

安全边际较高的西部商业股

成商集团（600828）调研简报

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2010年12月2日

投资要点：

- ◆ **茂业入主以来，公司轻装上阵，强化主营，业绩逐年增长。**2005年深圳茂业商厦有限公司要约收购成商集团（600828）股权，成为公司的控股股东，实际控制人为黄茂如。截止目前，茂业商厦持有公司66.78%股权。茂业入主以来，公司先后通过转换国有员工身份、清理债权债务关系、出售非主营核心资产、对现有主力门店进行调整改造、加大省内二级市场拓展等多项措施，逐步确立了以“商业+地产”双轮驱动的业务格局，2007至2009年分别实现归属于母公司净利润7243万元、1.02亿元、1.28亿元，对应的EPS为0.20、0.28、0.35元。2010年前三季度，公司实现营业收入12.1亿元，实现归属于母公司净利润9215万元，同比增长13.4%。
- ◆ **自有物业比例高，为股价提供较大的安全边际。**目前公司在成都市内以及四川省内二线城市核心商圈拥有自有商业物业18.9万平米，占公司商业物业总量的78.1%（不包括在建和拟建物业）。根据茂业国际2009年报中，戴德梁行对成商集团（600828）的物业评估报告，公司自有物业价值达68.2亿元（含在建的盐市口二期、茂业中心项目）。若按在建项目落成后的评估价值，以两年10%的折现率折现，则公司自有物业价值达86.6亿元。考虑到2010年9月末公司拥有货币资金1.35亿元，长期借款4.69亿元，我们粗略得出公司的每股NAV区间在（17.73元-22.75元），为公司股价提供了较高的安全边际。
- ◆ **成都具备良好的区位优势，居民消费倾向高。**成都地处四川盆地西部，成都平原东部，自古为西南重镇，有“天府之国”的美誉。从商业环境来看，成都的区位优势明显：（1）作为人口大省的省会城市，成都拥有超过1,000万人。成都人生活休闲，热爱消费。（2）成都具备较强的聚合能力，随着西部大开发的持续，不少先富裕起来的西部地区（如西藏、新疆、宁夏）群体涌入成都，特别是新疆七五事件后这种趋势更加明显。据估计，目前成都的商品房约有50%被外地人购买，这些人又给当地带来了新的消费力量。（3）交通上，成都是西南地区最大的交通枢纽，成都双流机场是全国第四大国际空港。（4）政策上，受益于国家西部大开发战略，以及成渝经济区规划的建设。
- ◆ **坚持在成都以及省内二线城市的零售网络的扩张。**公司的零售门店可分成两类：一类是以精品、时尚、流行的中高端商品为主的时尚百货，一般体量在2万平米以上，位于城市核心商圈内；

丁文进

SAC 执业证书编号：

S0340210030001

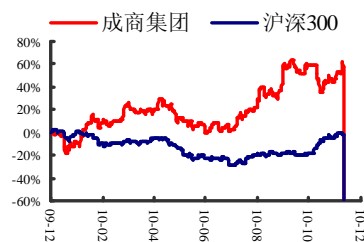
电话：0769-22119455

邮箱：dwj@dgzq.com.cn

主要数据 2010年12月2日

收盘价(元)	20.76
总市值(亿元)	75.91
来总股本(百万股)	365.67
流通股本(百万股)	364.47
ROE(TTM)	24.59
12月最高价(元)	32.89
12月最低价(元)	13.35

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

另一类是以满足社区居民的日常生活消费为主的社区百货，一般体量较小，位于居民社区内。目前公司拥有门店10家，其中时尚百货5家（包括位于成都盐市口的茂业百货主力店，以及位于川南的南充五星店、川北的泸州白塔店、绵阳的临园店和兴达店）；社区百货5家（包括成都4家，以及南充模范街店）。经过几年的摸索和实践，公司确立了“茂业百货+人民商场”的双品牌战略，对公司未来的门店扩张进行定位，其中将以茂业百货品牌来发展时尚百货，以人民商场品牌来发展社区百货。从物业权属来看，公司时尚百货门店大部分为自有物业（泸州白塔店除外）；社区百货大多为租赁物业（南充模范街店除外）。我们认为，由于时尚百货一般位于核心商圈稀缺位置，物业升值潜力大，自有物业比例大将有利于提升公司的竞争优势；另一方面，在社区百货采取租赁方式，有利于公司展开轻资产扩张，以获得规模效益。

- ◇ **太平洋春熙路店物业后续合作谈判可能将近期出结果。**公司在春熙路步行街北端入口处拥有太平洋百货春熙路店物业，商业建筑面积达2.3万平米，目前以每年2600万元的价格租赁给台湾的太平洋百货（期限1994年至2014年），折合每月每平米94元，明显低于周边物业租金水平。该门店2009年收入超过6亿元，实现净利润8300万元左右，业绩显著。据了解，公司在该处物业旁边还有一个小办公楼和一个小天井，未来可能寻求和周边开发商联合开发，这样可新增面积约8000平米。按照协议，双方合作将分三个阶段，在每个阶段结束前一年内洽谈下一阶段合作条件，如果谈不拢，公司将收回自营。其中，第二个阶段将于2010年底结束，目前双方仍在进行磋商，尚无达成最后意向。我们判断：合作结果将有两种可能，一是按双方均能接受的市场化标准继续履行租约，也即提高租金；一是由成商收回自营。我们认为，无论是那种结果，对成商来说均是有利的，当然从收益上考虑，收回自营可能是更好的选择（按每年实现8000万元净利润计算，折合增厚EPS0.22元），提请投资者予以关注。
- ◇ **盐市口：长期要看茂业二期项目的进展。**2009年茂业百货盐市口店（一期）实现收入6亿元，净利润7000万元，约占公司净利润的50%以上，为公司的主要业绩来源。由于对部分服装品牌进行调改，以及黄金销量的增加，我们预计10年该店毛利将下降2个百分点，利润增速将在10%以内。盐市口商圈是成都市未来几年内最具发展潜力的核心商圈，一方面是由于其靠近市中区的交通枢纽“天府广场”所致；另一方面是由于该地段存在相对较大的扩张空间。2010年9月底，南北贯通的成都地铁一号线已开通，2012年东西贯通的二号线也将开通，而这两条线的中心枢纽便设在天府广场，距离茂业盐市口店步行近5分钟。未来该商圈竞争将会加剧，新开业的店将包括远东百货（2011年）、成都国际商城（2011-2012年左右）等。不过公司也正在筹建盐市口二期项目，预算资金投入超过6亿元，体量达13万平米（商业5万平米、五星酒店4万平米、写字楼4万平米）。我们预计2012年上半年二期项目商业部分将可完成，全部完工可能等到2013年上半年。我们认为，交通便利和商家聚集将给盐市口商圈带来整体提升，对于公司来说，是挑战与机遇并存。
- ◇ **茂业中心项目已接近封顶，预计2到3年的培育期。**该项目位于成都市南部副中心（高新区的主干道位置），是公司与大股东下属子公司成都崇德投资有限公司的联建项目，其中公司出资4亿元，获得约9万平米的物业面积（包括6万平米的商业裙楼及2万平米的写字楼）。目前该项目进展顺利，公司已累计投入3亿元，项目接近封顶。该项目地处成都市高新区规划的天府新城，附近有苏宁广场（15万平米，苏宁电器西南地区总部）、宜家、欧尚、CBD高级写字楼、软件园、领馆区、成都市政府新楼（正在搬迁）等，预计三至五年内区内将有常住人口60万人，办公人口60万人。公司拟在茂业中心内开设一个小型购物中心，预计2011年10月开业，预计培育期为2-3年。我们认为，该项目地处新城，未来发展潜力较大，但短期来看对公司业绩有所拖累，预计2011年亏损1000万元。
- ◇ **预计2010年绵阳兴达店盈亏平衡。**2009年4月份绵阳兴达店重装开业，当年实现收入1.1亿元，亏损1000万元。2010年前三季度该店收入同比增长100%，预计全年收入超过2亿元，实现盈亏平衡。其他门店方面：（1）南充五星店2009年实现收入2.6亿元，净利润1700万，同比增长10%以上，预计2010年净利润增长15%左右。（2）泸州白塔店2009年实现净利润235万元，预计2010年净利润同比60%左右。（3）

绵阳临园店2009年实现收入6000多万元，净利润100多万元。受人工成本增加等影响，2010年该店毛利率下降，预计净利润与上年持平。（4）南充模范街店是2008年公司开的次新店，处于南充市核心商圈的非核心地段，周围商业氛围不好，经营情况低于预期。2009年实现收入4000万元，亏损464万元。2010年当地政府封路改造步行街，致使公司经营更受影响。为减少亏损，公司将门店四五楼层用于出租，一至三楼用于经营，预计2010年全年亏损500万元。

- ◇ **其他物业情况。**（1）公司在春熙路南端拥有春南商场物业（5680平米），目前公司每年约收取300多万元的租金收入，明显低于市场水平（约1000-2000万元/年）。该物业位于2010年国庆新开业的群光广场斜对面，地段较好，我们预计公司可能会在2013年底届满之时收归自营。（2）北站店物业（7204平米）于2008年出租，公司每年约获取1000多万元租赁收入。（3）九眼桥项目，面积总计达10多亩，目前尚有1亩多地因拆迁问题悬而未决。
- ◇ **首次给予公司“谨慎推荐”投资评级。**自深圳茂业入主以来，公司通过转换国有员工身份、清理债权债务关系、出售非主营核心资产、对现有主力门店进行调整改造、加大省内二级市场拓展等多项措施，逐步确立了以“商业+地产”双轮驱动的业务格局，经营业绩逐年提高。考虑到（1）公司在成都及四川省内二线城市的核心商圈持有较多的自有商业物业，安全边际较高；（2）茂业国际（HK0848）对成商集团全体管理层（约100多名人员）的股权激励，我们首次给予公司“谨慎推荐”投资评级。**公司股价的催化剂有：**（1）太平洋百货春熙路店物业的后续合作方式的确立（时间窗口在2010年12月）；（2）茂业百货盐市口二期项目的建设进度；（3）茂业中心的培育情况。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：(0769) 22119450
传真：(0769) 22119453
网址：www.dgzq.com.cn