

评级：审慎推荐

零售行业

深度报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：田慧蓝

电话：0755-82485027

邮件：tianhuilan@fcsc.cn

渤海物流（000889）**——渤海物流的新生猜想****交易数据**

52周内股价区间（元）	4.78-9.21
总市值（百万元）	2157.57
流通股本（百万股）	338.52
流通股比率（%）	99.9%

资产负债表摘要

股东权益（百万股）	681.96
每股净资产（元）	2.01
市净率	4.04
资产负债率	55.9%

公司股价近一年走势**相关报告****投资要点：**

- **2010年业绩有望扭亏** 2009年公司营业收入为11.77亿，同比增长9.4%，其中商业收入10.36亿，占比88%，同比增长14.3%；房地产业务收入1.36亿，占比12%，同比增长-15.35%。净利润为-5927.8万，同比下降581.31%。基本每股收益-0.17元，亏损主要是因为安徽国润投资发展有限公司的地产业务大幅增加管理维修费用亏损5220万，以及秦皇岛市金原房地产开发有限公司计提坏账准备亏损1329万。2010年1季度公司预告净利润同比增长740.63%，每股收益0.0213元。业绩增长是营业收入较上年同期增加8800多万元与安徽国润减亏所致。
- **公司将回归商业主业** 新长江入主后，公司的业务范围曾涉及商品零售及批发、出售商业铺面、电子商务、酒店、物业管理、进出口贸易等，但目前只剩商品零售与出售商业铺面两块。从公司历年来的收入与营业利润构成来看，房地产业务只在02-04年超越过商业，05年以来房地产业务不断萎缩。公司目前在秦皇岛有4家百货，1家超市，1家家居装饰城，百货业务在当地占有率已经超过50%，市场垄断力强但后续发展空间也很有限。房地产业务目前在建项目5个，建筑面积共约11.7万平方米，均集中于安徽开发商品市场，收益期分别在2010年-2012年，后续面临资金与项目储备不足的风险。2009年年报公司提出将调整发展战略，回归主业，由以房地产业务为主商贸流通业务并重向以商业为主转变。
- **公司未来发展的N种可能性** 茂业成为公司第一大股东后，公司旗下的百货门店与茂业在秦皇岛收购的金都百货形成了同业竞争关系。茂业承诺2年内将解决同业竞争问题，如何解决将成为公司未来发展的突破口。我们认为渤海物流未来的发展有6种可能性：①茂业将公司股权转让给第三方，买下公司的商业资产；②引入第三方，借鉴银泰运作百大集团的模式，获得渤海物流商业资产的经营管理权③作为茂业华北地区商业平台；④作为茂业集团商业地产平台；⑤成为茂业实现A+H股的平台之一；⑥茂业仅注入金都百货。
- **公司投资价值** 无论以上哪种可能性，对渤海物流而言都是新生的机会，区别只在于是在茂业手中获得新生还是新的第三方手中获得新生，所以该投资机会存在不确定性大，时间长等特点，只有找到合适的安全边际买入才能安心。我们认为公司有两条安全边际。一是相对安全边际，即茂业的成本价5.6元左右，一是绝对安全边际，即按资产价值或市销值估值，大约在3-4元左右。所以我们认为渤海物流的安全边际在3-5.6元之间。投资者可根据自己的风险偏好程度来选择合适的买点。



目 录

1. 渤海物流股权结构	3
2. 渤海物流业务情况：回归商业主业	5
2.1 商业：垄断当地百货市场，发展有限但改善空间大	6
2.2 房地产：资金短缺，土地储备不足，后续发展乏力	8
3. 公司未来发展的N种设想	11
4. 成商集团带来的启示：A股零售被改造得最成功的公司	16
4.1 成商集团成为最有潜力的区域零售上市公司	16
4.2 成商集团是被民营企业改造得最成功的零售上市公司	17
4.3 渤海物流与成商集团的不同之处	18
5. 渤海物流的投资价值	19
6. 风险提示	19
附一：渤海物流主要财务指标	20
附二：河北省城市经济指标简介（2008 年）	20
附三：被民营化后增值率较大的 4 家上市公司主要财务指标对比	21



1. 渤海物流股权结构

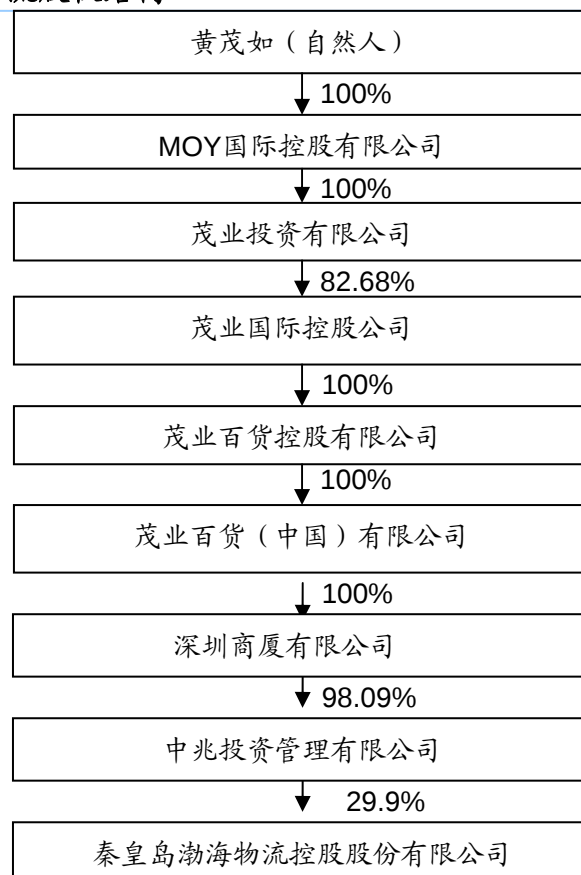
秦皇岛渤海物流控股股份有限公司（以下简称渤海物流）前身是秦皇岛华联商城股份有限公司，是于1997年由秦皇岛华联商厦股份有限公司和秦皇岛商城股份有限公司经批准采用合并方式设立的股份有限公司。1997年上市之时，公司的第一大股东为秦皇岛华联集团有限公司，实际控制人为秦皇岛市国资委。

2002年10月，财政部同意公司股东秦皇岛华联商厦集团有限公司将其持有的6437万国家股股权转让给安徽新长江投资股份有限公司，转让价格为每股2.96元人民币，转让价款总计为1.9亿元。安徽新长江受让股份后共持有公司股权6500万股，占公司总股本的22.07%，成为公司第一大股东与实际控制人。

截至2008年12月31日，新长江共持有公司股份51,682,176股，持股比例为15.26%。中兆投资管理有限公司（以下简称“中兆公司”）在证券交易所交易系统公开买入公司股份33,816,918股，持有公司股份比例已达9.98%，成为公司第二大股东。

2009年12月3日，中兆公司与新长江签订协议，以7.00元/股的价格受让24,380,000股无限售条件流通股。截至2009年底中兆公司共投资5.7亿，每股成本5.6元，持有渤海物流股票101,260,836股，占总股本的29.9%，成为公司第一大股东。新长江持有公司股份27,324,518股，占总股本的8.07%，是公司第二大股东。

图1、渤海物流股权结构



资料来源：公司公告



截至2009年12月30日，渤海物流共有12家控股子公司与孙公司。

表1、渤海物流子公司

	注册资本	股权比例	2009 年净利润 (万)	备注
安徽国润投资发展有限公司	29,433.00	99.83%	-5220.29	报告期营业收入减少并对已开发市场管网道路等基础实施进行维修和升级改造,使得期间管理费用同比上升,造成本期亏损
秦皇岛市金原房地产开发有限公司	13500.00	100%	-1329.77	对应收账款计提减值准备,带来亏损
秦皇岛华联商城金原超市有限公司	1000.00	100%	45.64	
秦皇岛华联商城金原经营服务有限公司	100.00	100%		
秦皇岛华联商城金原物业服务有限公司	500.00	100%	-280.49	
秦皇岛金原家居装饰城有限公司	100.00	100%		
秦皇岛市渤海物流煤炭经销有限公司	3000.00	100%	16.56	
安徽省新长江商品交易有限公司	2000.00	90%	-56.74	
芜湖国润投资发展有限公司	11000.00	100%	-1316.38	因维修改造投入增加期间管理费用、土地被征用和遭遇火灾造成资产损失,报告期的营业利润、净利润均为亏损
滁州国润投资发展有限公司	7,000.00	100%	-1206.08	因销售毛利率低、维修改造投入增加期间管理费用,滁州国润报告期的营业利润、净利润均为亏损
淮南国润渤海物流有限公司	31,60.00	100%	-941.55	收入同比减少,因维修改造投入增加期间管理费用、同比没有了企业扶持奖励金,报告期内的营业利润、净利润均为亏损
芜湖国润农副产品市场有限公司	2200.00	100%		
秦皇岛渤海物流贸易有限公司	1450	96.67%		秦皇岛渤海物流贸易有限公司已于2009年10月31日清算完毕,2009年减去1450万股权投资
秦皇岛金原大酒店有限公司	6127.39	100%		秦皇岛市金原大酒店有限公司全部股权于2009年7月1日转让给秦皇岛市茂丰经贸有限公司。
安徽省芜湖米市发展有限公司	1,000.00	90%		2009年对安徽芜湖米市发展有限公司进行清算,故本年末将该公司纳入合并范围

资料来源:公司公告 说明:芜湖国润投资发展有限公司、滁州国润投资发展有限公司、淮南国润渤海物流有限公司、安徽省新长江商品交易有限公司、安徽省芜湖米市发展有限公司等五家控股子公司均是安徽国润投资发展有限公司的子公司。



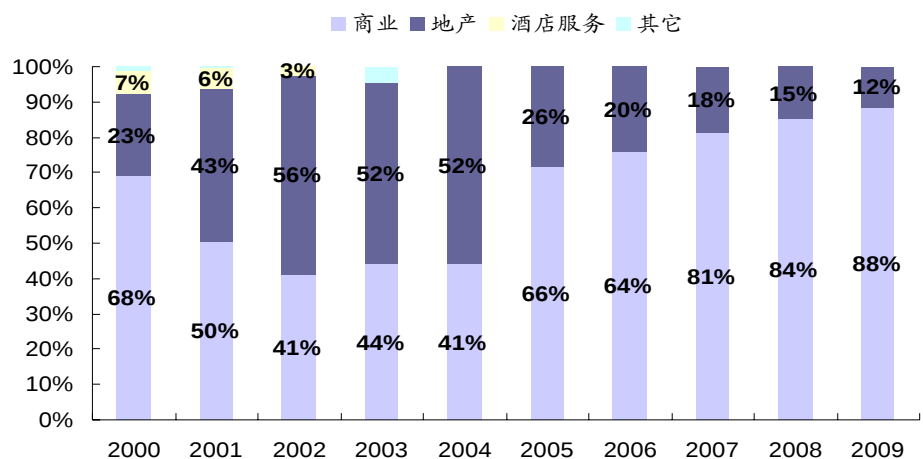
2. 渤海物流业务情况：回归商业主业

随着新长江的入主，公司的业务范围也随之调整，主要业务是商品零售及批发和出售商业铺面，主要培育业务是电子商务，次要业务是酒店、物业管理、进出口贸易，但近几年来公司陆续结束了电子商务、酒店、物业管理与进出口贸易业务，只剩下商品零售与出售商业铺面两块业务。

2009年公司营业收入为11.77亿，同比增长9.4%，其中商业收入10.36亿，占比88%，同比增长14.3%；房地产业务收入1.36亿，占比12%，同比增长-15.35%。净利润为-5927.8万，同比下降581.31%。基本每股收益-0.17元，大幅亏损主要是由房地产业务带来。

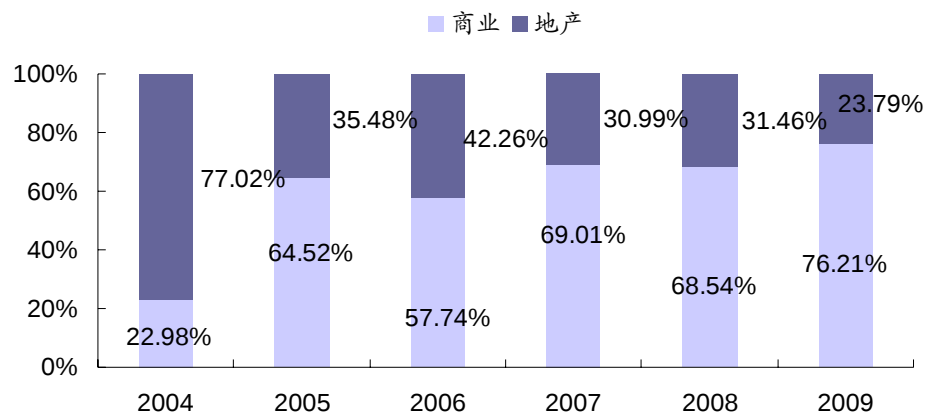
从公司历年来的收入与营业利润构成来看，房地产业务只在02-04年超越过商业，05年以来地产业务不断萎缩。2009年公司年报提出公司房地产业务因整体实力有限、业绩下降，盈利不确定性增大，为降低负面影响，公司将坚持以市场需求为定位，以追求利润、追求社会和市场良好影响为长远目标，调整发展战略，回归主业，由以房地产业务为主商贸流通业务并重向以商业为主转变。

图2、渤海物流收入构成



资料来源：wind

图3、渤海物流营业利润构成



资料来源：wind

2.1 商业：垄断当地百货市场，发展有限但改善空间大

2009年秦皇岛市全市实现生产总值877.01亿元，社会消费品零售总额283.25亿元，全市户籍总人口287.24万人，市区人口82.63万人，城镇居民人均可支配收入达15458元，人均消费支出10333元，经济实力在河北省11个城市中大概排在第8位，总体偏弱。

秦皇岛市辖北戴河、山海关、海港区三个城市区和抚宁、昌黎、卢龙、青龙满族自治县四个县，总面积7812.4平方公里。海港区是城市核心区，核心商圈在海港区河北大街/民族路与文化路一带，集中了秦皇岛华联商场/秦皇岛商城商场/乐都汇/茂业金都百货/太阳城/金原商场/现代购物广场/国美电器/数码电子城等商业。其中秦皇岛华联商场/秦皇岛商城商场/金原商场/现代购物广场4家百货与金原超市均属于渤海物流。

图4、秦皇岛市核心商圈简介



资料来源：第一创业整理 说明：1代表华联商场；2代表商城商场

公司总商业建筑面积约16.77万平米，其中华联商场与商城商场两家百货以及金原超市是自有物业，面积约4.77万平米。金原商厦与现代购物广场是租赁物业，面积约8.7万平米。金原家居装饰城是部分自有物业。商业自有物业面积偏少。

表2、渤海物流商场情况简介

	面积	开业时间	物业性质	地址	定位
秦皇岛华联商场	总建筑面积 11400 平方米	不详	自有	秦皇岛市文化路	传统百货
秦皇岛商城商场	经营主楼共五层, 总营业面积 25000 平方米	不详	自有	秦皇岛河北大街中段	传统百货
金原超市	建筑面积 11358 平方米,	2002.1	自有	秦皇岛市黄金地段的金原 MALL	
金原商厦	总建筑面积 4.8 万平方米	2002.1	租赁	河北大街 150 号	基本已经出售, 由



公司售后回租做百货经营，但目前与租户发生纠纷，该商场处于半关门状态

以向各家居品牌出租经营场地为主，卖掉一部分铺面。

金原家居装饰城 面积 29700 平方米 2003.6 自有 秦皇岛市海港区民族路 1 号

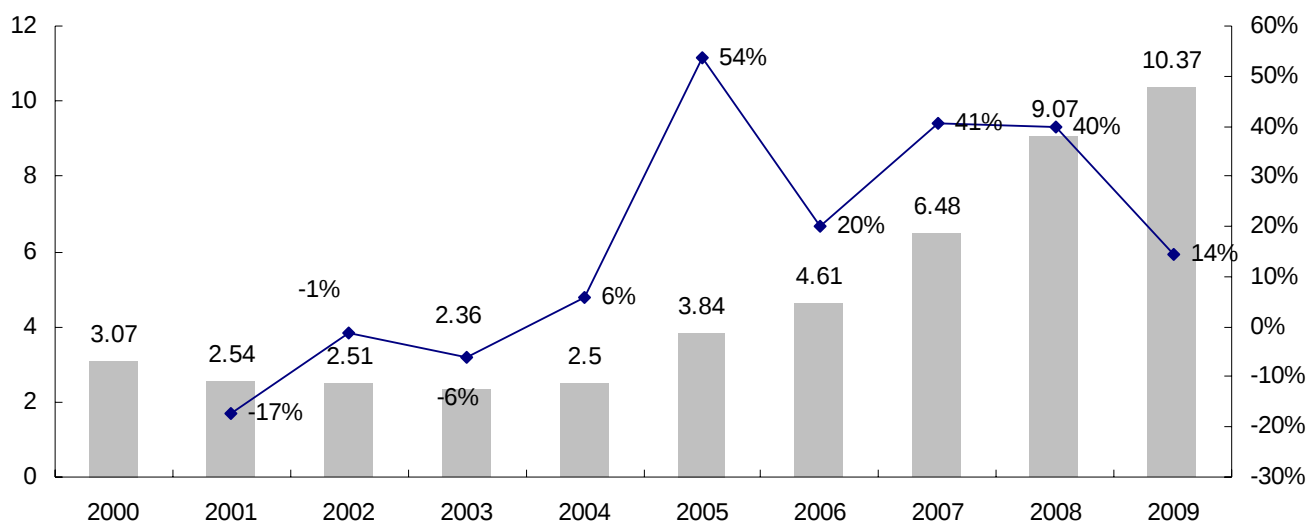
现代购物广场 总面积 39000 平方米 不详 租赁，拥有 8.5 年的经营使用权无需支付租赁费 民族路与河北大街交叉口中心地段 时尚百货

资料来源：第一创业整理

据可统计数据，秦皇岛2009年主流百货销售收入有15亿，渤海物流所有门店销售10亿，市场占有率在60%以上。商城商场在当地销售额第一，其次预计是现代购物广场/华联商场与茂业金都百货。尽管渤海物流垄断了当地市场，但由于原先的股东新长江并无商业经营管理经验，且其发展重心是开发销售安徽商品市场，公司商业的发展空间有限，销售额一直未能突破十亿。2008年加入现代购物广场后，销售收入才具备冲击10亿的条件。

图5、公司商业收入及增速

单位：亿元

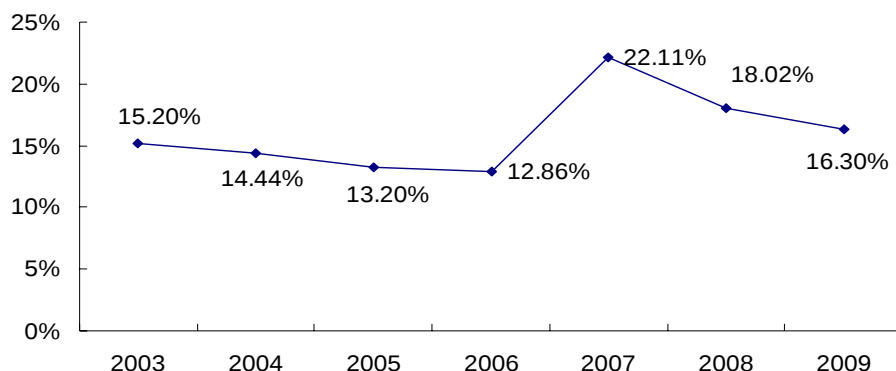


资料来源：wind



公司商业的毛利率波动性较大。08年提高过一次扣点率，毛利率水平接近行业平均水平，2009年受促销影响，又有所下降。我们预计茂业入主后，同城四店以及纳入茂业全国采购体系后，公司商业毛利率将会得以提升。

图6、公司商业收入毛利率



资料来源：公司公告

股东更换前，公司商业无新的拓展计划，仍固守秦皇岛市，毛利率方面也未体现出对秦皇岛百货市场的控制力。总体而言，公司百货垄断力虽强但规模并不大，发展空间也十分有限。

2.2 房地产：资金短缺，土地储备不足，后续发展乏力

新长江入主后，公司开始发展地产业务，主要在安徽进行商铺的开发与销售。目前公司共有5个地产项目，正在开发的建筑面积共约11.7万平米，其中滁州皖东国际车城项目四期(1.48万平米)与淮南精品装饰广场项目三期(1.47万平米)在2010年可实现收益，滁州皖东国际车城项目五期(4.09万平米)与滁州财富广场项目一期(6.14万平米)将分别于2011年和2012年实现收益。

表3、公司地产项目

合肥欣苑小区建设项目	该项目位于安徽肥东龙岗工业区，由公司的控股子公司安徽国润公司投资建设，项目的一、二、三、四期工程已于报告期前完工，其中前三期开发项目已售完。报告期内四期项目存量商住楼实现收益 62.7 万元，尚余未销售存量房产帐面值 693.4 万元。
芜湖市场图书城项目	该项目位于安徽省芜湖经济开发区，由安徽国润公司所属控股子公司芜湖国润投资发展有限公司实施，项目的一、二期工程已于报告期前完工，其中一期开发项目已售完。报告期内二期项目存量书店店面实现收益 871.8 万元，尚余未销售存量房产账面值 745.8 万元。
滁州皖东国际车城项目	该项目位于安徽滁州经济技术开发区，由安徽国润公司所属控股子公司滁州国润投资发展有限公司实施，项目的一、二期工程已于报告期前完工并售完。该项目于 2008 年先后启动了三期和四期建设。三期项目内容是商铺，建筑面积约 14,995 平方米，计划总投资 3,500 万元，已累计投入 3,427 万元，2009 年该项目已完工并售完，实现收益 572.7 万元。四期项目内容是商铺与商务办公，建筑面积约 14,833 平方米，计划总投资 3,900 万元，已累计投入 2,342 万元，预计 2010 年可实现收益。2009 年该项目启动了五期建设，项目内容是商铺与商务办公，建筑面积约 40,913 平方米，计划总投资 10,660 万元，已累计投入 4,842 万元，预计 2011 年可实现收益。



滁州财富广场项目

该项目位于安徽省滁州经济技术开发区，由安徽国润所属控股子公司安徽滁州国润投资发展有限公司实施，项目内容为商铺与商务办公，2009 年该项目启动了一期建设。一期工程建筑面积约 **61,357** 平方米，计划总投资 18,430 万元，已累计投入 925 万元，预计 2012 年可实现收益。

淮南精品装饰广场项目

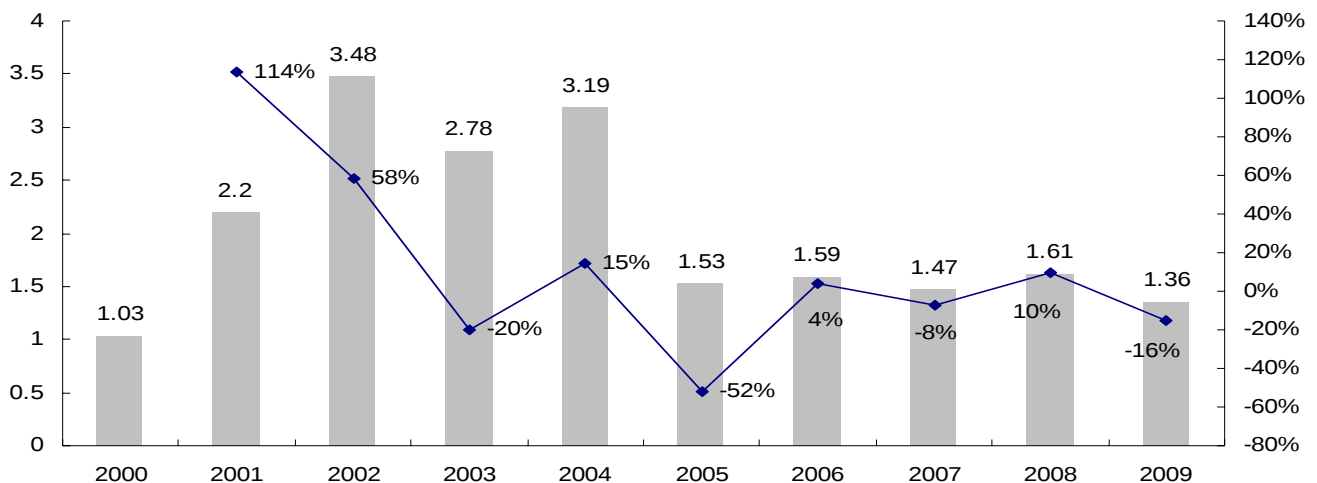
该项目位于淮南市谢家集区，由安徽国润公司所属控股子公司淮南国润渤海物流有限公司实施，项目内容是商铺，项目的一、二期工程已于报告期前完工，2009 年实现收益 630 万元。该项目于 2008 年启动三期建设，项目内容是商铺，建筑面积约 **14,690** 平方米，计划总投资 3,800 万元，已累计投入 2,544 万元，预计 2010 年可实现收益。

资料来源：公司公告

由于公司资金实力有限，房地产业务缺乏支持，2005年以来房地产业务基本停滞不前，每年维持收入1个多亿。

图7、公司地产收入

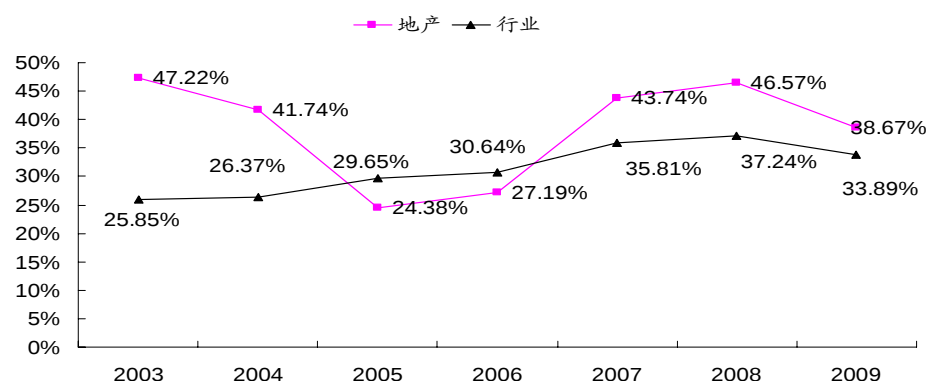
单位：亿元



资料来源：公司公告

公司房地产业务主要是在安徽二级市场做商铺开发，辅助有住宅项目，项目毛利率并不低，除了05/06年外公司房地产业务毛利率都高于行业平均，但项目盈利波动性却很强。

图8、房地产业务毛利率

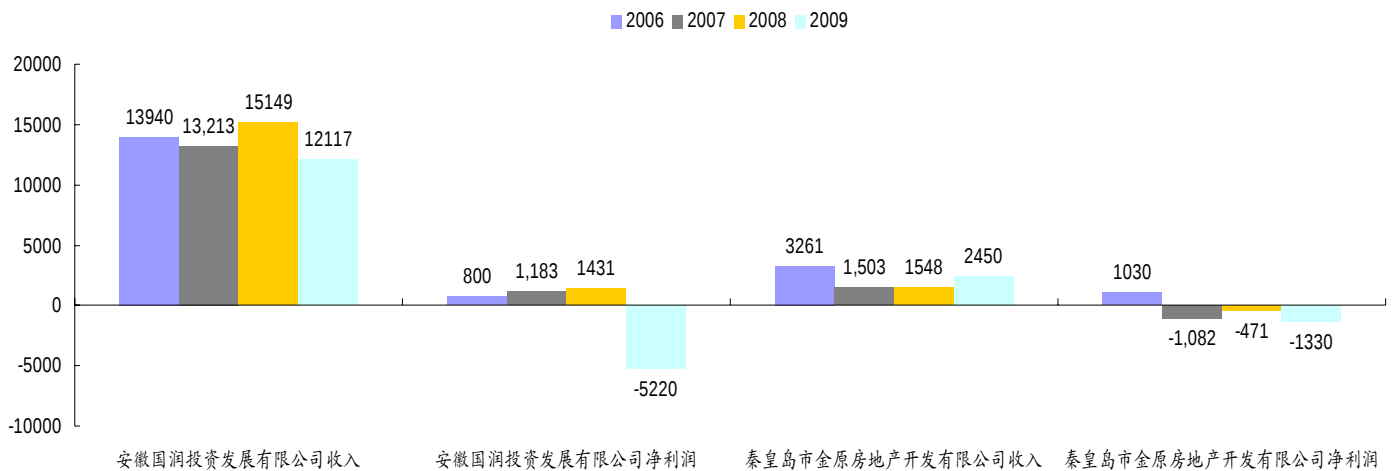


资料来源：公司公告



图9、公司地产子公司收入与净利润情况

单位：万元



资料来源：公司公告 说明：芜湖国润投资发展有限公司、滁州国润投资发展有限公司、淮南国润渤海物流有限公司、安徽省新长江商品交易有限公司、安徽省芜湖米市发展有限公司等五家控股子公司均是安徽国润公司的子公司。

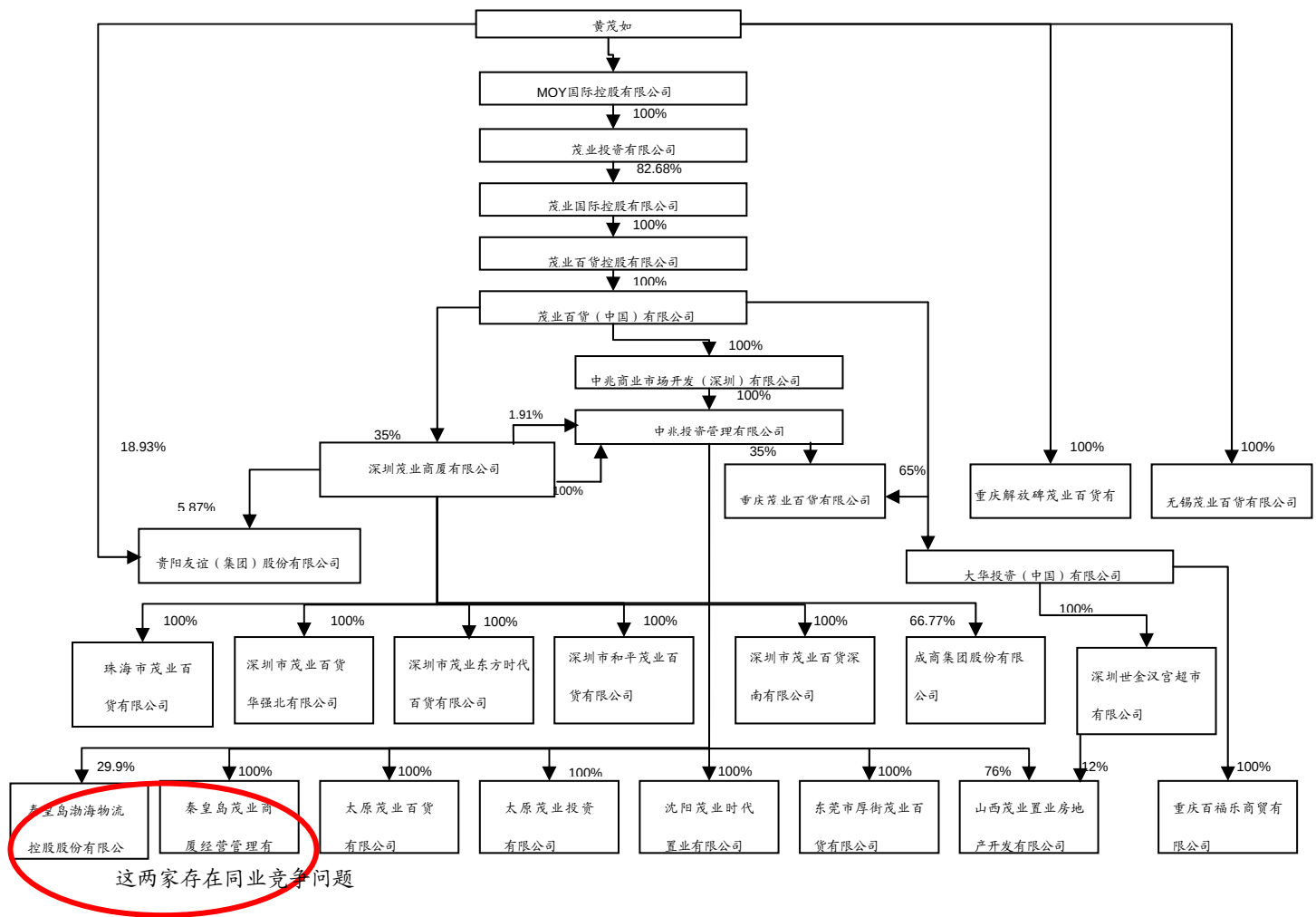
2009年由于地产业务投入资金对商品市场进行了改造升级以及计提了减值准备，造成历年来最大亏损，2010年有望扭亏。总体而言，公司在地产行业资本实力有限，依赖银行贷款，面临资金短缺和土地储备不足引起的持续开发风险。



3. 公司未来发展的N种设想

茂业成为公司第一大股东后,公司旗下的百货门店与茂业在秦皇岛收购的金都百货形成了同业竞争关系。茂业承诺2年内将解决同业竞争问题。如何解决该问题将成为公司未来发展的突破口。

图10、茂业股权结构图



资料来源:公司公告,第一创业整理

经过分析,我们发现解决同业竞争问题的关键聚焦在要不要渤海物流这个壳以及是A股资产放到H股还是H股资产放到A股这两个问题上,基于此我们推测出渤海物流未来发展的6种可能性。

一、不要壳

站在茂业的角度,茂业看中渤海物流的是其商业资产,并不是壳。要资产不要壳是最符合茂业利益的做法。假设茂业不要壳,我们推断出两种可能性。

可能性①:茂业将股权转让给第三方,再与第三方协议购入商业资产。第三方注入新的资产到渤海物流。

该方案对茂业的受益程度:解决同业竞争问题,绕过关联交易,获得渤海物流旗下的优质资产。



该方案对渤海物流的受益程度：引入新的第三方，第三方注入资产，在第三方手中获得新生。

该方案的问题：能否找到一个合适的买方接手，茂业转让股权与买资产的交易是否划算。茂业买走渤海物流的商业资产后能够不损害到渤海物流股东的权益，得到证监会的批准。

可能性②：将股权引入第三方，借鉴银泰运作百大集团的模式，获得渤海物流商业资产的经营管理权。

该方案对茂业的受益程度：解决同业竞争问题，虽然没有得到资产所有权，但获得渤海物流旗下的优质资产的经营权。该方式可以不需要证监会审批，易操作。

该方案对渤海物流的受益程度：引入新的第三方，第三方注入资产，在第三方手中获得新生。

该方案的问题：能否能引入这样一个合适的第三方。

二、要壳

假设不要壳的操作方案找不到合适的第三方，或者茂业不愿意放弃渤海物流这个壳，则存在H股资产与A股资产如何转移的问题，我们推断出渤海物流的4种发展可能性。

可能性③：茂业在华北区域的平台，即把中兆投资下的秦皇岛茂业商厦经营管理有限公司（含有茂业金都百货）放入渤海物流，同时把目前茂业在华北区域的太原茂业百货有限公司/太原茂业投资有限总司/沈阳茂业时代置业有限公司下的资产注入渤海物流，以及未来在华北区域新开的门店都以渤海物流作为主体。假设茂业把目前在华北地区的门店与在建项目都注入渤海物流，公司将增加商业建筑面积44.5万平米，同时还将增加1个8-9万平的酒店，19万平米的写字楼与19万平米的住宅。

表4、茂业目前在华北区域已有与在建项目

	开业时间	面积	物业性质	投入资金
秦皇岛金都店	2008.9	4.66 万	自有	2.9 亿收购
太原柳巷店	2008.12	3.14 万	自有	4.7 亿收购
太原亲贤街项目	2011 年	总建面 60 多万，商业 24 万（百货面积约 8 万+购物中心 16 万），住宅 12 万，写字楼 9 万，地下 18 万	自有	7.8 亿购买太原清闲街项目土地总面积 92792.11 平方米。计划投资 18-20 亿
沈阳金廊项目	2010 下半年	总建面 40 万，百货 8.2 万+酒店 8-9 万+甲级写字楼 10 万+空中别墅 4 万+公寓 1 万	集团所有	计划投入 20 亿
沈阳铁西店	2010 下半年	总建面 6 万多平米，4.5 万做百货，2 万平多公寓	自有	7200 万收购，计划投入 2.5 亿

资料来源：第一创业整理

该方案对茂业的受益程度：解决同业竞争问题，茂业以资产换股份，进一步提高控股比例。

该方案对渤海物流的受益程度：给渤海物流注入新的资产，增加新的利润增长点。渤海物流旗下门店纳入茂业体系后，盈利能力有提升空间。

该方案的问题：秦皇岛金都店/太原柳巷店/太原清闲街项目/沈阳铁西店已经



在香港上市的茂业国际控股有限公司体内，根据香港上市规则，对收购资产价值超过一定比例的主要交易要获得股东批准方可进行。所以对这部分资产如何估值，以及股东大会是否批准是该可能性会面临的问题。

此种可能性的资产市值估算在71.84亿（仅注入秦皇岛+太原资产）---116.74亿（注入秦皇岛+太原+沈阳资产），而公司市值目前仅为21亿，增值空间巨大。

表5、茂业目前在华北区域已有与在建项目市值估算

	开业时间	面积	物业性质	投入资金	资产市值
渤海物流三个门店		4.77万	自有	5.7亿收购	4.77万×1.2万=5.7亿
秦皇岛金都店	2008.9	4.66万	自有	2.9亿收购	4.66万×1万=4.66亿
太原柳巷店	2008.12	3.14万	自有	4.7亿收购	3.14万×2万=6.28亿
太原亲贤街项目	2011年	总建面60多万，商业24万（百货面积约8万+购物中心16万），住宅12万，写字楼9万，地下18万	自有	计划投资18-20亿	24万×1.5万=36亿 9万×0.8万=7.2亿 12万×1万=12亿
合计		36.57万商业+9万写字楼+12万住宅		33.3亿	商业52.7亿+写字楼4.5亿+住宅12亿=71.84亿
沈阳金廊项目	2010下半年	总建面40万，百货8.2万+酒店8-9万+甲级写字楼10万+空中别墅4万+公寓1万	集团所有	计划投入20亿	8.2万×1.5万=12.3亿 4万×2万=8亿 1万×1万=1亿 10万×0.9=9亿
沈阳铁西店	2010下半年	总建面6万多平米，4.5万做百货，2万多公寓	自有	7200万收购，计划投入2.5亿	9万×1万=9亿 2万×0.55万=1.1亿 4.5万×1万=4.5亿
合计		12.7万商业+10万写字楼+7万住宅		22.5亿	44.9亿
太原+沈阳+秦皇岛		49.27万商业+19万写字楼+19万住宅+9万酒店	自有		

资料来源：第一创业整理

可能性④：作为商业地产整合平台，将茂业集团原有的商业地产与茂业国际现有的商业地产（酒店/公寓/写字楼）以及未来的商业地产项目注入渤海物流，将渤海物流旗下的商业资产卖给茂业国际。茂业所获的项目普遍是含商业/写字楼/酒店/公寓的综合体项目，但是香港投资者对茂业的百货+地产模式甚不理解，不断质疑其发展模式，我们认为未来综合体项目是发展常态与趋势，这种模式无可厚非（需要特别说明的是这种项目的地产部分与商业部分土地权是同一宗，与国美所作的借用零售资金去发展住宅地产是不同的概念）。如果香港投资者不能理解茂业的这种模式，与其劈山不如绕山而行。将综合体项目所有权分割成商业+地产两部分，把商业部分归商业上市公司，将商业地产部分归商业地产平台。

该方案对茂业的受益程度：解决同业竞争问题，给渤海物流注入新的资产，增加新的利润增长点。茂业以资产换股份，进一步提高控股比例。同时解决茂业被质疑的发展模式问题，为商业地产提供一个融资平台。



表8、茂业目前含有商业地产的项目

	开业时间	面积	物业性质	
太原亲贤街项目	2011 年	总建面 60 万，商业 24 万（百货面积约 8 万+购物中心 16 万），住宅 12 万，写字楼 9 万，地下 18 万	自有	7.8 亿购买太原清闲街项目 土地总面积 92792.11 平方米。计划投资 18-20 亿
沈阳金廊项目	2010 下半年	总建面 40 万，百货 8.2 万+酒店 8-9 万+甲级写字楼 10 万+空中别墅 4 万+公寓 1 万	集团所有	计划投入 20 亿
沈阳铁西店	2010 下半年	6 万平米，4.5 万做百货，2 万平多公寓	自有	7200 万收购，计划投入 2.5 亿
无锡一百	2011 年	9.3 万平米百货（含 2 万平地下）+5 万平米公寓	自有	
成都南部项目	2011 年	总建面 33.86 万，百货 6.8 万+2.3 万停车场+写字楼+服务式住宅	自有	

资料来源：第一创业整理 说明：茂业集团手里也有一些商业地产项目，但由于资料不公开难以整理

该方案对渤海物流的受益程度：注入新的资产，发展空间增大。

该方案的问题：综合体项目里商业与地产的权益难以划分，另有些已经在茂业国际控股里面的地产项目如何能将转移至渤海物流里？根据观察，我们发现港股上市的金鹰/银泰等公司也开始出现综合体项目，如果当综合体项目模式被香港投资者接受，就不需要再单独列出一个商业地产平台。

可能性⑤：借渤海物流实现茂业在A+H股两地上市，把茂业国际整体在A股再上市。

该方案对茂业的受益程度：解决同业竞争问题，并且A股对百货+地产的发展模式没有太多质疑，A股市场是全球最活跃的资本市场，茂业国际作为国内发展规模较大的零售商回归A股将会得到比在港股多得多的重视与追捧。A股再融资也可以为茂业后续发展提供资金支持。

该方案对渤海物流的受益程度：注入新的资产，发展空间增大。

该方案的问题：目前除了国有企业，还没有民营企业实现A+H两地成功上市的先例，尽管我们认为民营企业A+H最终会实现，但短期内不太可能。（已在港股上市的京客隆目前就在筹划在A股上市）并且如果要做A+H，茂业在A股还有成商这个平台可供选择，此外茂业国际自身是否愿意回归A股也是问题。

可能性⑥：仅仅只注入茂业秦皇岛金都百货。

该方案对茂业的受益程度：解决同业竞争问题。

该方案对渤海物流的受益程度：解决同业竞争问题。

该方案的问题：仅仅只注入秦皇岛金都百货对茂业的股权比例提升作用不大，对渤海物流后续发展支持也有限。

对比6种可能性，我们认为可能性1/2/3/4/5对茂业与渤海物流都比较有利，但可能性4与5操作上比较困难，相对而言可能性1/2/3操作容易一点，茂业受益也较多，这三种出现的概率更大，尤其是可能性1符合茂业的利益，如果可能性1出现，对渤海物流而言也不是坏事，新引入的第三方也会将资产注入公司，想象一下，如果渤海物流没有这次外力推动的机会，这家公司的发展有限，在市场上也就只是一个很一般的公司而已，而这次外力的推动，有可能会让渤海物流获得新生，无论这新生是茂业带给它的或是其它第三方。目前难以判断茂业会采取哪



种方式来定位渤海物流,但我们认为可能性6对茂业和渤海物流获益程度都不高,这种可能性出现的概率较小。

从2009年茂业有3名成员进入渤海物流董事会,到2010年3月30日渤海物流董事长辞职,4月王福琴当选董事长,7月渤海物流即将召开的董事会换届选举都会让渤海物流后续的发展一步步清晰起来,渤海物流的未来充满了可提高与可想象的空间。

表9、六种可能性对比

	可能性 1	可能性 2	可能性 3	可能性 4	可能性 5	可能性 6
操作难易程度	相对容易	相对容易	相对容易	相对难	很难	相对容易
茂业获益程度	获得渤海旗下资产与出售股权的投资收益	虽然没有获得资产所有权但获得经营权	获得渤海旗下资产,提高渤海物流公司股权比例	获得商业地产融资平台与渤海旗下资产,提高渤海物流公司股权比例	获得渤海旗下资产与再融资机会,提高渤海物流公司股权比例	受益程度小,股权比例提高有限
渤海物流获益程度	获得第三方资产注入,在新的第三方手里得到新生	被新的第三方接手,在新的第三方手里得到新生	获得茂业新的资产注入	获得茂业新的资产注入	获得茂业新的资产注入	受益程度小,仅仅只获得金都百货

资料来源: 第一创业整理



4. 成商集团带来的启示：A股零售被改造得最成功的公司

4.1 成商集团成为最有潜力的区域零售上市公司

成商集团是茂业在A股的另一个控股子公司。2005年6月，茂业以3.8亿元从迪康集团手上收购成商集团65.75%的股权，最终以4.14亿元获得成商集团66.77%的股权成为成商集团的第一大股东（每股成本3.05元）。成商集团作为茂业在西南地区的百货平台，经营面积从2005年被收购时的11.94万平米增至目前的21.34万平米，自有物业面积16.04万平米，储备项目4个，项目总建筑面积超过22万平米。

表10、成商集团已有门店与在建项目简介

	开业时间	建筑面积	物业性质
成都盐市口店	1953.6	53,873	自有
成都北站店	1987.5	7,204	自有
成都武侯店	1996.1	16,000	租赁
南充五星店	2001.11	25,994	自有
成都温江店	2005.1	8,422	租赁
泸州白塔店	2003.9	15,115	租赁
绵阳临园店	2008.1	21,731	自有
南充模范街店	2008.9	24,035	自有
绵阳兴达店	2008.9	27,617	自有
成都龙泉驿店	2009.9	8,373	租赁
成都清江店	2010.2	5,033	租赁
盐市口二期	计划开业 2010 年	65000 商业+酒店+停车场等共 12 万	自有
九眼桥店	计划 2011 年	商业+住宅的综合体，规划未定	自有
春熙店	计划开业 2011 年	22000+8000	自有
成都南部项目	计划开业 2011 年	68300	自有

我们列举了2010年与2011年A股百货上市公司相对比较确定的新店拓展计划，对比发现，成商集团是A股最有潜力的区域百货上市公司。

表11、2010年与2011年A股百货上市公司相对比较确定的新店拓展计划

		建筑面积	拟投入	物业性质	开业时间
合肥百货	巢湖百大购物中心项目	2.75 万	1.1 亿元	租赁	2010
家润多	收购春天百货后新增营业面积	1.5 万		自有	2010
	阿波罗商场新增营业面积	0.7 万		自有	2011
	奥特莱斯	6 万商业+6 万休闲娱乐	2 亿	自有	2011
鄂武商	宜昌购物中心			自建	2011
	恩施			租赁	2011
	武汉摩尔城	10 万商业+10 万停车场	25 亿	自有	2011
开元控股	西梢门项目	8.6 万商业+4.6 万住宅	6.6 亿	自有	2010
中兴商业	中兴三期项目	9.2 万	7.5 亿	自有	2010



广州友谊	国金店	4.47 万	7 年 5.36 亿租金	租赁	2010
	世贸店改造	2.5 万	6 年 4.73 亿租金	租赁	2010
	奥特莱斯	5 万	15 年 9 亿租金	租赁	2011
	佛山店	3 万	15 年 2.7 亿租金	租赁	2011
广百股份	成都店		15 年 4.18 亿租金	租赁	2010
	武汉店	2.9 万	15 年年均保底 2600 万	租赁	2010
	河源项目	1.9 万	20 年	租赁	2010
商业城	原址扩建	3-4 万	待定	自有	2011
东百集团	兰州 MALL 项目	12 万商业+20 万住宅	5-6 个亿	自有	2011
新华百货	宁阳棉纺	1.7 万	10 年, 前三年租金	租赁	2010
			709.92 万, 后面递增		
			10 年, 1-5 年租金共		
银座股份	银川市建发现代城	4.32 万	3477.54 万, 后面递增	租赁	2010
	济南振兴街项目	总建面 48.7 万, 购物中心 9 万	总投资 20.15 亿, 购物中心投资 7 亿	自有	2010
	威海宏图项目	地上建面不低于 3.28 万		自有	2010
	德州宁德项目	建面 7-8 万		自有	2010
	聊城项目	1.12 万		自有	2010
	青岛乾豪项目	建面 10 万, 商业 5 万		自有	2011
	青岛李沧海项目	建面 14.8 万		自有	待定
王府井	计划 2010 年新开 4-6 家	未知			
成商	盐市口二期	6 万多商业+3 万酒店+3 万停车场	投资 4 亿	自有	2010
		万停车场			
		规划未确定			
		未定			
	春熙店	3 万	未定	自有	2011
	成都南部店	6.83 万	投资 3.5 亿	自有	2011

资料来源：第一创业整理

4.2 成商集团是被民营企业改造得最成功的零售上市公司

列举目前A股零售由国有改为民营的10家公司对比发现，茂业接手成商5年来，成商的市值由13.73亿增至61.45亿，翻了3.47倍，茂业的投资由4.14亿升至41.05亿，增值了8.91倍，是民营企业改造A股零售上市公司最成功的案例。

我们认为成商今天的成功得益于三个因素。第一，股东的商业背景。从事同样业务的背景让茂业对成商的改善更容易，成商在茂业体系里面经营管理水平和能力都有所提高。在研究过程中我们发现有些非商业背景的股东与被收购企业原有商业管理团队的沟通与融合并不容易，加剧了企业改善的难度。第二，茂业对成商的大力支持。茂业为解决成商的员工负担重/法律诉讼多/以前股东的关联交易多等问题提供了大量的人力物力和财力。没有一定实力的股东很难理顺这种复杂局面。第三，成商被纳入茂业体系后，发展空间得到提升。假设成商没有被纳入茂业体系，以成商当时的基本面情况也只是在成都地区发展，人民商场的经营情况也不乐观。纳入茂业体系后，成商被定位为茂业在西南地区的商业平台，地域范围扩大至四川/重庆等地。此外，成商在茂业的协助下获得了更多更好的项目资源。



表12、目前A股12家民营企业控股的零售类上市公司增值情况

	实际控制人	成为实际控制人时间	持股比例	入主时公司市值(亿)	2010.5.31日市值(亿)	市值增值	投资(亿)	投资增值	转让价格/入主日价格比例
成商集团	黄茂如	2005.6.14	67.03%	13.73	53.29	288.05%	4.14	762.80%	42.01%
兰州民百	朱宝良	2003.9.6	25.67%	10.50	24.70	135.17%	0.83	663.78%	27.46%
大厦股份	王均瑶	2004.9.21	43.14%	14.21	49.75	250.00%	2.64	712.92%	33.13%
东百集团	毕德材	2006.6.23	17.47%	12.43	34.30	175.85%	0.98	511.45%	39.17%
长白集团	李美珍	2003.9.7	20.88%	9.92	15.02	51.34%	1.04	201.49%	36.10%
开元控股	刘建中	2003.6.8	25.99%	13.02	36.11	177.36%	1.56	501.64%	28.06%
百大集团	王水福	2006.8.17	35.69%	24.17	32.15	33.03%	4.95	131.79%	49.89%
南京中商	祝义材	2005.12.5	47.44%	11.3	31.51	178.82%	5.6	166.91%	NA
西安民生	陈峰	2004.3.6	28.18%	11.78	20.98	78.06%	3.65	61.95%	56.26%
商业城	张瑜平	2008.11.12	28.47%	12.35	21.40	73.20%	4.32	41.00%	NA

资料来源：第一创业整理 说明：股权比例以2009年12月31日为准

4.3 渤海物流与成商集团的不同之处

尽管成商的成功为渤海物流提供了很好的示范效应，但渤海物流与成商相比仍然有着较大的区别，也有人主观上认为成商的基本面比渤海物流更好，我们把两家公司在茂业成为实际控制人时的基本情况作简单对比，发现事实与大家的主观判断有所差别。除了在自有物业面积上输于成商外，在销售规模/毛利率水平/净资产规模/人员费用支出等指标上，渤海物流现在的基本面情况均优于当时的成商，但我们相信在茂业入主后渤海物流的商业经营管理能力仍会得到进一步提升。也有人认为渤海物流的发展空间不如成商。我们认为渤海物流的发展如果仅限于秦皇岛地区，那空间自然是不如成商在成都的发展，但渤海物流的发展空间绝不会是仅限于秦皇岛地区，只要茂业不是把渤海物流当作壳卖掉，茂业的入主无论可能性3/可能性4还是可能性5都会打开渤海物流的发展空间。

表13、茂业成为实际控制人时渤海物流与成商集团基本面对比

	门店数	建筑面积(万M2)	自有物业面积(万M2)	成为实际控制人时的销售规模(单位: 亿)	当时的毛利率水平	成为实际控制人时的净资产(亿)	人员规模	人工工资/销售收入	其它问题
渤海物流	5	16.44	4.77	合计	11.73	17.73%	6.36	1993	4.86%
				百货零售	10.36	16.30%			
				地产销售	1.36	38.67%			
成商集团	6	12.66	8.7	合计	11.44	10.55%	2.01	4489	7.90%
				百货零售	8.77	12.38%			
				汽车零售	2.67	6.16%			

资料来源：第一创业整理



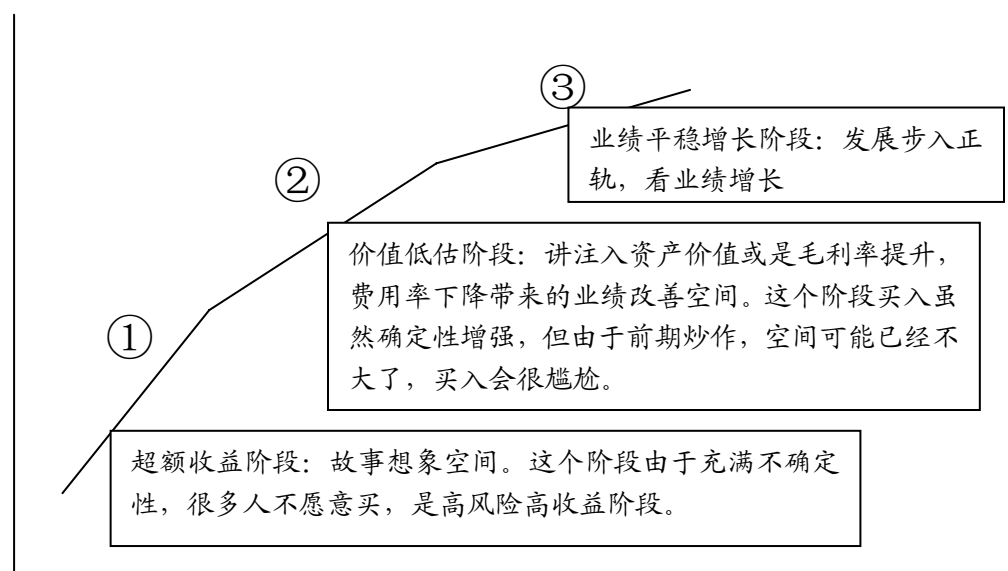
5. 渤海物流的投资价值：两条安全边际线

我们认为渤海物流有几个关键点需关注。第一，茂业收购渤海物流的成本价在5.7元左右；第二，7月渤海物流董事会换届；第三，茂业2009年10月提出的两年内要解决秦皇岛地区的百货同业竞争问题。第四，安徽地产业务如何处置（我们预计会出售）。在渤海物流的定位尚不清晰之际，很难说明哪一种定位会给渤海物流带来什么样的影响，也很难对公司估值，但我们认为任何一家公司的投资价值可以分为三个阶段，目前渤海物流正处于最有可能获得超额收益的第一个阶段。

渤海物流的投机机会存在不确定大，时间长等特点。对这样的投资机会，只有找一个合适的安全边际买入才能安心。我们认为渤海物流有两条安全边际线。一是相对安全边际线，即茂业的成本价5.6元左右，一是绝对安全边际线，即按资产价值或市销值估值，大约在3-4元左右。所以我们认为渤海物流的安全边际在3-5.6元之间。投资者可根据自己的风险偏好程度来选择合适的买点。

商业股一直以来以稳定著称，缺乏故事性。市场上这么多年来一直在讲的兰州民百/南宁百货/大商股份/重庆百货/西单商场/长白集团/上海商业整合/武汉商业整合/南京中商等故事早已失去新鲜度，2010年商业股投资机会更加平淡。渤海物流目前市值仅21亿，我们推测出来的未来5种发展可能性都会令公司获得新生的机会，只是这个新生是由茂业给予还是新的第三方给予，无论是谁给的，对渤海物流都意味着更大的发展空间，只是时间和不确定性程度的问题，我们认为渤海物流会是未来2-3年平淡的投资机会中难得一见的亮点，但确实存在不确定性大，时间长等风险，所以建议保持关注，首次评级给予“审慎推荐”。

图10、渤海物流投资价值示意图



资料来源：第一创业整理

6. 风险提示

- 黄茂如的个人风险/潜伏时间过长/目前的价格略高于安全边际/茂业不遵守解决同业竞争的承诺



附一：渤海物流主要财务指标

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
营业收入(万元)	44800	50790	61796	51766	60973	58249	82991	79933	107649	117771
净利润(万元)	5708	6491	2976	2237	1263	-796	333	334	360	-5957
净资产收益率-加权(%)	11.52	9.42		3.19	2.11	-11.04	0.34	0.49	0.52	-9.04
净资产收益率-扣除/加权(%)	10.83	9.37		0.89	0.71	-12.66	0.33	-2.08	-1.06	-7.46
销售净利率(%)	12.91	12.77	4.79	4.3	2.1	-13.66	0.44	0.42	0.35	-5.07
销售毛利率(%)	32.22	33.88	33.12	33.16	31.3	17.5	20.53	24.12	21.12	17.73
销售期间费用率(%)	19.81	20.94	24.59	33.03	31.91	35.03	18.56	22.33	18.68	18.26
销售费用/营业总收入(%)	3.95	4.56	5.65	9.13	9.38	5.94	3.22	3.96	3.17	2.78
管理费用/营业总收入(%)	12.44	13.76	15.41	18.75	17.35	22.92	11.19	13.68	11.74	12.73
财务费用/营业总收入(%)	3.41	2.62	3.53	5.15	5.18	6.17	4.15	4.69	3.78	2.74
息税前利润/营业总收入(%)	17.4	15.49	9.85	10.97	8.87	-6.84	4.96	5.63	4.56	-2.21
资产负债率(%)	40.99	52.02	54.42	56.35	55.58	58.65	57.81	60.09	55.92	54.44
流动比率	1.52	1.29	1.14	1.11	1.1	1.03	0.96	0.97	0.97	0.99
速动比率	0.77	0.38	0.59	0.27	0.32	0.28	0.36	0.44	0.39	0.36
存货周转率(次)	1.19	0.64	0.69	0.53	0.55	0.67	1.05	1.13	1.64	1.95
应收账款周转率(次)	11.1	15.98	20.95	9.96	8.83	8.73	13.89	16.83	40.17	56.23
流动资产周转率(次)	0.94	0.59	0.61	0.5	0.59	0.58	0.89	0.87	1.19	1.47
固定资产周转率(次)			1.14	0.83	0.95	0.91	1.75	2.55	3.45	4.24
总资产周转率(次)	0.46	0.37	0.39	0.31	0.35	0.34	0.5	0.47	0.65	0.79
经营活动产生的现金流量净额(万元)	(12659)	(21316)	(6308)	2473	19286	3955	14143	15664	2380	12251
投资活动产生的现金流量净额(万元)	(7134)	(5072)	(4835)	(5807)	(5775)	437	(1107)	(1218)	540	2419
筹资活动产生的现金流量净额(万元)	42129	9562	10081	3134	(11038)	(3346)	(12428)	(5321)	(4998)	(19442)
现金及现金等价物净增加额(万元)	22336	(16826)	(1062)	(200)	2473	1046	608	9125	(2078)	(4772)
期末现金及现金等价物余额(万元)							11649	20775	18697	13925

资料来源：WIND

附二：河北省城市经济指标简介（2008年）

	GDP(亿)	城镇居民人均可支配收入(元)	城镇居民人均消费性支出(元)	总人口(万)	社会消费品零售总额(亿)
石家庄市	2838.37	15061.50	9953.19	984.60	1005.2
承德市	714.94	16381.90	12025.93	340.67	185.0
张家口市	720.37	14080.55	9856.20	421.22	232.6
秦皇岛市	808.95	14457.43	8356.58	295.74	240.1
唐山市	3561.19	12128.71	8778.87	743.25	809.8
廊坊市	1051.49	12311.67	7719.38	410.26	300.2
保定市	1580.89	12053.9	8348.39	1092.35	619.7
沧州市	1716.16	12061.83	8953.38	697.84	415.9
衡水市	633.81	13174.72	8128.04	427.98	227.7
邢台市	989.00	16116.48	10727.73	693.34	330.4
邯郸市	1990.36	11947.58	7304.65	881.57	513.9

资料来源：河北省统计局



附三：被民营化后增值率较大的4家上市公司主要财务指标对比

	净资产收益率ROE(扣除/加权)[单位] %						销售毛利率[单位] %					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
新华百货	8.84	6.01	9.11	12.24	15.75	24.51	19.50	18.09	18.51	18.90	17.29	18.72
大厦股份	12.20	13.40	12.21	12.17	14.75	22.69	12.40	12.40	12.00	13.02	13.11	12.82
东百集团	7.54	8.68	11.75	13.40	18.23	13.80	17.99	17.02	21.54	23.17	23.98	21.55
成商集团	-9.76	-85.01	2.73	14.05	21.00	22.46	10.78	10.99	17.02	18.81	22.76	20.94
	销售期间费用率[单位] %						销售净利率[单位] %					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
新华百货	17.19	17.13	14.45	13.80	11.53	10.08	2.62	2.00	2.72	3.33	4.27	6.55
大厦股份	7.44	7.12	6.94	7.89	8.60	7.37	3.17	3.52	2.82	2.99	3.02	4.27
东百集团	14.00	14.13	12.25	13.71	14.11	12.84	5.61	4.82	4.50	5.25	7.22	5.32
成商集团	20.60	30.84	27.39	13.33	15.29	13.58	0.60	-22.55	-9.15	5.29	7.12	7.28
	存货周转率[单位] 次						总资产周转率[单位] 次					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
新华百货	8.41	10.11	11.70	11.95	13.01	12.57	1.28	1.42	1.67	1.78	2.01	1.98
大厦股份	10.51	11.46	11.94	10.69	11.89	13.65	2.09	2.18	2.01	1.76	1.97	2.27
东百集团	7.57	4.17	5.17	63.46	62.38	67.27	0.69	0.73	0.85	1.02	1.18	1.20
成商集团	10.60	11.71	13.44	13.35	10.10	12.05	0.99	0.90	0.99	1.07	1.05	1.17
	经营活动产生的现金流量净额[单位] 亿元						营业收入(同比增长率)[单位] %					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
新华百货	1.12	0.86	2.19	2.14	2.06	3.21	21.19	17.14	27.02	5.55	12.11	14.55
大厦股份	0.20	2.38	1.74	2.22	3.36	4.80	-1.02	12.65	9.80	3.71	27.31	30.57
东百集团	0.42	-0.28	1.19	1.36	1.82	2.35	8.95	25.90	35.53	26.38	22.31	13.97
成商集团	-2.01	0.56	0.22	1.87	3.42	1.42	-11.62	-8.92	3.54	14.49	5.12	20.82
	归属母公司股东的净利润(同比增长率)[单位] %						归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益(同比增长率)[单位] %					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
新华百货	0.69	-5.11	44.82	32.66	41.07	77.45	12.36	-29.91	64.21	37.96	32.75	78.57
大厦股份	58.15	19.53	-12.81	12.66	29.02	72.74	58.32	16.64	-7.58	3.45	49.38	74.92
东百集团	12.73	8.42	29.09	46.29	66.30	-16.11	16.83	16.62	35.01	34.78	61.13	-14.64
成商集团	149.73	-2454.16	55.77	165.98	41.29	24.91	-69.47	-523.63	101.55	148.22	112.59	45.25

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲九号金融街中心8层

TEL:010-63197789 FAX:010-63197777

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120