

成商集团（600828）：门店经营逐步稳定，一季度收入增长 10%

中性（维持）

商业

当前股价：17.59 元

报告日期：2009 年 4 月 21 日

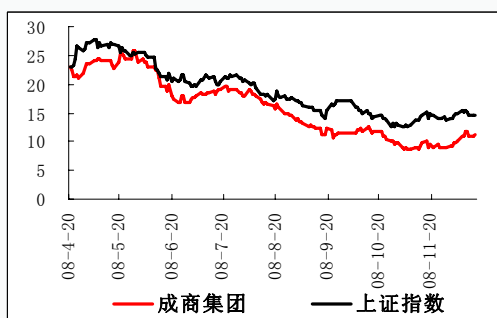
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1356	1426	1475	1539
(+/-)	14.49%	5.12%	3.50%	4.31%
营业利润	109	109	144	156
(+/-)	-205.7%	-0.04%	31.67%	8.79%
归属于母公司的净利润	72	102	111	121
(+/-)	-166.0%	41.31%	8.54%	8.53%
每股收益（元）	0.36	0.50	0.55	0.59
市盈率（倍）	39	28	26	24

公司基本情况（2009 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	20,315/8,200
流通市值（亿元）	14.69
每股净资产（元）	1.98
资产负债率（%）	70.03

股价表现（最近一年）



联系人—天相商业组

021-58824282-859 xianggt@txsec.com

联系人—施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年一季报显示，公司2009年第一季度实现营业收入4.55亿元，同比增长9.73%；实现营业利润3510万元，同比减少17.12%；实现归属于上市公司股东净利润2608万元，同比减少18.73%；摊薄每股收益0.13元。

- 收入增速符合预期。**公司一季度的收入增长情况和我们的预期接近（我们预期增速为12%）。公司09年一季度营业收入同比增速已经超过了08年全年收入5.12%的增速。这和其他已发布一季报的商业上市公司所显示出的一季报收入增长慢于去年增速的情况不一致。我们认为，公司收入同比实现快速增长的主要原因是，在茂业商厦成为公司大股东之前，公司的门店资产并未发挥其应有的盈利能力。而在茂业商厦成为公司控股股东之后，通过对公司进行的一系列治理，公司现有资产的盈利能力逐年提高，经营逐步走入正轨；此外，公司08年下半年新开两家门店，合计营业面积我们预计为3.5万平方米，这也为公司09年的业绩增长埋下伏笔；另一方面，公司所处的四川省作为内陆省份，受经济危机影响较小，这也为公司的营业收入增长提供了基础。

- 门店停业装修及汽车公司停止经营造成利润减少。**09年公司营业毛利率同比减少了1.38个百分点，我们认为这是由于打折促销力度的加大所致；同时，期间费用率同比增长了0.4个百分点，导致期间费用率上升的主要因素是销售费用的增加。09年1季度公司销售费用同比增加了826万元，增幅为27.45%，从而使得销售费用率上升了1.17个百分点至8.43%。造成销售费用大幅上升的原因我们认为主要是公司绵阳兴达店于2009年2月进行装修改造从而无法贡献收入；而另一方面，公司下属的成商联合汽车公司联合品牌店不再持续经营也使得公司利润减少。

- 人事变动立足长远。**2009年一季度公司进行了一系列人事调整，此前担任公司董事长的茂业商厦实际控制人黄茂如及来自茂业的上市公司董事、董秘等先后辞职，而接替者均为成商集团内部管理人员，可以认为是大股东将原上市公司整理好后交由熟悉公司运作的原管理层进行管理。我们认为，此举将有利于公司的长期发展。由于目前公司高管较为熟悉西部地区市场，我们认为这也有利于公司未来在西部市场的深耕和发展。

- **风险提示：**宏观经济继续下行对公司销售增长带来的风险；
- **盈利预测与评级：**我们维持公司2009-2010年EPS0.55元和0.59元的盈利预测，按公司4月20日收盘价17.59元计算，对应动态PE分别为32倍和30倍，公司股价估值水平较高，维持“中性”评级。

图表 1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
综合毛利率(%)	18.81%	22.76%	21.76%	20.38%
净利润率(%)	5.29%	7.12%	7.71%	5.71%
净资产收益率(%)	24.46%	25.70%	9.82%	6.17%

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
营业费用(万元)	11,037	13,971	3,009	3,835
营业费用率(%)	8.14%	9.80%	7.26%	8.43%
管理费用(万元)	3,738	4,634	1,033	917
管理费用率(%)	2.76%	3.25%	2.49%	2.02%
财务费用(万元)	3,302	3,184	1,039	1,006
财务费用率(%)	2.43%	2.23%	2.51%	2.21%
期间费用(万元)	18,076	21,790	5,080	5,758
期间费用率(%)	13.33%	15.29%	12.26%	12.66%

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 3: 季度报表比较

	2007Q1	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
营业收入	40,856	41,442	27,009	32,238	41,862	45,476
增长率 (%)	14.08%	14.80%	-34.83%	19.36%	29.86%	8.63%
减: 营业成本	33,891	32,423	20,194	24,957	32,531	36,210
毛利率 (%)	17.05%	21.76%	25.24%	22.58%	22.29%	20.38%
减: 营业税金及附加	195	444	372	750	752	645
销售费用	3,561	3,009	3,034	3,311	4,617	3,835
管理费用	1,264	1,033	962	1,020	1,619	917
财务费用	1,069	1,039	971	1,109	66	1,006
期间费用率	14.43%	12.26%	18.39%	16.87%	15.05%	12.66%
资产减值损失	0	-1	7	0	280	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	755	740	818	732	578	647
营业利润	1,631	4,235	2,288	1,822	2,575	3,510
增长率 (%)	-159.76%	8.83%	-45.99%	-20.33%	41.29%	36.31%
加: 营业外收入	70	23	15	321	355	99
减: 营业外支出	57	15	20	10	46	40
利润总额	1,644	4,243	2,282	2,134	2,884	3,569
增长率 (%)	-152.26%	5.21%	-46.21%	-6.49%	35.12%	23.75%
利润率 (%)	4.02%	10.24%	8.45%	6.62%	6.89%	7.85%
减: 所得税	993	1,050	656	622	-933	971
实际税负比率 (%)	60.43%	24.74%	28.72%	29.16%	-32.36%	27.22%
净利润	650	3,193	1,627	1,512	3,817	2,598
归属于母公司所有者净利润	629	3,209	1,667	1,537	3,823	2,608
增长率 (%)	-119.37%	61.09%	-48.06%	-7.81%	148.78%	-31.77%
净利润率 (%)	1.59%	7.71%	6.02%	4.69%	9.12%	5.71%
少数股东损益	21	-16	-40	-25	-5	-11

资料来源: 天相投资顾问有限公司

图表 4：成商集团盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	135,613	142,551	147,540	153,896
增长率 (%)	14.49%	5.12%	3.50%	4.31%
减：营业成本	110,101	110,105	113,606	118,684
营业毛利	25,512	32,446	33,934	35,212
增长率 (%)	26.57%	27.18%	4.59%	3.77%
毛利率 (%)	18.81%	22.76%	23.00%	22.88%
营业税金及附加	1,218	2,317	1,862	2,222
资产减值损失	2,717	286		
减：销售费用	11,037	13,971	13,234	12,620
管理费用	3,738	4,634	3,984	4,309
财务费用	3,302	3,184	3,444	3,515
期间费用率 (%)	13.33%	15.29%	14.00%	13.28%
投资净收益	7,425	2,867	2,967	3,095
影响营业利润的其他科目				
营业利润	10,925	10,920	14,379	15,642
增长率 (%)	-205.65%	-0.05%	31.67%	8.79%
营业利润率 (%)	8.06%	7.66%	9.75%	10.16%
加：营业外收入	1,154	714	600	600
减：营业外支出	58	91	100	100
影响利润总额的其他项目				
利润总额	12,021	11,543	14,879	16,142
增长率 (%)	-211.41%	-3.98%	28.90%	8.49%
利润率 (%)	8.86%	8.10%	10.08%	10.49%
减：所得税	4,845	1,394	3,720	4,036
实际税负比率 (%)	40.30%	12.08%	25.00%	25.00%
净利润	7,175	10,149	11,159	12,107
少数股东损益		-86	50	50
归属于母公司所有者的净利润	7,243	10,235	11,109	12,057
增长率 (%)	-165.98%	41.31%	8.54%	8.53%
净利率 (%)	5.34%	7.18%	7.53%	7.83%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.50	0.55	0.59

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100