

分析师：张丽华
执业证书编号：S0050510120019
Tel：010-59355982
Email：zhanglh@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



成商集团 (600828. SH)

投资收益减少导致净利润大幅下滑

投资要点

● 公司上半年实现营业收入10.85亿元，较上年同期增长5.10%；实现营业利润1.07亿元，较上年同期减少22.98%；实现归属于上市公司股东的净利润7669.91万元，较上年同期减少28.58%，剔除非经常性损益的影响，较上年同期减少28.09%。每股收益0.13元。

● **投资收益减少、关店导致净利润大幅下滑：**上半年收入略有增长的情况下，净利润大幅下滑主要原因为：一是由于清江店终止经营产生赔偿及清理费用约350万元；二是公司现无法对应收成都商厦太平洋百货有限公司的收益金额做出合理估计，故未确认应收成都商厦太平洋百货有限公司收益，而去年同期公司确认收益3011.82万元。

● **门店调整效果显现：**上半年公司绵阳兴达店、龙泉店等门店进行了调改，绵阳地区收入增长6.12%；其它三线城市门店业绩也表现平稳：其中南充模范街店，上半年实现了扭亏为盈，南充地区整体收入增速2.98%；山东菏泽店收入大幅提升，亏损进一步减小。此外，公司关闭了开店以来连续亏损的清江店，以提升现有门店的整体盈利能力，促进公司内部资源的进一步优化配置。不过受竞争加剧的影响，成都地区营业收入下降了3.43%。

● **毛利率略有增长，销售费用率提高：**上半年公司毛利率相比去年同期略有增长，同时费用率为12.12%，较上年同期增长0.65个百分点，主要是由于销售费用增长较快造成，销售费用率为9.2%，增长了0.76个百分点。

● **盈利预测与评级：**收回的春熙路店及盐市口、茂业中心、九眼桥等多个在建项目，为未来打开了成长空间，我们预测公司2012、2013年每股收益0.32元、0.40元，给予“增持”评级。风险提示：春熙路店利润确认存在一定不确定性；成都商业竞争加剧，新项目进展或延缓、培育期或延长。

商业贸易

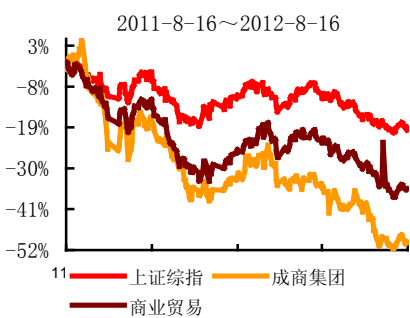
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	增持
目标价格：	5.5

市场数据

市价(元)	4.99
上市的流通A股(亿股)	5.69
总股本(亿股)	5.70
52周股价最高最低(元)	4.75-13.71
上证指数/深证成指	2118.94/9048.61
2011年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2040.16	2162.57	3243.85	4054.81
增长率(%)	19.26	6.00	50.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	195.73	182.83	226.62	281.07
增长率(%)	41.52	-6.59	23.95	24.03
毛利率(%)	23.07	22.90	23.10	23.15
净资产收益率(%)	24.62	18.70	18.58	18.55
EPS(元)	0.45	0.32	0.40	0.49
P/E(倍)	14.54	16	13	10
P/B(倍)	3.66	3	2	2

来源：公司年报、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	467.22	306.73	433.27	721.34
现金	118.40	-2.14	-29.49	143.05
应收账款	7.45	11.85	17.77	22.22
其它应收款	144.33	148.12	222.18	277.73
预付账款	8.30	11.85	17.77	22.22
存货	187.44	137.04	205.03	256.12
其他	1.30	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1626.28	2024.14	2337.83	2619.37
长期投资	214.45	284.45	299.45	314.45
固定资产	1292.42	1612.47	1902.52	2162.56
无形资产	105.37	105.37	105.37	105.37
其他	14.04	21.85	30.50	36.99
资产总计	2093.51	2330.86	2771.11	3340.71
流动负债	712.29	830.77	977.18	1210.35
短期借款	50.00	50.00	50.00	50.00
应付账款	347.36	205.56	307.54	384.18
其他	314.93	575.21	619.64	776.17
非流动负债	555.60	485.25	535.02	572.39
长期借款	546.47	442.00	485.14	521.29
其他	9.13	43.25	49.88	51.10
负债合计	1267.89	1316.02	1512.20	1782.74
少数股东权益	30.59	32.44	34.88	37.87
归属母公司股东权益	795.03	977.86	1219.48	1515.55
负债和股东权益	2093.51	2326.31	2766.56	3336.16

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	391.27	345.16	600.32	666.44
净利润	455.08	182.83	241.62	296.07
折旧摊销	53.30	179.95	209.95	239.95
财务费用	32.45	35.69	44.61	55.77
投资损失	-77.52	-70.00	-15.00	-15.00
营运资金变动	-72.03	16.69	119.13	89.65
投资活动现金流	-310.35	-500.00	-500.00	-500.00
资本支出	-350.39	-500.00	-500.00	-500.00
筹资活动现金流	-101.53	3.76	-142.00	-5.81
短期借款	187.38	39.45	-97.39	49.96
长期借款	546.469	442.00	485.14	521.29
现金净增加额	124.68	118.40	-2.14	-29.49

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2040.16	2162.57	3243.85	4054.81
营业成本	1569.33	1667.34	2494.52	3116.12
营业税金及附加	34.28	38.93	58.39	72.99
营业费用	189.50	206.53	301.68	379.13
管理费用	34.39	41.09	53.52	67.31
财务费用	32.45	35.69	44.61	55.77
资产减值损失	0.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	77.52	70	15	15
营业利润	256.84	243.00	306.13	378.50
营业外收支	2.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	258.97	243.00	306.13	378.50
所得税	60.93	58.32	77.07	94.44
净利润	198.04	184.68	229.06	284.06
少数股东损益	2.31	1.85	2.44	2.99
归属母公司净利	195.73	182.83	226.62	281.07
EPS (元)	0.4461	0.32	0.40	0.49

主要财务比率

成长能力

营业收入	19.26%	6.00%	50.00%	25.00%
营业利润	42.54%	-5.39%	25.98%	23.64%
归属母公司净利	41.52%	-6.59%	23.95%	24.03%
获利能力				
毛利率	23.08%	22.90%	23.10%	23.15%
净利率	9.71%	8.54%	7.06%	7.01%
ROE	24.62%	18.70%	18.58%	18.55%

偿债能力

资产负债率	60.56%	56.46%	54.57%	53.36%
流动比率	65.59%	36.92%	44.34%	59.60%
速动比率	39.28%	20.43%	23.36%	38.44%

每股指标(元)

每股收益	0.45	0.32	0.40	0.49
每股经营现金	1.93	1.70	2.96	3.28
每股净资产	1.45	1.78	2.21	2.73

估值比率

P/E	11	16	13	10
P/B	3	3	2	2

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。