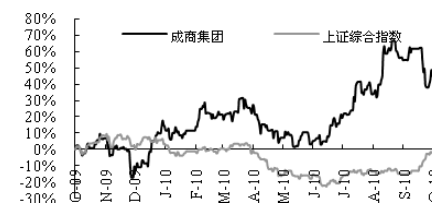



**商业零售**  
**Retail Business**
**2010 年 10 月 25 日**
**市场数据** 2010 年 10 月 22 日

当前价格(元)	19.84
52 周价格区间(元)	13.35 -23
总市值(百万)	7254.82
流通市值(百万)	7231.07
总股本(万股)	36567
流通股(万股)	36447
日均成交额(百万)	40
近一月换手(%)	7.30
Beta(2 年)	0.49
第一大股东	深圳茂业商厦有限公司
公司网址	www.cpd.cn

**一年期收益率比较**


表现	1m	3m	12m
成商集团	-5.7	19.6	45.8
上综指数	14.8	15.7	-2.5

**相关报告**

- 1、《成商集团调研报告——蓄势待发，业绩提升空间巨大》，2010.2.8
- 2、《成商集团年报点评》，2010.3.8
- 3、《成商集团调研报告——商业+地产模式逐渐清晰，即将步入高速成长期》，2010.7.19
- 4、《成商集团中报点评》，2010.8.13

**李嫣春**
**+86 755 21515593**
**liyc@jyzq.cn**

执业证书编号

**李嫣春: S0370108110546**
**成商集团(600828) 季报点评**
**——经营情况良好，业绩稳步提升**
**评级: 买入**

公司前三季度实现营业收入 12.09 亿元，同比增长 0.13%，其中第三季度为 3.74 亿元，同比略有下滑，但剔除汽车业务影响，收入同比增速预计在 20%以上；实现归属于上市公司股东的净利润 0.92 亿元，同比增长 13.42%，其中第三季度为 0.26 亿元，同比增长 90.39%。每股收益 0.25 元。

- **收入增长良好。**公司前三季度收入情况良好，扣除掉汽车业务的影响，预计增长在 20%以上。其中母公司报表前三季度收入增长 15.37%，其中第三季度增长 13.6%，表明主力店增长情况良好。其他增长主要来自于绵阳地区。
- **盐市口店毛利率有所恢复，带动业绩增长。**公司前三季度综合毛利率为 23.18%，同比提升了 2.25%，主要是由于主力店毛利率有所恢复，同时其他门店毛利率也呈稳定提升趋势。从母公司报表来看，公司前三季度毛利率同比下降了 1.99 个百分点，预计盐市口店上半年毛利率下滑 2 个百分点左右，与中报下滑 3 个百分点左右的情况相比有所恢复。
- **期间费用率稳中有降。**公司前三季度的期间费用率为 13.58%，比上年同期略下降了 0.76 个百分点，主要得益于利息支出资本化带来的财务费用率的下降。销售费用率基本与去年同期持平，管理费用率略提升了 0.14%。
- **未来 3-5 年有多个业绩增长点：**太平洋春熙路店经营权收回或提高回报、盐市口二期项目、茂业中心项目、九眼桥项目以及现有门店的内生性增长。除了上述比较确定的增长点之外，公司拓展部也在积极寻找新的项目。拓展方式上主要采用收购、自建和租赁三种模式。
- **投资建议：**预计公司 10-11 年 EPS 为 0.4 元和 0.71 元，对应 50 倍和 28 倍，考虑到距离春熙路收回大概率事件的时间点越来越近，以及公司未来几年较高的成长性和丰厚的物业资源带来的安全边际，维持“买入”评级。
- **风险提示：**春熙路经营权未能收回、若在资本市场再融资或对业绩有所摊薄。

图表1 现有门店基本情况

	门店	地区	开业时间	经营面积(平方米)	建筑面积(平方米)	物业情况
茂业百货	盐市口店	成都	1953年6月	40674	53900	自有
	兴达店	绵阳	2009年4月	约20000	27600	自有
	五星店	南充	2001年11月	19530	26000	自有
人民商场	武侯店	成都	1996年10月	12500	16000	租赁
	温江店	成都	2005年1月	6500	8400	租赁
	龙泉店	成都	2009年9月	约8000	8400	租赁
	模范街店	南充	2008年9月	21124	24000	自有
	白塔店	泸州	2003年9月	13845	15000	租赁
	临园店	绵阳	2008年1月	约15000	21700	自有
	清江店	成都	2010年2月	约5000	5000	租赁

资料来源: 茂业国际公告、金元证券研究所

图表2 主要物业评估价值

	建筑面积(万平方米)	重估价值(亿元)
盐市口店	5.39	21.83
南充五星店	2.6	3.26
南充模范街店	2.4	1.91
绵阳临园店	2.17	2.16
绵阳兴达店	2.76	6.29
春熙路店	2.99	10
盐市口二期		14.4
茂业中心		3.65
其他		14.74
银行借款		-4.69
货币资金		1.35
总和		74.9
每股(元)		20.48

数据来源: 茂业国际09年年报、金元证券研究所

图表3 利润表预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1722.24	1820.20	3134.83
增长率(%)	20.82%	5.69%	72.23%
减: 营业成本(百万元)	1361.53	1403.92	2387.18
销售毛利率(%)	20.94%	22.87%	23.85%
营业税金及附加(百万元)	20.74	21.84	37.62
销售费用(百万元)	164.14	167.46	275.87
管理费用(百万元)	31.34	31.31	62.70
财务费用(百万元)	38.36	35.00	25.00
资产减值损失(百万元)	3.26	0.00	0.00
加: 投资收益(百万元)	22.90	35.00	0.00

公允价值变动损益 (百万元)	0.00	0.00	0.00
其他经营损益 (百万元)	0.00	0.00	0.00
营业利润 (百万元)	125.76	195.67	346.48
加: 其他非经营损益 (百万元)	30.73	0.00	0.00
利润总额 (百万元)	156.49	195.67	346.48
减: 所得税 (百万元)	31.14	48.92	86.62
净利润 (百万元)	125.35	146.75	259.86
减: 少数股东损益 (百万元)	(2.48)	0.00	0.00
归属母公司股东净利润 (百万元)	127.84	146.75	259.86
增长率(%)	24.91%	14.79%	77.07%
EPS (元)	0.35	0.40	0.71

数据来源: 金元证券研究所

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

**增持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

**减持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.