



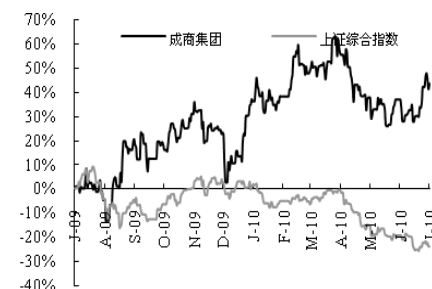
商业零售
Retail Business

2010 年 7 月 19 日

市场数据 2010 年 7 月 16 日

当前价格(元)	15.74
52 周价格区间(元)	13.35 -18.27
总市值(百万)	5755.59
流通市值(百万)	5736.74
总股本(万股)	36567
流通股(万股)	36447
日均成交额(百万)	23
近一月换手(%)	11.37
Beta(2 年)	0.58
第一大股东	深圳茂业商厦有限公司
公司网址	www.cpbs.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
成商集团	4.9	-7.7	43.6
上证综指	-5.7	-22.6	-23.9

相关报告

- 1、《成商集团调研报告——蓄势待发，业绩提升空间巨大》，2010.2.8
- 2、《成商集团年报点评》，2010.3.8

魏芳 李嫒春(协助)
+86 755 21515593
liyc@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

李嫒春: S0370108110546

成商集团 (600828)

——商业+地产模式逐渐清晰，即将步入高速成长期

评级: 买入

- **现有门店自有物业占比高达 74%。**自有物业丰厚是公司的重要特色和优势。在现有的 10 家门店中，“茂业百货”系统下面的三家主力门店均为自有物业，“人民商场”系统内面积较大、位置优越的门店也均为自有物业。整体来看，现有门店自有物业建筑面积约 15 万平方米，占总建筑面积的比例高达 74%。
- **商业+地产模式逐渐清晰。**公司从 2010 年开始，商业+地产模式逐渐清晰。从公司目前的储备和在建项目来看，基本都是在自有土地的基础上自建物业，一部分用于商业经营，另一部分用于出租或出售。
- **未来 3-5 年的主要业绩增长点：**太平洋春熙路店经营权收回或提高回报、盐市口二期项目、茂业中心项目、九眼桥项目以及现有门店的内生性增长。除了上述比较确定的增长点之外，公司拓展部也在积极寻找新的项目。拓展方式上主要采用收购、自建和租赁三种模式。
- **丰厚的物业和土地资产提供了较高的安全边际。**除了合计 15 万平方米的自有门店、3 万平方米的太平洋春熙路店物业、15 万平方米左右的盐市口二期项目、6 万多平方米的茂业中心项目以及 4-6 万平方米的九眼桥项目外，公司还有其他多处物业和闲置土地。截止 09 年 12 月 31 日，公司主要物业根据戴德梁行的评估价值为 78.24 亿元。扣除银行借款，每股折合 20.52 元。
- **股权激励调动了管理层的积极性。**茂业国际 (0848.HK) 于 2010 年 6 月 13 日公布了股权激励方案，具体到成商集团层面，经理级以上管理人员都有期权，大概有 100 多人。
- **投资建议：**公司目前主业已企稳，其他业务也在逐渐剥离（今年 1 月份剥离汽车业务实现投资收益约 1150 万元），未来发展模式和战略也逐渐清晰，11 年开始有望步入业绩的高速成长期。此外，股权激励调动了管理层的积极性，同时也有释放业绩的动力；丰厚的物业和土地资产又使公司具备了较高的安全边际。预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.43 元（其中有 0.03 元的剥离汽车业务的投资收益）、0.76 元（假设太平洋春熙路店经营权收回），分别对应 37 倍和 21 倍 PE。考虑到公司未来明确的业绩增长点和较高的安全边际，上调评级至“买入”。
- **风险提示：**春熙路经营权未能收回、实际控制人风险以及若在资本市场再融资或对业绩有所摊薄。

现有门店自有物业占比高达 74%

自有物业丰厚是公司的重要特色和优势。在现有的 10 家门店中，“茂业百货”系统下面的三家主力门店均为自有物业，“人民商场”系统内面积较大、位置优越的门店也均为自有物业。整体来看，现有门店自有物业建筑面积约 15 万平米，占总建筑面积的比例高达 74%。

主力门店自有物业的属性，为公司业绩稳定增长和保持较高的净利率水平提供了重要保障。

图表 1 现有门店基本情况

	门店	地区	开业时间	经营面积(平方米)	建筑面积(平方米)	物业情况
茂业百货	盐市口店	成都	1953年6月	40674	53900	自有
	兴达店	绵阳	2009年4月	约20000	27600	自有
	五星店	南充	2001年11月	19530	26000	自有
人民商场	武侯店	成都	1996年10月	12500	16000	租赁
	温江店	成都	2005年1月	6500	8400	租赁
	龙泉店	成都	2009年9月	约8000	8400	租赁
	模范街店	南充	2008年9月	21124	24000	自有
	白塔店	泸州	2003年9月	13845	15000	租赁
	临园店	绵阳	2008年1月	约15000	21700	自有
	清江店	成都	2010年2月	约5000	5000	租赁

资料来源：茂业国际公告、金元证券研究所

上半年，公司经营情况良好，同店增速在 20% 以上。其中，主力门店盐市口店增长 15% 左右，南充五星店增长 20%，兴达店 1-5 月份收入已达 8000 多万元（去年全年 1.1 亿元的收入），并实现盈亏平衡（去年亏损 1400 万元）。其他“人民商场”系统下的门店，增长比较突出的是温江店，一季度销售同比增长 30%。

商业+地产模式逐渐清晰

公司从 2010 年开始，商业+地产模式逐渐清晰。从公司目前的储备和在建项目来看，基本都是在自有土地的基础上自建物业，一部分用于商业经营，另一部分用于出租或出售。

这种模式的好处是商业和地产互相促进，商业可以提升地产的附加值，而地产部分又可以为商业带来稳定的人流。但缺点是资本开支相对较大。

公司对于商业和地产两部分的经营规划是：

百货零售部分主要是现有门店的提升和新门店的拓展。一方面根据

“茂业百货”+“人民商场”双品牌战略，采取相应的品牌引进、培育计划，通过经营变革、营销创新等措施，进一步挖掘现有门店增长潜力；另一方面加快推动茂业中心项目及盐市口项目招商工作，加大对省内二、三线城市核心商圈黄金地段物业的考察力度。

地产部分主要是现有项目的开发和新地产项目的拓展。公司一方面将继续加大现有项目推动；另一方面也将加大对成都及省内二三线城市价值地块的考察力度，寻找新的利润增长点。

未来 3-5 年的主要业绩增长点

公司未来几年比较确定的业绩增长主要来自于以下几个方面：

■ 太平洋春熙路店经营权收回或提高回报

太平洋春熙路店的物业是公司的自有物业，建筑面积约 3 万平米。该处物业位于成都市商业中心，是进出春熙路的必经之地。四周有西武百货、假日酒店、王府井百货、工商银行等，拥有成都市区面积最大的玻璃幕墙广告。

公司从 1993 年开始与太平洋（中国）控股有限公司合作经营，每年收取 2400 万税前（其中 1200 万税率约为 17.56%，1200 万税率约为 5.55%）和 200 万税后收入，另外还有几百万的其他租赁收入。合作经营分为三个阶段，每个阶段结束前一年双方开始就下一阶段合作条件进行谈判，若双方不能达成一致，合作将无条件终止。双方第二阶段合作将于 2010 年底结束。

现阶段，公司已与太平洋进行了 6 次谈判，协商未果。主要是由于公司希望按照现在市场的经营水平取得回报，达不到公司的期望值就将收回物业自己经营。如果终止合作，公司也已经做好了准备，包括团队搭建、招商等方面，同时也保证尽量做到对供应商和员工没有太大影响。

太平洋春熙路店 09 年税后收入 6.8 亿元，净利润 8000 多万。因此，公司若能收回经营权，预计 11 年也有望增加净利润 8000 万左右，按照现在股本计算将增厚 EPS 约 0.22 元。

此外，该店目前最大的不足就是经营面积太小，只有 2 万平方米左右。公司目前与另外一家房地产商以物业置换和联建的方式，计划未来增加营业面积 8000 平米左右。

从目前公司与太平洋谈判未果的情况来看，收回经营权应该是大概

率事件。但若双方达成共识，太平洋继续经营，那也表示公司提出的条件得到满足，收入也将有大幅提升。

■ 盐市口二期项目

该项目已获政府批准，规划也基本确定。

项目规划与之前公告有一些差别：新的规划是1-7层为商业部分，与一期无缝对接，一共是10万平方米体量的商业物业（二期新增5万多平方米经营面积），计划采用购物中心模式；负一层和天府地铁、仁和春天地下部分整体贯通，具体做高端超市、百货还是街铺仍未最后确定；负二层部分做商业；8-18层为酒店，目前拟定为万豪五星级酒店，类似于管理输出模式，其中8-9层为酒店的餐饮；19-45层计划做写字楼或酒店式公寓，采用出租模式。

整个二期规划面积15-16万左右（比原来的方案多了3万平方米左右）。建设周期从动工开始算计划为30个月，目前基坑工程已完成。其中商业部分预计11年十一前开业，招商已经开始逐步启动。

因为与一期无缝对接，同时物业位置在天府广场附近，也是未来成都1、2号地铁的汇集点，因此预计二期培育期会很短。参照盐市口一期，4万多平方米经营面积，09年收入6个亿，净利润1亿，预计二期在12年可贡献净利润1亿元左右。

■ 茂业中心项目

该项目是公司与中国崇德投资有限公司（实际控制人为黄茂如）共同开发的约33.86万平方米的商业体。公司主要负责地下一层至地面四层裙楼面积约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部分的开发建设。投资约4.28亿元。

目前进度是崇德负责开发的A、B、C塔楼中，C楼已经到13层，A、B塔楼正负零。公司负责开发的茂业中心部分裙楼已部分封顶。

公司对于茂业中心已确定了定位、规划和招商细分。预计整个商业是以品牌专卖店为主的时尚百货，定位较高，配套的休闲、餐饮档次也比较高。

从物业位置来看，地处城南的天府新城，周边为高档酒店、外国人聚集区、高档住宅和写字楼。另外仁和春天、美美百货、伊藤等也都在附近有商业项目，因此未来3-5年将成为成都南部重要的新兴商圈。现

在已经开业的商业有欧尚、宜家、苏宁电器。

整个项目计划在11年底完工，公司开发的商业部分也计划在11年底前开业，但是具体进度和开业时间还要参照周边其他项目。如果周边写字楼和住宅能有较好的入住率，预计12年可实现盈亏平衡。

■ 九眼桥项目

项目占地14亩（9300多平米），容积率目前政府定的是4，但是曾经政府最多给到过12，所以现在公司还在争取，预计到6的可能性较大。项目所处位置在川大附近，未来旁边是政府重点打造的金融一条街，同时离地铁口也很近，目前附近房价为9000-10000元/平米。

目前尚处拆迁谈判阶段，需根据拆迁情况确定启动时间。整个拆迁成本预计6000万左右，公司目标是今年年底可完成拆迁工作。但项目规划已经同步在做（按照容积率为6），计划部分用于商业，约3万平方米左右；其他为地产项目，暂定为写字楼、工作室之类，倾向于出售。

房地产部分保守估计12年可以贡献利润，但如果顺利的话，11年就可以确认部分收入。

■ 现有门店的内生性增长

目前体量最大的是盐市口店、南充五星店和绵阳兴达店。

其中盐市口店（一期）预计未来三年净利润增速在20-25%（09年净利润1个多亿），南充五星店净利润增长15%-20%（09年净利润1200万左右），均属于平稳增长。

绵阳兴达店未来三年潜力最大，该店实际上相当于09年4月份才正式运营，去年实现收入1个多亿，亏损1400万，而今年1-5月份已经实现收入8000万，并略微盈利。此外，兴达店上半年因为仍在做调改，所以预计下半年情况会更好，全年预计可实现收入2.5亿元左右，保守估计净利润500万。预计未来三年净利润复合增长率在35%以上。

除了上述比较确定的增长点之外，公司拓展部也在积极寻找新的项目。拓展方式上主要采用收购、自建和租赁三种模式。

其中，“人民商场”品牌由于定位为社区百货，超市部分占比在1/3左右，因此更加重视规模效应，多采用租赁的方式，可以加快扩张速度，

降低成本。而采用“茂业百货”品牌的门店，公司更倾向于自有物业，多采取收购或自建的方式。收购和自建方式对于物业的位置有较高的要求，公司的原则是在一线城市，可以在核心商圈或次级商圈，而在二线城市，必须是最核心的商圈。从公司收购的南充模范街店和绵阳兴达店的物业情况来看，都位于当地的核心商圈。模范街店尽管目前位置略有偏，但政府将在附近打造南充地区的商业步行街，未来人气有望得到提升，而兴达店则地处绵阳人民广场对面，是最核心商圈的中心位置。

公司目前在四川的二线城市已储备3个店，属于“人民商场”系统，面积在1-1.5万平米，但预计要到明年才能开业，对公司业绩影响也相对较小。

丰厚的物业和土地资产提供了较高的安全边际

除了前面提到合计15万平米的自有门店、3万平米的太平洋春熙路店物业、15万平米左右的盐市口二期项目、6万多平米的茂业中心项目以及4-6万平米的九眼桥项目外，公司还有其他几处物业和闲置土地：

(1) 春南店物业。春南店物业位于成都市春熙路南端路口，是经上东大街到春熙路的必经之地，沿街有群光百货（在建）、港澳购物城，屈臣氏，迪信通通信城等大型商业林立。商场主楼五层，附楼八层，总面积约8200平米。当前主要用于租赁。租金收入为300万元/年。该店将于2013年收回，公司尚未规划是出租还是自己经营。按照当前周边物业租赁水平，保守预计每年可实现净利润1000万以上。

(2) 北站店物业。北站店是始业于1985年，位于火车北站出站口右侧。建筑面积约7500平方米，之前是自己经营，08年下半年开始用于租赁，09年租金收入约1000万。

(3) 成商宾馆。成商宾馆地处成都市火车北站人流量较大的交通繁华地段，建筑面积6千余平方米，定位于商务宾馆。

(4) 凤凰湖宾馆。峨眉凤凰湖宾馆座落于峨眉山麓的一座三星级标准的宾馆，占地面积约40亩。

(5) 其他闲置土地：四川省成都市成华区八里庄38号（11.8亩）、四川省简阳市石盘镇水库六鹤岛（82.6亩）、四川省成都市双流县白家镇（25亩）、四川省南充市顺庆区石油后街8号（8.5亩）。

丰厚的物业和土地资产使公司具有较高的安全边际。截止09年12月31日，公司主要物业根据戴德梁行的评估价值为78.24亿元。扣除

银行借款，每股折合 20.52 元。

图表 2 主要物业评估价值

	建筑面积 (万平方米)	重估价值 (亿元)
盐市口店	5.39	21.83
南充五星店	2.6	3.26
南充模范街店	2.4	1.91
绵阳临园店	2.17	2.16
绵阳兴达店	2.76	6.29
春熙路店	2.99	10
盐市口二期		14.4
茂业中心		3.65
其他		14.74
银行借款		-4.85
货币资金		1.66
总和		75.05
每股(元)		20.52

数据来源：茂业国际 09 年年报、金元证券研究所

股权激励调动了管理层的积极性

茂业国际 (0848.HK) 于 2010 年 6 月 13 日公布了股权激励方案:

(1) 茂业国际于 2010 年 6 月 11 日, 根据其于 2010 年 1 月 20 日采纳的购股权计划向 411 个人士授出 126308000 份可认购最多合计 126308000 股本公司每股面值 0.1 港币的普通股份的购股权;

(2) 购股权的行使价格: 2.81 港元;

(3) 有效期: 2010 年 6 月 11 日至 2013 年 12 月 31 日;

(4) 归属及行权时间表: 分为三个行权期, 授予承授人的购股权的 33%、33%和 34%须分别于 2010 年、2011 年和 2012 年年报公布日后的首个交易日归属。购股权必须于归属后 30 个交易日 (包括归属日) 行使, 已归属的购股权将于 30 个交易日行权期后自动失效。

(5) 行权条件: 第一个行权期的绩效目标为公司截至 2010 年 12 月 31 日止年度的销售所得款项总额及利润较上一财政年度增长 35%或以上; 第二个行权期的绩效目标为公司截至 2011 年 12 月 31 日止年度的销售所得款项总额及利润较上一财政年度增长 35%或以上; 第三个行权期的绩效目标为公司截至 2012 年 12 月 31 日止年度的销售所得款项总额及利润较上一财政年度增长 35%或以上。利润界定为归属于本公司股东的净利润, 不包括因授出购股权而产生的税后雇员开支及非经营性

损益的影响。

具体到成商集团层面，经理级以上管理人员都有期权，大概有 100 多人。09 年成商集团占茂业国际净利润的比重为 18%，成商集团 10-12 年的业绩将对茂业国际的收入和净利润能否达到行权指标有着重要的意义，因此此次股权激励有助于调动成商集团管理层的积极性。

投资建议

公司目前主业已企稳，其他业务也在逐渐剥离（今年 1 月份剥离汽车业务实现投资收益约 1150 万元），未来发展模式和战略也逐渐清晰，11 年开始有望步入业绩的高速成长期。此外，股权激励调动了管理层的积极性，同时也有释放业绩的动力；丰厚的物业和土地资产又使公司具备了较高的安全边际。预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.43 元（其中有 0.03 元的剥离汽车业务的投资收益）、0.76 元（假设太平洋春熙路店经营权收回），分别对应 37 倍和 21 倍 PE。考虑到公司未来明确的业绩增长点 and 较高的安全边际，上调评级至“买入”。

图表 10 利润表预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1722.24	1820.20	3134.83
增长率(%)	20.82%	5.69%	72.23%
减：营业成本（百万元）	1361.53	1390.50	2365.18
销售毛利率(%)	20.94%	23.61%	24.55%
营业税金及附加（百万元）	20.74	21.84	37.62
销售费用（百万元）	164.14	167.46	275.87
管理费用（百万元）	31.34	31.31	62.70
财务费用（百万元）	38.36	35.00	25.00
资产减值损失（百万元）	3.26	0.00	0.00
加：投资收益（百万元）	22.90	35.00	0.00
公允价值变动损益（百万元）	0.00	0.00	0.00
其他经营损益（百万元）	0.00	0.00	0.00
营业利润（百万元）	125.76	209.09	368.48
加：其他非经营损益（百万元）	30.73	0.00	0.00
利润总额（百万元）	156.49	209.09	368.48
减：所得税（百万元）	31.14	52.27	92.12
净利润（百万元）	125.35	156.81	276.36
减：少数股东损益（百万元）	(2.48)	0.00	0.00
归属母公司股东净利润（百万元）	127.84	156.81	276.36
增长率(%)	24.91%	26.86%	75.41%
EPS（元）	0.35	0.43	0.76

数据来源：金元证券研究所

风险提示

1、春熙路经营权未能收回。这种情况下，尽管租金水平将会有所上调，但预计11年业绩仍将低于预期，更重要的是将影响公司12年及以后的成长性。

2、实际控制人风险。尽管公司目前的经营管理和可预见的未来三年内的成长具有相对的独立性，但大股东持股比例较高，同时整个“茂业百货”品牌的运营以及“地产”部分仍离不开大股东在人才培养、经营管理理念及供应商资源等方面的支持。因此实际控制人风险有可能对公司的管理层结构及经营管理产生一定的负面影响，从而导致业绩低于预期。

3、若在资本市场再融资或对业绩有所摊薄。公司在建项目的资本开支较大，因此在资本市场上再融资的预期也比较强，或对业绩有所摊薄，但要看具体的再融资方案。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.