

公司研究/年报点评

2017年04月26日

商业贸易/零售 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 39.54  
合理价格区间(元): 60-65

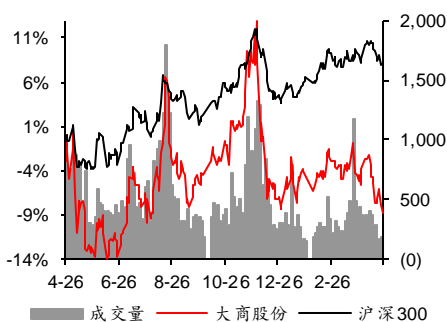
许世刚 执业证书编号: S0570512080004  
研究员 025-83387508  
xushigang@htsc.com

张坚 0755 82364269  
联系人 zhang\_jian@htsc.com

相关研究

- 1 《大商股份(600694):毛利率持续改善,关注全渠道转型进展》2016.10
- 2 《大商股份(600694):毛利率有所改善,关注全渠道运营转型》2016.08
- 3 《大商股份(600694):稳中求变,价值凸显》2015.07

股价走势图



资料来源: Wind

# 主业承压, 线上渠道发展良好

## 大商股份(600694)

### 大商股份发布 2016 年年报

2016 年公司实现营业收入 280.88 亿元, 同比下降 8.90%; 实现归母净利润 7.03 亿元, 同比增长 6.17%; 实现扣非后归母净利润 6.63 亿元, 同比增长 3.88%。其中四季度公司实现营业收入 64.73 亿元, 同比下降 9.59%, 实现归母净利润 0.55 亿元, 同比大幅增长 108.06%, 主要系委托理财收益增长所致。公司业绩基本符合预期。

### 东北经济景气度低迷, 公司收入端依旧承压

受东北地区经济景气度低迷、行业竞争加剧、电商分流等影响, 公司营业收入端依旧承压。分业态看, 报告期内公司各业态营收均出现一定下滑, 百货/超市/家电连锁业态分别实现营业收入 163.62/57.13/27.33 亿元, 分别同比变动-10.76%/-6.17%/-7.02%。分地区看, 除山东、锦阜外其余地区营收均出现不同程度下滑, 其中公司主营地区大连、大庆区域分别实现营业收入 72.57/49.90 亿元, 分别同比变动-9.96%/-10.44%。

### 自营商品带动毛利率提升, 营收下滑导致期间费用率增长

报告期内公司全面推行自销直营、自主经营、自有品牌、自有产权和买手制的“四自一买”新经营策略, 带动公司综合毛利率同比提升 0.7 个百分点至 22.33%, 其中百货/超市/家电连锁业态毛利率分别为 17.05%/11.50%/9.78%, 分别同比提升 0.47/0.22/0.10 个百分点。报告期内公司期间费用率为 16.63%, 同比增加 0.63 个百分点, 其中销售/管理/财务费用率分别为 6.41%/10.20%/0.02%, 分别同比变化 0.33/0.26/0.04 个百分点。销售/管理费用率上升主要由营收下降导致, 财务费用上升主要系公司报告期购买银行理财产品致使利息收入减少所致。

### 天狗网发展良好, 2016 年交易额大幅增长 535.63%

面对网购的普及, 公司 2014 年 11 月上线天狗网, 线上线下一体化全渠道运营正式开启, 为消费者提供了全面全时的购物体验, 有效的减弱了纯电商的冲击, 扩充了公司收入来源。2016 年天狗网日均浏览量 139.65 万, 实现交易额 115.44 亿元, 同比大幅增长 535.63%, 发展良好。

### 自有物业重估价值高, 维持公司“买入”评级

预计 2017-2019 年公司收入分别为 266.83/268.17/276.21 亿元, 分别同比增长-5.00%/0.50%/3.00%; 预计归母净利润分别为 7.76/8.44/9.39 亿元, 分别同比增长 10.35%/8.74%/11.32%。公司自有物业面积达 164 万方, 净资产重估溢价高, 市值与之相比存在明显折价。另外公司表外资产丰厚, 不排除资产注入预期。维持公司“买入”评级, 建议中长期资金加大对公司的配置。

风险提示: 东北地区经济景气度持续低迷。

公司基本资料

总股本(百万股)	293.72
流通 A 股(百万股)	293.72
52 周内股价区间(元)	37.39-48.97
总市值(百万元)	11,614
总资产(百万元)	17,728
每股净资产(元)	23.49

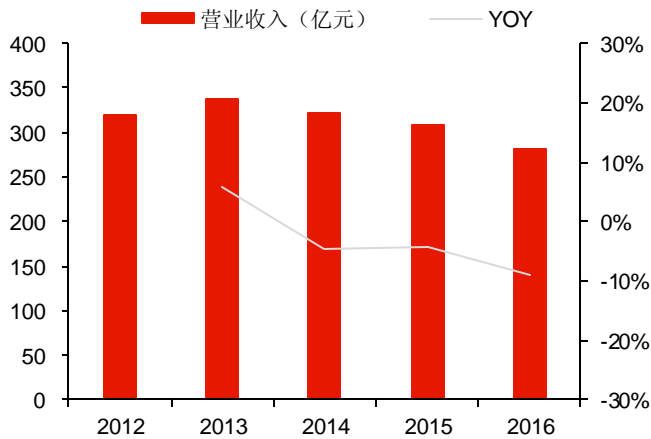
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,832	28,088	26,683	26,817	27,621
+/-%	(4.27)	(8.90)	(5.00)	0.50	3.00
归属母公司净利润(百万元)	662.11	702.99	775.74	843.52	938.99
+/-%	(46.07)	6.17	10.35	8.74	11.32
EPS(元, 最新摊薄)	2.25	2.39	2.64	2.87	3.20
PE(倍)	17.54	16.52	14.97	13.77	12.37

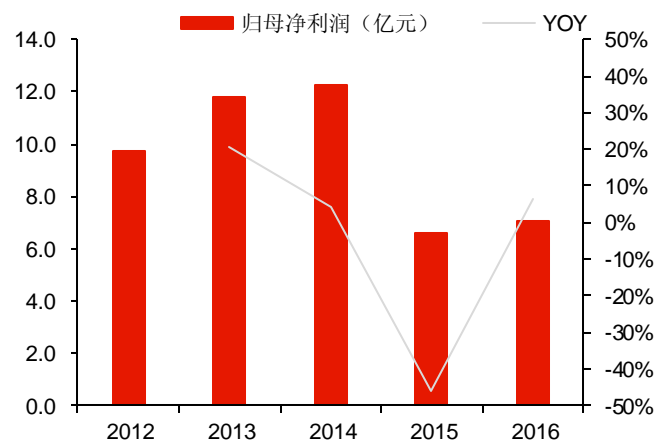
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1: 公司营业收入及增速 (2012-2016)**



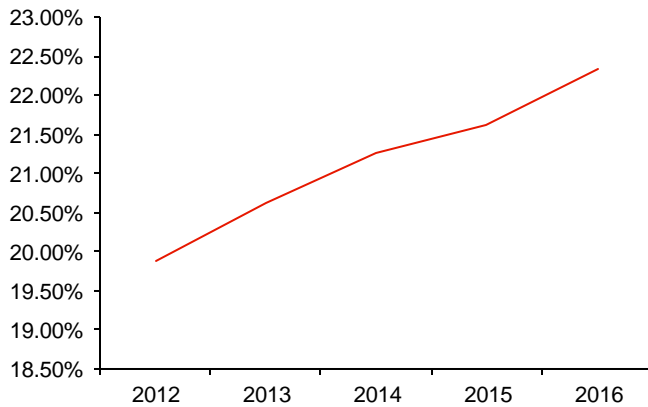
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表2: 公司归母净利润及增速 (2012-2016)**



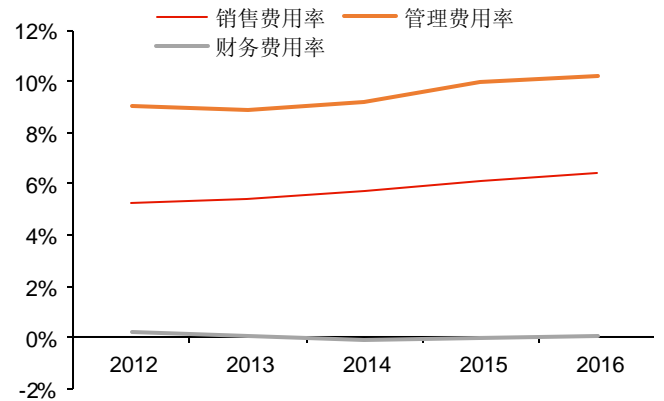
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表3: 公司毛利率变化 (2012-2016)**



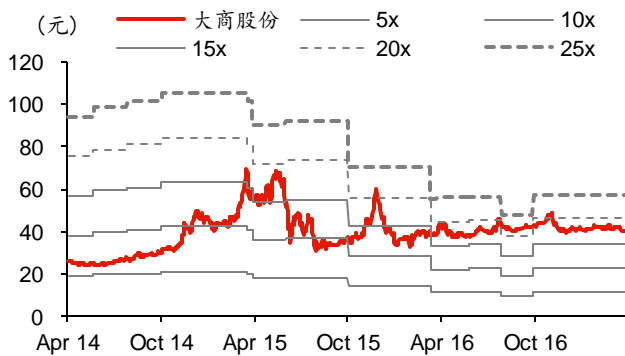
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表4: 公司期间费用率变化 (2012-2016)**



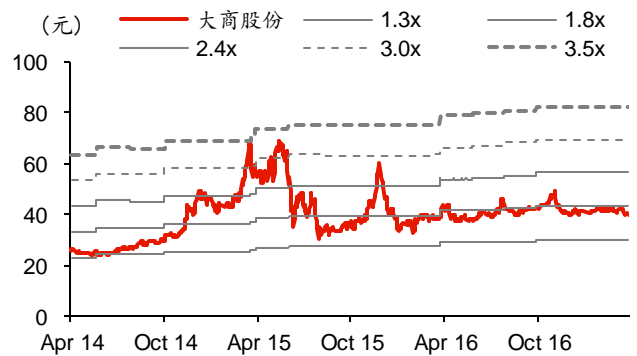
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表5: 大商股份历史 PE-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表6: 大商股份历史 PB-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,474	10,288	10,480	12,341	14,017
现金	6,184	5,722	8,180	9,955	11,585
应收账款	247.45	256.04	221.64	228.60	236.12
其他应收账款	507.11	452.59	411.76	429.69	438.52
预付账款	186.11	180.73	173.84	171.97	178.12
存货	1,348	1,710	1,481	1,538	1,565
其他流动资产	1.80	1,966	11.97	17.25	14.58
非流动资产	8,093	7,648	7,003	6,316	5,619
长期投资	25.99	29.13	27.94	28.29	28.17
固定资产投资	5,588	5,555	5,351	5,155	4,958
无形资产	1,237	882.13	577.51	240.47	(84.61)
其他非流动资产	1,242	1,182	1,047	891.94	717.65
资产总计	16,568	17,936	17,483	18,656	19,636
流动负债	8,355	9,210	8,051	8,271	8,463
短期借款	988.70	931.70	866.90	908.80	898.65
应付账款	3,377	3,892	3,261	3,370	3,498
其他流动负债	3,989	4,386	3,923	3,992	4,066
非流动负债	1,575	1,647	1,621	1,857	1,843
长期借款	385.55	379.87	379.87	379.87	379.87
其他非流动负债	1,190	1,267	1,241	1,477	1,463
负债合计	9,930	10,857	9,672	10,128	10,305
少数股东权益	248.27	136.40	92.70	44.72	(8.43)
股本	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72
资本公积	1,439	1,424	1,424	1,424	1,424
留存公积	4,657	5,225	6,001	6,767	7,621
归属母公司股	6,390	6,942	7,718	8,484	9,339
负债和股东权益	16,568	17,936	17,483	18,656	19,636

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,300	2,014	2,197	1,905	1,792
净利润	617.62	653.33	732.04	795.54	885.84
折旧摊销	562.90	569.01	596.71	607.83	616.64
财务费用	(6.66)	6.31	18.99	(2.92)	(18.91)
投资损失	(2.40)	(26.20)	(14.24)	(16.26)	(17.24)
营运资金变动	(290.40)	594.55	1,054	340.54	365.97
其他经营现金	418.68	217.36	(191.23)	180.36	(39.85)
投资活动现金	(1,315)	(2,119)	(134.53)	(83.51)	(84.20)
资本支出	863.87	300.50	200.00	200.00	200.00
长期投资	(0.20)	(1,847)	(12.94)	(0.62)	0.20
其他投资现金	(450.89)	(3,666)	52.53	115.88	116.01
筹资活动现金	(561.53)	(324.80)	395.81	(46.37)	(78.81)
短期借款	559.80	(57.00)	(64.80)	41.90	(10.15)
长期借款	295.55	(5.68)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.71	(15.16)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,418)	(246.95)	460.61	(88.27)	(68.66)
现金净增加额	(579.13)	(422.77)	2,458	1,775	1,629

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	30,832	28,088	26,683	26,817	27,621
营业成本	24,162	21,814	20,893	20,957	21,572
营业税金及附加	377.18	347.32	327.07	316.44	332.75
营业费用	1,874	1,800	1,708	1,716	1,768
管理费用	3,066	2,865	2,695	2,735	2,762
财务费用	(6.66)	6.31	18.99	(2.92)	(18.91)
资产减值损失	380.27	190.67	100.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.40	26.20	14.24	16.26	17.24
营业利润	981.63	1,090	955.70	1,061	1,173
营业外收入	42.17	73.05	62.68	59.24	59.29
营业外支出	8.72	75.94	42.33	59.13	50.73
利润总额	1,015	1,087	976.06	1,061	1,181
所得税	397.46	433.44	244.01	265.18	295.28
净利润	617.62	653.33	732.04	795.54	885.84
少数股东损益	(44.50)	(49.66)	(43.70)	(47.98)	(53.15)
归属母公司净利润	662.11	702.99	775.74	843.52	938.99
EBITDA	1,538	1,665	1,571	1,666	1,770
EPS(元)	2.25	2.39	2.64	2.87	3.20

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(4.27)	(8.90)	(5.00)	0.50	3.00
营业利润	(43.99)	11.00	(12.29)	10.98	10.56
归属母公司净利润	(46.07)	6.17	10.35	8.74	11.32
获利能力(%)					
毛利率	21.63	22.33	21.70	21.85	21.90
净利率	2.15	2.50	2.91	3.15	3.40
ROE	10.36	10.13	10.05	9.94	10.05
ROIC	26.52	22.35	60.70	431.34	(99.24)
偿债能力					
资产负债率(%)	59.93	60.53	55.32	54.28	52.48
净负债比率(%)	14.31	12.27	13.52	13.19	12.83
流动比率	1.01	1.12	1.30	1.49	1.66
速动比率	0.85	0.93	1.12	1.31	1.47
营运能力					
总资产周转率	1.97	1.63	1.51	1.48	1.44
应收账款周转率	126.50	107.77	110.07	115.66	115.86
应付账款周转率	7.48	6.00	5.84	6.32	6.28
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.25	2.39	2.64	2.87	3.20
每股经营现金流(最新摊薄)	4.43	6.86	7.48	6.49	6.10
每股净资产(最新摊薄)	21.75	23.64	26.28	28.89	31.80
估值比率					
PE(倍)	17.54	16.52	14.97	13.77	12.37
PB(倍)	1.82	1.67	1.50	1.37	1.24
EV_EBITDA(倍)	4.63	4.28	4.53	4.28	4.02

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

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

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com