

2010年3月8日

# 成商集团

## 业绩逐步改善中,但不宜过于乐观

**A**
**卖出**

600828.SS - 人民币 30.08

目标价格: 人民币 24.00 (↑13.40)

**刘都**

(8621) 6860 4866 分机 8511

du.liu@bocigroup.com

09年公司实现营业收入17.22亿元,同比增长20.82%;归属母公司股东的净利润1.28亿元,同比增长24.91%。折合每股收益0.63元,略低于我们0.64元的预期。剔除非经常性损益每股收益0.487元,略高于我们0.467元预期。我们将目标价格上调至24.00元,但仍维持**卖出**评级。

### 支撑评级的要点

- 零售主业逐步改善,但速度仍然慢于预期。
- 坚持主业,深耕省内市场战略清晰。
- 我们坚持认为2011年后公司方能加速。

### 评级面临的主要风险

- 大规模投资对公司资金管理能力有挑战。
- 强化省内区域市场地位需要跟踪。
- 春熙店收回可能存在纠纷。

### 估值

- 公司的业绩增长拐点应该始于2011年,但是我们对春熙店收回后利润贡献的预测并不如市场预测那么乐观。在不考虑2012年房地产收益贡献情况下,按照09年末的2.03亿总股本,我们预测2010-2012年公司剔除非经常性损益的每股收益分别为0.69、0.95和1.55元。由于市场估值水平发生较大变化,以2011年估值水平25倍乐观水平计,我们将目标价格由13.40元上调至24.00元,但是仍然维持**卖出**评级。

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	34	13	22	86
相对新华富时A50指数(%)	45	11	35	51

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	203
流通股(%)	33
流通股市值(人民币 百万)	2,031
3个月日均交易额(人民币 百万)	40
净负债比率(%)	73
主要股东(%)	
茂业商厦	67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,399	1,697	1,674	2,924	4,447
变动(%)	5	21	(1)	75	52
净利润(人民币 百万)	102	128	140	193	315
全面摊薄每股收益(人民币)	0.468	0.629	0.691	0.949	1.545
变动(%)	92.3	25.8	9.7	37.4	63.3
市场预期每股收益(人民币)	-	0.612	0.730	1.000	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.582	0.893	-
调整幅度(%)	-	-	9	6.3	N/A
核心每股收益(人民币)	0.468	0.503	0.634	0.949	1.5450
变动(%)	92.3	12.9	26.1	49.6	63.3
全面摊薄市盈率(倍)	64.3	56.9	42.7	31.7	19.4
核心市盈率(倍)	64.3	56.9	42.7	31.7	19.4
每股现金流量(人民币)	1.74	0.59	1.05	2.31	2.65
价格/每股现金流量(倍)	17.3	51.3	28.6	13.0	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.5	33.9	26.2	16.9	11.3
每股股息(人民币)	0.000	0.132	0.069	0.095	0.232
股息率(%)	0.0	0.4	0.2	0.3	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 业绩与预期相差不大

09 年公司实现营业收入 17.22 亿元，同比增长 20.82%；营业利润 1.26 亿元，同比增长 15.16%；归属母公司股东的净利润 1.28 亿元，同比增长 24.91%。折合每股收益 0.63 元，略低于我们 0.64 元的预期。剔除非经常性损益每股收益 0.487 元，略高于我们 0.467 元预期。差异主要在于：公司零售业务收入 12.66 亿元，略低于我们预测的 13.70 亿元；成本 10.51 亿元，略低于我们预测的 11.26 亿元。汽车销售 3.22 亿元，成本 3.06 亿元，我们原来预期 2.85 亿元和 2.7 亿元。销售费用 1.64 亿元，管理费用 3,134 万元，我们原来的预期合计为 1.96 亿元。

## 区域门店发力尚待时日

茂业披露的年报中显示茂业西南区 09 年全年的同店增长达 10.6%，09 年第四季度同店达到 23.6%。

盐市口店 2009 年特许专柜销售所得款项 4.83 亿元，同店增长 10.9%。该店 09 年上半年同店增长 10.7%，第 3 季度增长 0.7%，4 季度增长 20.5%。全年盐市口店客单价 480 元。我们预计元旦至今双位数增长。客观地说，在因受到盐市口二期项目施工导致的缺失停车场影响状况下能够实现 11% 增长已属不易，但是调整改善的速度仍然低于我们的预期。

南充五星店由于家电销售恢复增长，全年同店增长 15% 左右，达到 2.5 亿元左右，净利润 1,090 万元。而南充模范街店一如所料，由于商圈定位与门店定位间的差距，销售开始出现 18% 的下滑，亏损也在继续加大。我们目前担心的是元月 29 日开业的新世纪百货南充商都同样位于五星商圈，建筑面积为 3.2 万平方米，可能会形成一定的竞争压力。

绵阳临园店由于销售状况不佳，开始对商品结构调整，同时我们认为兴达店的开业对临园店也形成了部分客流的分流。该店 09 年实现销售 5,000 余万元，下滑 18%；而兴达店全年销售 1.1 亿元左右。根据绵阳市商务局关于 2008 年度绵阳市外商投资企业经营情况通报，绵阳富临百盛广场 08 年实现销售收入 3.46 亿元，纳税 1,030 万元，意味着绵阳百盛可能实现净利润 3,800 万元左右。茂业对兴达店充满信心，我们认为，在总体经营面积较绵阳百盛大接近万平米状况下，实现与百盛接近的销售收入是相对容易的。我们预期绵阳兴达店 2010 年实现销售收入 2.6 亿元左右。

其他门店泸州店保持平稳增长,预计 09 年增速高于公司总体同店增速,其 09 年净利润 240 万元,温江店增速与公司同店增速大体持平,09 年净利润近 290 万元,对整体利润贡献不大。武侯店 09 年销售仍然下滑。

总体来看,公司仍然依靠原有的主力门店,而店龄较为年轻的门店中惟有绵阳兴达店预期较好,但是对同城门店的分流的负面影响也在显现。我们认为,2010 年公司利润的主要支撑点仍然是盐市口店、南充五星店和绵阳兴达店,兴达店是利润的增量主要来源。而其他门店仍然很难有特别明显的起色。

汽车业务收入大增 26.1%,达到 3.38 亿元人民币,实现利润 512.7 万元,而 08 年全年销售 1.84 亿元,亏损 315.7 万元。

### 毛利率下降在预期之内

公司 09 年百货超市的商业毛业务利率为 17%,较 08 年的 18.1%下降了 1.1 个百分点,剔除汽车销售影响加上其他业务收入(主要为租金及物业管理、广告费及超市后台收入)的毛利率下降了 1.8 个百分点(由 08 年的 22.8%下降到 09 年的 21%)。我们认为这是促销带来的结果。而汽车毛利率小幅下降。

我们预期 2010 年公司零售业务毛利率会略有回升,但回升幅度不大。

### 新门店拓展 2010 年以“人民商场”为主体

2009 年 9 月 29 日,成都人民商场龙泉驿店开业。龙泉驿店是成商集团在成都市的第五家百货门店。2010 年 2 月,成都清江店隆重开业。成都清江店是一家以“人民商场”为品牌,以小区百货为定位的百货门店,建筑面积 5,033 平方米。以新开门店来看,公司在今年仍然将以人民商场店为主体进行拓展。而以茂业百货店招体系拓展将主要集中于 2011 年,目前可以预见的主要包括盐市口二期(预计 2011 年初开业)、春熙店(预计 2011 年初开业,存在可能的合同纠纷)、南部华阳茂业中心店(2011 年年末开业)。至于九眼桥店因为拆迁过程中的法律纠纷尚处于未动工状态,我们乐观预期其在 2011 年接近年中期间开业。

所以从目前来看,公司 2010 年新开门店对总体业绩贡献微乎其微。

## 突出主业的战略发展思路日渐清晰

值得肯定的是，近几年来公司开始坚持以突出主营业务发展，大力推进零售和地产的深度发展。借助于成商在多业态上的经验，开始逐步深耕四川区域市场，尤其是在相对发达的 2 线城市加快布点。我们认为公司能够清晰认识到自身定位，期望成为强势区域百货商。无论是双品牌战略整合“茂业百货”资源还是发挥供应商资源优势，期望成为省级区域代理都是战略的具体步骤。

在扩店和多项地产项目投入需要大量资金背景下，公司开始加快非核心主营业务及资产的剥离处置。自 09 年初起，对联合品牌汽车 4S 店进行库存清理，待清理完成后将不再持续经营；2009 年 8 月，控股子公司四川新世纪有线电视网络建设有限责任公司将下属银川广播电视网络有限公司股权全部转让。2010 年 1 月，将持有成都成商汽车有限责任公司股权全部转让，公司预计 2010 年将获得转让收益约 1,700 万元。其他资产转让预期也将在 2010 年逐步实施。

## 资金需求逐步加大，或存融资需求

总投资额约 4 亿元盐市口二期项目和与茂业合作开发预计投资总额 4.28 亿元的茂业中心项目将在 2010 年形成对大量的资金需求。我们看到年报中公司向控股股东茂业商厦的委托贷款已全部归还。相对应的是公司向农行成都北站支行申请 6 亿元经营性物业抵押贷款，借款期限为 10 年。资产负债率目前为 55.5%。我们预期公司今明两年有可能继续增加贷款，并可能通过资本市场进行融资。

## 公司的业绩增长拐点始于明年

虽然我们对公司集中资源作强主业以及深耕省内市场战略感到欣慰，但是我们对公司 2010 年业绩增长仍然持谨慎态度，并认为公司的业绩增长拐点应该始于 2011 年，但是我们对春熙店收回后利润贡献并不如市场预测那么乐观。在不考虑 2012 年房地产收益贡献情况下，按照 09 年末的 2.03 亿总股本，我们预测 2010-2012 年公司剔除非经常性损益的每股收益预测为 0.69、0.95 和 1.55 元。由于市场估值水平发生较大变化，以 2011 年估值水平 25 倍乐观水平计，我们大幅提高公司目标价格至 24.00 元，但是仍然维持**卖出**评级。

图表 2.09 年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
营业收入	1,301	1,588	22
营业税金及附加	(23)	(21)	(10)
净营业收入	1,278	1,567	23
其他净收入	121	130	8
营业成本	(1,098)	(1,357)	24
销售费用	(140)	(164)	17
管理费用	(46)	(31)	(32)
营业利润	114	144	26
非经常项目	7	26	245
应占联营公司业绩	25	25	0
净财务费用	(32)	(38)	20
利润总额	13	1	(94)
所得税	(45)	(39)	(13)
少数股东损益	1	3	192
可分配利润	102	128	26
经常性净利润	94	102	9
毛利率(%)	22.7	20.9	
营业利润率(%)	8.0	8.4	
息税折旧前利润率(%)	10.8	11.3	
净利率(%)	6.6	5.9	

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,399	1,697	1,674	2,924	4,447
销售成本	(1,098)	(1,357)	(1,269)	(2,253)	(3,430)
经营费用	(147)	(145)	(153)	(286)	(460)
息税折旧前利润	154	195	252	385	557
折旧及摊销	(39)	(50)	(65)	(96)	111
经营利润(息税前利润)	114	144	187	289	446
净利息收入/(费用)	(32)	(38)	(39)	(36)	(32)
其他收益/(损失)	32	50	36	1	1
税前利润	115	157	184	254	415
所得税	(14)	(31)	(46)	(63)	(104)
少数股东权益	1	3	3	2	2
净利润	102	128	140	193	315
核心净利润	95	107	143	193	315
每股收益(人民币)	0.500	0.629	0.691	0.949	1.550
核心每股收益(人民币)	0.464	0.503	0.634	0.949	1.550
每股股息(人民币)	0.000	0.132	0.069	0.095	0.232
收入增长(%)	5	21	(1)	75	52
息税前利润增长(%)	27	26	29	54	54
息税折旧前利润增长(%)	22	27	30	53	45
每股收益增长(%)	52	26	10	37	63
核心每股收益增长(%)	92	13	33	35	63

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	66	68	52	(162)	48
应收帐款	56	36	52	88	130
库存	129	97	106	163	204
其他流动资产	69	82	27	36	49
流动资产总计	320	282	237	126	431
固定资产	505	588	837	941	1,086
无形资产	380	377	368	359	390
其他长期资产	281	259	281	340	335
长期资产总计	1,144	1,201	1,464	1,618	1,789
总资产	1,463	1,484	1,701	1,743	2,220
应付帐款	497	425	414	688	884
短期债务	161	33	200	100	100
其他流动负债	250	0	100	0	50
流动负债总计	908	458	714	788	1,034
长期借款	160	507	330	140	120
其他长期负债	0	0	0	0	1
股本	203	203	203	203	203
储备	173	300	440	601	852
股东权益	376	503	643	805	1,056
少数股东权益	18	16	13	11	9
总负债及权益	1,463	1,484	1,701	1,743	2,219
每股帐面价值(人民币)	1.85	2.48	3.17	3.96	5.20
每股有形资产(人民币)	(0.02)	0.62	1.35	2.19	3.26
每股净负债(现金)	1.26	2.32	2.35	1.98	0.85

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	115	157	184	254	415
折旧与摊销	39	50	65	96	111
净利息费用	32	38	39	36	32
运营资本变动	221	(33)	19	180	113
税金	(14)	(31)	(46)	(63)	(104)
其他经营现金流	(39)	(62)	(48)	(33)	(30)
经营活动产生的现金流	354	119	214	469	537
购买固定资产净值	(350)	(22)	(370)	(150)	(240)
投资减少/增加	9	44	(12)	0	0
其他投资现金流	66	0	(114)	(233)	(188)
投资活动产生的现金流	(275)	23	(496)	(383)	(428)
净增权益	0	0	0	0	1
净增债务	(65)	(31)	90	(390)	30
支付股息	(39)	0	0	(100)	50
其他融资现金流	20	(109)	177	190	19
融资活动产生的现金流	(84)	(140)	266	(300)	100
现金变动	(5)	2	(16)	(214)	210
期初现金	70	66	68	52	(162)
公司自由现金流	92	142	(282)	88	112
权益自由现金流	(18)	72	(232)	(340)	108

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	11.0	11.5	15.1	13.2	12.5
息税前利润率	8.2	8.5	11.2	9.9	10.0
税前利润率	8.2	9.2	11.0	8.7	9.3
净利率	7.3	7.5	8.4	6.6	7.1
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.6	0.3	0.2	0.4
利息覆盖率	2.6	3.7	4.7	7.6	13.1
净权益负债率(%)	64.7	91.0	72.8	49.3	16.2
速动比率	0.2	0.4	0.2	0.0	0.2
估值(倍)					
市盈率	60.1	47.8	43.5	31.7	19.4
核心业务市盈率	64.3	56.9	42.7	31.7	19.4
目标价对应核心业务市盈率	48.0	38.1	34.7	25.3	15.5
市净率	16.3	12.1	9.5	7.6	5.8
价格/现金流	17.3	51.3	28.6	13.0	11.4
企业价值/息税折旧前利润	41.5	33.9	26.2	16.9	11.3
周转率					
存货周转天数	36.2	30.4	29.1	21.8	15.1
应收帐款周转天数	13.8	9.9	9.6	8.7	8.9
应付帐款周转天数	105.3	99.1	91.5	68.8	64.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	21.0	10.0	10.0	15.0
净资产收益率(%)	31.3	29.1	24.5	26.6	33.8
资产收益率(%)	7.4	7.9	8.8	12.6	16.9
已运用资本收益率(%)	17.5	16.4	16.7	25.9	38.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 4 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371