

成商集团 (600828. sh)

业绩符合预期，可比门店增长提升较快

欧亚菲 商业与贸易 研究员

电话: 020-87555888-641 eMail: oyf@gf.com.cn

上半年经营回顾

公司实现营业收入8.35亿元，剔除汽车销售业务的营业收入影响，营业收入同比增长26.62%；实现营业利润95,48.29万元,同比增长53.98%；剔除非经常性损益的影响，净利润同比增长27.76%。百货零售业务同比增长28.17%，主要得益于可比门店增长，其中绵阳兴达店调整升级，导致绵阳地区营业收入同比大增122%，而成都盐市口店同比增长13%。公司百货零售业务毛利率为17.04%，比上年同期提高了1.37个百分点。从费用率情况来看，公司尽管新开清江店，但营业费用和管理费用绝对额仅增加了134万，显示出公司良好的费用控制能力。

下半年经营展望

下半年公司的主要工作包括，其一，促进现有门店的销售提升和门店盈利能力。其二，公司将继续对新开门店进行重点培育，特别是对业绩提升空间大的门店进行重点关注和跟踪。其三，公司将加快新店的开设速度，并积极在成都及四川省内经济实力较强的二、三线城市进行项目考察做好项目储备。其四，完成太平洋店的收回。

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，维持 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和目标价 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。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,425.51	1,722.24	1804.00	2960.00	4199.67
EBITDA(百万元)	177.74	233.07	224.5	370.6	489.5
净利润(百万元)	102.35	127.84	164.47	262.10	367.08
净利润增长率	41.29%	24.91%	28.66%	59.36%	40.05%
每股收益(元)	0.504	0.629	0.450	0.717	1.004
市盈率	19.33	35.72	40.35	25.32	18.08
市净率	5.26	9.06	10.42	7.38	5.24
EV/EBITDA	12.67	21.69	32.27	18.83	13.17
每股红利(元)	0.00	0.15	0	0	0
股息率(%)	0.00	0.67	0	0	0

来源: 成商集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	18.15
目标价格(元)	22.00
前次评级	买入

股价走势

成商集团(600828)与沪深300(000300)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.94%	25.00%	67.42%
沪深 300	5.24%	-0.06%	-17.10%

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 66.78%

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.

上半年经营回顾

公司实现营业收入8.35亿元,剔除汽车销售业务的营业收入影响,营业收入同比增长26.62%;实现营业利润95,48.29万元,同比增长53.98%;剔除非经常性损益的影响,净利润同比增长27.76%。

百货零售业务快速增长

公司百货零售业务实现营业收入7.59亿元,同比增长28.17%,主要得益于其一,可比门店通过加大卖场调改与品牌调整力度、创新营销手段、实施激励政策等措施使主营业务收入稳步提升,其中绵阳兴达店通过调整升级,导致绵阳地区营业收入同比大增122%,而成都盐市口店同店收入增幅在13%以上。其二,公司新开人民商场品牌的成都龙泉店和清江店。

表 1: 分地区营业收入和增长率

地区	营业收入(万元)	营业收入比上年增减(%)
成都地区	46176.88	18.55
南充地区	16702.87	15.95
绵阳地区	12939.10	122.07
其他地区	2106.23	25.39

数据来源: 数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

盈利能力持续提升

公司百货零售业务毛利率为17.04%,比上年同期提高了1.37个百分点,扣除投资收益影响,公司百货业务营业利润率达到10.05%,较上年同期提高了0.75个百分点。从费用率情况来看,公司尽管新开清江店,但营业费用和管理费用绝对额仅增加了134万,显示出公司良好的费用控制能力。

下半年经营展望

下半年公司的主要工作包括,其一,公司将继续创新营销方式,大力发展团购业务,提升会员服务,促进现有门店的销售提升;加强内部管理,继续调整和优化门店商品结构,深化与供应商的战略合作,提升门店盈利能力。其二,公司将继续对新开门店进行重点培育,特别是对业绩提升空间大的门店进行重点关注和跟踪,制定相应的业绩提升措施,给予更多的资源和政策支持。其三,公司茂业中心项目公司拥有的商业裙楼部分主体已经完工,预计明年国庆前后开业;盐市口二期项目预计今年下半年可正式进入全面施工,预计2011年年底可开业。公司将加快新店的开设速度,并积极在成都市及四川省内经济实力较强的二、三线城市进行项目考察,为公司未来发展做好门店拓展的项目储备。其四,完成太平洋店的收回。

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，维持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和目标价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	1804.00	2960.00	4199.67
营业成本	1361.53	1395.00	2267.00	3250.00
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	27.57	31.04	31.39
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	36.50	1.00	1.00
营业利润	125.76	201.45	309.24	430.86
营业外收入	32.57	1.00	2.00	1.00
营业外支出	1.81			
利润总额	156.49	202.45	311.24	431.86
所得税费用	31.14	37.98	49.15	64.78
净利润	125.35	164.47	262.10	367.08
归属于母公司净利润	127.84	164.47	262.10	367.08
少数股东损益	-2	0	0	0
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	193.66	471.73	622.91
投资活动现金流量	-72.86	-674.36	-531.00	-532.00
筹资活动现金流量	-67.64	-13.62	163.26	-56.81
现金及现金等价物净增加额	1.83	-494.31	103.99	34.10
期末现金余额	67.70	-426.61	-322.62	-288.52
每股经营活动现金流(元)	0.70	0.53	1.29	1.70

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	20.82%	4.75%	64.08%	41.88%
营业利润增长率	15.16%	60.19%	53.51%	39.33%
毛利率	20.94%	22.67%	23.41%	22.61%
营业利润率	7.30%	11.17%	10.45%	10.26%
净利率	7.42%	9.12%	8.85%	8.74%
净资产收益率	25.41%	25.82%	29.15%	28.99%
总资产收益率	8.62%	9.75%	10.82%	11.97%
流动比率	61.64%	-39.20%	9.04%	25.76%
资产负债率	65.03%	61.31%	62.22%	58.21%
所得税税率	19.90%	18.76%	15.79%	15.00%

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

成商集团 (600828.sh) _公司调研简报	欧亚菲	2010-08-01
成商集团 (600828.sh) _公司调研简报	欧亚菲	2010-07-06
茂业国际 (0848.hk) _公司调研简报	欧亚菲	2009-07-20

	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。