

## 成商集团 (600828)

买入/维持评级

股价: RMB16.74

### 分析师

耿邦昊  
SAC 执业证书编号:S1000510120052  
(0755)8208 0081  
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

洪涛  
(0755)2380 5948  
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

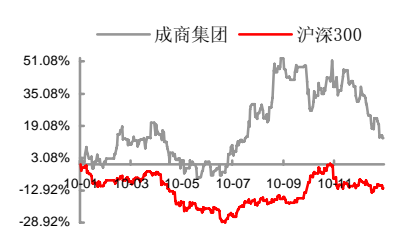
### 相关研究

- 《千呼万唤始出来》-2010/12/14
- 《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)	6,121

### 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

# 坐拥低价土地, 扩张有条不紊

- 公司今日公告, 拟投资约 10 亿元投资修建盐市口项目南区 (即原计划投资修建的盐市口二期)。该项目总建筑面积 15 万平方米, 其中商业裙楼 3.96 万平方米, 规划为大型购物中心, 由公司自主经营。整个项目建设周期预计 29 个月, 其中商业部分计划于 2012 年 5 月试营业。
- 公司 08 年抓住地震灾后重建优惠政策的机遇, 提前报建盐市口二期项目, 获得极为优惠的项目条件。公告的核心地段高容积率物业地价为 5130 元/平, 折合楼面价格为 313 元/平方米, 其中商业物业成本约为 1.52 元/天/平方米。市场对公司盐市口二期为何一直开而未建的疑惑也有了答案。
- 我们看好盐市口二期的前景, 一方面由于极低的物业成本, 另一方面在于门店 2012 年 5 月开业后, 9 月成都地铁二号线通车后门店正下方为地铁出口, 因而门店的旺盛客流将有保证。预计 2012 年及成熟后的该店净利润分别为 -1000 万元和 7000 万元以上。
- 近期我们实地调研了公司, 并走访了太平洋百货春熙路店, 将投资关心的太平洋百货收回及其余门店经营情况与管理层进行了沟通。
- 目前太平洋百货仍由太平洋百货经营, 商场客流量稳定, 未受门店之争的影响。公司方面收回门店意愿强烈, 正在筹划方案维护股东权益。而太平洋百货不悉提出仲裁所要求的新的利润分配方式为: 先缴纳 2600 万租金, 然后将租金后净利润的 50% 分给成商, 这也将是公司在最悲观情况下的净利润分配方式。我们据此调整的 2011-2012 年下限 EPS 为 0.65 和 0.76。
- 公司其余门店经营情况良好, 收入增长迅猛, 而公司在这几年品牌调整上的较大力度虽然短期会带来毛利率的下滑, 但却是公司长期发展的必经之路。其中绵阳兴达店的增盈和模范街店的扭亏是短期公司业绩亮点。
- 客观来说, 太平洋百货的收回纠纷和时间上的不确定性成为市场短期的最大担心, 但即便最悲观预期下公司业绩仍有明显安全边际。公司在手或可预见项目搭配合理、成本低前景好, 公司仍为长期投资极优良品种。
- 风险提示: 主要是太平洋百货收回的不确定性。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1722.2	1754.9	2451.9	3176.4
(+/-%)	20.8	1.9	39.7	29.5
归属母公司净利润(百万元)	127.8	143.4	236.0	277.4
(+/-%)	24.9	12.2	64.5	17.6
EPS(元)	0.35	0.39	0.65	0.76
P/E(倍)	47.9	39.4	25.4	21.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

盐市口二期：提前储备，低价扩张 .....	4
太平洋百货：积极应诉、力求维权 .....	5
其余门店：收入速增、品牌调整 .....	6
盐市口一期，客单价提升、毛利率下降 .....	6
绵阳南充，兴达店亮眼、模范街店看减亏 .....	6
风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 盐市口商圈示意图.....	4
图 2: 盐市口项目效果图.....	4
表格 1: 盐市口项目商业部分单位面积物业成本测算（元/平方米/天）.....	4
表格 2: 盐市口项目南区盈利情况测算.....	5
表格 3: 公司门店基本情况.....	7
表格 4: 公司门店经营情况.....	7

## 盐市口二期：提前储备，低价扩张

公司今日公告，拟投资约 10 亿元，在位于成都市东御街 19 号的土地上投资修建盐市口项目南区(即原计划投资修建的盐市口二期项目)。该项目总建筑面积 15 万平方米，其中商业裙楼 3.96 万平方米，规划为大型购物中心，由公司自主经营。整个项目建设周期预计 29 个月，其中商业部分预计 2012 年 5 月试营业。

图 1： 盐市口商圈示意图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 盐市口项目效果图



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

08 年汶川大地震后，国务院、成都市人民政府出台了一系列支持灾后恢复重建的政策措施，对于促进经济发展作用明显的大型商业设施用地给予优惠，可根据实际情况确定地价标准出让。公司快速反应，抓住机遇，仅仅以 4,689 万元就购得位于成都中心商业腹地净用地面积 9,139.66 平方米，总建筑面积 150,002.32 平方米的土地。对位于商业中心区，并且容积率高达 16.4 的土地来说，无论是 5,130 元的单位面积地价(折合楼面价格为 313 元/平方米)，还是 1.52 元/天/平方米的单位面积物业成本(该区域其他物业平均 4-5 元/天)，都是极其廉价的，这充分体现了公司提前储备商业用地的高瞻远瞩。

表格 1：盐市口项目商业部分单位面积物业成本测算 (元/平方米/天)

建安成本 (万元)	建筑面积 (万平方米)	单位面积建安成本 (元/平方米)	商业部分建筑面 积(万平方米)	商业部分 建安成本 (万元)	每年折旧摊销(万元, 按 10 年折旧期计算)	单位面积物 业成本(元/ 平方米/天)
83,100	15	5,540	3.96	21,938.40	2,193.84	1.52

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

我们非常看好盐市口二期的前景，2012年9月开通的成都地铁二号线将从盐市口二期地下贯穿，且在盐市口二期地下二层设有地铁出口，将为门店提供旺盛客流。我们参照毗邻的盐市口一期经营能力以及经验数据，给予盐市口项目南区2012年平销8000元/平方米、毛利率15%的较为保守的估算，预计该项目2012年将亏损1000万元，但其成熟后净利润将与盐市口一期规模相当。

**表格 2：盐市口项目南区盈利情况测算**

项目	盐市口一期 2009A	盐市口二期（南区）	
		2012E	盐市口二期（南区）成熟后
平销（元/平方米）	16,000	8,000	18,000
建筑面积（平方米）	50,000	39,600	39,600
营业收入（万元）	60,000	23,760	54,000
毛利额（万元）	13,200	3,564	11,900
毛利率	22%	15%	15%
折旧摊销（万元）		2,200	2,200
水电费（万元）		800	800
人工支出（万元）		1,000	1,000
开办费（万元）		300	300
其他费用（万元）		300	300
净利润（万元）	8,000	(1,036)	7,000

资料来源：华泰联合证券研究所

由于市场对公司太平洋百货收回情况的关注，我们在近期也调研了公司，并实地走访了太平洋百货春熙路店，就大家关注的太平洋百货店的收回问题及公司的经营情况等与管理层进行了沟通。我们在此报告中将调研信息一并汇报给投资者。

## 太平洋百货：积极应诉、力求维权

尽管在收回太平洋百货过程中遇到了仲裁纠纷，但公司收回太平洋百货的意愿强烈，过去一个月内的3篇公告连续表达了此想法，公司“一方面将积极应诉，另一方面将采取包括利用法律途径在内的一切措施以维护公司的权益。”（摘自2011-01-05公告）公司目前正在筹划方案进行维权。

根据双方当年签订的太平洋百货春熙路店的租约合同，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，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。从此合同中来看，公司在结束太平洋百货出租、回收其经营权方面是有理有据，在谈判过程中是明显占据有利地位的，我们同样看好公司在最终的仲裁中胜出。

当然我们承认这一不确定性是近期投资者抛售成商的最主要理由，据我们了解，太平洋百货不悉提出仲裁所要求的新的利润分配方式为：先缴纳 2600 万租金，然后将租金后净利润的 50%分给成商。这是太平洋百货的最终要求，也是成商如果仲裁失败、继而寻求的一切法律手段等都失败，最悲观情况下春熙路店净利润的新分配方式。

我们按公司仲裁失败、未来不再对春熙路店扩建、维持目前太平洋店的经营状况等一系列假设下，预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.65 和 0.76，目前股价仍具备强大安全边际和业绩支撑。

春熙路店 09 年扣除 2600 万租金后的净利润为 8000 多万，经营能力良好。目前该店仍然由太平洋百货经营，商场客流量稳定，经营并未受门店之争的影响。而坐拥兰蔻、SK-II、雅诗兰黛、倩碧等国际一线品牌，太平洋百货的一楼化妆品销售依然火爆。

令人寻味的是，太平洋百货当初寻求春熙路店收回后的替代门店百扬大厦的建设已经进入收尾阶段。百扬大厦是太平洋百货与成百集团合资公司成都百扬实业投资自建的门店，位于天府广场、紧邻盐市口一期。该店将以比太平洋品牌更高端的远东百货品牌经营，目前门店建设已经进入外墙铺设阶段，我们预计今年 5-6 月即可开业。

## 其余门店：收入速增、品牌调整

公司其余门店经营情况较好，公司一直在努力进行品牌调整和档次升级，虽然短期会带来对毛利率的冲击，但我们观察到大多数门店收入增长较为迅猛，相信随着调整过程的深化毛利率将进一步提升。我们在表 4 中列出了 2010 前三季度公司重点门店的经营情况，以飨读者。

### 盐市口一期，客单价提升、毛利率下降

由于暖冬和门店前地铁修路的影响，盐市口一期收入增长约为 10%，公司 2010 年进行了持续的女装品牌调整和男装品牌的大调整，从目前来看消费者的认可度还比较高，目前门店的客单价达到 514 元，较 2009 年末提高了约 100 元或 20%。

由于新进入男装品牌的毛利率目前较低，因此公司 1-3 季度毛利率为 22%，低于此前 24%的毛利率水平，因此拉低了门店的净利润贡献，但我们认为这是短期品牌调整的必经阵痛，我们预计 2011 年起门店的净利润增长开始加速。

### 绵阳南充，兴达店亮眼、模范街店看减亏

绵阳兴达店是公司外埠门店中未来几年最有望获得净利润爆发增长的门店，该门店 2010 年上半年已经实现盈亏平衡，目前其品牌调整和消费者认可度明显提升，1-3Q 门店收入 1.5 亿元，收入增速 120%，毛利率约 21%，盈利近 100 万元（09 年全年亏损约 1400 万元），我们认为该店有望和南充店一起，未来成为公司 2000 万元级别的盈利大店。

模范街店 2010 年是公司亏损最大门店，主要由于门店处于培育期且此前门店周边一直在进行市政规划影响了客流，公司目前对其策略为压缩经营面积，将 4-5 层出租给餐饮和院线，目前合作方已经签约，我们看好其 2011 年扭亏打平。

**表格 3：公司门店基本情况**

	物业	门店沿革	建筑面积(万平方米)
盐市口一期	自有	前身为成都人民商场，2006 年重新装修	5
盐市口二期	自有	商业部分计划于 2012 年 5 月份开业	4
南充五星店	自有	2001 年 11 月收购后开业，2010 年进行较大调整：增加女装、调整家电部分	2.5
南充模范店	自有	2008 年 9 月 26 日开业，2010 年压缩经营面积：1-3F 做经营、4-5F 餐饮和院线，2011 年就位	2.5
绵阳兴达店	自有	2008 年 9 月斥资 2.26 亿收购，2009 年 2 月-4 月闭店装修，2009 年 4 月 29 日重开业，2010 年下半年调整基本完毕，进入快速成长期	2.8
绵阳临园店	自有	2007 年 8 月底斥资 6000 万元收购，2008 年 1 月 9 日开业，2010 年两次大调整耗时 3 个月	2.2
武侯店	租赁	1996 年 11 月开业，2007 年重新装修	1.6
龙泉店	租赁	2009 年 9 月 29 日开业	0.8
清江店	租赁	2010 年 2 月 10 日开业	0.5
温江店	租赁	2001 年 5 月开业	0.8
白塔店	租赁	2003 年 9 月开业	1.5

资料来源：华泰联合证券研究所

**表格 4：公司门店经营情况**

	收入（亿元）			净利润（万元）			毛利率	净利率
	2009	20101-3Q	1-3Q 同比增长率	2009	20101-3Q	1-3Q 同比增长率		
盐市口一期	6.0	4.65	10%	8,000	6,000		22%	13.33%
盐市口二期								
南充五星店	2.5	2.2	24%	1,800	1,300	12%	16%	7.20%
南充模范店	0.4			-580	-430			-13.18%
绵阳兴达店	1.1	1.5	120%	-1,400	80	同比扭亏	21%	-12.73%
绵阳临园店	0.6		26%	180	90	100%		3.00%
武侯店	1.5		4%	1,000	950			6.67%
龙泉店	0.2			-70				-4.67%
清江店								
温江店	0.7		28%	230			13%	3.29%
白塔店	0.4		30%	230				6.22%

资料来源：华泰联合证券研究所

## 风险提示

太平洋百货仲裁进度迟缓、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。

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	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	282	931	668	834	<b>营业收入</b>	1722	1755	2452	3176
现金	68	525	109	125	营业成本	1362	1361	1903	2474
应收账款	6	20	27	33	营业税金及附加	21	21	30	38
其他应收款	81	202	282	363	营业费用	164	157	191	245
预付账款	30	48	63	77	管理费用	31	26	25	32
存货	97	135	186	235	财务费用	38	53	41	55
其他流动资产	1	2	2	1	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	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	157	283	343
无形资产	355	369	378	386	营业外收入	33	30	12	4
其他非流动资产	264	302	311	319	营业外支出	2	8	1	1
<b>资产总计</b>	1484	2793	3014	3537	<b>利润总额</b>	156	179	295	346
<b>流动负债</b>	458	1094	1119	1462	所得税	31	36	59	69
短期借款	0	0	0	358	净利润	125	143	236	277
应付账款	208	360	494	630	少数股东损益	-2	-0	0	0
其他流动负债	250	734	625	474	归属母公司净	128	143	236	277
<b>非流动负债</b>	507	1067	1017	967	EBITDA	214	276	433	545
长期借款	507	1067	1017	967	EPS (元)	0.63	0.39	0.65	0.76
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	965	2161	2135	2428	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	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%	39.7%	29.5%
留存收益	127	220	455	686	营业利润	15.2%	24.9%	80.4%	21.2%
归属母公司股	503	616	863	1093	归属母公司净	24.9%	12.2%	64.5%	17.6%
<b>负债和股东权</b>	1484	2793	3014	3537	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.9%	22.5%	22.4%	22.1%
					净利率(%)	7.4%	0.0%	0.0%	7.4%
					ROE(%)	25.4%	23.3%	27.3%	25.4%
					ROIC(%)	16.7%	16.8%	15.7%	14.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	65.0%	77.4%	70.8%	68.7%
					净负债比率(%)	55.97%	51.06	49.33	56.08
					流动比率	0.62	0.85	0.60	0.57
					速动比率	0.41	0.73	0.43	0.41
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.17	0.82	0.84	0.97
					应收账款周转	62	71	100	101
					应付账款周转	5.86	4.79	4.46	4.40
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.35	0.39	0.65	0.76
					每股经营现金	0.39	1.89	0.68	0.84
					每股净资产(最)	1.38	1.68	2.36	2.99
					<b>估值比率</b>				
					P/E	56.01	49.92	30.34	25.81
					P/B	14.23	11.62	8.30	6.55
					EV/EBITDA	20.8%	1.9%	39.7%	29.5%

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 2011 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