

2010年10月26日

大东方

明年业绩大幅反弹.

买入

A 600327.SS - 人民币 7.38

目标价格: 人民币 12.00 (▼14.00)

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(38)	(13)	(18)	(49)
相对新华富时A50指数(%)	(27)	(15)	(10)	(25)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	522
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	2,042
3个月日均交易额(人民币 百万)	25
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
无锡商业大厦集团有限公司	47

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

公司3季度单季度实现销售收入17.8亿元,同比增长22%,前9个月实现销售收入52.2亿元,同比增长16.4%。息税前利润3季度单季度为6,200万元,同比下降32%,前9个月为2.83亿元,较去年同期的2.85亿元微降;扣非后归属于股东的净利润3季度单季度为2,770万元,同比下降33.4%,前9个月为1.5亿元,同比下降11%。我们下调目标价格至12.00元,维持买入评级。

支撑评级的要点

- 受制于汽车业务放缓以及上半年新开项目众多,公司承受较大的费用压力。明年随着新项目逐步走上正轨,业务增长将回升以及费用压力会有效缓解;
- 公司优秀的管理能力和清晰的战略方向,使得公司能够有效推进既有业务。明后年业绩可能超预期。

评级面临的主要风险

- 新门店效果低于预期;
- 公司东方汽车和东方电器业务波动大于预期。

估值

- 我们下调2011年短期业绩,但是基本维持2012-13年盈利预测,即公司每股收益(均不考虑非经常性损益)为0.417、0.625和0.764元。业绩在明年存在较大的弹性。我们将公司的目标价由14.00元下调至12.00元/股。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可,我们维持公司**买入**的评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	5,522	6,304	7,442	8,752	10,004
变动(%)	31	14	18	18	14
净利润(人民币 百万)	186	224	218	326	399
全面摊薄每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.417	0.625	0.764
变动(%)	71.2	21.3	(3.2)	49.9	22.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.507	0.621	0.742
调整幅度(%)	-	-	(17.7)	0.6	3.0
核心每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.417	0.625	0.764
变动(%)	71.2	21.3	(3.2)	49.9	22.3
全面摊薄市盈率(倍)	20.3	16.7	17.3	11.5	9.4
核心市盈率(倍)	20.3	16.7	17.3	11.5	9.4
每股现金流量(人民币)	0.89	0.85	0.91	1.12	1.27
价格/每股现金流量(倍)	8.1	8.5	7.9	6.4	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.4	7.2	6.7	4.5	3.2
每股股息(人民币)	0.108	0.084	0.039	0.086	0.083
股息率(%)	1.5	1.2	0.5	1.2	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

零售主业销售增速较快，利润增速放缓

公司3季度单季度实现销售收入17.8亿元，同比增长22%，前9个月实现销售收入52.2亿元，同比增长16.4%。息税前利润3季度单季度6,200万元，同比下降32%，前9个月为2.83亿元，较去年同期的2.85亿元微降；扣非后归属于股东的净利润3季度单季度为2,770万元，同比下降33.4%，前9个月为1.5亿元，同比下降11%。

通过近几年调整改造，公司已基本实现由传统百货向时尚精品百货转型。2011年公司在夯实无锡商业大厦基础上加快了百货连锁步伐，作为“大东方百货”旗下首家连锁店和锡城首家儿童主题百货的“大东方伊酷童”于6月份正式营业，其消费核心对象为0-18岁的孩子，以主题百货的形象面对消费者。而5月份江阴家电旗舰店的开张代表着家电经营正式走出无锡。10月1日大东方百货海门店正式对外营业。

我们根据母公司报表，无锡商业大厦百货零售（含家电）3季度单季度实现主营收入4.97亿元，较同比增长48.7%。如此高的增速超过我们的预期，我们认为这主要是和去年同期由于地铁围挡基数较低有关。零售业务毛利率较去年同期下降2个百分点至18.3%。我们估计这主要和公司一楼国际一线品牌以及黄金珠宝销售占比上升有关。同时我们认为促销力度加大也导致了毛利率的下滑。毛利率变化趋势可能会随着一线品牌增长速度逐步平稳而开始回升。

同样我们根据母公司报表，可以看到公司百货零售业务费用率（管理费用率+销售费用率）持续下降，由10年季度的11%下降到113季度的8.3%。费用率得到了良好的控制，使得无锡商业大厦母店3季度利润率依然能够保持在7.3%的水平，模拟利润增长58.6%。

我们预计2011母店零售收入增速接近25%，净利润增速略超过25%。

10月初新开的江苏海门店（占比70%）目前日均流水约为含税30-40万元，而伊酷童由于为新型主题百货业态，需要一段时期的培育，目前日流水较低，为10万元以下。我们预计，海门店今年将实现销售收入2,830万元，而伊酷童销售收入为1,500万元。明年随着逐步成熟，海门店预计实现1.5亿元左右的销售收入，伊酷童接近6,800万元。

今年上半年海门店装修支出 1,080 万元。其总体装修支出约为 5,500 余万元。前 9 个月公司装修费用增加 2,400 万元并纳入长期待摊费用予以摊销。

公司将开办费一次性提取，我们预计两家新店今年亏损 3,000 万元，虽然我们看到母店今年前 9 个月利润较去年同期增加了 2,500 万元，全年预计增加 3,000 万元左右，但两相抵销预计百货业务净利润与去年持平。

我们预计明年随着海门店逐步成熟、伊酷童减亏以及母店的良好增长，百货业务利润得到较快增长。

汽车销售增长明显放缓，东方汽车城明年或可超预期

公司汽车经营今年全力打造无锡新东方汽车城，确立品牌提升策略，攻克中高端品牌，“雷诺”、“梅赛德斯奔驰”、“保时捷”已相继引入。公司加快对周边市场的开发，实现汽车经营的区域扩张发展战略，在宜兴、江阴、苏州等城市积极布点，同时进一步完善跨区域的信息管理体系，强化成本核算意识，规范售前售后的服务管理，但受国家取消相关购车优惠政策、油价上涨、同品牌 4S 店增加等因素影响，销售增长逐渐平缓。目前东方汽车新城首批入驻品牌 4S 店超过 20 家。预计到 2012 年，随着后续工程的陆续完工，东方汽车新城将达到 34 家 4S 店的集群规模。

我们在半年报点评中认为，中低端车下半年仍然存在增速进一步放缓以及毛利率受到挤压的双重压力，所以在公司汽车销售结构短期无法有效改善状况下，我们对今年汽车业务增长不能过分乐观。对此 3 季度已显现出销售疲态，预计 2011 全年汽车业务保持 15% 收入增长，但由于结构短期难以改善，中低端车销售毛利率受到压制，而中高端店新开店投入较大，我们预计汽车 4S 店业务全年利润基本持平。

我们认为从中长期来看，汽车销售业务将成为公司的非常重要的增长级。明年随着公司中高端车在公司汽车销售结构中占比上升以及东方汽车城逐步成熟，公司汽车业务会给公司明年业绩带来惊喜。这是我们对明年业绩期待的亮点。

餐饮稳定增长，超市持平

1 季度公司增持“三凤桥肉庄”至 98.30%，为进一步做大三凤桥老字号食品做充分准备，三凤桥公司加大品牌宣传，加快了销售网络建设，努力拓展外省销售渠道，我们预计 2011 年全年餐饮与食品保持 15% 的稳定增长，但是由于少数股东损益减少导致公司业绩增厚，全年可获得 2,000 万元的权益净利润。百业超市基本保平。

预计全年分红的投资收益为 1,800 万元左右

公司投资的江苏广电信息网络公司 2010 上半年并未分红，今年上半年分红 579 万元。我们预计国联信托和江苏银行分红将在下半年体现。预计全年分红的投资收益为 1,800 万元左右。

公司各项费用压力集中体现

我们可以看到随着多项工程的推进，公司各项费用均出现较大幅度增长，其中总体人员费用上升 30%，租赁和折旧摊销费率也出现上升态势。我们认为公司在东方汽车城未完全投入使用、中高端 4S 店投入较大、伊酷童和海门店新开业状况下费用率上升是正常的，随着这些新店逐步成熟，费用率会出现下降趋势。财务费用由于汽车城对资金需求加大，前 9 个月财务费用由去年同期的 1,900 余万元激增到今年的 3,300 余万元。

公司未来存在的发展机会

我们认为未来 2 年内公司可能会在 4S 店领域加大拓展力度，在夯实无锡东方汽车城并形成具有号召力品牌前提下对江苏其他区域经销商进行购并。百货业态可能会选择合适的项目在苏南以及苏中发达的县级区域内逐步扩张，推进区域连锁。

维持买入评级

我们下调 2011 年短期业绩，但是基本维持 2012-13 年盈利预测，即公司每股收益(均不考虑非经常性损益)0.417、0.625 和 0.764 元。业绩在明年存在较大的弹性。我们下调公司的目标价至 12.00 元/股。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可，我们维持公司**买入**的评级。

图表 2. 公司 3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变动 (%)
主营业务收入	1,458	1,784	22
营业税收及附加	(9)	(15)	74
主营净收入	1,449	1,769	22
主营业务成本	(1,280)	(1,568)	23
毛利润	169	201	19
管理费用	(41)	(56)	36
销售费用	(56)	(83)	50
息税前利润	73	62	(15)
非经常性损益	1	2	209
投资收益	7	1	(90)
净财务费用	(7)	(12)	71
利润总额	74	53	(28)
所得税	(17)	(17)	(0)
税后净利润	56	35	(37)
少数股东损益	(14)	(6)	(55)
归属于股东的净利润	42	29	(31)
扣非净利润	42	27	(35)
扣非每股盈利(元)	0.08	0.05	(33)
盈利能力 (%)			
主营业务毛利率	12.2	12.1	
息税前利润率	5.0	3.5	
税前利润率	5.0	3.0	
净利润率	2.8	1.5	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,522	6,304	7,442	8,752	10,004
销售成本	(4,847)	(5,490)	(6,508)	(7,634)	(8,721)
经营费用	(285)	(317)	(423)	(467)	(524)
息税折旧前利润	390	497	511	652	759
折旧及摊销	(100)	(112)	(118)	(117)	121
经营利润(息税前利润)	290	385	393	535	638
净利息收入(费用)	(25)	(28)	(44)	(46)	(49)
其他收益/(损失)	38	27	18	18	18
税前利润	304	384	368	507	607
所得税	(68)	(95)	(99)	(127)	(152)
少数股东权益	(50)	(64)	(52)	(54)	(57)
净利润	186	224	218	326	399
核心净利润	185	225	218	326	399
每股收益(人民币)	0.356	0.430	0.417	0.625	0.764
核心每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.417	0.625	0.764
每股股息(人民币)	0.108	0.084	0.039	0.086	0.083
收入增长(%)	31	14	18	18	14
息税前利润增长(%)	55	33	2	36	19
息税折旧前利润增长(%)	39	27	3	28	16
每股收益增长(%)	71	21	(3)	50	22
核心每股收益增长(%)	71	21	(3)	50	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	712	811	1,186	1,701	2,271
应收帐款	216	266	304	356	413
库存	372	434	507	600	683
其他流动资产	65	32	47	61	61
流动资产总计	1,364	1,543	2,044	2,717	3,428
固定资产	744	765	888	867	810
无形资产	229	578	574	570	566
其他长期资产	249	270	291	293	293
长期资产总计	1,222	1,613	1,753	1,730	1,669
总资产	2,587	3,156	3,797	4,448	5,097
应付帐款	1,208	1,429	1,683	1,968	2,251
短期债务	219	334	484	494	504
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,427	1,764	2,167	2,462	2,755
长期借款	48	45	48	50	53
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	326	522	522	522	522
储备	575	577	760	1,059	1,413
股东权益	901	1,098	1,282	1,581	1,934
少数股东权益	211	249	300	354	354
总负债及权益	2,587	3,156	3,797	4,448	5,097
每股帐面价值(人民币)	2.76	2.11	2.46	3.03	3.71
每股有形资产(人民币)	2.06	1.00	1.36	1.94	2.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.37)	(0.83)	(1.25)	(2.22)	(3.29)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	304	384	368	507	607
折旧与摊销	100	112	118	117	121
净利息费用	25	28	44	46	49
运营资本变动	175	109	140	141	143
税金	(68)	(95)	(99)	(127)	(152)
其他经营现金流	(74)	(94)	(95)	(100)	(105)
经营活动产生的现金流	462	444	475	583	663
购买固定资产净值	(84)	(452)	(179)	(59)	(106)
投资减少/增加	27	15	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(57)	(437)	(179)	(59)	(106)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(136)	113	153	13	13
支付股息	(44)	(21)	(45)	(44)	(65)
其他融资现金流	(38)	0	(29)	21	67
融资活动产生的现金流	(217)	92	79	(10)	14
现金变动	187	99	375	515	571
期初现金	524	712	811	1,186	1,701
公司自由现金流	410	12	299	527	559
权益自由现金流	244	92	406	491	520

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	7.1	7.9	6.9	7.4	7.6
息税前利润率	5.3	6.1	5.3	6.1	6.4
税前利润率	5.5	6.1	4.9	5.8	6.1
净利率	3.4	3.6	2.9	3.7	4.0
流动性(倍)					
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.1	1.2
利息覆盖率	9.6	11.7	8.5	10.9	12.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0
估值(倍)					
市盈率	20.3	16.8	17.3	11.5	9.4
核心业务市盈率	20.3	16.7	17.3	11.5	9.4
目标价对应核心业务市盈率	33.0	27.2	28.1	18.8	15.3
盈率					
市净率	2.6	3.4	2.9	2.4	1.9
价格/现金流	8.1	8.5	7.9	6.4	5.7
企业价值/息税折旧前利润	5.4	7.2	6.7	4.5	3.2
周转率					
存货周转天数	26.7	26.8	26.4	26.5	23.4
应收帐款周转天数	13.0	13.9	14.0	13.8	14.0
应付帐款周转天数	71.7	76.3	76.3	76.1	77.0
回报率					
股息支付率(%)	19.0	19.6	9.4	13.8	10.9
净资产收益率(%)	22.3	22.4	18.3	22.8	22.7
资产收益率(%)	9.2	10.1	8.3	9.7	10.0
已运用资本收益率(%)	21.7	25.1	20.6	23.4	24.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371