

## 成商集团 (600828)

# 殷实经营 迎接拐点

## —2009 年年报点评

### 增持/ 维持评级

股价: RMB29.99

#### 分析师

吴红光

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

李珊珊

+755-82364411 liss@lhqz.com

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhqz.com

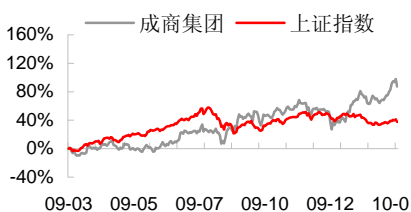
#### 相关研究

《积极进取 稳健发展》—成商集团调研系列报告  
《励精图治 渐入佳境》—2010/01/07  
《积极拓展 趋势向好》—2009/08/06  
《远见才能卓识》—2009/07/05

#### 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)	6069

#### 与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 2009 年公司实现营业收入 17.2 亿元, 比上年同期增长 20.82%; 归属母公司净利润 1.27 亿元, 同比增长 24.91%; 扣除非经常性损益后净利润同比增长 44.1%, 达到 9950 万元, 公司业绩符合预期。单从四季度来看, 公司单季经营性净利润达到 4658 万元, 占全年 46.8%, 经营状况强劲回升。
- 2009 年公司打折促销力度加大, 从而导致综合毛利率为 20.94%, 比上年同期下降了 1.82 个百分点。其中, 百货零售主营业务毛利率为 16.95%, 比上年同期减少了 2.18 个百分点。公司的期间费用控制良好, 三项费用率为 13.58%, 同比下滑了 1.71%, 其中管理费用同比减少了 32%。在毛利率略有下滑的背景下, 公司通过严格的费用控制, 保障了主业净利润的平稳上升, 这也从侧面反映公司管理水平日益提高。
- 分区域来看, 成都地区的百货业务保持稳定发展, 成都地区百货净利润实现两位数的增长, 超出我们此前预期。绵阳和南充地区分别实行净利润 -1204 万元和 623 万元, 较去年同期下滑 373%和 55%。我们认为大规模的品牌调整和新开门店带来的一次性摊销费用, 是导致绵阳和南充地区业绩下滑的主要原因。
- 我们认为 2010 年公司业绩增长主要来自两方面: 1、随着南充和绵阳新店的地理位置优势和新引进品牌优势逐步体现, 南充和绵阳地区 2010 年有望开始进入业绩释放期。2、盐市口一期门店 2009 年引进 100 个新品牌, 随着当地居民对新引进品牌认知度的提升, 2010 年盐市口一期单店平销将有较大的提升空间。
- 如公司成功收回太平洋春熙路店、在盐市口二期、茂业中心项目外延扩张和已有门店盈利提升推动下, 公司未来 3 年均处于高速成长期, 预计收入增速达 48%; 考虑到盐市口二期、茂业中心和九眼桥项目同时启动带来的资金压力, 如 2010 年公司能通过资本市场融资, 将大大减少公司财务费用。
- 我们预计公司 2010-2011 年销售收入为 17.7 亿/33.9 亿元, 实现归属母公司净利润 1.64 亿/3.4 亿元, 折合 EPS 0.81/1.67 元/股。考虑到公司未来业绩的高成长性, 维持“增持”的投资评级。

#### 经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1425.5	1722	1770	3628
(+/-%)	5.1	20.8	2.8	105
归属母公司净利润(百万元)	102.3	128	164	343
(+/-%)	41.3	24.9	28.4	109.3
EPS(元)	0.50	0.63	0.81	1.67
P/E(倍)	59.5	31.1	37.0	17.9

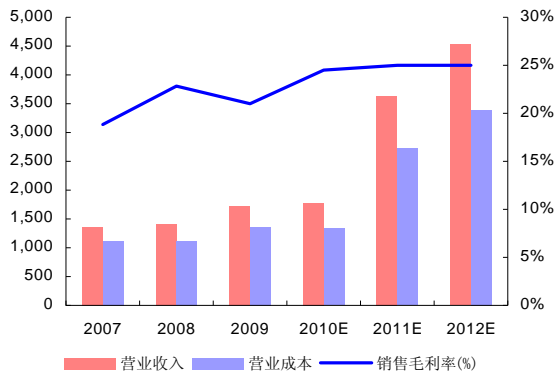
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 业绩符合预期

2009 年公司实现营业收入 17.2 亿元，比上年同期增长 20.82%；归属母公司净利润 1.27 亿元，同比增长 24.91%；折合 EPS 0.63 元。2009 年公司的利润分配预案为每 10 股送 1 股，派发现金股利 1.5 元（含税），同时转增 7 股。整体而言，公司业绩符合预期。单从四季度来看，公司单季经营性净利润达到 4658 万元，占全年 46.8%，经营状况强劲回升。

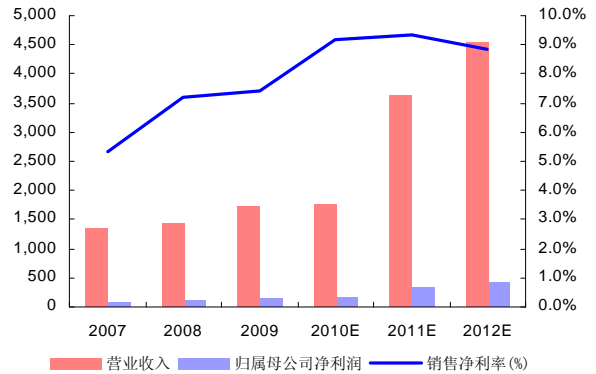
2009 年百货零售收入同比增长 21.11%，达 12.65 亿元，这主要由于原有门店销售业绩的提升以及 09 年新开绵阳兴达店和成都龙泉店带来的外延性增长。2009 年由于促销力度的较大，以致公司整体毛利率略有下滑。但由于公司严格的期间费用控制，保证主业净利润稳步上升。扣除非经常性后归属母公司净利润为 9896.3 万元，同比增长 44.1%。

图 1：销售收入与毛利率情况



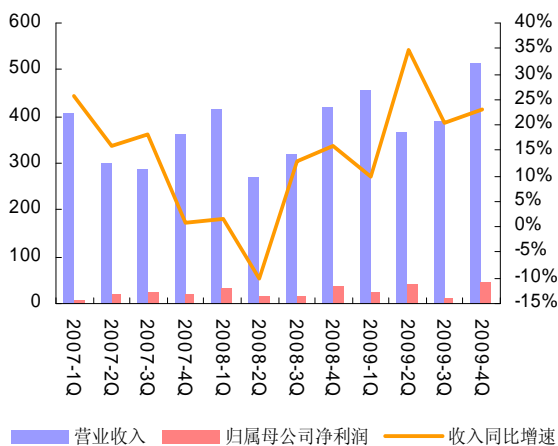
数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

图 2：销售收入及净利润情况



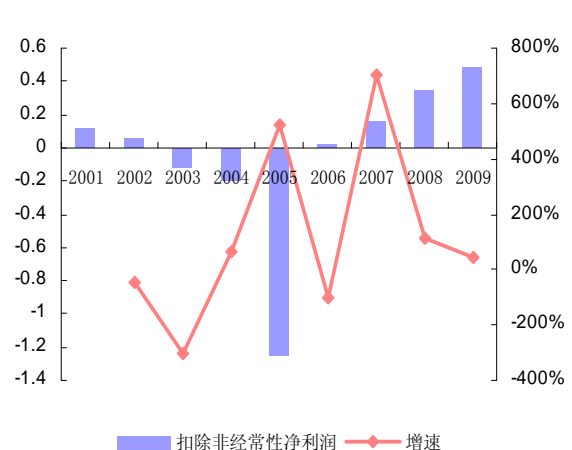
数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

图 3：公司 4 季度销售收入同比增速明显提升



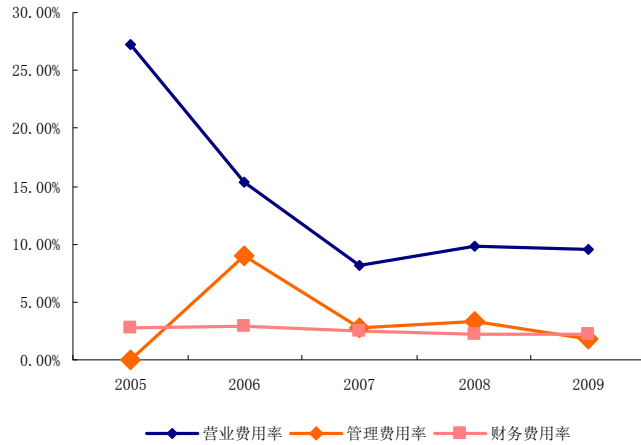
数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

图 4：扣除非经常损益 EPS 稳步上升



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

图 5：公司三项费用比率呈延续下降趋势



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

## 各区域业务分析

分区域来看，成都地区销售收入占公司收入总额的 59%，实现销售收入 11.36 亿元，其中百货业务实现收入 8144.6 万元，较去年同期增长 12.45%。剔除龙泉店带来的新增收入，成都地区的百货收入同比增长约 11.5%；净利润同比增长约 14% 左右，超出我们此前预期。我们认为期间费用的下降幅度超预期是导致净利润上升的主要原因。

茂业百货绵阳兴达店于 2009 年 4 月底重新开业，引进雷达、卡尔丹顿等多个绵阳地区独有品牌，目前是绵阳地区品牌集合度最高、品类最齐全的时尚精品百货。由于兴达店仍处培育期，其带来的一次性开办费用和摊销摊薄了绵阳分公司整体盈利，2009 年绵阳地区实现销售收入 1.57 亿元，净利润-1240 万元。

2009 年南充地区实现销售收入 2.87 亿元，其中五星店和模范街店分别实现净利润收入 1087.3 万元和-465 万元，同比下降 30% 和 167%。根据我们 1 月份的调研情况来看，南充地区门店盈利水平低于预期的主要原因在于，公司于 2009 年对南充地区的两个门店进行了大规模的品牌调整。目前五星店新引进品牌的销售大约占总销售比重的 15%，而模范街店正在进行门店重新定位和调整。品牌结构调整对南充店的单店平销和毛利润都造成较大的负面影响，但随着新进品牌逐步成熟，其后续提升空间较大。

图 6：公司销售收入构成

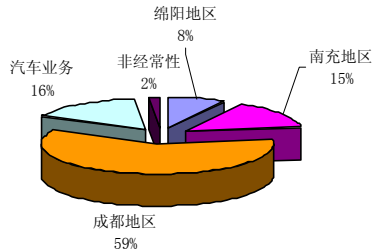
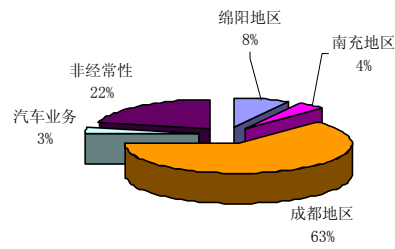


图 7：公司净利润按区域拆分



数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

数据来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

## 未来业绩展望

我们认为公司 2010 年业绩增长主要来源于：

- 1、 经过 1 年多的培养期以后，南充和绵阳新店的地理位置优势和品牌优势开始体现，结合公司优秀的管理能力，南充和绵阳地区 2010 年将进入业绩释放期。
- 2、 盐市口一期门店 2009 年引进 100 个新品牌。随着当地居民对新引进品牌认知度的提升，盐市口一期单店平销快速增长。

公司目前实际下属 12 家门店，其中成都市内 8 家、绵阳和南充地区各 2 家门店。太平洋百货春熙路店和春南路店经营权尚未收回，预计公司未来每年将保持新增 2-3 家门店扩张速度，其中，2011 年-2013 年将新增盐市口二期、九眼桥店和茂业中心项目。在公司外延式扩张和已有门店盈利改善推动下，我们预计公司未来 3 年收入平均增速在 48% 以上，其利润增速为 58% 以上。

我们预计公司 2010-2012 年销售收入为 17.7 亿/36.3/45.9 亿元，实现归属母公司净利润 1.64 亿/3.4 亿/4.6 亿元，折合 EPS 0.81/1.67/2.26 元。考虑到公司未来业绩的高成长性，我们维持“增持”的投资评级。

考虑到盐市口二期、茂业中心项目和九眼桥项目同时开工将给公司带来较大的资金压力，因此我们不排除公司未来在资本市场上再融资的可能。

表 1：盐市口和茂业中心项目进展情况

项目名称	项目金额（万元）	项目进度	项目收益情况
盐市口二期项目	40,000（计划投入）	在建，已累计投入资金 2,493.97	未收益
茂业中心项目	42,800（计划投入）	在建，已累计投入资金 9,215.76	未收益

数据来源：公司公告

表：盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	282	976	1100	1174	<b>营业收入</b>	1722	1770	3628	4534
现金	68	571	286	178	营业成本	1362	1335	2720	3403
应收账款	6	20	40	47	营业税金及附加	21	21	44	55
其它应收款	81	204	418	518	营业费用	164	166	346	385
预付账款	30	47	90	105	管理费用	31	32	66	59
存货	97	132	265	323	财务费用	38	52	67	73
其他	1	2	2	2	资产减值损失	3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1201	1861	2346	2703	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	174	174	155	137	投资净收益	23	20	27	10
固定资产	408	1016	1502	1861	<b>营业利润</b>	126	183	412	570
无形资产	355	369	378	386	营业外收入	33	30	12	4
其他	264	302	311	319	营业外支出	2	8	1	1
<b>资产总计</b>	1484	2837	3446	3877	<b>利润总额</b>	156	205	423	573
<b>流动负债</b>	458	1087	1397	1487	所得税	31	41	84	114
短期借款	0	0	0	69	<b>净利润</b>	125	164	339	459
应付账款	208	353	706	866	少数股东损益	-2	-0	0	0
其他	250	734	691	551	<b>归属母公司净利润</b>	128	164	339	459
<b>非流动负债</b>	507	1067	1017	967	EBITDA	214	301	588	789
长期借款	507	1067	1017	967	EPS (元)	0.63	0.81	1.67	2.26
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	965	2154	2413	2453					
少数股东权益	16	16	16	16	<b>主要财务比率</b>				
股本	203	203	203	203	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
资本公积	173	173	184	184	<b>成长能力</b>				
留存收益	127	291	630	1021	营业收入	20.8%	2.8%	105.0%	25.0%
归属母公司股东权益	503	667	1017	1408	营业利润	15.2%	45.4%	125.2%	38.3%
<b>负债和股东权益</b>	1484	2837	3446	3877	归属于母公司净利润	24.9%	28.4%	106.6%	35.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.9%	24.6%	25.0%	25.0%
					净利率	7.4%	9.3%	9.3%	10.1%
					ROE	25.4%	24.6%	33.3%	32.6%
					ROIC	16.7%	18.7%	23.6%	23.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	65.0%	75.9%	70.0%	63.3%
					净负债比率	55.97%	51.22%	43.65%	43.72%
					流动比率	0.62	0.90	0.79	0.79
					速动比率	0.41	0.77	0.60	0.57
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.17	0.82	1.15	1.24
					应收账款周转率	102	129	115	99
					应付账款周转率	5.86	4.76	5.14	4.33
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.63	0.81	1.67	2.26
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.70	3.47	1.96	2.51
					每股净资产 (最新摊薄)	2.48	3.28	5.01	6.93
					<b>估值比率</b>				
					P/E	31.12	24.23	11.73	8.67
					P/B	7.91	5.96	3.91	2.82
					EV/EBITDA	30	21	11	8

数据来源：华泰联合证券研究所预测

### 华泰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

### 华泰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

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）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。

华泰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 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，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，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

### 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  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: 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  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhzq.com