

日期: 2010年8月13日
行业: 零售业



刘丽
021-53519888-1923
liuli@sigchina.com
执业证书编号: S0870208090139

主业经营健康, 非经常性损益扰动业绩

基本数据 (2010H)

报告日股价 (元)	18.15
12mth A 股价格区间 (元)	32.89/13.35
总股本 (百万股)	365.67
无限售 A 股/总股本	99.67%
流通 A 股市值 (百万元)	6615.12
每股净资产 (元)	1.47
PBR (X)	12.33
DPS (Y09, 元)	0.15(含税)

主要股东 (2010H)

深圳茂业商厦有限公司	66.78%
------------	--------

收入结构 (2010H)

百货	97.45%
汽车销售	0.12%
租赁及物业管理	2.06%
客房	0.38%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: LL10-CT06

相关报告: LL10-CI03

首次日期报告: 2010年7月27日

■ 报告目的:

成商集团发布中期业绩,公司 2010 年上半年实现营业收入 8.35 亿元,同比增长 2%; 归属于上市公司股东的净利润 6652.19 万元,同比下降 1.87%; 扣除非经常性损益后, 归属于上市公司股东的净利润同比增长 27.76%; 2010 年上半年每股收益 0.18 元。本报告对其经营业绩以及未来发展趋势进行点评分析。

■ 主要观点:

非经常性损益扰动业绩

扣除低毛利率的汽车销售业务后, 公司综合毛利率同比提升 1.61 个百分点至 22.69%; 同时期间费用率 (13.08%) 同比下降 0.94 个百分点, 再加上确认成商汽车股权转让收益, 公司营业利润同比增速达到 53.98%。最终导致净利润出现同比下滑的因素, 主要是 09 年存在处置土地使用权获得的营业外收入 2970.87 万元, 而今年不存在该收益。

主营业务经营健康

上半年公司门店所在地区的主营收入均增势良好, 成都地区扣除汽车销售影响后收入同比增长 18.55%; 南充、绵阳地区的收入同比增长分别为 15.95% 和 122.07%。绵阳地区的增长较为突出, 今年上半年绵阳两家门店均实现盈利。在商业地产项目方面, 茂业中心项目预计明年底整体竣工; 盐市口二期项目预计下半年可正式进入全面施工。

■ 投资建议

维持评级为“跑赢大市”

仅考察公司目前经营业务的内生性增长, 我们维持公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.45 元和 0.53 元的盈利预测。除当前业务的内生性增长外, 若太平洋百货春熙店经营权收回, 将至少增厚公司业绩 0.22 元以上, 公司估值水平将得到大幅下降。综合公司当前门店内生性增长情况良好、物业重估价值高、运作的商业地产项目投入运营所带来的未来发展前景等因素, 我们维持成商集团“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,425.51	1,722.24	1,834.11	2,134.94
年增长率 (%)	5.12	20.82	6.50	16.40
归属于母公司的净利润	102.35	127.84	164.67	194.05
年增长率 (%)	41.29	24.91	28.82	17.84
每股收益 (元)	0.28	0.35	0.45	0.53
PER (X)	64.85	51.92	40.30	34.20

注: 股价采用 2010 年 8 月 12 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、非经常性损益扰动业绩

成商集团 2010 年上半年实现营业收入 83.54 亿元,同比增长 2%;利润总额 9,652.70 元,同比增长 4.75%;归属于上市公司股东的净利润 6,652.19 元,同比下降 1.87%,剔除非经常性损益影响,归属于上市公司股东的净利润同比增长 27.76%。

表 1 成商集团 2010 年上半年利润表主要项目变化(单位:百万元)

指标名称	2010H	2009H	增加额	同比增长%
营业收入	835.47	819.08	16.39	2.00%
营业成本	645.88	646.38	-0.50	-0.08%
毛利	189.59	172.71	16.88	9.77%
销售费用	79.23	79.58	-0.35	-0.43%
管理费用	16.52	14.83	1.69	11.40%
财务费用	13.55	20.47	-6.92	-33.79%
期间费用	109.31	114.88	-5.57	-4.85%
投资收益	27.32	13.42	13.90	103.64%
营业利润	95.48	62.01	33.47	53.98%
营业外收入	1.11	31.37	-30.26	-96.47%
营业外支出	0.06	1.22	-1.16	-94.76%
利润总额	96.53	92.15	4.38	4.75%
净利润	65.86	67.40	-1.53	-2.27%
少数股东损益	-0.66	-0.39	-0.27	67.99%
归属于母公司所有者的净利润	66.52	67.79	-1.27	-1.87%

数据来源:公司定期报告,上海证券研究所

由于公司在今年转让了成商汽车的股权,汽车销售收入不再计入统计,上半年公司营业收入仅同比增长 2%;剔除汽车销售业务影响,公司营业收入同比增长为 26.62%。扣除低毛利率的汽车销售业务后,公司综合毛利率同比提升 1.61 个百分点至 22.69%;同时期间费用率(13.08%)同比下降 0.94 个百分点,再加上今年上半年确认成商汽车股权转让收益,公司营业利润同比增速达到 53.98%。最终导致净利润出现同比下滑的因素,主要是 09 年同期处置了成都市成华区保和乡胜利村的土地使用权,获得营业外收入 2970.87 万元,而今年不存在该收益。

二、主业经营健康

上半年公司门店所在地区的主营收入均增势良好，成都地区扣除汽车销售影响后，主营业务收入同比增长 18.55%，其中主力店盐市口店（母公司商业部分收入）实现营业收入 4.38 亿元，同比增长 17.31%。公司在南充、绵阳地区的主营业务收入同比增长分别为 15.95% 和 122.07%。绵阳地区的增长较为突出，目前公司在绵阳有两家门店，兴达店 09 年 4 月重装开业，经过此前的两年培育后，已成为绵阳市场单店面积最大、销售品类最全、购物环境最好的门店；临园店通过品牌调整升级，业绩亦稳步提升；09 年绵阳分公司亏损 1238 万元，今年上半年这两家门店均实现盈利。

在商业地产项目的推进方面，公司中报披露：茂业中心项目公司拥有的商业裙楼部分主体已经完工，预计明年底整体竣工；盐市口二期项目目前已取得规划条件通知书，预计下半年可正式进入全面施工。

三、业绩预测、估值及建议

从公司未来两年的发展来看，百货零售业务将主要依靠现有门店的内生性增长。我们认为，基于国内消费市场环境良好、居民收入不断提高以及公司专业的百货经营管理能力，现有门店将保证公司业绩的稳步增长。由于公司商业地产项目的落成、开业时间尚为未知数，我们仅考察公司目前经营业务的内生性增长，维持公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.45 元和 0.53 元的盈利预测。

除当前业务的内生性增长外，公司业绩增长的潜力可能来自于太平洋百货春熙店租金的上涨或经营权的收回：（1）若租金上涨谈判成功，年租金每提升 1000 万元，扣除房产税及所得税后，对公司业绩增厚效应为 0.02 元；（2）若经营权收回，以太平洋春熙店 09 年销售收入 6.69 亿，净利润 8000 万元计算，将增厚公司业绩 0.22 元，公司销售规模和净利润水平都将得到较大的提升。

综合公司当前门店内生性增长情况良好、物业重估价值高、运作的商业地产项目投入运营所带来的未来发展前景等因素，维持成商集团“跑赢大市”评级。

四、附表

附表 1 成商集团损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
营业收入	1,425.51	1,722.24	1,834.11	2,134.94
营业成本	1,101.05	1,361.53	1,381.28	1,617.45
营业税金及附加	23.17	20.74	22.01	25.62
销售费用	139.71	164.14	174.24	181.47
管理费用	46.34	31.34	33.01	34.16
财务费用	31.84	38.36	40.00	45.00
资产减值损失	2.86	3.26	0.00	0.00
投资收益	28.67	22.90	36.00	27.50
营业利润	109.20	125.76	219.56	258.74
营业外收入	7.14	33.08	0.00	0.00
营业外支出	0.91	2.34	0.00	0.00
利润总额	115.43	156.49	219.56	258.74
所得税费用	13.94	31.14	54.89	64.68
归属于母公司所有者的净利润	102.35	127.84	164.67	194.05
每股收益 (元)	0.28	0.35	0.45	0.53

数据来源: 公司定期报告, 上海证券研究所

附表 2 成商集团财务指标概览

指标	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年中
销售毛利率(%)	17.02	18.81	22.76	20.94	22.69
EBIT/主营业务收入(%)	-9.15	5.29	7.12	7.28	7.88
销售净利率(%)	-6.00	11.52	10.07	11.06	13.18
净资产收益率(全面摊薄)(%)	-53.11	26.50	27.18	25.41	12.35
流动比率	0.48	0.47	0.35	0.62	0.59
速动比率	0.41	0.35	0.21	0.41	0.42
资产负债率(%)	83.80	76.34	73.02	65.03	64.05
存货周转率	13.44	13.35	10.10	12.05	7.01
应收账款周转率	40.70	65.66	154.46	286.28	208.61
总资产周转率	0.99	1.07	1.05	1.17	0.55
主营业务收入同比增长率(%)	3.54	14.49	5.12	20.82	2.00
净利润同比增长率(%)	55.77	165.98	41.29	24.91	-1.87
每股收益	-0.54	0.36	0.50	0.63	0.18
每股经营性现金流量	0.11	0.92	1.69	0.70	0.40
每股未分配利润	-1.17	-0.82	-0.31	0.29	0.20
每股资本公积金	0.81	0.85	0.86	0.85	0.08

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。