

成商集团：春熙路物业收回仍有不确定性

——成商集团 2010 年年报点评

报告关键点：

- 利润分配10股送2股，派发现金股利0.3元
- 茂业中心项目计划2010年10月开业，盐市口二期项目商业部分2012年5月开业
- 春熙路物业收回未定

报告摘要：

- 业绩略低于预期，利润分配10股送2股，派发现金股利0.3元。公司实现营业收入17.1亿元，同比下滑0.67%；剔除不再经营的汽车销售业务的营业收入影响，营业收入比上年同期增长22.24%；归属于上市公司股东的净利润1.38亿元，比去年同期增长8.19%，剔除非经常性损益的影响，同比增长29.67%。2010年每股收益0.38元。
- 外埠门店盈利持续上升，绵阳兴达店扭亏。2010年，绵阳区域公司两店合计实现营业收入约2.9亿元，两家门店均实现盈利，而且兴达店改造装修2009年亏损1400多万，到2010年实现了扭亏为盈。
- 其他项目进度：茂业中心项目商业裙楼部分主体已经完工，计划2011年10月开业；盐市口二期项目进展比预期慢，商业部分计划2012年5月试营业，盐市口二期项目建设规划调整为商业、酒店、办公、停车场等为一体的城市综合体，规划总建筑面积15万平方米，预计总投资额约10亿元。
- 春熙路太平洋2011年收回时间上存在不确定性。由于公司与太平洋百货就春熙路物业租赁在第三阶段合作条件未达成一致，目前已经提请成都市中级人民法院受理此案。太平洋百货申请合作条件为，除向公司每年支付2600万元租金外额外支付每年税后净利润的50%（太平洋春熙路百货店支付租金后税后净利润约8000万元）。
- 盈利预测与投资评级。我们看好茂业中心项目的长期前景，但是其所在周边为较新的商圈，培育期会比较长。公司和太平洋百货就春熙路物业处置问题达成协议的不确定性对盈利预测有很大影响。假设公司能够收回春熙路物业所有权，则2011年、2012年每股收益为0.7元、0.86元，如果不能收回而按太平洋百货的条件履行，则2011年、2012年每股收益为0.59元、0.76元，考虑到短期不确定性和新项目培育期的问题，维持中性-A投资评级。
- 风险提示：茂业中心项目培育期较长；春熙路物业问题不能顺利解决。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,722.2	1,710.7	2,164.0	2,956.4	3,805.8
Growth(%)	20.8%	-0.7%	26.5%	36.6%	28.7%
净利润	127.8	138.3	215.6	270.7	333.7
Growth(%)	24.9%	8.2%	55.9%	25.5%	23.3%
毛利率(%)	20.9%	23.0%	23.0%	23.5%	23.3%
净利润率(%)	7.4%	8.1%	10.0%	9.2%	8.8%
每股收益(元)	0.35	0.38	0.59	0.76	0.91
每股净资产(元)	1.42	1.71	2.17	2.76	3.49
市盈率	48.3	44.7	28.6	22.8	18.5
市净率	11.9	9.9	7.8	6.1	4.8
净资产收益率(%)	24.2%	21.9%	26.9%	26.6%	26.1%
ROIC(%)	30.1%	18.5%	27.4%	27.9%	30.7%
EV/EBITDA	19.8	27.2	18.9	14.8	12.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

中性-A

上次评级：中性-A

目标价格：

18.50 元

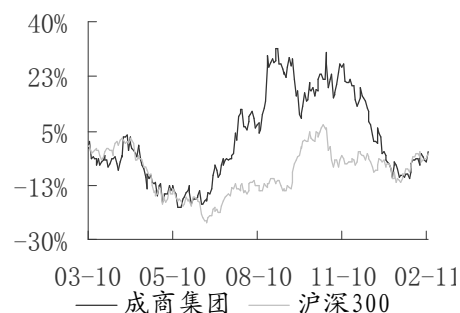
期限：3个月 上次预测：18.50 元

现价（2011年03月01日）：16.88 元

报告日期：2011-03-01

总市值(百万元)	6,176.11
流通市值(百万元)	6,155.88
总股本(百万股)	365.67
流通股本(百万股)	364.47
12个月最低/最高	13.35/32.89 元
十大流通股东(%)	84.32%
股东户数	8,873

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.97	(21.75)	0.60
绝对收益	7.24	(18.45)	(1.95)

储丽雯
010-66581748
执业证书编号

行业分析师
chulw@essence.com.cn
S1450511020011

前期研究成果

成商集团：盈利模式和储备项目确保长期增长

2010-07-28

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-2-28		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	20.8%	-0.7%	26.5%	36.6%	28.7%
减: 营业成本	1,722.2	1,710.7	2,164.0	2,956.4	3,805.8	营业利润增长率	15.2%	43.3%	49.6%	30.8%	22.5%
营业税费	1,361.5	1,316.7	1,666.3	2,262.0	2,919.1	净利润增长率	24.9%	8.2%	55.9%	25.5%	23.3%
销售费用	20.7	27.5	34.6	47.6	61.7	EBITDA 增长率	15.4%	22.6%	44.3%	25.9%	18.5%
管理费用	164.1	164.6	189.6	272.3	346.7	EBIT 增长率	16.4%	26.0%	43.0%	28.9%	20.5%
财务费用	31.3	32.4	37.9	62.4	81.8	NOPLAT 增长率	22.8%	-0.1%	42.6%	24.4%	21.6%
资产减值损失	38.4	26.6	26.0	28.4	27.2	投资资本增长率	62.8%	-3.6%	22.1%	10.4%	12.4%
加: 公允价值变动收益	3.3	0.2	3.5	-0.9	0.9	净资产增长率	31.4%	20.4%	27.3%	27.0%	26.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	22.9	37.5	63.5	68.0	63.5	利润率					
加: 营业外净收支	125.8	180.2	269.6	352.7	432.0	毛利率	20.9%	23.0%	23.0%	23.5%	23.3%
利润总额	30.7	1.7	1.0	3.0	1.0	营业利润率	7.3%	10.5%	12.5%	11.9%	11.4%
减: 所得税	156.5	181.9	270.6	355.7	433.0	净利润率	7.4%	8.1%	10.0%	9.2%	8.8%
净利润	31.1	45.0	57.0	87.0	100.8	EBITDA/营业收入	11.2%	13.8%	15.7%	14.5%	13.3%
	127.8	138.3	215.6	270.7	333.7	EBIT/营业收入	9.5%	12.1%	13.7%	12.9%	12.1%
资产负债表						运营效率					
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	固定资产周转天数	87	79	63	58	63
交易性金融资产	67.7	124.7	131.8	241.2	377.5	流动营业资本周转天数	-74	-53	-38	-22	-14
应收账款	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	63	63	61	61	69
应收票据	87.1	89.1	97.4	118.8	189.1	应收帐款周转天数	1	1	1	2	3
预付款项	0.1	-	14.2	19.4	25.0	存货周转天数	24	21	21	22	22
存货	29.8	4.1	5.7	8.0	10.9	总资产周转天数	308	326	277	230	209
其他流动资产	96.7	98.7	159.5	202.3	262.8	投资资本周转天数	149	183	157	133	115
可供出售金融资产	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	24.2%	21.9%	26.9%	26.6%	26.1%
长期股权投资	174.2	172.7	173.0	169.3	165.4	ROA	8.4%	8.5%	12.4%	13.1%	14.0%
投资性房地产	61.1	109.7	61.0	61.0	61.0	ROIC	30.1%	18.5%	27.4%	27.9%	30.7%
固定资产	408.1	340.6	415.7	531.6	802.8	费用率					
在建工程	118.2	266.2	267.5	312.5	126.7	销售费用率	9.5%	9.6%	8.8%	9.2%	9.1%
无形资产	354.6	329.8	307.9	287.5	268.4	管理费用率	1.8%	1.9%	1.8%	2.1%	2.2%
其他非流动资产	85.0	74.7	88.5	95.7	79.9	财务费用率	2.2%	1.6%	1.2%	1.0%	0.7%
资产总额	1,483.5	1,611.5	1,723.6	2,048.6	2,370.8	三费/营业收入	13.6%	13.1%	11.7%	12.3%	12.0%
短期债务	-	-	10.0	20.0	30.0	偿债能力					
应付账款	293.4	325.4	345.9	404.0	396.8	资产负债率	65.0%	61.2%	53.9%	50.7%	46.2%
应付票据	14.1	4.5	4.6	6.2	8.0	负债权益比	186.0%	158.0%	116.8%	102.9%	85.9%
其他流动负债	115.6	157.6	138.5	145.1	160.7	流动比率	0.62	0.60	0.86	1.01	1.35
长期借款	506.7	453.3	453.3	453.3	453.3	速动比率	0.41	0.41	0.53	0.66	0.94
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	4.28	7.78	11.36	13.43	16.89
负债总额	964.7	986.9	928.4	1,038.8	1,095.6	分红指标					
少数股东权益	15.8	14.4	12.4	10.4	8.9	DPS(元)	-	-	0.12	0.15	0.18
股本	203.1	365.7	365.7	365.7	365.7	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	299.9	244.6	417.1	633.7	900.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%
股东权益	518.8	624.7	795.2	1,009.8	1,275.3	业绩和估值指标					
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.35	0.38	0.59	0.74	0.91
加: 折旧和摊销	125.4	137.0	215.6	270.7	333.7	BVPS(元)	1.42	1.71	2.17	2.76	3.49
资产减值准备	50.3	53.3	58.2	78.5	97.2	PE(X)	48.3	44.7	28.6	22.8	18.5
公允价值变动损失	3.3	0.2	3.5	-0.9	0.9	PB(X)	11.9	9.9	7.8	6.1	4.8
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	1,022.0	48.2	487.4	35.8	30.6
投资收益	31.8	38.4	26.6	26.0	28.4	P/S	3.6	3.6	2.9	2.1	1.6
少数股东损益	-22.9	-37.5	-63.5	-68.0	-63.5	EV/EBITDA	19.8	27.2	18.9	14.8	12.2
营运资金的变动	-2.5	-1.3	-2.0	-2.0	-1.5	CAGR(%)	28.9%	34.4%	20.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-23.1	67.6	-37.8	21.9	-76.6	PEG	1.7	1.3	1.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	142.3	246.1	200.0	328.6	317.4	ROIC/WACC	3.1	1.9	2.9	2.9	3.2
融资活动产生现金流量	-72.9	-86.8	-174.9	-277.1	-46.6	REP	1.4	3.9	2.2	1.9	1.5
融资产活动产生现金流量	-67.6	-103.7	-83.6	-72.5	-83.9						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

分析师声明

储丽雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034