

成商集团 (600828.sh)

四川零售龙头，持续高增长可期

欧亚菲 商业与贸易 研究员

电话: 020-87555888-641

eMail: oyf@gf.com.cn

市场最关心的太平洋项目收回自营的概率较大

太平洋项目是公司在春熙路非常优质的资产，目前每年仅获取 2600 万的租金收入，而太平洋百货 2009 年的营业收入超过 8 个亿，实现净利润约 8000 万。根据双方合作协议，该项目合作从 1993 年开始，到 2010 年 12 月 31 号第二阶段合作结束，目前公司已与太平洋百货第三阶段的合作进行了 6 次谈判，目前还处于协商的阶段，公司的原则是首先合作要按照市场的平销和资产净利润率回报水平来考虑，如果能够为股东争取到好的合作条款，公司愿意继续与太平洋合作，但目前在条件上大家还有些差距，基于此，公司已经做好自己经营的准备，比如与供应商保持接触，同时公司将按照三个不变的原则来实现经营上的顺利过渡，项目过渡中供应商结构不变，整个商场的布局均保持不变，商业定位不变、在旺季中要不影响这个门店的销售。从未来该门店的发展来看，公司目前在该项目旁边有土地储备，公司计划与第三方合作开发，如果按照双方规划完成，该门店可以增加 8000 多平米的面积，使该门店总建筑面积达到 2.8 万平米。公司预计未来该门店的平销可以达到 6-7 万/平米，意味着该门店经过重新调整后，净利润应可达到 1.5 亿元以上。

盐市口二期项目规划调整完毕，明年年底前可顺利开业

盐市口是成都的心脏，公司希望把这个项目做成标杆项目，因而在项目高度和容积率等各方面一直在与规划部门沟通，目前已经完成前期各项审批工作，该项目高度将达到 185 米，项目总投资预计超过 8 亿元，写字楼和酒店部分共 45 楼层高，建筑面积 8 万多平米，其中 19 楼以上是写字楼，9-18 楼是五星级酒店。而-1 到 8 层是商业，-1 层和地铁二号线前贯通，停车位 1200 多个。公司预计 2011 年所有工程可以完工，商业部分可在 2011 年开业。而写字楼和酒店精装修大概到 2012 年年中完成。盐市口二期完成后，公司将增加 8 万平米商业建筑面积，待该部分商业经营成熟后，公司将继续开业一期物业，完成一期塔楼建设。盐市口店 09 年实现营业收入 6 亿元，净利润 8000 万元，10 年上半年该门店营业收入增速达到 2 位数，预计 2012 年结合二期整体调整后，该门店营业收入有望翻番增长。

加快在四川二线城市扩张速度，适时进入重庆二线城市

目前公司在南充、绵阳和泸州已经分别拥有 2、2 家和 1 家门店。但在四川居民人均可支配收入超过 13000 元的城市共有 11 个，为公司在二线城市加大扩张速度提供了有利的条件，同时公司将以人民商场品牌进入重庆市场，大力发展社区型百货门店。公司希望将该品牌打造成中国的伊藤洋华堂，同时为了实现快速扩张，公司计划

公司评级

买入

当前价格(元)	16.84
目标价格(元)	22.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	18.42%	7.40%	50.20%
沪深 300	13.57%	-6.47%	-23.18%

股票数据

总股本(万股)	36,566.64
流通 A 股(万股)	36,446.92
主要股东:	

深圳茂业商厦有限公司

主要股东持股比例	37.10%
流通 A 股比例	99.67%

财务比率

ROE	25.41%
ROA	13.22%
资产负债率	65.03%
每股净资产(元)	2.48

2009 年报数据。

的一些与公司人民商场品牌定位接近的社区型百货门店，以加快该品牌的规模扩张。人民商场的品牌定位一定要做到以品质来吸引客户，业态组合中超市的营业面积占比约为50%，而百货品牌选择主要以符合白领中端消费群中端百货品牌，以适应未来社区化的综合居住型小区消费者的需求。

10-11年的增长主要来自于内生增长和太平洋项目

截至2009年，成商10家门店共21.34万建筑面积中自有物业16万平，租赁面积5.3万平米，自有物业占比75%，百货销售收入14亿元，净利润9900万。

2010年随着绵阳兴达店、临园店越过盈亏平衡点，将从亏损1400万到盈利1000万，成为内生增长的贡献来源，同时盐市口主力门店经过品牌升级，同店增速从8%上升到13%，显示出消费升级的巨大潜力。

表 1: 2009-2011 年各门店营业收入和净利润

门店	09 年营业收入 (万元)	09 年净利润 (万元)	收入增速	10 年营业收入 (万元)	10 年净利润 (万元)	净利润增速	11 年营业收入	收入增速	11 年净利润	净利润增速
盐市口店	60,000	8,000	14%	68,400	9,918	24%	75,240	10%	10,910	10%
温江	7,000	230	30%	9,100	400	74%	11,830	30%	800	100%
武侯	15,000	1,000	6%	15,900	1,060	6%	16,695	5%	1,113	5%
南充五星店	25,000	1,800	20%	30,000	2,160	20%	34,500	15%	2,500	16%
泸州白塔店	3,700	230	10%	4,070	300	30%	4,477	10%	500	67%
绵阳临园店	6,000	180	90%	11,400	810	350%	13,680	20%	1,200	48%
南充模范街店	4,400	-580	5%	4,620	-400	-	5,082	10%	-200	-50%
绵阳兴达店	11,000	-1,400	150%	27,500	940	-	34,375	25%	2,000	113%
龙泉店	1,500	-70	300%	6,000	135	-	7,800	30%	200	48%
清江店	0	0		5,000	150	-	6,000	20%	250	67%
太平洋							70,000		8,000	
成南店							8,000		-1,000	
百货小计	133,600	9,390	36%	181,990	15,473	65%	287,679	58%	26,273	70%

数据来源：公司调研、广发证券发展研究中心

2011年太平洋百货春熙店的顺利收回将相当于注入一个成熟的新门店，净利润有望增加8000万，将使成商成为2011年百货行业公司业绩增厚幅度最大的公司，同时随着成都城南茂业购物中心、盐市口2期（购物中心酒店写字楼）陆续开业，成商集团百货经营面积将实现翻番，40万平米建筑面积中自有物业面积34.7万平，自有物业占比进一步提升到86.7%。不考虑地产项目的盈利贡献，商业面积翻番将在2-3年左右使得公司净利润具备翻番潜力。

软环境看，茂业集团3年1.28亿的股权激励和年薪制改革将给成商集团带来长期驱动力，公司利益、员工利益和股东利益得到一定程度上的一致化。

投资建议

考虑到太平洋百货合同到2010年底第二期协议到期，我们假设公司可以如期收回经营权或提高租金水平，我们根据调研情况，提高了2011年EPS至0.72元，预计2010-2012年公司EPS0.45、0.72和1.00元。基于看好西部地区的经济增长前景和消费升级的进程，同时公司未来发展战略清晰，后续新增门店较多，可分享到西部消费升级带来的客流和客单价提升，我们维持公司买入评级，调高目标价至22元，对应2011年30倍PE。太平洋经营权的正式收回或租金水平提升将是公司股价的催化剂。

资产负债表		单位：百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	67.70	23.55	10.00	40.92
应收账款	6.23	6.30	10.34	14.67
预付款项	29.83	31.22	50.51	72.95
应收利息	0.00			
应收股利	0.96			
其他应收款	80.84	84.02	137.29	195.00
存货	96.70	118.19	191.73	271.76
流动资产合计	282.35	263.29	399.87	595.31
长期股权投资	174.19	174.19	174.19	174.19
固定资产	408.07	476.93	925.38	1531.67
在建工程	118.21	718.21	618.21	388.21
无形资产	354.56	353.62	352.71	351.83
长期待摊费用	46.14	48.00	172.00	226.00
递延所得税资产	16.39	21.00	30.00	46.00
非流动资产合计	1201.17	1875.55	2356.09	2801.50
资产总计	1483.52	2138.83	2755.96	3396.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	14.08	14.00	22.68	32.38
应付账款	208.22	237.81	385.25	550.02
预收款项	68.73	70.02	114.41	160.00
应付职工薪酬	13.11	14.10	23.71	32.38
应交税费	33.74	35.01	53.28	71.39
应付利息	0.96			
应付股利				
其他应付款	85.14	79.74	129.31	183.84
流动负债合计	458.05	481.15	728.64	1030.01
长期借款	506.67	956.67	946.67	866.67
应付债券	0.00			
长期应付款	0.00			
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债				
非流动负债合计	506.67	1004.67	1118.67	1092.67
负债合计	964.72	1485.82	1847.30	2122.68
股本	203.15	365.67	365.67	365.67
资本公积	173.00	30.80	30.80	30.80
盈余公积				
未分配利润	126.89	240.79	496.43	861.90
少数股东权益	15.77	15.77	15.77	15.77
负债股东权益总计	1483.52	2138.83	2755.96	3396.81
每股净资产(元)	2.55	1.79	2.48	3.48

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1722.24	1819	2878	4199.67
营业成本	1361.53	1400.00	2268.00	3238.00
营业税金及附加	20.74	21.65	35.52	49.56
销售费用	164.14	162.36	266.40	369.57
管理费用	31.34	32.47	51.80	69.29
财务费用	38.36	39.80	51.70	49.28
资产减值损失	3.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	22.90	30.00	8.00	5.00
营业利润	125.76	177.72	294.58	428.97
营业外收入	32.57	25.00	9.00	1.00
营业外支出	1.81			
利润总额	156.49	202.72	303.58	429.97
所得税费用	31.14	38.03	47.94	64.50
净利润	125.35	164.69	262.73	365.47
归属于母公司净利润	127.84	164.69	262.73	365.47
少数股东损益				
EPS(元)	0.63	0.45	0.72	1.00

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	142.33	188.56	471.67	634.22
投资活动现金流量	-72.86	-656.86	-517.00	-528.00
筹资活动现金流量	-67.64	424.15	31.78	-75.30
现金及现金等价物净增加额	1.83	-44.15	-13.55	30.92
期末现金余额	67.70	23.55	10.00	40.92
每股经营活动现金流(元)	0.70	0.52	1.29	1.73

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标				
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	4.75%	64.08%	41.88%	4.75%
营业利润增长率	41.31%	65.75%	45.62%	41.31%
毛利率	22.39%	23.38%	22.90%	22.39%
营业利润率	9.85%	9.95%	10.21%	9.85%
净利率	9.13%	8.64%	8.70%	9.13%
净资产收益率	25.84%	28.63%	29.04%	25.84%
总资产收益率	7.70%	9.28%	10.76%	7.70%
流动比率	54.72%	54.88%	57.80%	54.72%
资产负债率	69.47%	67.03%	62.49%	69.47%
所得税税率	18.76%	15.79%	15.00%	18.76%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

成商集团(600828)行情走势



相关研究报告

重庆百货 (600729.sz)	欧亚菲	2010-07-16
通程控股 (000419.sz)	欧亚菲	2010-07-16
王府井 (600859.sh)	欧亚菲	2010-07-08
成商集团 (600828.sh)	欧亚菲	2010-07-06

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。