

成商集团

600828

增持/ 维持评级

稳健进取 志在长远

股 价	2009/07/08
RMB19.5	

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

分析师

吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhq.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhq.com

耿邦昊

+0755-82492062

gengbh@lhq.com

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1425.5	454.8	1879	2490	4495
(+/-%)	5.1	9.7	31.8	32.5	82.5
归属母公司净利润(百万元)	102.3	26.1	132	171	353
(+/-%)	41.3	-18.7	60.5	35.1	78.8
EPS(元)	0.50	0.13	0.65	0.84	1.74
P/E(倍)	38.9	152.5	30.2	23.2	11.3

■ 受灾后重建等因素影响，四川地区整体受金融危机冲击较小，公司零售业务增长基本符合预期。公司卓越的管理能力加之网点布局和扩张极具前瞻性和战略性，公司成为四川区域市场领导者指日可待。

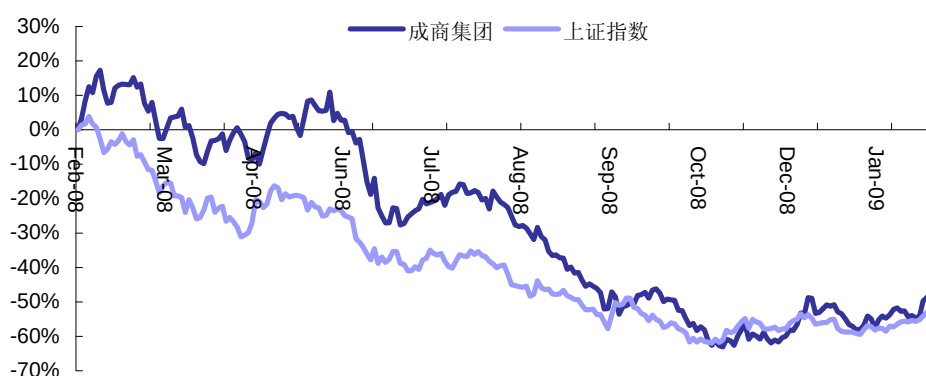
■ 太平洋百货春熙路店经营权收回正在推进中，合约细节仍需与太平洋百货进行协商。考虑到春熙路店对公司在成都的网点布局拥有举足轻重的战略位置，我们认为公司收回春熙路店势在必行。目前该店面积 2.5 万平米，销售收入约 9 亿，利润在 8000 万以上，收回后将成为公司业绩爆发式增长的主要增量。

■ 盐市口一期门店销售收入保持稳定增长，上半年促销力度加大对净利润有一定的负面影响，预计 09 可实现净利润为 1.2 亿左右。二期项目百货部分有望在 2011 年初开业，预期回报率为 20%，预计 2010-2012 年，该项目将分别为公司带来-500 万/2109 万/7881 万元的利润。

■ 绵阳兴达店 4 月份开业后经营状况符合预期，预计 09 年实现销售收入为 1.9-2 亿元，由于上半年促销力度加大，经营毛利率有轻微下滑，约 19% 左右，综合毛利率在 25% 左右。临园店在品牌调整后经营有较大的突破，09 年上半年其百货和鞋类销售同比增长 40% 左右，预计该店全年销售收入约在 1.3-1.5 亿元，成熟后其销售收入约 2 亿元左右。

■ 综合来看，公司目前的经营状况基本符合我们预期，预计 09-11 年 EPS 为 0.65/0.84/1.74 元，继续维持“增持”投资评级。

最近 52 周股价表现



成都总公司调研情况

我们 2009 年 7 月 30 日与公司高管高总和董秘郑总进行了交流，主要沟通结果如下：

- 太平洋百货春熙路店经营权收回正在推进中，合约细节仍需与太平洋百货进行协商。考虑到春熙路店优越的地理位置对公司在成都的网点布局拥有举足轻重的战略位置，我们认为公司收回春熙路店势在必行。目前该店面积 2.5 万平米，销售收入约 9 亿，利润在 8000 万以上，2010 年将经营面积由 2.5 万平米扩大至 3.3 万平米以上。年收入将在 13 亿元以上，净利润约在 1.2-1.4 亿之间，折合每股贡献 0.6-0.7 元 EPS。

表 1：太平洋百货春熙路店盈利预测								单位：百万元
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入	26.0	26.0	26	26	1300	1430	1544.0	1668.0
毛利	23.4	23.4	23.4	23.4	333.0	371.8	401.54	433.7
净利润	11.7	11.7	11.7	11.7	130.0	143.0	154.4	166.8
贡献 EPS	0.06	0.06	0.06	0.06	0.64	0.70	0.76	0.82

数据来源：联合证券研究所预测

- 公司下半年计划新开 2-3 家门店，品牌仍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。我们预计新开门店带来的开办装修费用将对公司 09 年净利润有一定的摊薄。我们预计 2009-2011 年新开门店的营业收入约 5000 万/2.0 亿/3.0 亿元左右，实现净利润为-1400 万/-1000 万/200 万元左右。
- 盐市口一期门店经营状况基本符合预期，我们假设 09 年该门店收入同比增长 14% 左右。但上半年促销力度加大将对净利润有一定的负面影响，预计 09 可实现净利润为 1.2 亿左右。二期项目百货部分有望在 2011 年初开业，根据盐市口项目可行性报告预测，二期项目的预期回报率为 20%，我们预计 2010—2012 年，该项目将分别为公司带来-500 万/2109 万/7881 万元的利润。

表 2：公司成都地区核心门店盐市口一期+二期盈利预期					
单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一期项目盈利预期					
主营业务收入	464.37	550.00	627.00	725.00	797.50
综合毛利	119.49	148.50	169.29	195.75	215.33
综合毛利率	28%	27%	27%	27%	27%
净利润	87.97	110.00	119.13	145.00	159.50
二期项目盈利预期					
商业				-5.0	10.0
酒店公寓				0	5.65
其他配套				0	5.44
合计				-5	21.09
净利润合计	87.97	110	126	140.0	180.6

绵阳分公司调研情况

我们此次调研主要会见了绵阳分公司财务总监和店长，并实地参观了绵阳 2 个店。总的来讲，绵阳店的经营状况基本符合我们预期。

- 公司在绵阳的 2 家门店地理位置优越，均位于绵阳的核心商业地段，其中，临园店作为综合性商场，采用人民商场的品牌运营，走大众消费路线；兴达店则定位于高端百货路线。由于两家店距离较近，未来将实行差异化互补路线，力争覆盖绵阳所有层次零售消费。
- 目前绵阳境内有独立科研院所 43 家，博士后流动工作站 5 个，18 个重要国防科研单位和数十个高科技企业；绵阳科技城拥有两院院士 28 名，各类专业技术人才 17 万人，是中国重要的国防军工、科研生产和人才基地。据了解未来中油集团旗下约 10 万人左右的机务组也将在绵阳落户。
- 高技术人才的消费能力较强，估计其团购市场规模约 9 亿元左右。公司目前在会员卡设计上可以做到省内互动和门店互通。目前绵阳分公司的团购销售已占销售总额的 5% 左右。
- 临园店仍在进行品牌调整，目前品牌结构已较调整前有了很大的突破，其中百货部和鞋类较去年同期增长 40% 左右，超市由于去年政府采购力度较大，基数较高，今年增速略有放缓，预计 09 年全年临园店销售收入有望达到 1.3—1.5 亿元左右。未来将继续引入肯德基、奇迹健身、电玩等配套设施，我们估计该门店成熟后其销售收入应在 2 个亿左右。
- 兴达店 4 月份开业后经营状况良好，是绵阳是品种结构最全、体量最大、购物环境最好的门店。为了更好的迎接暑期旺季的到来，公司正在加大促销力度来加强居民对新进品牌认知度。公司主要采取消费券的形式进行，这种促销方式的附加值较高，而且对于绵阳居民来讲是比较新颖的促销方式，目前促销的效果良好。预计该店 09 年全年销售收入为 1.9-2 个亿左右。
- 09 年上半年绵阳分公司经营毛利率在 19%-20% 左右，综合毛利率（后台+租金）约 25%。
- 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 500 万左右。绵阳分公司资产折旧摊销每年在 800 万左右。
- 目前绵阳分公司约 230 名员工，每年约 400 万元的人工费用；由于灾后重建公司水电费存在优惠，水电费在 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
- 综合而言，绵阳分公司的经营状况基本符合我们预期。我们估计绵阳分公司 09 年全年实现销售收入约 3 亿元左右，净利润为 1900 万。

表 3：绵阳分公司财务盈利预期
单位：百万元

科目	门店	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入	临园店	70	150	200	250
	兴达店	30	150	300	400
综合毛利率（%）	临园店	30%	20%	18%	17%
	兴达店	28%	23%	24%	23%
	水电费	3.00	6.00	6.00	6.00
运营费用	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		15.00	12.00	12.00	12.00
所得税率（%）		0.00%	0.00%	25.00%	25.00%
净利润		1.80	19.8	55.52	75.45
贡献 EPS（元）		0.01	0.10	0.27	0.37

资料来源：联合证券研究所估算

表：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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	320	508	652	1201	营业收入	1426	1879	2490	4545
现金	66	75	100	200	营业成本	1101	1445	1815	3436
应收账款	6	21	27	47	营业税金及附加	23	30	50	45
其它应收款	68	216	287	519	营业费用	140	184	244	409
预付账款	50	51	60	107	管理费用	46	61	91	145
存货	129	143	177	326	财务费用	32	30	56	81
其他	1	1	1	2	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	1144	1754	2293	2657	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	197	140	167	137	投资净收益	29	53	10	10
固定资产	427	986	1454	1812	营业利润	109	181	245	438
无形资产	358	374	386	397	营业外收入	7	4	4	4
其他	162	254	286	311	营业外支出	1	8	1	1
资产总计	1463	2262	2945	3858	利润总额	115	177	248	441
流动负债	908	1441	1804	2248	所得税	14	44	77	88
短期借款	141	221	566	652	净利润	101	133	171	353
应付账款	256	382	471	874	少数股东损益	-1	-0	0	0
其他	511	838	767	721	归属于母公司净利润	102	133	171	353
非流动负债	160	293	443	593	EBITDA	180	269	397	649
长期借款	160	293	443	593	EPS (元)	0.50	0.65	0.84	1.74
其他	0	0	0	0					
负债合计	1068	1734	2247	2841	主要财务比率				
少数股东权益	18	18	18	18	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	203	203	203	203	成长能力				
资本公积	174	174	174	174	营业收入	5.1%	31.8%	32.5%	82.5%
留存收益	-1	132	303	621	营业利润	0.0%	66.0%	35.0%	79.1%
归属于母公司股东权益	377	509	680	999	归属于母公司净利润	41.3%	29.6%	28.8%	106.5%
负债和股东权益	1463	2262	2945	3858	获利能力				
现金流量表					毛利率	22.8%	23.1%	27.1%	24.4%
单位：百万元					净利率	7.2%	7.1%	6.9%	7.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	27.2%	26.0%	25.1%	35.3%
经营活动现金流	342	345	226	462	ROIC	30.0%	17.4%	13.5%	20.5%
净利润	101	133	171	353	偿债能力				
折旧摊销	39	58	96	129	资产负债率	73.0%	76.7%	76.3%	73.6%
财务费用	32	30	56	81	净负债比率	30.04%	36.59%	50.27%	48.06%
投资损失	-29	-53	-10	-10	流动比率	0.35	0.35	0.36	0.53
营运资金变动	181	203	-118	-149	速动比率	0.21	0.25	0.26	0.39
其它	17	-26	30	57	营运能力				
投资活动现金流	-277	-618	-639	-482	总资产周转率	1.05	1.01	0.96	1.34
资本支出	333	700	600	500	应收账款周转率	46	75	97	116
长期投资	0	-56	27	-30	应付账款周转率	4.94	4.53	4.25	5.11
其他	56	26	-12	-12	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-70	282	439	121	每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.65	0.84	1.74
短期借款	-105	80	345	86	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.69	1.70	1.11	2.27
长期借款	-20	133	150	150	每股净资产 (最新摊薄)	1.85	2.51	3.35	4.92
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	38.86	29.98	23.28	11.28
其他	54	68	-56	-115	P/B	10.56	7.81	5.85	3.98
现金净增加额	-5	9	25	100	EV/EBITDA	22	15	10	6

数据来源：联合证券研究所预测

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 3870 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。