

茂业国际控股有限公司

年报点评：新老相继，青黄未接

茂业今日公布了08财年业绩。08年公司销售收入14.9亿元（人民币，下同），同比下降4.8%，净利润5.2亿元，同比增长24.9%。每股收益约0.11元。公司销售收入低于我们预期，但由于购买存货减少，实际净利润基本与我们预期持平。

主营业务收入下滑 08年公司销售收入14.9亿元，同比下降4.8%。其它收入大幅增长33.5%至4.7亿元，虽然销售额的下降被其它收入的增长冲抵，但我们认为其它收入中的租金收入及利息收入不是来自公司主业——持续经营百货业务所得，同时，08年公司同店销售增长仅为4.2%（08年中期为12.2%），因而可以明显看出公司主营业务收入的下滑。

费用控制并未有效 购买存货减少约1.1亿元至6.2亿元；转让重庆解放碑使租金及折旧小额减少。但由于新开了5家百货店，使人力成本及其它经营开支大幅增加。各项增减项抵消后，我们认为公司总体成本降低是来自需求的减少（购买存货减少），而不是因为成本控制更为有效。

未来发展计划 09年公司计划新开3家百货店，资本开支预计为10亿元。由于08年秦皇岛店及太原柳巷店当年开店当年盈利，且四川地区同店销售增长达10.8%，公司预计金都店、柳巷店及四川区将成为09年业绩增长新动力。

估值与评级 我们认为08年公司净利润增长主要来自其它收入大幅增加及购买存货的减少。同店销售增长下滑幅度较大，总体来看业绩比较黯淡。09年我们预计公司同店销售增长维持在4%-5%之间，我们认为现在公司正处于新老相继的瓶颈，业绩爆发须等待至2010年以后。公司09年在低迷的市场环境中维持扩张需要承担更多的压力，难有惊喜表现。我们下调公司2009-2010年盈利预测，评级降至中性，目标价0.77元。

盈利预测及估值（单位：百万元人民币）

12月31日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业额	1,353	1,567	1,493	1,939	2,541
增长率	47.4%	15.8%	-4.7%	29.9%	31.0%
净利润	217	417	521	568	768
增长率	58.4%	92.2%	24.9%	9.0%	35.2%
每股收益(元)	-	-	0.11	0.11	0.15
每股股息(元)	-	-	0.06	0.05	0.06
市盈率(X)	-	-	6.5	6.3	4.8
股息率(%)	-	-	7.9%	7.1%	8.6%
RoE(%)	27.4%	75.7%	18.3%	18.8%	22.5%

资料来源：公司资料,招商证券（香港）预测

中性

（上次：买入）

目标价：HK\$ 0.77

现价：HK\$0.70

2009年02月27日

彭博：848 HK
路透：00848.HK

股本数据

H股股数(百万股)	5140
H股市值(港元百万)	3598
52周高/低(港元)	3.32/0.30
平均成交额(港元百万)	31
主要股东	持股(%)
黄光裕	82.7
自由流通量	17.3%
行业	零售业

招商证券(香港)研究部
梁盈
(755)83734442
ly@cmschina.com.cn

一年以来股价与恒指表现对比图

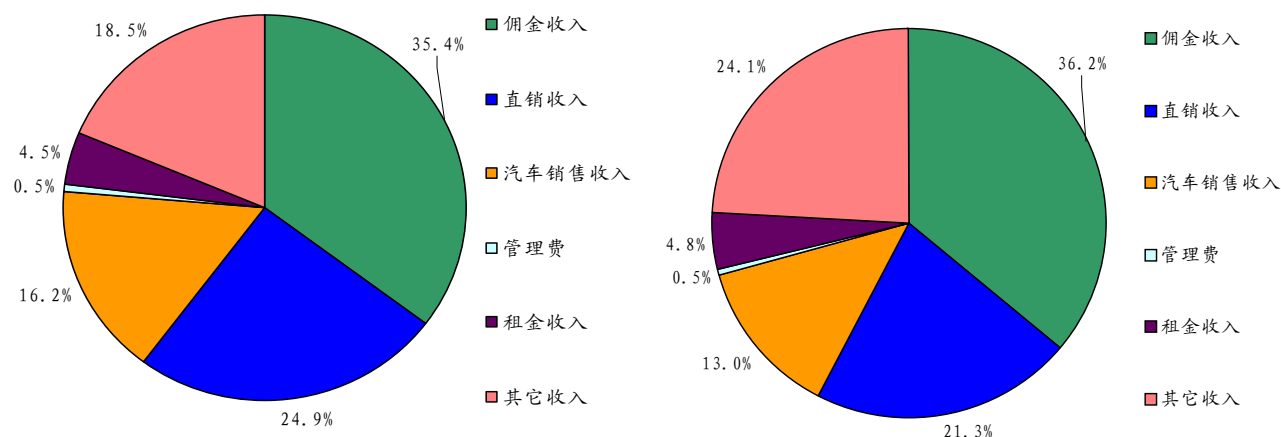


资料来源：彭博

茂业 08 年收入分析—主营业务收入下滑

2008 年公司经营收入（销售额+其它收入）为 19.7 亿元，同比小幅增长 2.3%。分开来看，08 年公司销售收入 14.9 亿元，同比下降 4.8%。从下图我们可以看出，主要是因为四川受灾及汽车市场不景气导致汽车销售收入下降的幅度较大（-17.9%），同时直销业务面积缩小使直销收入下降 12.5%。其它收入大幅增长（+33.5%）至 4.7 亿元，包括来自供应商收入 3.7 亿（+22.7%）（注：包括行政管理费、促销费、信用卡手续费收入等）。租金收入 4200 万（+30.8%），利息收入由 07 年的不到 1000 万增加至 4900 万元。虽然销售额的下降被其它收入的增长冲抵，但我们认为其它收入中的租金收入及利息收入不是来自公司主业——持续经营百货业务所得，08 年公司同店销售增长仅为 4.2%（08 年中期为 12.2%），因而可以明显看出公司主营业务收入的下滑。同时，占销售额 13% 的汽车销售业务，08 年亏损约 295 万元（07 年盈利 862 万）。

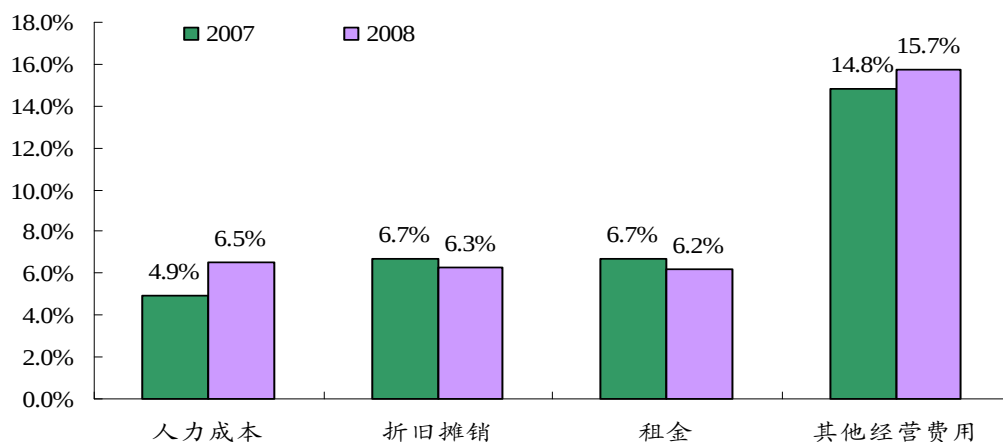
图 1：茂业经营收入分解（左图：2007 年，右图：2008 年）



资料来源：公司资料，招商证券（香港）

费用分析—费用控制并未有效

08 年费用同比减少项主要有：由于汽车及百货商品销售下降，购买存货费用减少约 1.1 亿元至 6.2 亿元（-14.5%）；07 年转让重庆解放碑使租金及折旧开支分别减少 590 万元及 470 万元。由于 08 年新开了 5 家百货店，使人力成本及其它经营开支大幅增加。人力成本增加约 3300 万（+35.7%）至约 1.3 亿元，其它经营开支增加 2468 万（+8.7%）至 3.1 亿元。由此可见，各项增减项抵消后，虽然 08 年经营利润同比增长了 15.1%，但主要是购买存货减少导致了公司总体费用的降低。而这种存货费用的减少，从我们的观点来看，是来自需求的减少及销售下降，而并不是因为公司成本控制更为有效。

图 2: 茂业各项费用占经营收入百分比


资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

未来发展计划

截止 08 年底, 茂业共经营百货店 19 家, 其中 08 年新开门店 5 家 (见表 1)。09 年公司计划新开 3 家百货店 (09 年底沈阳店、常州店及 09 年 9 月南山店), 资本开支预计为 10 亿元。由于 08 年秦皇岛金都店及太原柳巷店实现当年开店当年盈利, 且四川地区同店销售增长达 10.8%, 公司预计金都店、柳巷店及四川区将成为 09 年公司业绩增长的新动力。

表 1: 2008 年茂业零售网络扩展

收购日	门店	08 年资本开支 (百万元)	总面积 (平方米)	开始经营
2007 年 9 月	绵阳 1 店	69	22000	2008 年 1 月
2008 年 6 月	南充 2 店	43	24000	2008 年 9 月
2008 年 8 月	秦皇岛金都店	266	47000	2008 年 9 月
2008 年 9 月	绵阳 2 店	252	28000	2008 年 9 月
2008 年 12 月	太原柳巷店	370	31000	2008 年 12 月

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

估值与评级

从公司 08 年业绩来看, 我们认为主要是其它收入的大幅增长带来了经营收入的正增长, 同店销售增长下滑幅度较大, 低于我们之前预期。公司净利润的增加并不是因为主营业务销售收入增加或成本控制更为有效, 而是需求下降导致存货费用减少, 抵消了人力成本及其它经营费用的大幅上涨。总体来看业绩比较黯淡。09 年我们预计公司整体同店销售增长维持在 4%-5% 之间, 佣金率在 20% 左右。虽然秦皇岛店、柳巷店及成都盐市口店将在 09 年对公司业绩有拉动作用, 但绵阳店及南充店仍处于培育期, 深圳主力门店 (华强北、深南及和平) 业绩增长动力不足。

我们认为现在公司正处于新老相继的瓶颈，业绩爆发须等待至 2010 年以后。09 年公司在低迷的市场环境中维持扩张需要承担更多的压力，难有惊喜的表现。我们下调公司 2009-2010 年盈利预测，评级降至中性，目标价 0.77 元。

表 2: 年度数据比较

12 月 31 日 (百万人民币)	2007A	2008A	同比变化
营业额	1,567	1,493	-4.7%
销售成本	728	622	-14.6%
毛利	839	871	3.8%
其它收入	356	475	33.4%
雇员开支	93	127	36.6%
折旧及摊销	129	124	-3.9%
租金	129	123	-4.7%
其它经营开支	285	310	8.8%
其它收益/亏损	84	78	-7.1%
经营盈利	643	740	15.1%
融资成本	99	55	-44.4%
应占联营公司溢利	4	3	-25.0%
税前盈利	548	688	25.5%
税收	104	145	39.4%
少数股东权益	27	22	-18.5%
净利润(合计)	417	521	24.9%
每股盈利(元)	-	0.108	
每股股息(元)	-	0.055	

资料来源：公司资料，招商证券（香港）

表 3: 損益表預測 (單位: 百萬元人民幣)

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
營業額	1,353	1,567	1,493	1,939	2,541
銷售成本	670	728	622	809	1,060
毛利	683	839	871	1,130	1,481
其它收入	299	356	475	562	737
僱員開支	197	93	127	175	229
折舊及攤銷	133	129	124	155	203
租金	136	129	123	159	208
其它經營開支	265	285	310	403	529
其它收益/虧損	(18)	84	78	0	0
經營盈利	233	643	740	801	1,049
融資成本	53	99	55	60	60
應占聯營公司溢利	4	4	3	4	5
稅前盈利	184	548	688	745	994
稅收	6	104	145	156	209
少數股東權益	-39	27	22	20	18
淨利潤(合計)	217	417	521	568	768
每股盈利	-	-	0.11	0.11	0.15
每股股息	-	-	0.06	0.05	0.06

資料來源: 公司資料, 招商證券(香港)預測

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人梁盈未持有该公司股票及其衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828