

2015-06-29

张露  
C0055@capital.com.tw  
目标价(元)

## 成商集团 (600828. SH)

BUY 买入

12 大股东资产注入，控股比例提高至 89%

### 公司基本资讯

产业别	商业贸易		
A 股价(2015/6/26)	8.63		
上证指数(2015/6/26)	4192.87		
股价 12 个月高/低	8.68/4.66		
总发行股数(百万)	570.44		
流通 A 股数(百万)	569.82		
总市值(亿元)	49.23		
主要股东	深圳茂业商厦有限公司(68.06%)		
每股净值(元)	2.16		
股价/账面净值	3.99		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.0	11.1	85.1

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
-	-	-

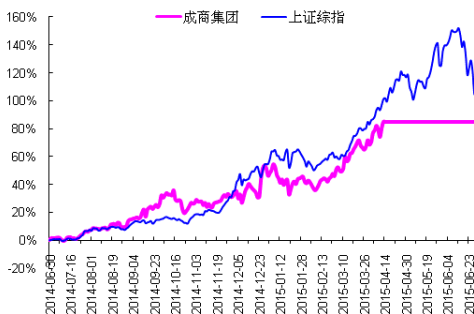
### 产品组合

商业零售	100%
------	------

### 机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	68.1%
------	-------

### 股价相对大盘走势



### 结论与建议:

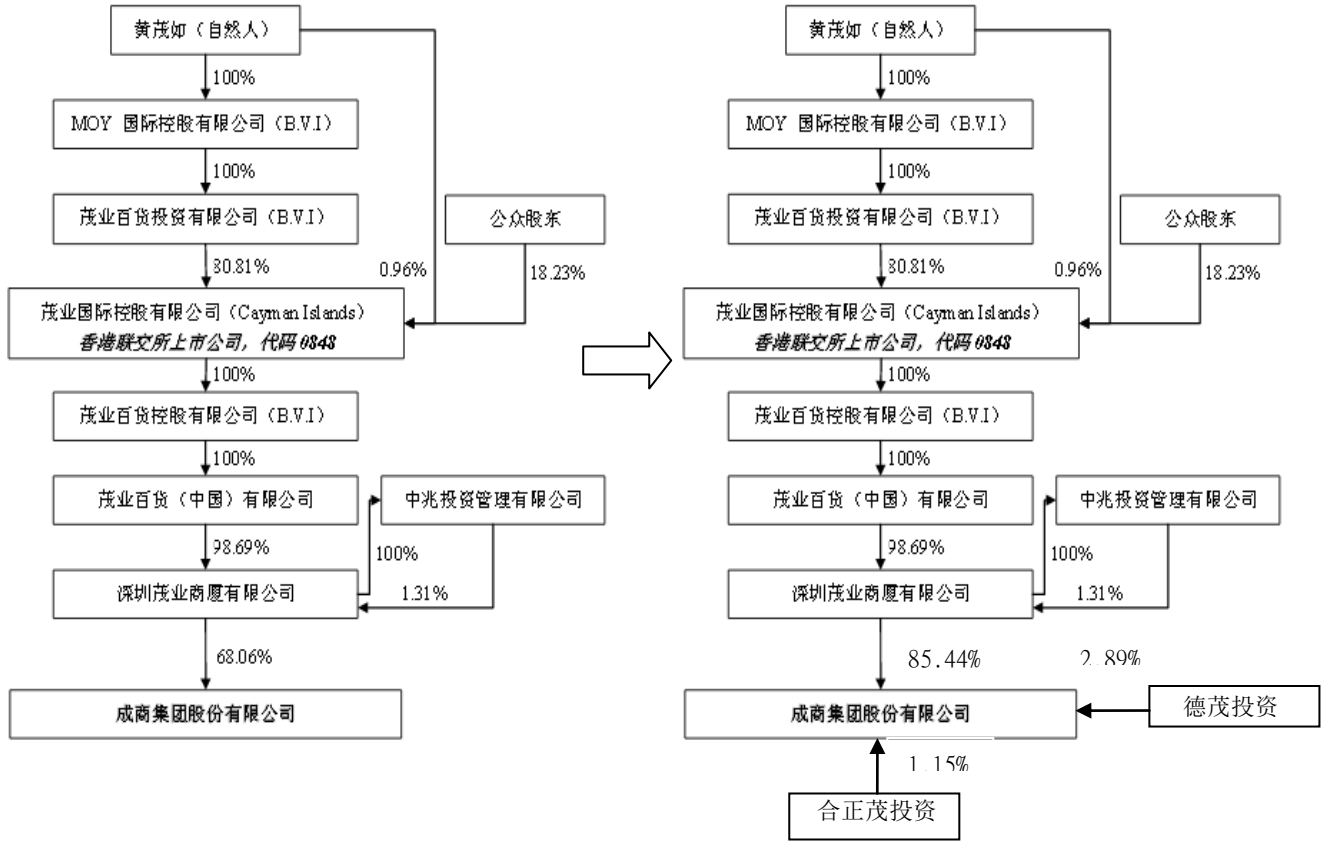
公司公布定增预案，拟向大股东茂业商厦及其一致行动人注入旗下华南地区商业资产，公司盈利能力明显提升，给予买入建议。

- **定向增发计划:** 公司公布定增预案，拟向大股东茂业商厦及其一致行动人以 7.37 元/股的价格发行约 11.61 亿股，注入总价约 85.6 亿元的茂业国际华南区域百货业务板块，大股东对公司的控股比例将由之前的 68.06% 提升至 89.48%。
- **注入资产分析:** 此次注入的资产为茂业商厦持有的和平茂业、深南茂业、东方时代茂业和珠海茂业 100% 股权，以及华强北茂业 77% 股权；向德茂投资和合正茂投资发行股份，购买其分别持有的华强北茂业 16.43% 和 6.57% 的股权。上述资产 2014 年实现营收 45.55 亿元，净利润 6.1 亿元。根据交易对方的业绩承诺，若今年年底前完成上述资产注入，拟注入资产 2015-2017 年度对应的实际净利润合计数额将不低于 6.61、7.25 和 7.92 亿元，YOY 分别增长 8.4%、9.7% 和 9.2%，对应交易价格 PE 为 12.95、11.8 和 10.8 倍。
- **公司经营:** 受到消费不景气和网购冲击，公司近期的内生增长明显放缓，外延扩张培育期拉长，使得公司利润出现小幅衰退。2014 和 2015 年 1Q 公司分别实现营收 20.67 和 5.83 亿元，YOY 下降 6.57% 和 8.59%，净利润 1.94 和 0.36 亿元，YOY 下降 5.04% 和 29.27%。从行业情况来看，5 月份百家重点大型零售企业零售额同比增长 2.8%，增速同比高 2.9 个百分点，行业呈现筑底企稳迹象，有利于公司业绩的改善。
- **盈利预测:** 此次注入资产为大股东优质资产，盈利能力较强，我们预计公司 2015-2017 年将实现净利润 8.07、8.29 和 8.84 亿元，分别同比增长 0.38%、2.72% 和 6.72%，目前股价对应的 PE 为 18.5、18 和 16.9 倍，低于同行业 2015 年 35 倍 PE 的平均水平，且注入资产使得公司利润提升明显，给予买入的投资建议。

..... 接续下页 .....

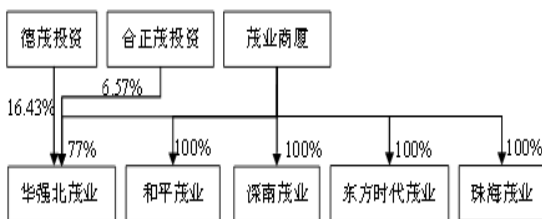
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	151	204	804	807	829	884
同比增减	%	-10.19%	35.72%	293.11%	0.38%	2.72%	6.72%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.343	0.358	1.409	0.466	0.479	0.511
同比增减	%	-25.15%	4.40%	293.11%	-66.93%	2.72%	6.72%
A 股市盈率 (P/E)	X	25.14	24.08	6.12	18.52	18.03	16.89
股利 (DPS)	RMB 元	0.03	0.09	0.1	0.2	0.2	0.25
股息率 (Yield)	%	0.35%	1.04%	1.16%	2.32%	2.32%	2.90%

图、资产注入前后公司股权结构

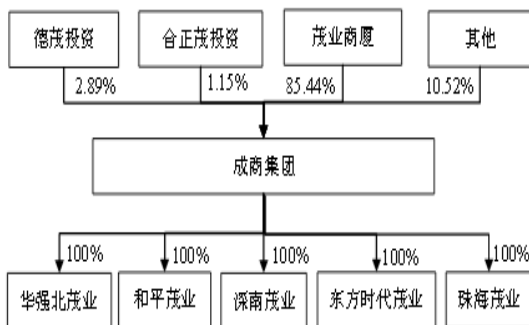


图、拟注入资产股权变更情况

本次交易前，拟注入资产的股权结构图如下：



本次交易后，预计的股权结构图如下：





预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,146	2,212	6,622	6,946	7,293	7,876
经营成本	1,637	1,656	5,033	5,262	5,506	5,955
营业税金及附加	35	53	86	93	95	102
销售费用	201	173	397	424	438	480
管理费用	41	69	66	90	88	95
财务费用	28	24	66	45	88	95
投资收益	7	37	127	20	25	30
营业利润	201	269	1,100	1,051	1,104	1,180
营业外收入	5	15	3	30	3	3
营业外支出	2	0	1	4	1	1
利润总额	203	284	1,102	1,077	1,106	1,182
所得税	54	80	298	270	277	295
少数股东损益	1	0	1	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	151	204	804	807	829	884

#### 附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	128	78	1,590	1,807	2,017	2,218
应收账款	116	111	1,109	1,164	1,222	1,283
存货	181	189	2,174	2,391	2,630	2,893
流动资产合计	430	391	4,878	5,512	6,020	6,545
长期股权投资	212	137	800	816	832	849
固定资产	448	840	4,303	4,733	5,206	5,727
在建工程	660	364	856	1,027	1,233	1,480
非流动资产合计	1,802	1,920	5,931	6,976	7,672	8,455
资产总计	2,232	2,311	10,810	12,489	13,691	15,000
流动负债合计	808	849	4,099	10,000	12,813	14,238
非流动负债合计	467	318	1,945	445	200	200
负债合计	1,275	1,167	6,044	10,445	13,013	14,438
少数股东权益	29	28.83	86.23	22	23	24
股东权益合计	928	1,144	4,766	2,021	656	538
负债及股东权益合计	2,232	2,311	10,810	12,489	13,691	15,000

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	223	211	546	574	602	632
投资活动产生的现金流量净额	-156	-91	-130	-144	-158	-174
筹资活动产生的现金流量净额	-62	-165	-194	-213	-234	-258
现金及现金等价物净增加额	5	-45	163	217	210	201

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证@。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。