

2012 年 4 月 9 日

张露

[zhanglu@e-capital.com.cn](mailto:zhanglu@e-capital.com.cn)

目标价(元)

37

## 公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2012/4/9)	29.24
上证综合指数(2012/4/9)	2285.78
股价 12 个月高/低	47/25.62
总发行股数 (百万)	293.72
A 股数 (百万)	293.72
A 市值 (亿元)	85.88
主要股东	大连大商国际有限公司(08.80%)
每股净值 (元)	12.05
股价/账面净值	2.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.53 -1.48 -25.94

## 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-10-31	41.03	买入

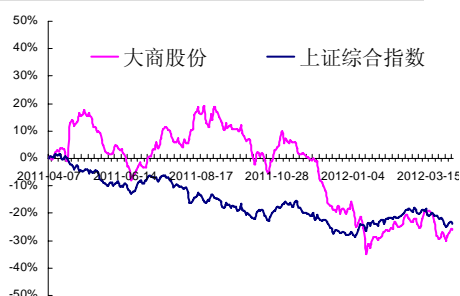
## 产品组合

百货	58.6%
超市	19.5%
家电连锁	13.2%

## 机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	4.16%
基金	44.48%
券商集合理财	1.8%
一般法人	17.34%

## 股价相对大盘走势



# 大商股份(600694.SH)

Buy (买入)

## 资产减值损失拖累业绩，期待治理改善带来业绩增长

公司 2011 年业绩大幅增长，但是 4 季度由于计提了资产减值损失以及行业下滑和新开门店影响而出现亏损。未来公司治理的改善是有望带来业绩释放，且自有物业较多能够带来较高的安全边界。

## 结论与建议：

■ **2011 年业绩：**公司 2011 年实现营业收入 304.03 亿元，同比增长 24.9%，实现归属上市公司股东净利润 2.73 亿元，同比增长 124.83%，实现每股收益 0.93 元。公司 4Q 针对收购淄博商厦计提了商誉减值及部分坏账损失合计 6165 万元，扣除该部分影响全年净利润 3.35 亿元，YOY 增长 175%，低于我们的预期约 8%。4Q 单季公司实现营收 76.75 亿元，YOY 增长 17.3%，单季亏损 4300 万元，扣除资产减值损失的影响公司净利润 1865 万元。

■ **业绩增长原因：**前三季度公司在营收大幅增长的同时实现了费用的控制，净利润增长 187%，为全年净利润大幅增长打下基础。公司利润不如预期的原因一方面 4Q 行业整体下滑对公司产生了一定程度的影响；另一方面 9-12 月公司新开百货门店 7 家，营业面积合计增加了 25.8 万平米，虽然 4Q 毛利率提高了 1.7 个百分点至 18.9%，但是新开门店造成营业和管理费用合计提高了 1.7 个百分点至 17%，对公司业绩产生不利影响。

■ **2011 新店开业较多：**大商股份目前仍然是在国内规模最大的百货业上市公司之一，共拥有百货门店超过 80 家，同时拥有超市和家电连锁业务。公司 1 月收购了淄博商厦 60% 股权获得各类门店 9 家，此外全年新开百货门店 11 家，及 1 家超市和 2 家电器门店，新开店速度明显快于往年。

■ **公司治理：**2011 年 4Q 原国资背景股东大连国商再次减持大商股份 22 万股，目前持有上市公司股权的 8.62%。上市公司的主要管理者大连大商国际持有公司总股本的 8.81%，第一大股东的地位进一步稳固，但是持股比例未有实质提高，对于公司的控制能力尚不足，因此业绩释放的动力仍然受到抑制。公司 2011 年的经营性现金净流入 27.22 亿元，明显高于净利润；公司的净利润率为 0.9%，仍然大幅低于行业平均 3% 的水准；PS 为 0.28 低于行业平均的 0.98。若公司治理结构进一步改善，未来净利润的提高空间巨大。

■ **盈利预测：**预计公司 2012、2013 年将实现净利润 3.63 亿元和 4.99 亿元，分别同比增长 32.5% 和 37.5%，对应的 EPS 为 1.23 元和 1.7 元，目前股价对应的 PE 为 23.7 倍和 17.2 倍，鉴于公司业绩长期有较大改善空间，且持有 150 万平米自有物业给予公司资产安全边界，维持买入的投资建议，目标价 37 元，对应 2012 年 30 倍 PE。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011F	2012E	2013E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-116	122	274	363	499
同比增减	%	-150.16%	204.82%	125.02%	32.51%	37.51%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-0.396	0.415	0.933	1.236	1.700
同比增减	%	-150.16%	204.82%	125.02%	32.51%	37.51%
市盈率(P/E)	X	-74.03	70.63	31.39	23.69	17.22
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.30	0.30	0.50
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	1.02%	1.02%	1.71%

图 1、公司营收及增长

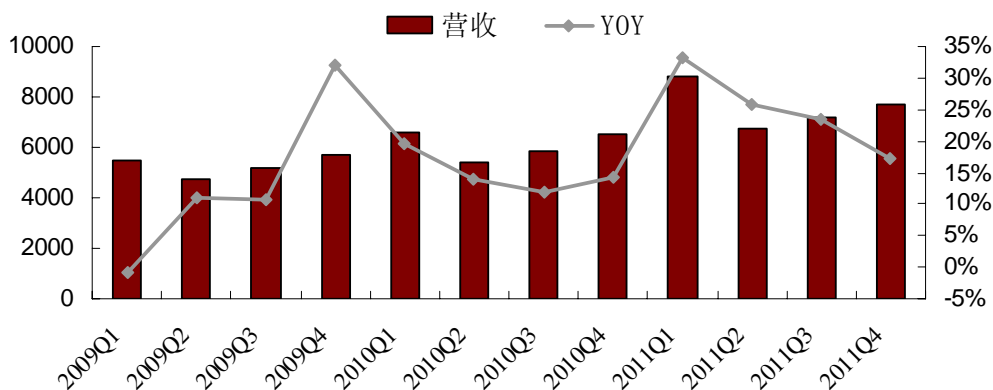
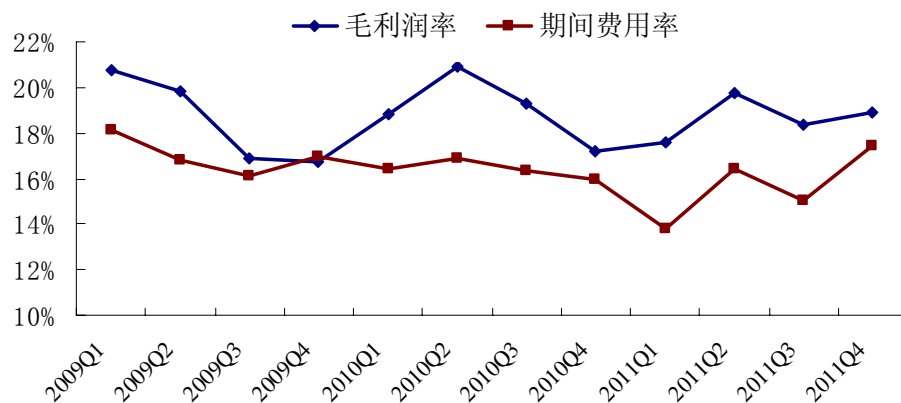


图 2、公司毛利润和期间费用率



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ): 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业额	21163	24343	30404	34964	41957
经营成本	17245	19732	24749	28335	34027
营业税金及附加	222	261	367	367	441
营业费用	1209	1500	1818	2151	2517
管理费用	2239	2341	2793	3306	3944
财务费用	154	148	135	105	126
资产减值损失	24	51	83	40	20
投资收益	-1	-2	0	0	0
营业利润	69	309	459	661	882
营业外收入	53	78	87	61	60
营业外支出	92	74	43	60	60
税前利润	30	313	503	662	882
所得税	121	210	220	265	353
少数股东权益	25	-19	9	34	30
净利润	-116	122	274	363	499

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	2846	3361	4883	6797	9374
存货净额	69	159	244	268	295
应收帐款净额	387	331	126	145	174
流动资产合计	1437	1442	575	747	1121
长期投资净额	5221	5871	6535	8358	11365
固定资产合计	49	118	257	283	312
在建工程	4054	3919	4368	4805	5286
非流动资产合计	967	1023	1072	1126	1182
资产总计	11032	11917	13209	15289	18833
流动负债合计	6181	7394	8646	10438	13728
长期负债合计	1742	1326	750	462	318
负债合计	7923	8720	9396	10900	14046
少数股东权益	105	-68	274	301	346
股东权益合计	3109	3197	3813	4088	4440
负债和股东权益总计	11032	11917	13209	15289	18833

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	1226	1730	2722	2994	3593
投资活动产生的现金流量净额	-385	-807	-755	-792	-872
筹资活动产生的现金流量净额	284	-447	-360	-288	-144
现金及现金等价物净增加额	1125	473	1602	1914	2577

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。