

零售

2010 年 6 月 23 日

成商集团(600828)

当前股价: 14.30

目标价: 14.70

“双品牌”和“商业地产”双轮驱动助推成长

投资要点:

- 通过比较全国主要城市居民消费倾向,我们发现成都居民消费倾向位居全国前列,良好的商业发展氛围使得成都成为西南地区商业核心区。虽然成都零售行业市场竞争异常激烈,但是受益于春熙路和盐市口两大主力商圈的融合,公司主力门店盐市口一店以及核心资产春熙路物业、盐市口二期项目都受益于商圈融合趋势,未来有望成为成都零售行业的领头羊。
- 公司现经营 10 家门店,其中成都门店 5 家,省内其他区域门店 5 家。未来两年绵阳地区和南充地区门店将成为公司业绩重要增长来源。
- 2011 年—2013 年公司按照“百货+商业地产”模式开发的自建门店将集中开业,届时公司自有百货门店面积将成倍增长,待办公和住宅等商业项目实现销售以及新门店度过培育期后,公司业绩将迎来爆发式增长。但有别于市场观点的是:我们虽然看好公司商业地产项目的市场前景,但我们认为盐市口二期项目和九眼桥项目建设和完工时间可能晚于市场普遍预期、茂业中心项目百货门店培育期可能超出市场普遍预期、春熙路太平洋百货门店 2011 年物业经营权的收回尚有一定的不确定性。
- 基于以上观点,我们根据春熙路太平洋百货门店 2011 年以后物业经营权收回和持续租赁为两个假设前提分别做出盈利预测。假设物业经营权收回,2010-2012 年 EPS 分别为 0.43 元/0.47 元/0.63 元,公司当前股价对应于 2011 年的业绩存在较大程度的低估,公司合理价格应该在 18.50 元。假设物业维持租赁,2011-2012 年 EPS 分别为 0.74 元/1.03 元,当前估值水平略高于行业平均估值。
- 我们认为,租赁期限至 2014 年的合同在租赁双方没有发生较大变故的情况下中途废止合同的可能性较小,同时调研了解到公司和太平洋百货方面正进行拉锯战式的谈判,双方讨论如何提租而达到双方共赢的可能性较大。结合盈利预测和对公司经营状况的判断,出于谨慎考虑,我们暂给予公司“中性”的投资评级,并将持续跟踪春熙路物业经营权问题的谈判进展。

研究员: 耿焜

执业证书编号: S0570209050312

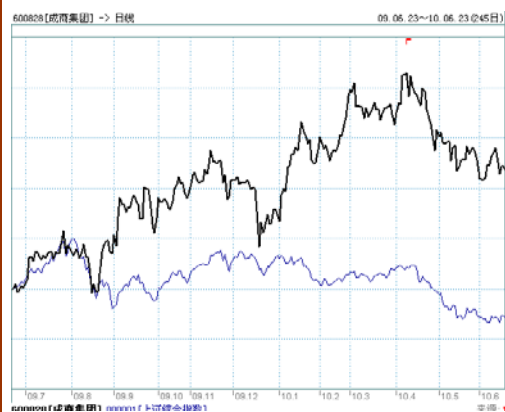
电话: 025-83290907

E-mail: gengkun4055@126.com

地址: 南京市,中山东路 90 号

投资评级: 观望

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	36566.64
流通 A 股(万)	36446.92
52 周内股价区间(元)	13.35-32.89
总市值(亿)	50.46
总资产(亿)	14.84
每股净资产(元)	2.48

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	17.22	18.41	24.48	34.07
+/-%	20.82	6.9	33.0	39.20
净利润(亿)	1.28	1.63	1.80	2.39
+/-%	24.91	27.2	10.6	32.6
EPS(元)	0.35	0.44	0.49	0.65
P/E	40.86	32.17	29.08	21.93

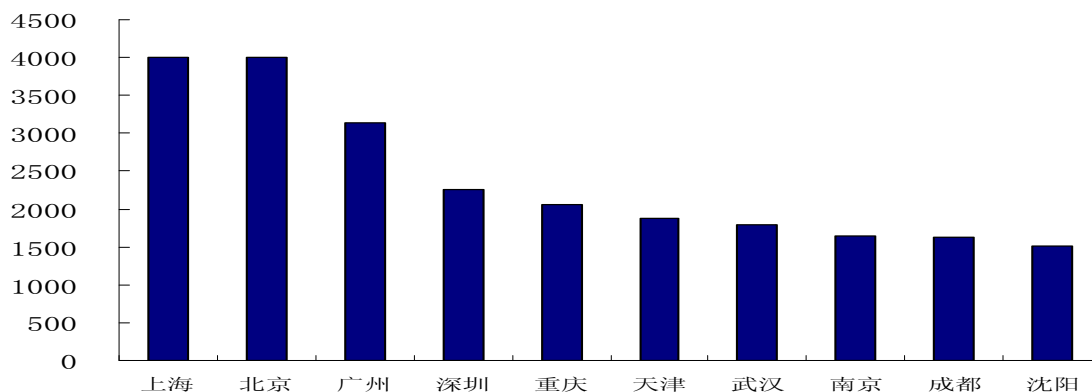
一、成都商业发展条件优越，区域竞争激烈

◆ 成都具有优越的商业发展条件

成都是我国西部的商业中心，也是我国重要的商贸城市之一。外资零售业进入数量居全国第一，核心春熙路被评为“中国第三街”。此外，还有骡马市、天府广场、新南天地、建设路、光华等大型商业集中区。在成都，每2公里就有卖场，每个社区都有连锁超市，而且成都还是整个西部地区的批发集中地，成都在发展商贸业方面与其他中西部城市相比具有明显的优势。成都之所以具有良好的商业氛围，成为外资零售企业进入中国西部的重要战略阵地，和该区域的居民消费倾向、居民收入水平密不可分。

2009年成都市有人口1172.3万人，城市居民人均可支配收入18659元，同比增长16.1%；农村居民人均纯收入7942元，增长15.0%。2009年全年实现社会消费品零售总额1857.2亿元，比上年增长17.5%。其中，零售业1638.2亿元，同比增长17.3%；我们比较了全国37个省会城市以及直辖市的社会消费品零售总额的数据，发现成都市该数据位列全国前10位。除了直辖市之外，成都的社会消费品零售总额在省会城市中位居前列，仅次于长江沿海和珠江三角洲地区经济较为发达的省会城市广州、南京，以及华中重镇武汉。

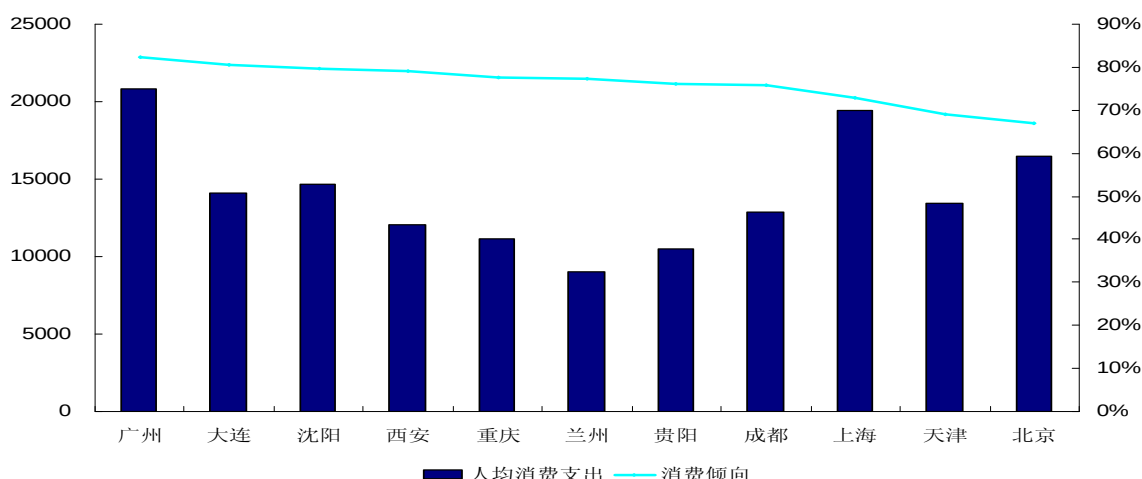
图1：全国各城市社会消费品零售总额前10名



资料来源：华泰证券研究所

我们比较了全国主要城市居民人均消费支出水平和居民消费倾向，用人均消费支出与人均消费收入之比来衡量区域居民消费倾向。比较发现，成都的人均消费支出水平在全国主要省会城市和直辖市中并不高，但是居民消费倾向位于前列。根据我们的测算，全国居民消费倾向最高的城市是广州，上述比值达到82.3%；其次是大连、沈阳、西安、重庆、兰州、贵阳、成都，比值在75%-81%，而北京、上海、天津等居民收入可支配收入较高的城市的居民消费倾向较低，其中北京上述比值仅为67%。

图2：全国主要城市消费支出和消费倾向对比



资料来源：华泰证券研究所

◆ 外来零售企业争相进入，市场竞争激烈

成都虽然地处内陆，但时尚的消费文化和开发的市场环境，使得这里成为国内吸引外资零售企业最多的城市之一，位列西部第一。1993 年太平洋百货进驻成都以来，很多零售企业已在成都开设多家分店，特别是随着近两年来城市社会经济的迅速发展，国内外零售业将区域总部设立在成都：统一超市中国大陆地区总部、家乐福中国区中西区大区总部、上海百联集团百联西区总部、星巴克西部市场总部、国美西南区总部、BreadTalk 西区总部、沃尔玛公司西区总部。目前，《财富》排名世界零售 250 强中，有 40 家进入中国，入驻成都已达 15 家，成都中国西部地区商贸物流中心的地位日益凸显。成都商业在短短十余年里就相继实现了百货店兴起、超级市场涌现、连锁店密布城乡的三次大发展。

根据成都商务局统计，成都中心城区已拥有营业面积 5000 平方米以上的大型卖场 118 个，总营业面积达 260 万平方米，红旗连锁、国美电器、美美力诚、仁和春天、伊士丹、伊藤洋华堂、沃尔玛、家乐福、麦德龙以及本土企业成商集团等零售企业均表现出迅猛的发展势头。

◆ 三大主力商圈渐集中，新商圈在孕育

成都有三大传统商圈，分别为春熙路商圈、盐市口商圈和骡马市商圈，随着交通条件和居民生活水平的日新月异，三个传统商圈逐渐向独立的大商圈融合，尤其是距离较近的春熙路商圈和盐市口商圈，而骡马市商圈在传统商圈中的重要性日渐减弱。

春熙路商圈位于成都市中心的黄金地带，是商贸业极为发达的成都最具代表性、最繁华热闹的商业中心，在全国最著名的 10 条商业街中，春熙路排行第三，它是成都魅力的代名词。近年来，春熙路商圈逐步扩容，现囊括了红星路步行街、东大街等街道，云集了王府井百货、太平洋百货、伊藤洋华堂百货、伊势丹百货、乐森百货等大中型商场，人流量和日销售额居于成都各大商圈之最，基本形成了一个以购物为主，休闲、娱乐为辅的大型商业圈。据统计，春熙路商圈目前日均人流量超过 20 万，重大节假日人流量峰值更超过 50 万。

表 1：春熙路商圈主要门店情况

门店	面积	定位	开业时间
王府井	52000	中高端时尚	1999
伊藤洋华堂	30000	大众时尚	1997
伊势丹	35000	中高端时尚	2007
乐森百货	15000	高端百货	2010
太平洋百货	25000	中高端时尚	1993
时代百盛	22000	中高端时尚	2007

资料来源：华泰证券研究所

盐市口商圈是指人民东路、人民南路以及大业路形成的合围，并与历史悠久的青年路、染房街相连，商圈离春熙路商圈不远，历来都是成都市中心的商业腹地，众多新老商场汇集于此，在百货业的地位无人能撼。该商圈百货商场众多，由美美力诚百货、茂业百货、成都百货大楼（待修）仁和春天百货（中高档消费）、摩尔百盛（金领、白领购物天堂）等组成，发展成熟，形成了百货业态百花齐放的局面。作为成都 CBD 的重要组成部分，目前，盐市口商圈已经被成都锦江区定位为“一个核心区、两个经济带、三大功能板块、四大产业集聚区”的核心区范畴，着力建设中西部现代商贸服务业高地，打造中国中西部购物天堂，塑造中西部现代商贸第一品牌。商圈商场有美美力诚百货、新世界百货、摩尔百货、茂业百货等。

表 2：盐市口商圈主要门店情况

门店	面积	定位	开业时间
美美力诚	4000	高端百货	2001
茂业百货	55000	中高端时尚	2006 改造开业
仁和春天	20000	高端百货	1998
北京华联	30000	大众百货	2002
新世界	28000	大众百货	2006. 12
摩尔百盛购物中心	40000	中高端时尚	2001
摩尔百盛时代广场	50000	时尚购物中心	2006

资料来源：华泰证券研究所

骡马市商圈在成都历史上是一个重要商圈，与春熙路商圈、盐市口商圈并称为“成都商业铁三角”。但是由于近几年城市中心的转移，在商业口岸相对价值的比较中稍差于春熙路商圈和盐市口商圈，只有一些小型商厦、外贸商厦活跃在此。从地理位置上来分，骡马市商圈基本可以分为玉带桥板块、太平洋板块和已显雏形的富力天汇板块，然而在这三大板块间没有广场和步行街做支撑，难以形成完整的商业体系；交通问题也是其面临的另一难题，两者共同导致骡马市商圈商业发展难以有实质性的进展。

根据“中央商务区”的规划以及当地政府关于积极推进“两轴四片”工作推进实施计划。随着成都地铁 1 号线的建成及开通、中心城区“两轴四片”相关改造与基础设施建设的提速，未来“盐市口”、“春熙路”两大核心商圈将逐渐融合，共同形成一个积聚现代商业元素与都市空间特色的城市内核。作为成都著名的三大商圈之一，盐市口目前的改造才刚刚起步，而春熙路商圈现在业态和改造基本已经定型，没有大块土地可供开发销售。盐市口商圈未来的发展空间极具想象力。未来通过旧城改造，将盐市口商圈和春熙路商圈连成一片，并形成哑铃状的商业格局。总体来看，成都两大传统商圈有日益融合的趋势，在商圈中门店数量最多的零售企业将在未来发展中显著受益。

二、机制变革和双品牌策略下，公司经营业绩持续好转

◆ 发展历程：从国有到民营的变革

公司早在 1994 年即实现上市，原为成都人民商场股份有限公司，上市之初仅有成都人民商场和北站商场两个百货门店。2000 年以后公司盈利情况逐渐恶化，2002 年成都市国有资产投资经营公司将公司 65.75%股权转让给四川迪康产业控股集团有限公司；由于经营不善，公司在迪康集团控股期间业绩持续下滑，2005 年迪康集团将持有的成商 65.75%股权以 3.8 亿元的价格转让给茂业商厦，至此茂业商厦成为公司的第一大股东。

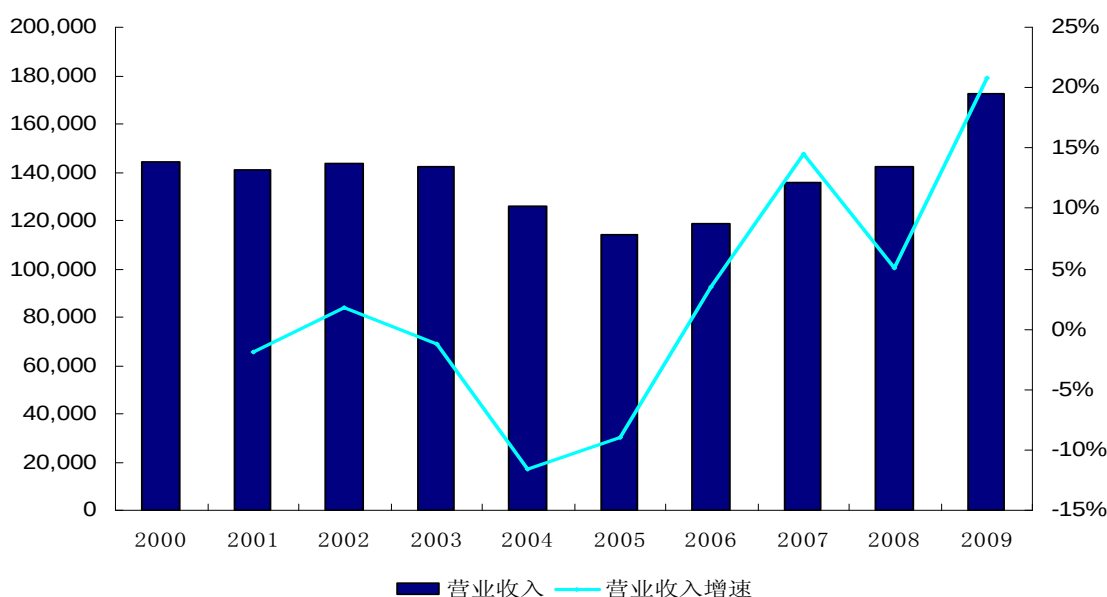
茂业集团完成对公司的收购后，按照收购承诺对公司的零售业务进行了整合，将与核心业务关联度不大的广告类资产以及汽车销售资产相继进行剥离。2010 年 1 季度前公司完成了银川广播电视有限网络公司股权处置以及汽车销售业务的剥离。收购完成后的 5 年来，公司坚持百货业态的发展主体地位，同时经营超市，根据门店面积和消费层次情况将公司门店按照“茂业百货”和“人民商场”两个品牌重新定位。

此外，茂业与政府协商解决员工下岗事宜并在 2006 年完成了员工改制，一次性发放国企员工身份转换补偿金 6340 万元，将员工由原有的 6000 多人削减至 1800 人，大幅降低了后续人员成本。在管理层激励方面，茂业还制定了激励约束机制，对中高层干部进行经营奖励，从 2006-2009 年三年的业绩发展来看成商的业绩获得了显著释放。据我们的调研，公司一直在积极准备实施管理层股权激励措施，最快将于年内公布实施。

我们回顾了 2000 年-2009 年营业收入及增速、毛利率、净利润收入及增速变化情况，总体而言 2005 年茂业收购后公司的营业收入持续增长、毛利率水平呈上升趋势、净利润增

速持续大幅上涨。

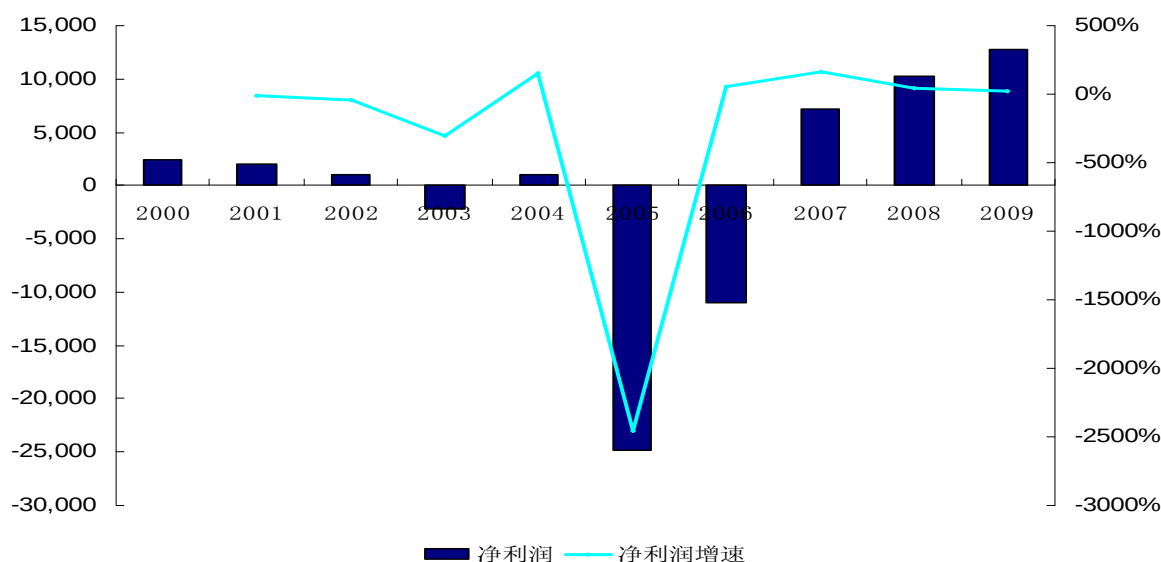
图 3：公司营业收入及增速变化（2000-2009）



资料来源：华泰证券研究所

2009 年公司实现营业收入 17.22 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.28 亿元，10 年来公司营业收入的复合增长率为 3.65%，但净利润的复合增长率搞到 39.59%，尤其茂业收购后公司的净利润从 2004 年的 1054 万元增加到 2009 年的 1.28 亿元。公司盈利能力的大幅提升主要归因于毛利率水平和费用管控能力的提升。

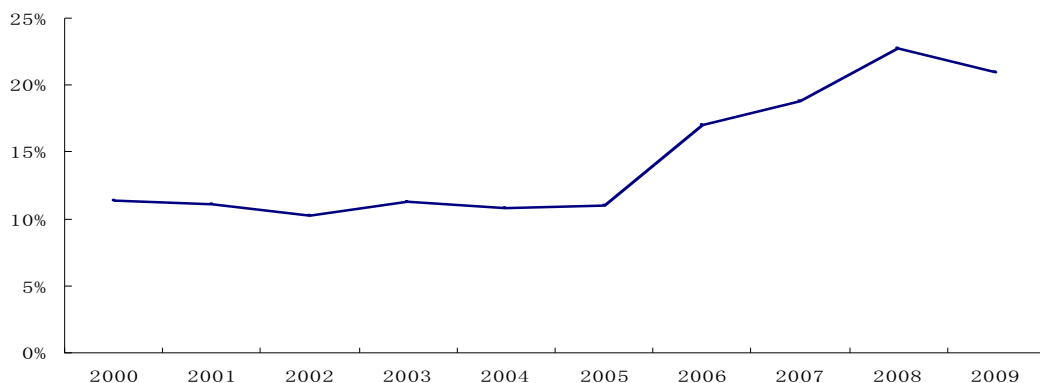
图 4：公司净利润及增速变化（2000-2009）



资料来源：华泰证券研究所

具体分析公司毛利率变化情况，2000 年-2005 年公司综合毛利率水平维持在 10%-12% 之间，2006 年以后综合毛利率水平明显提升，从 2006 年的 17.02% 提高到 2009 年的 20.94%。预计随着汽车销售资产的剥离，2010 年以后公司毛利率水平有望达到 22% 以上。此外，在费用率的有效控制下，公司的净利率水平从 2000 年的 1.72% 提高到 2009 年的 7.28%，高于 A 股百货类上市公司平均净利率水平。

图 5：公司毛利率变化水平（2000-2009）



资料来源：华泰证券研究所

◆ 双品牌策略重整了公司原有业务

公司现经营 10 家门店，成都自营门店 5 家，分别为盐市口一店、武侯店、温江店、龙泉店、清江店；南充自营 2 家门店，分别为五星店和模范街店；绵阳经营 2 家门店，分别为临园店和兴达店；此外，公司在泸州还有 1 家门店。

茂业入主公司后，公司在门店发展方面采取了“茂业百货+人民商场”双品牌差异化策略。“茂业百货”一般是门店面积在 20000—45000 平方米，定位于精品、时尚的中高端品牌；“人民商场”面积在 8000—20000 平米，定位为中档社区型百货。在门店物业所有权方面，公司在发展“茂业百货”品牌门店是采用购买或自建物业的形式，从而能够充分享受商业物业升值为公司带来的增值。在“人民商场”品牌门店多采用租赁物业方式经营，从而减少新开业的期间费用，实现快速盈利。

表 3：公司旗下门店基本资料

门店	定位	面积	开业时间	物业属性
盐市口店	茂业百货	41400.00	1953.06	自有
武侯店	人民商场	16000.00	1996.10	租赁（2013 年）
北站店（已租赁经营）	人民商场	4100.00	1987.05	自有（出租收入 2000 万元）
温江店	人民商场	8400.00	2005.01	租赁（2025 年）
龙泉店	人民商场	8000.00	2009.09	租赁（2030 年）
清江店	人民商场	5000.00	2010.02	租赁（2025 年）
南充五星店	茂业百货	23000.00	2001.07	自有
南充模范街店	人民商场	24000.00	2008.09	自有
绵阳临园店	人民商场	21700.00	2008.01	自有
绵阳兴达店	茂业百货	27000.00	2009.04	自有
泸州店	人民商场	12000.00		自有

资料来源：华泰证券研究所

◆ 公司各门店经营现状

从公司门店数量上看，2008 年以后有加速扩张的迹象。2005 年茂业入主后，首先对公司已有门店进行装修改造，先后改造了主力门店盐市口一店和南充五星店，实现了提档升级。从 2008 年以后，公司加速新开门店，并采取区域性渗透策略，在原有区域加快门店布置。目前，公司主要盈利来源于盐市口一店、南充五星店、成都武侯店以及商业物业租赁收入。

盐市口一店：该门店是公司开业最早的门店，面积达到 41400 平米，其中百货面积 3 万平米，其他为超市和租赁商铺，员工共 200 多人，2009 营业收入 6 个亿，收入增速达到 10%以上，税前利润达到 1.2 亿，09 年收入同比上年增长 15%左右，综合毛利率为 24%（包

括租金一部分)，其中百货毛利率为 20-22%。门店从 1953 年开业以来经过多次翻新改造，最近最大的一次改造在 2006 年，带来装修费用 6000-7000 万元，目前还在摊销。

门店位于盐市口商圈核心地段，地理位置及其优越，并且由于其悠久的历史 and 长盛不衰的经营在成都消费者中具有良好的口碑。随着盐市口商圈和春熙路商圈逐渐合二为一，盐市口一店将凭借其地域优势和物业面积优势享有商圈强劲的增长。

该门店现定位于“茂业百货”，多年来不断进行调档升级。2010 年以来该门店商品结构不断进行调整，珠宝区引进了 3 家珠宝；手表区加大了对国外名表的引进，浪琴即将进入。鞋区加强了对精品鞋类的引进；此外，该门店儿童商品的销售在盐市口商圈是最好的，今年上半年童装产品销售增速超过门店平均增速，达到了 20%以上。

该门店 2010 年总体保持了较高的增速水平，1 季度门店收入增速在 15%-20%之间。“五一”假期，门店收入增速达到 30%以上。

公司对盐市口一店采取收入和利润双向考核方式，按计划 2010 年门店营业收入在 6.5-7.8 亿元之间。我们预计在品牌提档升级的过程中，未来 3 年盐市口一店增速仍将保持 15%-20%的水平。

成都市内其它门店：武侯店位于成都市南一环附近，面积 1.6 万平米，2007 年重新装修开业。2009 年营业收入 1.6 亿元，大约 650 万净利润。温江店面积较小，约 8400 平米，2009 年营业收入 7000 万元，实现净利润 300 万元左右。此外还有新近开业的龙泉和清江店，目前略微亏损，预计 2011 年可以实现盈利。

除了自营百货和超市业务外，公司在成都市内有三家租赁商业物业，分别为火车北站店、春南店以及太平洋百货春熙路店。火车北站店原为公司自营门店，2007 年该公司对该门店装修改造后采取自营和出租物业的综合经营方式，2009 年公司完全退出了该店的自营业务，全部实施租赁物业，每年租金在 2000 万元左右。

春南店位于春熙路南出口附近，面积为 8000 平米，由于历史原因没有进行提租，年租金收入为 300 万元左右，如果按照市场租赁价格该门店至少能够实现租金收入 1000 万元。该物业将于 2013 年租赁到期，公司拟将收回物业经营权。

太平洋百货春熙路店位于春熙路商圈北口，是春熙路商圈最核心的百货门店，是太平洋百货进入成都市最早开设的门店。经过多年培育，该门店营业收入为 8 亿元左右，净利润预计超过 8000 万元。但是该物业经营面积仅为 23000 平米，一定程度上制约了门店营业收入的增长。公司和太平洋百货对该物业的租赁合同期限到 2014 年，合同分为三个谈判期限，2010 年恰逢谈判时点，公司正积极与太平洋百货方面进行租金和后续经营事项的谈判。这一谈判的结果将在 2010 年 4 季度前公告，根据我们调研情况预计公司对门店实行提租的可能性较提前收回门店经营权的可能性更大，如果实现提租，公司获得该门店的租金收入有望从 2600 万元/年提高到 4000 万元/年。即便实现提租，租金提高对业绩的影响将在 2011 年以后有所体现。公司在太平洋百货春熙路店南面还有一块物业，如果租赁截止实现自营后，公司将在原有物业基础上扩建面积至 2.8 万平方米，从而将有效提升该门店的业绩成长空间。

结合成都市内自营门店经营情况和公司所属物业情况看，公司未来 4 年内在成都的盈利不仅来自于自营门店的内生增长，物业租金的提租也是重要因素。此外，随着物业租赁逐渐到期，优质物业转为自营将为公司带来更高的收益水平。

南充五星店：公司在南充有两个门店，五星店是公司最早开业的门店。2002 年以来门店经过多次装修改造，现在经营面积达到 23000 平米，该门店 2009 年含税营业收入近 3 亿元，2009 年净利润 1700 多万。

南充模范街店：该门店是公司 2008 年收购得来，投资成本 4000 万元，人民商场定位，经营业务包括百货、家电和超市。2009 年模范街店的市政工程改造对门店经营产生明显的负面影响，全年营业收入仅有 4500 万元左右，亏损 500 万元。虽然当前门店亏损，但步行街改造对门店成长有实质性利好，预计随着改造工程完毕，门店营业收入预计将突破 1 亿元，净利润突破 500 万元。

绵阳临园店：公司在绵阳有两个门店，均位于绵阳主城区涪城区，区内主要竞争对手是绵阳百盛。但是从经营面积和位置来看，公司旗下门店仍在培育期内，但商业面积较其对手具有明显的规模优势。临园店于 2008 年开业，“人民商场”定位，“百货+超市+家电”综合业态，2009 年含税营业收入为 6000 多万，基本上实现盈亏平衡。

绵阳兴达店：该门店于 2009 年 4 月改造开业，“茂业百货”定位，2009 年含税营业收入 1.1 亿元，毛利率 24% 左右（包含租金）。该门店收购成本为 2.62 亿元，由于门店自行承担收购贷款产生的利息费用，加之折旧摊销，该门店每年的摊销费用在 1500 万元以上，使得该门店目前仍处于亏损状态。但该门店位于核心商圈，是当地品种最全、档次最高的百货门店，未来的提升空间很大。我们预计该门店 2010 年-2011 年营业收入能够达到 2-3 亿元。

三、“百货+商业地产”经营模式是公司未来发展的最大看点

◆ “百货+商业地产”模式将在公司实现复制

对于成商集团而言，茂业国际的控股不仅将茂业品牌和现代零售经营理念带入公司，同时将其“百货+商业地产”经营模式移植入公司。

公司大股东茂业国际创立于 1995 年 5 月 5 日，以开发经营商业地产为主业，主营大型百货商场、购物中心、高档写字楼、高档商务酒店、甲级商务公寓及商业住宅，经过多年经营形成了独具特色和独具规模的“地产+百货”发展模式，截至 2009 年，茂业国际目前在华南、西南、华北、华东区域共经营门店 24 家，其中成商门店 10 家，其它茂业百货门店 14 家，门店总面积达到 73 万平米，2009 年茂业国际实现经营收入 21.56 亿元，实现利润 5.04 亿元。茂业国际通过持续收购、自建门店物业及租赁等多种途径实现市场拓展，其中自建门店物业基本上遵循了“百货+商业地产”的开发模式。这一模式通常是通过在城市黄金地段自建商业物业，采用租售结合的方式将部分物业出租和销售，同时自己开设自有百货门店，通过引入知名商家打造购物商圈，进而提升可售物业的价值。此外，百货业的“类金融”业务特性可以有效缓解了“茂业系”商业地产高速扩张所带来的资金压力。

公司拥有大量的自有物业和土地资源，这一特性成为茂业收购成商最重要的因素之一。近年来，公司经营和盈利能力逐步进入正轨后，存量土地资源开发利用逐步展开实施，茂业秉承的“百货+商业地产”模式将在公司实现复制。

◆ 公司拟开发的商业地产项目情况

目前公司有计划建设的商业地产项目有 2 个：盐市口二期项目和九眼桥项目；在建的商业地产项目为茂业中心项目。

表 4：公司所属出租、拟建及在建物业

物业状态	商业物业	面积	预计商业开业时间	项目进度	项目规划	地理位置及周边环境
出租、拟建或在建物业	盐市口二期	120000（10 亩土地）	2012 年初商业部分开业	基桩完成，待开工批文后施工	商业+办公	盐市口商圈，核心商圈
	春南店	8000.00	2014 年	2013 年租赁到期	商业	春熙路商圈南口，现分租
	春熙路太平	23000.00	2015 年	2014 年租赁到期	预计物业收回后，面积	春熙路商圈北

洋百货店		增加 8000 平米			口，核心商圈
九眼桥	17 亩土地	2012 年以后	尚未拆迁和规划	商业+住宅	川大附近，现为灯具城
茂业中心	90000.00	2011 年底	已完成地上 4—5 层建设	商业+办公	商业+办公
其他在用仓库或土地	30 多亩土地	—	现为仓库	无	成都和南充

资料来源：华泰证券研究所

盐市口二期项目：盐市口二期项目位于东御街 19 号，地处成都市中心城 CBD 核心区，东临顺成大街，西至宾隆街、北邻人民东路，南靠东御街，紧临茂业百货（原人民商场），距离天府广场百余米，是连接“盐市口”与“春熙路”及 CBD 其它区域的关键结点。项目建设用地面积 11017 平方米，总建筑面积 120000 平方米，其中地上建筑面积 93000 平方米、地下 27000 平方米，预计总投资额约 4 亿元。

项目原规划设计为大型综合购物中心和高档酒店式服务公寓，其中商业 65000 平方米，酒店公寓 28000 平方米，地下室（包括商业、车库及配套等）27000 平方米，按照原计划将于 2010 年末完成项目施工。但截至目前，由于尚未完成开工许可证的审批，该项目仅完成基坑施工，尚未开始全面施工。同时，之前的项目规划经过修改取消了酒店公寓的建设规划改为办公物业建设。据调研了解，公司已经拿到政府批文，待下半年取得开工许可证后即可施工，乐观预计 2011 年末商业物业完工开业，2012 年完成项目整体施工。

根据公司的初步规划，盐市口二期商业部分面积近 6.5 万平方米，将和盐市口一期联动共同打造一个超级购物中心，涵盖“特色生活超市”、“品牌旗舰店”、“时尚精品店”、“风味休闲餐厅”、“体验式书城”以及“现代影城”等多个主题与业态，成为盐市口和春熙路商圈最大体量的门店，有效带动两个商圈的融合。

茂业中心项目：该项目为公司和大股东旗下子公司成都崇德投资有限公司的联建项目。项目位于成都南部副中心天府新城区域，临近成都高新开发区政府。项目规划面积 33.86 万平方米，将分为三个塔楼建设。公司拥有地下一层至地面四层裙楼面积约为 6.83 万平方米商业物业和地下二层 2.32 万平方米地下停车场及对应的土地权益，并承担相应土地使用权成本 7963 万元及开发成本。成都崇德拥有其余部分物业及对应的土地权益，并承担相应土地使用权成本 14788 万元及开发成本。公司预计项目总投资额 4.28 亿元，其中，承担土地使用权成本 7963 万元，其它建设开发成本费用 3.48 亿元。截至目前，项目已经完成地面以上 5 层的建设，预计整体施工将在 2011 年下半年完成，商业部分有望于 2011 年下半年开业。

通过我们实地走访，该项目所在商圈具有极强的成长潜力，但尚需时间进行培育。由于项目属于天府新城的规划范围内，周边高档住宅云集，未来商圈消费能力较强。另外，2010 年 7 月开通的地铁 1 号线出口位于项目边上，地铁开通后也将会引导传统商圈的消费者前来购物。此外，该区域已经成为众多高端百货争夺市场的重点，美美百货、仁和春天、伊藤洋华堂、和记黄埔等都将在周边建设商场。但是从该区域现在的人流情况、商业氛围以及各项目建设情况看，茂业中心门店的培育期需要较长的时间，根据以往的经验，相当体量和商圈环境的门店培育期至少需要 2 年的时间。

九眼桥项目：该项目位于成都东南片区四川大学附近，现租赁做灯具城。由于九眼桥区域地理位置优越，周边消费人群较多，项目前景值得我们看好。项目共 17 亩土地，公司拥有净地 14 亩，拟以商业和住宅用途开发，具体规划尚在讨论中。

通过我们实地调研了解到，项目尚未开工，灯具城仍在经营中，等待旧建筑物的拆迁。

目前，公司正在与政府和相关方面沟通该项目地块上的两栋居民楼拆的迁安置方案。由于涉及拆迁安置，项目周边房价在 1.2 万元左右，但涉及拆迁住户较少，预计在 40 家左右，公司前期支付的拆迁补偿款尚在可接受的范围。根据项目进度，我们预计最快将于 2011 年开始动工，2012 年以后有望实现新建门店的开业。

公司在成都和南充地区还有其他的存量资产，约 30 亩土地，公司不排除未来盘活这些资产用作商业地产开发。

综合以上项目的开发进度，2011 年—2013 年公司按照“百货+商业地产”模式开发的自建门店将集中开业，届时公司自有百货门店面积将成倍增长，待办公和住宅等商业项目实现销售以及以上新门店度过培育期后，公司业绩将迎来爆发式增长。

四、盈利预测和投资建议

◆盈利预测

结合公司各门店经营现状以及未来发展趋势，考虑现有商业地产项目的开发进度，我们依据以下假设对公司进行盈利预测：

1. 假设春熙路太平洋百货租赁合同持续到 2014 年，通过谈判公司 2011 年以后将春熙路太平洋百货租金从 2600 万元提高到 4000 万元。

2. 根据项目开工情况，我们认为茂业中心百货零售部分最快将于 2011 年下半年开业，盐市口二期百货零售部分最早将于 2011 年末开业，两个门店对公司 2011 年销售贡献非常有限。另外，由于茂业中心属于副商业中心，尚需一定培育期，而盐市口二期地处核心商圈，因此我们预计 2012 年茂业中心店和盐市口二期店的销售分别为 2.3 亿元、3.5 亿元。

3. 2010 年公司剥离汽车销售业务使得主营业务收入增速出现大幅下降，但是剔除低毛利率的汽车业务，公司综合毛利率将有显著提升，通过我们的测算，如果扣除汽车业务，公司主营业务毛利率水平在 17% 左右，随着百货零售新开门店增加，百货业务销售比重增长，公司的主营业务毛利率水平将持续呈现上升态势。

4. 南充和绵阳区域门店除五星店外，其它均处于培育期，2010—2012 年将出现快速增长，尤其是南充模范街店和绵阳兴达店，前者受益于步行街改造带来的消费人群增加，后者受益于优良的商圈环境和合理的门店定位。

5. 我们假设盐市口二期项目于 2010 年下半年动工，2011 年末商业部分完工开业；九眼桥项目 2011 年中期开工，2013 年实现百货面积营业和商业住宅销售；茂业中心项目于 2009 年已经开工，2011 年中期实现商业部分开业；上述三个项目总投资额至少在 8.3 亿元。因此，从 2010 年开始预计公司将进行大规模的新增固定资产投资和新增在建工程，对公司的资金造成一定压力。我们的盈利预测中，没有考虑公司新增项目所需资金通过增发或配股等资本市场获得。

表 5：公司营业收入预测 1（2010—2012）

		2009	2010E	2011E	2012E
盐市口商场	营业收入	60,000.00	70,800.00	84,960.00	97,704.00
	收入增速	9.09%	18.00%	20.00%	15.00%
武侯超市	营业收入	13,000.00	14,300.00	15,015.00	15,765.75
	收入增速		10.00%	5.00%	5.00%
温江店	营业收入	7,000.00	8,400.00	10,080.00	11,894.40
	收入增速		20.00%	20.00%	18.00%
龙泉店	营业收入	1,000.00	5,000.00	6,500.00	8,125.00
	收入增速			30.00%	25.00%
清江店	营业收入		2,500.00	3,250.00	4,062.50

	收入增速			30.00%	25.00%
茂业中心店	营业收入			6000.00	23000.00
	收入增速				283.33%
盐市口二期	营业收入			5000.00	35000.00
	收入增速				600.00%
成都地区合计	营业收入	113,683.86	101,000.00	130,805.00	195,551.65
	收入增速	15.56%	-11.16%	29.51%	49.50%
南充五星店	营业收入	24,189.79	30,237.24	37,796.55	45,355.86
	收入增速	23.70%	25.00%	25.00%	20.00%
模范街店	营业收入	4500.00	9000.00	16200.00	22680.00
	收入增速	50.00%	100.00%	80.00%	40.00%
南充地区合计	营业收入	28,689.79	39,237.24	53,996.55	68,035.86
	收入增速	27.19%	36.76%	37.62%	26.00%
临园店	营业收入	6,231.63	9,000.00	12,150.00	16,402.50
	收入增速		44.42%	35.00%	35.00%
兴达店	营业收入	9,500.00	19,000.00	28,500.00	39,900.00
	收入增速		100.00%	50.00%	40.00%
绵阳地区合计	营业收入	15,731.63	28,000.00	40,650.00	56,302.50
	收入增速	114.72%	77.99%	45.18%	38.51%
泸州	营业收入	3,244.78	3,893.74	4,477.80	5,149.47
	收入增速	15.00%	20.00%	15.00%	15.00%
峨眉	营业收入	418.17	468.35	524.55	587.49
	收入增速	11.61%	12.00%	12.00%	12.00%
其他地区合计	营业收入	3,662.95	4,362.09	5,002.35	5,736.96
	收入增速	14.60%	19.09%	14.68%	14.69%
主营业务收入		161,768.23	172,599.32	230,453.90	325,626.97
主营业务成本		135,818.77	143,257.44	190,124.46	265,385.98
主营业务毛利率		16.04%	17.00%	17.50%	18.50%
其他收入		10,455.34	11,500.88	14,376.10	15,094.90
其他收入增速			10.00%	25.00%	5.00%
其他成本		334.56	334.56	334.56	334.56
营业收入		172,223.57	184,100.20	244,829.99	340,721.88
营业成本		136,153.33	143,592.00	190,459.03	265,720.55
综合毛利率		20.94%	22.00%	22.21%	22.01%

资料来源：华泰证券研究所（以上为假设春熙路店持续租赁状态下的收入预测）

基于以上假设，我们预测公司 2010—2012 年营业收入分别为 18.36 亿元/24.36 亿元/33.95 亿元，归属于母公司的净利润分别为 1.59 亿元/1.72 亿元/2.30 亿元，基本每股收益分别为 0.44 元/0.49 元/0.65 元。

由于春熙路店太平洋百货物业是否收回经营权尚不能确定，如果实现经营权的收回成为自营门店，将对公司业绩产生重大影响，因此我们基于收回春熙路物业经营权假设做出了以下预测：

1. 假设春熙路店的平销为 40000 元，2012 年经营面积从 23000 平米扩大至 31000 平米；
2. 2011 年收回门店经营权后公司的物业租赁收入减少 4000 万元；
3. 门店当前净利率为 10%，由于该商业物业已经非常成熟，假设收回经营权后门店的净利率仍然维持 10%；

表 6：公司营业收入预测 2（2010—2012）

	2009	2010E	2011E	2012E
春熙路店	营业收入		92,000.00	124,000.00
	收入增速			34.78%
	毛利率		25.00%	25.00%
	营业成本		69,000.00	93,000.00
主营业务收入	161,768.23	172,599.32	230,453.90	325,626.97

主营业务成本	135,818.77	143,257.44	190,124.46	265,385.98
主营业务毛利率	16.04%	17.00%	17.50%	18.50%
其他收入	10,455.34	11,500.88	10,376.10	10,894.90
其他收入增速		10.00%	-9.78%	5.00%
其他成本	334.56	334.56	334.56	334.56
营业收入	172,223.57	184,100.20	332,829.99	460,521.88
营业成本	136,153.33	143,592.00	259,459.03	358,720.55
综合毛利率	20.94%	22.00%	22.04%	22.11%

资料来源：华泰证券研究所（以上为假设春熙路店经营权收回后的收入预测，其他门店收入预测同表5）

基于以上假设我们预计 2011 年—2012 年该门店为公司贡献营业收入 9.2 亿元/12.4 亿元，贡献净利润预计为 9000 万元/12000 万元。考虑春熙路门店自营后，公司 2011 年—2012 年营业收入分别为 33.38 亿元/46.05 亿元，净利润分别为 2.7 亿元/3.75 亿元，每股收益分别为 0.74 元/1.03 元。

◆投资建议

公司拥有大量商业物业和可盘活土地资产，为公司提供了较高的安全边际。经过测算，公司共拥有成熟商业物业面积 18.42 万平米、主要商圈内的规划建设用地 30 亩左右、其他仓库或闲置土地资产 30 亩左右。如果依据市场价格对公司上述资产进行估值，扣除负债后公司的重估价值为 65 亿元，超出当前二级市场 52 亿的总市值。

按照公司对商业地产开发的规划，2010-2013 年公司将按照“百货+商业地产”模式实现快速扩张，从而需要大量的资金投入。区别于市场的观点是：我们虽然看好公司商业地产项目的市场前景，但我们认为盐市口二期项目和九眼桥项目建设和完工时间可能晚于市场普遍预期、茂业中心项目百货门店培育期可能超出市场普遍预期、春熙路太平洋百货门店 2011 年物业经营权的收回尚有一定的不确定性。

基于以上观点，我们根据春熙路太平洋百货门店 2011 年以后实现自营和持续租赁为两个假设前提分别做出上述两种盈利预测。我们认为如果考虑春熙路物业经营权收回，公司当前股价对应于 2011 年的估值水平存在较大程度的低估，公司合理价格应该在 16.28 元。如果春熙路物业经营权暂时不收回而维持租赁的前提下，当前股价对应于 2011 年估值水平略高于行业平均估值。根据我们的经验，租赁期限至 2014 年的合同在租赁双方没有发生较大变故的情况下中途废止合同的可能性较小，而且调研了解到公司和太平洋百货方面正进行拉锯战式的谈判，双方讨论如何提租而达到双方共赢的可能性较大。结合我们的盈利预测和对公司经营状况的判断，出于谨慎考虑我们暂给予公司“中性”的投资评级，并将持续跟踪春熙路物业经营权问题的谈判进展。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	282	876	1013	1472
现金	68	592	684	971
应收账款	6	7	9	13
其它应收款	81	94	110	171
预付账款	30	48	53	82
存货	97	133	156	234
其他	1	1	1	1
非流动资产	1201	1431	1773	2098
长期投资	174	181	183	180
固定资产	408	584	824	1072
无形资产	355	440	542	600
其他	264	226	224	246
资产总计	1484	2307	2785	3569
流动负债	458	806	781	1016
短期借款	0	129	90	73
应付账款	208	277	329	486
其他	250	400	361	457
非流动负债	507	853	1200	1547
长期借款	507	853	1200	1547
其他	0	0	0	0
负债合计	965	1659	1981	2563
少数股东权益	16	13	9	4
股本	203	366	366	366
资本公积	173	31	31	31
留存收益	127	239	399	606
归属母公司股东权益	503	635	796	1002
负债和股东权益	1484	2307	2785	3569

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	142	360	253	471
净利润	125	159	176	234
折旧摊销	50	51	69	90
财务费用	38	40	60	77
投资损失	-23	-50	-25	-25
营运资金变动	-25	132	-48	51
其它	-24	27	20	44
投资活动现金流	-73	-234	-393	-403
资本支出	142	178	300	350
长期投资	0	5	-2	1
其他	69	-52	-95	-51
筹资活动现金流	-68	399	231	219
短期借款	-141	129	-39	-17
长期借款	347	347	347	347
普通股增加	0	163	0	0
资本公积增加	-1	-142	0	0
其他	-272	-97	-77	-111
现金净增加额	2	525	91	287

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1722	1841	2448	3407
营业成本	1362	1436	1905	2657
营业税金及附加	21	23	30	42
营业费用	164	170	223	307
管理费用	31	30	39	53
财务费用	38	40	60	77
资产减值损失	3	11	6	7
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	23	50	25	25
营业利润	126	181	210	290
营业外收入	33	20	27	23
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	156	199	235	312
所得税	31	40	59	78
净利润	125	159	176	234
少数股东损益	-2	-3	-4	-5
归属母公司净利润	128	163	180	239
EBITDA	214	272	340	457
EPS (元)	0.63	0.44	0.49	0.65

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	20.8%	6.9%	33.0%	39.2%
营业利润	15.2%	43.8%	16.3%	37.9%
归属于母公司净利润	24.9%	27.2%	10.6%	32.6%
获利能力				
毛利率	20.9%	22.0%	22.2%	22.0%
净利率	7.4%	8.8%	7.4%	7.0%
ROE	25.4%	25.6%	22.6%	23.8%
ROIC	17.1%	21.4%	17.0%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	65.0%	71.9%	71.1%	71.8%
净负债比率	55.97%	60.81%	66.64%	64.30%
流动比率	0.62	1.09	1.30	1.45
速动比率	0.39	0.90	1.08	1.20
营运能力				
总资产周转率	1.17	0.97	0.96	1.07
应收账款周转率	62	60	66	67
应付账款周转率	5.86	5.92	6.28	6.52
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.44	0.49	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.98	0.69	1.29
每股净资产(最新摊薄)	1.38	1.74	2.18	2.74
估值比率				
P/E	22.74	32.17	29.08	21.93
P/B	5.78	8.24	6.58	5.22
EV/EBITDA	26	20	16	12

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。