

大商股份 (600694)

买入/维持评级

股价 : RMB41.03

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.hthsc.com.cn

利润表强劲，负债表夯实

相关研究

《惊喜，不仅仅是业绩》-2011/08/10

《策马河南，驰骋中原》-2011/06/23

《麦凯乐扩张，实现双赢》-2011/05/10

《柳岸花明又一春》-2011/04/25

《从趋势到业绩》-2011/03/30

《收购淄博商厦，布局华北店网》

2011/01/19

《再奏凯歌》-2010/10/30

《初显峥嵘》-2010/08/19

《诸神之战》-2010/06/03

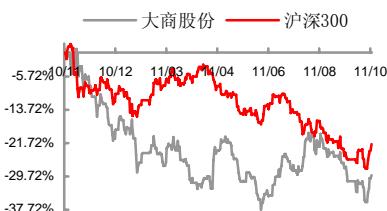
《恐惧与贪婪》-2010/04/30

- 公司今日公告 2011 三季报，1-3Q 收入 227.3 亿元，增长 27.7%，净利润 3.17 亿元或 EPS=1.08，扣非后 EPS=1.06，如不考虑今年报表回溯调整去年业绩，以去年报表经营性业绩为基数，则同比增长 146.5%。
- 公司今年以来不仅继续贯彻进一步扩张的领先战略，其经营精细化和现金流管理大大加强，1-3Q 经营性现金流达惊人的 24.15 亿元，增长 68.2%，资产负债率虽达 71.15%，但计息负债率从去年初的 21.56% 快速降至 13.05%，且公司开始积极还贷，为扩张提供资金保障。
- 公司今年前三季度业绩波动性明显较以往下降，且大多超市场预期，这一方面是公司前几年门店扩张逐渐扭亏、整体盈利改善的原因，另一方面也是公司集团改制、治理结构优化的结果。回顾我们过去对公司的诸多预期：包括业绩快速增长、经营透明化、对资本市场日益重视、投资者关系改善等均开始兑现。
- 3Q 单季公司收入增速 23.3%，虽环比下降，但这一增速仍位居行业前列，与竞争对手收入绝对额进一步拉大。公司不遗余力的扩张及收入持续高增长是我们最为认可和看中的，因外延扩张是零售公司业绩增长的本质来源。
- 1-3Q 公司毛利率 18.48%，同比下降 1.1 个百分点，主要由于毛利率较低的河南区域收入快速增长；前几年新开门店逐步扭亏，收入增长导致费用率下滑，管理+销售费用率下降 1.41 个百分点，另公司还贷导致财务费用率下降 0.15 个百分点；最终营业利润率上升 0.41 个百分点。
- 公司未来发展战略清晰：一方面通过适度重资产模式推进外延扩张，保证未来几年 20-25% 左右收入复合增长率；另一方面充分借助资本市场，推进再融资助力扩张以及公司高管的激励。我们按保守的测算，如此战略顺利，则 2014 年公司收入即超过 500 亿元，其中纯百货业态超过 300 亿。
- 维持 2011/2012 年 EPS 预测 1.4/2.0，建议投资者关注催化剂事件如再融资推进进程等。大商股份仍是我们最看好的零售公司，维持买入评级。
- 风险提示：通胀压力；激励缺失束缚企业发展等。

基础数据

总股本 (百万股)	294
流通 A 股 (百万股)	294
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	12,051

最近 52 周股价走势图

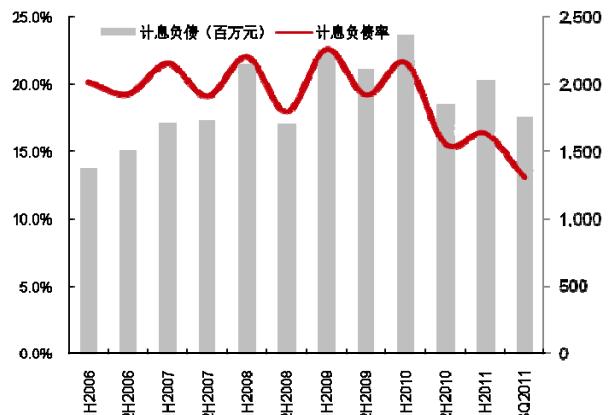


资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	24343.5	30185.9	36947.5	44736.1
(+/-%)	15.0	24.0	22.4	21.1
归属母公司净利润(百万元)	121.8	415.5	594.7	831.1
(+/-%)	204.8	237.8	43.1	39.8
EPS(元)	0.41	1.40	2.00	2.80
P/E(倍)	99.0	29.3	20.5	14.6

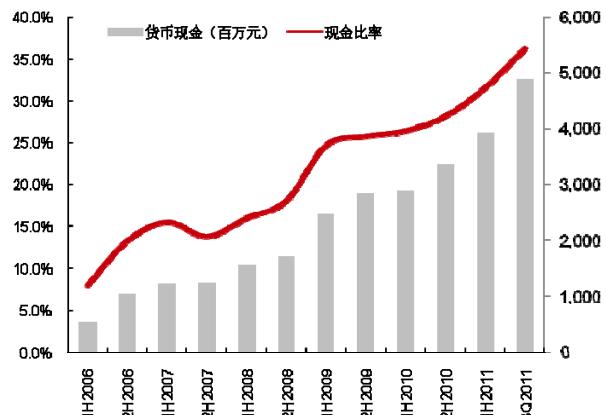
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

图 1: 公司计息负债率



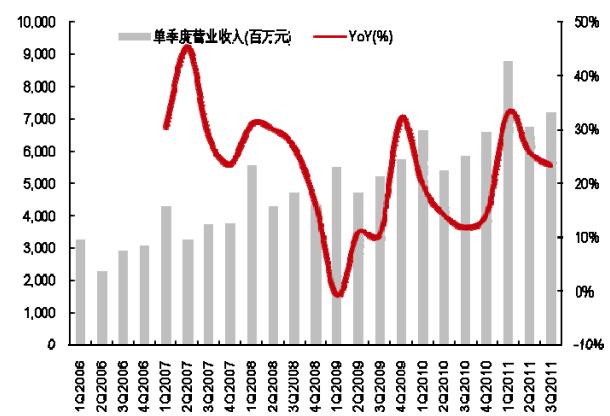
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 2: 公司现金比率



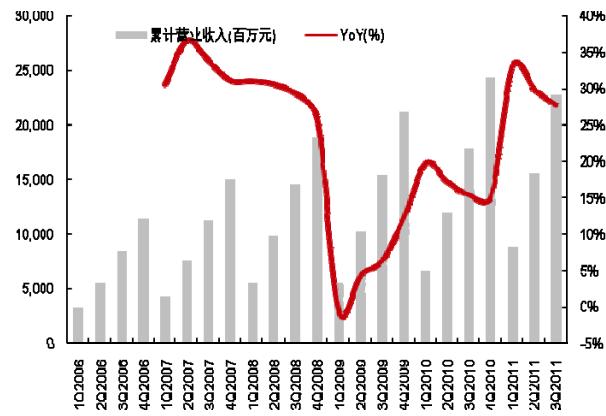
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 3: 公司季度收入增速变化



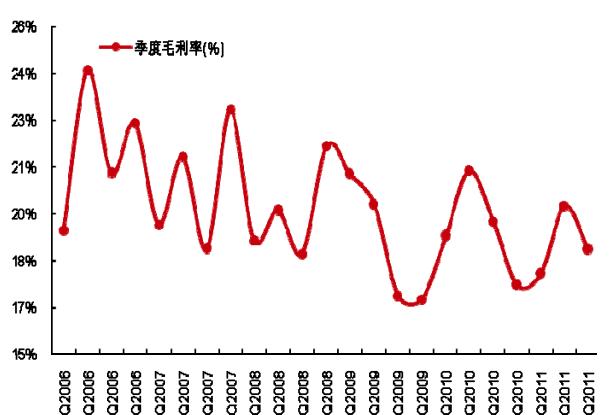
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 4: 公司季度累计收入增速变化



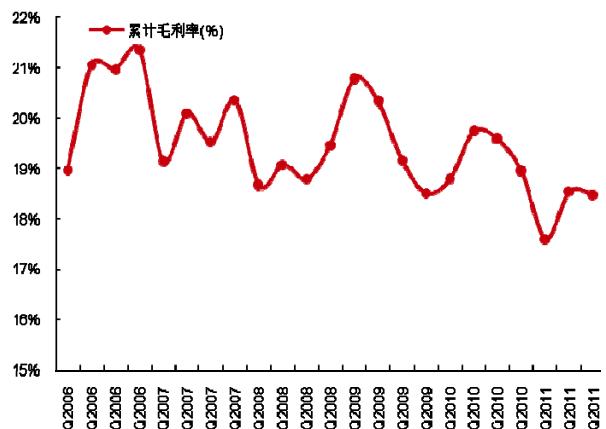
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 5: 公司季度毛利率变化



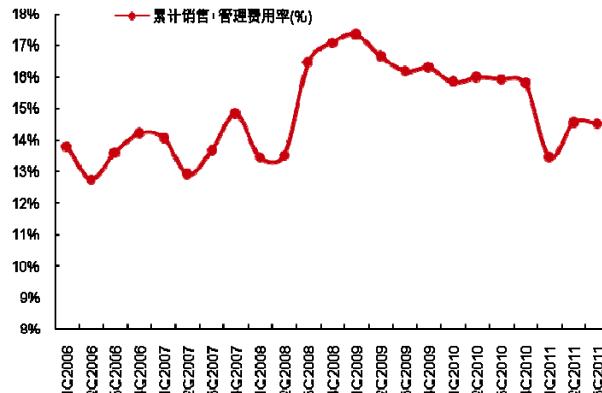
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 6: 公司季度累计毛利率变化



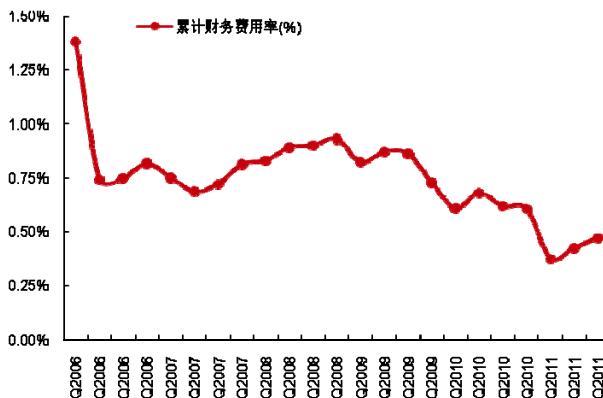
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 7：公司季度累计销售+管理费用率



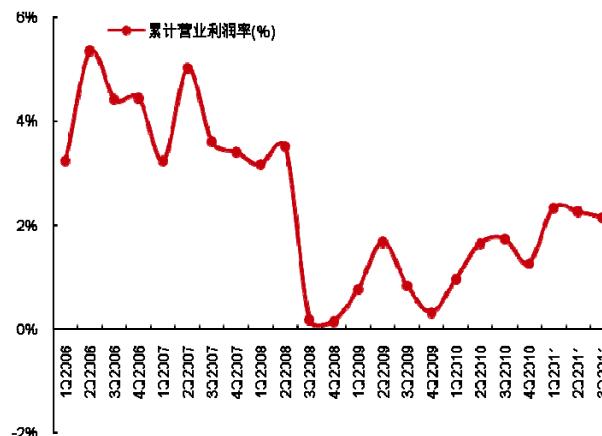
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8：公司季度累计财务费用率



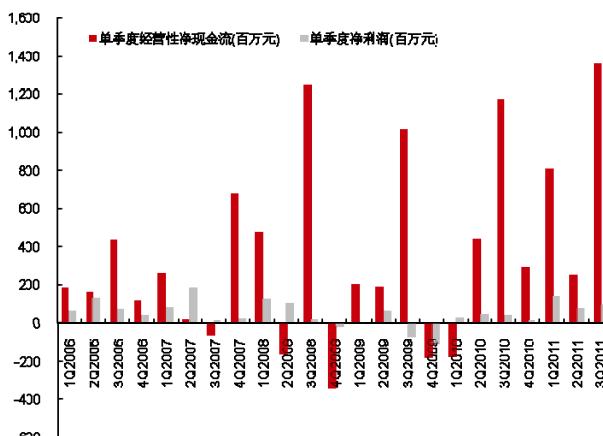
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9：公司季度累计营业利润率



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 10：公司季度经营性现金流和净利润



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

通胀压力；激励缺失束缚企业发展等

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5,871	8,040	9,572	12,062	营业收入	24,343	30,186	36,948	44,736
现金	3,361	6,037	7,390	9,551	营业成本	19,732	24,665	30,053	36,330
应收账款	159	57	35	42	营业税金及附加	261	317	388	474
其他应收款	579	574	623	626	营业费用	1,500	1,811	2,136	2,505
预付账款	331	370	451	545	管理费用	2,341	2,717	3,517	4,290
存货	1,442	972	1,036	1,252	财务费用	148	98	40	(19)
其他流动资产	0	30	37	45	资产减值损失	51	(2)	27	64
非流动资产	6,046	6,245	6,426	6,490	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	投资净收益	(2)	1	0	0
固定资产	3,919	3,873	3,946	3,966	营业利润	309	581	787	1,091
无形资产	1,023	1,080	1,153	1,221	营业外收入	78	25	25	25
其他非流动资	1,083	1,271	1,307	1,283	营业外支出	74	12	8	8
资产总计	11,917	14,285	15,998	18,552	利润总额	313	594	804	1,108
流动负债	7,394	9,346	10,464	12,187	所得税	210	178	209	277
短期借款	645	1,457	835	300	净利润	103	415	595	831
应付账款	2,581	3,700	4,508	5,450	少数股东损益	(19)	4	6	8
其他流动负债	4,168	4,189	5,122	6,438	归属母公司净利	122	411	589	823
非流动负债	1,326	1,326	1,326	1,326	EBITDA	1,028	1,334	1,525	1,689
长期借款	1,067	1,067	1,067	1,067	EPS (元)	0.41	1.40	2.00	2.80
其他非流动负	259	259	259	259					
负债合计	8,720	10,672	11,791	13,514					
少数股东权益	(68)	(64)	(58)	(49)					
股本	294	294	294	294					
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454					
留存收益	1,517	1,929	2,517	3,340					
归属母公司股	3,197	3,613	4,208	5,039					
负债和股东权	11,917	14,285	15,998	18,552					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	1730	2632	2755	3397	成长能力				
净利润	122	411	589	823	营业收入	15%	24%	22%	21%
折旧摊销	122	411	589	823	营业利润	350%	88%	35%	39%
财务费用	148	98	40	(19)	归属母公司净利	-205%	238%	43%	40%
投资损失	2	(1)	0	0	获利能力				
营运资金变动	943	1650	1535	1865	毛利率(%)	19%	18%	19%	19%
其他经营现金	393	62	2	(94)	净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	1%
投资活动现金	(807)	(669)	(740)	(720)	ROE(%)	4%	11%	14%	16%
资本支出	(425)	(670)	(740)	(720)	ROIC(%)				
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	(1232)	(1339)	(1480)	(1440)	资产负债率(%)	73%	75%	74%	73%
筹资活动现金	(447)	713	(663)	(515)	净负债比率(%)				
短期借款	0	812	(623)	(535)	流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
其他筹资现金	(447)	(98)	(40)	19	应收账款周转率	53.4	69.9	199.8	288.3
现金净增加额	473	2676	1352	2162	应付账款周转率	2.0	2.0	1.8	1.8

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 ±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.hthsc.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.hthsc.com.cn

免责申明

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投资目标或财务状况；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。