

成商集团 (600828)

买入/维持评级

股价: RMB12.4

分析师

耿邦昊
SAC 执业证书编号:s1000510120052
(0755)8208 0081
gengbh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

洪涛
(0755)2380 5948
hongtao@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《受益西部, 前景光明》-2011/07/12
《经营持续向好, 跨区模式特殊》
2011/04/25
《跨区扩张, 初试身手》-2011/03/22
《不确定中的确定》-2011/03/01
《坐拥低价土地, 扩张有条不紊》
2011/01/12
《千呼万唤始出来》-2010/12/14
《趋势不变, 高增长仍看未来》
2010/10/24
《稳健前行, 前途光明》-2010/08/31
《趋势不变, 立足于长远》-2010/08/12

基础数据

总股本 (百万股)	439
流通 A 股 (百万股)	439
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,441

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩预增, 符合预期

- 公司今日发布 2011 中期业绩预增公告, 预计上半年实现归属母公司净利润超过 1 亿元或 EPS=0.23 元, 同比增长 50%以上。剔除太平洋店及去年同期出售汽车业务的投资收益影响, 公司主营业务净利润增长超过 40%, 符合我们预期!
- 中期业绩大幅预增的主要原因是公司秉承审慎原则, 以太平洋方面提出的全年 2600 万租金+扣除租金后净利润 50%这一最为悲观的分成方案暂确认春熙路店半年约 3000 万元的收益 (1000 万税后租金+2000 万元净利润分成, 去年同期仅 1000 万元税后租金), 较去年同期增厚 EPS 约 0.05 元。
- 目前仲裁案仍在审理过程中, 而双方的分歧主要在于利润分配条件: 太平洋方面提出方案为 2600 万租金+扣除租金后净利润 50%, 而成商方面要求将 2011 年的租金调整为 1.2 亿, 并逐年递增 15% (根据 3000 万元的收益确认来看, 春熙路店全年预计实现净利润约 8000 万元, 09、10 年分别为 8300 万元和 7800 万元)。太平洋百货虽然能以仲裁或诉讼的方式进行拖延, 但最终胜诉概率较小。我们认为最终的解决方式可能是双方庭外和解, 达成折中的租金或净利润分成方案, 而并非拖延到仲裁或诉讼结果。
- 客观来说, 太平洋百货收回纠纷在时间上存在不确定性, 但即使在最悲观预期下 (即公司仲裁失败, 接受太平洋方面提出的利润分成方案, 事实上公司目前也是这样来确认春熙路店收益的), 我们预计公司全年仍能获得约 6000 万元的投资收益 (2600 万+3500 万, 扣除租金缴税后约 5500 万元)。此外, 公司在南充、绵阳地区经营良好, 预计今年两地共计增厚净利润约 2500 万元, 而众所期待的茂业中心项目也将于年内开业。公司将于 8 月 16 日披露 2011 年中报, 届时我们将做更为详尽的点评!
- 考虑到正常情况下, 公司下半年经营业绩要优于上半年, 我们仍然维持公司 11-13 年 EPS=0.48、0.61 和 0.83 的盈利预测, 现价对应 PE 为 26 倍, 给予买入评级!
- 风险提示: 太平洋店收回时间的不确定性; 三大商业地产项目进度缓慢。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,710.7	2,314.3	3,127.6	3,890.2
(+/-%)	(0.7)	35.3	35.1	24.4
归属母公司净利润(百万元)	138.3	211.3	269.6	363.5
(+/-%)	8.2	52.8	27.6	34.8
EPS(元)	0.38	0.48	0.61	0.83
P/E(倍)	32.8	25.8	20.2	15.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	318	365	492	623	营业收入	1,711	2,314	3,128	3,890	营业收入	1,711	2,314	3,128	3,890	营业收入	1,711	2,314	3,128	3,890
现金	125	116	156	208	营业成本	1,317	1,784	2,415	2,979	营业成本	1,317	1,784	2,415	2,979	营业成本	1,317	1,784	2,415	2,979
应收账款	5	7	8	13	营业税金及附加	28	28	38	47	营业税金及附加	28	28	38	47	营业税金及附加	28	28	38	47
其他应收款	84	87	117	144	营业费用	165	211	286	346	营业费用	165	211	286	346	营业费用	165	211	286	346
预付账款	4	36	48	60	管理费用	32	42	53	62	管理费用	32	42	53	62	管理费用	32	42	53	62
存货	99	119	161	198	财务费用	27	24	26	25	财务费用	27	24	26	25	财务费用	27	24	26	25
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	0	6	17	19	资产减值损失	0	6	17	19	资产减值损失	0	6	17	19
非流动资产	1,294	1,522	1,981	2,271	公允价值变动	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	173	173	173	173	投资净收益	38	55	60	64	投资净收益	38	55	60	64	投资净收益	38	55	60	64
固定资产	341	377	820	1,185	营业利润	180	276	353	477	营业利润	180	276	353	477	营业利润	180	276	353	477
无形资产	330	294	258	222	营业外收入	2	0	0	0	营业外收入	2	0	0	0	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	451	678	730	691	营业外支出	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,612	1,887	2,472	2,894	利润总额	182	276	353	477	利润总额	182	276	353	477	利润总额	182	276	353	477
流动负债	534	599	916	976	所得税	45	66	85	114	所得税	45	66	85	114	所得税	45	66	85	114
短期借款	0	43	156	0	净利润	137	210	268	362	净利润	137	210	268	362	净利润	137	210	268	362
应付账款	254	357	483	596	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	280	199	277	380	归属母公司净	138	211	270	364	归属母公司净	138	211	270	364	归属母公司净	138	211	270	364
非流动负债	453	453	453	453	EBITDA	301	430	494	624	EBITDA	301	430	494	624	EBITDA	301	430	494	624
长期借款	453	453	453	453	EPS (元)	0.38	0.48	0.61	0.83	EPS (元)	0.38	0.48	0.61	0.83	EPS (元)	0.38	0.48	0.61	0.83
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率					主要财务比率					主要财务比率				
负债合计	987	1,052	1,369	1,429	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	14	13	12	10	成长能力					成长能力					成长能力				
股本	366	439	439	439	营业收入	-0.7%	35.3%	35.1%	24.4%	营业收入	-0.7%	35.3%	35.1%	24.4%	营业收入	-0.7%	35.3%	35.1%	24.4%
资本公积	30	30	30	30	营业利润	43.3%	53.3%	27.8%	35.0%	营业利润	43.3%	53.3%	27.8%	35.0%	营业利润	43.3%	53.3%	27.8%	35.0%
留存收益	214	353	622	986	归属母公司净	8.2%	52.8%	27.6%	34.8%	归属母公司净	8.2%	52.8%	27.6%	34.8%	归属母公司净	8.2%	52.8%	27.6%	34.8%
归属母公司股	625	835	1,103	1,465	获利能力					获利能力					获利能力				
负债和股东权	1,612	1,887	2,472	2,894	毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	23.4%	毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	23.4%	毛利率(%)	23.0%	22.9%	22.8%	23.4%
现金流量表					净利率(%)	8.1%	10.6%	9.3%	8.1%	净利率(%)	8.1%	10.6%	9.3%	8.1%	净利率(%)	8.1%	10.6%	9.3%	8.1%
单位:百万元					ROE(%)	22.7%	25.7%	24.7%	25.0%	ROE(%)	22.7%	25.7%	24.7%	25.0%	ROE(%)	22.7%	25.7%	24.7%	25.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)					ROIC(%)					ROIC(%)				
经营活动现金	246	228	485	644	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
净利润	137	211	270	364	资产负债率(%)	61.2%	55.8%	55.4%	49.4%	资产负债率(%)	61.2%	55.8%	55.4%	49.4%	资产负债率(%)	61.2%	55.8%	55.4%	49.4%
折旧摊销	53	83	132	185	净负债比率(%)	50.52%	51.51	47.79	34.89	净负债比率(%)	50.52%	51.51	47.79	34.89	净负债比率(%)	50.52%	51.51	47.79	34.89
财务费用	27	24	26	25	流动比率	0.60	0.61	0.54	0.64	流动比率	0.60	0.61	0.54	0.64	流动比率	0.60	0.61	0.54	0.64
投资损失	(38)	(55)	(60)	(64)	速动比率	0.41	0.41	0.36	0.44	速动比率	0.41	0.41	0.36	0.44	速动比率	0.41	0.41	0.36	0.44
营运资金变动	40	(40)	101	117	营运能力					营运能力					营运能力				
其他经营现金	27	4	16	18	总资产周转率	1.11	1.32	1.44	1.45	总资产周转率	1.11	1.32	1.44	1.45	总资产周转率	1.11	1.32	1.44	1.45
投资活动现金	(87)	(256)	(531)	(411)	应收账款周转	298.51	380.11	414.95	374.51	应收账款周转	298.51	380.11	414.95	374.51	应收账款周转	298.51	380.11	414.95	374.51
资本支出	(150)	(261)	(541)	(425)	应付账款周转	5.70	5.84	5.75	5.52	应付账款周转	5.70	5.84	5.75	5.52	应付账款周转	5.70	5.84	5.75	5.52
长期投资	(47)	(50)	(50)	(50)	每股指标 (元)					每股指标 (元)					每股指标 (元)				
其他投资现金	(284)	(567)	(1,121)	(886)	每股收益(最新)	0.38	0.48	0.61	0.83	每股收益(最新)	0.38	0.48	0.61	0.83	每股收益(最新)	0.38	0.48	0.61	0.83
筹资活动现金	(104)	19	86	(181)	每股经营现金	0.67	0.52	1.11	1.47	每股经营现金	0.67	0.52	1.11	1.47	每股经营现金	0.67	0.52	1.11	1.47
短期借款	0	43	113	(156)	每股净资产(最)	1.67	1.87	2.49	3.32	每股净资产(最)	1.67	1.87	2.49	3.32	每股净资产(最)	1.67	1.87	2.49	3.32
长期借款	(53)	0	0	0	估值比率					估值比率					估值比率				
普通股增加	163	0	0	0	P/E	32.8	25.8	20.2	15.0	P/E	32.8	25.8	20.2	15.0	P/E	32.8	25.8	20.2	15.0
资本公积增加	(143)	0	0	0	P/B	7.4	6.6	5.0	3.7	P/B	7.4	6.6	5.0	3.7	P/B	7.4	6.6	5.0	3.7
其他筹资现金	(70)	(24)	(26)	(25)	EV/EBITDA	18.0	14.9	13.5	10.7	EV/EBITDA	18.0	14.9	13.5	10.7	EV/EBITDA	18.0	14.9	13.5	10.7
现金净增加额	56	(9)	41	52															

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。