

成商集团 (600828)

拉开高成长的序幕

增持/ 维持评级

股价：RMB16.49

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

联系人

李珊珊

+755-82084411 liss@lhqz.com

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhqz.com

- 公司 1 季度实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 5.72%；实现归属母公司净利润 4298 万元，同比增长 64.8%；扣除非经常性净利润 3388 万元，同比增长 35.7%。
- 公司百货业务经营快速发展，若剔除汽车业务，百货收入较 09 年同期增长 28.96%。百货业务快速增长主要原因在于：1、09 年 5 月新开绵阳兴达店，推动 1 季度绵阳地区收入同比大幅增长。2、盐市口一期店经历 09 年大规模的品牌调整后，随着新进品牌知名度的提升，平销有所提升。
- 由于出售毛利率的汽车业务，公司 1 季度毛利率上升至 21.5%，较 09 年同期增长 1.1 个百分点。1 季度期间费用控制良好，三项费用率为 11.45%，同比下滑了 1.21 个百分点，其中管理费用和财务费用为 800 万和 740 万元，同比减少了 12.6%和 28%。期间费用的持续下降，从侧面反映公司日益提高的管理能力。
- 从现金流的情况来看，1 季度经营活动现金流净额为 1.2 亿元，同比大幅增长 691.44%。经营活动产生的现金流量净额增加主要是营业收入同比增加，应收、预付款项减少及应付款项增加共同影响所致，这说明公司实际经营情况日益好转。
- 整体而言，公司业绩符合预期。若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 亿/36.3 亿/45.3 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/股。考虑到公司未来业绩的高成长性，维持“增持”的投资评级。

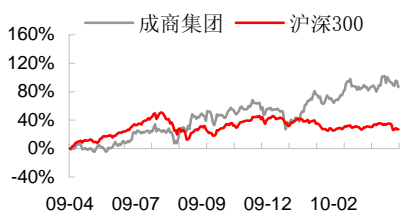
相关研究

《殷实经营 迎接业绩拐点》—2010/03/15
 《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)	366
流通 A 股 (百万股)	364
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)	6007

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1425.5	1722.2	1768	3629	4624
(+/-%)	5.1	20.8	2.7	105.2	27.4
归属母公司净利润(百万元)	102.3	127.8	164	339	458
(+/-%)	41.3	24.9	28.5	106.3	35.2
EPS(元)	0.28	0.35	0.45	0.93	1.25
P/E(倍)	58.9	47.2	43.6	21.1	15.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

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
流动资产	282	945	1066	1194	营业收入	1722	1768	3629	4624
现金	68	541	254	182	营业成本	1362	1333	2709	3447
应收账款	6	20	40	48	营业税金及附加	21	21	44	56
其它应收款	81	204	418	529	营业费用	164	166	350	428
预付账款	30	47	89	107	管理费用	31	32	66	60
存货	97	132	264	327	财务费用	38	53	68	75
其他	1	2	1	2	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	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	20	10
固定资产	408	1016	1502	1861	营业利润	126	183	412	569
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
资产总计	1484	2806	3412	3898	利润总额	156	205	423	572
流动负债	458	1087	1394	1538	所得税	31	41	84	114
短期借款	0	0	0	105	净利润	125	164	339	458
应付账款	208	353	703	877	少数股东损益	-2	-0	0	0
其他	250	734	691	556	归属于母公司净利润	128	164	339	458
非流动负债	507	1067	1017	967	EBITDA	214	301	589	790
长期借款	507	1067	1017	967	EPS (元)	0.63	0.45	0.93	1.25
其他	0	0	0	0					
负债合计	965	2154	2410	2505	主要财务比率				
少数股东权益	16	16	16	16	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	203	366	366	366	成长能力				
资本公积	173	31	42	42	营业收入	20.8%	2.7%	105.2%	27.4%
留存收益	127	240	579	969	营业利润	15.2%	45.5%	124.9%	38.2%
归属于母公司股东权益	503	637	986	1377	归属于母公司净利润	24.9%	28.5%	106.3%	35.2%
负债和股东权益	1484	2806	3412	3898	获利能力				
					毛利率	20.9%	24.6%	25.4%	25.5%
					净利率	7.4%	9.3%	9.3%	9.9%
					ROE	25.4%	25.8%	34.3%	33.3%
					ROIC	16.7%	18.7%	23.6%	23.9%
					偿债能力				
					资产负债率	65.0%	76.7%	70.6%	64.3%
					净负债比率	55.97%	51.23%	43.70%	44.25%
					流动比率	0.62	0.87	0.77	0.78
					速动比率	0.41	0.75	0.58	0.56
					营运能力				
					总资产周转率	1.17	0.82	1.17	1.27
					应收账款周转率	62	72	115	100
					应付账款周转率	5.86	4.75	5.13	4.36
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.45	0.93	1.25
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	1.93	1.11	1.40
					每股净资产 (最新摊薄)	1.38	1.74	2.70	3.76
					估值比率				
					P/E	56.01	43.60	21.14	15.64
					P/B	14.23	11.24	7.26	5.20
					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 2010 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