



**谨慎
买入**

12% ↑

目标价格: 人民币 5.75
原目标价格: 人民币 5.40

600828.CH

价格: 人民币 5.13

目标价格基础: 12倍14年市盈率

板块评级: 中立

成商集团

业绩高于预期, 出售南充店获得1.06亿元收益是主因

2014年上半年公司实现营业收入11.34亿元, 同比增长1.68%; 归属母公司净利润1.65亿元, 同比大增99.29%, 全面摊薄每股收益为0.29元, 公司扣非后净利润为8,192万元, 同比下降1.85%, 扣非后每股收益为0.14元。全面摊薄每股收益高于我们0.16元每股收益的盈利预测, 主要原因是报告期内公司出售孙公司成商集团南充商业有限公司的100%股权, 获得1.06亿元收益。我们上调2014年每股收益预测至0.49元(原为0.35元), 维持2015-16年每股收益0.36和0.38元, 上调目标价至5.75元, 对应2014年12倍市盈率, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **新增门店使公司上半年主营业务收入略有增长, 但净利润小幅下滑:** 报告期内公司百货业务实现营业收入10.36亿元, 同比增长2.15%, 主要原因是2013年4季度新开业两家新店: 茂业百货春熙店和茂业天地。新开门店使得成都地区营收同比增长16.03%, 实现营收6亿元。但其他大部分地区营收均出现下滑, 南充地区实现营收2.13亿元, 同比下降4.68%, 主要原因是南充地区模范街店由自营转为整体物业出租, 使报告期内收入下降; 此外报告期内关闭了泸州白塔店, 使得其他地区收入下滑97.78%。公司已于今年6月起对茂业百货春熙店除1楼以外的所有楼层进行硬件升级改造, 并对门店品牌进行相应升级, 计划于2014年年底完成。
- **2季度营收增速环比1季度放缓, 扣非后净利润下滑12.4%:** 报告期内2季度实现营收4.96亿元, 同比增长0.06%, 环比1季度营收增速2.97%有所放缓, 2季度公司实现净利润1.13亿元, 同比增长227%, 主要原因是公司出售南充店100%股权获得1.06亿元收益所致, 扣除这部分影响, 2季度公司扣非后净利润3,028万元, 同比下降12.4%, 我们认为新店对利润的侵蚀是主要原因。
- **毛利率略降0.67个百分点, 费用率增长1.2个百分点:** 毛利率方面, 报告期内公司综合毛利率同比增0.67个百分点至21.93%。期间费用率方面, 公司期间费用率同比增加1.2个百分点至12.16%, 其中销售、管理、财务费用率同比分别提升0.01、0.84和0.35个百分点至8.52%、2.42%和1.22%。管理费用增长主要原因是新店使得折旧摊销费用增加。财务费用的增长主要原因是2013年下半年在建工程转固使得费用化利息增加。

评级面临的主要风险

- 新店开业拖累公司业绩。

估值

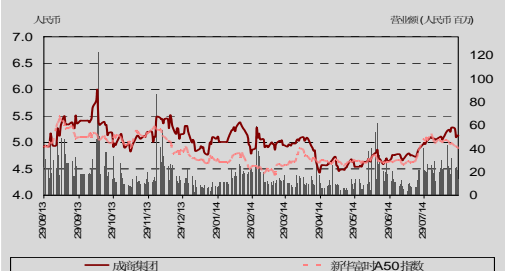
- 我们上调2014年每股收益预测至0.49元(原为0.35元), 维持2015-16年每股收益0.36和0.38元, 将目标价由5.40元上调至5.75元, 对应2014年12倍市盈率, 维持谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	2,146	2,212	2,280	3,181	3,563
变动(%)	5.2	3.1	3.1	39.5	12.0
净利润(人民币 百万)	151	205	279	204	219
全面摊薄每股收益(人民币)	0.288	0.359	0.490	0.358	0.384
变动(%)	(23.0)	35.7	36.6	(26.9)	7.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.432	0.426	0.531
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.350	0.358	0.384
调整幅度(%)	-	-	40.0	0.0	0.0
核心每股收益(人民币)	0.288	0.359	0.490	0.358	0.384
变动(%)	(23.0)	35.7	36.6	(26.9)	7.1
全面摊薄市盈率(倍)	17.3	13.9	10.1	13.9	13.0
核心市盈率(倍)	17.3	13.9	10.1	13.9	13.0
每股现金流量(人民币)	0.39	0.37	0.19	0.62	0.61
价格/每股现金流量(倍)	12.7	13.4	26.6	8.1	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	11.5	14.2	8.8	7.7
每股股息(人民币)	0.030	0.090	0.049	0.036	0.039
股息率(%)	0.6	1.8	1.0	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.4)	3.4	10.6	6.4
相对新华富时A50指数	(2.7)	6.8	6.2	7.3

发行股数(百万)	570
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	2926
3个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2014E)	22
主要股东(%)	
茂业商厦	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年8月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

林琳

(8621) 2032 8527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090005

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变化(%)
营业收入	1,115.28	1,133.97	1.68
-营业税及附加	18.99	16.11	(15.18)
净营业收入	1,096.28	1,117.86	1.97
营业成本	863.23	885.29	2.56
销售费用	94.91	96.63	1.81
管理费用	17.66	27.46	55.51
营业利润	116.19	212.32	82.74
非经常性项目	2.34	83.03	
经常性投资收益	(1.85)	0.00	
净财务费用	9.68	13.79	42.49
利润总额	119.30	211.32	77.14
所得税	36.93	46.93	27.06
少数股东损益	(0.41)	(0.56)	36.65
归属母公司股东净利润	82.77	164.95	99.29
扣除非经常性损益的净利润	80.43	81.92	1.85
每股收益(元)	0.145	0.289	99.29
扣非后每股收益(元)	0.141	0.144	1.85
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	22.60	21.93	
经营利润率	10.42	18.72	
净利润率	7.42	14.55	
扣非后净利率	7.21	7.22	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	2,146	2,212	2,280	3,181	3,563
销售成本	(1,637)	(1,656)	(1,707)	(2,408)	(2,708)
运营费用	(281)	(262)	(147)	(443)	(492)
息税折旧前利润	251	342	414	324	356
折旧与摊销	51	73	27	39	51
营业利润 (息税前利润)	201	269	387	284	306
净利息收入(费用)	(19)	(16)	(4)	(10)	(11)
税前利润	203	284	387	284	306
所得税	(54)	(80)	(106)	(78)	(84)
少数股东损益	1	0	(1)	(2)	(3)
净利润	151	205	279	204	219
核心净利润	151	205	279	204	219
每股收益(人民币)	0.288	0.359	0.490	0.358	0.384
核心每股收益(人民币)	0.288	0.359	0.490	0.358	0.384
每股派息(人民币)	0.030	0.090	0.049	0.036	0.039
收入增长率(%)	5.2	3.1	3.1	39.5	12.0
息税前利润增长率(%)	n.a.	36.0	21.0	(21.7)	10.0
息税折旧前利润增长率(%)	n.a.	34.2	43.6	(26.4)	7.5
每股收益增长率(%)	n.a.	24.5	36.6	(26.9)	7.1
核心每股收益增长率(%)	n.a.	24.5	36.6	(26.9)	7.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	203	284	387	284	306
折旧与摊销	51	73	27	39	51
净利息费用	(20)	(17)	(39)	(45)	(57)
运营资本变动	378	458	415	449	398
税金	(54)	(80)	(106)	(78)	(84)
其他经营现金流	(476)	(664)	(634)	(534)	(536)
经营活动产生的现金流	223	211	107	352	349
购买固定资产净值	0	0	(250)	(250)	(200)
投资减少/增加	245	212	(23)	(1)	(1)
其他投资现金流	(401)	(303)	282	10	10
投资活动产生的现金流	(156)	(91)	9	(241)	(191)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(89)	(149)	0	0	0
支付股息	(18)	(17)	(51)	(28)	(21)
其它筹资现金流	63	17	(1)	(19)	(104)
筹资活动产生的现金流	(62)	(165)	(57)	(57)	(135)
现金余额变动	5	(45)	59	54	23
年初现金	128	78	137	191	214
公司自由现金流	68	122	115	111	158
股权自由现金流	(41)	(44)	112	101	147

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	128	78	137	191	214
应收帐款	11	11	13	18	20
库存	181	189	166	236	266
其它流动资产	249	201	316	441	494
流动资产合计	430	391	482	677	760
固定资产	448	840	1,124	1,382	1,577
无形资产	311	402	382	363	344
其它长期资产	1,042	678	592	565	539
长期资产合计	1,802	1,920	2,098	2,309	2,460
总资产	2,232	2,311	2,580	2,986	3,219
应付账款	333	391	341	482	542
短期借款	120	25	128	144	86
其它流动负债	356	433	428	500	530
流动负债合计	808	849	897	1,125	1,157
长期借款	458	309	309	309	309
其他长期负债	9	9	0	0	0
股本	570	570	570	570	570
储备	358	545	773	949	1,147
股东权益	928	1,116	1,344	1,520	1,718
少数股东权益	(1)	(0)	1	2	3
负债权益总计	2,232	2,311	2,580	2,986	3,219
每股账面价值 (人民币)	1.63	1.96	2.36	2.66	3.01
每股有形资产 (人民币)	1.03	1.20	1.64	1.98	2.36
净负债/(现金) (人民币)	3.53	3.31	2.19	1.37	0.85

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	13.0	16.6	19.9	11.6	11.6
息税前利润率	10.7	13.3	18.7	10.4	10.2
税前利润率	9.5	12.8	17.0	8.9	8.6
净利率	7.0	9.2	12.3	6.4	6.1
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
利息覆盖率	11.8	18.0	114.0	33.6	32.6
净权益负债率(%)	48.5	23.0	22.3	17.2	10.5
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	17.3	13.9	10.1	13.9	13.0
核心业务市盈率	17.3	13.9	10.1	13.9	13.0
目标价对应核心业务市盈率	23.4	18.8	13.8	18.9	17.6
市净率	3.1	2.5	2.1	1.9	1.7
价格/现金流	12.7	13.4	26.6	8.1	8.1
企业价值/息税折旧前利润	15.3	11.5	14.2	8.8	7.7
周转率					
存货周转天数	30.8	31.2	26.5	27.1	27.2
应收帐款周转天数	1.9	1.8	2.1	2.1	2.1
应付帐款周转天数	74.2	86.2	73.0	73.0	73.0
回报率(%)					
股息支付率	11.5	25.2	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	16.2	18.3	20.8	13.4	12.7
资产收益率	6.7	8.8	10.8	6.8	6.8
已运用资本收益率	10.6	14.2	17.7	12.3	12.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371