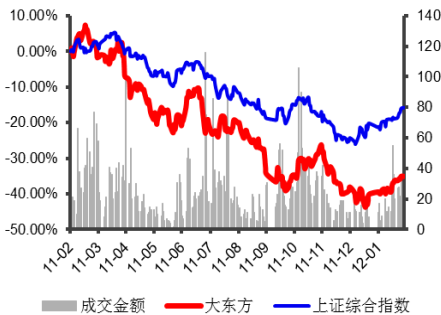


2012年2月28日

大东方（600327）2011 年年报点评

评级：谨慎推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

商业零售小组

朱乐婷

执业证书编号：S0590210040005

联系人：

沈燕

电话：0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

公司发布 2011 年年报，报告期内公司实现营业收入 70.94 亿元，同比增长 11.81%；归属于上市公司股东的净利润 2.07 亿元，同比下降 7.61%；每股收益 0.397 元。

点评：

- **汽车业务拖累收入增速，新开百货门店拖累利润增速。**公司百货业务收入增速 25.02%，保持较快的增长，但是由于汽车业务收入增速仅 5.21%，且汽车收入占比为 58.64%，所以拖累了公司全年的收入增长。从控股公司的盈利情况来看，公司净利润略有下降主要是因为 11 年新开的两个百货门店（海门店和伊酷童）带来了 3500 万的亏损，若剔除这两个门店带来的损失，控股各公司净利润同比上升 25.98%。我们认为这是公司外延扩张中正常的业绩下滑，随着新开门店经营情况的好转，公司的业绩也将回归到正常的增长水平。
- **公司整体毛利率略有上升，但期间费用率明显上升导致净利率有所下降。**公司整体毛利率从去年同期的 13.47% 上升为报告期的 14.02%，主要是因为汽车后服务收入占比的提升使得汽车业务毛利率从去年的 7.96% 提升至 8.52%。但是由于报告期公司新开两家百货店、一家电器店以及汽车新城的建设和搬迁，导致工资、折旧摊销、广告宣传等费用大幅增加，期间费用的增长幅度超过 25%，所以在毛利率略有上升的情况下，公司净利率仍有所下降。
- **短期给予“谨慎推荐”的评级。**我们长期看好公司汽车业务在无锡地区较高的市场占有率带来的后服务提升空间，近两年陆续引入高端品牌也将成为公司未来业绩爆发的因素。但是考虑到 12 年汽车行业景气度不高将影响公司汽车业务的增长；而百货新开的门店仍处于培育期会带来一定亏损，我们对公司 12 年的业绩保持谨慎，给予公司 12-14 年 EPS 为 0.40 元、0.59 元、0.73 元，短期

给予“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：**公司新开门店培育期较长；汽车高端品牌收入增长及后服务收入增长低于预期。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	703	800	900	1043	营业收入	7094	8265	9936	11725
应收款项	147	113	136	161	营业成本	6099	7117	8557	10098
存货净额	772	680	700	826	营业税金及附加	57	62	75	88
其他流动资产	327	331	348	352	销售费用	242	286	306	352
流动资产合计	1950	1925	2085	2383	管理费用	348	439	476	549
固定资产	903	1213	1398	1563	财务费用	51	42	41	37
无形资产及其他	539	518	496	475	投资收益	19	20	20	20
投资性房地产	349	349	349	349	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	222	222	222	222	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3962	4226	4549	4991	营业利润	318	339	502	621
短期借款及交易性金融负债	670	723	665	600	营业外净收支	41	0	0	0
应付款项	765	777	933	1102	利润总额	359	339	502	621
其他流动负债	1097	1169	1206	1312	所得税费用	102	85	125	155
流动负债合计	2532	2669	2804	3013	少数股东损益	50	47	69	86
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	207	208	307	380
其他长期负债	44	44	44	44					
长期负债合计	44	44	44	44	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2577	2713	2849	3058	净利润	207	208	307	380
少数股东权益	225	249	283	326	资产减值准备	(5)	(1)	(0)	(0)
股东权益	1160	1264	1417	1607	折旧摊销	118	112	137	157
负债和股东权益总计	3962	4226	4549	4991	公允价值变动损失	(1)	0	0	0
					财务费用	51	42	41	37
关键财务与估值指标					营运资本变动	(223)	205	133	119
每股收益	0.40	0.40	0.59	0.73	其它	25	24	35	43
每股红利	0.23	0.20	0.29	0.36	经营活动现金流	121	548	612	698
每股净资产	2.22	2.42	2.72	3.08	资本开支	(360)	(400)	(300)	(300)
ROIC	16%	15%	20%	22%	其它投资现金流	(1)	0	0	0
ROE	18%	16%	22%	24%	投资活动现金流	(365)	(400)	(300)	(300)
毛利率	14%	14%	14%	14%	权益性融资	17	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	7%	7%	支付股利、利息	(122)	(104)	(153)	(190)
收入增长	12%	17%	20%	18%	其它融资现金流	363	53	(58)	(65)
净利润增长率	-8%	0%	48%	24%	融资活动现金流	135	(50)	(212)	(255)
资产负债率	71%	70%	69%	68%	现金净变动	(108)	97	100	143
息率	3.1%	2.6%	3.9%	4.8%	货币资金的期初余额	811	703	800	900
P/E	19.1	19.0	12.9	10.4	货币资金的期末余额	703	800	900	1043
P/B	3.4	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	(216)	188	362	454
EV/EBITDA	14.0	14.1	10.3	8.8	权益自由现金流	146	209	273	361

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。