

2012 年 4 月 25 日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

目标价(元) 46.5

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2012/4/25)	35.20
上证综合指数(2012/4/25)	2388.83
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)	103.39
主要股东	大连大商国际有限公司(08.80%)
每股净值 (元)	13.44
股价/账面净值	2.62
一个月 三个月 一年	
股价涨跌(%)	24.51 25.27 -18.31

近期评等

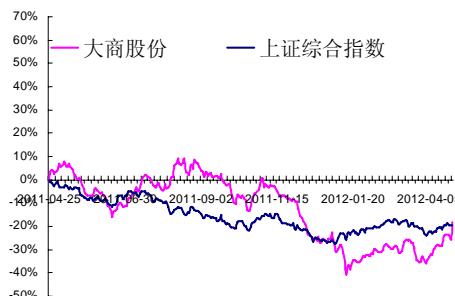
出刊日期	前日收盘	评等
2012-04-09	29.24	买入

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	25.92%
券商集合理财	1.01%
一般法人	17.34%

股价相对大盘走势

大商股份(600694.SZ)
Buy (买入)
利润大幅增长，释放积极信号

2012 年 1 季度公司业绩大幅增长，超出市场预期，我们判断公司未来一段时间将进入利润释放期。公司业绩增长前景良好，资产安全边界较高，维持买入的投资建议。

结论与建议：

- **2012 年 1 季度：**公司 2012 年 1Q 实现营业收入 88.93 亿元，同比增长 1.21%，实现归属上市公司股东净利润 4.09 亿元，同比增长 191.35%，实现每股收益 1.393 元，大幅好于市场预期。
- **业绩增长原因：**公司的营收增长较少主要受行业整体增长低和家电销售同比减少的影响。但是报告期公司毛利率同比提高了 3.7 个百分点至 21.3%，一方面来源于低毛利的电器销售量减少，而高毛利产品销售增加带来的产品结构变化，另一方面公司通过减少中间环节等多种方式降低了采购成本。在毛利提高的同时公司通过减少促销和归还银行贷款实现了期间费用的控制，三项费用率同比基本持平，但环比下降了 1.1 亿元，降幅为 3.6%。综合上述因素公司本期的净利润实现近 2 倍的增长，净利润率 4.6%，达到同业的正常水准，明显好于 2011 全年的 0.9%。
- **新店计画：**公司 2008-2011 年在全国大规模拓展门店带来了较大的亏损，从本期 20.55% 的实际所得税率来看，前期新建门店已经部分实现扭亏。2011 年公司新开百货门店 11 家，并收购了淄博商厦 60% 股权获得各类门店 9 家。公司预计今年新开业门店数将超过 2011 年，虽然新开店将产生一定程度的亏损，但是 2008 年后收购和开业的次新门店约 40 家，占总数比重目前已经超过 40%，该部分的增长能够有效的弥补新店亏损的不利影响。
- **公司治理：**2011 年由于国资股东继续减持，持有公司总股本 8.81% 的实际控制者大商国际的第一大股东地位进一步稳固，公司业绩的释放的动力增强。从超过 300 亿的年销售规模以及近 30 亿元的经营性现金净流入情况来看公司的净利润仍然有很大的提升空间，尤其是在 2008 年调整了折旧年限带来的数年大规模摊销已完成，未来的费用有望继续得到较好的控制。
- **盈利预测：**我们仍然看好公司治理改善带来的利润增长和 150 万平米自有物业提供的安全边界。预计公司 2012、2013 年将实现净利润 6.83 亿元和 8.98 亿元，分别同比增长 149.25% 和 31.46%，对应的 EPS 为 2.33 元和 3.06 元，目前股价对应的 PE 为 15.1 倍和 11.5 倍，维持买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012E	2013E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-116	122	274	683	898
同比增减	%	-150.16%	204.82%	125.02%	149.25%	31.46%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-0.396	0.415	0.933	2.325	3.057
同比增减	%	-150.16%	204.82%	125.02%	149.25%	31.46%
市盈率(P/E)	X	-89.00	84.91	37.73	15.14	11.52
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.30	0.30	0.50
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.85%	0.85%	1.42%

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	34495	41394
经营成本	17245	19732	24749	27701	33322
营业税金及附加	222	261	367	391	435
营业费用	1209	1500	1818	2090	2525
管理费用	2239	2341	2793	3139	3643
财务费用	154	148	135	94	124
资产减值损失	24	51	83	20	20
营业利润	69	309	459	1067	1325
营业外收入	53	78	87	63	60
营业外支出	92	74	43	76	60
税前利润	30	313	503	1054	1325
所得税	121	210	220	314	398
少数股东权益	25	-19	9	57	30
净利润	-116	122	274	683	898

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	10118	13010
长期负债合计	1742	1326	750	462	318
负债合计	7923	8720	9396	10580	13328
少数股东权益	105	-68	274	301	346
股东权益合计	3109	3197	3813	4408	5159
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)有限公司相信用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审。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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对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和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，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券。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。