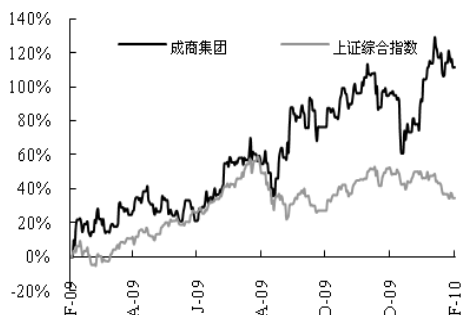


商业零售
Retail Business

2010 年 2 月 8 日

成商集团 (600828)**——蓄势待发，业绩提升空间巨大****评级：谨慎增持****市场数据** 2010 年 2 月 5 日

当前价格 (元)	26.71
52 周价格区间 (元)	12.62 -29.70
总市值 (百万)	5426.08
流通市值 (百万)	5405.14
总股本 (万股)	20315
流通股 (万股)	20236
日均成交额 (百万)	39
近一月换手 (%)	13.39
Beta (2 年)	0.71
第一大股东	深圳茂业商厦有限公司
公司网址	www.cps.cn

一年期收益率比较

表现%	1m	3m	12m
成商集团	10.4	7.7	111.6
上证综指	-7.9	-7.4	34.8

魏芳
李嫻春 (协助)
+86 755 21515593
liy@jyq.cn

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1425.51	1775.20	2165.64	3707.91
增长率(%)	5.12%	24.53%	21.99%	71.22%
归属母公司股东净利润	102.35	128.17	161.72	284.71
增长率(%)	41.29%	25.23%	26.18%	76.05%
每股收益 (EPS)	0.504	0.631	0.796	1.401
销售毛利率	22.76%	21.61%	23.14%	23.99%
销售净利率	7.12%	7.22%	7.47%	7.68%
净资产收益率 (ROE)	27.18%	25.39%	23.87%	29.59%
投入资本回报率 (ROIC)	25.21%	24.02%	17.39%	27.44%
市盈率 (P/E)	53.02	42.34	33.55	19.06
市净率 (P/B)	14.41	10.75	8.01	5.64

- 公司是茂业国际在西南地区商业连锁扩张的主要平台，目前拥有 10 家门店，其中成都 5 家，绵阳和南充各 2 家，泸州 1 家。
- **盐市口店是公司目前的主力门店。**该店位于成都盐市口商圈的核心位置，是茂业国际入主成商之后，将老人民商场重新装修改造而成，定位为中高端百货，使用“茂业百货”的品牌。该店是公司目前收入和利润的主要来源。
- **未来业绩增长点之一：现有门店的内生性增长。**在公司现有门店中，盐市口店和绵阳兴达店未来提升空间相对更大。预计盐市口店和兴达店未来三年净利润增速分别在 15%和 30%以上。
- **未来业绩增长点之二：太平洋春熙路店经营权收回预期。**若公司能够顺利收回春熙路店的经营权，并利用周边自有物业进行扩场，则 11 年保守估计可实现营业收入 8-9 亿元，净利润 8 千万左右。而从 12 年开始，随着消费者对“茂业百货”品牌的逐渐熟悉和接受，收入和利润都将有大幅提升，按照目前太平洋春熙路店 3-4 万元的坪效和对面王府井的 4 万元坪效计算，营业收入有望达到 12 亿元以上，净利润 1.3-1.5 亿元。
- **未来业绩增长点之三：存量地产项目的开发。**主要是茂业中心、盐市口二期和九眼桥项目，但要到 2012 年以后才能开始贡献业绩。
- **未来业绩增长点之四：其他外延性扩张。**作为茂业系在西部地区进行商业拓展的主要平台，公司未来的拓展区域主要集中在四川省内，但也不排除省外扩张的可能。拓展方式上主要采用收购、自建和租赁三种模式。
- **安全边际：地产重估价值巨大。**公司一个比较突出的特点就是“地产+百货”，拥有大量的物业权益。不考虑在建的盐市口二期、茂业中心和九眼桥项目，公司现有的物业权益可折合每股约 26.86 元，具有一定的安全边际。
- **投资建议。**在春熙路经营权可以顺利收回的前提下，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.63 元、0.8 元和 1.4 元，对应 42 倍、34 倍和 19 倍 PE。但考虑到 2010 年的估值略有偏高，且春熙路经营权能否顺利收回尚不能完全确定，因此给予“谨慎增持”评级。
- **风险提示：**春熙路经营权未能顺利收回，则 11 年业绩将低于预期；实际控制人风险，有可能对公司的管理层结构及经营管理产生一定的负面影响。

盐市口店是公司目前的主力门店

公司是茂业国际在西南地区商业连锁扩张的主要平台，目前拥有 10 家门店，其中成都 5 家，绵阳和南充各 2 家，泸州 1 家。

08 年公司确立了“茂业百货+人民商场”双品牌发展战略。“茂业百货”主推精品、时尚、流行的中高端商品，并提供相对应的高品质服务，倾力打造都会新时尚，满足各类白领、金领阶层的需求。“人民商场”定位于生活化的社区型百货，主要开设在核心商圈及社区居民集中地，满足社区居民日常生活消费。

表 1 门店基本情况

		地区	开业时间	经营面积（平方米）	物业情况
茂业百货	盐市口店	成都	1953 年 6 月	40674	自有
	兴达店	绵阳	2009 年 4 月	19884	自有
人民商场	北站店	成都	1987 年 5 月	4100	自有
	武侯店	成都	1996 年 10 月	12500	租赁
	温江店	成都	2005 年 1 月	6500	租赁
	龙泉店	成都	2009 年 9 月	约 8000	租赁
	五星店	南充	2001 年 11 月	19530	自有
	模范街店	南充	2008 年 9 月	21124	自有
	白塔店	泸州	2003 年 9 月	13845	租赁
	临园店	绵阳	2008 年 1 月	13780	自有
	清江店	成都	预计 2010 年 2 月	约 5000	租赁

资料来源：茂业国际公告，金元证券研究所

盐市口店是公司目前的主力门店。该店位于成都盐市口商圈的核心位置，是茂业国际入主成商之后，将老人民商场重新装修改造而成，定位为中高端百货，使用“茂业百货”的品牌。由于老人民商场在成都地区已经深入人心，因此新的品牌仍需要一定的适应和接受阶段。该店目前的销售状况一般，08 年实现销售收入 5.5 亿元左右，预计 09 年在 6 亿元以上，坪效相对还比较低，仍有较大的提升空间。

由于该店物业是老人民商场的自有物业，基本已折旧完，主要是一些装修费用的摊销。08 年税前利润约 1 亿元，预计 09 年在 1.15 亿元左右。

公司其他门店中，除 09 年 4 月开业的绵阳兴达店（该店目前仍在培育期，未能贡献业绩）使用“茂业百货”品牌之外，均为“人民商场”社区百货。

“人民商场”门店的超市收入比重在 1/3 左右，定位相对较低，单店收入和利润占公司总体收入和利润比重较小。但其中的南充五星店，尽管目前仍使用“人民商场”品牌，实际经营和定位却更接近于“茂业百货”。

五星店目前在南充商业中排名第一，成商系统内部目前仅次于成都的盐市口店。该店一直以来的一个特色就是家电收入占比高。家电销售占整个南充市场的 40%以上，相当于当地国美和苏宁家电销售的总和。主要由于人民商场品牌多年的沉淀和当地的消费习惯。家电销售占该店销售收入的三分之一，由于家电类商品的平均毛利率在 7%-8%左右，因此该店的整体毛利率偏低，大概在 17-18%左右。

由于五星店已经是比较成熟的门店，未来成长空间相对较小，主要依赖于品牌升级和结构调整。预计该店 09 年销售 2.3 亿元左右，未来收入增速 10%-15%。另外，旁边的重庆新世纪百货近期已开业，所以会对该店造成一定的压力。从目前来看打折力度不大，未来预计折扣力度会加大，因此预计毛利率也不会有太大的提升。

未来业绩增长点之一：现有门店的内生性增长

在公司现有门店中，盐市口店和绵阳兴达店未来提升空间相对更大。

1、盐市口店。该店目前的坪效在 1.5 万元左右，与附近春熙路商圈的王府井和太平洋相比，有较大的差距(王府井坪效在 4 万元左右，太平洋为 3.5-4 万元)。公司对该店的整改幅度较大，每半年都会进行较大规模的品牌结构调整和升级。09 年以来，该店新引进了 100 多个品牌，客单价和个人进店成交比例均有所提高，因此坪效与上年相比有较大提升。

公司 10 年仍会加大对该店的调改力度，从品牌到店内布局都将有较大的变化。此外，成都地铁 1 号线预计于 10 年 10 月份开始运行，该店所处的位置临近地铁交通枢纽中心-天府广场，未来人气也将会有进一步的提升。预计未来三年该店收入和净利润的复合增长率均在 15%左右。

2、绵阳兴达店。该店位于绵阳人民广场的对面，地理位置优越，于 09 年 4 月重新装修开业，经营面积 19884 平米。物业是于地震后用 2.26 亿元购置的自有物业。该店使用“茂业百货”品牌，定位为中高端时尚精品百货。

该店 09 年整体经营情况不佳，主要是由于开业时间短，且“茂业”品牌

在绵阳地区影响力较小，需要加大打折力度来吸引客流。综合毛利率在 15% 左右，一方面是受打折活动较多的影响；另一方面是由于一楼的化妆品和黄金珠宝类商品销售占比较大，而这部分商品的毛利率一般在 10% 左右。

总体来看，该店目前框架已经搭建完成，但品牌调整还未完全到位。由于该店位置优越，加上绵阳地区是我国国务院建设的唯一的科技城，经济发展水平在四川省各市州中居第二位，西部地市第十位，消费潜力相对较大，因此公司对其也寄予厚望。该店将是未来几年公司业绩的重要增长点，净利润增速将在 30% 以上。预计 10 年可以实现销售收入 2.5 亿元，净利润 1700 万左右。

此外，绵阳地区是国家重要的国防军工科研生产基地，境内有中国工程物理研究院、中国空气动力研究与发展中心、中国燃气涡轮研究所等国防研究院所 18 家；博士后流动工作站 5 个、民营科技实体 300 个。有长虹、九洲国家级技术中心 2 个，双马、东材等省级技术中心 8 个，有长虹、九洲、双马、华晨、华润、双汇等大中型骨干企业 50 家。因此该地区的团购市场较大。目前在团购市场中占据主要份额的是百盛，一年团购部分大概有 4-5 千万左右的收入。公司目前已经开始加大对团购市场的营销投入，近期刚与联通签订了 40 多万的团购合同。

未来业绩增长点之二：太平洋春熙路店经营权收回预期

太平洋春熙路店经营面积 2.3 万平方米左右，公司与太平洋百货合作经营。目前的合作条件是每年太平洋百货向公司支付 2600 万元的租金。

合作协议分为三个阶段。其中第二阶段是到 2010 年结束，因此从年初开始，公司将与太平洋百货开始协商下一阶段合作条件，若双方未能达成共识，合作将结束。

由于目前租金水平太低，因此在协商下一阶段合作条件时存在提租和收回经营权进行自营两种可能。其中收回经营权的可能性相对较大，原因有：首先，公司目前的经营管理团队有能力独立经营该处物业；第二，公司在此处物业旁边还有 1 万多平米的自有物业，经营权收回后经营面积将扩大到 3 万平方米以上；第三，公司在成都地区目前只有盐市口一家“茂业百货”品牌，增加“茂业百货”的门店数量，有利于扩大公司“茂业百货”品牌的知名度

和影响力。

太平洋春熙路店 08 年营业收入 8 亿元左右，扣除 2600 万的租金后，净利润约 7 千万。若公司能够顺利收回春熙路店的经营权，并将经营面积扩大到 3 万平方米以上，11 年保守估计可实现营业收入 8-9 亿元（考虑到装修和品牌转化过度期影响），净利润 8 千万左右。而从 12 年开始，随着消费者对“茂业百货”品牌的逐渐熟悉和接受，收入和利润都将有大幅提升，按照目前太平洋春熙路店 3-4 万元的坪效和对面王府井的 4 万元坪效计算，营业收入有望达到 12 亿元以上，净利润 1.3-1.5 亿元。

未来业绩增长点之三：存量地产项目的开发

公司目前的存量地产开发项目包括盐市口二期、茂业中心项目和九眼桥项目。除此之外，公司还有三处自有物业，分别是 103 仓库（10 多亩地，现在主要做配送中心）、双流附近的一个原来计划做 4S 店的土地（20 多亩），以及南充的一个配送中心（面积比较小）。

1、茂业中心项目。公司与成都崇德投资有限公司（实际控制人为黄茂如）签订协议，拟对成都崇德拥有的位于成都南部的地块共同开发，建设一规划约 33.86 万平方米的商业体。公司主要负责地下一层至地面四层裙楼面积约 6.83 万平米商业物业和地下二层 2.32 万平米地下停车场部分的开发建设。

茂业中心项目位于政府全力打造的天府新城片区，规划总建筑面积 6000 万平米、就业和居住人口 60 万人。随着地铁 1 号线的通车，歌剧院、体育公园等的开工，南部区域商务办公写字楼和世界 500 强企业以及国内外知名企业的进驻，以及片区内的高档住宅小区陆续交房、多个星级酒店的建成，该区域将成为名副其实的城南副中心，乃至成都市政治、经济和文化中心。而茂业中心项目正处于这个核心区的中心，是新城各板块中最先启动的区域，大部分项目已经开工，目前已进入人气提升的阶段。

茂业中心项目整体定位为集“甲级写字楼、高档酒店式公寓及综合购物中心”于一体的都市综合体，而由公司负责开发的商业部分定位为“精品时尚购物中心”，包括综合超市、精品百货、品牌专卖店以及餐饮、娱乐、休闲等多个主题，辅以休闲景观带、商业步行连廊以及多重服务配套设施，吸引行业中的龙头企业入驻，如茶艺、高档中西餐厅、咖啡厅、室内运动场、

美容美体等，满足片区居民与工作者的购物、餐饮、休闲、娱乐等需要。

整个天府新城片区未来的商业竞争也将异常激烈，在建的美美力诚、仁和春天、中航地产的购物中心等都将成为公司未来主要的竞争对手。但另一方面，随着众多商业项目的陆续开业，商圈的整体人气也将得到提升。

从项目目前的进度来看，地下部分已基本完成，预计2011年底可建成开业，2012年开始有望贡献业绩。

表2 茂业中心项目整体规划

	面积(万平方米)		预计投资金额(万元)	时间	进度
商业裙楼	4.7	土地使用权成本	7963	2009年8月底	动工
写字楼	16.75	建设开发成本费用	34839	2010年4月底	裙房封顶(成商集团)
公寓	5.64	转让税金	243	2011年1月底	塔楼主体封顶(成都崇德)
地下一层商业	2.13	前期工程费用	1726	2011年10月底	竣工验收
地下二层	2.32	建安成本费用	28620		
地下三层	2.32	间接开发费用	4250		
总计	33.86	总计	42802		

资料来源：公司公告

注：阴影部分为成商集团负责开发部分；预计投资金额仅为成商集团预计投资金额。

图1 茂业中心项目地块位置



资料来源：公司公告

图2 茂业中心项目道路情况

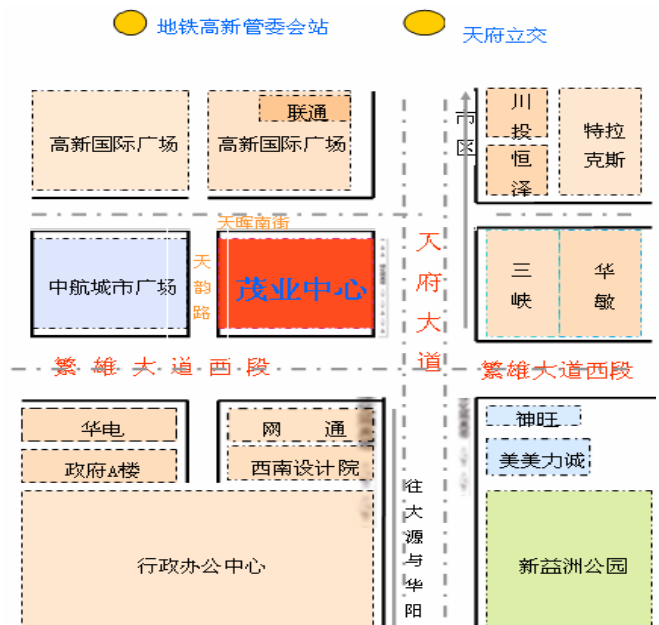


图3 茂业中心项目周边环境



资料来源：公司公告

表3 天府新城片区商业分布

	商家	类型	位置	开业时间	营业面积 (平方米)	车位
在营项目	地卡隆	体育用品	站华路	2007年9月	5000	约370个
	宜家	家居用品	站华路	2006年11月	2.66万	约900个
	欧尚	综超	站华路	2007年10月	1.5万	约600个
	富森美	家居	站华路	2007年底	10万	约2000个
	商家	类型	位置	进度	规模(平方 米)	车位
招商项目	凯丹广场	集中式购物中心	站南路	2009年1月开工	5万	200多个
	天府长城南熙里	邻里型商业中心	天府长城住区配套		8万	
	项目名	开发商	主要商家	预计总商业面积 (平方米)	预计投入使 用时间	
未来项目	荷兰GTC	荷兰GTC、香港泰盈集团	待定	约8万平米	2010年	
	苏宁城南项目	苏宁置业	苏宁电器	约12万平米	2011年	
	南城都汇配套	和记黄埔	计划引入超市	约8万平米	2011年	
	中航城	中航地产	待定	约5万平米	2011年	
	时代晶科中心	九龙仓	待定	约10万平米	2011年	
	铂仕电影城项目	成都铂仕房地产开发公司	太平洋电影院	约14万平米	2011年	
	金润泰商业城	成都瑞泰华实业有限公司	伊藤洋华堂	约28万平米	2012年	
	美美项目	鑫达、大鼎置业与美美力诚 百货有限公司	美美力诚	待定	2012年	
	神旺广场	神旺控股	待定	待定	2012年	
	凯德站南项目	凯德置地	待定	待定	2011年	

资料来源：公司公告

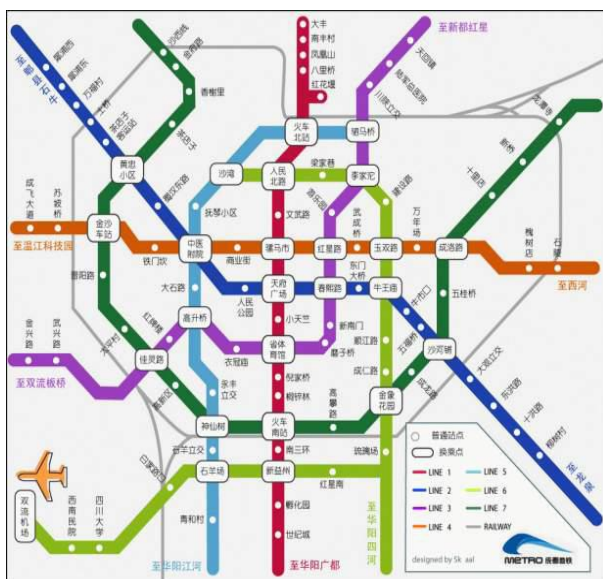
2、盐市口二期。该项目是利用公司的存量土地资源，规划建设暂定为商业、酒店公寓及配套车库为一体的综合性商务楼，项目建设用地面积 1.1 万平方米，总建筑面积 12 万平方米（其中商业 6.5 万平米，酒店公寓 2.8 万平米，地下室 2.7 万平米），预计总投资额约 4 亿元。项目建成后，商业部分主要用于经营高档百货店，酒店公寓部分出租、部分出售（具体比例根据市场环境确定）。

项目位于成都市整个城市的“中心”，“中央商务区”的“中心”以及成都市核心商圈—盐市口商圈的“中心”，临近地铁交通枢纽中心—天府广场，地理位置优越，具有良好的商业与商务氛围。同时，商业部分可与现有的盐市口店相连，进行错位经营，有利于缩短培育期和提升“茂业百货”品牌在成都地区的聚客能力。

项目整体定位为国际化标准、高水平、高档次，给人以现代、时尚、典雅、大气的风格，并以全新的面貌展现在世人面前，成为城市核心区的标志性建筑。

盐市口附近的房价目前基本在 9000 元/平米左右。从项目进度来看，目前也主要是地下部分的开发，地上部分尚需待政府有关部门批准后才能进行开发，预计 2011 年可完工。

图 4 盐市口二期项目交通状况



资料来源：公司公告

图 5 盐市口二期项目周边环境



3、九眼桥项目。该项目位于川大附近，公司自有 70%土地，另外 30%还在拆迁中，所以具体开发时间不确定。公司目前将自有物业租赁给一个灯具城，每年有 300 万左右的租金收入，因此公司并不急于开发，具体规划也还在制定中。

未来业绩增长点之四：其他外延性扩张

作为茂业系在西部地区进行商业拓展的主要平台，公司未来的拓展区域主要集中在四川省内，但也不排除省外扩张的可能。

拓展方式上主要采用收购、自建和租赁三种模式。“人民商场”品牌由于定位为社区百货，超市部分占比在 1/3 左右，因此更加重视规模效应，多采用租赁的方式，可以加快扩张速度，降低成本。而采用“茂业百货”品牌的门店，公司更倾向于自有物业，多采取收购或自建的方式。收购和自建方式对于物业的位置有较高的要求，公司的原则是在一线城市，可以是在核心商圈或次级商圈，而在二线城市，必须是最核心的商圈。从公司收购的南充模范街店和绵阳兴达店的物业情况来看，都位于当地的核心商圈。模范街店尽管目前位置略有点偏，但政府将在附近打造南充地区的商业步行街，未来人气有望得到提升，而兴达店则地处绵阳人民广场对面，是最核心商圈的中心位置。

公司目前拓展的储备项目除了之前提到的茂业中心、盐市口二期和九眼桥项目之外，主要是一些“人民商场”品牌的社区百货。公司 09 年 9 月新开了龙泉店；清江店计划于近期开业。

安全边际：地产重估价值巨大

公司一个比较突出的特点就是“地产+百货”，拥有大量的物业权益。不考虑在建的盐市口二期、茂业中心和九眼桥项目，公司现有的物业权益折合每股约 26.86 元，具有一定的安全边际。

表 4 公司现有物业估值

	建筑面积（万平方米）	重估价值（亿元）
盐市口店	5.39	21.06
北站店	0.72	1.83

南充五星店	2.60	3.22
南充模范街店	2.40	1.00
绵阳临园店	2.17	1.50
绵阳兴达店	2.76	4.00
春熙路店	2.99	10.00
仓库		0.21
酒店		0.70
其他		11.00
总和		54.52
每股(元)		26.86

资料来源：茂业国际招股书，公司公告，金元证券研究所

注：部分物业的重估价值是茂业国际招股书中按照08年2月29日的市场情况评估的价值。

投资建议

茂业国际近期发布了关于认股权计划的公告，但具体方案仍在制定中。股权激励的实施有望成为公司业绩释放的催化剂。此外，考虑到公司目前股本较小，流动性比较差，加上后续项目资金需求较多，不排除未来扩大股本和在资本市场上再融资的可能性。

在春熙路经营权可以顺利收回的前提下，预计公司09-11年EPS分别为0.63元、0.8元和1.4元，对应42倍、34倍和19倍PE。尽管公司具有较高的成长性和自有物业重估价值的安全边际，但考虑到2010年的估值水平略有偏高，且春熙路经营权能否顺利收回尚不能完全确定，因此给予“谨慎增持”评级。

风险提示

1、春熙路经营权未能顺利收回。这种情况下，尽管租金水平将会有所上调，但预计11年业绩仍将低于预期，更重要的是将影响公司12年及以后的成长性。

2、实际控制人风险。尽管公司目前的经营管理和可预见的未来三年内的成长具有相对的独立性，但大股东持股比例较高，同时整个“茂业百货”品牌的运营仍离不开大股东在人才培养、经营管理理念及供应商资源等方面的支持。因此实际控制人风险有可能对公司的管理层结构及经营管理产生一定的负面影响，从而导致业绩低于预期。

表 5: 公司财务报表预测

报表预测 单位: 百万元					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1425.51	1775.20	2165.64	3707.91	收益率				
减: 营业成本	1101.05	1391.61	1664.44	2818.37	毛利率	22.76%	21.61%	23.14%	23.99%
营业税金及附加	23.17	23.08	25.99	37.08	三费/销售收入	15.29%	13.87%	14.37%	13.25%
营业费用	139.71	177.52	216.56	363.38	EBIT/销售收入	10.07%	10.46%	10.57%	10.99%
管理费用	46.34	37.28	49.81	81.57	EBITDA/销售收入	12.83%	15.59%	14.77%	12.87%
财务费用	31.84	31.49	44.87	46.23	销售净利率	7.12%	7.22%	7.47%	7.68%
资产减值损失	2.86	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
加: 投资收益	28.67	20.00	35.00	10.00	ROE	27.18%	25.39%	23.87%	29.59%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.11%	11.32%	11.98%	14.37%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	25.21%	24.02%	17.39%	27.44%
营业利润	109.20	134.22	198.97	371.28	增长率				
加: 其他非经营损益	6.23	30.00	5.00	5.00	销售收入增长率	5.12%	24.53%	21.99%	71.22%
利润总额	115.43	164.22	203.97	376.28	EBIT 增长率	-8.07%	29.33%	23.22%	78.08%
减: 所得税	13.94	36.06	42.24	91.57	EBITDA 增长率	-8.77%	51.25%	15.58%	49.24%
净利润	101.49	128.17	161.72	284.71	净利润增长率	41.44%	26.29%	26.18%	76.05%
减: 少数股东损益	-0.86	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	19.97%	15.54%	16.40%	48.48%
归属母公司股东净利润	102.35	128.17	161.72	284.71	股东权益增长率	37.79%	34.03%	34.20%	42.03%
资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	经营营运资本增长	-179.35	59.01%	-133.71	69.97%
货币资金	43.04	17.75	21.66	37.08	资本结构				
应收和预付款项	123.51	342.64	222.31	741.45	资产负债率	72.19%	69.34%	66.45%	67.72%
存货	129.26	97.08	173.64	284.76	投资资本/总资产	35.71%	61.92%	58.09%	60.16%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	13.76%	43.32%	32.60%	37.78%
长期股权投资	196.87	196.87	196.87	196.87	流动比率	0.34	0.57	0.40	0.75
投资性房地产	64.63	53.71	42.78	31.85	速动比率	0.19	0.45	0.23	0.55
固定资产和在建工程	439.92	569.10	948.29	1277.47	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	380.31	342.22	304.13	266.04	资产管理效率				
其他非流动资产	42.34	21.17	0.00	0.00	总资产周转率	1.00	1.08	1.13	1.31
资产总计	1419.88	1640.54	1909.66	2835.52	固定资产周转率	3.34	4.37	5.62	10.18
短期借款	141.00	162.49	187.37	218.60	应收账款周转率	241.02	50.29	144.58	52.15
应付和预收款项	704.02	624.78	835.35	1174.74	存货周转率	8.52	14.34	9.59	9.90
长期借款	160.00	330.25	226.27	506.80	业绩和估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E
其他负债	20.00	20.00	20.00	20.00	EBIT	143.59	185.71	228.84	407.51
负债合计	1025.02	1137.52	1268.99	1920.13	EBITDA	182.95	276.72	319.84	477.35
股本	203.15	203.15	203.15	203.15	NOPLAT	117.94	121.78	176.63	304.38
资本公积	174.41	174.41	185.34	185.34	净利润	102.35	128.17	161.72	284.71
留存收益	-0.95	127.22	288.94	573.65	EPS	0.504	0.631	0.796	1.401
归属母公司股东权益	376.61	504.77	677.43	962.14	BPS	1.854	2.485	3.335	4.736
少数股东权益	18.25	18.25	18.25	18.25	PE	53.02	42.34	33.55	19.06
股东权益合计	394.86	523.02	695.68	980.39	PB	14.41	10.75	8.01	5.64
负债和股东权益合计	1419.88	1660.54	1964.66	2900.52	PS	3.81	3.06	2.51	1.46
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	EV/EBIT	38.70	31.97	25.60	15.14
经营性现金净流量	346.17	-68.03	493.20	81.15	EV/EBITDA	30.37	21.46	18.32	12.93
投资性现金净流量	-276.78	-127.50	-385.32	-346.25	EV/NOPLAT	47.12	48.75	33.17	20.27
筹资性现金净流量	-70.33	170.25	-103.98	280.53	EV/IC	10.96	5.84	5.28	3.62
现金流量净额	-0.93	-25.29	3.90	15.42	ROIC-WACC	25.21%	21.29%	15.32%	25.05%

资料来源: WIND, 金元证券研究所

附：成都地区商圈介绍

成都地区目前主要有春熙路、盐市口和骡马市三大核心商圈，以及双楠、城南、会展、西大街、建设路、光华等比较成熟的区域商圈。未来，随着城市向东向南的发展战略实施，城东副中心和城南副中心将产生区域核心商圈。

春熙路商圈位于中央商务区，是成都现有最大的零售街区，占地 300 亩。现有物业有王府井百货、太平洋春熙新馆、第一城、伊藤洋华堂春熙店、伊势丹百货、时代百盛、西武百货、胜道体育用品商场等。未来主要项目包括群光百货、国金中心、E G O潮流广场、三益公、春熙商汇等。目前街铺租金约 800-1800 元/平米/月；商店约 100-500 元/平米/月。

盐市口商圈是成都最核心的商业腹地，占地 220 亩。现有物业有新世界百货、茂业百货、仁和春天百货（人东店）、摩尔百盛、北京华联、财富中心、美美力诚、美美百货天一店。未来主要项目包括国际商城、仁恒置地广场、新成百大楼（在建）、仁和春天二期、茂业百货盐市口二期。目前街铺租金约 500-800 元/平米/月；商店约 150-300 元/平米/月。

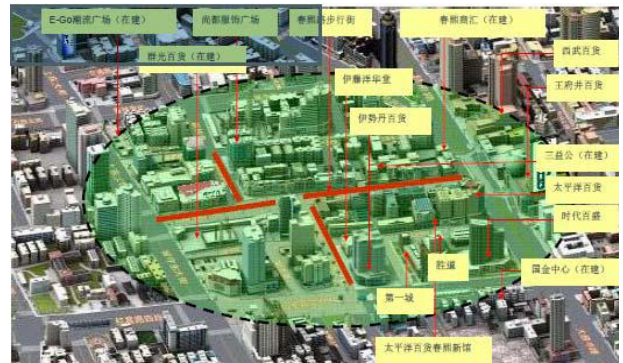
骡马市商圈是成都第三大繁荣商圈，占地 860 亩。现有物业有太平洋百货、铂金时代、罗马国际、家乐福八宝店、新城市广场、熊猫城。目前街铺租金水平约 300-500 元/平米/月；商店约 100-250 元/平米/月。

附图 1：成都地区目前的商圈分布情况



资料来源：公司公告

附图 2：春熙路商圈概况

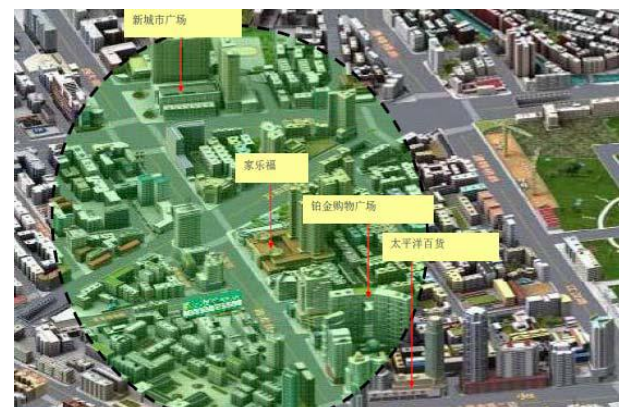


附图 3：盐市口商圈概况



资料来源：公司公告

附图 4：骡马市商圈概况



金元证券股票投资评级标准：**增持：股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上；****中性：股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%—10%；****减持：股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上。**

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2009. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.