

成商集团 (600828.SH)

百货零售行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

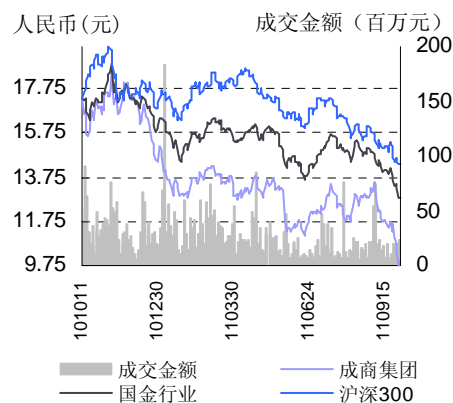
市价(人民币): 9.97元

目标(人民币): 15.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	437.36
总市值(百万元)	4,374.83
年内股价最高最低(元)	18.65/9.75
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.629	0.378	0.458	0.602	0.774
每股净资产(元)	2.48	1.67	2.02	2.62	3.39
每股经营性现金流(元)	0.70	0.67	0.54	1.01	1.16
市盈率(倍)	35.72	48.20	21.42	16.27	12.67
行业优化市盈率(倍)	58.99	54.94	49.61	49.61	49.61
净利润增长率(%)	24.91%	8.19%	45.19%	31.66%	28.42%
净资产收益率(%)	25.41%	22.66%	22.71%	23.02%	22.81%
总股本(百万股)	203.15	365.67	438.80	438.80	438.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **已有项目内生增长稳健、盈利能力突出:** 公司“茂业百货+人民商场”双品牌定位, 通过门店协同覆盖不同消费客群; 公司高层调整后, 以提高百货盈利能力为目标, 通过品牌、商品结构、门店管理等调整, 整体收入、利润, 尤其是埠外门店的增速得到较快提升, 未来3年预计已有项目能保持年均15%-20%的收入增速, 净利率维持现在7-8%的高水平。
- **新项目将推动收入利润双增长:** 新建及收购项目盐市口二期、茂业中心和菏泽茂业的营业收入贡献到2013年预计可占总收入比重达到20%以上; 盐市口二期地处成熟商圈, 属于成熟门店扩建项目, 项目盈利培育期短, 预计将会成为公司新的业绩增长重要来源; 茂业中心商圈虽然目前较不成熟, 但商圈以高档社区、高档写字楼为主, 项目地理位置优越, 未来发展前景乐观, 预计在2-3年培育期后可成为新增利润来源。
- **地理优势明显, 扩张空间大:** 公司经营四川市场多年, 在成都地区的物业质量优良, 可分享四川及成都的城市发展红利; 目前已经布局成都、绵阳、南充、泸州4个城市, 未来辐射西南周边市场的空间依然广阔。

## 投资建议

- 我们认可公司已有项目的稳健发展, 看好新项目盐市口二期、茂业中心、菏泽茂业的盈利能力, 并相信凭借其本土优势, 成商集团在四川省及西南部地区的发展空间依然广阔, 给予公司“买入”评级。

## 估值

- 我们预测公司2011-2013年EPS分别达到0.46元、0.60元和0.77元, 给予公司未来12个月15.00元目标价位, 相当于25x12PE。

## 风险

- 新开店培育期超预期, 费用增长吞噬公司利润。
- 外部经济环境不佳, 成熟门店内生增长低于预期。

文瑶

分析师 SAC 执业编号: S1130511080001  
(8621)61038260  
wenyao@gjq.com.cn

## 内容目录

公司盈利预测及说明 .....	4
盈利预测的假设条件 .....	4
收入与盈利预测.....	4
门店扩张循序渐进，净利率逐渐提升 .....	6
门店扩张循序渐进.....	6
净利率逐步提升.....	6
发展战略：双品牌驱动，深耕西部市场 .....	7
双品牌驱动，增加扩张灵活性 .....	7
深耕西部，区域扩张空间广阔 .....	8
未来3年增长动力：新项目推动收入利润双增长.....	13
已有门店内生增长稳定，预计年均增速20%左右 .....	13
新项目贡献收入13年将超过20% .....	错误！未定义书签。
估值与投资建议.....	19
风险提示 .....	20
录：三张报表预测摘要.....	21

## 图表目录

图表 1：成商集团收入与盈利预测.....	4
图表 2：各门店收入及毛利预测 .....	5
图表 3：成商集团门店扩张.....	6
图表 4：成商集团坪效 单位：万元.....	6
图表 5：百货销售毛利率 .....	6
图表 6：百货净利率 .....	6
图表 7：成商集团财务比率变动 .....	7
图表 8：成商集团净利润情况 单位：万元.....	7
图表 9：成商集团经营门店列表 .....	7
图表 10：茂业百货与人民商场品牌差异.....	8
图表 11：两品牌 2011H 利润占比 .....	8
图表 12：两品牌 2010H-2011H 收入占比 .....	8
图表 13：成都收入占比.....	9
图表 14：区域收入同比增速.....	9
图表 15：未来发展城市规划.....	9
图表 16：成都市商圈及成商门店分布图.....	10
图表 17：春熙路及盐市口百货 .....	11
图表 18：南充百货分布图 .....	11

图表 19: 绵阳百货分布图 .....	12
图表 20: 泸州百货分布 .....	12
图表 21: 区域内生增长汇总 .....	13
图表 22: 成都门店收入、毛利预测说明 .....	14
图表 23: 南充门店收入、毛利预测说明 .....	15
图表 24: 绵阳门店收入、毛利预测说明 .....	15
图表 25: 泸州门店收入、毛利预测说明 .....	16
图表 26: 盐市口南区规划及开发费用 .....	16
图表 27: 盐市口二期南区盈利预测 .....	16
图表 28: 茂业中心项目规划及投资 .....	17
图表 29: 茂业中心盈利预测 .....	17
图表 30: 菏泽百货分布图 .....	18
图表 31: 大股东百货门店分布 .....	18
图表 32: 菏泽茂业盈利预测 .....	19

## 公司盈利预测及说明

### 盈利预测的假设条件

- 我们基于如下几点假设预测公司未来 3 年的盈利状况：
  - 茂业中心将于 2012 年年初开业，盐市口二期将于 2012 年 5 月开业。2013 年年内没有新项目开业。
  - 太平洋百货春熙店仍在诉讼过程中，我们暂以租赁方式给予预估，收入计入投资收益。
  - 公司毛利及管理费用和销售费用的控制情况良好。

### 收入与盈利预测

- 我们对公司 2011-2013 年的收入及盈利预测情况如下：
  - 预测 2011-2013 年成商集团主营业务收入分别达到 21.44 亿元、30.44 亿元和 39.78 亿元，分别同比增长 25.36%、41.97% 和 30.68%。2012-13 年收入增速提高主要源于茂业中心、盐市口二期、菏泽茂业的收入贡献。
  - 预测公司未来 3 年毛利率分别为 23.29%、22.77% 和 22.63%，毛利额分别同比增长 26.79%、38.76% 和 29.88%。2012-13 年毛利率预计降低的主要原因为新项目茂业中心、盐市口二期定位购物中心，茂业中心预计 12-13 年毛利分别为 18%、18.25%，盐市口二期 20%、20.25%，两新开门店预计将拉低整体毛利率。
  - 公司未来 3 年净利润分别达到 2 亿元、2.75 亿元和 3.64 亿元，分别同比增长 45.2%、36.98% 和 32.3%。2011 年净利润增速提高的主要原因为太平洋百货预计本年度带来投资收益 6100 万（2600 万固定租金+50%净利润约 3500 万）。

图表1：成商集团收入与盈利预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,722.24	1,710.67	2,144.41	3,044.40	3,978.41
增长率 (YOY)	20.82%	-0.67%	25.36%	41.97%	30.68%
营业成本	1,361.53	1,316.72	1,644.94	2,351.31	3,078.24
毛利率	20.94%	23.03%	23.29%	22.77%	22.63%
增长率 (YOY)	11.17%	9.22%	26.79%	38.76%	29.88%
营业税金及附加	20.74	27.54	34.31	48.71	63.65
销售费用	164.14	164.59	203.72	287.70	373.97
管理费用	31.34	32.36	38.60	54.80	71.61
财务费用	38.36	26.59	30.01	26.52	18.01
资产减值损失	3.26	0.22	0.06	0.02	0.03
投资收益 (损失以“-”号填列)	22.90	37.55	65.00	65.00	65.00
<b>营业利润</b>	<b>125.76</b>	<b>180.19</b>	<b>257.78</b>	<b>340.33</b>	<b>437.90</b>
营业外收支	30.73	1.73	3.00	3.00	3.00
利润总额	156.49	181.92	260.78	343.33	440.90
减：所得税费用	31.14	44.96	59.98	78.97	101.41
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>127.84</b>	<b>138.30</b>	<b>200.80</b>	<b>264.37</b>	<b>339.50</b>
占营业收入比重	7.42%	8.08%	9.36%	8.68%	8.53%
增长率 (YOY)	24.9%	8.2%	45.19%	31.66%	28.42%

来源：国金证券研究所

- 我们对公司各个门店 2011-2013 年的收入及盈利预测情况如下，我们认为 2010 年已有项目能够为公司带来的收入增速为 22%、20%、19.7%；结合新项目菏泽茂业、茂业中心、盐市口二期后 2011 年-2013 年收入增速为 25.36%、41.97% 和 30.68%。

**图表2: 各门店收入及毛利预测**

门店	项目	百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盐市口店	销售收入	600.00	600.00	666.00	759.24	857.94	969.47
	YOY			11%	14%	13%	13%
	建筑面积			52873	52873	52873	52873
	毛利率			25%	25%	25%	25%
	毛利额			166.50	189.81	214.49	242.37
武侯店	销售收入	161.90	170.00	178.50	187.43	196.80	
	YOY			5.0%	5%	5%	
	毛利率			19%	19%	19%	
	毛利额			32.30	33.92	35.61	37.39
泸州白塔店	销售收入	37.50	45.00	58.50	73.125	87.75	
	YOY			20%	30%	25%	
	毛利率			22%	22%	22%	
	毛利额			9.90	12.87	16.09	19.31
成都温江店	销售收入	70.87	90.00	99.90	109.89	119.78	
	YOY			27%	11%	10%	
	毛利率			20%	20%	20%	
	毛利额			18.00	19.98	21.98	23.96
南充(五星店)	销售收入	258.33	310.00	412.30	535.99	686.07	
	YOY			20%	33%	30%	
	毛利率			24%	24%	24%	
	毛利额			74.40	98.95	128.64	164.66
南充模范街店	销售收入	42.11	40.00	50.80	66.04	82.55	
	YOY			-5%	27%	30%	
	毛利率			20%	20%	20%	
	毛利额			8.00	10.16	13.21	16.51
绵阳临园店	销售收入		57.00	100.00	135.00	175.50	
	YOY				75%	35%	
	毛利率			22%	22%	22%	
	毛利额			12.54	22.00	29.70	38.61
绵阳兴达店	销售收入	110.53	210.00	283.50	368.55	479.12	
	YOY			90%	35%	30%	
	毛利率			24%	24%	24%	
	毛利额			50.40	68.04	88.45	114.99
人民商场龙泉店	销售收入		41.00	45.10	51.87	59.64	
	YOY				10%	15%	
	毛利率			19%	19%	19%	
	毛利额			7.79	8.57	9.85	11.33
人民商场清江店	销售收入		15.00	18.00	21.60	25.92	
	YOY				20%	20%	
	毛利率			17%	17%	17%	
	毛利额			2.55	3.06	3.67	4.41
小计	销售收入		1644.00	2005.84	2407.43	2882.60	
	YOY				22.0%	20.0%	
	毛利率			23.3%	23.30%	23.33%	
	毛利额			382.38	467.36	561.69	673.52
菏泽茂业百货	销售收入			55.00	141.24	205.98	
	YOY					157%	
	毛利率				23%	23%	
	毛利额			12.65	32.49	47.38	
茂业中心	销售收入				166.12	220.21	
	YOY					33%	
	毛利率					18.00%	
	毛利额				29.90	40.19	
盐市口南区	销售收入				217.86	522.85	
	YOY					140%	
	毛利率					20.00%	
	毛利额				43.6	105.9	
总计	销售收入		1644.0	2060.8	2932.7	3831.6	
	YOY				25.4%	42.3%	
	毛利率			23.3%	23.3%	22.8%	
	毛利额			382.4	480.0	667.6	867.0

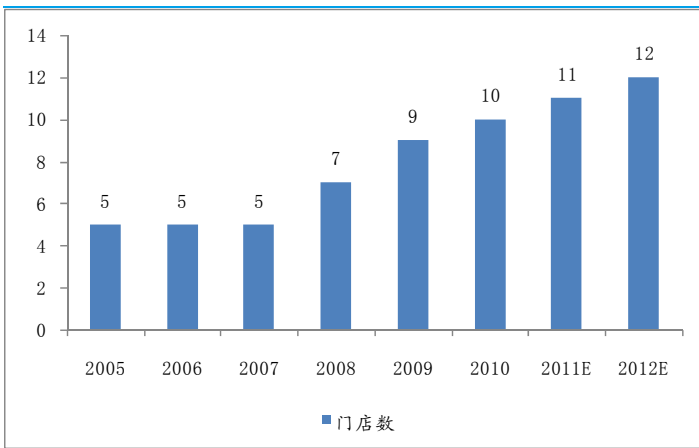
来源: 国金证券研究所

## 门店扩张循序渐进，净利率逐渐提升

### 门店扩张循序渐进

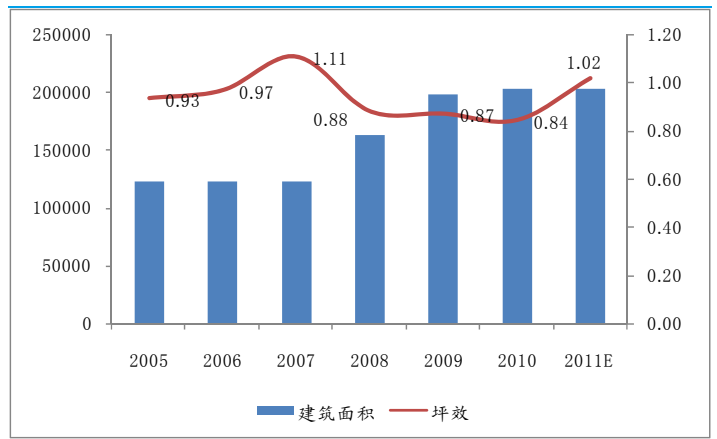
- 从门店扩张情况来看，成商集团在 08、09 年每年新增 2 家门店，10 年新增 1 家门店，预计 2011 年新增 1 家（荷泽惠州商业广场），2012 年新增 2 家门店（茂业中心、盐市口二期）。
- 成商集团门店扩张节奏相对稳健，注重对土地成本的控制，对项目选择谨慎而不为扩大规模盲目扩张。
- 新店开张一般在 2-3 年培育期，2007 年以来成商集团新开门店逐渐成熟，预计 2011 年坪效可以提高到 1.02 万/平，并有进一步提升的空间。

图表3: 成商集团门店扩张



来源：国金证券研究所

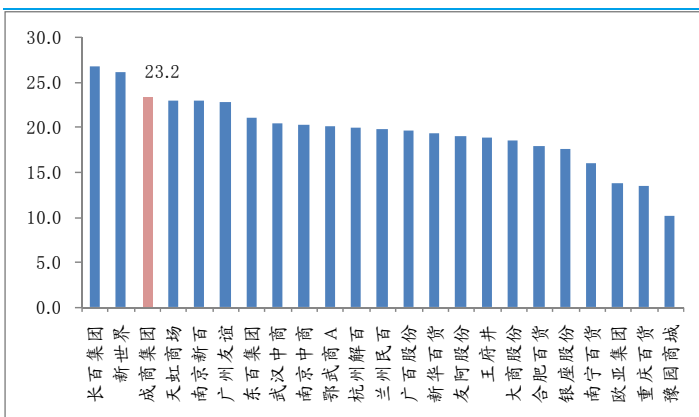
图表4: 成商集团坪效 单位: 万元



### 净利率逐步提升

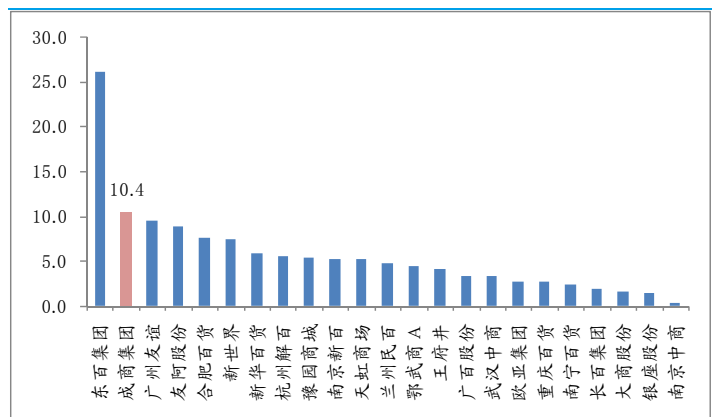
- 成商集团销售净利率在百货行业内突出。百货行业平均销售净利率（加权平均计算）为 4.27%，成商集团销售净利率得益于毛利率提高及费用率稳定，09、10 年来保持在 7%-8%，2011 年上半年销售净利率为 10.39%。
- 将仍在诉讼流程中的太平洋百货根据太平洋中国控股有限公司提出的仲裁请求及 2011 年成都商厦太平洋百货有限公司的财务预算确认收益的 3012 万投资收益扣除后上半年销售净利率为 7.5%，仍然远高于行业平均水平。

图表5: 百货销售毛利率

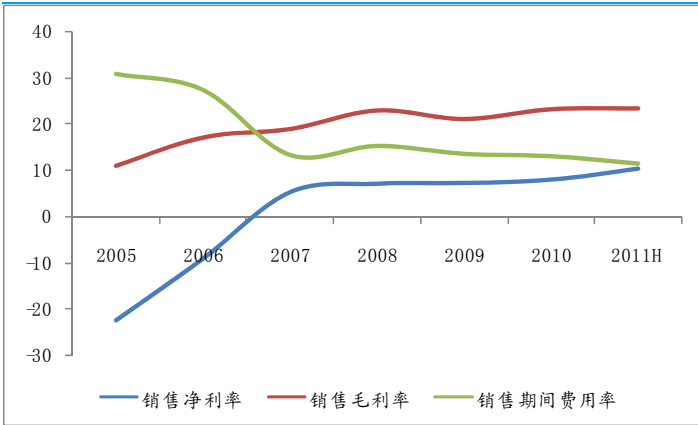


来源：国金证券研究所

图表6: 百货净利率

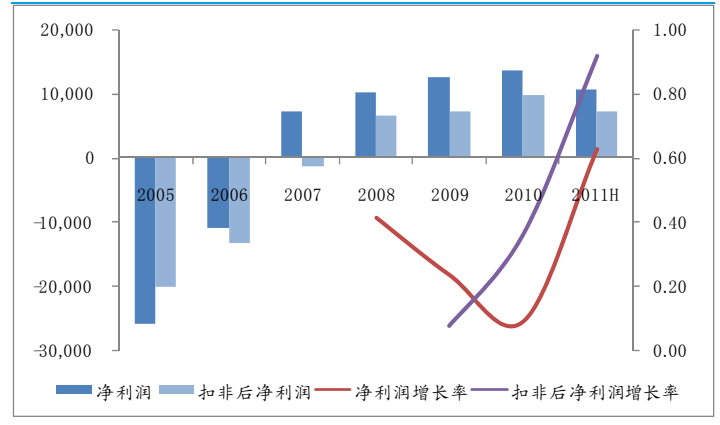


图表7: 成商集团财务比率变动



来源: 国金证券研究所

图表8: 成商集团净利润情况 单位: 万元



### 发展战略: 双品牌驱动, 深耕西部市场

#### 双品牌驱动, 增加扩张灵活性

- 成商集团目前经营门店成都 5 家 (1 家茂业百货 4 家人民商场)、南充 2 家 (1 家茂业百货 1 家人民商场)、绵阳 2 家 (1 家茂业百货 1 家人民商场)、泸州 1 家 (人民商场), 菏泽 1 家委托茂业经营 (茂业百货), 2012 成都新增两家 (茂业百货)。

图表9: 成商集团经营门店列表

地区	门店	品牌	开业时间	物业情况	建筑面积
成都	盐市口店	茂业百货	1953/6	自有	52873
	武侯店	人民商场	1996/11	租赁	16000
	温江店	人民商场	2005/1	租赁	8400
	龙泉店	人民商场	2009/9	租赁	8373
	清江店	人民商场	2010/2	租赁	5033
	茂业中心	茂业百货	预计2012/1	自有	14903
南充	盐市口二期	茂业百货	预计2012/5	自有	39610
	五星店	茂业百货	2001/11	自有	25994
绵阳	模范街店	人民商场	2008/9	自有	21124
	临园店	人民商场	2008/1	自有	18433
泸州	兴达店	茂业百货	2009/4	自有	27600
	白塔店	人民商场	2003/9	租赁	12000
菏泽	惠州商业广场	茂业百货		自有	29200

来源: 国金证券研究所

- 成商集团目前品牌经营方式为“茂业百货+人民商场”，两者区别定位，茂业百货定位为中高端时尚百货，而人民商场定位社区时尚百货，更加平民化，两品牌不同定位能够在同一城市互相配合、互补。
- 茂业百货多为自有物业，未来可持续发展性较好，但是项目开发期相对较长；人民商场多为租赁物业，轻资产更能迅速扩张。

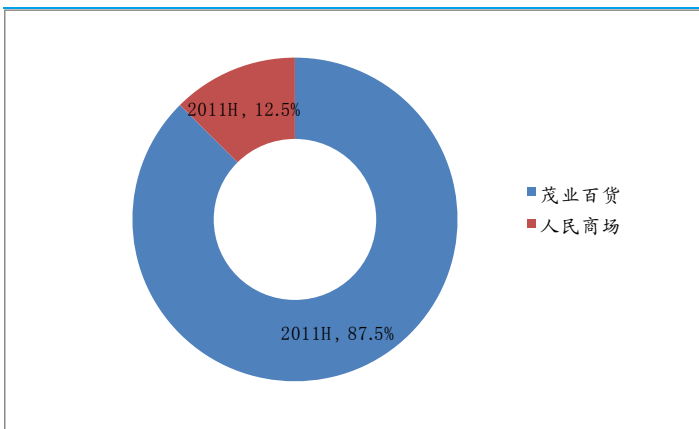
图表10: 茂业百货与人民商场品牌差异

	茂业百货	人民商场
定位	中高端时尚百货	社区时尚百货
地理位置	核心位置核心地段	核心位置非核心地段；社区
面积	20000平以上	8000-15000平
业态	中高端百货为主，超市为辅	满足日常需求的百货+超市
物业	多为自有，利于长期发展	多为租赁，轻资产便于扩张
辐射范围	全城	社区为主
目标消费群	中高收入人群，注重购物环境及服务，追求品牌与时尚，价格敏感性较低	普通收入人群，价格敏感性高，追求实惠与质量

来源：国金证券研究所

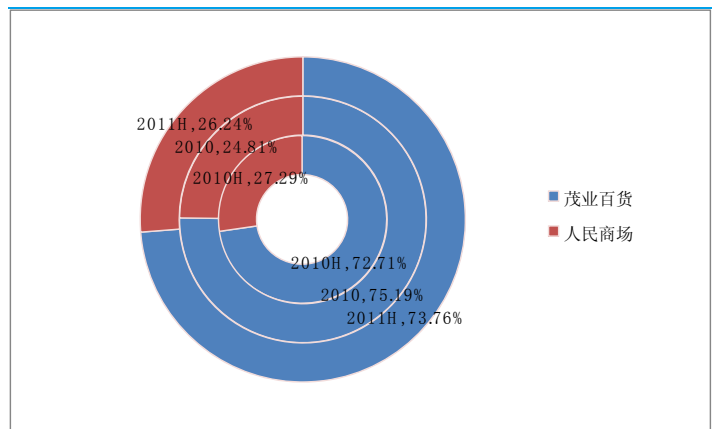
- 目前的主要收入及利润来源为茂业百货，2011年上半年茂业百货收入占比73.76%；部分人民商场增长较快，如绵阳临园店、泸州白塔店。茂业百货利润2011H约9000万，占比87.5%，人民商场约1290万，占比12.5%。
- 未来公司规划人民商场、茂业百货并重，但我们相信茂业百货在3年内依然是成商主要收入、利润来源。

图表11: 两品牌2011H利润占比



来源：国金证券研究所

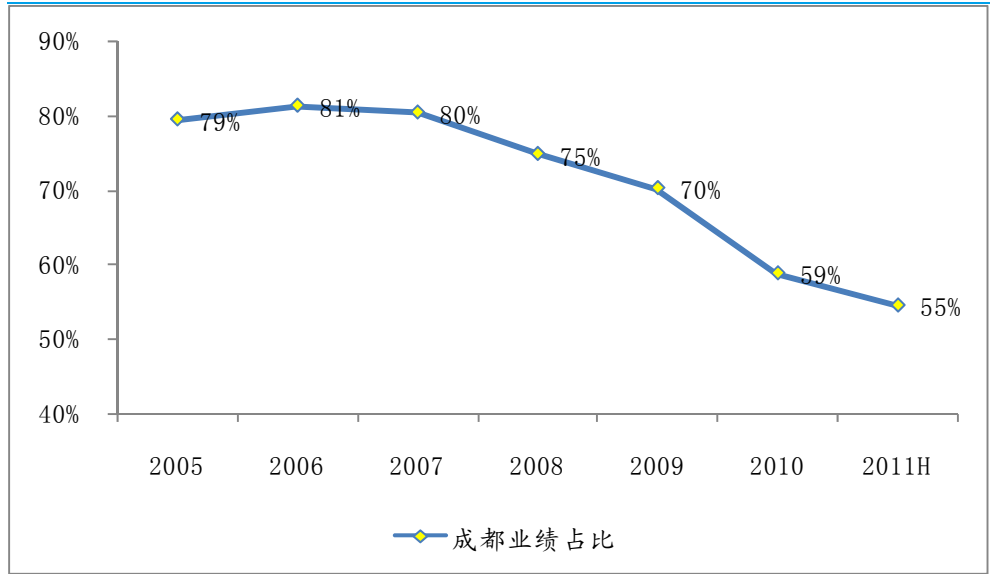
图表12: 两品牌2010H-2011H收入占比



### 深耕西部，区域扩张空间广阔

- 在区域分布上，公司2006年以前以成都地区为主，目前随着外区门店的扩张以及外区门店业绩增长，成都收入占比降低。

图表13: 成都收入占比



来源: 国金证券研究所

- 从区域的收入增速上来看, 成都以外的区域收入增长较快。成都以盐市口茂业百货业绩占比较高, 该门店经营历史较长, 已过培育期, 盐市口商圈发展成熟、竞争激烈, 该门店收入增速稳定。

图表14: 区域收入同比增速

	营业收入(百万)	同比增速%
成都	520.65	12.75
南充	218.62	30.89
绵阳	173.59	34.16
菏泽	13.84	不适用
其他	27.2	29.15

来源: 国金证券研究所

- 四川省有 18 市 3 自治州, 成商目前仅布局四川 4 所城市, 根据公司规划未来将辐射四川省, 除现有 4 所城市外公司重点发展城市主要包括德阳、宜宾、达州、乐山、内江、自贡, 这 6 所城市近年经济发展较快, 消费景气度较高。由此来看成商集团在四川省内未来发展空间可观。

图表15: 未来发展城市规划

城市	人口(万人)	2009地区生产总值	排名	同比增速	2009社会消费品零售总额	同比增速
成都	1139.6	4502.6	1	14.70%	1950	20.30%
绵阳	545	820.2	2	14.40%	341.1	25.70%
德阳	388	780	3	14.40%	245.8	22.60%
宜宾	535	720.8	4	14.90%	254.3	18.80%
南充	753	686.3	5	14.90%	291.6	15.30%
达州	658	682.7	6	14.20%	252.1	18.80%
乐山	353	619	8	15.30%	233	18.30%
泸州	497	587.6	9	15.20%	213.6	18.60%
内江	426	560.1	10	15.50%	165.9	18.70%
自贡	326	541.1	11	14.50%	204.1	18.40%

来源: 国金证券研究所



图表17: 春熙路及盐市口百货

百货门店	开业时间	定位	建筑面积	特点
<b>春熙路商圈</b>				
王府井百货	1999	高端百货	5.2万	贴心服务
太平洋百货	1993	时尚百货	2万	大众化中高端百货，主打化妆品、服装
伊藤洋华堂	1997	时尚百货	1.5万	注重细节、追求完美，满足多变需求，打造具有幸福感的卖
伊势丹	2007	高端百货	3.5万	众多日系风格独有品牌
<b>盐市口</b>				
新世界	2006	时尚百货	3万	精致时尚、品质生活，综合性时尚百货
摩尔百货	2002	时尚百货	5万	做成都人的家庭商场
仁和春天	1996	高端百货	6万	定位高精
茂业百货	1953	时尚百货	5.2万	现代流行百货
远东百货	2011	高端百货	6万	精致时尚
仁恒置地	2011	奢侈品百货	5万	聚集奢侈品大牌

来源: 国金证券研究所

■ 南充

- 南充是四川第一大二级城市，四川省交通枢纽，成渝经济区北部中心城市，川东北经济、文化、交通、商贸和信息中心，已经形成公路、铁路、航空、航运四位一体交通网络，享有“川北心脏”“川北重镇”之称。人口超过 750 万，仅次于省会成都。
- 顺庆区五星花园为南充市的主要商圈，目前百货发展基本围绕在五星花园附近，包括成商的南充五星店、盛华堂百货、新世纪商都、成商南充模范街店。
- 成商在南充最繁华商圈不同定位的双门店的布局及配合使得成商在南充市具有较好的经营优势，未来 2-3 年可以通过自身调整得到快速增长。

图表18: 南充百货分布图



来源: 国金证券研究所

■ 绵阳

- 绵阳是四川省区域中心城市、四川省第二大城市，素有“富乐之乡”的美誉，人口 540 万，经济发展迅速，GDP 总量全省第二位。
- 绵阳商业气氛浓厚，购物环境优良，一直以来吸引着大量的周边地市人们前来购物消费，其传统商务中心区是临园口、涪城路一带，拥有茂业百货、梅西百货、美一天百货、百盛等。除此之外临园口商圈香

港新世界百货即将入驻新益大厦、太平洋百货即将入驻富临大都会；  
万达涪城广场已经在修建，未来的绵阳市百货竞争将非常激烈。

图表19: 绵阳百货分布图



来源: 国金证券研究所

■ 泸州

- 泸州历来是川、滇、黔、渝四省（市）结合部的经济枢纽，如今更具水陆空立体交通区位优势，交通运输方便使得泸州市的商贸发达经济繁荣由来已久。目前泸州总人口 421 万。
- 泸州市百货目前有汇通百货、汇通百货时代商都、摩尔国际商业广场、久盛百货、重庆百货、人民商场、人人乐购物广场等，主要聚集在江阳区江阳北路附近。

图表20: 泸州百货分布



来源: 国金证券研究所

## 未来 3 年增长动力：新项目推动收入利润双增长

已有门店内生增长稳定，预计年均增速 20%左右

- 我们分析区域商圈分布及百货分布，参考门店经营状况及历史表现，预计 2011-2013 年已有门店内生增长 22%、20%、19.7%。
- 分区域来看成都内生增长比较低，2011 年约 12.1%；绵阳最高，2011 同比增长 43.6%。

图表21：区域内生增长汇总

门店	项目	百万元	2010	2011E	2012E	2013E
成都	销售收入		982.0	1100.7	1228.7	1371.6
	YOY			12.1%	11.6%	11.6%
泸州	销售收入	45.00		58.5	73.125	87.75
	YOY		20%	30%	25%	20%
南充	销售收入	350.0		463.1	602.0	768.6
	YOY			32.3%	30.0%	27.7%
绵阳	销售收入	267.0		383.5	503.6	654.6
	YOY			43.6%	31.3%	30.0%
合计	销售收入	1644.00		2005.84	2407.43	2882.60
	YOY			22.0%	20.0%	19.7%

来源：国金证券研究所

### ■ 成都：

- 成都目前 5 家门店，1 家茂业百货、4 家人民商场。
- 通过对成都商圈分析及成商集团各门店历史经营情况总结，我们对公司成都门店做如下业绩预测，预估成都 3 年内的内生增长速度分别为 12.1%、11.6%、11.6%。

图表22: 成都门店收入、毛利预测说明

门店	项目	百万元	2010	2011E	2012E	2013E	预测说明
盐市口店	销售收入		666.00	759.24	857.94	969.47	盐市口茂业百货为成商集团主要业绩及利润来源，所处商圈成熟，竞争激烈。2011年上半年业绩3.82亿，占比38.4%，同比增长14.7%，我们预计2011年业绩7.59亿，增长14%。
	YOY		11.0%	14.0%	13.0%	13.0%	
	毛利率		25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	
	毛利额		166.5	189.8	214.5	242.4	
武侯店	销售收入		170.00	178.5	187.43	196.80	成都人民商场武侯店1996成立，2006年9月调改升级，由主营超市类商品转为社区百货店，环境、装修相对比较陈旧，2010年业绩1.7亿成长5%，我们预计2011年业绩维持成长5%，约1.79亿。
	YOY		5.0%	5%	5%	5%	
	毛利率		19%	19%	19%	19%	
	毛利额		32.3	33.9	35.6	37.4	
成都温江店	销售收入		90.00	99.9	109.89	119.78	成都温江2005年成立，位于温江新兴商业外心柳城镇繁华商业时代广场，2011年上半年业绩4900万，成长11%。预计2011年业绩9990万，成长11%。
	YOY		27%	11%	10%	9%	
	毛利率		20%	20%	20%	20%	
	毛利额		18.0	20.0	22.0	24.0	
人民商场龙泉店	销售收入		41.00	45.1	51.87	59.64	成都人民商场龙泉店2010年1月开业，地处龙泉新区，是龙泉地区目前最大的商场，现在龙泉店还在进一步调整品牌，希望引进更多受欢迎的大众知名品牌，强化自身在该地区的优势。我们认为该门店还处于培育期，预计2011年业绩4510万成长10%。
	YOY			10%	15%	15%	
	毛利率		19%	19%	19%	19%	
	毛利额		7.8	8.6	9.9	11.3	
人民商场清江店	销售收入		15.00	18	21.6	25.92	成都人民商场清江店2009年9月开业，清江店和其它社区店略有不同，它是一家专门以超市为主的商场，由于地处居民居住区，给居民生活带来方便，上半年业绩成长20%，预计2011年业绩1800万增长20%。
	YOY		.	20%	20%	20%	
	毛利率		17%	17%	17%	17%	
	毛利额		2.6	3.1	3.7	4.4	
成都合计	销售收入		982.0	1100.7	1228.7	1371.6	成都2011年整体业绩预计增长12.1%
	YOY			12.1%	11.6%	11.6%	
	毛利率		23.13%	23.20%	23.24%	23.29%	
	毛利额		227.1	255.3	285.6	319.5	

来源：国金证券研究所

■ 南充

- 南充目前 1 家茂业百货，1 家人民商场。茂业百货在当地优势显著，人民商场在改造及周围环境改善之后预计会有较高的业绩表现。
- 我们预计南充未来三年的业绩增长为 32%、30%、27.7%。

图表23: 南充门店收入、毛利预测说明

门店	项目	百万元	2010	2011E	2012E	2013E	预测说明
南充五星店	销售收入		310.00	412.3	535.99	686.07	南充五星店前身是南充百货大楼,是南充商贸行业的领头羊和南充现代商业的开山鼻祖。2001年被成商收购,发展迅速。目前建筑面积25594平方米,定位中高端时尚百货,主要经营百货及家电,并不断对门店品牌做调整以提高坪效,2011年上半年同比增长33%,表现优异,在南充的领先优势仍未被超越。我们认为通过对南充五星店的进一步调整,其业绩会保持较高的增长速度,预计2011年收入4.12亿,同比增长33%。
	YOY		20%	33%	30%	28%	
	毛利率		24%	24%	24%	24%	
	毛利额		74.4	99.0	128.6	164.7	
南充模范街店	销售收入		40.00	50.8	66.04	82.55	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,成为成商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。2010年因模范街修路等环境影响表现不佳,2011年受益于改造后的全新环境上半年业绩增长27%,显现出良好增长趋势。我们预计模范街店2011年能实现年收入5080万,同比增长27%。
	YOY		-5%	27%	30%	25%	
	毛利率		20%	20%	20%	20%	
	毛利额		8.0	10.2	13.2	16.5	
南充合计	销售收入		350.0	463.1	602.0	768.6	我们认为成商在南充最繁华商圈不同定位的双门店的布局及配合使得成商在南充市具有较好的经营优势。未来2-3年可保持高速增长。
	YOY			32.3%	30.0%	27.7%	
	毛利率		23.54%	23.56%	23.56%	23.57%	
	毛利额		82.4	109.1	141.8	181.2	

来源: 国金证券研究所

■ 绵阳

- 绵阳有 1 家茂业百货、1 家人民商场,两家门店相对开业时间较短,目前业绩成长较快。
- 我们预计绵阳未来三年业绩增长为 43.6%、31.3%、23.46%。

图表24: 绵阳门店收入、毛利预测说明

门店	项目	百万元	2010	2011E	2012E	2013E	预测说明
绵阳临园店	销售收入		57.00	100	135	175.5	成商人民商场临园店地处绵阳市商业核心地带的黄金口岸,建筑面积 21730平方米,坐拥2.6亩的大型广场,日人均流量近十万人以上,周围知名酒店、高档写字楼、商务综合楼林立,交通便捷、市政基础配套设施齐全。2007年收购后全新装修,定位时尚流行百货,经营时尚百货及生活超市,2011年上半年业绩4800万成长36%,我们预计2011年营业收入达到1亿,成长75%。
	YOY			75%	35%	30%	
	毛利率		22%	22%	22%	22%	
	毛利额		12.5	22.0	29.7	38.6	
绵阳兴达店	销售收入		210.00	283.5	368.55	479.12	成商茂业百货兴达店为原兴力达百货,位于绵阳市中心人民公园核心商业圈,成商于2008年收购后进行了整体新装,营业面积达2.2万平方米,是一家现代时尚百货商场。2009年改变后重新开业的茂业百货兴达店发展迅速,2011上半年业绩1.38亿,增长35%,我们预计该店2011年收入可达2.83亿,增长35%。
	YOY		90%	35%	30%	30%	
	毛利率		24%	24%	24%	24%	
	毛利额		50.4	68.0	88.5	115.0	
绵阳合计	销售收入		267.0	383.5	503.6	654.6	绵阳百货竞争日益激烈,但消费旺盛。鉴于成商两绵阳门店都在调整后增长显著,未来2-3年预计仍可高速增长。
	YOY			43.6%	31.3%	30.0%	
	毛利率		23.57%	23.48%	23.46%	23.46%	
	毛利额		62.9	90.0	118.2	153.6	

来源: 国金证券研究所

■ 泸州

- 泸州白塔店人民商场一直坚持在不断优化品牌,2011 上半年业绩增长较好,结合门店历史表现我们对泸州白塔店预测如下:

图表25: 泸州门店收入、毛利预测说明

门店	项目	百万元	2010	2011E	2012E	2013E	预测说明
泸州白塔店	销售收入		45.00	58.5	73.125	87.75	人民商场泸州店定位大型综合性百货商场, 集时尚特色百货店、名品折扣店、大型综合超市以及综合休闲娱乐餐饮于一体, 地处泸州商贸金融中心白塔商圈——大什字, 总投资约8000万元, 经营面积4万平方米。2011年上半年业绩2800万, 增长33%, 预计全年5850万, 增长30%。
	YOY		20%	30%	25%	20%	
	毛利率		22%	22%	22%	22%	
	毛利额		9.9	12.9	16.1	19.3	

来源: 国金证券研究所

新项目贡献收入占比至2013年将超过20%

■ 盐市口二期

- 项目规划建设净用地面积 9139.66 平方米, 规划总建筑面积 15 万平方米, 预计总投资额约 10 亿元。盐市口二期项目分为南北两部分, 整体规划、分期建设, 南区建设规划为商业、酒店、办公、停车场为一体的城市综合体, 北区将在南区投入运营后根据经营情况及市场情况实施投资建设。

图表26: 盐市口南区规划及开发费用

盐市口南区	面积 (万平方米)	万元	预计投资金额 (万元)
商业裙楼	3.96	土地使用权成本	4689
办公	3.89	前期工程费用	5270
酒店	4.24	建安成本费用	83100
地下1、2层商业	1.6	间接开发费用	7324
地下3层	0.8	总计	100383
总计	14.49		

来源: 国金证券研究所

- 预计南区商业百货部分将在明年 5 月营业, 写字楼、酒店等 2012 年 10 月营业。
- 鉴于盐市口及毗邻春熙路商圈成熟, 人流量较高, 我们认为盐市口二期项目开业后培育期会较短, 对盐市口二期的盈利预测如下:

图表27: 盐市口二期南区盈利预测

盐市口二期	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入 (百万)	217.86	522.85	601.28	691.47
YOY		140%	15%	15%
坪效 (元/平米)	11000	13200	15180	17457
毛利率	20.00%	20.25%	20.75%	21.25%
毛利	43.57	105.88	124.77	146.94
折旧摊销	17.27	34.54	34.54	34.54
水电费	3	6	6.30	6.62
人工费	3	3.3	3.47	3.64
广告费	5	6	5	5
其他费用	3	3	3	3
税前利润	12.30	53.04	72.46	94.14
净利润	9.23	39.78	54.35	70.61

来源: 国金证券研究所

■ 茂业中心

- 交通方便：茂业中心位于成都高新区天府大道与府城大道交汇处，所属天府新城是成都政府在建的新的商业中心，紧邻地铁一号线。
- 投入 4 亿，目前项目基本完工：总建筑面积近 35 万平方米，分南、北两座塔楼，楼层达到 35 层，楼体高度达到 120 米。其中地下 2 层到地上 4 层共 9.1 万平米归属成商。

图表28：茂业中心项目规划及投资

茂业中心项目	面积 (万平方米)	万元	预计投资金额 (万元)
商业裙楼	4.7	土地使用权成本	7963
写字楼	16.75	建设开发成本费用	34839
公寓	5.64	转让税金	243
地下一层商业	2.13	前期工程费用	1726
地下二层	2.32	建安成本费用	28620
地下三层	2.32	间接开发费用	4250
总计	33.86	总计	42802

来源：国金证券研究所

- 因周围商圈尚在发展过程中，目前相对不成熟，我们预计茂业中心将延迟到 2012 年初正式开业，开业后 2 年培育期，鉴于初始投资不高，年度摊销我们保守估计 1536 万，预计 2012 亏损 496 万，2013 年扭亏为盈。具体盈利预测如下：

图表29：茂业中心盈利预测

茂业中心	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入 (百万)	166.12	220.21	276.18	342.54
YOY		33%	25%	24%
百货坪效 (元/平米)	8000	11000	14000	18000
百货收入	119.2	163.9	208.6	268.3
超市收入	25.0	30.0	36.0	39.6
租赁收入	21.9	26.3	31.5	34.7
毛利率	18.00%	18.25%	18.75%	19.00%
毛利	29.90	40.19	51.78	65.08
折旧摊销	15.36	15.36	15.36	15.36
水电费	4.5	4.95	5.20	5.46
人工费	6	6.6	6.93	7.28
广告费	6	6	5	5
其他费用	3	3	3	3
税前利润	-4.96	4.28	16.30	28.99
净利润	-4.96	3.21	12.22	21.74

来源：国金证券研究所

■ 菏泽茂业

- 菏泽市位于山东、河南、江苏、安徽四省交界处，交通便利，总人口约 830 万，几年来菏泽注重经济发展，积极推动第三产业，目前经济发展较快。
- 2011 年 3 月成商集团以 1.341 亿从菏泽集团收购惠和商业中心 90% 股权，该项目拥有面积约 29426 平方米的惠和商业广场的所有权和经营权，并租赁经营约 12000 平方米的东方红超市及 3 家约 200 平方米的社区便利店。收购完成后，公司根据自身的发展定位，关闭了 3 家社区便利店，并委托间接控股股东茂业国际进行经营管理。

- 本次收购为成商首次尝试跨区域发展，未来成商集团依然会以西部城市百货经营为主，本次尝试的主要原因为看中该项目的优势——该惠和商业中心即原南华购物广场，位于菏泽最时尚的中华东路南华商圈，是菏泽市最有名大型购物中心，周围是市委、市政府等一系列国家机关所在地，在当地被称为富豪区。目前附近还有银座、恒泰商厦。

图表30: 菏泽百货分布图



来源：国金证券研究所

- 大股东茂业股份在淄博共经营 5 家百货门店，对山东百货经营有较多经验，委托其经营管理预计可以达到更好的效果。

图表31: 大股东百货门店分布



来源：国金证券研究所

- 该店 2011 年 3 月底-6 月业绩 1384 万，预计该店 2011 年业绩 5500 万。对该店的盈利预测如下

图表32: 菏泽茂业盈利预测

菏泽	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入 (百万)	55.00	141.24	205.98	250.12
YOY		157%	46%	21%
坪效 (元/平米)	1869	4800	7000	8500
毛利率	23%	23%	23%	23%
毛利	12.65	32.49	47.38	57.53
折旧摊销	3.56	4.75	4.75	4.75
水电费	3.00	4.00	4.20	4.41
人工费	3.0	4.0	4.20	4.41
广告费	2.0	3.0	3.0	3.0
其他费用	1.0	1.0	1.0	1.0
税前利润	0.09	15.74	30.23	39.96
净利润	0.07	11.80	22.67	29.97

来源: 国金证券研究所

- 九眼桥项目: 该项目为成商目前开发中的项目, 项目位于成都锦江区九眼桥宏济中路, 共占地 11419 平米。九眼桥片区正逐渐变成城市白领聚居的江景高尚住宅区, 成商九眼桥项目拟建大型商业和住宅为一体的商住综合体。目前仍处于对周边土地的整合拆迁阶段。
- 太平洋百货春熙店: 我们预计成商集团会争取春熙店自营, 在仲裁结束之前我们控制风险依然以太平洋的仲裁条件来预估, 预估太平洋百货年净利润 7000 万左右, 将为成商带来每年约 2600 万+3500 万投资收益。该店地处春熙路商圈, 太平洋百货的仲裁条件为: 1) 双方继续履行合同至 2014; 2) 分成方式由此前的 2600 万租金调整为 2600 万租金+扣除租金后净利润的 50%。成商集团的反仲裁要求将 2011 年的租金调整为 1.2 亿, 往后逐年递增 15%。同时, 要求太平洋百货以每月 1000 万的数额赔偿年初至今的租金损失。

### 估值与投资建议

- 我们按最新收盘价统计主要百货类上市公司的估值, 成商集团 2011 年、2012 年、2013 年的预测 PE 为 25、19、15 倍。
- 考虑到目前成商集团的收入利润增长情况, 我们认为公司的合理估值水平在 2012 年 25 倍 PE 附近, 对应价格 15.00 元

**图表 34: 百货上市公司市盈率**

股票名称	价格	总股本	PE 11	PE 12	PE 13
广州友谊	18.95	359	18	14	11
百联股份	15.68	1101	18	20	17
新华百货	22.41	207	19	15	12
合肥百货	17.95	520	19	19	16
广百股份	13.80	285	19	15	13
新世界	8.57	532	20	18	14
通程控股	7.04	453	21	16	14
首商股份	11.98	658	21	17	14
中兴商业	9.68	279	22	16	13
成商集团	9.97	439	22	17	13
重庆百货	40.50	373	23	18	14
东百集团	8.85	343	23	19	14
鄂武商 A	16.89	507	23	18	14
友阿股份	19.66	349	24	18	14
友好集团	11.89	311	25	16	13
欧亚集团	26.25	159	25	19	15
南京中商	25.49	144	25	17	14
天虹商场	21.20	800	26	19	14
益民集团	5.54	732	26	23	19
渤海物流	6.95	339	27	20	15
王府井	38.50	418	27	22	18
银座股份	17.88	289	30	20	19
兰州民百	9.12	263	33	29	23
百大集团	7.64	376	33	25	22
徐家汇	19.71	416	33	30	26
大商股份	40.20	294	34	21	16
北京城乡	9.09	317	35	31	27
汉商集团	7.43	175	41	29	23
南宁百货	8.72	260	42	27	20

来源: 国金证券研究所

### 风险提示

- 新开店培育期超预期, 费用增长吞噬公司利润。
- 外部经济环境不佳, 成熟门店内生增长低于预期。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,426</b>	<b>1,722</b>	<b>1,711</b>	<b>2,144</b>	<b>3,044</b>	<b>3,978</b>
增长率		20.8%	-0.7%	25.4%	42.0%	30.7%
主营业务成本	-1,101	-1,362	-1,317	-1,645	-2,351	-3,078
<b>%销售收入</b>	<b>77.2%</b>	<b>79.1%</b>	<b>77.0%</b>	<b>76.7%</b>	<b>77.2%</b>	<b>77.4%</b>
毛利	324	361	394	499	693	900
%销售收入	22.8%	20.9%	23.0%	23.3%	22.8%	22.6%
营业税金及附加	-23	-21	-28	-34	-49	-64
%销售收入	1.6%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-140	-164	-165	-204	-288	-374
%销售收入	9.8%	9.5%	9.6%	9.5%	9.5%	9.4%
管理费用	-46	-31	-32	-39	-55	-72
%销售收入	3.3%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	115	144	169	223	302	391
%销售收入	8.1%	8.4%	9.9%	10.4%	9.9%	9.8%
财务费用	-32	-38	-27	-30	-27	-18
%销售收入	2.2%	2.2%	1.6%	1.4%	0.9%	0.5%
资产减值损失	-3	-3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	23	38	65	65	65
%税前利润	24.8%	14.6%	20.6%	24.9%	18.9%	14.7%
营业利润	109	126	180	258	340	438
营业利润率	7.7%	7.3%	10.5%	12.0%	11.2%	11.0%
营业外收支	6	31	2	3	3	3
税前利润	<b>115</b>	<b>156</b>	<b>182</b>	<b>261</b>	<b>343</b>	<b>441</b>
利润率	8.1%	9.1%	10.6%	12.2%	11.3%	11.1%
所得税	-14	-31	-45	-60	-79	-101
所得税率	12.1%	19.9%	24.7%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	101	125	137	201	264	339
少数股东损益	-1	-2	-1	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>102</b>	<b>128</b>	<b>138</b>	<b>201</b>	<b>264</b>	<b>339</b>
净利率	7.2%	7.4%	8.1%	9.4%	8.7%	8.5%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	66	68	125	200	462	837
应收款项	73	87	89	123	108	111
存货	129	97	99	113	161	211
其他流动资产	51	31	5	35	49	64
流动资产	320	282	318	471	780	1,223
%总资产	21.8%	19.0%	19.7%	23.7%	32.6%	41.5%
长期投资	262	235	282	332	330	329
固定资产	440	526	607	797	912	1,033
%总资产	30.1%	35.5%	37.7%	40.2%	38.1%	35.1%
无形资产	423	423	389	381	370	359
非流动资产	1,144	1,201	1,294	1,512	1,614	1,723
%总资产	78.2%	81.0%	80.3%	76.3%	67.4%	58.5%
<b>资产总计</b>	<b>1,463</b>	<b>1,484</b>	<b>1,612</b>	<b>1,983</b>	<b>2,394</b>	<b>2,946</b>
短期借款	161	33	44	59	0	0
应付款项	704	376	416	511	691	876
其他流动负债	43	49	73	61	87	113
流动负债	908	458	534	631	777	989
长期贷款	160	507	453	453	453	454
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>1,068</b>	<b>965</b>	<b>987</b>	<b>1,085</b>	<b>1,231</b>	<b>1,443</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>377</b>	<b>503</b>	<b>610</b>	<b>884</b>	<b>1,149</b>	<b>1,488</b>
少数股东权益	18	16	14	14	14	14
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,463</b>	<b>1,484</b>	<b>1,612</b>	<b>1,983</b>	<b>2,394</b>	<b>2,946</b>

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.504	0.629	0.378	0.458	0.602	0.774
每股净资产	1.854	2.476	1.669	2.015	2.618	3.391
每股经营现金净流	1.686	0.701	0.673	0.544	1.012	1.156
每股股利	0.000	0.000	0.150	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.18%	25.41%	22.66%	22.71%	23.02%	22.81%
总资产收益率	6.99%	8.62%	8.58%	10.12%	11.04%	11.52%
投入资本收益率	14.15%	10.93%	11.37%	12.16%	14.38%	15.38%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	5.12%	20.82%	-0.67%	25.36%	41.97%	30.68%
EBIT增长率	21.06%	25.37%	17.28%	31.51%	35.47%	29.50%
净利润增长率	41.29%	24.91%	8.19%	45.19%	31.66%	28.42%
总资产增长率	18.00%	1.38%	8.63%	23.07%	20.69%	23.07%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	2.4	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	36.1	30.3	27.1	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	73.9	62.3	64.0	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	109.3	86.5	72.7	76.6	55.7	43.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	64.61%	91.04%	59.73%	34.81%	-0.70%	-25.49%
EBIT利息保障倍数	3.6	3.8	6.4	7.4	11.4	21.7
资产负债率	73.02%	65.03%	61.24%	54.69%	51.41%	49.00%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	101	125	137	201	264	339
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	42	54	54	51	57	59
非经营收益	17	-12	-11	-20	-35	-37
营运资金变动	181	-25	66	7	158	145
<b>经营活动现金净流</b>	<b>342</b>	<b>142</b>	<b>246</b>	<b>239</b>	<b>444</b>	<b>507</b>
资本开支	-331	-112	-137	-233	-156	-167
投资	23	14	23	-50	1	1
其他	30	26	28	65	65	65
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-277</b>	<b>-73</b>	<b>-87</b>	<b>-218</b>	<b>-90</b>	<b>-101</b>
股权募资	0	0	0	73	0	0
债权募资	-30	-31	-42	15	-59	1
其他	-40	-36	-61	-34	-33	-31
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-70</b>	<b>-68</b>	<b>-104</b>	<b>54</b>	<b>-93</b>	<b>-30</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>56</b>	<b>75</b>	<b>262</b>	<b>376</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	5	7	12
买入	0	0	12	12	14
持有	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.84	1.80	1.74

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B