

2010 年 8 月 31 日

渤海物流

股东变化，业务重整

A
未有评级

000889.SZ- 人民币 6.92

刘都

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(14)	9	9	27
相对新华富时 A50 指数(%)	10	10	9	38

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	338.7
流通股 (%)	43.08
流通股市值 (人民币 百万)	1009.7
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	20
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
中兆投资	29.9

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

渤海物流随着茂业系的入主以及未来股权增持和资产注入，公司经营能力和发展前景将发生重大变化。

主要发现

- 茂业目前持有公司 29.9%的股权，为了兑现消除同业竞争的承诺，茂业金都店将于明年 9 月中旬前进入上市公司，茂业将继续增持公司股权。
- 4 家百货门店已经实现了对秦皇岛区域的垄断，茂业会在 1 年内逐步完成对公司业务的整合，这将对公司长远发展有利。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009
营业总收入(百万元)	799.33	1,076.5	1,177.7
增长率(%)	(3.68)	34.67	9.4
归属母公司股东的净利润(百万元)	3.34	3.6	(59.57)
增长率(%)	0.58	7.69	-
每股收益-摊薄(元)	0.0099	0.0106	(0.176)
每股股息 (人民币)	0	0	0

资料来源：公司数据及万得

由于市场覆盖该公司较少，故万得缺乏预测数据。

茂业持有公司 29.9%的股权

目前渤海物流的主营业务为包括商业和房地产业。房地产业以商品批发市场开发、经营场地出售出租为主。秦皇岛地区主营零售和商业广场的商铺、写字楼出售及出租，安徽地区主营商品批发市场的开发。

茂业国际下属的中兆投资于 2009 年 12 月 18 日受让新长江公司其持有的公司 2,438 万股，约占公司总股本的 7.2%，至此中兆公司持有公司股份 1.01 亿股，占总股本 29.90%，新长江公司现持有公司股份 2,732 万股，占总股本 8.07%。协议转让总价款为人民币 17,066 万元，折合每股 7.00 元。

百货零售业务为主体及未来发展方向

公司目前在秦皇岛经营 3 个百货门店(秦皇岛商城商场、华联商场和现代购物广场)、1 个超市(金原超市)和 1 个家居装饰城(金原)，合计建筑面积 11.43 万平米。

图表 2.门店概括

	总建筑面积 (平方米)	年龄	开业时间	物业性质	备注
华联商场	11,400	21.6	1989-2-1	自有	传统百货
商城商场	25,000	14.3	1996-5-1	自有	传统百货
金原超市	11,358	8.6	2002-1-25	自有	超市
金原家居装饰城	29,700	7.2	2003-6-20	自有	向各家居品牌场地出租
现代购物广场	36,897	3.9	2006-10-1	租赁	现代百货.拥有 8.5 年的经营使用权而无需交租赁费(2008 年 10 月 1 日 - 2017 年 3 月 31 日)
合计	114,355	10.2			

资料来源：公司数据，中银国际研究

分门店来看，公司将 3 个百货门店并入母公司报表，所以母公司报表中的主营业务收入和成本即为 3 个百货店的加总。而在合并报表后，应该包含了金原超市和金原家居装饰城的收入和成本。

图表 3.母公司报表经营数据（人民币：百万元）

母公司报表	2007	2008	2009	08 年 上半年	09 年 上半年	10 年 上半年
主营业务收入	443.7	597.1	922.2	278.8	440.9	529.6
主营业务成本	(357.2)	(496.4)	(781.1)	(230.8)	(370.5)	(439.8)
毛利率(%)	19.5	16.9	15.3	17.2	16.0	17.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

附注：08 年 10 月为了增加利润，公司决定将控股子公司秦皇岛市现代购物广场有限公司(注册资本 500 万元)变为分公司，08 年 11 - 12 月的收入并入母公司，其资产于 08 年末已划归母公司。09 年全年收入计入母公司报表。

根据我们调研，华联商厦经营定位中下端，为传统百货，客层主要为工薪阶层和秦皇岛下属郊县人群。04 年大规模改造完成，09 年销售税前收入接近 2 亿元，年盈利 500 万元左右。2010 年上半年销售增速 20% 左右。在册员工 300 余人。

商城商场定位相对华联商厦为高，大众百货中高端，客单价 400 元左右，是华联商厦的 2 倍。销售收入超过 5 亿元。家电占比很小。销售占比最大的是珠宝鞋帽，其次才是日化休闲和服装。以往几年销售收入增速保持在 11-12% 左右，2010 年上半年增速为 10%。在册员工 500 人左右。

租赁的现代购物广场年销售收入预计 2.5 亿元左右。主要是现代时尚百货为主，目前客单价约为 300-400 元，09 年销售较 08 年增长 30% 多，2010 年上半年销售增长 21%。全年预期增长 20% 多。根据公司披露的信息 08 年上半年销售收入 9,200 万元，在公司支付租赁费 400 万元后产生净利润 24.17 万元，也即意味着 08 上半年该门店在无租赁费情况下净利润约为 $400 \times 0.67 + 24.17 = 292$ 万元。08 全年模拟约为 600 万元，净利率为 3.2% 左右。购物广场在 2017 年 3 月 31 日前不存在租金压力。所以我们预计该门店提升空间较大。

金原超市 09 年净利润 45.64 万元，收入部分并未披露。而金原家居装饰城部分物业自有，另外一半物业已售出，但是返租经营，下半年租约到期，可能会续签。位于金原广场 4 号楼的金原超市和 5、6 号楼金原家居装饰城目前处于开业状态，其他均因业主纠纷处于歇业状态。由公司控股子公司秦皇岛华联商城金原经营服务有限公司做为受托方与委托方七百多户业主签署了 788 份委托经营协议，至 2008 年 7 月全部到期。目前物业处于闲置状态。

公司员工 1,993 人，同时公司承担 374 名退休员工补贴等。员工身份置换工作在 08 年已经完成，但是目前来看员工数量仍然过多。09 年约 4,900 万元的人工费用。

目前茂业已经在 6 月份实现了信息系统和渤海物流的对接，但是无论采购、销售还是人员管理系统均保持原状，茂业并未插手，但是这种状态我们认为会在未来 1 年内完成调整。会员卡在渤海物流门店和茂业金都店并未实现相互流通。茂业开始逐步协调双方内部竞争关系。

茂业金都店基本状况

秦皇岛茂业商厦经营管理有限公司在秦皇岛拥有一家百货门店——秦皇岛金都店。秦皇岛金都店是茂业于 2008 年斥资近 3 亿元收购的百货门店。秦皇岛金都店投入巨资进行升级改造于 2009 年 5 月 1 日重新开业。建筑面积 4.6 万平米，营业面积 2.69 万平米；09 年含税销售收入 1.8 亿元。2010 年上半年含税收入 1.3 亿元，全年预期任务 3 亿元。09 年 1-3 月份金都购物广场（茂业金都店前身）1、2 层营业，3 层以上装修。金都店是目前秦皇岛市场物业条件最好的百货店，该店目前客单价 300 元以上，人流较旺。就目前定位来看，茂业金都店 1 层较高，未来定位于中高端。女装品牌中宝姿、白领尚未入驻，组合尚待调整，化妆品最好的品牌是 H2O。一线化妆品秦皇岛只有资生堂，在商城商场。女鞋系列金都店已经完成全品牌。商品组合来看，鞋类占比 17-18%，化妆品 8.12%，珠宝 19-20%，女装 25%，男装 9%，运动休闲 14%，床品童装占比 1-2%。总体前台营业扣点 16%，综合毛利率 21%。在册员工 130 人。成本结构：折旧摊销 700 余万元，人员费用 300 余万元，水电费用 700 万元，推广营销费用 200 万元，委托贷款利息费用 1,700 万元（茂业委托贷款给金都店 2.8 亿元）。

由于中兆投资与渤海物流在秦皇岛地区存在有关商业经营方面的同业竞争，所以中兆投资承诺自 09 年 9 月 21 日权益变动报告书签署之日起 24 个月内，解决中兆投资在秦皇岛拥有的秦皇岛金都店与渤海物流现有百货门店在商业经营方面的同业竞争。

茂业保定店

另外，2010 年 8 月 25 日茂业在河北保定以 1.67 亿元收购一物业，目标物业位于河北省保定市朝阳路西侧，时代商厦南侧，坐落于保定市主要商业区中心之一朝阳南大街商圈。目标物业包括国贸大厦负一层至地上五层，其总建筑面积约 21,830.97 平方米，不包括国贸大厦第一层内由其它独立第三方拥有的 620.05 平方米面积。拟将以「茂业」品牌于目标物业内经营百货商场。预计将于 12 月 25 日开业。同时该店会进行扩店，扩店后的建筑面积将达到 5 万平米。

秦皇岛当地竞争对手

秦皇岛其他百货公司最主要是天洋百货东西厅合计 2 万平米，年销售税前 2 亿元，东厅以中高端为主，西厅销售运动休闲服饰。公司控股股东为地产商，经营前景一般。秦皇岛区域市场不大，外地零售商很难生存，西单曾经在当地开店失败。

总体结论：

1. 茂业对渤海物流的收购虽然完成，但是业务整合刚刚开始，人员调整还需要一段时间。尽管如此，今年上半年 3 家门店仍然实现了 17% 以上同店增长，应该说经营状况不错。但是费用率仍然居高不下。我们预期茂业的整合将持续 1 年左右甚至更长些，尤其是人员整合。2010 年因为仍然处于调整状态，其业绩表现一般。
2. 根据资产重组协议中的承诺，金都店将于 2011 年下半年进入上市公司。茂业金都店估计以定向增发方式以资产换股权实现茂业对渤海物流的股权继续增持，若以渤海物流为茂业的华北融资平台，我们认为不排除彼时一起将保定店注入的可能性。
3. 新长江作为二股东其目前在安徽地产和煤炭贸易资产尚在上市公司，但是和茂业经营百货的战略取向不一致，迟早是要退出上市公司的，彼时其股权也许会在收购金都店时一起转让予茂业，所以无须关注地产类资产。目前来看，公司出血点基本已经止住，资产质量较实。
4. 另外，综合茂业对渤海物流股权收购成本 5.32-5.85 元/股来看，渤海物流未来前景是值得期待的。有几点值得关注：1) 秦皇岛区域垄断，毛利率可以提高；2) 富余人员可能会分流到茂业别的店里面去并会在未来削减人员、管理费用率的下降。

附：

秦皇岛市下辖海港、北戴河、山海关三个城市区和抚宁、昌黎、卢龙、青龙满族自治县四个县、75 个乡镇。截至 2009 年底，全市户籍总人口 287.24 万人，比上年末增加 1.39 万人，增长 0.5%。其中，市区人口 82.63 万人，增加 0.82 万人。

2009 年秦皇岛市投资保持快速增长，全社会固定资产投资完成 421 亿元，增长 38.7%。实施千万元以上在建项目 336 个，完成投资 289.7 亿元，增长 51.2%。旅游业逆势上扬，接待国内外游客 1,660.8 万人次，增长 33.4%。港口货物吞吐量 2.46 亿吨。商品住房销售面积 200.4 万平方米，增长 55.3%。全年实现社会消费品零售总额 283.3 亿元，增长 18%。以县城为重点的小城镇建设步伐加快，全市城镇化率达到 47.4%。城镇居民人均可支配收入 15,499 元，农民人均纯收入 5,516 元，分别增长 10.1%和 8.8%。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 8 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371