

## 短期估值较高, 但具备长期成长空间

——成商集团(600828)调研简报

### 核心观点

**1、成熟门店增长平稳。**公司的主力门店中包含3家成熟门店, 盐市口店(净利润占比为65%)、人民商场(净利润占比8%)和南充五星店(净利润占比8%), 前三季度的收入增长率分别在10%、5%和20%。盐市口店由于在2009年进行品牌升级和结构调整, 导致今年的同店增长率同比放缓, 我们认为伴随盐市口商圈的升级, 2011年开始该门店的收入和净利润将进入快速增长期。人民商场受商圈位置所限, 未来年均增长率在5%左右; 南充五星店在当地市场处于龙头地位, 未来同店增长率将保持在15%—20%。

**2、次新店迅速成长。**公司的次新店包括绵阳兴达店(2009年4月开业)和南充模范街店(2008年9月开业)。绵阳兴达店2009年亏损1380万元, 预计今年将盈亏平衡, 培育期仅为一年, 这显示出公司高效的管理效率; 2011年净利润将在1000万以上。南充模范街店2009年亏损460万元, 2010年亏损在400万左右, 主要是受到当地城市规划改造的影响所致, 我们认为在摆脱上述不利影响后, 2011年净利润将达到500万元。总体来看, 次新店的快速成长增加了公司的利润来源, 逐步改变一店独大(盐市口店)的局面。

**3、盐市口二期和茂业中心项目为公司发展提供长期动力。**盐市口二期包括百货、酒店和写字楼; 其中, 百货(5万平方米)将于2011年底开业, 由于位于成熟商圈, 预计培育期会相对较短; 酒店和写字楼的出租将直接增厚当年业绩。茂业中心项目(6万平方米)将于2011年10月开业, 由于位于新兴商圈, 我们预计其培育期在2—3年左右。上述两个项目体量巨大, 且项目营业后, 将带来固定资产折旧的增加, 短期内对公司业绩将形成拖累, 但为公司长远发展提供了动力。

**4、太平洋百货经营权收回的可能性较大。**目前相关谈判正在进行, 预计将在年底公布谈判结果。如果收回经营权, 那么将直接增加公司2011年8000万元的净利润。

**5、盈利预测与评级。**我们预计公司2010—2011年的EPS分别为0.38元和0.61元, 对应的PE分别为58倍和35倍, 公司虽然短期内估值较高, 但公司业绩具备长期成长性。此外, 成都地区的零售市场增速一直在中西部城市中名列前茅, 这为公司快速成长提供了良好商业环境。综合考虑, 我们给予公司“短期\_推荐, 长期\_A”的投资评级。

**6、风险提示。**盐市口二期、茂业中心项目培育期延长和太平洋百货经营权无法收回都将直接影响公司业绩。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	36566.64
流通A股(万股)	36446.92
52周内股价区间(元)	13.35-32.89
总市值(亿元)	82.13
总资产(亿元)	14.84
每股净资产(元)	2.48
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-成商集团(600828):专注于百货业务, 成长空间巨大》 2010-08-13

### 财务数据与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	1,426	1,722	1,791	2,866
同比增速	5.1%	20.8%	4.0%	60.0%
净利润(百万)	102	128	138	225
同比增速	41.3%	24.9%	8.2%	62.4%
EPS(元)	0.28	0.35	0.38	0.61
P/E	78	62	58	35

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**表 1: 盈利预测表**

报告期间	2008A	2009A	2010E	2011E
一、营业收入	142,551	172,224	179,113	286,580
减: 营业成本	110,105	136,153	138,454	222,100
营业税金及附加	2,317	2,074	2,157	3,450
资产减值损失	286	326	0	0
销售费用	13,971	16,414	17,195	26,939
管理费用	4,634	3,134	3,403	4,585
财务费用	3,184	3,836	2,955	3,439
投资净收益	2,867	2,290	3,500	3,500
加: 公允价值净收益	0	0	0	0
二、营业利润	10,920	12,576	18,449	29,567
营业利润率	7.66%	7.30%	10.30%	10.32%
加: 营业外收入	714	3,308	0	0
减: 营业外支出	91	234	0	0
其中: 非流动资产净损失	77	70	0	0
三、利润总额	11,543	15,649	18,449	29,568
减: 所得税费用	1,394	3,114	4,612	7,096
四、净利润	10,149	12,535	13,837	22,472
净利润率	7.12%	7.28%	7.73%	7.84%
归属母公司净利润	10,235	12,784	13,837	22,472
少数股东权益	-86	-248	0	0
EPS(全面摊薄/元)	0.28	0.35	0.38	0.61

数据来源: 国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			