

成商集团

600828

增持/ 维持评级

股 价 2010-01-21
RMB28.27

基础数据

总股本 (百万股)	203
流通 A 股 (百万股)	202
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	5721

财务数据

市净率 (X)	12.54
TRACING P/E (X)*	48.07
EPS (元)	0.4
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

《稳健进取 快速发展》-成商集团 1
月 18-1 月 20 日调研系列报告

《励精图治 渐入佳境》-1 月 5 日

相关研究

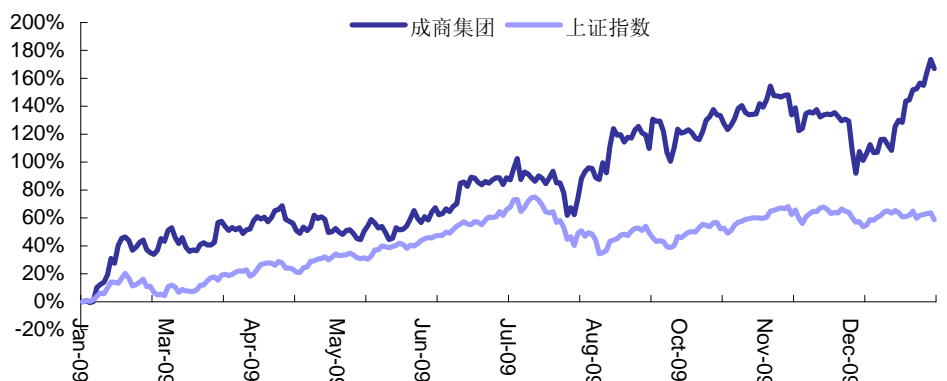
积极进取 稳健发展

成商集团调研快报之三

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1425.5	1207.7	1879	2490	4595
(+/-%)	5.1	19.9	31.8	32.5	84.5
归属母公司净利润(百万元)	102.3	81.3	126	165	339
(+/-%)	41.3	26.7	57.8	37.3	78.0
EPS(元)	0.50	0.40	0.62	0.81	1.67
P/E(倍)	56.1	70.7	31.6	24.1	11.7

- 茂业国际进入公司后通过国有员工改制等措施整治、受让劣质资产和收回历史债务等来改善公司的治理结构，目前公司的管理效率和资产盈利能力有很大的提升。
- 通过与公司管理层的沟通，我们认为公司的管理层是一个专业、敬业和有干劲的团队，高管对公司未来网点布局战略极具前瞻性。优秀的管理团队与公司优质资源的结合，为其未来业绩的高增长埋下伏笔。
- 目前公司的主要门店都在进行大规模的品牌结构调整，例如盐市口一期从 2009 年开始至今，已引进 100 多个新品牌，品牌结构的调整短期内将限制单店平销的增长，但随着新引进品牌逐步成熟，平销后续提升空间较大。
- 公司通过中长期贷款已经全部还清于大股东之间的资金拆借，目前公司的贷款中大部分为 10 年期的长期贷款，公司的债务结构更加稳定，这也为其未来快速扩张提供基础。
- 考虑到收回太平洋百货春熙路店、盐市口二期项目、九眼桥项目等外延式扩张和已有门店盈利改善推动下，我们维持“增持”的投资评级，预计 2009-2011 年 EPS 为 0.62/0.81/1.67 元。

最近 52 周股价表现



分析师

吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhqz.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhqz.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhqz.com

根据 2010 年 1 月 18 日-1 月 20 日对成商集团 3 天的实地调研,我们对公司未来的业绩高成长的预期更有信心。

- 茂业国际对公司未来发展战略具有很强的前瞻性。其进入公司后通过国有员工改制等措施整治、受让劣质资产和收回历史债务等来改善公司的治理结构,目前公司的管理效率和资产盈利能力有很大的提升。
- 通过与公司总部和分公司领导的交流,我们认为公司的管理层是一个专业、敬业和有干劲的团队,公司高管对未来发展规划有清晰的判断,而且量力而行。此外公司对供零关系维护也比较重视,例如南充分公司正在推行对供应商、门店人员的佣金返还的奖励。随着茂业国际股权激励的逐步落实,我们认为公司未来的治理结构将更加稳定。
- 南充和绵阳新店的地理位置优势和品牌优势尚未完全体现,同时加上盐市口一期目前正在进行大规模的品牌调整,盐市口店 2009 年至今已引进 100 个新品牌。随着当地居民对新店和新引进品牌认知度的提升,公司的单店平销未来仍有很大的提升空间。
- 公司未来业绩的增长主要来自 3 个方面: 1、对已有门店的升级和改造; 2、对公司存量土地的开发(公司目前拥有 103、208 仓库土地面积 10 多亩,杨柳桥土地、成都宾馆等地块)。3、通过股权收购、租赁等方式在 2、3 线城市的核心商圈开拓新店。
- 目前公司的贷款中大部分是中长期贷款,其中有 5 个亿的贷款是 10 年期的长期贷款,公司已经全部还清茂业国际的资金拆借,公司的债务结构更加稳定。
- 考虑到收回太平洋百货春熙路店、盐市口二期项目、九眼桥项目等外延式扩张和已有门店盈利改善推动下,我们维持公司“增持”的投资评级,预计 2009-2011 年 EPS 为 0.62/0.81/1.67 元。

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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	320	550	571	1090	营业收入	1426	1828	2108	4102
现金	66	127	97	190	营业成本	1101	1424	1584	3073
应收账款	6	21	23	43	营业税金及附加	23	30	35	67
其它应收款	68	211	243	469	营业费用	140	179	202	386
预付账款	50	50	52	95	管理费用	46	55	61	111
存货	129	141	154	292	财务费用	32	38	69	92
其他	1	2	1	2	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	1144	1806	2281	2657	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	197	197	155	137	投资净收益	29	20	27	10
固定资产	427	986	1454	1812	营业利润	109	122	184	383
无形资产	358	374	386	397	营业外收入	7	30	4	4
其他	162	249	286	311	营业外支出	1	8	1	1
资产总计	1463	2356	2852	3747	利润总额	115	144	187	386
流动负债	908	1114	1485	2125	所得税	14	17	23	47
短期借款	141	0	450	793	净利润	101	127	165	340
应付账款	256	377	411	782	少数股东损益	-1	-0	0	0
其他	511	738	624	550	归属母公司净利润	102	127	165	340
非流动负债	160	720	671	643	EBITDA	180	218	349	595
长期借款	160	720	670	620	EPS (元)	0.50	0.62	0.81	1.67
其他	0	0	1	23					
负债合计	1068	1834	2155	2745	主要财务比率				
少数股东权益	18	18	18	18	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	203	203	203	203	成长能力				
资本公积	174	174	185	185	营业收入	5.1%	28.2%	15.4%	94.6%
留存收益	-1	126	290	595	营业利润	0.0%	11.7%	51.2%	102.7%
归属母公司股东权益	377	503	679	984	归属于母公司净利润	41.3%	23.7%	30.1%	101.0%
负债和股东权益	1463	2356	2852	3747	获利能力				
					毛利率	22.8%	22.1%	24.9%	25.1%
现金流量表					净利率	7.2%	6.9%	7.8%	8.1%
					ROE	27.2%	25.2%	24.3%	33.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	30.0%	15.3%	14.0%	19.4%
经营活动现金流	342	373	181	413	偿债能力				
净利润	101	127	165	340	资产负债率	73.0%	77.9%	75.6%	73.3%
折旧摊销	39	58	96	129	净负债比率	30.04%	41.25%	53.66%	52.82%
财务费用	32	38	69	94	流动比率	0.35	0.49	0.38	0.51
投资损失	-29	-20	-27	-10	速动比率	0.21	0.37	0.28	0.38
营运资金变动	181	192	-136	-187	营运能力				
其它	17	-22	16	47	总资产周转率	1.05	0.96	0.81	1.24
投资活动现金流	-277	-708	-553	-494	应收账款周转率	46	74	91	118
资本支出	333	700	600	500	应付账款周转率	4.94	4.50	4.02	5.15
长期投资	0	1	-42	-18	每股指标 (元)				
其他	56	-7	5	-12	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.62	0.81	1.63
筹资活动现金流	-70	396	343	170	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.69	1.83	0.89	2.03
短期借款	-105	-141	450	343	每股净资产 (最新摊薄)	1.85	2.48	3.34	4.84
长期借款	-20	560	-50	-50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	38.86	31.43	24.15	12.01
资本公积增加	1	0	11	0	P/B	10.56	7.91	5.86	4.04
其他	54	-23	-68	-123	EV/EBITDA	28	23	14	8
现金净增加额	-5	61	-28	89					

数据来源: 联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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，还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。