

零售

报告原因: 公司调研

2011年6月16日

市场数据: 2011年6月16日

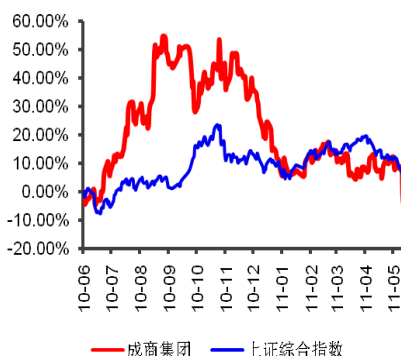
收盘价(元)	11.5
一年内最高/最低(元)	23/11
市净率	7.8
息率(分红/股价)	0.26%
A股流通市值(亿元)	50.3

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2011年3月31日

每股净资产(元)	1.77
资产负债率%	62.71%
总股本/流通A股(万)	43880/43736
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760511010008

010-82190307

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

成商集团 (600828)

买入

精耕细作, 同店增长优秀

公司研究/调研简报

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	归属母公司						
	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	市盈率	市净率
2009A	1722	20.82	128	24.91	0.29	39	10.04
2010A	1710	-0.67	138	8.19	0.31	37	8.28
2011E	2269	32.69	208	50.72	0.47	24	6.28
2012E	3421	50.77	280	34.62	0.64	18	4.66

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **公司经营情况良好。**一季度主力门店同店增长近30%。盐市口店增长13%，绵阳兴达店、南充五星店同店增长超过30%。公司各门店一季度销售情况：盐市口店2.2亿、南充五星店1.15亿、兴达店7200万、临园店2700万、武侯店4500万、温江店2900万、模范街店1500万、龙泉店1300万、清江店400万、白塔店1600万。公司4月份同店增速要超过一季度水平，5月份稍微趋缓。南充模范街店2010年亏损510万元，计划3-5楼改为租赁模式经营，预计今年能实现盈亏平衡，龙泉店、清江店也有望于今年实现扭亏。综合毛利率小幅下降。公司2011年一季度综合毛利率较2010年同期下降0.4个百分点。我们认为2011年毛利率的回升幅度将不会很大，主要原因是：1、主力门店品牌调整升级，新引进名品扣率相对较低；2、金银珠宝类商品销售额增长较大；3、新增的龙泉店和清江店以综超业态为主，毛利率相对较低。由于新项目投资额较大，预计公司2011年财务费用率将会小幅上升。目前，公司较为确定的新项目主要有4个：菏泽惠和商业广场（已建成）、成都茂业中心（在建）、盐市口二区项目（在建）和九眼桥项目（筹建）。
- **菏泽惠和商业中心项目。**公司于2011年3月通过公开拍卖的形式以1.34亿元价格获得菏泽惠和商业中心有限公司90%股权，此公司拥有面积2.92万平米会和商业广场所有权和经营权，并租赁经营约1.2万平米的东方红超市及3家约200平米的社区便利店。惠和商业广场是菏泽市第一家百货商场，被公司收购后更名为菏泽茂业百货。由于公司是首次跨区域发展，而茂业国际在山东已有门店，管理经验和供应商资源优于公司，因此公司将菏泽项目以委托管理方式托管给茂业国际经营，委托期限至2013年年底，自委托经营管理之日起至当年年底、2012年、2013年的利润



总额目标分别为 100 万元、1500 万元、3000 万元，达到利润目标公司向茂业国际支付管理费 50 万元、150 万元、300 万元，超过目标则另外向对方支付超额完成部分 12%作为管理费。菏泽市拥有人口 925 万，2010 年 GDP 增速达到 39.6%，增速列山东各市第一。经济快速增长为消费发展提供了强有力的支撑。

- **茂业中心项目。**该项目地处天赋新区地铁 1 号线行政中心站所在地。公司与成都崇德联合建设规划面积为 33.86 万平米的商业体，其中地下一层至地面四层裙楼约为 6.83 万平米的商业物业及地下二层 2.32 万平米地下停车场及对应土地归公司所有。该茂业中心商业裙楼部分主体已经完工，计划于 2011 年 10 月开业，招商谈判工作已全面展开。该项目将以购物中心模式经营，即收取固定租金和联营扣点相结合，计划餐饮、配套占比 50%。该项目预计总投资 4.28 亿，目前公司已投入 2 亿左右，今年该店资本性支出将达到 1 亿元。该项目所处区域是规划中的城市新中心、规划人口 60 万，商业发展潜力巨大。由于该区域目前尚无成熟的商圈环境，我们预计该项目 2013 年可实现盈利。
- **盐市口二期项目。**该项目为自有土地，拿地成本仅为 1.2 亿，公司计划建设一个集商业、酒店、写字楼为一体的综合建筑体。该项目规划建筑面积 15 万平米，其中商业裙楼 3.96 万平米、酒店 4.24 万平米，写字楼 3.89 万平米，地下负一、二层商业、设备房等 1.6 万平米，地下负三层停车场、设备房等 0.8 万平米。该项目计划投资 10 亿元，商业部分投资 3-4 个亿（目前投资 1 个亿）。商业部分计划于 2012 年 5 月试营业，定位为高端精品百货，酒店和写字楼部分预计 2013 年建设完工。该项目位于盐市口商圈核心位置，紧邻盐市口一期项目，预计培育期一年。
- **九眼桥项目。**该项目位于成都东南一环边上，邻近规划中的金融街。项目规划土地面积 17 亩，其中公司自有土地约 14 亩。由于拆迁过程中涉及法律纠纷，将由政府主导拆迁过程，项目投资额预计会增加。拆迁完成后将建设住宅、商业等为一体的地产项目，其中将留 3 万平米的商业面积用于开设百货，住宅项目附近售价约 1 万元/平米。保守预计九眼桥项目可以保证在 2013 年年底前开出。
- **太平洋春熙路店。**该门店经营面积约 2.3 万平米，2010 年实现销售额约为 6.7 亿元，净利润近 8000 万元。公司与太平洋百货签订合同



的第二期协议已于 2010 年年底到期，目前双方经过多次谈判仍就新的租赁条件尚未达成一致，对方已申请仲裁解决。对方的仲裁请求为合同执行到 2014 年年底，利润分配由原来的太平洋百货向公司支付 2600 万元固定收益改为每年支付 2600 万+扣除固定收益后净利润的 50%，保守估计公司春熙路店收益将实现翻倍。若能收回自营，利润贡献将大幅提升。成都中级人民法院已正式受理该起纠纷，但尚未开庭审理。

- **投资建议。**公司预收帐款占营业收入比重约为 5%，受购物卡政策影响小。2011 年公司计划新开门店 2 家，新增商业面积约 12 万平方米（含茂业中心项目）。公司将以每年新增 1-2 家百货门店的速度在成都及其他省内经济实力较强的三、四线城市如自贡、攀枝花、达州等进行拓展。公司可利用的土地资源丰富，主要包括双流机场附近土地约 24 亩、东北二环 103 仓库约 12 亩、南充仓库约 6 亩、简阳小岛约 82 亩、成商宾馆约 6 亩、峨眉山凤凰湖酒店约 10 亩，公司计划在土地资源附近环境成熟后，将其用来开发建设购物中心、百货或超市门店。公司已将 3 家汽车 4s 店全部出售完毕，2011 年将加快对四川新世纪网络、宾馆、物业管理等非主营业务资产的处置和剥离。我们本着保守的原则，暂假定春熙路店不能收回自营，不考虑地产业务对业绩的增厚，预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元和 0.82 元，对应的动态 PE 分别为 24 倍、18 倍和 14 倍，给予“买入”评级。
- **风险因素。**1、新项目开发进度低于预期。2、成都地区新开百货门店较多带来的商业竞争环境恶化。3、投资额扩大带来的财务费用超预期。4、春熙路店不能顺利收回自营。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。