

成商集团：处于成长通道 期待“质”与“量”双突破

谨慎推荐（首次）

成商集团（600828）调研简报

公司研究

2009 年 3 月 26 日

分析师

张丽华 赵大晖

Tel.: 010-59355982

Email: zhanglh@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 203.15 百万股
 流通股本： 82.00 百万股
 近 12 个月最高价： 25.74 元
 近 12 个月最低价： 8.29 元
 近 1 个月内涨幅： 16.63%
 近 6 个月内涨幅： 47.05%

近期我们调研了成商集团，同相关人员了解了公司经营情况及未来发展规划，并对成都市春熙路商业圈、盐市口商圈进行了实地调研。

调研内容：

- **公司网点布局初具规模，门店普遍处于培育期或成长期：**公司已经进入成长通道，目前在成都、绵阳、南充、泸州等地设立 9 家百货网点；门店多处于培育期或者成长期。2009 年将以“人民商场”品牌继续扩张。
- **2010 年前后，百货业务“质”+“量”有望获得双突破：**商业大厦将于 2010 年底收回，公司对其改扩建后，自主经营；盐市口二期计划于 2010 年底完工，招商工作同步进行，计划于 2011 年开业；九眼桥项目目前在积极筹建中。届时，公司在春熙路、盐市口两大商圈拥有多家门店，规模和档次有望将登上一个新台阶。

盈利预测与评级调整：

- 我们预测公司 09 年、10 年每股收益为 0.58 元、0.72 元。
- 给予公司“谨慎推荐”评级。

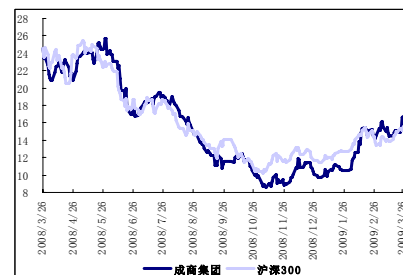
存在风险：

- 居民消费需求下降将影响公司各业务增长。
- 公司在建项目进展低于预期，不能按时完工。

财务数据摘要：

项 目	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	1365	1426	1639	2033
Growth (%)	14.49	5.12	15.00	24.00
归属于母公司所有者净利润（百万元）	72	102	117	147
Growth (%)	—	41.49	14.35	25.48
毛利率 (%)	18.81	22.76	22.90	23.02
净资产收益率 (%)	4.62	3.61	3.64	3.76
每股收益（元）	0.36	0.50	0.58	0.72
P/E（倍）	46	33	29	23

股价与沪深 300 指数对比



近期，我们调研了成商集团，同相关人员了解了公司经营情况以及未来发展规划，并对成都市春熙路商业圈、盐市口商圈进行了实地调研。

一、公司经营情况

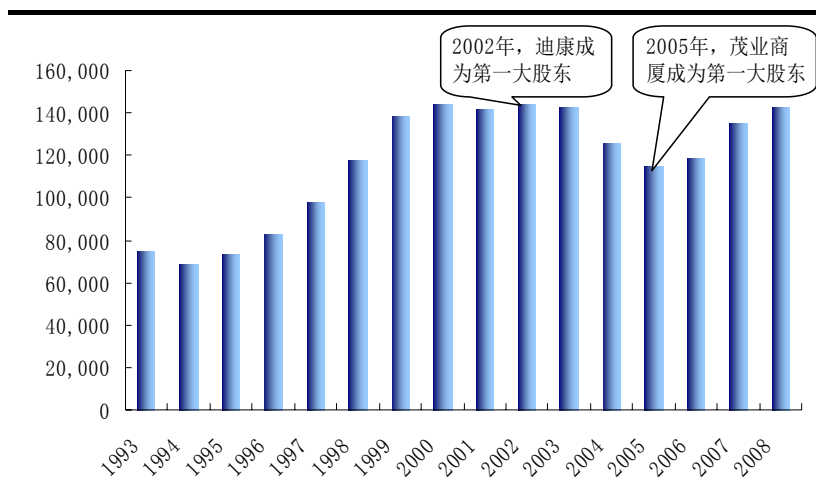
（一）公司基本情况

公司是四川省唯一一家商贸零售上市公司，2005年6月，公司股权变更，深圳茂业公司成为第一大股东。目前深圳茂业持股比例为66.77%。茂业入主后，对公司的商品结构、人员配置、信息系统各方面进行调整、变革，逐步改善了公司基本面，目前公司已经进入成长上升通道。

公司以百货零售和汽车销售为主业。2008年，百货业务与汽车业务收入占营业总收入比例分别为74%、18%。其中百货零售实行“茂业百货+人民商场”的双品牌发展战略，“茂业百货”主推精品、时尚、流行的中高端商品，主要开设在地理位置好的核心商圈内，“人民商场”定位于生活化的社区型百货，主要开设在核心商圈和社区居民集中地。公司目前共9家门店，分布于成都、南充、绵阳、泸州等地，其中盐市口店、南充模范街店和绵阳兴达店使用“茂业百货”品牌。

除百货门店之外，公司目前还经营两家4S店以及成商宾馆等业务，08年汽车销售业务受地震、居民消费需求下降等多种影响，市场萎缩，该业务对公司的收入贡献有所减少。预计未来公司或选择合适的时机出售或者剥离宾馆等非核心资产。

图：1993年-2008年公司营业收入（单位：万元）



资料来源：公司公告 民族证券

表：公司现有百货门店情况

店名	店龄	经营面积 (平方米)
成都盐市口店	约4年	40674
成都北站	约4年	4100
成都武侯站	约4年	12500
成都温江店	约4年	6500
南充五星店	约4年	19530
南充模范街店	少于1年	21124
泸州白塔店	约4年	13845
绵阳临园店	约1年	13780
绵阳兴达店	少于1年	19884

资料来源：茂业国际公告 民族证券

（二）百货业务情况

1、百货门店普遍处于培育期或者成长期

公司的门店建成时间短，普遍处于成长期或者培育期，对此公司管理层有着清晰的认识。以盐市口为例，该门店位于盐市口商圈，地理位置优越，原名为“人民商场”，在成都拥有50多年的历史，认知度极高。深圳茂业入后，对该商场重新装修、定位，改名为现在的“茂业百货”，走精品、时尚的中高端路线。盐市口店目前是公司最重要的盈利门店，在新的利润点没有出现之前，公司未来2-3年的发展主要看盐市口店的经营状况。

2008 年，该店面营业收入为 4.98 亿元，占公司百货业务收入的 47.20%，占营业总收入的 34.92%。但从商场人气到具体的经营指标，该商场与成都市经营情况较好的商城还存在着一定差距。以王府井百货为例（王府井店是成都市经营业绩最好的门店），该店位于成府路，正对春熙路，营业面积与盐市口店相近，2007 年营业收入 16 亿元，创造的净利润 1.30 亿元。调研中，公司表示，希望在 3-5 年内，能够培育出一家可以与成都王府井相媲美的门店。

2、网点布局已经出具规模

2008 年新开门店 3 家，分别为绵阳临园店、南充模范街店、绵阳兴达店，公司在省内二级城市的布局已初具规模。目前公司在南充及绵阳均已拥有 2 家门店。

目前公司扩张区域主要集中在四川省内面积较大，人均收入水平较高的城市。以绵阳市为例，绵阳市是四川省第二大城市，人均收入处于四川省前列，进驻该地区的商场只有百盛和梅西百货。公司将临园店定位于社区百货店，兴达店定位于中高端市场，公司希望能够把绵阳市消费水平较高的一部分人的消费力留在绵阳市内消化。临园店 2008 年受地震影响较大，经营一度非常困难，目前情况有所好转。绵阳市目前正处于灾后重建阶段，需求较为旺盛，有望拉动当地零售企业销售，公司在绵阳地区的两家门店培育期或可缩短。

公司计划在 2009 年以“人民商场”品牌在成都及周边地区开设社区型百货店，没有以“茂业百货”品牌扩张的计划。

二、公司重点项目

春熙路商圈与盐市口商圈是成都市最重要的两个商圈。目前，公司在春熙路商圈的自有物业商业大厦租赁给了太平洋百货使用，盐市口商圈现有一家门店。2010 年年底，商业大厦租期结束，盐市口二期项目也将完工，公司面临重大发展机遇。

（一）盐市口二期项目正在施工

目前盐市口二期正在施工过程中，公司计划将盐市口二期打造成商业、酒店及配套车库为一体的综合性商务楼，建筑面积达 12 万平米，其中百货经营面积为 5 万平米。该项目预计在 2010 年底完工，招商工作将同步开展，计划 2011 年盐市口二期正式投入使用。盐市口二期定位在中高档，与盐市口一期实行差异化经营。

目前盐市口商圈，除茂业百货外，已有新世界百货、仁和春天百货、摩尔百盛、美美力诚等商场进驻。另外白扬大厦、成都国际商城等均在施工或在规划中，预计未来 2-3 年盐市口商圈将建成 6 家定位中高档的商场。盐市口商圈未来极有可能超越春熙路商圈，成为成都市最重要的商圈。

（二）商业大厦结束租赁后公司将自主管理

目前商业大厦租赁给太平洋百货，每年收入租金 2860 万元，租赁截止日期为 2010 年 12 月。公司表示将租期结束后，将收回商业大厦，自主经营，计划对商业大厦进行改扩建，建成 6 层，面积为 3 万平方米的百货商场。调研发现，商业大厦位于春熙路口，人流密集，位置极好。收回物业后，公司如能够正常经营，该商场将成为公司未来重要的收入、利润来源之一。

（三）九眼桥项目筹备中

公司计划投资 2 亿-3 亿元，在九眼桥北侧建一座以百货为主体的商业建筑。该项目正在筹建中，预计今年下半年或明年初动工，开建后计划两年内建成。

2010 年前后，公司在成都市主要商圈的经营面积将增加 8 万平方米左右，商业大厦、盐市口一期、盐市口二

期中、高档差异化经营，有利于吸引不同的消费群体，扩大公司的市场份额，实现“质”与“量”双突破。

另外对于公司资产负债率较高的问题，我们同公司进行了沟通：公司自有物业较多，土地使用权用历史成本入账，经过多年摊销以后，资产负债表中已不能体现资产的实际价值，是导致公司资产负债率较高的一个重要原因。

在深圳茂业控股成商集团后，从资金、人员配备、经销商渠道等各方面给予了公司较大支持。成商集团历史众多遗留问题也已逐步得到解决，公司未来将立足主业，进入成长通道。公司 2008 年年报披露，2009 年，公司力争实现营业收入 16.5 亿，营业成本控制在 12.8 亿元，期间费用控制在 2.4 亿元。

三、盈利预测与评级调整

我们预测公司 09 年、10 年每股收益为 0.58 元、0.72 元。考虑到四川地区居民的消费能力及消费习惯因素，以及公司规模逐渐增大，经营状况持续转好，未来众多项目前景较为乐观，我们给予公司“谨慎推荐”评级。目前估值偏高，短期内可适当规避。

四、存在风险

- 1、居民消费需求下降将影响公司各业务增长。
- 2、公司在建项目进展低于预期，不能按时完工。

成商集团盈利预测

(单位：万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	135,612.57	142,551.46	163,934.18	203,278.38
营业收入	135,612.57	142,551.46	163,934.18	203,278.38
营业总成本	132,112.38	134,498.01	152,005.71	187,652.48
营业成本	110,100.65	110,104.94	126,400.47	156,483.78
营业税金及附加	1,217.94	2,316.90	2,704.91	3,354.09
销售费用	11,037.10	13,970.81	13,934.40	17,278.66
管理费用	3,737.52	4,634.47	5,409.83	6,911.46
财务费用	3,301.81	3,184.44	3,256.09	3,324.47
营业利润	10,924.77	10,920.05	14,428.46	18,625.90
利润总额	12,020.54	11,543.23	14,628.46	18,825.90
净利润	7,175.33	10,148.84	11,702.77	14,684.20
归属于母公司所有者的净利润	7,243.48	10,234.52	11,702.77	14,684.20
每股收益	0.36	0.50	0.58	0.72

资料来源：公司公告 民族证券

分析师简介

张丽华：2006年毕业于中国人民大学国际贸易专业，经济学硕士，先后在天相投资顾问公司、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了多篇行业深度及公司深度报告，对行业发展趋势、上市公司投资价值有着深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

	总 部	上海地区	深圳地区
	袁 泉	郭剑超	吴宝峰
电 话	010—59355995	021-68539273	0755—83781415
手 机	13671072405	13818101878	——
Email	yuanquan@chinans.com.cn	guojc@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn