

平稳发展中的结构化亮点厚积薄发

——大东方（600327）调研快报

2011年7月11日

推荐/维持

大东方

调研快报

刘家伟	执业证书编号 S1480510120001
联系人: 高坤	gaokun@dxzq.net.cn 010-66554016

事件:

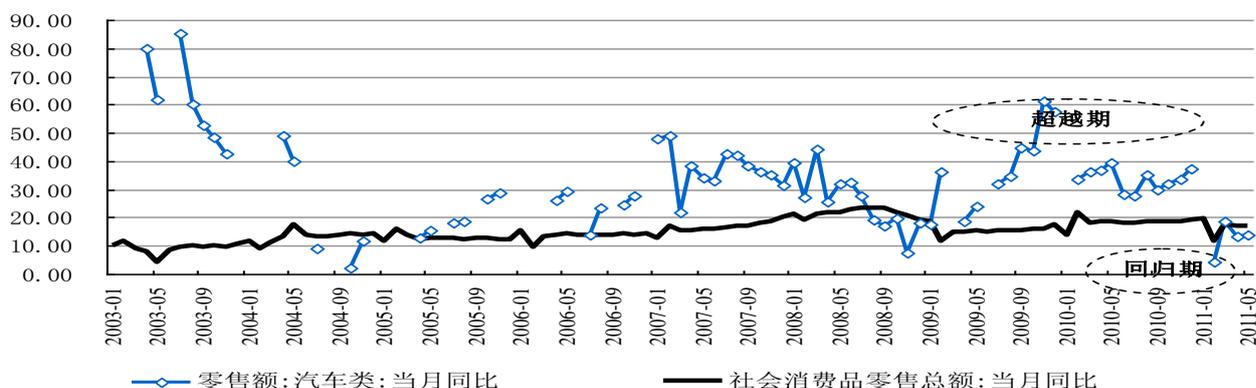
近日,我们对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

1. 汽车业务平稳前行。

汽车行业经历过 2009 年 50%、2010 年 30% 的高速增长长期后,已经逐步回归到略高于 GDP 增速的稳定水平。公司汽车业务收入占比 60%, 利润贡献约 50% 左右。1-5 月的平均销售增速在 10% 左右的行业平均水平, 其中二季度略有回落。未来的销售增长主要是通过三线城市、县域地区的下沉(不排除收购)来实现, 而盈利能力的提升一方面是通过提高高端甚至是奢侈品品牌线比例提升前端售车盈利; 另一方面则是依托旗下两大 4S 品牌授权辐射范围的增加而提升的后服务比例。

从外延和内涵两大增长要是具体来看: 就外延增速而言, 公司在 09-19 年开设了 11 家高端 4S 店, 已经成功渗透至江阴、吴中等县级地区, 基于江苏省整体较为发达的县域经济水平, 三线城市的市场空间依然很大, 而竞争对手主要为当地分散的个体企业。整车制造商基于自身经销体系的整体布局, 对下游经销商的选择中, 品牌影响力、外延资源整合力是首要的考量指标。新纪元和东方两大品牌的市场份额引致的区域垄断性和核心-外围辐射力都为这两大指标提供了保证。预计今年全年汽车销售增长在 18% 左右, 考虑到新汽车消费政策出台的预期, 弹性空间的上限有望提升至 20-25% 的区间范围。

图 1: 汽车销售增长趋势图



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

就盈利能力提升的空间而言, 盈利的两个增长极即新车销售结构提升和后服务拓展方面, 目前的高端车占比仅为 10% 左右, 而后服务的毛利率水平虽然高达 30-40%, 但基于较小的占比, 其对利润的贡献将是循序渐进的过程。从欧美等发达国家的发展轨迹来看, 新车销售的利润率长期来看必然是呈现整体下滑的态势, 盈利的空间主要取决于品牌结构的升级。公司除了现有的斯巴鲁、雷克萨斯、沃尔沃等高端车型, 正在积极开

拓其他高端产品线的授权，按照 2-3 年培育期的市场规律，前两年新开高端店的利润爆发期可能集中在 2012-2014 三年。而汽车后服务的发展不仅仅局限于维修、保养、美容、清洗、年检、后续保险、防盗、二手车交易等多产业链各环节，汽车运动竞技、汽车休闲娱乐、汽车俱乐部、汽车展会等软服务都会形成新的巨大市场潜力。我们预计公司今年的毛利率依然维持 7-8% 的稳定水平。

2. 百货业务转向投入拓展期。

公司百货业态以今年为起点，脱离了多年单体百货的局限性，转入了稳步拓展的投入期，虽然短期内会对业绩造成一定压力，但有利于公司进一步巩固无锡及周边地区的中高端市场份额，未来的外延战略将仍以稳健作为主基调。

- 在明码标价和预收卡两大限制性政策出台的背景下，公司虽然卡销售占比在 30% 左右的比例，主力门店大东方百货的增长基本维持在 10% 以上的同店水平，没有受到明显影响；根据我们实地调研情况也没有整体性、大规模的促销活动。

- 大东方伊酷童已于 6 月 3 日正式开业，采取租金+扣点的盈利模式，童装的扣点水平相对于成人服饰较高，但一定程度上被开业初期的租金优惠政策所抵消，目前客流量高峰主要集中在周末，预计培育期为 2-3 年。

- 海门大东方百货无疑是今年的重中之重，与文峰同处一个核心地段，但依托大东方的招商优势，中高端的定位层级将与文峰形成错位。目前招商已经完成 60-70%，化妆品会有个别国际二线品牌进驻，预计今年年底前开业，培育期也在 3 年左右。而完整的商业配套将使得 3.6 万平米的体量呈现小型综合体的模式，除去自有的电器店，尚未确定的超市业态和大世界影院，百货面积将介于 2 万-3 万之间。海门成熟商圈作为公司首站异地扩张的孵化器，有助于招商扣点的议价能力和未来租金收入的空间拓展。

3. 三大辅助业务仍以配套为主。

电器门店继原有的 3 家门店后，今年在江阴新开了一家单体店，在苏宁国美等家电龙头渠道下沉加速的背景下，凭借本土化优势的县域经济拓展或将是进可攻退可守的战略之一；超市业务鉴于人员调整的压力暂时没有剥离的计划，未来的外延还是主要采取跟随百货的扩张；三凤桥肉庄股权收回对全年的业绩影响较小，也是维持 10% 左右的自然增长。

结论：

从更长期的角度看，汽车、百货两大业务的双轮驱动侧重点有所不同，前者在回归平稳期后，将主要体现为利润贡献比例的提升，而后者在多年的沉寂后或在量增的外延拓展上有所建树。而从价与量的空间来看，我国在后服务方面的占比仅为 12%，相对于国外还有将近 3 倍的发展空间，高铁建设带来的三线城市经济、消费升级也为高端车型增加了新的增长极；江苏全省共有 13 个地级市，54 个市辖区、27 个县级市，目前市场份额较大的文峰股份除南通外，只进入泰州、靖江等市，市场空间依然很大。

公司百货异地扩张序幕的掀开和主题百货的初次探索有效突破了现有单体店的发展瓶颈，构成了厚积薄发的基石；汽车 4S 店渠道网络的铺设也在与汽车厂商不断的博弈中，获得了结构性盈利的主动权。我们预计 2011-2012 年公司 EPS 分别为 0.53 元和 0.63 元，对应 PE 分别为 19 倍和 16 倍，具有一定的估值优势。综合考虑到汽车消费政策放松预期的催化剂因素，给予 6 个月目标价 12 元，对应 PE 为 23 倍，距当前价格仍有 14% 的涨幅，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：

- 1、百货外延扩张带来的地价上涨、违约、选址等经营风险。
- 2、汽车业务的拓展面临行业增速下降及相关政策调整等不确定性因素的影响。

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

高坤

产业经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。