

零售

报告原因: 公司调研

2010年11月11日

市场数据: 2010年11月11日

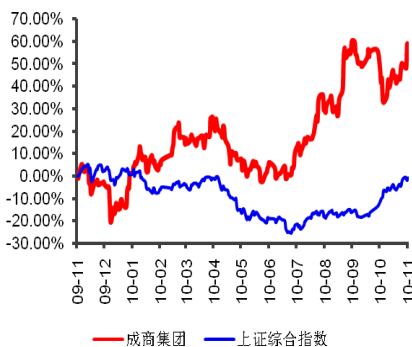
收盘价(元)	21.76
一年内最高/最低(元)	32.89/13.35
市净率	14.1
息率(分红/股价)	0.69%
A股流通市值(亿元)	79.27

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2010年09月30日

每股净资产(元)	1.54
资产负债率%	62.75
总股本/流通A股(万)	36567/36447
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760210080005

010-82190365

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

成商集团 (600828)

股权激励助推管理能力提升

增持

维持评级

公司研究

投资要点:

- **各门店经营状况良好。**公司前三季度实现营业收入 3.74 亿元, 扣除汽车销售收入同比增速在 20% 以上。盐市口店由于品类调整升级, 毛利率有所降低, 前三季同店增速约为 10%, 实现税前利润 7000 多万, 目前坪销只有一万多, 提升空间广阔, 预计品类调整成熟后平销有望达到 2 万; 五星店前三季收入超过 2 亿元, 增速在 20% 以上, 实现净利润 1300 万元; 兴达店目前增长最快, 前三季收入达到 1.5 亿元, 基本实现盈亏平衡, 预计今年可贡献接近 1000 万元的利润。临园店前三季收入达到 5500 万元, 增速约 20% 左右, 实现净利润 100 万元。模范街店前三季收入达到 3000 万元, 亏损 400 万元, 由于受封路影响, 公司目前打算压缩该门店部分百货经营面积用来作租赁, 以期减少亏损幅度。
- **太平洋春熙店谈判即将尘埃落定。**太平洋百货合同 2010 年底第二期协议即将到期, 太平洋春熙店将在 11 月中旬进行最后一轮谈判。根据合同条款, 若双方未就租金达成一致, 则合同自动终止, 成商将收回春熙路店经营权。若双方就租金达成一致, 则租金水平将大幅超越目前 2600 万的水平。如能顺利收回经营权, 公司将在今年年末及明年年初这段百货传统旺季时期尽量保持原有经营状态, 等旺季后再进行装修调整, 尽量不影响太平洋百货正常经营。
- **大股东股权激励助推公司业绩释放动力。**大股东茂业国际的股权激励行权条件是“收入和利润双 35%”, 涉及成商集团经理级以上人员 100 多人, 占茂业国际的三分之一。目前成商集团利润占茂业国际的比例将近 25%, 成商内部也制定了业绩目标, 管理层的积极性将被充分调动起来, 业绩释放动力较强。
- **未来业绩增长点。**盐市口二期店商业部分计划于明年底或后年初开出, 公司目标是该门店开业当年即实现盈利, 写字楼部分约有 4 万平米的可出租面积, 预计可以达到满租的出租率, 租金约为 100 元/(月*平米)。九眼桥项目将于该地块上的两栋居民楼拆迁后进行规划建设。预计将于 2012 年年初开业。茂业中心项目位于天府新城, 预计商业部分将于 2011 年下半年开业, 由于目前是形成中的高档商圈, 培育期约为 2-3 年。

- **投资建议。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.35 元、0.6 元和 0.87 元，对应的动态 PE 分别为 62 倍、36 倍和 25 倍。考虑到公司未来较强的业绩增长确定性和股权激励带来的管理能力提升空间，我们给予“增持”评级。
- **风险提示。**1、太平洋春熙路店未能如期收回经营权或租金提升水平低于预期。2、成都地区新开百货门店较多带来的商业竞争环境恶化。

表 1：盈利预测表（百万元）

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1356	1426	1722	1733	2940	4249
二、营业总成本	1321	1345	1619	1585	2689	3886
营业成本	1101	1101	1362	1331	2258	3263
营业税金及附加	12	23	21	27	46	66
销售费用	110	140	164	165	279	404
管理费用	37	46	31	33	56	81
财务费用	33	32	38	29	50	72
资产减值损失	27	3	3	0	0	0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	74	29	23	31	53	76
汇兑净收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	109	109	126	179	304	440
加：营业外收入	12	7	33	0	0	0
减：营业外支出	1	1	2	0	0	0
五、利润总额	120	115	156	179	304	440
减：所得税	48	14	31	50	85	123
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0	0
六、净利润	72	101	125	129	219	317
减：少数股东损益	(1)	(1)	(2)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	72	102	128	129	219	317
七、每股收益（元）：	0.20	0.28	0.35	0.35	0.60	0.87

资料来源：公司公告、山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。