

百货零售

兰飞燕

0755-82026706

lanfeiyang@cjis.cn

成商集团

600828

推荐

2011年业绩增速将明显加快

6-12个月目标价: 32.50元

当前股价: 29.32元

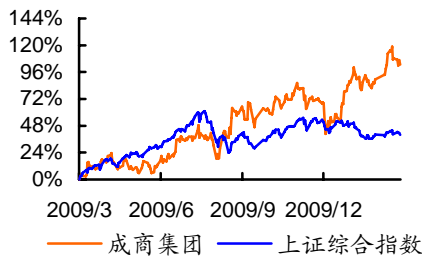
评级调整: 首次

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 3013.41 |
| 总股本(百万) | 203 |
| 流通股本(百万) | 202 |
| 流通市值(亿) | 59 |
| EPS (TTM) | 0.63 |
| 每股净资产(元) | 2.55 |
| 资产负债率 | 65.0% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|-------|-------|
| 成商集团 | 6.97 | 18.99 | 27.48 |
| 上证综合指数 | -0.16 | -7.20 | 0.79 |



相关报告

(20080714)成商集团调研报告--大体量项目的建设将给公司带来长足发展--推荐

投资要点:

- **未来几年公司3个主要盈利增长贡献项目。**1、盐市口二期。该项目利用公司存量土地资源，其中的商场面积6.5万平方米，预计总投资额约4亿元，目前已投入资金2494万元。我们看好此项目的原因基于：一方面该项目为自有土地、成本很低，其次、该项目位置优越、并依托现有盐市口店的品牌、人气，大大缩短市场培育期。商业部分的建设期会较快、预计在1年。二期商场定位较一期更高端，经营面积较一期更大些。若其在2011年底能获得开业，2012年将是培育期、略亏，而2013-2014年间商场经营平效比有望接近一期目前的水平，将给公司带来年6000万元以上的净利润。2、春熙路店经营权的收回。目前该商场扣除租金后的年净利润在7000万元以上，若公司自己经营，可将经营面积扩大至3万平方米以上、达到较为适宜的经营面积，按照3.5万元的平效比估算（略低于对面王府井百货成都店的超过4万元的平效），则预计2011-2012年可为公司新增销售收入10亿元以上、新增净利润1亿元以上。3、绵阳兴达店。该店是公司近期异地新开门店中最为看好的。2009年4月开业、经营面积27600平方米。该店位置优越、硬件条件好，成为当地品牌集中度最高、品类最齐全的时尚精品百货。目前该店处于培育期（绵阳分公司2009年亏损1238万元），预计2010年可实现扭亏、2011年盈利可在2000万元以上。
- **其他经营项目概况。**盐市口店（母公司报表体现）年盈利在1亿元以上、是目前主要利润来源，该店目前平效仍较低、未来品牌调整及利润提升空间仍很大；春南路店物业将在2013年收回、自己经营；茂业中心项目（商业裙楼及地下商场部分由公司开发，约9万平方米面积）目前进展较快、预计2011年底建成开业；九眼桥项目的进展会稍晚些。
- **投资评级。**在春熙路店2010年底顺利收回情况下，预测公司2010-2012年EPS为0.77、1.30、1.69元，年复合增长率可达39%。随着春熙路店的收回、盐市口二期的建成开业、绵阳兴达店的逐步成熟，预计2011年后公司的盈利增速将明显提升。给予公司推荐的投资评级，未来6-12月的目标价格为32.50元、相当于2011年25倍PE。
- **风险因素。**春熙路店经营权不能在年底回收；盐市口二期、茂业中心项目的进展晚于预期。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1722 | 1765 | 2922 | 3754 |
| 同比(%) | 21% | 2% | 66% | 29% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 128 | 157 | 264 | 343 |
| 同比(%) | 25% | 23% | 68% | 30% |
| 毛利率(%) | 20.9% | 24.7% | 24.8% | 24.8% |
| ROE(%) | 25.4% | 25.0% | 30.2% | 29.0% |
| 每股收益(元) | 0.63 | 0.77 | 1.30 | 1.69 |
| P/E | 46.88 | 38.13 | 22.72 | 17.49 |
| P/B | 11.91 | 9.52 | 6.85 | 5.08 |
| EV/EBITDA | 29 | 22 | 14 | 11 |

资料来源: 中投证券研究所

一、未来3年主要盈利贡献项目

在公司未来几年的发展中，有望给公司带来较大盈利贡献及发展前景的项目主要盐市口二期、春熙路北端经营权收回、及绵阳兴达店。

1.1 盐市口二期

该项目利用公司存量土地资源，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，其中商业 6.5 万平方米、酒店公寓 2.8 万平方米、地下室 2.7 万平方米，预计总投资额约 4 亿元，目前已投入资金 2494 万元。

目前该项目地下部分已基本完成，正等待成都市政府对地面部分的重新规划批复。商业部分的建设期会较快、预计在 1 年，公寓部分的建设期约 2 年。由此，若今年下半年项目获得批复施工，则商场部分有望在 2011 年下半年获得开业。

我们看好此项目的原因基于以下两方面：1.该项目为自有土地、成本很低；2.该项目位置优越、并依托现有盐市口店的品牌、人气，大大缩短市场培育期。

二期商场定位较一期更高端，经营面积较一期更大些。若其在 2011 年底能获得开业，2012 年将是培育期、略亏，而 2013-2014 年间有望达到一期目前的平效比，有望给公司带来年 6000 万元以上的净利润。

1.2 春熙路经营权的收回

太平洋春熙路店经营面积 2 万多平方米，物业属公司所有，合作分三个阶段，第二阶段到 2010 年结束，目前公司正与太平洋百货协商下一阶段合作条件。

结果有两种：1、双方继续合作。目前公司每年收取约 2700 万租金、远低于市场租金价格，因此，若继续租赁，则租金有望获得较大幅度的提升，但仅能为公司 2011 年贡献新增利润；2、收回经营权，公司自己经营。目前该商场扣除租金后的年净利润约 7000 万元，若公司自己经营，可将经营面积扩大至 3 万平方米以上、达到较为适宜的中等商场经营面积，按照 3.5 万元的平效比估算（略低于对面王府井百货成都店的超过 4 万元的平效），则预计 2012 年可为公司新增销售收入 10 亿元以上、新增利润 1 亿元以上。

目前市场对公司收回春熙路店经营权寄较大期望、并在二级市场股价有所反映，若不能顺利收回、则对公司未来几年经营业绩增长形成一定压制。

1.3 绵阳兴达店

绵阳兴达店是公司近期异地新开门店中最为看好的。该店于 2009 年 4 月开业，经营面积 27600 平方米。

该店在绵阳位置好、硬件条件也最好。成为当地品牌集中度最高、品类最齐全的时尚精品百货。目前该店处于培育期（绵阳分公司 2009 年亏损 1238 万元），预计 2010 年可实现扭亏、2011 年盈利可在 2000 万元以上。

二、公司主要门店概况

图表 1: 公司主要门店概况

| 门店 | 开业时间 | 建筑面积 | 物业 | 收入利润 |
|---------|---------|-------|----|------------------------------|
| 盐市口店 | 1953.6 | 52873 | 自有 | 2009 年收入约 6 亿、净利润 1 亿元 |
| 北站店 | 1987.5 | 7204 | 自有 | 年收入约 3500 万 |
| 武侯店 | 1996.10 | 16000 | 租赁 | 年收入约 13000 万 |
| 南充（五星店） | 2001.11 | 25994 | 自有 | 2008、2009 年盈利分别 1548、1087 万元 |
| 泸州店 | 2003.9 | 12000 | 租赁 | 年收入 5000 万、净利润约 200 万 |
| 温江店 | 2005.1 | 8400 | 租赁 | 年收入 4000 万 |
| 南充模范街店 | 2008 | 21124 | 自有 | |
| 绵阳临园店 | 2008.1 | 18433 | 自有 | 2008、2009 年盈利分别 443、-1238 万元 |
| 绵阳兴达店 | 2009.4 | 27600 | 自有 | |
| 人民商场龙泉店 | 2009.9 | | 租赁 | |
| 人民商场清江店 | 2010.2 | | 租赁 | |

资料来源：公司公告

如上图表，盐市口店（母公司报表中体现）是目前公司最主要的利润来源，该店原先定位较低、近年来的品牌调整力度较大，目前平效仍较低、有很大提升空间。

另外，公司于春熙路的最南端拥有 8200 平方米的春南商场物业，目前年收入租金仅约 300 万元（按照现行租金标准，为 1000 万元左右）。该物业租赁 2013 年结束，届时公司将收回经营权。

公司在建或拟建项目除上面提到的盐市口二期外，还包括茂业中心项目及九眼桥项目。

茂业中心项目位于成都天府新城片区，商业部分（含商业裙楼 4.7 万平方米、地下一、二层商业约 4 万多平方米）由公司开发，而写字楼及公寓（合计约 20 万平方米）由集团开发。目前该项目地下部分基本完成，商业部分预计 2011 年底可建成开业，该项目是公司 3 个项目中进展最快的一个。

九眼桥项目的进展会稍晚些。该项目位于人文浓厚的九眼桥片区，东邻规划中的地铁 2 号线出口、西与著名景点望江古楼隔江相望，毗邻四川大学、水井坊、及香格里拉酒店、万达索非特酒店、锦江宾馆等高档宾馆。其规划商场经营面积 50000 平方米左右，投资 1.5 亿元。

三、自有物业占比大、抗风险能力较强

如上图表 1 所示，公司目前 11 家门店总建筑面积 18.96 万平方米，而自有物业达 15.32 万平方米，占比 80%，在百货类上市公司中属较高。

按照茂业控股香港上市时委托世邦魏理仕专业评估机构对公司截止 2007 年 11 月底的自有物业的评估，其合法产值全部物业估值为 33.20 亿元。同时根据该机构估算：若盐市口二期、九眼桥项目所有规划、建设批准及产权证及绵阳店，其物业价值将达 77 亿元。

图表 2: 公司自有物业估值

| | 物业 | 估值 |
|------|-------------------------|-----------------|
| 自营物业 | 盐市口店 | 16.80 亿元 |
| | 北站店 | 1.77 亿 |
| | 南充店 | 3.166 亿 |
| 仓库 | 仓库 | 2068 万元 |
| 酒店 | 成都金牛区二环路 | 4700.27 万元 |
| | 峨眉山成商凤凰湖宾馆 | 2240.36 万元 |
| 其他物业 | 成都总府路 12 号 (租赁给太平洋百货物业) | 7.43 亿元 |
| | 成都上东大街 6 号 | 1.95 亿元 |
| | 锦江区宏济中路 49 号 | 3479.71 万元 |
| | 成都青白江区大弯镇 | 1480.57 万元 |
| | 南充市顺义区 | 3229.81 万元 |
| | 简阳市 | 1499.35 万元 |
| 合计 | | 33.20 亿元 |
| | 加上盐市口二期、九眼桥、绵阳店 | 合计 77 亿元 |

资料来源: 茂业国际报表

四、其他

公司近期无再融资计划; 茂业控股新近推出的股权激励计划涵盖公司, 公司无单独的股权激励计划及措施。

五、盈利预测及投资建议

基本假设: 2010 年由于公司不含毛利率低的汽车业务, 综合毛利率将较 2009 年有较为明显的提升; 太平洋春熙路店于 2010 年收回经营权。

图表 3: 盈利预测表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1722 | 1765 | 2922 | 3754 |
| 营业成本 | 1362 | 1329 | 2198 | 2823 |
| 营业税金及附加 | 21 | 23 | 39 | 48 |
| 营业费用 | 164 | 167 | 275 | 353 |
| 管理费用 | 31 | 32 | 53 | 67 |
| 财务费用 | 38 | 40 | 46 | 50 |
| 资产减值损失 | 3 | 7 | 5 | 5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 23 | 20 | 20 | 20 |
| 营业利润 | 126 | 187 | 325 | 427 |
| 营业外收入 | 33 | 21 | 23 | 24 |
| 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 156 | 206 | 346 | 449 |
| 所得税 | 31 | 52 | 87 | 112 |
| 净利润 | 125 | 155 | 260 | 337 |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | -4 | -6 |
| 归属母公司净利润 | 128 | 157 | 264 | 343 |

| | | | | |
|---------|------|------|------|------|
| EBITDA | 214 | 281 | 445 | 569 |
| EPS (元) | 0.63 | 0.77 | 1.30 | 1.69 |

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.77、1.30、1.69 元。2010 年公司业绩平稳增长，但 2011 年后公司各利润增长点将逐步释放出来、未来发展潜力较大。给予推荐评级，未来 6-12 月的目标价格为 32.50 元、相当于 2011 年 25 倍 PE。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 282 | 582 | 970 | 1369 | 营业收入 | 1722 | 1765 | 2922 | 3754 |
| 现金 | 68 | 311 | 541 | 826 | 营业成本 | 1362 | 1329 | 2198 | 2823 |
| 应收账款 | 6 | 8 | 12 | 16 | 营业税金及附加 | 21 | 23 | 39 | 48 |
| 其它应收款 | 81 | 102 | 155 | 203 | 营业费用 | 164 | 167 | 275 | 353 |
| 预付账款 | 30 | 42 | 68 | 83 | 管理费用 | 31 | 32 | 53 | 67 |
| 存货 | 97 | 117 | 193 | 240 | 财务费用 | 38 | 40 | 46 | 50 |
| 其他 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值损失 | 3 | 7 | 5 | 5 |
| 非流动资产 | 1201 | 1425 | 1680 | 1934 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 174 | 186 | 184 | 183 | 投资净收益 | 23 | 20 | 20 | 20 |
| 固定资产 | 408 | 624 | 831 | 1037 | 营业利润 | 126 | 187 | 325 | 427 |
| 无形资产 | 355 | 432 | 505 | 565 | 营业外收入 | 33 | 21 | 23 | 24 |
| 其他 | 264 | 184 | 160 | 149 | 营业外支出 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 1484 | 2008 | 2650 | 3303 | 利润总额 | 156 | 206 | 346 | 449 |
| 流动负债 | 458 | 665 | 858 | 984 | 所得税 | 31 | 52 | 87 | 112 |
| 短期借款 | 0 | 88 | 68 | 63 | 净利润 | 125 | 155 | 260 | 337 |
| 应付账款 | 208 | 243 | 398 | 500 | 少数股东损益 | -2 | -2 | -4 | -6 |
| 其他 | 250 | 334 | 392 | 421 | 归属母公司净利润 | 128 | 157 | 264 | 343 |
| 非流动负债 | 507 | 699 | 908 | 1135 | EBITDA | 214 | 281 | 445 | 569 |
| 长期借款 | 507 | 699 | 908 | 1135 | EPS (元) | 0.63 | 0.77 | 1.30 | 1.69 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 965 | 1365 | 1766 | 2119 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 16 | 13 | 9 | 4 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 203 | 203 | 203 | 203 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 173 | 173 | 173 | 173 | 营业收入 | 20.8% | 2.5% | 65.5% | 28.5% |
| 留存收益 | 127 | 254 | 499 | 805 | 营业利润 | 15.2% | 48.8% | 73.8% | 31.4% |
| 归属母公司股东权益 | 503 | 630 | 875 | 1181 | 归属于母公司净利润 | 24.9% | 22.9% | 67.9% | 29.8% |
| 负债和股东权益 | 1484 | 2008 | 2650 | 3303 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 20.9% | 24.7% | 24.8% | 24.8% |
| | | | | | 净利率 | 7.4% | 8.9% | 9.0% | 9.1% |
| | | | | | ROE | 25.4% | 25.0% | 30.2% | 29.0% |
| | | | | | ROIC | 21.4% | 25.4% | 34.2% | 36.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 65.0% | 68.0% | 66.6% | 64.1% |
| | | | | | 净负债比率 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 0.62 | 0.88 | 1.13 | 1.39 |
| | | | | | 速动比率 | 0.39 | 0.68 | 0.89 | 1.13 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.17 | 1.01 | 1.25 | 1.26 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 62 | 58 | 68 | 62 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 5.86 | 5.89 | 6.86 | 6.29 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.63 | 0.77 | 1.30 | 1.69 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.70 | 1.70 | 2.08 | 2.39 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 2.48 | 3.10 | 4.31 | 5.81 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 46.88 | 38.13 | 22.72 | 17.49 |
| | | | | | P/B | 11.91 | 9.52 | 6.85 | 5.08 |
| | | | | | EV/EBITDA | 29 | 22 | 14 | 11 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

兰飞燕, 中投证券研究所零售贸易行业高级分析师, 经济学硕士, 4 年行业分析经历, 8 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 百联股份、大商股份、王府井、小商品城、重庆百货、武汉中百、鄂武商、广州友谊、广百股份、欧亚集团、中兴商业、新华百货、新世界、友谊股份、益民百货、开元控股、苏宁电器、华联综超、农产品、中化国际、步步高、武汉中百

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434