

## 成商集团 (600828)

买入/维持评级

股价: RMB19.42

### 分析师

耿邦昊  
SAC 执业证书编号:s1000210070018  
(0755)8208 0081  
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

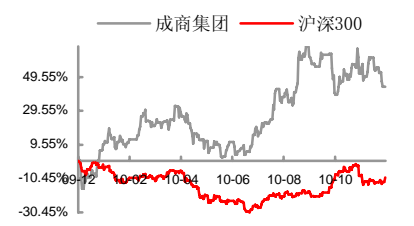
### 相关研究

- 《趋势不变 高增长仍看未来》-2010/10/24
- 《稳健前行 前途光明》-2010/08/31
- 《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
- 《积极进取稳健增长一调研系列报告》-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

### 基础数据

总股本 (百万股)	366
流通 A 股 (百万股)	366
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	7,101

### 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 千呼万唤始出来

- 公司今日发出成都春熙路百货重大合同履行风险提示公告, 将该物业出租合同细节、目前谈判进展及未来公司对其经营设想等告知投资者。
- 公司与太平洋中国控股有限公司关于春熙路太平洋百货的第二阶段租约将于 2010 年 12 月 31 日终止。根据当初公司与太平洋控股签订的租约, 双方约定每一阶段期满的前一年起双方开始就下一阶段的利益分配及其他合作事宜谈判, 如协商未达成一致, 则中止下一阶段的合作。
- 公司从 2010 年初起已经与对方进行了多次谈判, 截止目前, 双方尚未就下一阶段的合作事宜达成一致。若今年年底仍未达成协议, 公司计划收回该物业并自行经营。
- 如我们此前调研及报告所述, 春熙路店的租约谈判并没有附带后续惩罚性条款。2009 年公司从春熙路店收取的租金仅为 2600 万元, 但该店除租金后的净利润达 8000 万元。对于成商来说, 收回经营是最优选择。
- 虽然春熙路店是否收回并没有最终确定, 但在剩余 18 天内双方谈判能够达成共识的概率极小, 资本市场多年来对于春熙路店收回的预期有望兑现。
- 公司是零售行业中完成制度变革、释放体制红利的最成功案例, 公司已经继承了茂业优秀的管理能力, 而春熙路店一旦收回后, 公司在成都地区的收入规模、品牌效应和影响力更将有明显增加。
- 公司未来的业绩成长性来自于盐市口二期、茂业国际中心和九眼桥三大商业地产项目。我们看好公司在商业地产上的经营和发展, 原因在于茂业系是国内商业地产的引领者, 在商业地产经营上具备了丰富的经验、积攒了较多的供应商资源。
- 保守预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.35/0.76/1.07 (假设春熙路店年底收回), 三大商业地产项目逐渐投入运营成为明后年的业绩保障。维持买入评级!
- 风险提示: 盐市口二期、九眼桥项目以及茂业中心项目进展情况低于预期。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1722.2	1755	3631	4692
(+/-%)	20.8	1.9	106.9	29.2
归属母公司净利润(百万元)	127.8	128	284	390
(+/-%)	24.9	0	117.4	40.4
EPS(元)	0.35	0.35	0.76	1.07
P/E(倍)	55.5	56.0	25.8	18.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	282	916	993	1219	<b>营业收入</b>	1722	1755	3631	4692
现金	68	510	169	184	营业成本	1362	1361	2794	3549
应收账款	6	20	40	49	营业税金及附加	21	21	44	56
其他应收款	81	202	418	536	营业费用	164	167	341	446
预付账款	30	48	92	110	管理费用	31	35	65	84
存货	97	135	272	337	财务费用	38	54	71	82
其他流动资产	0	2	2	2	资产减值损失	3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1201	1861	2346	2703	公允价值变动收	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	<b>营业利润</b>	126	138	335	484
无形资产	355	369	378	386	营业外收入	0	30	12	4
其他非流动	0	302	311	319	营业外支出	2	8	1	1
<b>资产总计</b>	1484	2777	3339	3922	<b>利润总额</b>	156	160	347	487
<b>流动负债</b>	458	1094	1417	1715	所得税	31	32	69	97
短期借款	0	0	0	251	净利润	125	128	278	390
应付账款	208	360	725	903	少数股东损益	-2	-0	0	0
其他流动负	0	734	692	561	归属母公司净利	128	128	278	390
<b>非流动负债</b>	507	1067	1017	967	EBITDA	164	257	515	713
长期借款	507	1067	1017	967	EPS (元)	0.35	0.35	0.76	1.07
其他非流动	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	965	2161	2434	2682	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权	16	16	16	16	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	203	366	366	366	<b>成长能力</b>				
资本公积	173	31	42	42	营业收入	20.8%	1.9%	106.9	29.2%
留存收益	127	204	482	816	营业利润	15.2%	9.4%	143.9	44.3%
归属母公司	503	600	889	1224	归属母公司净利	24.9%	0.0%	117.4	40.4%
<b>负债和股东</b>	1484	2777	3339	3922	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	0.0%	22.5%	23.0%	24.4%
					净利率(%)	7.4%	0.0%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	25.4%	21.3%	31.2%	31.9%
					ROIC(%)	13.2%	15.3%	20.2%	21.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	65.0%	77.8%	72.9%	68.4%
					净负债比率(%)	100.00	51.06	43.28	46.76
					流动比率	0.62	0.84	0.70	0.71
					速动比率	0.41	0.71	0.51	0.51
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.17	0.82	1.19	1.29
					应收账款周转率	286	71	116	101
					应付账款周转率	5.86	4.79	5.15	4.36
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.35	0.35	0.76	1.07
					每股经营现金流	0.39	1.85	0.97	1.23
					每股净资产(最)	1.42	1.64	2.43	3.35
					<b>估值比率</b>				
					P/E	55.55	56.01	25.77	18.35
					P/B	13.69	11.93	8.05	5.85
					EV/EBITDA	46	29	15	11

数据来源: 华泰联合证券研究所



**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@mail.htlhsc.com.cn

**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@mail.htlhsc.com.cn