

商圈多点领航、弹性长短兼具

——成商集团（600828）调研快报

2011年3月14日

推荐/首次

成商集团

调研快报

刘家伟 执业证书编号 S1480510120001
 联系人：高坤 gaokun@dxzq.net.cn 010-66507320

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点：

1. 两大在建项目领航多点化商圈。

·盐市口南区项目。规划建筑面积15万平米，其中商业接近4万（-1-7F），酒店4.2万，办公8万平米（27-47F）。酒店部分定位为五星级酒店，有望通过托管方式与万豪合作。商业部分预计明年5月开业，酒店及办公部分2013年中期开始使用。就项目收益而言，土地成本仅为4689万元，主要为8.3亿的建安成本，简单按照每平方米3万元计算，项目45亿元的价值相对于10亿的成本投入，仅静态回报就达到了3倍以上；从动态回报看，目前盐市口一期平效1.8万，春熙路3万，王府井4万，与竞争对手的差异主要追溯于低客单价和低客流量两方面，一期目前的客单价仅为600元。盐市口二期品牌结构的提档升级以及附近国际商城、远东百货等中高端门店的陆续开业，将有助于消费层级的整体提升；与此同时，二期建成后停车场的全面恢复及其与1期合计10万平的商业体量将为客流量的提升推波助澜。两期品牌重合度仅为20%，不会形成明显的分流效应。两者量价齐升的合力有望使得盐市口二期成熟后的平效超越1期10%的幅度。此外，按照五星级酒店600元的单间标准和2.8-3元/天的办公出租水平，两者成熟后合计利润贡献约为6500万元左右。

表 1：盐市口南区商业部分盈利预测

	盐市口一期	盐市口二期（2012）	盐市口二期（2013）	成熟
平效	1.8 万	0.9 万	1.6 万	2 万
建筑面积	5.4 万	3.96 万	3.96 万	3.96 万
收入	6 亿	2.6 亿	4.8 亿	5.9 亿
毛利率	22%	16%	16%	17.5%
期间费用率	7.8%	17.5%+500 万开办费	14%	8%
净利润	8500 万	-890 万	960 万	5650

资料来源：东兴证券研究所

·茂业中心项目。茂业中心所在的天府新区为政府重点规划，常驻人口 60 万，经常人口 90 万，周边的写字楼、酒店及住宅均定位于中高端，同时 1 号线地铁出口，未来有望分享新兴商圈高速成长的红利。茂业中心项目总建筑面积 34 万，其他归茂业集团所有。公司自有 9 万多平米，其中商业规划 6 万平米，负一到地上 4 层做中型百货，上面做餐饮娱乐的配套。根据我们实地调研的情况，目前项目已经封顶，招商完成已经过半。从竞争格局来看，美美、宜家、苏宁、欧尚已经入驻城南新区，茂业中心对面内置天虹主力百货的中航项目工期也已进半，拥有众多奢侈品招商资源的仁和春天也将落户城南，美美和仁和的定位高端，尚不足以形成正面竞争，而天虹和茂业的在深圳多年的和谐竞争关系，也有望共同塑造新区的良好商业氛围。从项

目收益看，10月开业，投入成本4个亿，按40年摊销，平均每年摊销费用1000万，加上开办费用，预计11年当年亏损2000万左右，12年减亏至500万以内，第三年实现盈亏平衡。基于城南高新区商业写字楼、市政府搬迁的强大集客效应和政策支持，茂业中心项目有望在三年培育期后实现杠杆式的业绩增速。

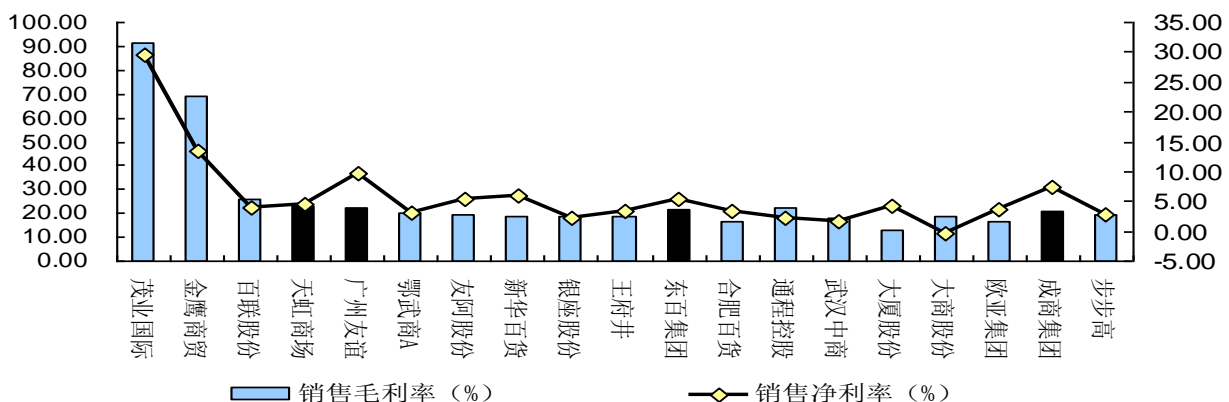
·九眼桥项目主要是考虑到区域范围内虽然有较多的高度住宅，但尚无匹配的商业配套，未来潜力巨大。项目预计11年完成拆迁，年底实现开工建设。

2. 扬长避短推进老中青三层次门店错落有致发展。

公司作为为数不多的民营性质百货，凭借较为灵活的管理机制和透明统一的采购体系，拥有高毛利率、高净利率、高ROE的“三高特质”，但同时由于延续茂业商业+地产的外延模式和百货为主的业态组合，使其规模扩张的速度稍显缓慢。公司10年23.03%的高毛利率水平主要取决于百货75%以上的占比（超市占比14.39%，家电9.91%），而3个点的提升幅度主要基于黄金类产品销售比例的提升，同期销售净利润8.08%，扣非后7.05%的水平也位居行业前列。公司未来的发展战略将扬长避短，通过租赁、并购等多种形成加快外延步伐，并整体围绕巩固成熟门店（保持良好的同店增长）；发挥次新门店潜力；加快新门店拓展老中青三个层次展开。

按照年报披露的2011年计划营业收入22.3亿元，营业成本17.16亿元，期间费用2.64亿元计算，公司11年的业绩增速约为36%：**就老店第一层面而言**，现有成熟门店的贡献整体在20%左右，盐市口500元的客单价水平有较大的提升空间，南充五星店在2010成功转型时尚百货，有望延续去年20%以上的同店水平；**而构成潜力门店的第二层次**主要包括南充模范街店和绵羊兴达店两家，前者去年亏损500万元，是公司目前唯一尚未扭亏的门店，其今年1-2月已经实现减亏，计划将百货经营面积压缩至1-3楼，加大影院等配套项目比例，预计今年能够盈亏平衡。兴达店的客单价为468元，已经接近盐市口一期水平，未来两年仍有望维持40%左右的高速增长；**而从第三层次新店的外延计划来看**，人民商场和茂业百货“生活超市+精品百货”的组合将有望在一家门店内实现联合拓展，前者主要通过规模发挥非核心地段效益，而后者则更加侧重于物业的选择。公司11年除了茂业中心，计划新开2家门店，新增12万平米（包括6万平的茂业中心），考核目标是新开两家能够实行收支平衡。省内德阳，宜宾，泸州，乐山，达州将成为重点外延的地区，且考虑初步试水省外扩张。此外，公司计划通过适度加大租赁物业（单店首年开业投入不超过1000万）的方式，一定程度上缓解二大商业地产项目引致的资金瓶颈。

图1：涉足商业地产相关企业盈利能力对比



资料来源：东兴证券研究所

3. 业绩弹性与安全边际双轨并行。

公司未来的业绩弹性除了两大在建项目的业绩贡献外，还包括非主营业务的剥离、春熙路、春南路门店的收回以及茂业国际股权激励的条件三大方面。**首先非主业剥离方面**，公司未来将加大宾馆、网络、物业管理等非主业的剥离力度。2010年汽车处置收入1150万、2900多万的拆迁收入，非经常利润占比将近30%；**其次春熙、春南门店收回方面**，按照太平洋方面提出2600万租金+税后利润的50%的要求底线和春熙路店去年8000万的利润水平，春熙路店11年至少贡献7000万左右的利润，折合EPS0.2元。根据我们实地调研的情况，太平洋百货在春熙店的侧面开设了一家面积相当的太平洋新馆，**我们判断该新馆可能成为太平洋被收回的退路。但作为成都地区化妆品销售最好的门店，其与上游品牌商的部分绑定撤离或对公司收回春熙路店后的整合产生一定影响。**而出租15年协议的春南店也有望于2013年收回，该门店目前的收入仅为每年300万的租金，而其净利润水平已经达到1000万，对面新开的群光百货将有效提升周边的商业氛围，未来潜力较大；**最后股权激励方面**，茂业国际股权激励行权条件是2010-2012年各年的销售总额及利润同比增长35%或以上，该激励涉及成商集团管理人员近百人。10年成商集团占茂业国际净利润比重为30%，已经达到行权条件。而公司去年1.77%的折旧占比和1.07的租赁费用占比均保持稳定，3.24%的人工费用占比保持稳步提升。未来良好的激励机制将为公司内外兼修的发展保驾护航。

在人民币升值和流动性充裕的大背景下，以商业地产为载体打造大型购物中心、城市综合体业态将加速发展。百货类上市公司中，目前大商股份的自有物业绝对值最高，为150万平米，百联、欧亚位列二三；而从自有物业比例来看，除了欧亚90%以上的自有物业外，新百联和成商集团均达到了75%左右。公司目前20万平米的经营面积中有74%自有物业占比，相应物业的资产重估价值约为85亿元，根据NAV估值法，对应每股价值23.2元，相对于目前的估计具备较高的安全边际。

表 2：主要百货公司自有物业情况汇总（2010）

公司	门店数量	自有物业	总面积	自有物业占比
大商股份	73	150	290	51.72%
百联股份	23	81	104	77.88%
欧亚集团	9	72	72	100.00%
重庆百货	54	41	104	39.42%
友谊股份	6	25	32	78.13%
鄂武商	9	22	36	61.11%
成商集团	11	16	21	76.19%

资料来源：东兴证券研究所

结论：

公司民营机制下的“盈利三高”特质有望成为其多层次外延扩张保驾护航。而无论是从长期三大商业地产项目的业绩贡献来看还是从短期门店收回、非主业剥离、股权激励的三大催化剂来看，都有望成为公司业绩弹性的重要砝码。公司股价虽然在太平洋百货春熙路店收回进度低于预期后，出现了较大幅度调整。但基于成渝经济区规划政策红利的大背景和公司明晰发展战略、较强管理动力的释放，公司未来有望保持30%左右的复合增速水平。我们预测公司11-13年EPS为0.58、0.75和0.93元，对应PE分别为28倍、22倍和17倍。综合考虑到公司自有物业的安全边际及长短兼具的催化剂，给予6个月目标价20元，对应PE为33倍，距当前价格仍有20%的涨幅，首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示:

公司面临着以下风险：春熙路的收回仲裁面临一定不确定性；两大在建项目培育期期间面临中外资企业的强势竞争；商业外延扩张带来的租金上涨、违约、选址等经营风险。

联系人简介

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。