

成商集团 (600828.SH)

百货零售行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

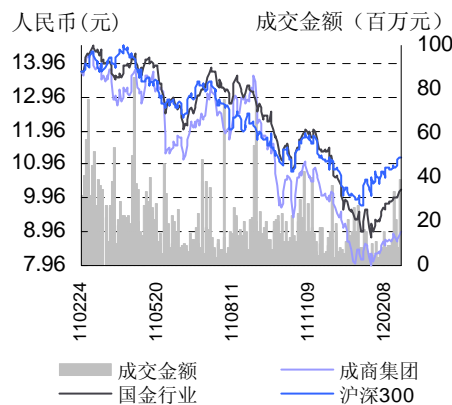
市价(人民币): 8.99元

成都外区增速快, 费用控制良好

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)	3,944.81
年内股价最高最低(元)	14.30/7.96
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《内生增长稳定, 新项目驱动成长》, 2011.10.11

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.378	0.446	0.525	0.692	0.827
每股净资产(元)	1.67	1.81	2.34	2.81	3.63
每股经营性现金流(元)	0.67	0.55	0.76	1.06	1.10
市盈率(倍)	48.20	28.72	17.14	13.00	10.87
行业优化市盈率(倍)	54.94	49.61	49.61	49.61	49.61
净利润增长率(%)	8.19%	41.52%	17.62%	31.84%	19.58%
净资产收益率(%)	22.66%	24.62%	22.45%	24.64%	22.76%
总股本(百万股)	365.67	438.80	438.80	438.80	438.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 成商集团 2011 年实现营业收入 20.4 亿元, 比上年同期增加 19.26%, 完成年度计划的 91.48%; 实现营业利润 2.56 亿元, 比上年同期增长 42.54%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.96 亿元, 比去年同期增长 41.52%, 剔除非经常性损益的影响, 比去年同期增长 47.17%。收入增长略低于预期, 业绩增长基本符合预期。

投资逻辑

- **成都外区贡献收入增长:** 11 年收入增速的主要贡献来自于成都以外的区域, 成都地区门店较为成熟, 11 年收入增速较平缓为 7.92%; 成都以外的南充、绵阳、泸州通过对门店加强培育扶持力度, 持续进行卖场调改和品牌升级, 使异地门店增速保持了 20%以上的高速增长。
- **预算管理方式下费用控制优异:** “预算管理、目标经营、结果导向”的管理方法下, 成商集团的费用控制优异, 自 08 年以来期间费用率保持稳中有降的良好趋势, 销售费用、管理费用、财务费用各项保持平稳。
- **茂业中心及盐市口二期将贡献后期收入增长:** 茂业中心及盐市口二期预计分别于 12 年 5 月及 12 年底开业, 作为公司成熟区域成都的重点项目, 将在 12、13 年成为贡献收入增速的重要支撑。
- **非经常性损益增厚业绩:** 11 年公司的投资收益主要来源于西宁数字股权的出让以及太平洋百货的暂确认收入, 约贡献 EPS 0.12, 公司未来计划继续清理和处置宾馆、有线电视网络业务等非主营资产及零星资产, 一方面进一步优化公司资产结构, 同时有望继续增厚后期业绩。

盈利调整

- 由于盐市口二期的实际进度略低于我们预期, 我们调整公司盈利预测, 预计 12-14 年收入 25.82 亿、36.54 亿、43.14 亿, 同比增速 26.6%、41.5%、18.1%; 归属母公司净利润 2.3 亿、3.04 亿、3.63 亿, 同比增长 17.62%、31.84%、19.85%。

投资建议

- 目前股价对应 12-13 年 17 和 13 倍市盈率, 处于百货估值地位; 鉴于公司的新旧项目的成长性以及我们看好西部百货的发展前景, 给予“买入”评级, 目标价 12.5, 相当于 13 年 18 倍 PE。

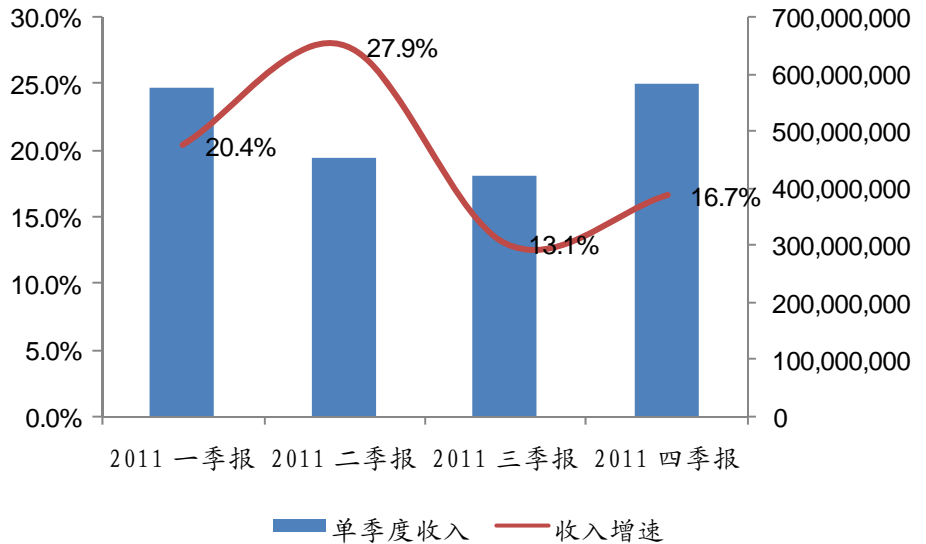
文瑶

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

下半年增速放缓，外区收入增速快，

- 成商集团 2011 年全年收入增速 19.26%，略低于预期，在整体零售行业增速放缓的三四季度，成商集团的收入增速有所下滑。

图表1: 单季度收入及增速



来源：国金证券研究所

- 从地区表现来看，11 年收入增速的主要贡献来自于成都以外的区域，成都地区门店较为成熟，11 年收入增速较平缓为 7.92%；成都以外的南充、绵阳、泸州作为四川省内的三线城市发展较快，同时公司通过对门店加强培育扶持力度，持续进行卖场调改和品牌升级，使异地门店增速保持了 20% 以上的高速增长。

图表2: 分地区收入增速

地区	收入		收入增速
	2011	2010	
成都	10.10	9.36	7.92
南充	4.12	3.39	21.49
绵阳	3.42	2.70	26.39
泸州	0.53	0.44	21.44
菏泽	0.47		

来源：国金证券研究所

- 另外本期公司以 13,410 万元收购菏泽惠和商业中心有限公司 90% 股权，菏泽茂业百货 11 年 4 月开业，贡献营业收入 4700 万，由于尚处于培育期，11 年经营亏损 711 万。

盐市口二期及茂业中心贡献后期收入增速

- 盐市口二期规划分为南、北两区，实行“整体规划，分期建设”。目前，盐市口项目南区已建至地面 9 层，商业裙楼封顶，预计在 12 年底开业。
- 盐市口二期所在的盐市口商圈及毗邻的春熙路商圈非常成熟，人流量较高，预计盐市口二期项目开业后培育期会较短，但目前项目进度略低于我们之前预期，12 年预计收入贡献有限，主要将在 13 年发力。

- 位于成都天府新区的茂业中心项目已建成封顶并进行外立面和内部工程装修，项目整体商业规划及招商工作已基本完成，预计在 12 年 5 月开业。
- 项目所在位置交通便利，但商圈还尚在发展过程中，相对不成熟，开业后预计要 2 年培育期。项目进度基本符合我们预期，将显著贡献 12-13 年的收入增长。

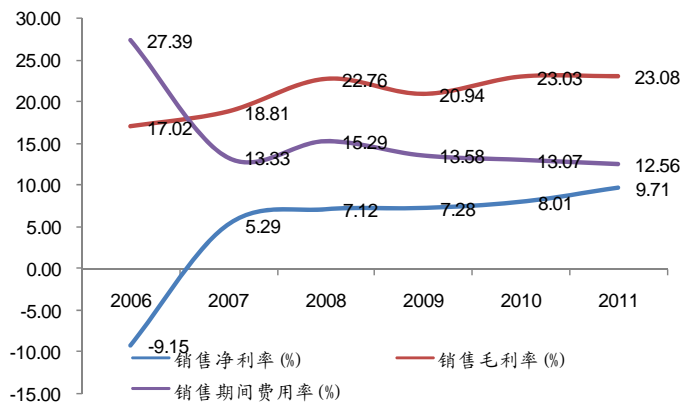
非经常性损益增厚 EPS

- 2011 年成商集团主营业务收入外的业绩贡献主要来源于：太平洋暂确认收益、西宁数字电视信息网络公司转让收益。
 - 根据太平洋中国控股有限公司提出的仲裁请求及合作企业成都商厦太平洋百货有限公司 2011 年的财务预算数，2011 年暂确认收益 6,023.29 万元，目前案件尚未有仲裁结果。
 - 2011 年 4 月，公司转让持有的西宁数字电视信息网络公司 17.09% 的股权，取得转让款 2,000 万元，实现投资收益 1,129 万元。公司未来计划继续清理和处置宾馆、有线电视网络业务等非主营资产及零星资产，一方面进一步优化公司资产结构，同时有望继续增厚后期业绩。
 - 两部分收益合计贡献 eps 约 0.12，约占净利润的 27.94%。

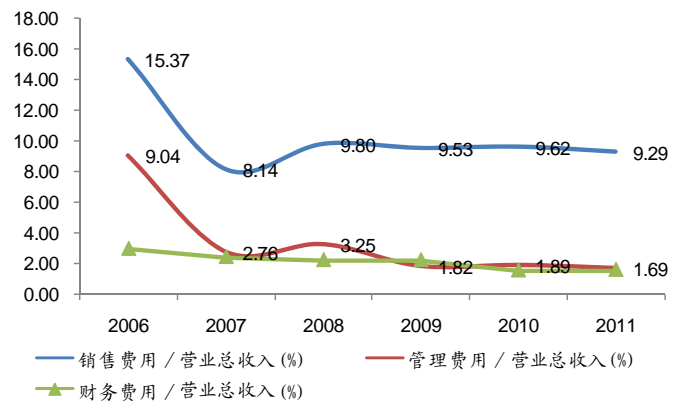
预算管理方式下费用控制优异

- 成商集团的内部指导思想为“预算管理、目标经营、结果导向”，在这种管理方法下，成商集团的费用控制优异，自 08 年以来期间费用率保持稳中有降的良好趋势，销售费用、管理费用、财务费用各项保持平稳，公司净利率逐步提升。

图表3: 毛利率、费用率及净利率



图表4: 费用率



来源：国金证券研究所

盈利预测

- 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 5 月开业，盐市口二期将于 2012 年 12 月开业。2013-14 年年内没有新项目开业。
 - 茂业中心定位更为高端，预计初期毛利率较低，开业后拉低整体毛利率；鉴于公司对费用的良好的控制能力，假设销售费用及管理费用保持平稳。

- 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，收入计入投资收益每年 6000 万。
- 预计 12-14 年收入 25.82 亿、36.54 亿、43.14 亿，同比增速 26.6%、41.5%、18.1%；归属母公司净利润 2.3 亿、3.04 亿、3.63 亿，同比增长 17.62%、31.84%、19.85%。

图表5: 盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,710.67	2,040.16	2,582.07	3,653.85	4,314.17
增长率 (YOY)	-0.67%	19.26%	26.56%	41.51%	18.07%
毛利	393.95	470.83	591.31	823.69	978.35
毛利率	23.03%	23.08%	22.90%	22.54%	22.68%
营业税金及附加	27.54	34.28	42.60	60.29	71.18
占营业收入比重	1.61%	1.68%	1.65%	1.65%	1.65%
销售费用	164.59	189.50	240.13	339.81	400.79
占营业收入比重	9.62%	9.29%	9.30%	9.30%	9.29%
管理费用	32.36	34.39	41.31	58.46	69.03
占营业收入比重	1.89%	1.69%	1.60%	1.60%	1.60%
财务费用	26.59	32.45	31.14	33.06	27.44
占营业收入比重	1.55%	1.59%	1.21%	0.90%	0.64%
资产减值损失	0.22	0.89	0.07	0.03	0.02
投资收益 (损失以“-”号填列)	37.55	77.52	65.00	65.00	65.00
营业利润 (亏损以“-”号填列)	180.19	256.84	301.05	397.05	474.89
占营业收入比重	10.53%	12.59%	11.66%	10.87%	11.01%
增长率 (YOY)	43.28%	42.54%	17.21%	31.89%	19.61%
营业外收支	1.73	2.13	3.00	3.00	3.00
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	181.92	258.97	304.05	400.05	477.89
占营业收入比重	10.63%	12.69%	11.78%	10.95%	11.08%
减: 所得税费用	44.96	60.93	71.54	94.13	112.45
占利润总额比重	24.71%	23.53%	23.53%	23.53%	23.53%
净利润 (归属于母公司所有者的)	138.30	195.73	230.21	303.52	362.94
占营业收入比重	8.08%	9.59%	8.92%	8.31%	8.41%
增长率 (YOY)	8.2%	41.5%	17.62%	31.84%	19.58%

来源: 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	0	1	7
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.00	1.36

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-11	买入	9.82	15.00 ~ 15.00

来源：国金证券研究所

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B