

2011-04-25

批发和零售贸易

成商集团 600828.SH

业绩略低于预期，但扣非净利润增速质量较高

◇ 事件：公司公布 2011 年一季度

◆业绩略低于预期，1Q2011 净利润同比增长 10.84%：

1Q2011 公司实现营业收入 5.79 亿元，同比增长 20.43%，符合我们预期。而归属母公司净利润 4764 万元，同比增长 10.84%，略低于我们预期。但考虑去年同期较多灾后重建补贴以及转让成商汽车股权非经常性收益，1Q2011 扣非后净利润同比增长 40.99%，仍在较高质量增长范畴。此外一季度扣非后经营质量较好，我们认为和公司报告期间严格控制期间费用率亦有较大关系。

◆毛利率仍呈下降趋势，品牌和产品结构调整仍持续：

1Q2011 期间公司毛利率同比下降 0.41 个百分点至 21.06%，我们认为主要原因是主力门店进行了一定的品牌调整，引进品牌后相对让利扣点率较低以及报告期间黄金珠宝等低毛利率产品占比有所上升所致。我们认为未来公司门店中，兴达店以及模范街店或有超预期表现，而未来百货品牌调整和产品结构调整仍将持续，因此毛利率短期仍然将以缓慢提升为主，爆发性提升的概率不大。

◆期间费用率持续下降，经营管理能力进一步提升：

1Q2011 期间，公司期间费用率下降 1.72 个百分点至 9.74%，其中销售/管理/财务费用率分别同比下降 1.07/0.23/0.42 个百分点至 7.21%/1.44%/1.09%，较 2010 年年报 13.07% 的费用率有较大幅度下降。我们认为公司 1Q2011 的释放业绩较为充分，主要来自于期间费用率的降低，一方面彰显了公司较强的经营管理能力，另一方面未来是否期间费用率能维持在 9-10% 的较低区间，仍需根据 2Q2011 的报表来加以确认，但总体我们认为今年的期间费用率将明显低于 2010 年全年的水平。

◆更名菏泽茂业百货，短期对于公司业绩无甚影响：

公司同时公告将原有菏泽惠和商业中心更名为菏泽茂业百货，与茂业国际签订委托管理协议，将其经营业务委托给茂业经营，并支付管理费用。我们维持之前的观点，成商集团与茂业系较紧密的联系，将为未来外延扩张提供较强的后盾。而短期鉴于该门店经营情况仍有一定不确定性，我们暂不将此门店纳入盈利预测。我们认为成商集团背靠茂业系大树，未来仍然有购置物业与茂业百货紧密合作的可能性。

◆维持增持评级，商业地产价值是最大亮点：

我们调整公司 2011-2013 年 EPS0.58/0.69/1.00 元（原先为 0.57/0.65/0.97 元），以 2010 年为基期三年复合增长率 38.3%，认为公司合理价值 17.40 元，对应 2011 年主营业务 30 倍。其中目前关注焦点春熙店回归，我们采取最保守的假设，假定法院裁定失败，则将贡献 2011 年公司 EPS 约 0.14 元。我们认为未来公司除了现有门店内生性增长外，目前最为可观的价值在于未来几处商业地产价值，同时茂业股权激励计划中连续三年 35% 的行权条件也对公司未来业绩增速提供了一定安全边际，但考虑到春熙店回归目前仍在仲裁期间，短期催化剂不甚明朗，维持增持评级。

◆风险分析：

商业地产开发进程的不确定性或低于预期，太平洋春熙店未按时收回。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,722	1,711	2,143	2,623	3,492
营业收入增长率	20.82%	-0.67%	25.25%	22.42%	33.13%
净利润（百万元）	128	138	211	252	366
净利润增长率	24.91%	8.19%	52.83%	19.30%	45.13%
EPS（元）	0.35	0.38	0.58	0.69	1.00
ROE（归属母公司）	25.41%	22.66%	26.07%	24.97%	27.88%
P/E	47	43	28	24	16
P/B	12	10	7	6	5
EV/EBITDA	23	37	22	17	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	16.41 元
目标价格	17.40 元
目标期限	6 个月

分析师：

唐佳睿 CFA CAIA FRM

(执业证书编号：S0930510120009)

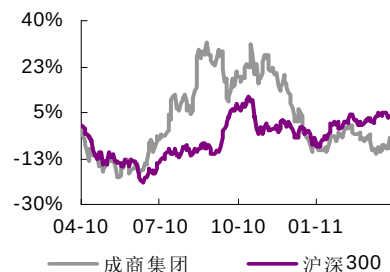
021-22169161

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	366
总市值(百万元)	6,001
流通比例(%)	99.67%
12 个月最高/最低(元)	23.00/13.35
近 3 月日均成交量(百万股)	1.79
主要股东	深圳茂业商业有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.32	-6.10	-3.93
绝对收益	1.17	5.60	-0.49

相关报告：

成商集团：回归！机遇大于风险——春熙店回归风险提示公告点评

..... 2010-12-14
主业战略清晰，地产如虎添翼——成商集团 2010 年 3 季报点评

..... 2010-10-25

图表 1：成商集团 EPS 拆分预测表

2007-2013 年成商集团 EPS 营业收支预测（2011 年 4 月 25 日更新）

EPS 拆分：单位 元	2007A	2008A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
百货	0.27	0.30	0.26	0.28	0.38	0.46	0.58
客房	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01
汽车销售	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.16
租赁	0.00	0.01	0.03	0.05	0.06	0.07	0.09
投资收益	0.19	0.06	0.05	0.05	0.14	0.15	0.16
其他业务及误差	-0.26	-0.08	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	0.20	0.28	0.34	0.38	0.58	0.69	1.00

资料来源：光大证券研究所

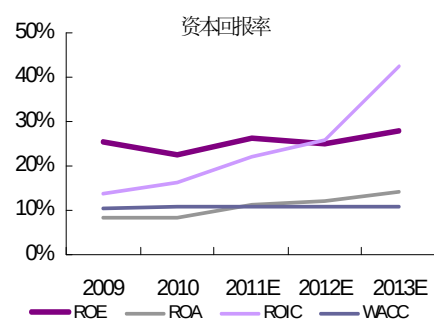
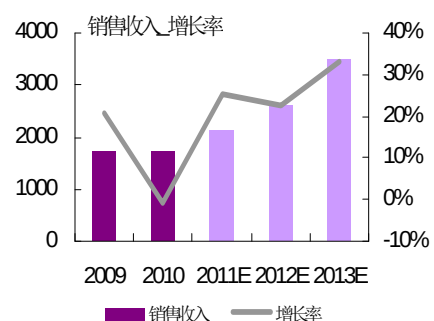
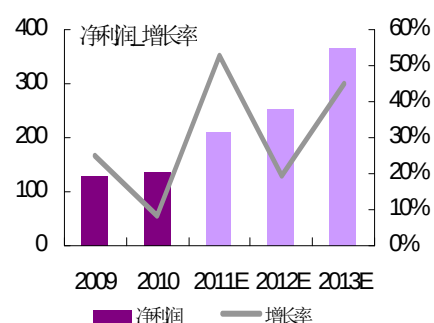
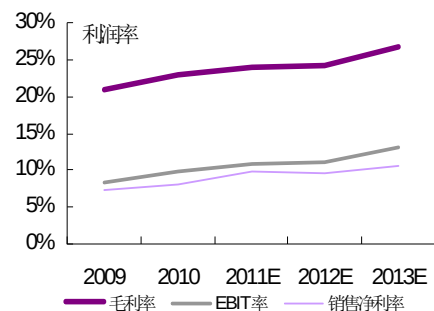
图表 2：成商集团估值预测表

2011 年成商集团估值预测（2011 年 12 月 14 日更新）

单位：元	2011 E	11 年 PE	价值
百货	0.38	30.00	11.40
客房	0.00	30.00	0.00
汽车销售	0.00	30.00	0.00
地产	0.00	15.00	0.00
租赁	0.06	30.00	1.80
投资收益	0.14	30.00	4.20
其他业务及误差	0.00	1.00	0.00
合计	0.58		17.40

资料来源：光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,722	1,711	2,143	2,623	3,492
营业成本	1,362	1,317	1,627	1,991	2,561
折旧和摊销	16	-1	45	48	50
营业税费	21	28	34	42	66
销售费用	164	165	206	252	336
管理费用	31	32	39	47	72
财务费用	38	27	22	28	49
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	23	38	68	74	80
营业利润	126	180	278	336	488
利润总额	156	182	278	336	488
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	127.84	138.30	211.37	252.18	365.99

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,484	1,612	1,881	2,121	2,592
流动资产	282	318	625	856	1,339
货币资金	68	125	329	491	861
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	6	5	9	10	14
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	81	84	101	123	164
存货	97	99	136	169	220
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	174	173	179	187	195
固定资产	408	341	419	478	508
无形资产	355	330	313	298	283
总负债	965	987	1,056	1,097	1,264
无息负债	425	489	603	643	811
有息负债	540	498	453	453	453
股东权益	519	625	825	1,024	1,327
股本	203	366	366	366	366
公积金	242	112	144	181	236
未分配利润	58	133	301	463	711
少数股东权益	16	14	14	14	14

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	142	246	221	228	441
净利润	128	138	211	252	366
折旧摊销	16	-1	45	48	50
净营运资金增加	296	-86	7	47	-20
其他	-297	195	-42	-119	44
投资活动产生现金流	-73	-87	61	16	42
净资本支出	-377	-352	50	50	30
长期投资变化	174	173	-7	-7	-8
其他资产变化	130	93	18	-26	20
融资活动现金流	-68	-104	-78	-81	-112
股本变化	0	163	0	0	0
债务净变化	219	-42	-44	0	0
无息负债变化	-323	64	113	41	168
净现金流	2	56	204	163	370

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	20.82%	-0.67%	25.25%	22.42%	33.13%
净利润增长率	24.91%	8.19%	52.83%	19.30%	45.13%
EBITDA 增长率	23.43%	7.06%	64.16%	22.46%	49.83%
EBIT 增长率	25.67%	19.83%	37.14%	25.36%	57.19%
估值指标					
PE	47	43	28	24	16
PB	12	10	7	6	5
EV/EBITDA	23	37	22	17	11
EV/EBIT	26	37	26	20	12
EV/NOPLAT	32	49	34	27	16
EV/Sales	2	4	3	2	2
EV/IC	4	8	8	7	7
盈利能力 (%)					
毛利率	20.94%	23.03%	24.04%	24.09%	26.68%
EBITDA 率	9.14%	9.85%	12.92%	12.92%	14.54%
EBIT 率	8.20%	9.89%	10.83%	11.09%	13.10%
税前净利润率	9.09%	10.63%	12.98%	12.82%	13.97%
税后净利润率 (归属母公司)	7.42%	8.08%	9.87%	9.61%	10.48%
ROA	8.45%	8.50%	11.24%	11.89%	14.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.41%	22.66%	26.07%	24.97%	27.88%
经营性 ROIC	13.72%	16.25%	22.16%	25.84%	42.66%
偿债能力					
流动比率	0.62	0.60	1.04	1.33	1.65
速动比率	40.53%	41.07%	81.06%	106.69%	137.87%
归属母公司权益/有息债务	0.93	1.23	1.79	2.23	2.90
有形资产/有息债务	1.93	2.42	3.29	3.86	4.93
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.35	0.38	0.58	0.69	1.00
每股红利	0.08	0.03	0.14	0.17	0.25
每股经营现金流	0.39	0.67	0.60	0.62	1.20
每股自由现金流(FCFF)	0.56	1.56	0.46	0.46	1.05
每股净资产	1.38	1.67	2.22	2.76	3.59
每股销售收入	4.71	4.68	5.86	7.17	9.55

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

唐佳睿, CFA CAIA FRM, 德国波恩大学国民经济学硕士(Dipl.-Vw.), 同济大学高分子材料与工程系工学学士, 精通英日德三国语言。2010年5月加盟光大证券研究所, 现主要负责商贸零售行业研究。曾就职于中信证券研究部商贸零售组和海富通基金 QFII 投资顾问组。

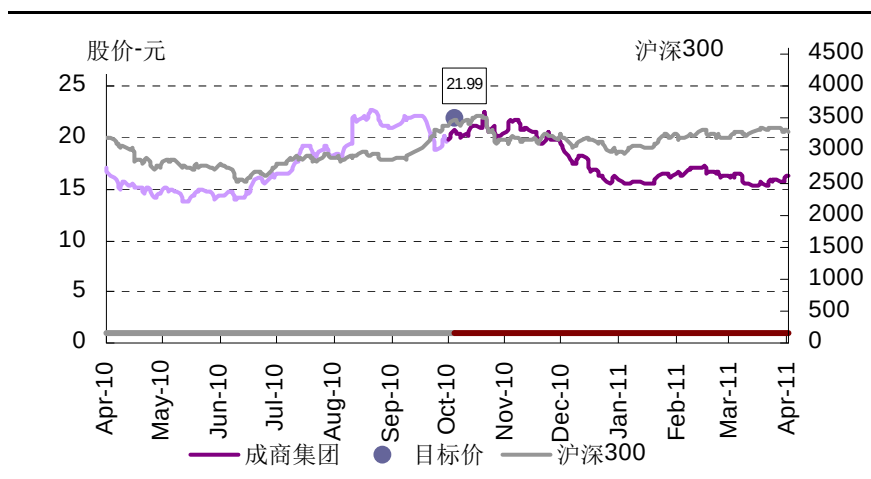
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

成商集团 (600828)

分析师: 唐佳睿



日期	股价	目标	评级
2010-10-25	19.84	21.99	买入
2010-12-14	19.85	23.15	买入
2011-01-15	15.94	20.40	买入
2011-03-01	16.89	19.30	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

资料来源: 光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。