74	0.77
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	9838	9719	9562	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%	3.90%	5.67%	4.42%
实收资本 (或股	1732	1732	1732	1732	1732	营业利润增长	711.77	80.43%	7.56%	7.86%	4.78%
资本公积	312	400	400	400	400	归属于母公司净利	14.22%	7.86%	14.22%	7.86%	4.79%
未分配利润	609	1055	861	651	431	获利能力					
归属母公司股东	3906	5211	3800	4055	4322	毛利率 (%)	26.18%	28.10%	29.61%	29.83%	30.24%
负债和所有者权	15838	17770	16219	16359	16472	净利率 (%)	6.07%	9.24%	9.70%	9.90%	9.93%
现金流量表						总资产净利润 (%)	3.59%	5.82%	7.29%	7.79%	8.11%
						ROE (%)	14.54%	19.85%	31.10%	31.43%	30.90%
经营活动现金流	680	1158	1433	1668	1692	偿债能力					
净利润	572	1087	1185	1278	1339	资产负债率 (%)	72%	65%	61%	59%	58%
折旧摊销	2250.67	#####	0.00	462.47	462.47	流动比率	0.38	0.49	0.75	0.84	0.93
财务费用	254	341	113	62	60	速动比率	0.28	0.37	0.57	0.65	0.72
应收账款减少	0	0	-4	-6	-5	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-220	-233	-243	总资产周转率	1.01	0.70	0.72	0.79	0.82
投资活动现金流	-3653	-559	1673	-19	-6	应收账款周转率	196	123	113	114	113
公允价值变动收	-15	8	8	8	8	应付账款周转率	7.25	5.34	5.75	5.91	5.90
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	0.68	0.74	0.77
筹资活动现金流	2504	-349	-2636	-1082	-1129	每股净现金流 (最新	-0.27	0.14	0.27	0.33	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	2.19	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	15.12	8.30	7.27	6.74	6.43
资本公积增加	282	88	0	0	0	P/B	2.20	1.65	2.26	2.12	1.99
现金净增加额	-470	249	470	568	557	EV/EBITDA	4.01	3.32	4.98	4.84	4.69

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。

魏鹤翀

中山大学应用经济学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

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。