

成商集团 (600828)

增持/维持评级

股价: RMB8.54

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

《积累资源, 蓄势待发》-2012/02/24

《收入增速下滑, 业绩低于预期》

-2011/10/28

《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

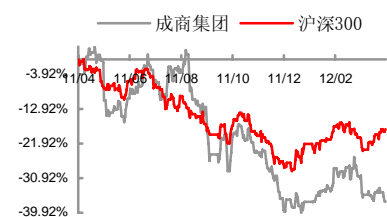
《跨区扩张, 初试身手》-2011/03/22

《不确定中的确定》-2011/03/01

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)	3,664

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

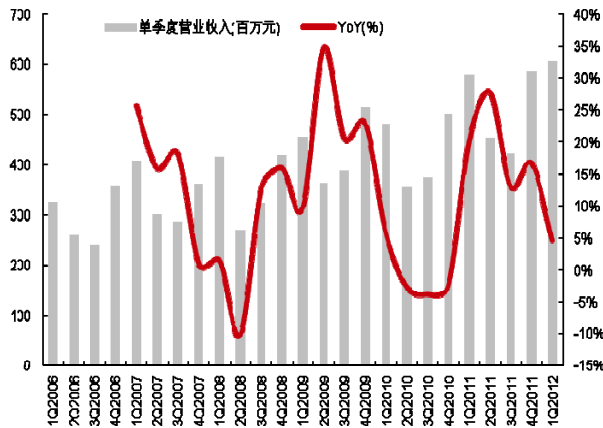
物归原主, 众望所归

- 公司今日发布季报, 1Q12 实现净利润 4679 万元或 EPS=0.107 元, 同比下降 1.8%, 考虑到清江店关店 (产生费用约 350 万元) 及菏泽店并表 (估算一季度亏损约 150 万元), 剔除上述因素, 公司实际可比净利润增速约 8.6% (春熙路店暂确认租金收入 600 万元, 与去年同期确认方式一致)。
- 1Q12 实现收入 6.06 亿元, 同比增长 4.6%, 足见经济放缓抑制消费意愿及家电收入大幅下滑影响。其中成都老店疲软, 收入同比下降 4.8%; 外埠地区同比增长 16.1%。一季度毛利率上升 1.59 个百分点至 22.65%, 费用率上升 1.58 个百分点至 11.31% (其中销售费用率上升 1.39 个百分点)。
- 一季报最为惊喜之处在于春熙路店纠纷案终获仲裁结果, 双方互让一步促成了历史遗留问题的解决。仲裁判决双方合作于 2012 年 4 月 20 日终止, 并自该日起对合作企业进行清算, 意味着公司成功收回春熙路店; 而对于 2011 年 1 月 1 日到终止日期期间的利润分配, 双方将重新协商确定。不管如何分配, 都是对过往业绩的回溯调整, 而该店的收回将大幅增加公司未来业绩, 并提升公司在成都地区的市场份额。
- 春熙路店与成都王府井店以天桥相连, 客流量佳, 但受制于物业条件, 未来增长趋于平稳。根据远东百货年报披露, 春熙路店 09-10 年收入分别为 7 亿、7.7 亿, 扣除租金后净利润分别为 8300 万、7900 万, 净利率均超过 10%。而 11 年受纠纷案影响, 该店净利润仅 6500 万左右。我们认为该店收回经营后, 有望重回正常经营水平, 贡献净利润约 8000 万元 (假设收入 8 亿元, 扣除租金后的净利率 10%)。
- 这一净利润贡献将增厚业绩约 4000 万元 (之前我们在最悲观假设下, 即接受太平洋方面提出的 2600 万租金+扣除租金后净利润 50%分成的方案, 年均净利润贡献在 6000 万左右)。考虑到该店正处于清算交接期, 且可能面临部分品牌调整, 有一定的不确定性, 我们暂维持 12 年 EPS=0.51 元不变, 但上调 13-14 年 EPS 至 0.7、0.86 元 (不含盐市口二期酒店、写字楼部分收益), 13 年动态估值仅 12X, 增持评级不变。
- 风险提示: 整体消费低迷; 春熙路店清算调整期较长。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,040.2	2,241.1	3,911.9	4,489.7
(+/-%)	19.3	9.9	74.6	14.8
归属母公司净利润(百万元)	195.7	225.1	307.7	378.0
(+/-%)	41.5	15.0	36.7	22.8
EPS(元)	0.45	0.51	0.70	0.86
P/E(倍)	19.1	16.7	12.2	9.9

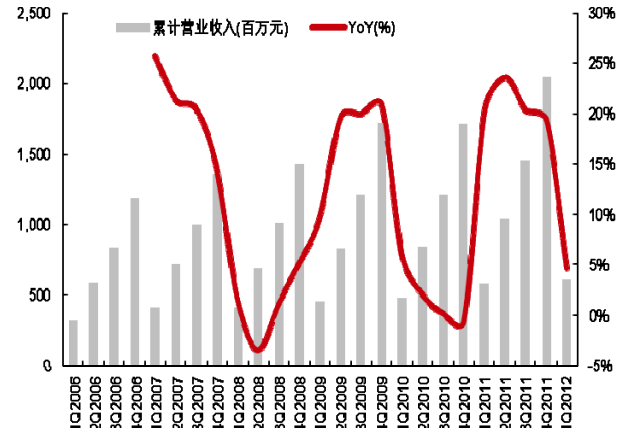
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 成商集团季度收入 (百万元)



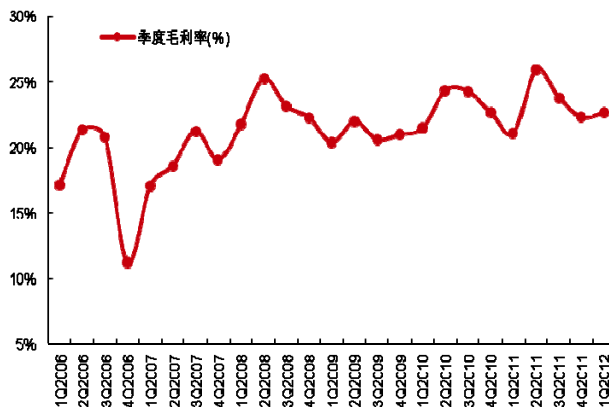
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 2: 成商集团季度累计收入 (百万元)



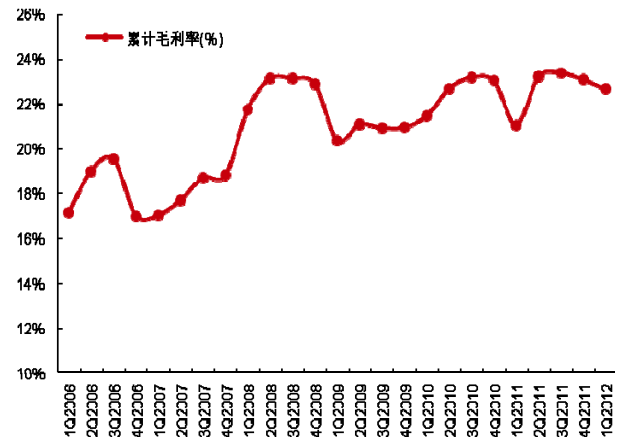
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 3: 成商集团季度毛利率



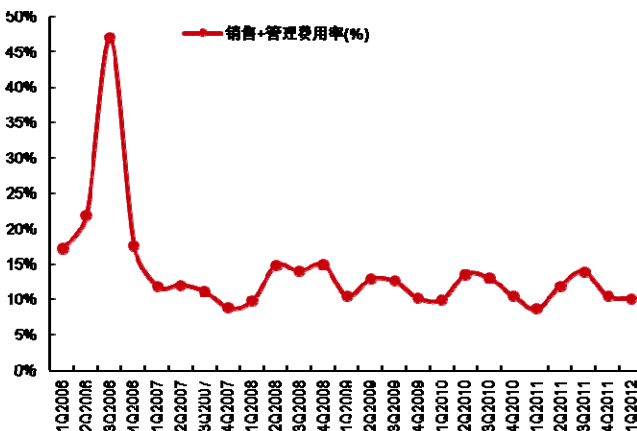
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 4: 成商集团季度累计毛利率



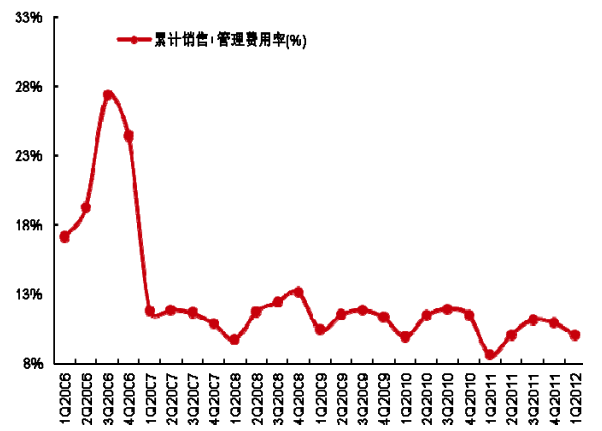
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 5: 成商集团季度销售+管理费用率



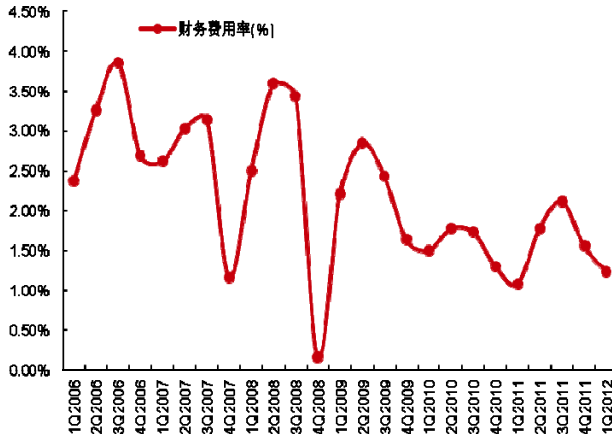
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 6: 成商集团季度累计销售+管理费用率



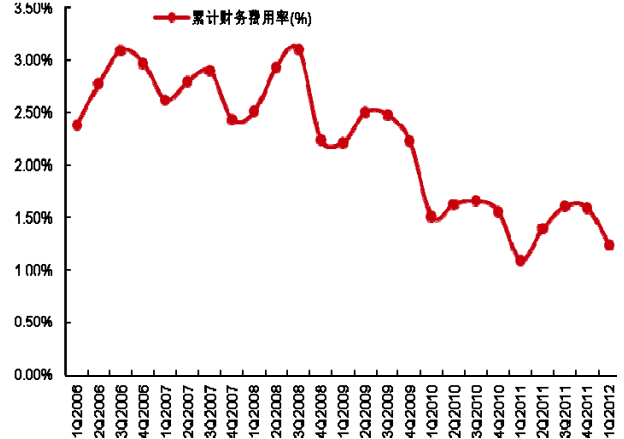
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 7: 成商集团季度财务费用率



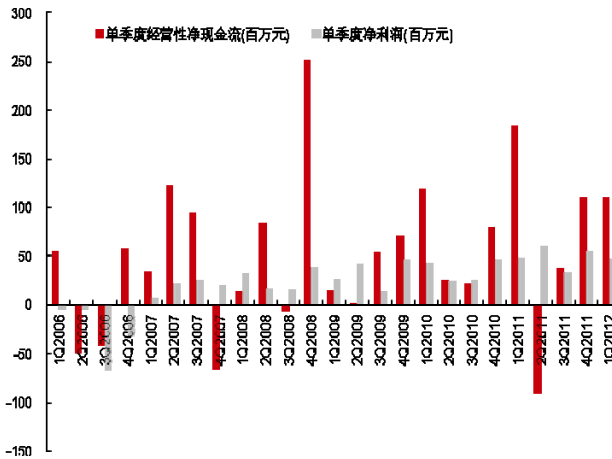
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 8: 成商集团季度累计财务费用率



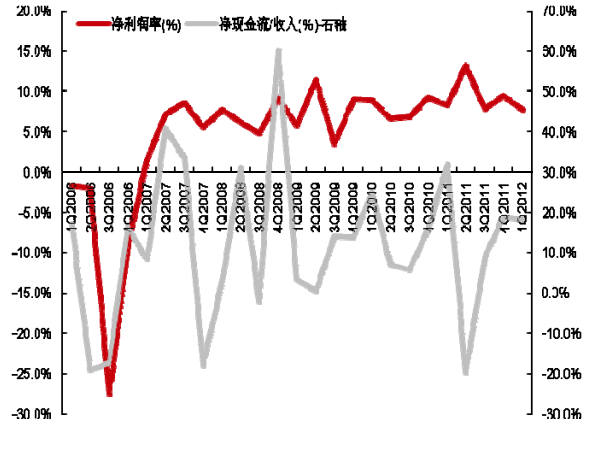
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 9: 成商集团季度净经营性现金流 (百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 10: 成商集团季度净现金流/收入



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、经济持续低迷抑制消费意愿;
- 2、春熙路店清算、调整期较长。

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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	467	446	1,403	1,208	营业收入	2,040	2,241	3,912	4,490
现金	118	112	816	601	营业成本	1,569	1,704	3,024	3,480
应收账款	7	10	15	18	营业税金及附加	34	34	59	67
其他应收款	144	90	156	180	营业费用	190	197	352	398
预付账款	8	34	60	70	管理费用	34	36	74	81
存货	187	199	354	339	财务费用	32	45	33	27
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	1	(6)	33	11
非流动资产	1,626	1,920	2,238	2,250	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	214	214	214	214	投资净收益	78	67	71	75
固定资产	471	514	1,141	1,502	营业利润	257	299	408	500
无形资产	321	310	299	288	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	620	882	583	245	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2,094	2,366	3,640	3,458	利润总额	259	299	408	500
流动负债	712	758	1,722	1,159	所得税	61	72	98	120
短期借款	50	158	0	0	净利润	198	227	310	380
应付账款	342	341	605	696	少数股东损益	2	2	2	2
其他流动负债	320	259	1,117	463	归属母公司净利	196	225	308	378
非流动负债	556	556	556	556	EBITDA	329	449	575	711
长期借款	546	546	546	546	EPS (元)	0.45	0.51	0.70	0.86
其他非流动负	9	9	9	9					
负债合计	1,268	1,313	2,277	1,715	主要财务比率				
少数股东权益	31	33	35	38	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	439	439	439	439	成长能力				
资本公积	30	30	30	30	营业收入	19.3%	9.9%	74.6%	14.8%
留存收益	326	551	859	1,237	营业利润	42.5%	16.5%	36.4%	22.7%
归属母公司股	826	1,053	1,363	1,743	归属母公司净利	41.5%	15.0%	36.7%	22.8%
负债和股东权	2,094	2,366	3,640	3,458	获利能力				
					毛利率(%)	23.1%	24.0%	22.7%	22.5%
					净利率(%)	9.6%	10.0%	7.9%	8.4%
					ROE(%)	24.6%	22.1%	23.2%	22.2%
					ROIC(%)				
					偿债能力				
					资产负债率(%)	60.6%	55.5%	62.6%	49.6%
					净负债比率(%)	54.04	60.38	27.89	37.03
					流动比率	0.66	0.59	0.81	1.04
					速动比率	0.39	0.33	0.61	0.75
					营运能力				
					总资产周转率	1.10	1.01	1.30	1.26
					应收账款周转率	321.57	255.55	308.73	274.04
					应付账款周转率	5.26	4.99	6.40	5.35
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.45	0.51	0.70	0.86
					每股经营现金流	0.55	0.50	2.87	(0.18)
					每股净资产(最	1.81	2.32	3.03	3.89
					估值比率				
					P/E	19.1	16.7	12.2	9.9
					P/B	4.7	3.7	2.8	2.2
					EV/EBITDA	15.0	11.1	9.1	6.9

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。