

成商集团 (600828)

买入/维持评级

股价: RMB10.6

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:s1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

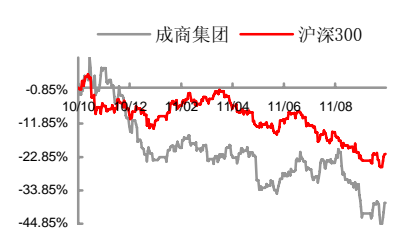
相关研究

- 《主业经营大放异彩, 太平洋店增厚业绩》-2011/08/16
- 《业绩预增, 符合预期》-2011/07/26
- 《受益西部, 前景光明》-2011/07/12
- 《经营持续向好, 跨区模式特殊》-2011/04/25
- 《跨区扩张, 初试身手》-2011/03/22
- 《不确定中的确定》-2011/03/01
- 《坐拥低价土地, 扩张有条不紊》-2011/01/12
- 《千呼万唤始出来》-2010/12/14

基础数据

总股本 (百万股)	439
流通 A 股 (百万股)	439
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,629

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

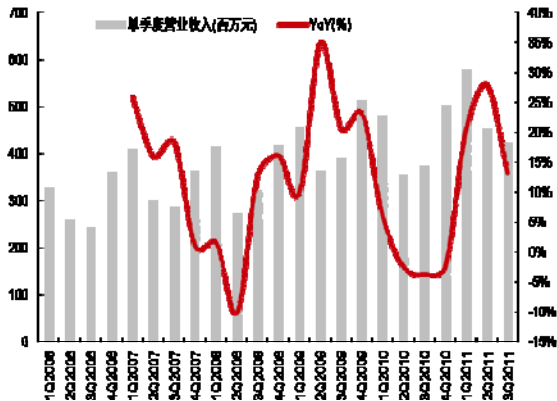
收入增速下滑, 业绩低于预期

- 公司今日公告 2011 三季度, 1-9 月实现营业收入 14.55 亿元, 同比增长 20.3%; 其中 7-9 月实现收入 4.23 亿元, 同比增长 13.1% (即同店增速), 低于预期, 主要原因是盐市口一期等老店增速下滑所致。根据母公司报表, 成都地区单季收入增速约 5%, 据此我们推算外埠门店 (绵阳、南充、泸州地区) 收入增速约 25%。
- 公司 1-9 月份扣非后归属母公司净利润 1.39 亿元或 EPS=0.32 元, 同比增长 68.7% (非经常性损益主要为去年一季度出售汽车业务约 1150 万元的投资收益); 进一步剔除太平洋春熙路店影响 (前三季度确认太平洋店投资收益 4332 万元, 去年同期约 1900 万元), 公司经营性净利润约 1 亿元, 同比增长 47.4%, 我们判断五星店及兴达店是业绩增量的主要来源!
- 公司 7-9 月经营性净利润 2100 万元 (今年中报约 7900 万元), 同比仅增长 2%, 主要受累于毛利率下降及期间费用率的上升 (两者合计影响净利率约 1.34 个百分点)。7-9 月公司整体毛利率同比下降 0.46 个百分点至 23.81%; 销售+管理费用率同比上升 0.93 个百分点至 13.91% (收入增速低于预期, 人工费用等快速上升所致); 财务费用率上升 0.39 个百分点至 2.12% (公司今年新增短贷 3000 万和长贷 2 亿元所致)。
- 对于春熙路店, 公司秉承谨慎原则, 按太平洋方面提出的方案 (2600 万租金+扣租金后净利润 50%), 1-9 月暂确认收益 4332 万元, 据此反算太平洋店全年净利润约 7000 万元; 而远东百货中报披露该店上半年净利润为 3000 万元, 全年可能低于预期 (太平洋方面可能做高费用, 该店 09、10 年净利润分为 8300 万和 7800 万)。目前纠纷案仍在等待最终裁决。
- 尽管同店增速及太平洋店收益存在低于预期的可能性, 但考虑到茂业中心有较大的概率在明年开业 (目前仍未确定开店时间, 我们测算今年开业亏损将超过 1000 万元), 我们仍然维持公司 11-13 年 EPS=0.48、0.61 和 0.83 元的盈利预测, 现价对应 PE 为 22 倍, 给予买入评级!
- 风险提示: 同店增速下滑; 春熙路店收回时间的不确定性; 茂业中心及盐市口二期项目进度可能低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	1,710.7	2,143.3	3,127.6	3,890.2
(+/-%)	(0.7)	35.3	35.1	24.4
归属母公司净利润(百万元)	138.3	211.3	269.6	363.5
(+/-%)	8.2	52.8	27.6	34.8
EPS(元)	0.38	0.48	0.61	0.83
P/E(倍)	28.0	22.0	17.3	12.8

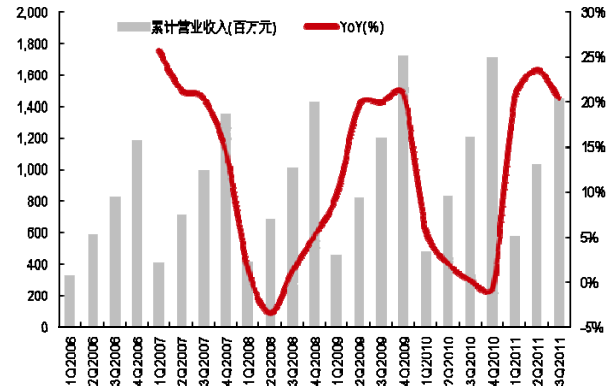
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 公司季度收入增速变化



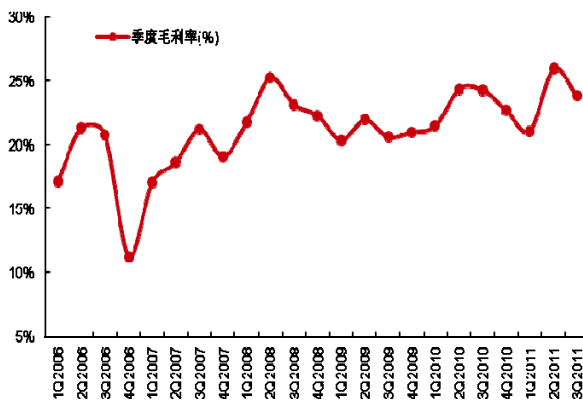
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 2: 公司季度累计收入增速变化



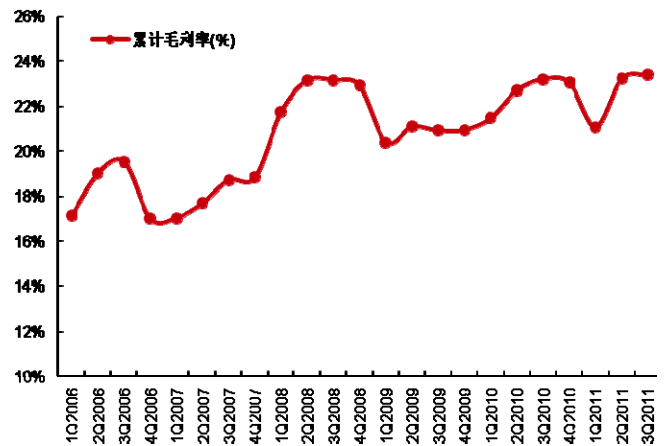
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 3: 公司季度毛利率变化



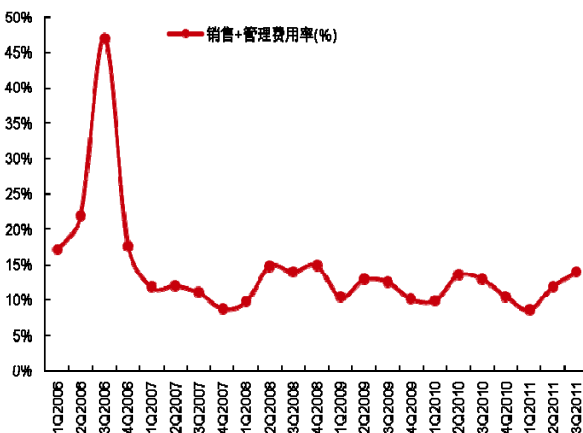
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 4: 公司季度累计毛利率变化



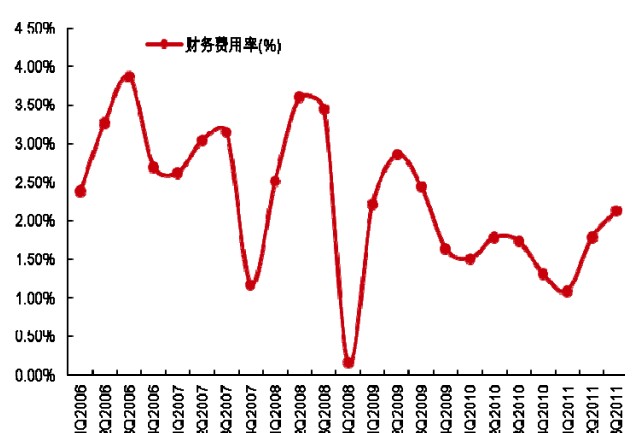
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 5: 公司季度销售+管理费用率



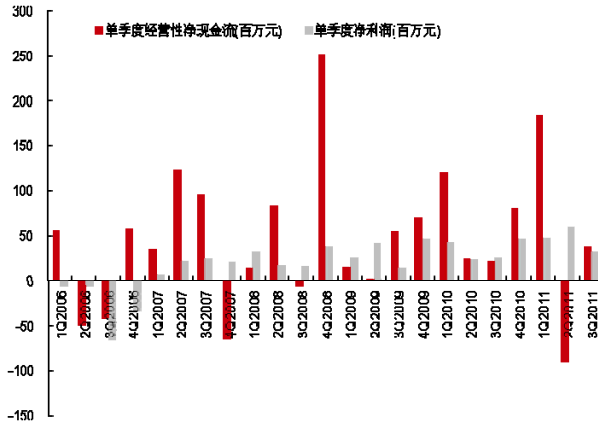
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 6: 公司季度财务费用率



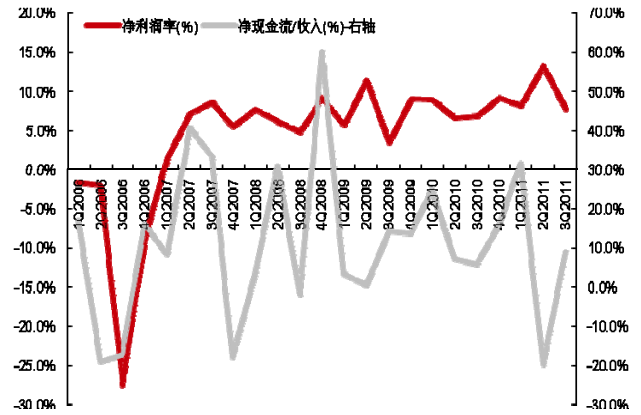
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 7: 公司季度经营性现金流&净利润



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 8: 公司季度净现金流/收入&净利率



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、 同店增速下滑;
- 2、 春熙路店收回时间的不确定性;
- 3、 茂业中心及盐市口二期项目进度存在低于预期的可能。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	318	365	492	623	营业收入	1,711	2,314	3,128	3,890
现金	125	116	156	20	营业成本	1,317	1,784	2,415	2,979
应收账款	5	7	8	13	营业税金及附加	28	28	38	47
其他应收款	84	87	117	144	营业费用	165	211	286	346
预付账款	4	36	48	60	管理费用	32	42	53	62
存货	99	119	161	198	财务费用	27	24	26	25
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失		6	17	19
非流动资产	1,294	1,522	1,981	2,271	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	173	173	173	173	投资净收益	38	55	60	64
固定资产	341	377	820	1,185	营业利润	180	276	353	477
无形资产	330	294	258	222	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	451	678	730	691	营业外支出	0	0	0	
资产总计	1,612	1,887	2,472	2,894	利润总额	182	276	353	477
流动负债	534	599	916	976	所得税	45	66	85	114
短期借款	0	43	156	0	净利润	137	210	268	362
应付账款	254	357	483	596	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	280	199	277	380	归属母公司净利	138	211	20	364
非流动负债	453	453	453	453	EBITDA	301	430	494	624
长期借款	453	453	453	453	EPS (元)	0.38	0.48	0.61	0.83
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	987	1,052	1,369	1,429	主要财务比率				
少数股东权益	14	13	12	10	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	366	499	439	439	成长能力				
资本公积	30	30	30	30	营业收入	-0.7%	35.3%	35.1%	24.4%
留存收益	214	353	622	986	营业利润	43.3%	53.3%	27.8%	35.0%
归属母公司股	625	835	1,103	1,465	归属母公司净利	8.2%	52.8%	27.6%	34.8%
负债和股东权	1,612	1,887	2,472	2,894	获利能力				
					毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	23.4%
					净利率(%)	8.1%	10.6%	9.3%	8.1%
					R E(%)	22.7%	25.7%	24.7%	25.0%
					OIC(%)				
					偿债能力				
					资产负债率(%)	1.2%	55.8%	55.4%	49.4%
					净负债比率(%)	50.52	51.51	47.79	34.89
					流动比率	0.60	0.61	0.54	0.64
					速动比率	0.41	0.41	0.36	0.44
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.32	1.44	1.45
					应收账款周转率	298.51	380.11	414.95	374.51
					应付账款周转率	5.70	5.84	5.75	5.52
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.38	0.48	0.61	0.83
					每股经营现金流	0.67	0.52	1.11	1.47
					每股净资产(最	1.67	1.87	2.49	3.32
					估值比率				
					P/E	28.0	22.0	17.3	12.8
					P/B	6.4	5.7	4.3	3.2
					EV/EBITDA	15.8	13.0	11.9	9.4

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。