

成商集团 (600828)

稳健前行 前途光明

买入 / 维持评级

股价: RMB19.39

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhqz.com

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018
+755-82080081 gengbh@lhqz.com

联系人

李珊珊

+755-82084411 liss@lhqz.com

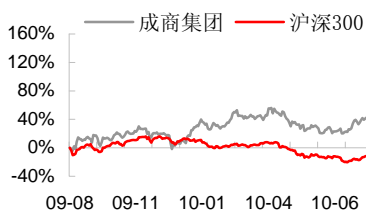
相关研究

- 《趋势不变 立足于长远》-2010/08/12
- 《寄翼明年 破茧成蝶》-2010/07/14
- 《拉开高成长序幕》-2010/04/26
- 《积极进取 稳健增长—调研系列报告》-2010/01/21
- 《励精图治 渐入佳境》-2010/01/07
- 《3 季报点评: 业绩符合预期》-2009/10/21
- 《积极拓展 趋势向好》-2009/08/05
- 《远见才能卓识》-2009/07/06

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)	6823

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

- 我们于 8 月 23 日-8 月 25 日调研了成商集团各区域门店, 并与管理层就公司未来发展和经营情况进行了探讨和沟通。
- 目前对成商最关注的问题是春熙路店能否如期收回, 我们判断春熙路店收回是大概率事件, 原因在于: 1、当初的谈判合同条款下成商占据绝对主动地位; 2、太平洋百货已经另觅新址, 且基本完工; 3、成商也已将扩建春熙路店计划提上日程。
- 公司的商业地产项目加速, 盐市口二下半年内开工, 预计明年下半年开业; 茂业中心项目如期推进, 我们非常看好未来前景; 九眼桥项目一旦剩余几十户拆迁结束也将开工。
- 2010 年初开始的成都市地下商城的改造工程对盐市口点的客流量和交通环境造成较大的负面影响, 上半年盐市口剔除超市以后的客单价为 514 元/人, 实现销售收入 3.3 亿元, 同比增长 11.3%, 略低于预期。此外, 由于新引进品牌促销力度较大, 毛利率较去年同期略有下降, 大约在 21%-23%之间。
- 为了实现与 2 期项目品牌定位相匹配, 盐市口 1 期未来 1-2 年仍将有较大规模的品牌调整, 短期内将在一定程度上限制平销的增长。而且由于新近品牌促销活动的增加, 毛利率水平也将维持在相对低位, 预计 2010 年综合毛利率维持在 24%左右。但从长期来看, 随着成都的 1、2 号线于 2010 年 10 月份开通, 盐市口站作为 1、2 线的交通枢纽中心站, 加上地下商城开业与盐市口店形成的联动效应, 将推动客流量的急速增加, 进而抵消品牌调整和促销带来的负面影响。
- 南充和绵阳地区门店经营情况符合预期。南充五星店实现营业利润约 1000 万元; 模范街店受模范街封路改造影响, 上半年实现销售收入 2000 万元, 预计全年实现销售收入 7000 万元左右, 亏损 200 万元。绵阳地区门店调整基本到位, 兴达店上半年已实现盈亏平衡, 临园店盈利约 50 万元, 预计绵阳地区全年实现盈利约 1000 万元。
- 公司是我们重点推荐, 预计 2010-2012 年 EPS 为 0.40/0.82/1.14 元, 当前股价对应 PE 为 48.5/23.6/17.2 倍, 估值在板块中处于低端, 买入!

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1722.2	835.5	1760	3603	4627
(+/-%)	20.8	2.0	2.2	104.7	28.4
归属母公司净利润(百万元)	127.8	66.5	147	299	415
(+/-%)	24.9	-1.9	15	103.4	38.9
EPS(元)	0.35	0.18	0.40	0.82	1.14
P/E(倍)	53.5	102.9	48.5	23.6	17.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

我们近日调研了成商集团，参观了公司三大商业地产项目茂业中心、九眼桥和盐市口二期，并拜访了绵阳分公司、南充分公司，详细了解了公司今年以来的经营状况以及未来重要项目的进展情况。

除了公司已有门店的经营情况外，目前市场以及我们对成商最关注的两个核心问题，一是太平洋百货春熙路店能否如期收回，二是公司三个商业地产项目的推进进度。我们也首先将这两个问题的调研情况汇报各位。

春熙路店收回为大概率事件

2009年太平洋春熙路店百货除税以后收入6.7亿元，除租金后的净利润约8000万元。如果成商今年年底能够收回的话，对公司业绩的一次性增厚惊人，因此这也是目前市场最关心的问题。

我们判断公司收回春熙路店是大概率事件，在于以下三点原因：

1、从合同签订条款来看，成商集团占据主动权。

按照合同，公司与太平洋百货的租约分三个阶段，第二阶段于2010年12月结束，双方应在合同结束前提前一年商谈下一阶段租约，如果租金能够谈妥即租赁关系继续延续，如果无法谈妥则成商集团收回春熙路店。

从合同条款来看，双方如果就租金问题无法达成协议即成商如果收回春熙路店是没有任何后续的惩罚性条款，因此在目前谈判中公司占据明显优势。

2、太平洋百货已经另觅新址，且新建物业已经基本完工

我们在调研时也看到了太平洋百货的新门店，目前该建筑主楼施工已经基本完成，新开门店将以远东百货品牌进行经营，预计明年可以开业。

3、成商已经将后续扩建计划提上日程

按成商原先的计划，公司在太平洋百货旁边仍有土地储备，公司计划将其交于当地开发商联建，可增加8000平方米左右的经营面积。目前这8000平方米的拆迁的报批手续已经完成。

公司已与太平洋百货第三阶段的合作进行了6次谈判，由于此前的租金实在太过低廉，且如果能够收回春熙路店后成商在成都地区的规模和实力能大大加强，因此我们判断从公司角度来说，收回应该是最优选择。

商业地产推进加速

公司此前包括盐市口二和九眼桥的项目进度低于市场预期，除公司本身因素外，项目规划报批、拆迁等客观因素也产生了一定制约。从这次调研的情况来看，盐市口二年内启动应该确认无疑（公司在中报中也公告了），茂业中心仍按计划进行，九眼桥一旦剩余拆迁完成（还剩几十户未拆迁）也将立刻启动。

盐市口二期：规划建筑面积约13万平方米，投资金额约4个亿左右。项目建成后将成为商业+酒店式公寓的综合商业体，其中商业部分建筑面积大约4-5万平方米。目

前项目已经取得规划条件通知书，相关手续正在办理过程中，预计未来 1-2 个月内可以拿到成都市规划局规委会批复，预计今年下半年可正式进入全面施工。

茂业中心项目：该项目位于成都市政府规划的天府新城的核心区域，与茂业集团下属控股子公司合作开发。项目总建筑面积是 34 万平方米，其中归属公司的建筑面积为 9 万平方米，包括地下一层的停车库和地上裙楼部分的商业物业。公司需要投资金额为 4.28 亿元。当前项目进展顺利，其中项目 C 塔西区建至 22 层，中区建至 21 层，AB 塔东区建至 6 层底，西区、中区建至 8 层底的土建工程已经完工，预计明年年底项目可以竣工。此外，贯穿城市南北的地铁一号线拟于 2010 年 11 月通车，项目离地铁口走路只需 10 分钟左右。

九眼桥项目：该项目位于成都东南一环边上，靠近未来的成都市金融街。项目规划土地面积有 17 亩地，其中公司自有土地约 14 亩，目前正处于队进行周边的土地整合拆迁阶段，规划期和政府还有沟通和批复。

盐市口店经营情况

盐市口一期目前是公司的主力门店，2010 年剔除超市以后的客单价为 514 元/人，其中服装销售占销售比例的 40.98%。从 2009 年开始进行大规模的品牌调整，主要调整的品类集中在化妆品、珠宝和女装，2010 年下半年将加大男装品牌的调整力度。从今年 3、4 月份开始成都市政府开始盐市口地下商城的改造工程，原本经过盐市口店的 8 趟公共汽车由于工程的影响，全部改道，对盐市口店的客流量造成较大的影响。2010 年上半年盐市口 1 期实现销售收入 3.3 亿元，同比增长 11.3%；由于新引进品牌促销力度较大，毛利率较去年同期略有下降，大约在 21%-23%之间。

为了实现与 2 期项目品牌定位相匹配，盐市口 1 期未来 1-2 年仍将有较大规模的品牌调整，短期内对平销的增长相对受限。而且新近品牌促销活动的增加，也将对该店的毛利率水平造成一定的限制，预计 2010 年综合毛利率水平将维持在 24%左右。

但随着成都的 1、2 号线于 2010 年 10 月份开通，盐市口站将成为乘客的主要集散站，盐市口 2 期地下 1-2 层将与地下商城及地铁出口相连，交通枢纽中心站和地下商城将为盐市口店带来巨大的客流量。

我们认为，短期内由于品牌调整和交通条件的限制，盐市口门店业绩短期内将维持稳定增长，平销大约维持在 11%左右。但随着 10 月份地铁开通和 2 期项目的建成，客流量的急速增加将推动盐市口门店业绩快速增长。

表 1：盐市口一期盈利预测

单位：百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	607.75	692.84	817.55	956.53
毛利	164.09	169.74	228.91	270.12
折旧摊销	6.65	6.65	1.33	1.33
人工费用	8.09	8.73	9.43	10.19
水电费用	9.45	9.92	10.42	10.94
其它费用	14.70	15.44	16.21	17.02
税前净利润（未扣除总部费用）	125.21	129.00	183.35	218.79

数据来源：华泰联合证券研究所预测

成都其他门店情况

公司目前在成都地区拥有 8 家门店，其中，除北站店、春南店和太平洋百货春熙路店以外，其中门店均为直营门店。

春南店和北站店的租金收入分别为 300 万和 2500 万元，武侯店和温江店每年保持 10-15% 的稳定增长，泸州店今年的增速较快，已经有 20% 左右的同店增长。

表 2: 成商集团成都地区门店统计

已有门店	物业情况	开业时间	店龄（截至 2009 年底）	经营面积（平方米）
盐市口一期	自有物业	2006 年重新装修	5 年	40674
温江店	租赁物业	2006 年开业	5 年	6500
武侯店	租赁物业	2007 年重新装修	5 年	12500
北站店	自有物业	2008 年重新装修	5 年	4100
太平洋百货春熙路店	自有物业	2005 年以前开业	大于 5 年	23000
春南店	自有物业	2005 年以前开业	大于 5 年	8000
龙泉店	租赁物业	2009 年 10 月		8373.43
清江店	租赁物业	2010 年 2 月		5033.04

资料来源：公司公告

南充地区调研情况

五星店

五星店上半年经历较大规模的调整，其中，家电部分从原来的 3 楼搬到 5 楼，家电的经营面积也较之前有一定幅度的压缩。2、3 楼精品女装品类和经营面积都有所增加。五星店今年的销售收入考核指标为 3.3 亿元，上半年人工费用已经实现税前盈利约 1000 万元。其中，综合毛利率水平大约在 17% 左右，上半年人工费用大约在 220 万左右，折旧摊销费用为 500 万元，水电费用为 240 万元，剩余的为其他闲杂费用大约 500 万元左右。

五星店下半年的盈利增长主要来自销售收入的增长，而收入的增长主要来自：1、随着旺季的到来，黄金珠宝类销量有望进一步上升。2、百货部分下半年将继续进行品类调整，引进产销量较大的品类，此外还将扩大 3 楼的精品女装的销售面积，届时成为销售的增长点。3、公司中标了四川省已旧换指标，9 月份可以开始实施，将刺激家电销售大幅增长。4、在保证毛利率的同时增加促销活动。8 月份的员购日活动，当天实现销售收入 1000 万元，其中家电销售将近 400 万元。公司通过严格的预算控制、限制打折种类等措施，使得员购日当日的毛利率波动较小，促销当天的毛利率水平维持在 10 个百分点左右。

2009 年底新开的新世纪百货对五星店没有竞争优势，短期内难以对五星门店造成威胁，其主要原因在于：1、南充居民对百货品牌和商品品类的忠诚度较高，对新进品牌的认知度需要较长时间培养。2、加上五星商圈的集中度较高，新世纪在地理位置上处于明显劣势。

表 3: 五星店盈利预测

单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	247.25	289.28	338.46	396.00
毛利	42.03	49.18	54.15	63.36
毛利率	0.17	0.17	0.16	0.16
折旧摊销	10.93	10.93	6.18	6.18
水电费	6.00	6.00	6.06	6.12
人工费用	4.15	4.56	5.02	5.52
其他费用	6.47	7.12	7.83	8.61
净利润	10.87	15.43	21.81	27.70

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

模范街店

模范街店 2010 年销售指标为 9000 万元, 其中上半年实现销售收入 2000 万元。下半年销售增长主要来自: 1、品类调整到位 2、旧换新带来家电销售的增长 3、配套设施在下半年基本上可以进场, 预计将带来 400 万左右的租金收入。模范街店上半年折旧费用大约 200 万的折旧人员, 人员费用为 120 万, 水电费 60 万元左右。由于模范街改造造成的负面影响, 我们预计今年模范街店仍将亏损 300 万元左右, 明年有望实现盈亏平衡。

表 4: 模范街店盈利预测

单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	60.00	72.00	86.40	108.00
毛利	9.00	11.52	14.69	19.44
毛利率	0.15	0.16	0.17	0.18
折旧摊销	4.00	4.00	4.00	4.00
水电费	1.80	1.80	1.84	1.87
人工费用	2.18	2.40	2.64	2.90
其他费用	5.66	5.94	6.24	6.55
净利润	-4.64	-2.62	-0.03	4.11

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

绵阳地区调研情况

绵阳兴达店和临园店结构调整基本到位, 上半年兴达店已经实现盈亏平衡, 临园店盈利 50 万元左右。绵阳分公司下半年盈利的增长主要来自收入和毛利率的增长, 其中, 收入的增长主要来自: 1、重要的节日加大促销活动。保证毛利的基础上每个月进行, 公司促销毛利率保持在 12-15%, 全年综合毛利率控制在 20%-25%左右。2、兴达店将有 50-60 个品牌的调整, 其中大部分为产销比较高的强势品牌。目前已经有 40 多个品牌到位, 10 月 1 日前将全部到位。引进强势品牌将刺激对兴达店销售收入快速增长。4、下半年将加速拓展团购客户, 针对团购客户实行的定点专场促销。

在促销活动的刺激下，绵阳分公司 2010 年全年的销售收入有望超预期增长，绵阳分公司 2010 年绩效考核指标为收入至少实现同比增长 100%以上，实现净利润 1000 万元左右。我们预计 2010 年全年绵阳分公司实现销售收入 2.7 亿元，实现净利润 1100 万元左右。

表 5: 绵阳分公司盈利预测

单位: 百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	158.00	268.10	348.53	435.66
毛利率	33.76	60.51	85.64	107.05
水电费	6.00	7.20	7.56	7.94
人工成本	3.71	4.08	4.49	4.94
折旧摊销	14.00	15.00	15.00	15.00
开办费用	4.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.00	7.70	8.47	9.32
财务费用	12.00	12.00	12.00	12.00
所得税率	0.25	0.25	0.25	0.25
净利润	-12.95	10.90	28.59	43.39

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

估值和盈利预测

总体而言，调研情况基本符合预期，我们预计公司 2010-2013 年实现营业收入为 17.41/36.03/46.3 亿元，同比增长 1.1%/104.7%/28.4%。2010-2012 年 EPS 为 0.40/0.82/1.14 元，当前股价对应 PE 为 48 倍、23 倍和 17 倍。考虑到公司未来业绩的高成长性和其成长的确定性，我们继续维持“买入”的投资评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	282	936	1026	1202	营业收入	1722	1760	3603	4627
现金	68	529	209	182	营业成本	1362	1365	2774	3501
应收账款	6	20	39	48	营业税金及附加	21	21	43	56
其它应收款	81	203	415	529	营业费用	164	158	324	416
预付账款	30	48	92	109	管理费用	31	21	50	69
存货	97	135	270	333	财务费用	38	53	70	79
其他	1	1	2	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	162	362	516
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	2798	3372	3905	利润总额	156	184	373	519
流动负债	458	1096	1410	1637	所得税	31	37	74	103
短期借款	0	0	0	189	净利润	125	147	299	415
应付账款	208	361	720	891	少数股东损益	-2	-0	0	0
其他	250	735	691	557	归属母公司净利润	128	147	299	415
非流动负债	507	1067	1017	967	EBITDA	214	280	541	741
长期借款	507	1067	1017	967	EPS (元)	0.63	0.40	0.82	1.14
其他	0	0	0	0					
负债合计	965	2162	2427	2604	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%	2.2%	104.7%	28.4%
留存收益	127	223	522	878	营业利润	15.2%	28.4%	124.1%	42.4%
归属母公司股东权益	503	620	930	1285	归属于母公司净利润	24.9%	15.0%	103.4%	38.9%
负债和股东权益	1484	2798	3372	3905	获利能力				
					毛利率	20.9%	22.5%	23.0%	24.3%
					净利率	7.4%	8.4%	8.3%	9.0%
					ROE	25.4%	23.7%	32.2%	32.3%
					ROIC	16.7%	17.1%	21.4%	22.1%
					偿债能力				
					资产负债率	65.0%	77.3%	72.0%	66.7%
					净负债比率	55.97%	51.02%	43.40%	45.79%
					流动比率	0.62	0.85	0.73	0.73
					速动比率	0.41	0.73	0.54	0.53
					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	4.80	5.13	4.35
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.40	0.82	1.14
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.39	1.90	1.02	1.28
					每股净资产 (最新摊薄)	1.38	1.69	2.54	3.51
					估值比率				
					P/E	56.01	48.70	23.94	17.24
					P/B	14.23	11.56	7.70	5.57
					EV/EBITDA	32	25	13	9

数据来源: 华泰联合研究所.

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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