

成商集团 (600828)  
增持/维持评级

股价: RMB6.24

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

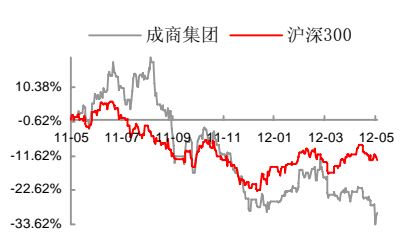
相关研究

- 《物归原主, 众望所归》-2012/04/26
- 《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)	570
流通 A 股(百万股)	570
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	3,480

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

# 控股股东低位增持

- 公司今日公告, 其控股股东深圳茂业商厦: 1) 于 5 月 24-25 日增持公司股份约 723 万股, 占总股本约 1.27% (增持后持股比例达到 68.04%); 2) 拟在未来 6 个月内 (自 5 月 24 日起算) 继续以不超过每股 7 元的价格增持公司股份, 投入金额不超过 2 亿元, 累计增持不超过 5% 的股份 (含已增持股份在内); 3) 同时承诺增持计划实施期间及法定期限内不减持股份。
- 备受关注的春熙路店纠纷案已获仲裁结果, 判决公司自 2012 年 4 月 20 日起收回该店。长期来看, 该店的成功收回意味着公司未来业绩的确定性增量以及在成都地区市场份额的提升; 短期来看, 该店利润分配重新协商及清算费用可能对过往业绩进行回溯调整, 并对今年业绩造成一定负面影响。
- 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 万元, 净利率均超过 10%。尽管该店收回后可能进行品牌调整及装修升级, 但考虑到极佳的区位优势, 我们保守估计 2013 年有望重回正常经营水平, 即收入 7 亿元, 净利润 9000 万元 (扣除租金后净利润 7000 万元+租金扣税约 2000 万元)。
- 而从短期来看, 受纠纷案影响, 春熙路店 2011 年净利润大幅下降至 5200 万元 (远东年报披露), 而成商此前对于该店利润的确认是以预期净利润 6500 万元为基数, 因此 2011 年业绩存在向下回溯调整的可能。
- 展望 2012 年, 我们悲观假设春熙路店全年扣除租金后净利润 5000 万元, 且前 4 个月公司仅收租金 (后 8 个月获全部利润), 则该店业绩贡献约 5300 万元。但考虑资产清算产生的相关费用及赔偿, 全年业绩存在下调可能性。
- 2011 年公司扣非扣除太平洋店影响的净利润约 1.35 亿元, 我们测算这部分业务 12-13 年分别同比增长 15% 和 20%, 加上 12-13 年春熙路店利润贡献 3300 万 (假设清算产生费用 2000 万)、9000 万元, 则 12-14 年按新股本测算 EPS=0.33、0.49 和 0.6 元 (不含盐市口二期酒店、写字楼部分收益), 13 年动态估值仅 12.5X, 增持评级不变。
- 风险提示: 经济放缓, 消费持续低迷; 春熙路店经营低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,040.2	2,649.0	3,753.2	4,293.0
(+/-%)	19.3	29.8	41.7	14.4
归属母公司净利润(百万元)	195.7	186.0	278.2	340.6
(+/-%)	41.5	(5.0)	49.5	22.4
EPS(元)	0.45	0.33	0.49	0.60
P/E(倍)	13.7	18.7	12.5	10.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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
<b>流动资产</b>	467	530	1,258	1,045	<b>营业收入</b>	2,040	2,649	3,753	4,293
现金	118	132	698	468	营业成本	1,569	2,032	2,875	3,294
应收账款	7	12	15	17	营业税金及附加	34	40	56	64
其他应收款	144	106	150	172	营业费用	190	254	342	378
预付账款	8	41	57	66	管理费用	34	45	68	77
存货	187	238	336	321	财务费用	32	46	34	28
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	1	3	20	10
<b>非流动资产</b>	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	19	10	10
固定资产	471	514	1,141	1,502	<b>营业利润</b>	257	248	369	451
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
<b>资产总计</b>	2,094	2,450	3,496	3,295	<b>利润总额</b>	259	248	369	451
<b>流动负债</b>	712	880	1,646	1,102	所得税	61	59	89	108
短期借款	50	198	0	0	净利润	198	188	280	343
应付账款	342	406	575	659	少数股东损益	2	2	2	2
其他流动负债	320	276	1,071	443	归属母公司净利	196	186	278	341
<b>非流动负债</b>	556	556	556	556	EBITDA	329	448	598	727
长期借款	546	546	546	546	EPS (元)	0.45	0.33	0.49	0.60
其他非流动负	9	9	9	9					
<b>负债合计</b>	1,268	1,436	2,201	1,658	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	31	33	35	38	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	439	570	570	570	<b>成长能力</b>				
资本公积	30	30	30	30	营业收入	19.3%	29.8%	41.7%	14.4%
留存收益	326	380	659	999	营业利润	42.5%	-3.5%	48.9%	22.3%
归属母公司股	826	1,014	1,294	1,637	归属母公司净利	41.5%	-5.0%	49.5%	22.4%
<b>负债和股东权</b>	2,094	2,450	3,496	3,295	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	23.1%	23.3%	23.4%	23.3%
					净利率(%)	9.6%	7.0%	7.4%	7.9%
					ROE(%)	24.6%	19.0%	22.1%	21.3%
					ROIC(%)				
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	60.6%	58.6%	63.0%	50.3%
					净负债比率(%)	54.04	58.03	28.85	38.32
					流动比率	0.66	0.60	0.76	0.95
					速动比率	0.39	0.33	0.56	0.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.10	1.17	1.26	1.26
					应收账款周转率	321.57	273.45	282.64	273.61
					应付账款周转率	5.26	5.43	5.86	5.34
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.45	0.33	0.49	0.60
					每股经营现金流	0.55	0.44	2.14	(0.05)
					每股净资产(最	1.81	1.72	2.21	2.80
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.7	18.7	12.5	10.2
					P/B	3.4	3.5	2.8	2.2
					EV/EBITDA	11.7	10.8	8.4	6.5

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。