

成商集团(600828)

公司研究/深度报告

推荐 首次评级

合理估值: 25.4—27.9 元

“商业+地产”双轮驱动 续演高成长神话

民生精品---深度研究报告/零售行业

2010 年 11 月 19 日

报告摘要:

● 搭乘产业转移的快车，区域内大有可为

成商集团是四川唯一零售上市公司，在网点布局、单店体量和商圈位置上都拥有绝对的竞争优势。四川作为西部大省，成为承接产业向中西部转移的重要基地，区域经济的腾飞将助推四川零售业迎来新一轮发展的黄金期。

● “茂业百货+人民商场”双品牌战略开拓区域市场

双品牌战略适合区域复制，茂业绵阳兴达店迅速扭亏大幅增长再次印证了公司卓越的异地扩张和经营管理能力；人民商场品牌每年吸引客流约 1000 万人次，客单价存大幅提升空间，这正是成商坚持“人民商场”品牌的价值之所在。

● 茂业模式“商业+地产”双轮驱动

公司优质的自有物业和土地资源，保守估计每股重估价值为 18.66 元。茂业入主后逐步开始盘活公司存量土地资源，“商业+地产”模式在成商集团身上再次得到了强力发挥。盐市口二期、茂业中心、九眼桥项目将陆续开花结果，迅速恢复公司资产的真实盈利能力。

● 股价催化窗口临近

太平洋春熙路店年底收回自营（大幅增厚 EPS0.17 元）、茂业股权激励计划连续三年 35% 以上高增长的行权条件、以及公司有可能启动的再融资计划，多个股价催化窗口正在临近。

● 续演高成长神话，合理估值 25.4~27.9 元，给予“推荐”评级

公司 2011-2012 年营业收入高增长已经锁定，而净利润 CAGR 为 48.5%。高成长理应享有高溢价，结合相对估值和绝对估值，公司合理估值在 25.4~27.9 元之间，给予“推荐”评级。

● 风险提示

太平洋春熙路店收回时间延后；茂业中心和盐市口二期培育低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,722	1,807	2,892	3,936
增长率(%)	20.8%	4.9%	60.1%	36.1%
归属母公司股东净利润(百万元)	128	155	260	342
增长率(%)	23.5%	21.5%	69.2%	31.2%
每股收益(元)	0.63	0.42	0.71	0.93
毛利率(%)	20.9%	23.3%	23.6%	23.8%
净资产收益率 ROE(%)	27.4%	22.8%	27.6%	28.1%
每股净资产(元)	1.42	2.24	2.87	3.70
PE	31.6	47.5	28.1	21.4
PB	14.0	8.9	6.9	5.4
EV/EBITDA	57.96	37.01	21.07	16.48

资料来源：民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

民生证券研究所

分析师：史萍

执业证书编号：S0100208080214

电话：(8610)8512 7651

Email: shiping@mszq.com

分析师：李振飞

执业证书编号：S0100210060002

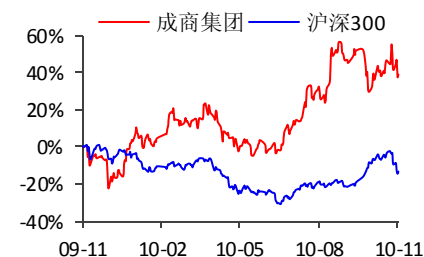
电话：(8610)8512 7650

Email: lizhenfei@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-11-18)

收盘价(元)	20.12
近 12 个月最高/最低	32.89/13.35
总股本(百万股)	365.67
流通股本(百万股)	364.47
流通股比例%	99.67
总市值(亿元)	73.57
流通市值(亿元)	73.33

相关研究

投资要点:

► 投资逻辑

公司“茂业百货+人民商场”开始进入收获期，“商业+地产”双轮驱动开花结果，太平洋春熙路店收回大幅增厚业绩，盐市口二期锁定未来业绩的高成长，尤其是股权激励计划涉及成商集团中高层 140 人，推动管理层上下同心，助推业绩至少连续三年获得 35% 以上的高收益，高比例的自有物业更是大大提升了公司投资安全边际。公司作为 A 股零售行业难得的投资标的，确定性业绩高成长在未来不确定的市场下将凸显投资价值。

► 有别于大众的认识

市场一般认为，成商集团业绩改善已经在 06-07 年得到集中体现，市值迅速成长为近 80 亿的大公司，演绎了资本市场“乌鸡变凤凰”的神话。而目前公司高成长期已过，未来商业+地产的开花结果尚需时日，茂业百货在四川的培育期相对较长，而人民商场系统客单价平庸，利润贡献相对缓慢。

公司能否续演高增长的神话成为市场下一步关注的焦点，我们认为，公司后续区域扩张大有可为，四川作为承接产业转移的重镇，区域经济的腾飞将成就公司二次腾飞的梦想。公司“茂业百货+人民商场”的双品牌战略适合区域复制，茂业绵阳兴达店迅速扭亏为盈大幅增长再次印证了公司卓越的异地扩张和经营管理能力；人民商场品牌每年吸引客流约 1000 万人次，客单价仅为 60 元，相对于茂业百货 500 多元的客单价，有大幅提升空间，未来伴随消费升级品牌实现升级提档，客单价每增加 10 元，将给公司带来 1 个亿的增量收入，这就是成商坚持“人民商场”品牌的价值之所在。茂业“商业+地产”模式已经在深圳东门店和华强北店获得了相当成功的经验，茂业中心和盐市口二期将是公司未来业绩迅速做大做强的依托，我们认为公司仍将持续给投资者带来惊喜。

目 录

一、四川区域百货龙头，茂业入主后华丽转身	4
(一) 四川省区域百货的龙头	4
(二) 茂业入主后实现华丽转身	5
二、搭乘产业转移的快车，区域内仍大有可为	9
(一) 四川 GDP 增速和消费增速居全国前列	9
(二) 四川省最低工资标准涨幅居全国之首	10
(三) 成都在承接产业转移方面优势凸显，就业和收入将大幅提升	10
三、“茂业百货+人民商场”双品牌战略开拓区域市场	11
(一) 茂业品牌开拓四川二线城市中高端市场	11
(二) 人民商场品牌聚客效应凸显，客单价有大幅提升空间	14
四、茂业模式“商业+地产”双轮驱动	17
(一) 盐市口二期将成未来业绩增长支柱	17
(二) 茂业中心项目 2012 年开始盈利	19
(三) 九眼桥项目-后续“商业+地产”仍有储备	20
五、物业重估价值提升公司价值空间	21
六、股价催化窗口临近	21
(一) 太平洋春熙路店收回将大幅增厚业绩	21
(二) 茂业股权激励计划成为公司业绩高增长的催化剂	22
(三) 公司再融资计划启动成股价催化剂	22
七、合理估值与投资建议	23
(一) 关键假设与盈利预测	23
(二) 相对估值	23
(三) 绝对估值	24
(四) 投资评级与合理估值	25
八、风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

一、四川区域百货龙头，茂业入主后华丽转身

(一) 四川省区域百货的龙头

成商集团（600828）是四川省唯一零售上市公司，在四川地区的百货零售家中，公司在网点布局、单店体量和地理位置上都拥有绝对的竞争优势。

表 1: 公司现有门店以茂业+人民商场双品牌运作

区域	门店	品牌	开业时间	营业面积（平米）	物业情况
成都	成都盐市口一期	茂业百货	1953 年 6 月	40674	自有
	成都火车北站店	人民商场	1987 年 5 月	4100	自有
	成都武侯店	人民商场	1996 年 10 月	12500	租赁
	成都温江店	人民商场	2003 年 9 月	8400	租赁
	成都龙泉店	人民商场	2009 年 9 月	7000	租赁
	成都清江店	人民商场	2010 年 2 月	6000	租赁
	成都春熙路店	太平洋百货	2008 年 1 月	16500	自有
	成都春南店	太平洋百货	2005 年	8000	自有
泸州	泸州白塔店	人民商场	2003 年 9 月	13845	租赁
绵阳	绵阳临园店	人民商场	2008 年 1 月	13780	自有
	绵阳兴达店	茂业百货	2009 年 4 月	19884	自有
南充	南充五星店	人民商场	2001 年 11 月	19530	自有
	南充模范街店	人民商场	2008 年 9 月	21124	自有

资料来源：民生证券研究所

1、成都市网络布局日趋完善

公司目前在成都市内拥有 6 家百货门店（另 2 家物业出租给太平洋百货经营），经营面积达 10 多万平米，其中 70% 以上为公司自有物业。从网点分布来看，目前公司基本上覆盖了成都市一线商圈和二线商圈，是唯一一个在成都春熙路和盐市口两大核心商圈拥有最佳物业的公司。

图 1: 成都市门店遍布城市核心商圈和二线商圈



资料来源：民生证券研究所

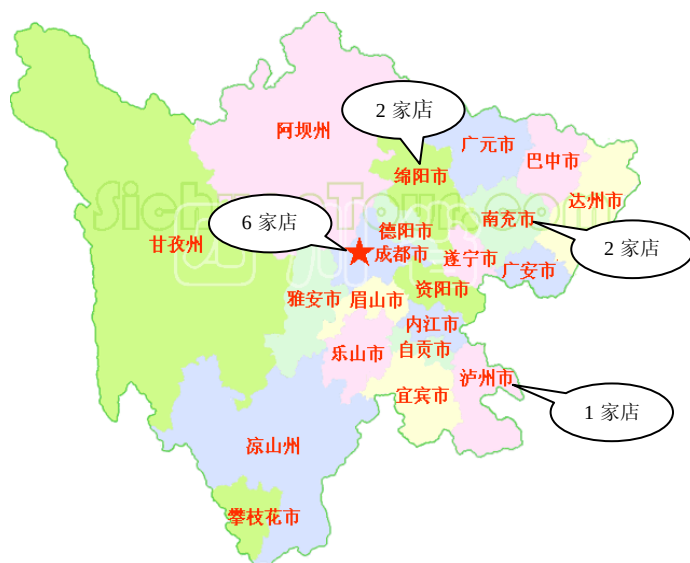
请务必阅读最后一页免责声明

在成都市著名的春熙路商圈，公司拥有太平洋百货春熙路店和春南店；在盐市口商圈公司拥有盐市口一期。目前盐市口二期在建，预计 2011 年底竣工，将在 2012 年开业；公司 2010 年底收回太平洋百货春熙路店和春南店自主经营已成为大概率事件，随着这些门店的收回和建成，公司在成都地区的网络布局基本完成。成都地铁 1 号线 2010 年 9 月底刚刚通车，公司核心商圈的门店客流将迎来新一轮增长。

2、四川二线城市网点最多，空间广阔

另外，公司目前在四川二线城市网点分布最多，已经相继进入泸州、南充和绵阳三个二线城市，在二线城市的经营面积近 9 万平米，除泸州店外全部为公司自有物业。

图 2：公司在二线城市布点最多，但仍有广阔空间



资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司目前仅进入了四川 20 个地级市中的 3 个，区域内二三线城市的扩张空间十分广阔，目前成都市以外地级市竞争环境相对缓和，并无强大的竞争对手，公司未来在区域内扩张仍大有可为。

从 2005 年茂业国际入主之后，销售明显改观，治理结构大为改善，逐渐显示出区域扩张的野心，在成都的网络布局日益完善之后，公司继续向省内二线城市渗透，公司计划区域内每年新开 2-3 家百货门店。随着区域销售网络日趋健全和渗透力逐渐增强，其对终端的控制力也更为强大，公司区域龙头的地位进一步稳固，已经成为具备绝对优势的零售整合者。

(二) 茂业入主后实现华丽转身

1、茂业入主，成商集团变身民营控股

成商集团前身为成都人民商场，成立于 1953 年，1993 年 12 月改组为股份有限公司，1994 年 2 月在上海证券交易所挂牌上市，成为四川省首家公开发行上市的商业企业。成商集团曾连续十年名列四川省商贸流通企业纳税额和实现利润首位，多次荣登“全国工商百家知名企业排行榜”、“全国百家最大零售企业”行列，是西南地区最大的综合性商业企

业集团之一。但由于体制的原因，成商集团百货业务停滞不前，业务的多元化经营并未给公司带来起色，公司利润连年下滑，2003-2005 年公司挣扎在亏损的泥潭，直至 2005 年被茂业系收购，成为实际控制人黄茂如旗下的民营控股企业。成商集团是茂业系以收购方式跨区域扩张的第一站，也成为茂业系收购最成功的案例之一。

表 2：茂业入主，公司大股东由国有转为民营

时间	第一大股东	股权比例
2005 年至今	深圳茂业商厦有限公司	50.98%提升至 66.78%
2004 年	四川迪康产业控股集团股份有限公司	65.75%
2000 年	成都市国有资产投资经营公司	65.39%
1994 年	成都市国有资产管理局	65.40%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

2、成商集团演绎了“乌鸡变凤凰”的神话

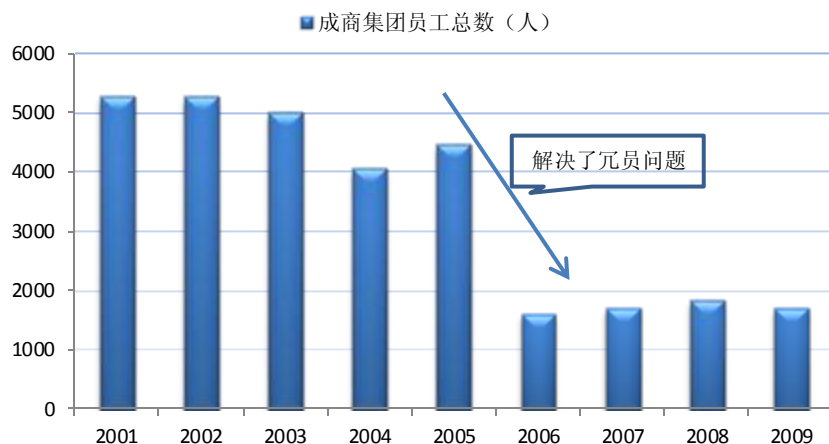
在 2005 年 6 月茂业系以 3.8 亿元的代价成为成商集团第一大股东之时，成商集团正处于困境之中。2005 年上半年成商集团亏损 3190 万元，同时成商集团原大股东迪康集团及其关联方占用成商集团资金 9085 万元。许多投资者对于茂业能否令成商集团摆脱亏损的泥潭充满期待和疑惑。

茂业系入主成商集团后，很快对成商集团的经营做出调整。2005 年下半年成商集团首先进行了大量坏账以及存货跌价准备计提，合计计提坏账准备、存货跌价准备约 1.04 亿元，并将其位于成都的主力门店盐市口店收回进行装修改造，改为自营店。这些措施直接导致成商集团 2005 年巨亏 2.48 亿元。与此同时，2005 年成商集团压缩了银行借款并建立了资金结算中心，统一资金结算，减少了成商集团的资金沉淀，将其货币资金余额从 2004 年的 1.62 亿下降为约 5500 万元。随后的 2006-2009 年成商集团年底的货币资金余额一直在 6000 至 7000 万之间。

在 2005 年的基础上，2006 年茂业系又对成商集团进行了一系列的调整和变革，包括对各门店所在商圈及自身的经营特点进行重新定位，改造升级；重建采购平台，降低采购成本，提升采购效率，实现同一系统内各店资源共享等。同时成商集团还加大对历史遗留问题的处理力度并取得了较大进展，解决了部分债务纠纷，收回了部分股权资产。

2006 年成商集团在营业收入基本持平的情况下，基本实现盈亏平衡，虽然当年仍亏损 5992 万元，但是主要是由于当年进行国有员工身份转换工作，有 6341 万元的员工身份转换补偿金一次性计入费用，由此解决了国有企业的冗员问题，员工人数由 2005 年 4400 多人下降到 2006 年末的 1600 多人（近年来一直保持在 1700 人左右）。如果撇开这部分费用，当年成商集团就可以实现盈利。

图 3: 2006 年成商集团解决了国有企业原有的冗员问题



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

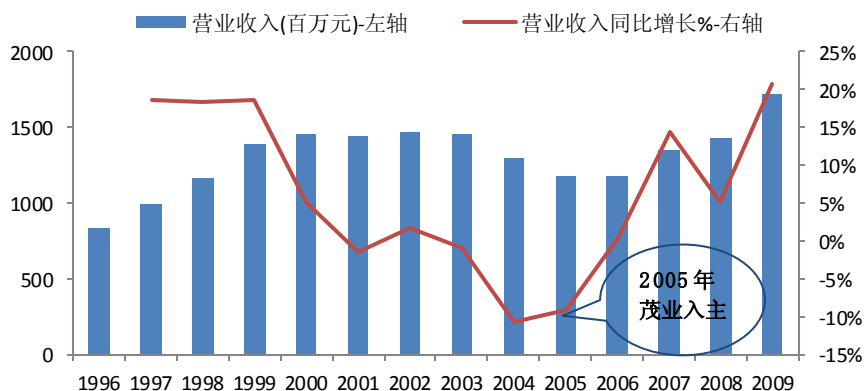
表 3: 成商集团大刀阔斧剥离非主业资产

时间	资产处置情况	处置收益 (万元)
2007 年	处置成都易福商贸有限公司等 13 家子公司股权	1349.44
2007 年	转让南充信都商贸有限公司等 11 家公司股权	2032.30
2008 年	处置成都爱德纳商贸有限公司、成都汉升商贸有限公司、成都博洛商贸有限公司 3 家子公司股权	326.17
2009 年	成都市成华区保和乡胜利村 11762.76 平方米土地使用权被收回	2970.87
2009 年	处置银川广播电视有限公司股权	将前期确认的资本公积转入当期损益
2009 年	处置成商汽车有限公司股权	当期 1149.99
2010 年	处置成商汽车有限公司股权	当期 1800
2010 年	公司计划继续处置有线电视网络资产。	

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

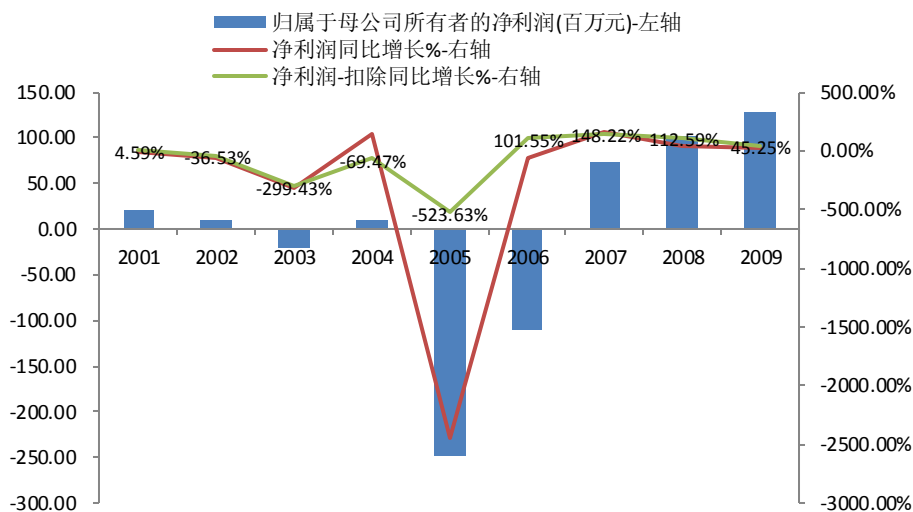
从 2007 年开始, 经过茂业系改造的成商集团通过提升门店盈利水平以及加快异地扩张等手段实现盈利。与此同时, 成商集团的各项关键财务指标也明显改善。如百货业的营业利润率从 2005 年的 10.55% 提高到 2009 年 16.95%; 在成都地区以外的市场营业额连续出现大幅增长, 2007 年增长 20%, 达到 2.46 亿元; 2009 年增长至 4.8 亿元。

图 4: 2005 年茂业入主后实现华丽转身



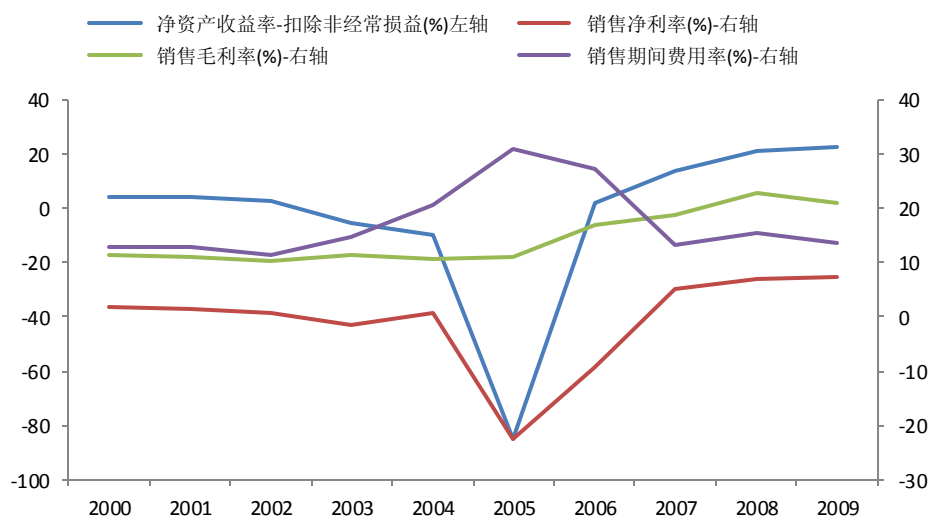
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 5: 2005 年茂业入主后经营大幅改善



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 6: 2005 年茂业入主后盈利能力大幅提升



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

良好的经营业绩吸引了众多机构投资者的关注和追捧。在茂业系的打造下公司业绩出现大幅反转。2007 年成商集团即实现扭亏为盈，2007 年、2008 年和 2009 年净利润分别为 7243 万元、1.02 亿元和 1.28 亿元，一跃成为商业类上市公司中的佼佼者，演绎了“乌鸡变凤凰”的神话。与此同时，成商集团近年来也迅速成为众多基金经理竞相追逐的“香饽饽”。从 2006 年开始，成商集团的前十大流通股股东由自然人为主转变为以基金等机构投资者为主，公司市值 5 年后增长 46 倍，由 2005 年 1.7 亿的市值一跃成长为如今 80 亿市值的大公司，成为近 5 年间 A 股零售高速增长仅次于苏宁电器的上市公司。

公司能否续演高增长的神话成为市场关注的焦点，我们认为，公司后续区域扩张大有可为，区域经济的腾飞将成就公司二次腾飞的动力。公司“茂业+人民商场”的双品牌战略适合区域复制，加上茂业“商业+地产”的模式将进一步盘活公司储备土地，茂业股权

激励计划中 35% 及以上的增速将是公司未来三年的复合增速, 公司将继续保持高于行业平均增速的增长, 仍是投资者可重点关注的投资标的, 不仅给大股东带来丰厚回报, 也将持续给投资者带来惊喜。

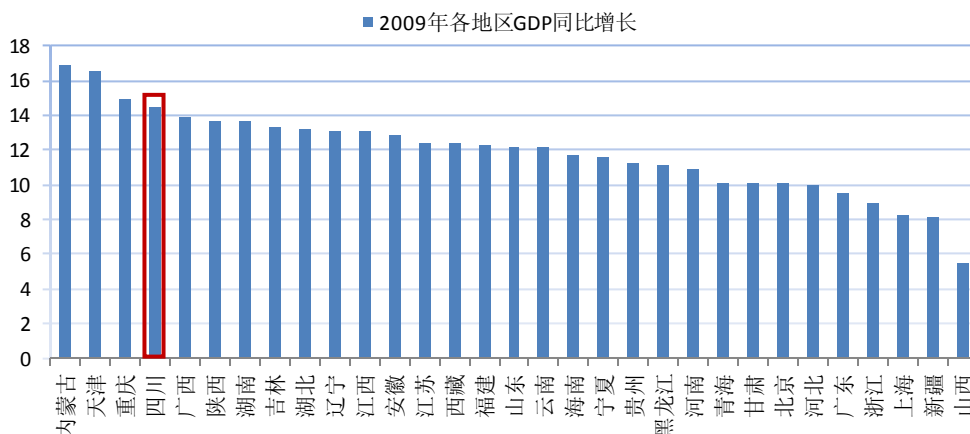
二、搭乘产业转移的快车, 区域内仍大有可为

“十二五”规划提出要促进区域协调发展、积极稳妥推进城镇化, 实施区域发展总体战略, 实施主体功能区战略, 完善城市化布局和形态。西部大开发在十一五期间完成了基础设施的构建, 在十二五期间将顺利进入加速发展的阶段, 国家在区域振兴规划中加大了对中西部区域的倾斜力度, 产业布局方面, 四川作为西部大省, 成为承接中国制造业向中西部地区转移的重要基地, 区域内就业的扩大和城镇化的提速将推动区域经济的高速增长, 区域零售业迎来新一轮发展的黄金期。

(一) 四川 GDP 增速和消费增速居全国前列

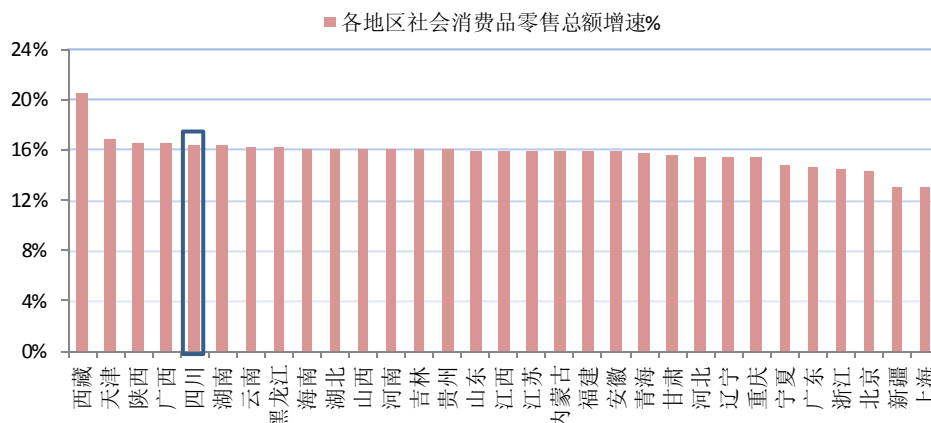
从分地区的经济增长速度和社会消费品零售总额增速看, “十一五”期间呈现出中西部地区增长快于东部沿海地区, 二线城市发展快于一线城市的趋势, 这种趋势在“十二五”期间将得以持续。近年来, 四川省 GDP 增速和社会消费品零售总额增速在全国位居前列, 推动了区域零售商的较快发展。

图 7: 四川 GDP 增速位居全国前列



资料来源: 国家统计局

图 8：四川省社会消费品零售总额增速位居全国前列

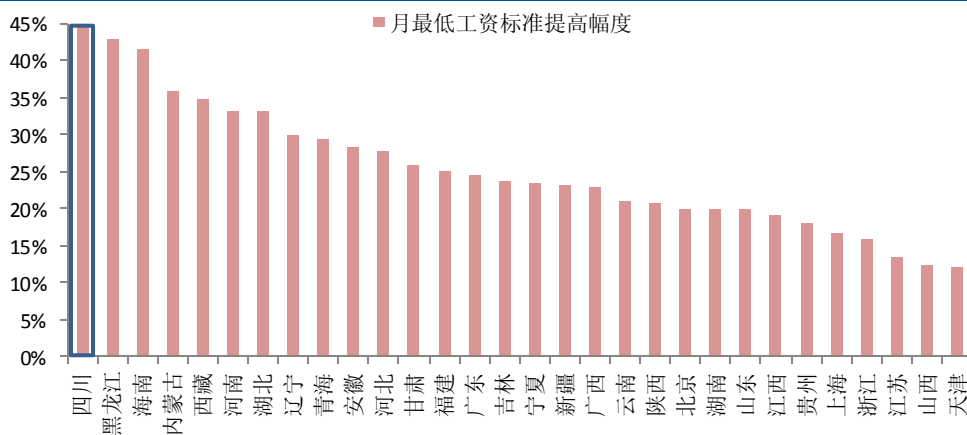


资料来源：国家统计局

（二）四川省最低工资标准涨幅居全国之首

十二五规划中将从国民收入分配改革着手提高居民收入在 GDP 中的占比，这将成为消费新一轮增长的引擎。今年以来，各地纷纷通过大幅提高居民最低工资标准实现了低收入群体的收入增长，四川省最低工资标准提升幅度达 44.4%，居全国之首，为区域消费的提升注入了强心剂。这是短期内我们看好这一区域的最大理由。

图 9：各地纷纷提高最低工资标准，四川涨幅全国居首



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

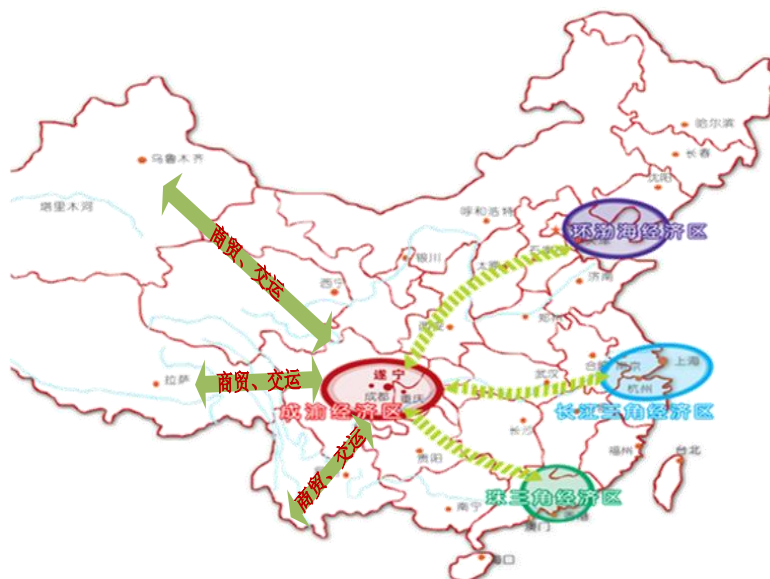
（三）成都在承接产业转移方面优势凸显，就业和收入将大幅提升

为推进经济发展方式转变和结构调整，加快产业区域布局的调整和培育新的经济增长极，各地近年来密集出台了区域振兴规划，并将在十二五期间陆续步入实施阶段。区域振兴规划将成为促进区域经济腾飞的引擎并将给区域内的零售商带来大发展的历史机遇。2009 年 9 月《四川省工业“7+3”产业发展规划暨四川省工业八个产业调整和振兴行动计划》推出，规划把四川建成中西部最具竞争力的现代制造业基地，其中电子信息、装备制造、

能源电力、油气化工、钒钛钢铁、饮料食品、现代中药等优势产业，航空航天、汽车制造、生物工程及新材料等潜力产业，即“7+3”产业。

成都高校云集，且四川省人口居全国前四，而劳动力成本比东部沿海地区低 20%-30%，且地处连接东中部和西部的交通枢纽，无论在人力资源还是区位优势上都具备得天独厚的优势，在承接制造业转移方面优势凸显。在国家加快西部大开发战略和产业向中西部转移的政策推进下，四川在承接长三角、珠三角和环渤海现代制造业转移方面的步伐将大大加快，投资的提速、劳动就业的增加以及相继而来收入的提升都将给区域零售业的发展提供极为有利的消费环境。

图 10：成都及四川在承接产业转移方面优势凸显



资料来源：中国经济网，民生证券研究所

三、“茂业百货+人民商场”双品牌战略开拓区域市场

为适应市场发展需求，突破招商瓶颈，以顺应品牌发展趋势，满足消费者多层次和多元化的消费需求，公司在 2008 年确立了“茂业百货+人民商场”双品牌发展战略。“茂业百货”门店面积一般在 2 万-5 万平之间，主推精品、时尚、流行的中高端商品，并提供相对应的高品质服务，倾力打造都会新时尚，满足各类白领、金领阶层的需求。“人民商场”门店面积一般为 8000-2 万平之间，定位于生活化的社区型百货，主要开设在核心商圈及社区居民集中地，满足社区居民日常生活消费。

（一）茂业品牌开拓四川二线城市中高端市场

1、茂业盐市口店持续受益成都两大商圈融合，仍有较大增长空间

茂业百货盐市口店始建于 1953 年 1 月，前身为成都人民商场，位于蜀都大道与顺城大街交叉口，处于繁华的商贾集市旺地盐市口商圈中心地段，是该商圈中单体面积最大的百货商场。2005 年，茂业入主成商集团之后，对原人民商场进行了停业改造和扩容，2006 年元旦重装开业，2008 年 9 月正式挂牌为“茂业百货”，目前入驻品牌近 600 个，商品超

过 10 万种，已成功实现由传统零售企业向现代零售企业的转型。

目前茂业盐市口店是在盐市口购物、休闲的首选场所，在西南乃至全国均享有良好的商誉及口碑，2009 年还荣获了百货行业的最高荣誉证书——“金鼎百货店”称号。

图 11: 改造前的成都人民商场



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 12: 改造后焕然一新的茂业百货



资料来源：公司网站，民生证券研究所

实际上盐市口商圈只是成都核心商圈之一，而距离不到 1 公里之外（步行约十分钟）的春熙路商圈是成都传统上最核心的黄金商圈，在全国最著名的十条商业街中，春熙路商业街排名第三，仅次于香港铜锣湾和上海的南京路，甚至超过了北京的王府井商业街。春熙路商圈已经有 83 年的历史，这条取“熙来攘往，如登春台”美意的商业街，成为成都魅力的代名词，全国街头潮流和品牌在这里跳动着同一脉搏。这里云集了王府井百货、太平洋百货、伊藤洋华堂、伊势丹等各大百货零售商，客流、日均销售额、坪效均居成都各大商圈之最，日均客流超过 20 万，重大节假日更创造了超过 50 万人的记录。著名的成都王府井以单店 3.5 万元/平米的坪效令一线城市零售商咋舌。

表 4: 春熙路商圈与盐市口商圈商场云集，集聚效应显著

商圈	门店	开业时间	定位
春熙路商圈	太平洋百货	1993	中高端
	伊藤洋华堂	1997	大众百货
	王府井百货	1999	中高端
	伊势丹	2007	中高端
	时代百盛	2007	中高端
	乐森百货	2010	高端
盐市口商圈	茂业百货	2006	中高端
	仁和春天	1998	高端
	仁和春天二期	2010	高端
	美美力诚	2001	高端
	摩尔百盛	2001	中高端
	华联商厦	2002	大众百货
	新世界	2006	大众百货
	仁恒置地广场	2010	高端

资料来源：民生证券研究所

相对而言,茂业盐市口店 1.5 万元/平米的坪效显得十分逊色,但未来的提升空间巨大。目前,成都锦江区将盐市口商圈定位为 CBD 的核心部分,定位为“一个核心区、两个经济带、三大功能板块、四大产业集聚区”的核心区范畴,着力打造中西部购物天堂,塑造中西部现代商贸第一品牌。目前,商圈内已经云集了众多中高端百货进驻,美美力诚(高端)、仁和春天(高端)、摩尔百盛购物中心(中高端)、茂业盐市口一期(中高端)、盐市口二期(高端)、新世界(大众百货)、北京华联(大众百货)等,伴随着成都地铁的开通,整个商圈集聚效应正在进一步提升。未来距离如此之近的两大商圈大有逐步融合之势。随着 2010 年底太平洋百货春熙路店收回经营权,以及盐市口一期和 2012 年将开业的盐市口二期,公司将在核心商圈拥有超过 10 万平米的自有物业,协同和竞争优势将十分明显。

茂业盐市口店近年来一直是公司利润的最主要来源,09 年贡献了利润的 68%。从茂业盐市口店今年的销售增长情况看,上半年同店增长 14.5%,客单价同比增长 21.23%,保守估计未来三年将继续保持 10%以上的同店增长,而盈利能力将持续稳步提升。

表 5: 茂业盐市口店将保持稳健增长

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	58350	66519	74501	83441
YOY (%)	9.09%	14%	12%	12%
毛利率	22.00%	23.00%	23.00%	23.00%
营业面积(平米)	12837	15299	17135	19192
坪效(元/平米)	40674	40674	40674	40674
税前利润(万元)	14346	16354	18317	20515
YOY (%)	10600	12106	13634	15437
净利润率(%)	2.91%	14.21%	12.62%	13.22%

资料来源:民生证券研究所

2、茂业绵阳兴达店大幅扭亏,将是未来业绩增长点

绵阳市有良好的工业基础,GDP 总量仅次于成都,是四川第二大城市,总人口 541 万,人均 GDP13744 元(超 2000 美元)。绵阳市在灾后重建中提出了“1+5”产业蓝图——“1”是电子信息产业,到 2015 年,要培育成千亿级产业;“5”是食品、冶金机械、汽车及零部件、材料、化工产业,到 2015 年,要培育成跨百亿级产业。2009 年,全社会固定资产投资完成 802.1 亿元,同比增长 125.8%。按全省统计口径对比,高于全省平均水平 87.1 个百分点,比成都高 111 个百分点,比德阳低 96 个百分点,总量在 21 个市州排名第 2,增速排名第 4。2009 年,全市实现社会消费品零售总额 341.1 亿元,增长 25.7%,高于全省平均水平 5.7 个百分点,比成都高 5.4 个百分点,比德阳高 3.1 个百分点,总量在 21 个市州排名第 2,增速排名第 2。

茂业百货兴达店,位于绵阳市中心人民公园核心商业圈,营业面积达 2 万平米。2008 年 9 月成商集团收购原兴力达百货 1-5 层物业,投入 1000 多万历经半年多的停业整改装修,于 2009 年 4 月重装开业。经过两年的培育,兴达店已经成为绵阳市销售品类最全、体量最大、购物环境最优的时尚精品百货店。09 年实现营业收入 1 个多亿,亏损 1388 万元。而 2010 年上半年,绵阳兴达店同店增长 203.7%,前三季的同店增长在 150%以上,已经大幅扭亏。对比经营面积 1.5 万平的绵阳百盛广场,年销售收入 3.5 亿,在当地排名第一,年净利润 3500 万元,茂业兴达店与之定位相似,预计成熟后的兴达店也可达到 3.5

亿以上的收入规模和 3500 万元净利润。步入爆发式增长期的兴达店将是公司未来盈利的增长点。

表 6: 茂业绵阳兴达店将是公司未来盈利增长点

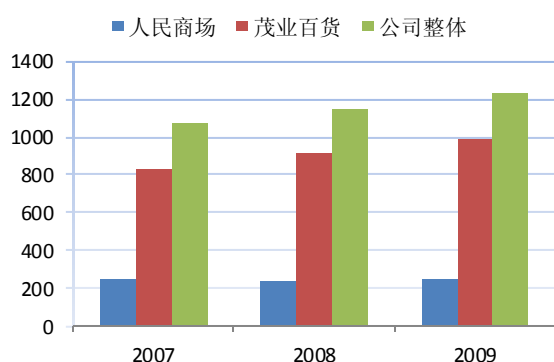
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	10800	24840	30305	35760
YOY (%)	-	130%	22%	18%
毛利率	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
营业面积(平米)	19884	19884	19884	19884
坪效(元/平米)	9053	12492	15241	17984
净利润(万元)	-1388	137	1521	2467
YOY (%)	-	109.84%	1013.53%	62.19%
净利润率(%)	-12.86%	0.55%	5.02%	6.90%

资料来源: 民生证券研究所

(二) 人民商场品牌聚客效应凸显, 客单价有大幅提升空间

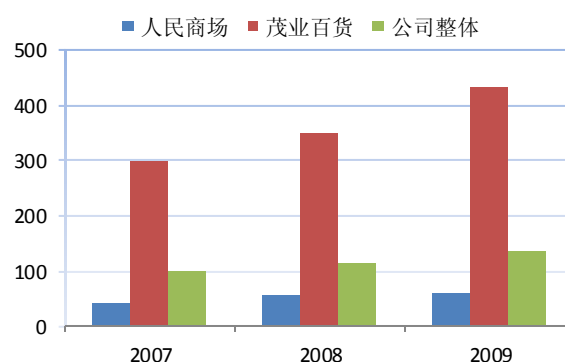
成商集团“人民商场”品牌有 50 多年的历史, 在当地深得人心, 门店面积一般为 8000-2 万平之间, 定位于生活化的社区型百货, 主要开设在核心商圈及社区居民集中地, 满足社区居民日常生活消费。茂业收购成商集团之后, 之所以保留了“人民商场”品牌, 主要是看到了其强大的品牌集客效应, 09 年公司整体客流量达到 1230 万人次, 较 08 年增长 7.9%, 其中 80% 的客源来自人民商场系统。09 年成商集团的平均客单价 134 元, 同比增长 16.5%, 其中茂业百货系统的客单价为 433 元, 同比增长 24.4%; 而人民商场的客单价只有 60 元, 同比增长 9.1%。

图 13: 人民商场具有强大的品牌集客效应



资料来源: 公司调研, 民生证券研究所

图 14: 人民商场客单价有巨大的提升空间



资料来源: 公司调研, 民生证券研究所

成商集团“人民商场”品牌每年客流可达 1000 万人次, 在保持目前目标群体的情况下, 如果公司通过提升商品档次, 客单价每成功提升 10 元, 将带来 1 亿元的增量收入, 销售规模和盈利能力将得到极大的提升, 我们认为人民商场未来的业绩驱动将来自巨大的客流下伴随消费升级和商场品类提档所带来的客单价提升, 客单价提升将带来巨大的增长空间, 这正是公司坚持“人民商场”品牌的最大价值所在。

图 15: 人民商场品牌聚客效应显著



资料来源: 中国经济网, 民生证券研究所

1、成都地区人民商场网络优势明显

武侯店: 开业于 1996 年, 现有营业面积 1.25 万平米, 位于成都一环路南四段 34 号, 处于成都南面商圈的黄金地段, 南来北往的公交车途经此处, 交通十分便利。2006 年 9 月, 武侯店进行了全面的调改升级, 经营业态由过去主营超市类商品转为时尚的社区百货店。新装开业的武侯店以崭新的店容店貌展现在成都南部商圈, 经营的品类集百货、超市、家电、配套于一体, 较好地满足了大众消费者的购物需求。09 年营业收入 1.45 亿元, 贡献净利润 1000 万元, 属于成熟人民商场门店的典范。

温江店: 开业于 2005 年 1 月 28 日, 地处温江区东门光华大道温江入口, 位于集娱乐、休闲、餐饮为一体的繁华时代广场 4 号楼, 面积 8400 平方米, 商场集百货、生鲜、食品、家电、家居用品于一体, 分一、二层营业, 一楼经营品牌服饰, 鞋类、化妆品, 二楼调整为超市、生鲜、大卖场。温江店 09 年实现营业收入 7100 万元, 净利润 225 万元。

龙泉店: 位于龙泉驿区龙平路 102# 的亚热带商城, 始业于 2009 年 9 月, 定位于社区百货店。超市面积约 4000 平方米, 百货面积约 3000 多平方米, 其他配套面积约 1000 多平方米, 以经营百货、超市、数码小家电为主, 引进了国内部分知名名牌, 涵盖了生鲜、熟食、洗化用品、烟酒、日配用品等销售及配套, 合作供应商达 200 多家, 超市单品达 12000 余种, 满足了龙泉社区居民大众化的购物需求。

清江店: 始业于 2010 年 2 月 9 日, 地处成都西门清江东路主干道旁。商场经营面积近 6000 平方米。一楼经营生鲜、干杂、果蔬、熟食; 二楼经营食品、小家电、家居、家杂用品、珠宝、医药、美容、快餐等专卖。超市商品价格实惠, 品种齐全, 是辐射周边社区居民的大众化购物场所。

2、其他地区人民商场陆续步入盈利期, 次新门店内生增长强劲

绵阳临园店: 开业于 07 年 9 月, 地处绵阳市商业核心地带的黄金口岸, 享有“北京王府井、上海南京路、成都盐市口”美誉, 南临主干道临园路、北临成绵路, 建筑面积达 21730 平方米, 还坐拥 2.6 亩的大型广场, 日人均流量近十万人以上, 周边知名酒店、高档写字楼、商务综合楼林立, 交通便捷, 有十余条公交线路到达。独立、宽敞的广场既为

众多商家促销活动提供了理想的舞台，也为广大的消费者提供了便利的停车、休闲环境。人民商场绵阳店作为绵阳市百货新贵，以时尚百货、生活超市两大主题打造“绵阳第一时尚购物之都”。09 年临园店进行了较大规模的调整，缩小毛利率较低的超市业务占比，加大了百货部分经营面积，同时还引进了餐饮、健身等配套设施。该店已经进入盈利期，实现销售收入 5000 万元（由于改造调整影响收入比 08 年下滑 18%），净利润 125 万元。调整后绵阳临园店经营状况日益改善，2010 年上半年同店销售收入增长 28.5%，预计 2010-2012 年快速成长期的门店净利润复合增速有望达到 50%以上。

南充五星店：南充五星店前身是享誉省内外的川东北商业第一楼——南充百货大楼，始建于上世纪五十年代，在物质极度贫乏的岁月里，她承载着供应南充人民生活日用必需品的历史重任，在每一个南充人的心中都留下了难以抹去的情结。1997 年，南充百货大楼斥巨资重建，一座现代、气派的九层高楼拔地而起，并一跃成为当时南充市的地标建筑；同时由于引进了先进的经营理念和管理模式，南充百货大楼经营业绩遥遥领先于同行，成为南充市商贸行业的领头羊和南充现代商业的开山鼻祖。2001 年 12 月，成商集团全面收购四川鑫峰集团，该集团旗下的南充百货大楼于 2003 年 7 月正式更名为成都人民商场南充店。挂牌后的成商南充店依托成商集团的规模优势，加快了传统商业向现代商业的转型，呈现出良好快速的发展势头，并牢固地树立起了成商南充店在业界不可撼动的霸主地位，区域控制力极强。南充五星店营业面积 1.95 万平米，09 年销售收入 2.48 亿元，以 1.3 万平米的坪效牢居南充商场榜首，净利润 1100 万元。今年上半年五星店同店增长 37.1%，成为二线城市人民商场成熟门店的典范，同店增长未来仍将保持 15%-20%的快速增长。

南充模范街店：前身为南充赛丽斯商城，始建于 1993 年，2008 年成商集团取得该物业产权，并对商场进行全面升级改造。同年 9 月 6 日，该店全新开幕，成为公司在南充区域的第二家百货门店，该店定位于集百货、超市、家电、配套于一体的综合性社区百货。至此，在南充市最为繁华的商圈，出现了成商集团“双店同庆、共耀果城”的盛况。但由于前期与五星店的品牌定位重叠，销售远不及五星店理想，该店营业面积 2.1 万平米，但 09 年销售收入只有 3900 多万元，亏损 464 万元。公司已经开始加大门店品牌结构调整的力度，与五星店形成错位经营，增加家居用品、儿童服装和中老年服装的比例，但由于今年 5 月份以来市政府正在门店所处地段建设一条商业街，市政改造工程对门店经营造成了较大负面影响。另外该店 5 月份将部分经营面积转做配套设施用途，上半年门店销售下滑 13.6%。随着下半年市政建设工程的完工，步行商业街的改造完成，门店客流将会增加，预计 2010 年营业收入有望达到 8000 万元左右，实现扭亏为盈，未来有望进入快速成长期。

泸州店：成商集团在泸州投资开设的一家大型综合性百货商场，地处泸州商贸金融中心白塔商圈——大什字，商场主体大楼“大世界”是泸州标志性建筑，大楼标志气派，商场内部装修设备设施、光亮照度、通透空间均按省内外资商场模式修建，在川南地区堪称一流。“大世界”集时尚特色百货店、名品折扣店、综合超市及餐饮娱乐于一体，总营业面积 4 万。03 年 9 月，成商泸州店进驻，租赁经营面积 1.3 万平米，09 年实现 3600 万元，净利润 234 万元。泸州店尽管已经步入成熟门店之列，但坪效仅不到 3000 元/平米，仍有较大的提升空间，未来通过品牌的淘汰升级，仍可保持 10%以上的同店增长。

表 7: 公司主力门店内生增长强劲

主要门店	客单价			同店增长
	2010H1	2009H1	同比增长 %	2010H1
成都盐市口店	514	424	21.23%	14.50%
南充五星店	433	305	41.97%	37.10%
绵阳临园店	213	219	-2.74%	28.50%
南充模范街店	262	263	-0.38%	-13.60%
绵阳兴达店	451	360	25.28%	203.70%

资料来源：茂业国际公告，民生证券研究所

表 8: 人民商场系统门店内生增长强劲

	2009	2010E	2011E	2012E
成都武侯店	14500	16240	18189	20008
成都温江店	7100	8875	10650	12780
成都龙泉店	1500	6000	7800	10140
成都清江店	0	5000	6500	8450
南充五星店	24800	33480	40176	46202
南充模范街店	3890	7000	8400	9660
绵阳临园店	4932	6412	8015	9617
泸州店	3600	4140	4637	5100
营业收入合计(万元)	60322	87147	104366	121958
YOY (%)	-	44%	20%	17%
毛利率	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利额 (万元)	11461	16558	19830	23172
营业面积 (平米)	106279	106279	106279	106279
坪效 (元/平米)	5676	8200	9820	11475
净利润 (万元)	2220	3617	5136	6680
YOY (%)		62.93%	42.00%	30.06%
净利润率 (%)	3.68%	4.15%	4.92%	5.48%

资料来源：民生证券研究所

四、茂业模式“商业+地产”双轮驱动

公司自有物业和土地资源优势，是茂业“瞄准”成商收购最重要的动因。近年来公司经营业绩持续改善，凸显了茂业系优秀的百货经营管理实力，同时，公司逐步开始实施盘活公司的存量土地资源，茂业“商业+地产”的模式在成商集团身上再次得到了强力的印证。茂业国际对“商业+地产”模式拥有丰富的经验，其成功地开发了深圳的东门商圈、华强北店、无锡店等。茂业优秀的管理能力和公司优质物业的结合将有利于迅速恢复公司资产的真实盈利能力。

(一) 盐市口二期将成未来业绩增长支柱

盐市口二期是 2008 年底茂业“商业+地产”启动的首个项目，位于成都市整个城市的“中心”，CBD 的“中心”以及成都市核心商圈—盐市口商圈的“中心”，临近地铁交通枢纽中心—天府广场，地理位置优越，具有良好的商业与商务氛围。该项目建成后将极大丰富和完善盐市口店的商业功能，成为成都市中心的标志性建筑，使黄金地段土地资源的

商业价值得以充分体现,有利于进一步巩固和提升公司在盐市口商圈乃至整个成都市的市场地位及竞争力,增强公司的持续盈利能力,成为公司新的利润增长点。。

项目毗邻盐市口一期店,系公司自有土地整合临近用地,土地成本低廉,建设用地面积 11017 平米,项目总建筑面积 12 万平,其中地上面积 9.3 万平,地下 2.7 万平,预计总投资 4 亿元。项目原规划设计为大型综合购物中心和高档酒店式公寓,其中商业 6.5 万平米,酒店公寓 2.8 万平,地下(商业、车库及配套)2.7 万平,按照原计划将于 2010 年底完成施工。今年盐市口二期项目规划作了比较大的调整,新规划许可证尚未完成审批,因此尚未开始全面施工。按照新规划,盐市口二期拟建成 45 层楼高,建筑面积 15 万平米的商业综合体,1-7 层经营百货,面积 5 万平,8-18 层与万豪酒店管理公司合作经营五星级酒店,面积 3 万平,19-45 层为写字楼,规划面积 7 万平,项目,实际进展比原计划有所推迟,目前项目已经取得规划条件通知书,相关手续正在办理过程中,预计今年下半年可正式进入全面施工。预计 2012 年上半年竣工。5 万平米商业将与盐市口一期打通,打造一个 10 万平米的购物中心,涵盖“特色生活超市”、“品牌旗舰店”、“时尚精品店”、“风味休闲餐厅”、“体验式书城”、“现代影城”等多个主题,项目建成将成为盐市口和春熙路体量最大的门店,由于地处核心商圈,培育期将大大缩短,且土地成本极低,折旧摊销成本较低,预计 2012 年下半年开业,2013 年开始贡献大额收益。

表 9: 盐市口二期预计 2013 年开始贡献大额收益

百货	2012E	2013E	2014E
建筑面积(平米)	50000	50000	50000
营业面积(平米)	40000	40000	40000
销售收入(万元)	30000	71100	79988
YOY		137%	13%
坪效(万元/平米)	1.5	1.8	2.0
毛利率(%)	20%	20%	20%
毛利额(万元)	6000	14220	15998
折旧摊销(万元)	1300	1300	1300
费用小计(万元)	3000	6399	6799
税前利润(万元)	1700	6521	7899
利润率(%)	5.67%	9.17%	9.87%
酒店			
建筑面积(平米)	30000	30000	30000
营业面积(平米)	24000	24000	24000
客房数量(间)	300	300	300
入住率(%)	50%	60%	70%
客房价格(元/间)	700	800	850
客房收入(万元)	3832.5	5256	6515.25
餐饮/客房收入(%)	15%	20%	25%
餐饮收入(万元)	575	1051	1629
收入小计	2204	6307	8144
GOP(%)	33%	34%	35%
营业利润(万元)	727	2144	2850
折旧摊销(万元)	1500	1500	1500
税前利润(万元)	-773	644	1350
写字楼			

建筑面积 (平米)	70000	70000	70000
租金 (元/平米/日)	3	3	3
出租率 (%)	50%	60%	70%
租金收入 (万元)	1533	4139	4829
折旧摊销 (万元)	1200	1200	1200
费用小计 (万元)	2000	2000	2000
税前利润 (万元)	-1667	939	1629
营业收入合计 (万元)	33737	81546	92961
税前利润合计 (万元)	-740	8105	10878
利润率 (%)	-2.19%	9.94%	11.70%

资料来源：民生证券研究所

(二) 茂业中心项目 2012 年开始盈利

2009 年 8 月，成商集团与成都崇德投资有限公司（黄茂如先生为成都崇德实际控制人，成都崇德为公司关联法人）签订《联建协议书》，拟对成都崇德拥有的位于成都南部副中心总部办公区地块进行开发，建设规划约 33.86 万平方米的商业体。其中：

(1) 成商预计投资总额 4.28 亿元，其中，承担土地使用权成本 7963 万元，其它建设开发成本费用 3.48 亿元，项目资金来源为公司自有资金及项目贷款。

(2) 成都崇德预计投资总额 10.27 亿元，其中，承担土地使用权成本 14788 万元，其它建设开发成本费用 8.79 亿元。

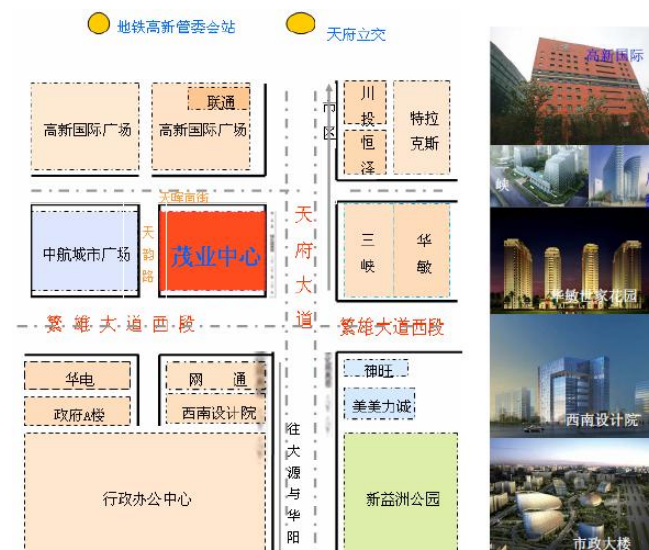
预计项目建设时间从 2009 年 8 月底起到 2011 年 10 月底整体竣工验收结束。项目建成后，公司拥有地下一层至地面四层裙楼面积约为 6.83 万平方米商业物业和地下二层 2.32 万平方米地下停车场及对应的土地权益。目前，成商集团负责的商业裙楼部分已经完工，预计茂业中心商业部分有望于 2011 年底开业。

图 16：茂业中心位于城南天府新城核心区域



资料来源：公司公告

图 17：茂业中心周边临近高档写字楼和公寓



资料来源：公司公告

茂业中心项目位于成都市南部“天府新城”核心区域。1997 年成都市政府首次提出了南部地区“现代化城市新区、高新技术产业化基地”的城市战略新定位；2004 年，定位请务必阅读最后一页免责声明

调整为“城市副中心”；2007 年，升级为“城市新中心，现代化新城区”；2008 年城南再次升级为“天府新城”，并被赋予时尚城南、科技城南、国际城南、宜居城南 4 大城市定位。天府新城作为成都以软件及服务外包产业为主导的南部科技商务城，将重点发展信息服务、数字娱乐、商务、物流等产业。今后，这里不仅是高新技术产业的聚集地，更是成都开放、时尚、国际、宜居的一座新城。依据规划，天府新城位于成都的科技商务中轴线——天府大道两侧，包括高新区南部园区的站南组团和大源组团，总用地面积 37 平方公里，规划总建筑面积 6000 万平方米，就业人口 60 万人，其中软件及服务外包产业 20 万—30 万人，总居住人口达 60 万人。未来在商业方面，由于地处城市南大门，站南商圈不仅要为天府新城内的 60 万居民服务，更可吸纳川西地区的中高端购买力。目前，除了已经开业的宜家、苏宁、欧尚、迪卡侬、富森美（一期及二期）、凯德商用、大鼎 MAX、茂业中心、中航时尚购物中心等都将陆续开业。随着地铁 1 号线的通车，歌剧院、体育公园等的开工，南部区域商务办公写字楼和世界 500 强企业以及国内外知名企业的进驻，以及片区内的高档住宅小区陆续交房、多个星级酒店的建成，该区域将成为名副其实的城南副中心，乃至成都市政治、经济和文化中心，茂业中心项目正处于这个核心区的中心，将会享受到区域经济、会议经济和旅游经济带来的巨大商机。

茂业中心项目商业部分定位为“精品时尚购物中心”，包括综合超市、精品百货、品牌专卖店以及餐饮、娱乐、休闲等多个主题，辅以休闲景观带、商业步行连廊以及多重服务配套设施，吸引行业中的龙头企业入驻，如茶艺、高档中西餐厅、咖啡厅、室内运动场、美容美体等，满足片区居民与工作者的购物、餐饮、休闲、娱乐等需要，带来全新的国际时尚都市体验，成为天府新城的标志性商业项目。尽管项目前景潜力巨大，但目前这个区域商业氛围和人气不旺，项目短期的盈利能力预计远不及茂业其他门店，需要较长的培育期。

表 10：茂业中心项目预计 2012 年开始盈利

	2011E	2012E	2013E
建筑面积（平米）	68300	68300	68300
营业面积（平米）	54640	54640	54640
销售收入（万元）	6557	35516	40980
YOY		442%	15%
坪效（万元/平米）	0.60	0.65	0.75
毛利率（%）	18.0%	18.5%	19.0%
毛利额(万元)	1180	6570	7786
折旧摊销（万元）	1000	2300	2300
费用小计（万元）	1290	3552	3688
利润（万元）	-1110	719	1798

资料来源：民生证券研究所（注：预计项目 2011 年 10 月底开业）

（三）九眼桥项目-后续“商业+地产”仍有储备

项目位于成都东南片区，区域位置优越，周边社区消费人群密集，项目占地 17 亩，公司拥有净地 14 亩，之前为公司仓库用地。按公司拟以商业+住宅用途开发，项目最初规划百货 5 万平左右，住宅可售面积 6 万平，总投资约 3 亿元，最新规划仍在讨论中。目前

仍租赁做灯县城使用,公司正积极与政府和相关方面沟通该地块上两栋居民楼的拆迁安置方案,待方案落定方能实施拆迁。该项目位于成熟居民区,且土地成本低廉,作为继茂业中心和盐市口一期之后下一个“商业+地产”项目,为公司后续增长注入动力。

五、物业重估价值提升公司价值空间

公司在成都、南充、绵阳核心商圈拥有众多自有物业,另外后续仍有较多储备物业可供开发,未来将继续分享商业地产增值的盛宴。公司目前自有物业重估价值 68.2 亿,比账面价值增值 56.3 亿元,折合增厚公司每股价值 15.39 元,为投资提供较好安全边际的同时,提升公司升值空间。

表 11: 公司物业重估价值增厚公司每股价值

自有物业	账面价值	评估值	重估增值
成都盐市口店	17299.5	218300	201000.5
南充五星店	7736.5	32600	24863.5
南充模范街店	4836.3	19100	14263.7
绵阳临园店	7886.6	21600	13713.4
绵阳兴达店	27243	62900	35657
小计	65001.9	354500	289498.1
投资性物业			
成都锦江区总府路 12 号商业大厦	21955.3	100000	78044.7
成都锦江区宏济中路 49 号	2295	5500	3205
成都锦江区走马街 68 号	17.7	36	18.3
成都锦江区上东大街 6 号	3964.4	22200	18235.6
成都金牛区公交路 2 号	3532.1	19700	16167.9
小计	31764.5	147436	115671.5
在建工程			
成都盐市口二期	12268.6	144000	131731.4
成都茂业中心	10793.5	36500	25706.5
小计	23062.1	180500	157437.9
总计 (万元)	119828.5	682436	562607.5
每股价值 (元)	3.28	18.66	15.39

资料来源:茂业国际公告,民生证券研究所

六、股价催化窗口临近

(一) 太平洋春熙路店收回将大幅增厚业绩

太平洋春熙路店在公司 1997 年出租给远东百货用于经营太平洋百货,年租金 2600 万元。而该店 2009 年实现销售 7 个多亿,坪效 3 万多,净利润 8186 万元,公司远不能分享该物业带来的商业价值。租赁合同将于 2010 年底到期,公司已经与远东百货进行了多次谈判,基本租金+销售提成的合同框架有利于公司,但双方分歧较大,远东百货已经在盐市口商圈租赁新成百物业,做好搬迁的准备。预计公司收回物业自营是大概率事件,公司还计划扩建后增加 2 万平米经营面积。太平洋春熙路店收回将大幅增厚公司业绩,成为公司二级市场表现的强力催化剂。

尽管茂业百货的定位及品牌与太平洋百货春熙路店重合度较高,但物业的收回自营还

是会相对影响到太平洋百货原有一部分客户的购买选择,所以谨慎起见,我们调低了 2011 年茂业自营春熙路店的坪效,但由于自有物业折旧摊销成本较低,盈利能力将大幅提升,假设 2011 年全年收回自营,可贡献 1.05 亿元净利润,贡献 EPS0.22 元,增厚 EPS0.17 元。

表 12: 太平洋春熙路店收回自营大幅增厚业绩

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	70000	77000	70000	78400
毛利率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
毛利额(万元)	16100	17710	16100	18032
营业面积(平米)	23000	23000	23000	23000
坪效(元/平米)	30435	33478	30000	34087
净利润(万元)	8186	9240	10500	12152
归属于公司净利润	2600	2600	10500	12152
净利润率(%)	11.69%	12.00%	15.00%	15.50%
贡献 EPS(元)	0.05	0.05	0.22	0.25

资料来源:民生证券研究所

(二) 茂业股权激励计划成为公司业绩高增长的催化剂

公司控股股东茂业国际(0848.HK)于 2010 年 6 月 11 日正式推出了股权激励计划,激励对象十分广泛,根据其于 2010 年 1 月 20 日才采纳的购权计划,向 411 位人士授出 12630.8 万份可认购最多 12630.8 万份茂业国际每股面值 0.1 港元的普通股股份的购股权,具体规定:

- (1) 行权价格: 2.81 港元(目前股价 3.60 港元);
- (2) 有效期: 2010 年 6 月 11 日至 2013 年 12 月 31 日;
- (3) 行权条件: 分三个行权期,每期截止当年 12 月 31 日,当年的销售所得款项总额及利润较上一财政年度增长 35%及以上。利润界定为归属于本公司股东的净利润,不包括因授出股权而产生的税后雇员开支及非经常性损益的影响。

第一批 411 人的被激励名单中成商集团占有 140 人,包括公司管理层、中层、店长甚至门店的部门经理,激励对象充分。2010 年中期,成商集团在茂业国际中的营业面积占比达 25.5%,营业收入占比为 27.4%,利润贡献达到 31.5%,未来三年,茂业国际计划新增营业面积 40 万平米,其中来自成商的新增营业面积(包括盐市口一期、茂业中心以及新增租赁面积)占到总新增面积的 38%,所以未来成商集团的业绩将在决定能否达到行权指标方面起到举足轻重的作用。公司上下为实现股权激励,将调动极大地积极性助推业绩每年成长 35%以上。

(三) 公司再融资计划启动成股价催化剂

公司目前茂业中心、盐市口二期加上即将启动的九眼桥项目,预计投资规模 12 亿左右,但公司 09 年经营性现金流 1.42 亿元,2010 年前三季度经营性现金流 1.66 亿元,资产负债率 62.75%,速冻比率 0.44。靠公司内生融资完成项目投资可能会比较缓慢,公司近年来盈利能力大幅改善,市值和股本双双扩张,投资者认可度大为增强,已经具备较强的股权融资能力,可采取定向增发和配股方式进行融资,降低公司财务风险和费用开支。再

融资计划的启动将成为股价上升的催化剂。

七、合理估值与投资建议

(一) 关键假设与盈利预测

- 同店增长：基本假设已经隐含在上述各个门店的盈利预测中，2010-2012 年成熟门店假设同店增长 12-15%，次新门店根据各店不同情况假设同店增长 20-30%。
- 外延扩张：假设公司每年以租赁/收购方式在成都副商圈和二线城市开设 2-3 家店；假设太平洋春熙路店 2011 年顺利收回自营；假设茂业中心商业项目 2011 年 10 月开业；盐市口一期项目 2012 年下半年开业；九眼桥项目 2011 年下半年开始施工。
- 毛利率假设：毛利率较高的茂业门店维持毛利率平稳；毛利率较低的人民商场系统门店随着品牌升级提档、门店规模效应体现，毛利率稳步提升。
- 所得税率假设：公司 2010 年受递延所得税影响，实际所得税率 30%；假设 2011-2012 年有效所得税率为 25%。

在此假设下进行盈利预测的结果，公司 2010-2012 年营业收入分别增长 4.9%、60.1%、36.1%，对应三年的净利润分别为 1.55、2.60、3.42 亿元，按最新股本摊薄 EPS 分别为 0.42、0.71、0.93 元。

表 13：成商集团盈利预测关键指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,722	1,807	2,892	3,936
增长率（%）	20.8%	4.9%	60.1%	36.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	128	155	260	342
增长率（%）	23.5%	21.5%	69.2%	31.2%
每股收益（元）	0.63	0.42	0.71	0.93
毛利率（%）	20.9%	23.3%	23.6%	23.8%
净资产收益率 ROE(%)	27.4%	22.8%	27.6%	28.1%
每股净资产（元）	1.42	2.24	2.87	3.70

资料来源：民生证券研究所

(二) 相对估值

公司未来 2011-2012 年收入和净利润的 CAGR 保持在 35%以上，直至 2013 年依然将保持高于行业平均水平的高成长性。公司“茂业百货+人民商场”开始进入收获期，“商业+地产”项目将开花结果，盐市口二期锁定 2013 年业绩的高成长，太平洋春熙路店收回大幅增厚业绩，尤其是股权激励计划推动下管理层上下同心，将助推业绩至少连续三年获得 35%以上的高收益，高比例的自有物业更是大大提升了公司投资安全边际。公司作为 A 股零售行业难得的投资标的，确定性业绩高成长在未来不确定的市场下将更加体现出其投资价值。高成长理应享受高溢价，按照 2011 年预测市盈率 30-35 倍计算，合理估值 21.30-24.85 元，按照 2012 年预测市盈率 25-30 倍计算，合理估值 23.25-27.90 元。因此，合理 PE 估值区间为 24.85-27.9 元。

表 14: 高成长理应享有高溢价

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		TTM	2010E	2011E	TTM	2010E	2011E		
	行业中值	0.29	0.47	0.63	41.24	36.84	27.89	5.14	1.86
600827	友谊股份	0.52	1.89	2.10	37.74	10.46	9.43	3.49	0.32
600631	百联股份	0.53	0.88	0.97	30.47	18.16	16.62	2.96	1.72
002187	广百股份	1.08	1.10	1.36	27.20	26.52	21.47	3.98	1.07
000419	通程控股	0.25	0.31	0.46	40.00	31.73	21.65	4.36	1.46
600785	新华百货	1.06	1.13	1.39	30.22	28.19	22.93	6.83	2.05
000715	中兴商业	0.17	0.26	0.64	85.51	55.68	23.13	4.27	1.55
000987	广州友谊	0.90	0.93	1.18	30.77	29.81	23.62	6.94	3.37
000501	鄂武商 A	0.56	0.61	0.76	34.15	31.32	25.28	5.98	1.22
600697	欧亚集团	0.74	0.80	1.05	36.43	33.75	25.78	5.14	1.10
600628	新世界	0.37	0.44	0.50	34.96	29.24	25.85	3.64	2.49
600858	银座股份	0.41	0.72	1.07	67.45	38.64	26.20	3.76	1.54
600693	东百集团	0.27	0.38	0.49	47.85	34.55	26.40	6.69	2.87
000516	开元控股	0.19	0.24	0.23	33.58	27.21	27.95	4.44	1.98
600828	成商集团	0.38	0.42	0.71	53.03	47.90	28.34	13.04	4.27
002419	天虹商场	0.00	1.20	1.57	41.35	38.47	29.31	5.86	2.29
000785	武汉中商	0.25	0.32	0.38	46.44	36.69	30.13	4.40	0.86
000417	合肥百货	0.54	0.55	0.66	36.94	36.33	30.24	8.21	1.63
600859	王府井	1.04	1.16	1.50	44.05	39.50	30.48	6.76	1.73
002277	友阿股份	0.60	0.65	0.88	44.87	41.14	30.52	5.73	3.40
600778	友好集团	0.31	0.37	0.48	50.29	41.89	32.77	4.79	2.43
600729	重庆百货	0.90	1.16	1.46	56.35	43.85	34.88	10.02	1.42

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所, 按照 11-18 日最新股价计算。

(三) 绝对估值

我们采用三阶段模型, 对公司价值进行 DCF 折现。预计公司 2011-2013 年营业收入增长在 35%以上, 净利润复合增长率在 35%以上。谨慎起见, 我们假设在最后几年增长率逐步下降。随着公司规模效应的显现, 以及酒店、写字楼物业出租贡献收入, 毛利率将维持稳步攀升。据此得到武汉中百的绝对估值合理区间在 24.28~29.00 元之间, 价值中枢为 26.48 元。

DCF 估值主要假设:

- 永续增长率: 2.00%
- 贝塔值 (β): 0.73
- 无风险利率(R_f): 3.65%
- 风险溢价($R_m - R_f$): 9.00%
- 债务成本 K_d : 6%
- 法定所得税率: 25.00%

表 15: 公司 WACC 估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
12.26%	19.02	19.75	20.57	21.50	22.55	23.76	25.16
11.76%	19.81	20.58	21.44	22.40	23.50	24.77	26.23
11.26%	20.64	21.44	22.34	23.35	24.50	25.82	27.36
10.76%	21.51	22.35	23.29	24.34	25.55	26.93	28.53
10.26%	22.42	23.30	24.28	25.39	26.65	28.09	29.77
9.76%	23.38	24.29	25.32	26.48	27.79	29.31	31.06
9.26%	24.37	25.33	26.41	27.62	29.00	30.58	32.42
8.76%	25.42	26.42	27.55	28.82	30.26	31.92	33.84
8.26%	26.52	27.57	28.75	30.08	31.59	33.32	35.34
7.76%	27.67	28.77	30.00	31.39	32.98	34.80	36.91
7.26%	28.87	30.03	31.32	32.78	34.44	36.34	38.55

(四) 投资评级与合理估值

公司“茂业百货+人民商场”开始进入收获期，“商业+地产”项目将开花结果，盐市口二期锁定 2013 年业绩的高成长，太平洋春熙路店收回大幅增厚业绩，尤其是股权激励计划推动下管理层上下同心，将助推业绩至少连续三年获得 35%以上的高收益，高比例的自有物业更是大大提升了公司投资安全边际。公司作为 A 股零售行业难得的投资标的，确定性业绩高成长在未来不确定的市场下将更加体现出其投资价值，我们给予“推荐”评级。结合相对估值和绝对估值，公司合理估值区间 25.4~27.9 元。

八、风险提示

行业风险:

宏观经济低于预期，通胀超预期，消费者需求下滑。

公司风险:

太平洋春熙路店收回时间延后;

茂业中心和盐市口二期开业时间低于预期;

门店内生增长低于预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,722	1,807	2,892	3,936
减：营业成本	1,362	1,386	2,209	2,999
营业税金及附加	21	22	35	47
销售费用	164	173	249	354
管理费用	31	36	52	79
财务费用	38	28	28	28
资产减值损失	3	0	0	0
加：投资收益	23	40	25	22
二、营业利润	126	200	344	451
加：营业外收支净额	31	15	0	0
三、利润总额	156	215	344	451
减：所得税费用	31	64	86	113
四、净利润	125	153	258	338
归属于母公司的利润	128	155	260	342
五、基本每股收益 (元)	0.63	0.42	0.71	0.93
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	57.96	37.01	21.07	16.48
成长能力:				
营业收入同比	20.8%	4.9%	60.1%	36.1%
营业利润同比	15.2%	61.1%	69.6%	31.2%
净利润同比	23.5%	21.5%	69.2%	31.2%
营运能力:				
应收账款周转率	286.28	283.81	341.93	320.25
存货周转率	15.24	18.52	22.66	21.29
总资产周转率	1.17	1.22	1.69	1.89
盈利能力与收益质量:				
毛利率	20.9%	23.3%	23.6%	23.8%
净利率	7.4%	8.6%	9.0%	8.7%
总资产净利率 ROA	8.5%	10.3%	15.1%	16.3%
净资产收益率 ROE	27.4%	22.8%	27.6%	28.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.62	0.83	1.01	0.90
资产负债率	65.0%	62.5%	59.1%	51.0%
长期借款/总负债	52.5%	52.5%	38.5%	39.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.42	0.71	0.93
每股经营现金流量	0.39	0.34	1.35	0.47
每股净资产	1.42	2.24	2.87	3.70

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	68	145	353	142
应收票据	0	0	0	0
应收账款	6	7	10	14
预付账款	30	31	50	68
其他应收款	81	85	136	185
存货	97	98	157	213
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	282	365	706	621
长期股权投资	174	174	174	174
固定资产	408	366	690	1,056
在建工程	118	236	28	60
无形资产	355	343	331	319
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,201	1,119	1,223	1,609
资产总计	1,484	1,576	1,929	2,230
短期借款	0	0	0	0
应付票据	14	14	22	30
应付账款	208	180	203	232
预收账款	69	69	110	150
其他应付款	85	80	75	70
应交税费	34	30	30	30
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	458	441	702	688
长期借款	507	487	439	450
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	507	487	439	450
负债合计	965	928	1,140	1,138
股本	203	366	366	366
资本公积	173	173	173	173
留存收益	127	266	500	808
少数股东权益	16	13	11	8
所有者权益合计	519	818	1,050	1,354
负债和股东权益合计	1,484	1,576	1,929	2,230
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	142	124	493	171
投资活动现金流量	(73)	(52)	(115)	(410)
筹资活动现金流量	(68)	4	(170)	27
现金及等价物净增加	2	77	208	(211)

插图目录

图 1: 成都市门店遍布城市核心商圈和二线商圈	4
图 2: 公司在二线城市布点最多, 但仍有广阔空间	5
图 3: 2006 年成商集团解决了国有企业原有的冗员问题	7
图 4: 2005 年茂业入主后实现华丽转身	7
图 5: 2005 年茂业入主后经营大幅改善	8
图 6: 2005 年茂业入主后盈利能力大幅提升	8
图 7: 四川 GDP 增速位居全国前列	9
图 8: 四川省社会消费品零售总额增速位居全国前列	10
图 9: 各地纷纷提高最低工资标准, 四川涨幅全国居首	10
图 10: 成都及四川在承接产业转移方面优势凸显	11
图 11: 改造前的成都人民商场	12
图 12: 改造后焕然一新的茂业百货	12
图 13: 人民商场具有强大的品牌集客效应	14
图 14: 人民商场客单价有巨大的提升空间	14
图 15: 人民商场品牌聚客效应显著	15
图 16: 茂业中心位于城南天府新城核心区域	19
图 17: 茂业中心周边临近高档写字楼和公寓	19

表格目录

表 1: 公司现有门店以茂业+人民商场双品牌运作	4
表 2: 茂业入主, 公司大股东由国有转为民营	6
表 3: 成商集团大刀阔斧剥离非主业资产	7
表 4: 春熙路商圈与盐市口商圈商场云集, 集聚效应显著	12
表 5: 茂业盐市口店将保持稳健增长	13
表 6: 茂业绵阳兴达店将是公司未来盈利增长点	14
表 7: 公司主力门店内生增长强劲	17
表 8: 人民商场系统门店内生增长强劲	17
表 9: 盐市口二期预计 2013 年开始贡献大额收益	18
表 10: 茂业中心项目预计 2012 年开始盈利	20
表 11: 公司物业重估价值增厚公司每股价值	21
表 12: 太平洋春熙路店收回自营大幅增厚业绩	22
表 13: 成商集团盈利预测关键指标	23
表 14: 高成长理应享有高溢价	24
表 15: 公司 WACC 估值敏感性分析表	25

分析师简介

史萍，商贸旅游行业分析师，中国人民大学经济学硕士，具有证券投资咨询执业资格，07年加盟民生证券研究所，从事商贸旅游行业及上市公司研究3年以上，对行业有较深入的见解和认识，擅长行业景气周期研究，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李振飞，南开大学旅游管理硕士，具有证券投资咨询执业资格。08年加盟民生证券研究所，从事旅游行业及上市公司研究2年以上，对旅游行业有较深入的见解和认识。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹瑭	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。