

成商集团 (600828)

买入/维持评级

股价: RMB16.38

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:S1000510120052
(0755)8208 0081

联系人

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

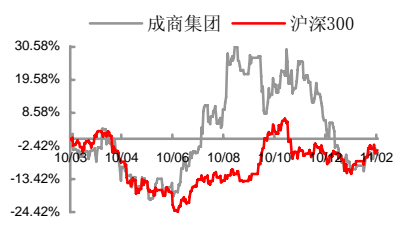
相关研究

- 《坐拥低价土地, 扩张有条不紊》
2011/01/12
- 《千呼万唤试出来》-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-调研系列报告》
2010/01/21
- 《励精图治渐入佳境》-2010/01/07

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)	5,990

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

不确定中的确定

- 公司 10 年实现收入 17.1 亿元, 同比下降 0.67%, 剔除已出售的汽车业务收入影响, 同比增长 22.24%; 归属母公司净利润 1.38 亿元, 同比增长 8.19%; EPS=0.38 元, 扣非后 EPS=0.35 元, 同比增长 29.67%, 略低于预期。低于预期的主要原因是 2010 年南充模范店受封路改造影响严重。
- 公司是四川省网点分布最广、区域位置最佳、网点渗透率最高的零售商, 共拥有 11 家百货门店。结合年前我们对公司实地调研的情况, 我们认为盐市口一期品牌调整深化下的毛利率提升、绵阳兴达店的净利润爆发和南充模范街店的扭亏将是公司内生增长的亮点, 而茂业中心的完工(预计 2011 年 10 月开业)、盐市口二期和九眼桥项目的启动将是公司外延扩张的亮点。在此双轮驱动下, 我们预测公司未来三年收入将快速提升, 年复合增长率超过 30%。
- 对于投资者关心的太平洋百货收回纠纷案, 我们在此前的报告《坐拥低价土地, 扩张有条不紊》中做了详细的分析。目前太平洋百货已申请仲裁, 提出新的利润分配方式, 即先缴纳 2600 万租金, 然后将租金后净利润的 50%分给成商。**成都中级人民法院已正式受理该起纠纷, 但尚未开庭审理!**
- 客观来说, 太平洋百货的收回纠纷和时间上的不确定性是市场短期最大担心, 但公司在手或可预见项目搭配合理, 成本低前景好, 即使在最悲观预期下(即公司仲裁失败, 接受太平洋百货利润分配方案), 我们测算公司 11-13 年 EPS 分别为 0.65、0.76 和 0.96 元, 对应目前股价的 PE 分别为 30、26 和 20 倍, 仍然具备较为确定的安全边际和业绩支撑, 维持买入评级!
- 风险提示: 主要是太平洋百货收回的不确定性, 三大商业地产项目建设进度低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1711	2455	3118	3897
(+/-%)	-0.7	43.5	27.0	25.0
归属母公司净利润(百万元)	138	236	279	352
(+/-%)	8.2	70.6	18.4	26.2
EPS(元)	0.38	0.65	0.76	0.96
P/E(倍)	51.8	30.4	25.6	20.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

年报解读	4
区域龙头：外延内生，齐头并进	5
重点门店：收入速增、品牌调整	6
商业地产：加速推进，前景看好	7
太平洋百货：积极应诉、力求维权	8
风险提示	9

图表目录

图 1: 成商集团百货零售业务收入	4
图 2: 成商集团百货零售业务毛利率	4
图 3: 成商集团费用率保持稳定	5
图 4: 成商集团主营业务分地区情况	5
图 5: 盐市口商圈示意图	7
图 6: 盐市口项目效果图	7
表格 1: 成商集团需支付工资的员工数	4
表格 2: 公司重点门店基本情况	6
表格 3: 公司重点门店经营情况	7
表格 4: 盐市口项目南区盈利情况测算	8

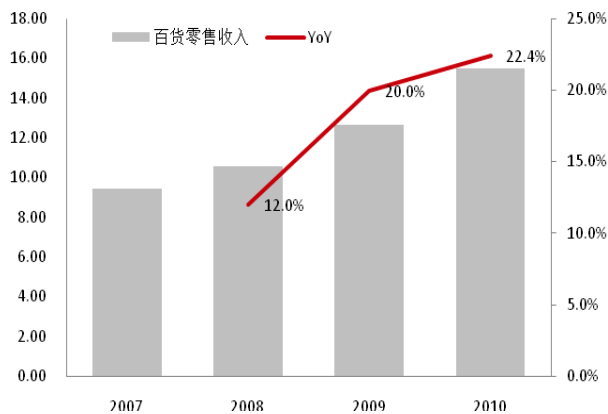
年报解读

公司 2010 年实现营业收入 17.1 亿元，同比下降 0.67%，剔除已出售的汽车业务收入影响，同比增长 22.24%；归属母公司净利润 1.38 亿元，同比增长 8.19%；EPS=0.38 元，扣非后 EPS=0.35 元，同比增长 29.67%，略低于预期。低于预期的主要原因是 2010 年南充模范店受封路改造影响严重。

公司百货零售业务平稳增长，10 年实现收入 15.5 亿元，同比增长 22.4%，一方面来自品牌调整、实施激励等一系列措施所带来的内生增长，另一方面来自新开成都龙泉店和清江店带来的外延增长。

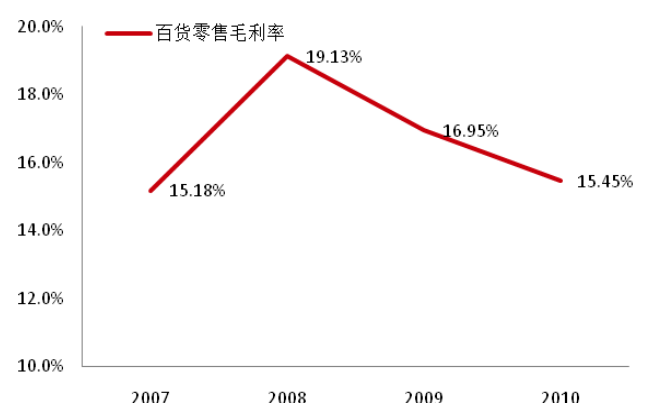
公司百货业务毛利率持续走低，其主要原因在于：1) 盐市口一期有较大规模的品牌调整，新引入品牌初期的低扣点率和促销活动在一定程度上拉低了毛利率水平；2) 扣点较低的黄金珠宝类商品销量增长；3) 新开的成都龙泉店和清江店以综超业态为主，毛利率相对较低。我们认为，随着主力门店品牌调整的深化，新开门店进入成熟期，公司主营业务毛利率将重回较高水平。

图 1： 成商集团百货零售业务收入



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 2： 成商集团百货零售业务毛利率



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

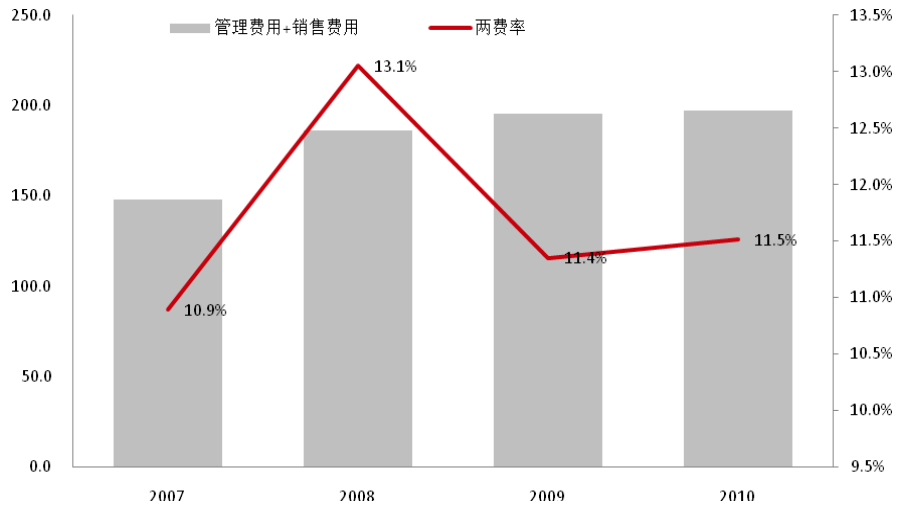
公司在成本控制上继续推行全面预算，10 年管理费用+销售费用为 1.97 亿元，占总收入的 11.5%，在区域百货龙头中处于中等水平。公司冗员处置已基本完成，同时，公司注重节能降耗工作，在开设新店和改造老店时使用节能型灯具，去年全年节约水电费约 700 万元。

表格 1： 成商集团需支付工资的职工数

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
在职职工总数	4489	1606	1706	1831	1695	1686
需承担工资的离退休职工数	437	126	19	17	17	17

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3: 成商集团费用率保持稳定



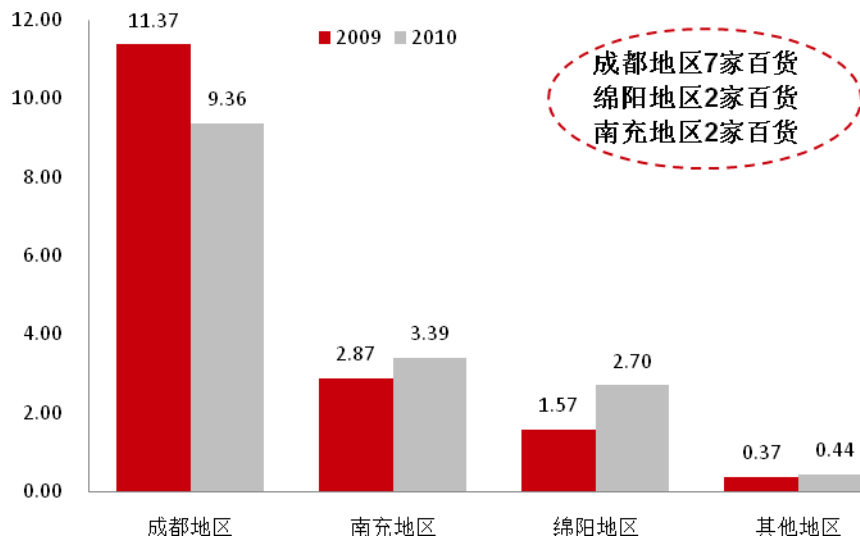
资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

区域龙头: 外延内生, 齐头并进

公司作为四川省网点分布最广、区域位置最佳、网点渗透率最高的零售商, 在省内实际拥有 11 家百货, 其中成都市内 7 家 (包括尚未收回经营权的太平洋百货春熙路店)、绵阳和南充地区各 2 家。在主力门店品牌调整的同时, 公司稳步推进商业地产项目, 并计划向二、三线城市拓展。在外延加内生的双轮驱动下, 我们预计公司未来三年收入分别为 24.6 亿、31.2 亿和 39.0 亿元, 三年复合增长率超过 30%。

图 4: 成商集团主营业务分地区情况

剔除已出售的汽车业务收入, 成都地区 2010 年收入同比增长 14.72%



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

重点门店：收入速增、品牌调整

公司重点门店一直在努力进行品牌调整和档次升级，经营情况良好。我们在表 3 中列出了 2010 年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和男装品牌的调整，从目前来看消费者的认可度还比较高，门店客单价达到 514 元，同比提高约 100 元或 20%。但同时新进入的男装品牌毛利率较低，拉低了门店整体盈利水平。我们预计随着调整过程的深化，2011 年起该门店将逐渐摆脱短期品牌调整带来的阵痛，进入净利润加速增长阶段。

绵阳南充：绵阳看兴达、南充看模范

绵阳地区两家门店合计实现收入 2.9 亿元，同比增长 68.43%，其中兴达店经过两年培育期，已成为绵阳市场最具竞争力的门店。该店去年上半年即实现盈亏平衡，全年收入同比增长 94.01%，毛利率约 21%，预计盈利 200 万元（09 年全年亏损约 1400 万元）。我们认为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，值得关注！

而在南充，面对去年新进入的家乐福和重庆新世纪，公司五星店收入首次突破 3 亿元，保持同比 20% 以上的增速，未来有望成为 2000 万元级别的盈利大店。模范街店是去年公司亏损最大门店，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，公司及时进行卖场布局及商品结构调整，引入影院、餐饮等配套项目，全年净利润同比减亏。我们看好模范街店在 2011 年扭亏打平。

表格 2：公司重点门店基本情况

门店名称	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	5.0
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

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 3：公司重点门店经营情况

	收入（亿元）			净利润（万元）			毛利率	净利率
	2009	2010	2010 同比增长率	2009	2010	2010 同比增长率		
盐市口一期	6.0	6.6	10%	8,000	8500	6%	22%	12.88%
南充五星店	2.5	3.1	24%	1,800	2000	11%	16%	6.45%
南充模范店	0.4	0.5	13%	-580	-450	减亏		
绵阳兴达店	1.1	2.1	90%	-1,400	200	同比扭亏	21%	1.0%
绵阳临园店	0.6	0.8	33%	180	350	94%		4.44%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所（部分门店经营情况为联合零售预测）

商业地产：加速推进，前景看好

公司三大商业地产项目的推进情况，是市场对成商最为关注的核心问题之一。公司在今年1月的公告中披露了盐市口南区（即原盐市口二期项目）的建设规划，目前已进入全面施工，其中商业部分预计2011年10月封顶，2012年5月开业，由公司自主经营；茂业中心项目商业裙楼部分主题已完工，预计2011年10月正式开业；九眼桥项目预计今年上半年启动剩余拆迁工作和项目规划，下半年开工建设。

盐市口二期：提前储备，低价扩张

盐市口项目南区（即原计划投资修建的盐市口二期项目）总建筑15万平方米，其中商业裙楼为3.96万平方米，规划为都市时尚精品百货店，由公司自主经营。该项目预计总投资10亿元（截至2010年末，公司已投入5000万元）。商业部分预计2011年10月封顶，2012年5月开业。

图 5： 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 6： 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

公司借 08 年汶川地震灾后重建政策，以极其优惠的价格够得该项目。我们非常看好盐市口二期的前景，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。（关于该项目的情况，请参考我们 2011 年 1 月 12 日的报告《坐拥低价土地，扩张有条不紊》）

表格 4：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

茂业中心项目：基本完工，开业在即

茂业中心项目位于天府新城核心区域，总建筑面积 34 万平方米，其中归属公司的为 9 万平方米，包括地下一层的停车场和地上裙楼部分的商业物业，基本确定以购物中心模式经营。该项目预计总投资 4.28 亿元（截至 2010 年末，公司已投入 1.81 亿元）。目前，公司拥有的商业裙楼部分主体已经完工，招商谈判工作全面开展，预计 2011 年 10 月正式开业。

九眼桥项目：积极沟通，稳步推进

该项目位于成都东南一环边上，靠近未来的成都市金融街。项目规划土地面积有 17 亩地，其中公司自有土地约 14 亩，目前仍然处于对周边的土地整合拆迁阶段（还剩几十户未拆迁）。公司计划今年上半年启动拆迁工作和项目规划，确保下半年启动建设。

太平洋百货：积极应诉、力求维权

市场对公司最为关注的另一核心问题即太平洋百货春熙路店是否能如愿收回。目前，太平洋百货已申请仲裁，提出新的利润分配方式：即先缴纳 2600 万租金，然后将扣除租金后净利润的 50% 分给成商。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。成都市中级人民法院已正式受理该起纠纷，

但尚未开庭审理！（关于太平洋百货春熙路店纠纷的详情，请参考我们的报告《千呼万唤始出来》和《坐拥低价土地，扩张有条不紊》）

客观来说，太平洋百货的收回纠纷和时间上的不确定性是市场短期最大担心，但即使在最悲观预期下（即公司仲裁失败，接受太平洋百货利润分配方案），我们测算公司 11-13 年 EPS 分别为 0.65、0.76 和 0.96 元，仍然具备较为确定的安全边际和业绩支撑，维持买入评级！

风险提示

太平洋百货春熙路店收回的不确定性，三大商业地产项目的进度低于预期。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	318	794	557	809	营业收入	1711	2455	3118	3897
现金	125	490	197	342	营业成本	1317	1905	2419	3001
应收账款	5	23	19	30	营业税金及附加	28	29	37	47
其他应收款	84	112	133	172	营业费用	165	182	251	300
预付账款	4	24	19	30	管理费用	32	37	62	90
存货	99	145	189	233	财务费用	27	39	24	29
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1294	1905	2372	2701	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	173	173	152	125	投资净收益	38	20	20	10
固定资产	341	1025	1542	1910	营业利润	180	283	343	441
无形资产	330	344	352	360	营业外收入	2	12	6	0
其他非流动资产	451	363	326	307	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1612	2699	2929	3510	利润总额	182	295	349	441
流动负债	534	1085	1086	1014	所得税	45	59	70	88
短期借款	0	0	0	0	净利润	137	236	279	352
应付账款	254	329	442	533	少数股东损益	-1	-0	0	0
其他流动负债	280	756	644	481	归属母公司净利	138	236	279	352
非流动负债	453	753	703	1003	EBITDA	260	390	486	629
长期借款	453	753	703	1003	EPS (元)	0.38	0.65	0.76	0.96
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	987	1838	1790	2018	主要财务比率				
少数股东权益	14	14	14	14	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	366	366	366	366	成长能力				
资本公积	30	30	30	30	营业收入(%)	-0.7	43.5	27.0	25.0
留存收益	214	450	730	1082	营业利润(%)	43.3	57.0	21.3	28.4
归属母公司股	610	846	1125	1478	归属母公司净利	8.2	70.6	18.4	26.2
负债和股东权	1612	2699	2929	3510	获利能力				
					毛利率(%)	23.0	22.4	22.4	23.0
					净利率(%)	0.0	0.0	0.0	8.1
					ROE(%)	22.7	27.9	24.8	23.8
					ROIC(%)	21.7	27.8	20.0	18.8
					偿债能力				
					资产负债率(%)	61.2	68.1	61.1	57.5
					净负债比率(%)	50.44	42.97	41.35	51.55
					流动比率(%)	0.60	0.73	0.51	0.80
					速动比率(%)	0.40	0.60	0.34	0.57
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.14	1.11	1.21
					应收账款周转率	103	169	143	153
					应付账款周转率	5.70	6.54	6.27	6.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.38	0.65	0.76	0.96
					每股经营现金流	0.67	2.13	1.00	0.99
					每股净资产(最	1.67	2.31	3.08	4.04
					估值比率				
					P/E	51.77	30.35	25.64	20.31
					P/B	11.73	8.46	6.36	4.84
					EV/EBITDA	24	16	13	10

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