

大东方 (600327)

汽车业务拉业绩后腿

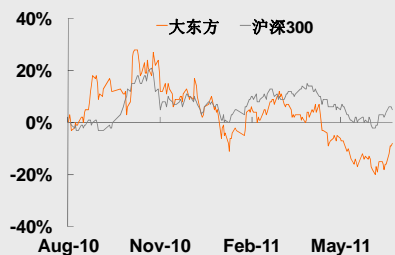
推荐 (维持)

现价: 9.1 元

主要数据

行业	批发零售
公司网址	www.eastall.com
大股东/持股	无锡商厦集团 /43.16%
实际控制人/持股	王均瑶/10.01%
总股本(百万股)	522
流通 A 股(百万股)	522
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	46.43
流通 A 股市值(亿元)	46.43
每股净资产(元)	2.07
资产负债率(%)	59.8

行情走势图



相关研究报告

调研快报: 一体变宽 两翼变大 2011年4月8日

证券分析师

聂秀欣 S1060511010019
010-66299565
niexiuxin001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

2011H1, 公司实现营业收入 34.4 亿元, 同比增长 13.5%; 扣除非经常性损益后归属母公司净利润 1.27 亿元, 同比增长 4.74%, 实现每股收益 0.25 元。

■ 汽车销售及服务业务拉低收入增速:

公司上半年收入增长 13.5%, 低于无锡市社消增速 17.4%, 也低于全国社消增速 16.8%。原因在于, 公司销售结构中占比 57.0% 的汽车销售及服务营收增长 9.7%。营收中占比 36.9% 的百货零售增长 21.3%, 表现较佳。

■ 盈利结构中百货及食品占比提升:

在“一体两翼”主营业务中, 百货零售在毛利结构中的占比较 2010 年末提升了 2.6 个百分点至 49.0%, 汽车销售及服务下降了 1.6 个百分点至 35.2%, 食品提升了 0.9 个百分点至 7.2%。考虑汽车销售市场低迷, 预计下半年这种趋势仍会延续。毛利率方面值得注意的是, 近年汽车业务毛利率缓步提升, 由 2006 年的 5.4% 提高到 2010 年的 8%, 2011H1 进一步提高至 9.1%, 我们估计这是毛利率较高的汽车后服务业务在上半年占比继续缓慢提升的结果。

■ 人工成本涨幅高于营收涨幅导致期间费用率有所提高:

公司在 A 股百货中以管理效率著称, 在期间费用率控制方面卓有成效, 2011H1, 源于人工成本上涨 30.2%、租赁和折旧费用上涨 17.6%、广告宣传费上涨 30.9% 等原因, 期间费用率同比提高 0.9 个百分点至 8.2%, 分季度看, 二季度为 8.9%, 接近 08 年以来单季度高点。

■ 维持“推荐”评级:

百货业务在单店的基础上, 开始走连锁道路, 大东方伊酷童已于 6 月营业, 海门大东方百货预计下半年开业, 预计扩张在两年以后才会贡献业绩。汽车后服务业务的增加是长期缓慢的过程, 而销量受汽车行业整体低迷影响, 不会有超预期表现。因此, 预计 2011~2012 年业绩较为平稳, 维持 0.51、0.61 元的盈利预测, 目前对应 PE17.8 倍、14.9 倍, 估值较为吸引。

■ 风险提示: 新店进程慢于预期、汽车城搬迁影响业绩。

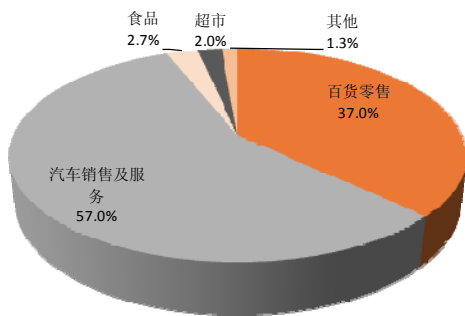
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,258	5,559	6,345	7,167	7,890
YoY(%)	27.3	30.6	14.1	13.0	10.1
净利润(百万元)	108	187	224	265	319
YoY(%)	29.0	72.7	19.8	18.0	20.5
毛利率(%)	13.1	12.8	13.5	13.5	14.1
净利率(%)	2.5	3.4	3.5	3.7	4.0
ROE(%)	14.2	20.8	20.4	20.2	20.5
EPS(摊薄/元)	0.21	0.36	0.42	0.51	0.61
P/E(倍)	42.8	24.8	20.7	17.6	14.6
P/B(倍)	6.1	5.2	4.2	3.5	3.0

图表1 中报主要指标解读：汽车业务拉低收入和业绩 单位：万元、元、%

	2010Q2	2011Q2	QoQ	2010H1	2011H1	HoH	解读
营业收入	140,222	158,586	13.1%	302,879	343,670	13.5%	被占 57% 的汽车业务拉低，增速低于无锡市社 消增速：百货零售增长 21.3%，汽车销售及服务 增长 9.7%，食品增长 13.5%。 Q2 比 Q1 略降 0.3 个百分点。
营业成本	121,063	135,363	11.8%	258,874	292,880	13.1%	
毛利率	13.7%	14.6%		14.5%	14.8%		
营业税金及附加	729	1,207	65.6%	1,759	2,470	40.4%	
销售费用	3,547	5,428	53.0%	8,115	9,980	23.0%	职工薪酬同比增加 23.5%，广告宣传费上涨 30.9%
管理费用	5,744	7,424	29.2%	12,890	16,231	25.9%	职工薪酬同比增加 42.3%，租赁和折旧增加 17.6%。
财务费用	662	1,189	79.6%	1,233	2,125	72.4%	短期借款增加，母公司增加 1 亿元，子公司东 方汽车公司增加 5420 万。
资产减值损失	-1	22		83	-259		
公允价值变动净 收益	-2	-4	140.2%	-2	-7.96	357.5%	
投资净收益	221	660	198.5%	375	901	140.5%	
营业利润	8,697	8,610	-1.0%	20,298	21,136	4.1%	
营业外收入	148	1,356	816.0%	199	1,494	650.5%	处置固定资产利得 1266 万元。
营业外支出	178	237	32.8%	227	294	29.2%	
利润总额	8,667	9,729	12.3%	20,270	22,336	10.2%	
所得税	2,026	2,410	18.9%	5,122	6,140	19.9%	
净利润	6,641	7,319	10.2%	15,148	16,197	6.9%	
少数股东损益	1,344	1,449	7.8%	3,026	2,948	-2.6%	
归属于母公司所 有者的净利润	5,297	5,870	10.8%	12,123	13,249	9.3%	
净利率	3.78%	3.70%		4.00%	3.86%		
基本每股收益	0.10	0.11	9.0%	0.23	0.25	7.8%	

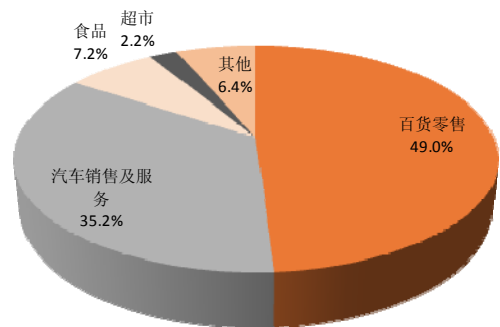
资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表2 2011H1收入中汽车业务占比最大：57.0%



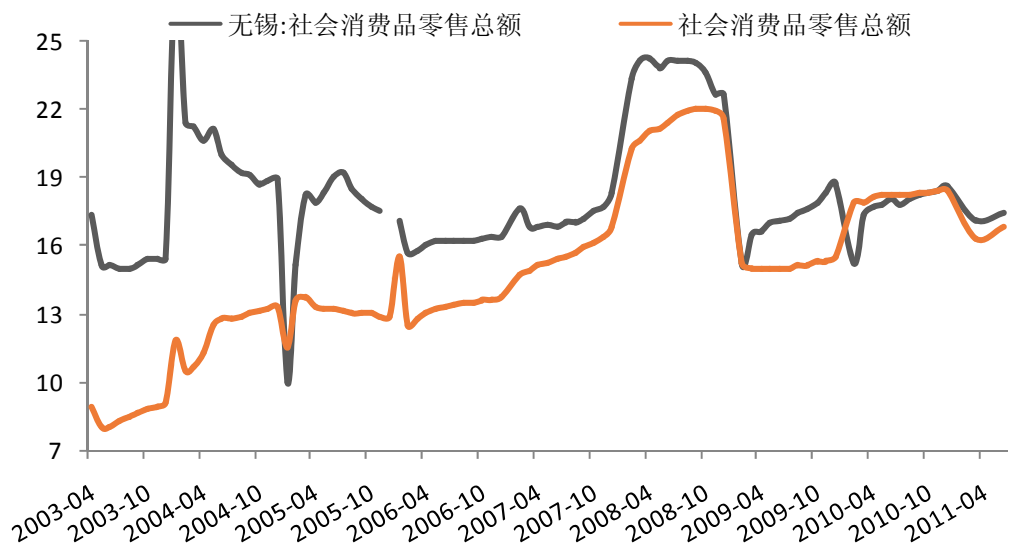
资料来源：平安证券研究所整理

图表3 2011H1主营毛利中百货零售占比最大：49.0%



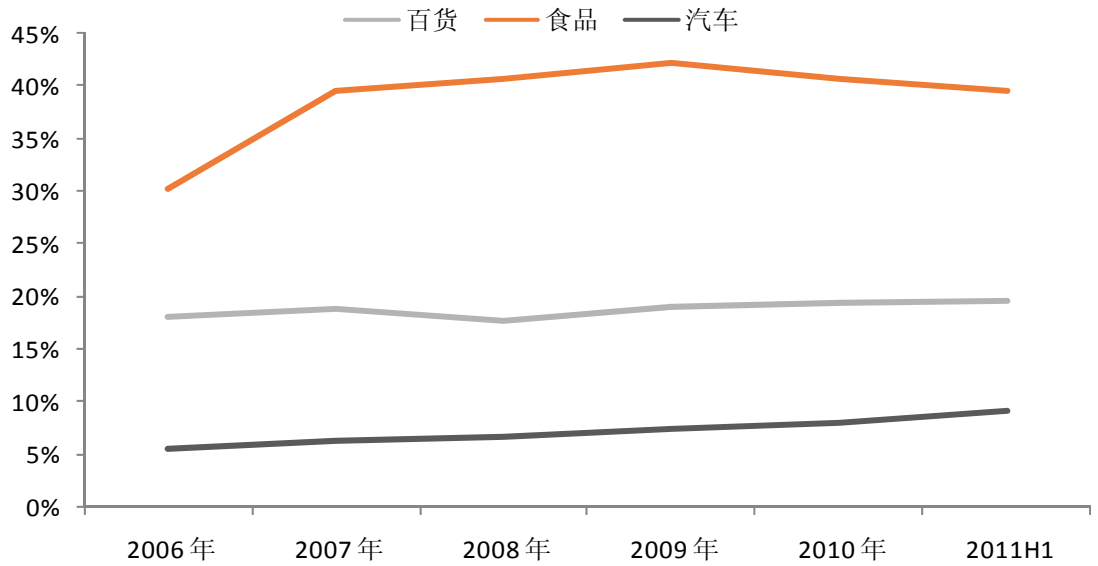
资料来源：平安证券研究所整理

图表4 2011年H1无锡社消增速高于全国增速0.6个百分点 单位：%



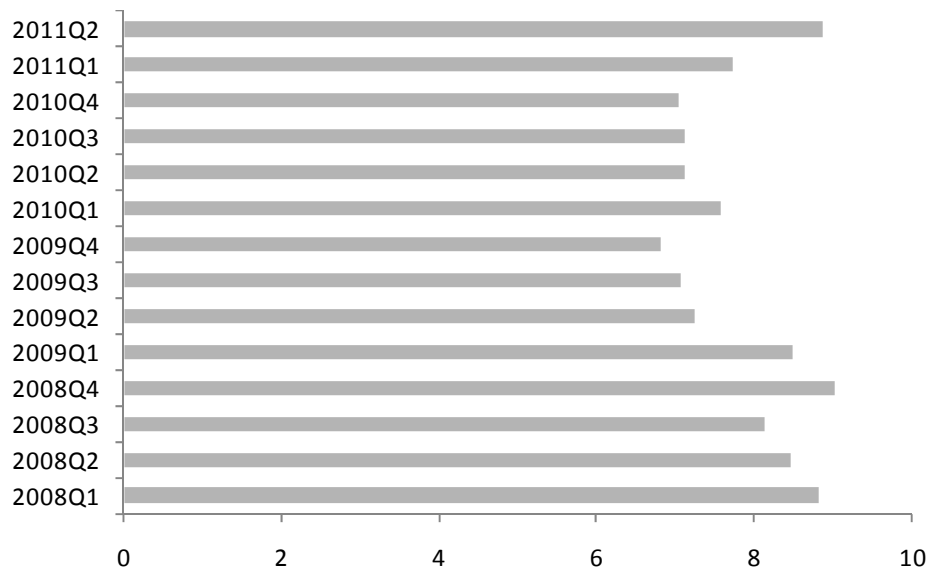
资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表5 汽车销售及服务毛利率缓步提升 单位：%



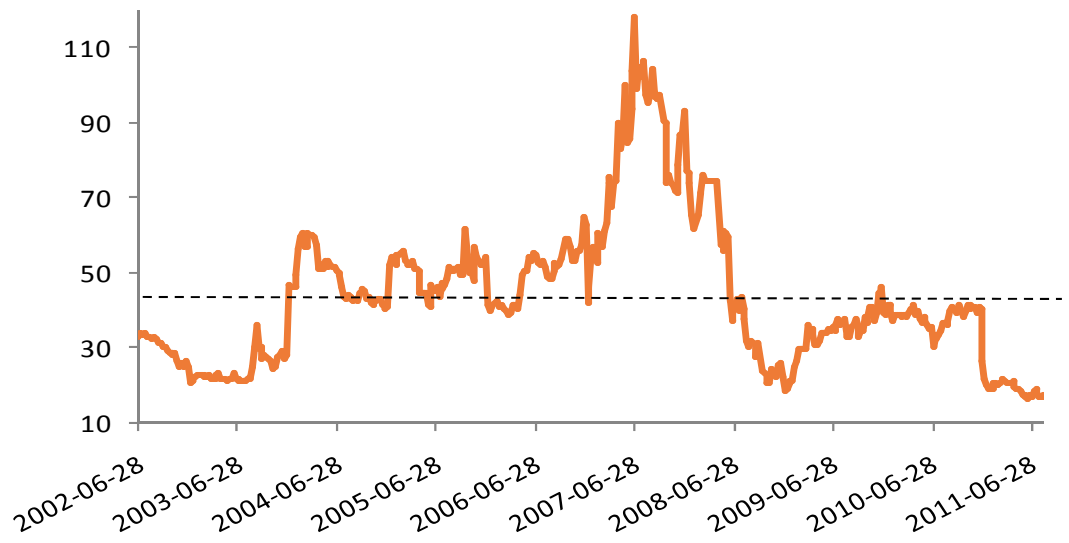
资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表6 2011Q2期间费用率环比增加1.8个百分点 单位：%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表7 公司历史及2011年wind平均预测PE变化情况 倍



资料来源: wind、平安证券研究所

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	1364	1543	1782	1934
现金	712	811	942	1021
应收账款	39	56	60	66
其他应收款	65	32	50	55
预付账款	177	209	231	254
存货	372	434	498	538
其他流动资产	0	1	0	0
非流动资产	1222	1613	1926	2175
长期投资	210	218	214	215
固定资产	606	598	774	789
无形资产	196	544	703	890
其他非流动资产	211	252	236	281
资产总计	2587	3156	3709	4109
流动负债	1427	1764	2052	2151
短期借款	219	334	499	472
应付账款	298	315	386	410
其他流动负债	910	1114	1168	1269
非流动负债	48	45	46	46
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	48	45	46	46
负债合计	1474	1809	2099	2196
少数股东 权益	211	249	299	360
股本	326	522	522	522
资本公积	151	146	146	146
留存收益	425	430	643	885
归属母公司股东权益	901	1098	1311	1553
负债和股东权益	2587	3156	3709	4109

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	480	444	405	551
净利润	238	289	315	380
折旧摊销	100	112	91	109
财务费用	25	28	27	31
投资损失	-41	-26	-31	-29
营运资金变动	169	52	-1	60
其他经营现金流	-10	-10	4	1
投资活动现金流	-67	-469	-377	-328
资本支出	94	484	230	150
长期投资	-7	-21	-1	0
其他投资现金流	19	-6	-147	-178
筹资活动现金流	-225	124	103	-144
短期借款	-36	116	164	-27
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	196	0	0
资本公积增加	-0	-4	0	0
其他筹资现金流	-189	-183	-62	-117
现金净增加额	187	99	131	79

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	5559	6345	7167	7890
营业成本	4847	5490	6203	6780
营业税金及附加	35	41	46	50
营业费用	159	178	215	237
管理费用	226	251	286	314
财务费用	25	28	27	31
资产减值损失	1	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	41	26	31	29
营业利润	307	380	419	505
营业外收入	4	8	6	7
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	305	384	420	506
所得税	68	95	105	127
净利润	238	289	315	380
少数股东损益	50	64	50	61
归属母公司净利润	187	224	265	319
EBITDA	432	520	536	645
EPS (元)	0.57	0.43	0.51	0.61

主要财务指标

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入 (%)	30.6%	14.1%	13.0%	10.1%
营业利润 (%)	74.3%	23.8%	10.2%	20.5%
归属母公司股东权益 (%)	72.7%	19.8%	18.0%	20.5%
获利能力				
毛利率 (%)	12.8%	13.5%	13.5%	14.1%
净利率 (%)	1.2%	1.3%	2.9%	3.4%
ROE(%)	20.8%	20.4%	20.2%	20.5%
ROIC(%)	87.9%	55.5%	38.5%	38.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	57.0%	57.3%	56.6%	53.5%
净负债比率 (%)	14.82%	18.48%	24.58%	21.87%
流动比率	0.96	0.88	0.87	0.90
速动比率	0.70	0.63	0.63	0.65
营运能力				
总资产周转率	2.27	2.21	2.09	2.02
应收账款周转率	135	134	123	125
应付账款周转率	16.48	17.91	17.69	17.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.43	0.51	0.61
每股经营现金流	0.92	0.85	0.78	1.06
每股净资产	1.73	2.11	2.51	2.98
估值比率				
P/E	24.8	20.7	17.6	14.6
P/B	5.2	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	9	8	8	6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257