

成商集团 (600828.sh)

渠道下沉销售增速较快、新项目进展低于预期

欧亚菲 首席分析师
电话: 020-87555888-8641
eMail: oyf@gf.com.cn
执业编号: S0260511020002

省内二线城市门店保持较快增长态势

公司第四季度经营情况基本正常, 10月份销售增幅在20%以上, 11月份增速有较大幅度回落, 但进入12月份截至到调研日为止销售增速回升至30%以上, 表明短期来看, 消费者更多受到天气变化、门店折扣力度而不是经济情况的影响。省内二线城市门店今年以来保持较快增长态势, 表明公司在南充和绵阳地区的影响力和美誉度进一步提升, 今年前三季度南充和绵阳地区分别实现营业收入3.1亿和2.6亿, 增长25%以上。

太平洋门店仲裁进行中, 新项目进展低于预期

春熙路太平洋门店仲裁仍在进行中, 年内解决的可能性很低, 公司一直在积极推进, 希望尽快有个结果。如果年报前仍没有仲裁结果, 公司年报将确认约6000万元投资收益。公司茂业中心项目已经推迟到明年5月份开业, 盐市口二期项目目前施工进度低于预期, 主要是受到节日来临劳动力较为紧张影响, 该项目开业时间可能要推迟到明年四季度。茂业中心和盐市口二期项目投资额均不会超过预算, 但随着施工进度的推进, 预计明年新增资本开支在2亿元以上。九眼桥项目已进入拆迁, 但具体进度仍不能确定, 预计最快也要到2013年下半年。我们预计茂业中心明年亏损额不超过1000万。

投资建议

我们调整2011-2013年EPS至0.47、0.60和0.76元, 基于看好西部地区的经济增长前景和消费升级的进程, 同时公司发展战略清晰, 明后年新增物业面积较大, 可分享到西部消费升级, 我们维持公司买入评级, 目标价12元, 对应2012年PE20倍。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。

风险提示: 经济不景气和竞争加剧销售增速低于预期

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1722	1711	2030	2414	2956
增长率(%)	20.8%	-0.7%	18.6%	19.0%	22.4%
EBITDA(百万元)	195	223	285	407	412
净利润(百万元)	128	138	206	262	333
增长率(%)	24.9%	8.2%	48.8%	27.4%	26.9%
每股收益(元)	0.63	0.38	0.47	0.60	0.76
市盈率	35.7	48.2	19.0	14.5	11.5
市净率	9.1	10.9	9.3	7.2	5.5
EV/EBITDA	25.9	31.6	28.0	21.1	21.1

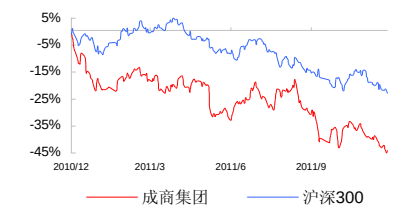
数据来源:成商集团股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	9.23
合理价值	11.00元
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	-13.25	-20.77	-53.87
沪深300	-10.49	-12.58	-26.02

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	438799736/437362991
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	22.66
ROA	8.9371
资产负债率	61.2365

2010 年报数据

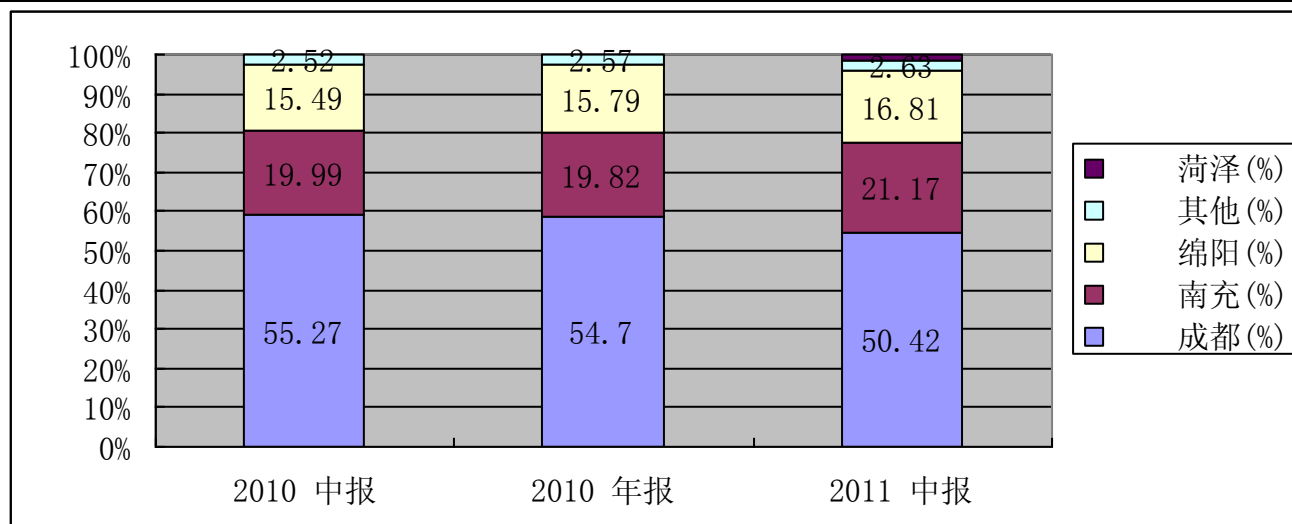
省内二级门店保持较快增长态势

公司第四季度经营情况基本正常，10月份销售增幅在20%以上，11月份增速有较大幅度回落，但进入12月份截至到调研日为止销售增速回升至30%以上，表明短期来看，消费者更多受到天气变化、门店折扣力度而不是经济情况的影响。

省内二级城市门店今年以来保持较快增长态势，表明公司在南充和绵阳地区的影响力和美誉度进一步提升，今年前三季度南充和绵阳地区分别实现营业收入3.1亿和2.6亿，增长25%以上，第四季度销售趋势基本延续，尚未明显感受到经济不确定性的影响。

2010年剥离汽车业务之后各区域的销售占比变化反应出公司在二线城市的销售份额不断提升。成都地区销售占比下降至50.42%，而南充和绵阳地区的销售占比分别提升了1.18和1.32个百分点。

图1：2010-2011年中期各区域门店销售占比变化



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

太平洋门店仲裁进行中，新项目进展低于预期

太平洋门店仲裁进行中

春熙路太平洋门店仲裁仍在进行中，年内解决的可能性很低，公司一直在积极推进，希望尽快有个结果。如果年报前仍没有仲裁结果，公司年报将按照太平洋提出的合作条件，即合作企业每年优先向被申请人支付固定收益人民币2600万元并且被申请人每年可获合作企业年度税后净利润（注：净利润的计算须先行扣除合作企业已支付给被申请人的固定收益人民币2600万元）的50%，确认约6000万元投资收益。如果太平洋店的经营业绩超过公司预估的约6800万净利润，则投资收益的确认有望超预期。

新项目进展低于预期

公司目前在建的两个新项目为成南茂业中心和盐市口二期。成南茂业中心项目已明确推迟至2012年5月份开业，该项目投资额4亿元，位于成南CBD中心和领事馆区，中型购物中心定位，共有6万多平米商业面积+2万多平米的地下停车场，目前招商基本完成，把餐饮和娱乐占比将达到55%左右，强调以体验消费推动百货零售业务发展。从投资额来看，该物业一年折旧和摊销费用额约1000万元，预计餐饮和娱乐配套可以弥补部分折旧和摊销费用，预计该项目明年亏损额1000万元左右，成熟后每年新增贡献利润2000万元以上。

盐市口二期项目建设净用地面积9139.66 平方米，建筑高度185 米。规划总建筑面积15 万平方米，其中商业裙楼3.96 万平方米，酒店4.24 万平方米，办公3.89 万平方米，地下负一、二层（包括商业、设备房等）1.6 万平方米，地下负三层（包括停车场、设备房等）0.8 万平方米。项目总投资约10亿元，预计商业裙楼部分投资额在2.5亿元，考虑装修费用，预计年折旧额和摊销额不超过1000万元。而酒店和办公楼的租金收益预计每年在6000万元以上，预计2013年年中可以开始贡献收益。该物业成熟后预计每年可增加净利润4000万元以上。

该项目目前正在紧张施工中，但蔓延全国的用工紧张问题也影响到公司该项目的工期进展，从目前施工进度看，该项目在明年年中开业的可能性较小，需要推迟到明年四季度百货部分才会开业。群楼商业面积3.96万平米加上目前经营的门店面积，公司经营面积将扩充至接近10万平米。目前公司已经展开了招商工作，整体定位于中高端购物中心，一楼会引进部分奢侈品品牌和一线化妆品牌。

投资建议

我们调整 2011-2013 年 EPS 至 0.47、0.60 和 0.76 元，基于看好西部地区的经济增长前景和消费升级的进程，同时公司发展战略清晰，明后年新增物业面积较大，且自有物业比例高，可分享到西部消费升级，我们维持公司买入评级，目标价 12 元，对应 2012 年 PE20 倍。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。

风险提示

经济不景气和竞争加剧销售增速低于预期

资产负债表

单位：百万元

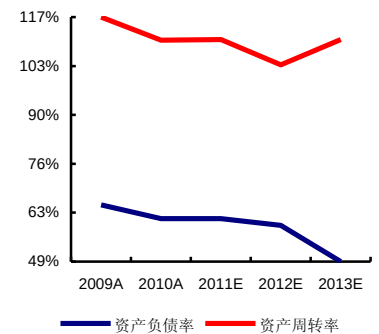
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	282	318	252	162	19
货币资金	68	125	-22	-164	-348
应收及预付	117	93	136	162	171
存货	97	99	138	164	196
其他流动资产	1	1	0	0	0
非流动资产	1,201	1,294	1,803	2,441	2,719
长期股权投资	174	173	173	173	173
固定资产	408	341	800	1,418	2,018
在建工程	118	266	166	116	66
无形资产	423	389	524	578	352
其他长期资产	78	126	140	156	110
资产总计	1,484	1,612	2,055	2,603	2,738
流动负债	458	534	554	585	714
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	424	488	554	585	714
其他流动负债	34	45	0	0	0
非流动负债	507	453	725	979	653
长期借款	507	453	553	753	653
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	172	226	0
负债合计	965	987	1,279	1,565	1,367
股本	203	366	439	439	439
资本公积	173	30	30	30	30
留存收益	127	214	329	591	924
归属母公司股东权益	503	610	798	1,060	1,393
少数股东权益	16	14	14	14	14
负债和股东权益	1,484	1,612	2,091	2,639	2,775

利润表

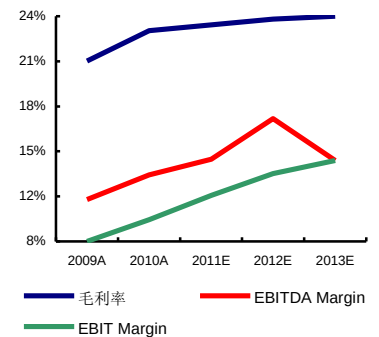
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1722	1711	2030	2414	2956
营业成本	1362	1317	1556	1840	2246
营业税金及附加	21	28	33	37	44
销售费用	164	165	173	186	207
管理费用	31	32	33	36	46
财务费用	38	27	28	37	40
资产减值损失	3	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	38	66	70	70
营业利润	126	180	273	348	443
营业外收入	33	2			
营业外支出	2	0			
利润总额	156	182	274	350	444
所得税	31	45	69	87	111
净利润	125	137	206	262	333
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归属母公司净利润	128	138	206	262	333
EBITDA	195	223	285	407	412
EPS (元)	0.63	0.38	0.47	0.60	0.76

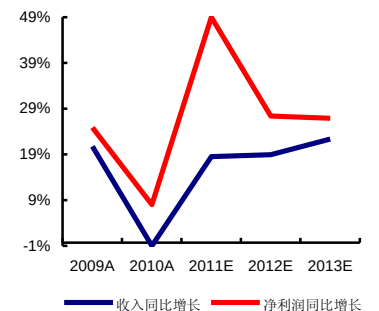
资产负债率趋势



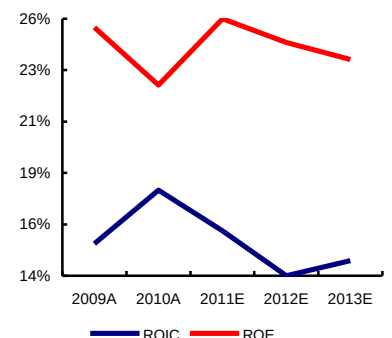
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

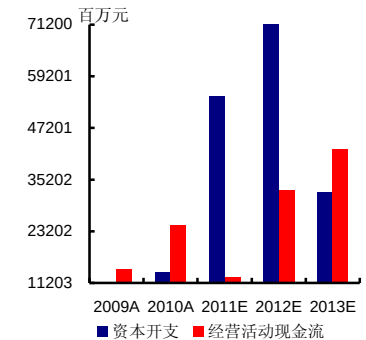
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	142	246	125	326	422
净利润	125	137	206	262	333
折旧摊销	50	53	50	92	0
营运资金变动	-25	66	-70	34	87
其它	-9	-10	-62	-63	2
投资活动现金流	-73	-87	-479	-642	-253
资本支出	-112	-137	-545	-712	-323
投资变动	39	51	66	70	70
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-68	-104	207	174	-353
银行借款	807	0	100	200	-100
债券融资	-838	-42	128	54	-226
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-36	-61	-20	-80	-27
现金净增加额	2	56	-146	-142	-184
期初现金余额	66	68	125	-22	-164
期末现金余额	68	123	-22	-164	-348

主要财务比率

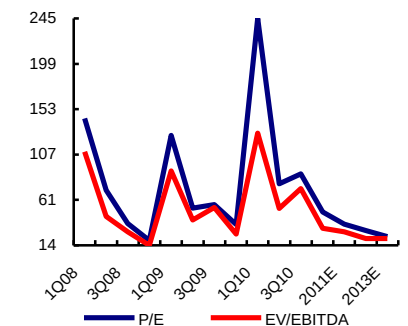
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	20.8%	-0.7%	18.6%	19.0%	22.4%
营业利润	15.2%	43.3%	51.7%	27.2%	27.4%
归属于母公司净利润	24.9%	8.2%	48.8%	27.4%	26.9%
获利能力					
毛利率	20.9%	23.0%	23.4%	23.8%	24.0%
净利率	7.3%	8.0%	10.1%	10.9%	11.3%
ROE	25.4%	22.7%	25.8%	24.7%	23.9%
ROIC	15.3%	17.8%	15.9%	13.8%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	65.0%	61.2%	61.2%	59.3%	49.3%
净负债比率	91.0%	59.7%	70.8%	85.4%	71.1%
流动比率	0.62	0.60	0.45	0.28	0.03
速动比率	0.34	0.40	0.14	-0.07	-0.28
营运能力					
总资产周转率	1.17	1.11	1.11	1.04	1.11
应收账款周转率	286.28	298.51	286.28	286.28	280.77
存货周转率	12.05	13.48	12.02	12.04	12.17
每股指标 (元)					
每股收益	0.63	0.38	0.47	0.60	0.76
每股经营现金流	0.70	0.67	0.28	0.74	0.96
每股净资产	2.48	1.67	1.82	2.42	3.17
估值比率					
P/E	35.7	48.2	19.0	14.5	11.5
P/B	9.1	10.9	9.3	7.2	5.5
EV/EBITDA	25.9	31.6	28.0	21.1	21.1

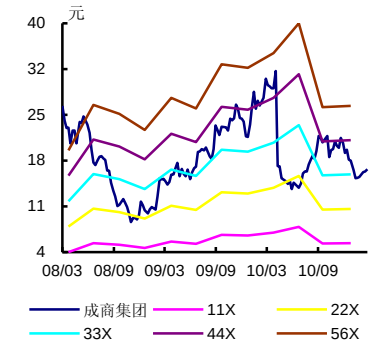
资本支出与经营活动现金流



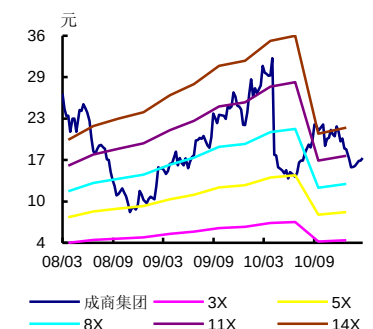
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发零售行业研究小组

欧亚菲，分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2010 年度金牛分析师零售商业第四名，2009-2010 年度新财富零售行业第六名，2008 年度新财富零售行业第七名。

訾猛，分析师，复旦大学经济学硕士，3 年证券从业经历，2011 年进入广发证券发展研究中心。

刘旭，研究助理，厦门大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：liuxu@gf.com.cn，020-87555888-8423。

相关研究报告

成商集团（600828.sh）：春熙路店收回时间低于预期，但长期发展前景仍值得期待

欧亚菲

2011-01-05

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。