

成商集团

600828

增持/ 维持评级

逐鹿四川，问鼎西蜀

股 价	2009/02/09
RMB12.62	

基础数据

总股本（百万股）	203
流通 A 股（百万股）	82
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1035

财务数据

市净率 (X)	7.58
TRACING P/E (X)*	30.51
EPS (元)	0.32
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

《精工细琢只为那内在的惊艳》

2008/12/08

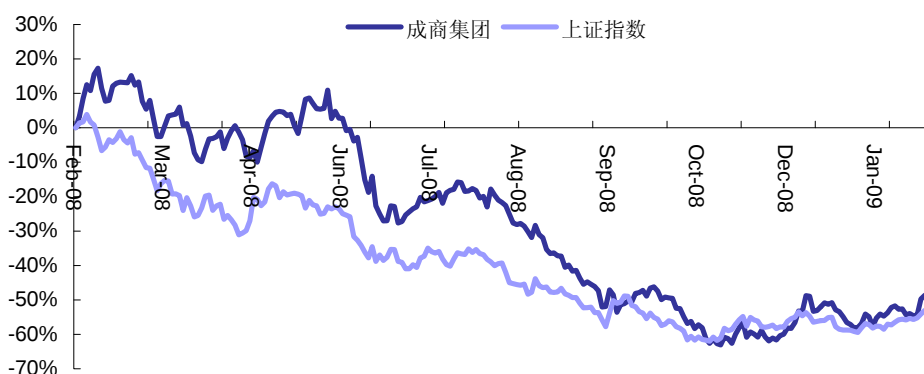
《我能，故我强》

2008/07/14

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1356.1	1006.9	1442	1763	2572
(+/-%)	14.5	1.2	6%	22%	46%
归属母公司净利润(百万元)	72.4	64.1	100	136	174
(+/-%)	166.0	22.1	38%	37%	28%
EPS(元)	0.36	0.32	0.49	0.67	0.86
P/E(倍)	35.4	40.0	25.76	18.84	14.67

- 作为地震灾区，四川地区重建对内需拉动强劲，这些因素都将刺激公司零售业的发展。而成都作为区域核心，总部效应更为明显。比如春节时期西南地区增长最为强劲，应在 20% 以上，而底下二线城市受冲击程度更低。
- 公司抵抗风险能力强，原因在于公司拥有大量优质物业，不存在网点选址的难题。等盐市口二期建成、收回太平洋百货春熙路店等物业，公司在四川地区的网点布局将更加完善，市场控制力将更为强大。
- 公司现有土地储备和商业物业资源众多，103、208 仓库土地占地面积 10 多亩，还有杨柳桥土地、成都宾馆等地块。现有商业部分的物业面积应在 120 万平迷左右。因此，通过低成本盘活现有优质商业物业将成为推动公司后续业绩增长的主要动力。
- 盐市口二期开业后定位中高端，弥补一期档次不足，并增强配套设施建设，成为四川地区单体面积最大、购物环境最佳、配套设施最全、品种最为丰富的门店。预计成熟后年收入应在 5 亿以上，利润至少在 5000 万左右。
- 我们预计盐市口一期 2008-2010 年收入分别为 5.5 亿、6.3 亿、7.3 亿，净利润分别在 1.1 亿、1.25 亿、1.44 亿左右。如果扣除总部费用，年利润分别为 0.5 亿、0.65 亿和 0.85 亿。
- 保守估计 2008-2011 年公司下属绵阳分公司收入将分别为 1 亿、3.5 亿、5 亿、6.5 亿，净利润预计在 180 万、3529 万、5500 万和 7000 万左右。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 吴红光
 +755-82492069
 wuhg@lhqz.com

成商集团股东大会沟通纪要：

我们在 2008 年 2 月 9 日上午与公司高管王总、高总和财务总监郑总等在股东大会后进行交流，主要沟通结果如下：

■ 四川地区经济增长较为强劲，目前该地区零售额增长在全国位于前列，其中，人民可支配收入 08 年增长 19% 左右，明年预期 10% 以上增长。作为地震灾区，四川地区重建对内需拉动强劲，这些因素都将刺激公司零售业的发展。而成都作为区域核心，总部效应更为明显。比如春节时期西南地区增长最为强劲，应在 20% 以上，而底下二线城市受冲击程度更低。

■ 公司抵抗风险能力强，原因在于公司拥有大量优质物业，不存在网点选址的难题。同时，公司目前是四川地区网点分布最广、区域位置最佳、网点渗透率最高的零售商。等公司盐市口二期建成、收回太平洋百货春熙路店等物业，公司在四川地区的网点布局将更加完善，公司区域市场领导或者说市场控制力将更为强大。目前公司经营状况良好，是西南地区最具有竞争力的公司之一。

图 1：成商集团在四川地区百货连锁网点分布一览

四川地区



成都地区



资料来源：联合证券研究所整理

■ 公司现有土地储备和商业物业资源众多，103、208 仓库土地占地面积 10 多亩，还有杨柳桥土地、成都宾馆等地块。现有商业部分的物业面积应在 120 万平方米左右，这些物业的盘活将成为推动公司业绩增长的主要动力。

■ 成都目前百货网点主要是太平洋百货（1 家，由于成商要收回，因此已和成都百货大楼合作，计划搬迁到盐市口）、王府井（正在寻找 2 店，但是还没有找到合适网点）、新世界（现有门店 1 家在盐市口，目前没有扩展的计划）、百盛（2 家在成都，1 家在绵阳）、北京华联（网点也是为租赁，没有扩张的计划）、伊藤洋华堂（3 个店）。竞争对手基本上与公司相比没有较大威胁。

■ 南充地区竞争并不激烈，公司网点位置优越，已经处于当地销售最大的零售

公司，区域竞争优势显著。绵阳区域 2 店改造成功后公司将成为绵阳地区最大和最强的零售商。

- 盐市口二期目前已经开工建设，该项目规划面积 12 万平米，其中商业部分 6 万平，其它为产权式酒店。项目建设周期 2 年，百货部分会先开业，预计开业时间 2010 年。盐市口二期开业后定位中高端，弥补一期档次不足，并增强配套设施建设，成为四川地区单体面积最大、购物环境最佳、配套设施最全、品种最为丰富的门店。预计成熟后年收入应在 5 亿元以上，利润至少在 5000 万左右。
- 太平洋百货门店收回已无悬念，目前该店面积 2.5 万平米，公司计划在 2010 年年底收回，收回后公司计划扩建，扩建后该店营业面积将突破 3 万平米。目前该店收入 9 亿，利润在 8000 万以上。我们预计该店收回后收入正常应在 12-14 亿，利润在 1.2-1.4 亿左右，所以 2011 年将成为公司业绩爆发式增长的主要增量。
- 公司目前将采用双品牌发展战略，中高档百货以茂业百货品牌运营，同时，辅之以人民商场品牌作为综合性、社区性百货运营。品牌覆盖层次更全。
- 资金并不紧张，再融资没有计划。公司虽然资产负债率已达到 70%，但由于大股东的扶持和公司物业历史成本较低，因此，其资金链条并不紧张。兴利达 1.2 亿收购款已支付，与茂业的委托贷款 1.2 亿是 1 年期的，利率与银行当期利率同步，黄河商业城占用资金 1.2 亿已收回。公司目前正计划剥离车业、成都宾馆和新世纪有线电视网络业务，加上公司自有现金流，因此，能够满足公司扩张的需要。公司目前还没有再融资的计划。
- 店长考核：给予公司各店收入、毛利润、净利润、费用控制等，绩效与其管理挂钩，年前签定目标责任制度，在工资基础上，加上一定系数提供激励。同时把业绩部分的利润拿出部分给供应商、专柜员工和门店经营人员激励。这样，将供应商与零售商连成一体。
- 九眼桥项目年底启动，占地 2 万平米，自有土地占 70%，主要为百货（5 万平米以内）+地产（6 万平米以内），总投资 3 亿左右。

表 1：公司成都地区核心门店盐市口一期盈利预期

	2006 年	2007 年	2008 年 1-9 月	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E
主营业务收入	407.64	464.37	369.36	550.00	630.00	725.00
综合毛利	106.69	119.49	99.96	148.5	170.1	195.75
综合毛利率	26.00%	26.00%	27.00%	27.00%	27.00%	27.00%
净利润	59.95	87.97	73.54	108.9	124.74	143.55

资料来源：联合证券研究所整理

绵阳分公司调研纪要

我们此次调研主要会见了绵阳分公司的总经理彭总、副总经理张总及分公司财务总监、采购总监，并实地参观了绵阳 2 个店。

- 目前公司在绵阳地区拥有两个门店即临园店和兴达店，其中，临园店开业时间为 2008 年 1 月 9 日，收购后面积由 1.8 万扩大到 2.17 万平米，其中 3000 平为超市，作为综合性商场，其采用人民商场品牌来运营，正常运营后收入应在 2 亿以上；兴达店在 2008 年 9 月 18 日投资 2.6 亿收购，面积为 2.7 万平米，目前是绵阳定位档次最高、品种结构最全、体量最大、购物环境最舒适的门店。正常运营后其收入应在 5 亿以上。
- 目前公司绵阳分公司下属 2 个门店位置都地处绵阳地区黄金商业地段，公司目前是绵阳地区零售门店面积最大、层次覆盖最完整的零售商，竞争实力远超过竞争对手，未来成为该地区最具控制力的公司已无悬念。其目前主要竞争对手是百盛（经营超过 10 年，经营面积 1.8 万平，营业收入在 3.2 亿左右）、美一天百货（1.1 万平米左右，8000 万左右收入）、梅西百货（2 万平，场内为 L 型，规划很不完整，柜台少，08 年 11 月份开业，目前经营亏损）。卖场主要是 WALMART 和好又多（2 个店）。公司争取在未来 3 年以此为基础，加大在川北地区如江游等地的网点拓展。
- 目前绵阳由于存在很多军工企业，团购市场应在 8-9 亿左右，公司目前在会员卡设计上可以做到省内互动和门店互通。临园店不到 1 年时间会员客户就达到 6000 人，进步迅速。
- 绵阳分公司 2008 年由于受到“5.12”地震因素影响，销售收入在 1 亿左右，经营毛利率在 17%以上，综合毛利率（加上租金和后台）在 30%左右。收入结构中 08 年百货部分占 60%，超市部分占 40%。
- 林园店在公司收购前，品牌结构不完整，配套不全。2009 年开始调整，引入肯德基、奇迹健身、电玩、餐饮等配套设施，同时将-1 楼启用改为超市。作为社区店，该店物业位置较佳，人气基础很好。作为大众店，未来重点是做好品牌结构调整。公司计划 2009-2010 年销售 1.5 亿、2 亿元、2.5 亿。经营毛利率应在 17%左右，综合毛利率在 20%甚至更高。
- 公司收购兴达店正好可以弥补临园店的档次不足，从而可以覆盖绵阳所有层次零售消费，同时可以提升公司在绵阳地区的零售市场地位。目前该店正在改造装修（3、4 楼已提前装修），计划投资 2000 多万。改造后兴达店将成为定位为中高档流行时尚百货。1 楼主要是女鞋（斯嘉图为主）、化妆品（主要为欧莱雅、欧泊来、H2O、玉兰油等）和男装名品店（KALDATEN、VASINO、SIDUOMI 等），名表（浪琴等）。2 楼主要是女装；3 楼是精品女装和成熟女装哥弟、哥力斯等；4 楼运动层（阿迪、KAPPA、LININ 等为主）、5 楼家居、儿童用品和美容等配套。2009 年 2 月 11 日全部封闭并在 2009 年 5 月 1 日前开业。我们保守预计该店 2009-2011 年销售收入应在 2 亿、3 亿和 4 亿，年增长 1 亿应无问题。该店经营毛利率应在 23%以上，综合毛利率在 25%以上并无障碍。
- 绵阳分公司运营费用较低，初步估算只要销售超过 1.5 亿就可实现盈亏平衡。其中，主要费用如下：
 - 1、临园店投入 6900 万收购，折旧 40 年摊销，每年 300 万左右。兴达店新投入设备加上收购款，由于房屋和物业分开摊销，每年摊销也在 700 万左右。绵阳分公司资产折旧摊销每年在 1000 万左右。

2、目前员工人数由 250 人缩减到 225 人。人工成本 360 万/年。

3、水电费由于分摊到商户，加上 2008-2011 年由于灾后重建，水电存在优惠。每年 600 万左右。

■ 绵阳分公司目前最大的费用支出其实是财务费用，由于收购贷款，该公司目前债务规模为 3.2 亿，年财务费用在 1200 万左右。

■ 由于灾后重建，2008 年所得税全免，2009 年还在谈，估计也会减免。机器设备可以作为进项抵扣，2009 年就可以实现，比其它地区提前半年。

■ 综合以上因素，保守估计 2008-2011 年绵阳分公司收入将分别为 1 亿、3.5 亿、5 亿、6.5 亿，净利润预计在 180、3529 万、5500 万和 7000 万左右。

表 2：绵阳分公司财务盈利预期

科目	门店	2008E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
收入（百万）	临园店	70	150	200	250
	兴达店	30	200	300	400
综合毛利率（%）	临园店	30%	20%	18%	17%
	兴达店	28%	25%	24%	23%
运营费用（百万）	水电费	3.00	6.00	6.00	6.00
	人工成本	3.60	3.71	4.08	4.49
	折旧摊销	6.00	12.00	15.00	15.00
	其它	0.00	11.00	15.40	21.56
财务费用（百万）		15.00	12.00	12.00	12.00
所得税率（%）		0.00%	0.00%	25.00%	25.00%
净利润（百万）		1.80	35.29	55.52	75.45
贡献 EPS（元）		0.01	0.17	0.27	0.37

资料来源：联合证券研究所估算

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。