



公司于 4 月 27 日召开 2011 年度股东大会，会后公司董事长牛钢与参会投资者进行了两小时的交流。牛主席就投资者关心的公司战略、公司景气周期及业绩波动性、经营模式变革、扩张情况、股份与集团之间关系、再融资及激励、新业态如电商与商业地产等多个问题进行了坦诚、细致的交流。

此次与投资者的交流，是 2007 年至今牛主席第三次公开场合交流（前两次为 2007 年底非公开增发股东大会与 2009 年年度股东大会），此次交流一改以往与投资者关系紧张的情况，释放了较多正面信息。

我们将牛主席与投资者交流的问题汇总成为 16 组 Q&A，详情如下。

### Q1：公司未来业绩的平稳性如何，公司年度计划中对 2012 年展望能否实现？

牛：公司总的计划有几个不确定因素：市场因素、开店因素和经营体制改革，这是三大要素。1Q 净利润比较高，但不能简单乘以 4。如果经营计划完全执行、今年全年业绩估计至少是去年的一倍，可能还要再高一点，这是底牌和个人愿望（5.7 亿净利）。业绩季度波动的严重不均衡，既有历史原因，也有经营原因。今年 2-4Q 业绩波动还是很大、难预测。不开店、不改革的话，业绩可预期、平滑。

#### 1、市场因素

这点大家都清楚，3 月份市场越来越不好，4 月份也是越来越不好；3-4 月份在全年是淡季，但是同比、和全行业比，增幅大幅度下降；收入增速以前一直在 30% 左右，公司 3-4 月第一次出现了增速下降，公司做了认真分析，下一步怎么变化，还不确定，看不清楚。奢侈品、附加值高的贵重商品，销售增长乏力，甚至下降。一些生活必需品、廉价品毛利率比较低，增速没有出现下降，反而是上升的。公司认为，现在主要的问题是人民现在的消费热情不高，零售行业大的形势没有根本的改变，很多城市的工资水平绝对数也没有变化，所以分析可能还是情绪上的低迷，这种消费热情是否好转不确定。

#### 2、开店因素

公司又下了一次决心，要在全中国直辖市、较好的省会城市要继续开店，开大店，5 万平方米以下不开，要开 10 万平方米体量的。这些店目前还没有签约，但是一直有在谈、在找。这样的店一旦开业，其开办费和培育期的费用会对业绩有比较大的影响。当然有的时候想开店开不成，因为没有好的项目，或好的项目越来越难拿。

#### 3、经营体制改革

目前购销调存环节的改革，主要是针对联营、联销加租赁模式的改革。最早实行联营的也是以大商为代表的零售企业，但现在这种模式已经有些畸形，制度上已经出现弊端，导致零售终端的销售价与生产商的出厂价相差几倍，售价中的绝大部分消失在中间环节，因为小型代理商的费用率很高，又要求盈利，效率很低。

公司正在尝试突破国内流通渠道目前存在的低效率制度，要直接与生产商对接（夸张一点说，就是要清除所有的中间商）；公司新创了一个名词“自销直营”，就是接下

来要改革的事：直接从生产商（工厂、菜园）采购产品，清除中间商，将经销商低效率高费用的运营转化为大公司组织的大规模高效率的运营管理。

这件事情非常艰难，难在中小代理商要革命，各个店长、大区经理等的利益也要被革命（代理商与店长之间的暧昧关系），可能很长时间都做不成功，但是方向肯定是对的，对国家、行业、公司、消费者都是百利无一害的。

大商股份门店里有 16 万人是代理商派驻的，这些人公司可能全部接受，或者创新用工形式（不和大商签合同、但由大商支付工资福利），对他们来说是更为有保障、提高素质的机会。如果实现，公司毛利率成倍增加，公司费用也会成倍增加（16 万员工的工资等），采购环节、终端销售价格不变。也就是说原来那些中小代理商的高毛利、高费用和利润都转移到了上市公司；所以毛利率肯定提高，费用率也相应提高，利润率会提高。而利润率如果过高，会主动调整售价，降低毛利率，让利老百姓。零售行业利润率在国民经济中偏低，房地产等其他行业是偏高的。应该均衡和谐，调节社会矛盾。

正因为这件事很艰难，不希望大家去炒作。

## Q2：公司盈利水平有所恢复，对未来三年判断如何，是否度过培育期？

牛：每个企业都有自己的周期，大商股份困难的周期正在过去，但是高潮期也并未到来。

- 1、全球经济不景气和不确定性，国内政策和结构问题待改革，有些问题还在加剧，1Q2012 可能是零售市场销售增幅、销售结构最不利的时候。
- 2、大商业态和经营体制还没有改革到一个相当好的水平上，改革完后可能进入更好的时期。例如业态功能还不健全，自销直营才刚刚起了一个概念，在公司内部花了很大的力气去说明、动员等；店铺布局还是在北方地区（东北、河南），在人口密度、购买力水平都不是最好的地方，等到大商的门店布局逐渐完善的时候，高潮期才刚来。

之前的困难期基本过去，一方面有世界金融危机的影响，另一方面公司自己内部也要调整，包括：

- 1、以前的员工工资水平 1 万一年，其他门店店长等也很低，很容易被竞争对手挖走；
- 2、很多门店的设施、装修都需要调整，消防、电梯设施很差

现在调整期基本结束了，工资也不太低了，设施也跟上去了，消防措施都有了，大连员工工资水平达到了 5 万一年，有些地区的工资水平还只有 3-4 万，但是和当地的平均水平比，已经处于领先，甚至是中上水平，调整的大任务基本完成。

## Q3：公司未来新开业的规划以及对业绩等的影响？

牛：公司负债率高，前几年的融资也没有成功，但还是要继续开店；如果不敢开店了，如果连这个信心和勇气都没了，那么大商自己的信心和地位就下去了。

大商想在北京、上海开能够拿得出手的先进水平的门店，在天津都不太想开店，这个和总经理的个人工资挂钩、硬指标；还要区域加密开店，巩固区域竞争势力，现在大连等北方城市，都有新进入者，不敢太忽视原有势力范围内的竞争，保持管理团队自信心。

大商开的门店不叫购物中心，大商做的是自主经营，不做二道贩子。公司的独到之处在于自己经营，如果不“自销直营”，自己的团队都不会做生意，不能和房地产商、购物中心竞争。麦凯乐和新玛特大商这种模式的购物中心，开店难度大，是代表中国百货未来方向的先进门店。

公司最大的难题是缺钱，负债率超过 70%，所以这几年一直给上级主管部门提建议，重建我国商品流通体系；也在等国开行总行的申请，但借款借不到。其实零售行业负债率本来就高，甚至 100-200%都是安全的。大商这种企业更不能看资产负债率，如果真的有好项目，公司是敢借钱的，现在的问题是借不到钱，没人愿意借。

#### **Q4：公司对融资的想法？**

牛：公司多年以来一直想融资，去年下了死任务，但孟总没有做成，今年还要做。融资难，小规模如 3-5 亿对公司没什么大用处，要融就得融 20-30 亿或以上。前年计划融资 24 亿，后被证监会否定了；记得当时证监会提了 4 个问题，其实几分钟就能修改好。现在我们仍然在找好的商业项目和方案。

#### **Q：现在各种费用都在快速上升，公司在费用控制上有什么手段？**

牛：公司的费用是审批制，严格控制，审批限额为 1 万元；审批制能够把公司死死的控制住。比如说之前定的标准为广告促销费率 1%左右，然后各个门店根据这个指标去做，现在改成先审批，后执行。

#### **Q5：今年 1Q 为什么会有这么好的盈利？**

牛：今年下了历史上最狠的盈利指标，第一次下了店铺的净利润指标。南昌会议上内部命令：7 月年中会议，如果店长都完不成利润指标，后 50%免职，如果有完成有完不成，免职未完成的。

所以今年一季度的表现好是真的发狠，下了净利润指标考核的死命令；但是出现了一些不好的问题，比如 1Q 有的大型店铺把应该花的钱都扣下来了，不打广告、不吃饭、不出差。但这样不合理，所以一季度的情况不可持续；要在合理花钱的基础上控制费用，保净利润，我们已经开了紧急会议，要在正常的支出情况下完成才行。

#### **Q6：一季度毛利率的改变是否反映了部分成果，是否可持续？**

牛：公司要求自销直营的改革在今年完成，不完成要撤职，但是面临了巨大的困难，有一年完不成的准备。如果一旦完成了，毛利率都不是提高几个点的概念，而是成倍



的增加；当然毛利率大幅提高的同时，费用率也会大幅提升，但是一定是有利可图的；因为无数中小代理商的最没效率的！

利润和毛利率高是年初对店长下净利润指标造成的，还不是改革的成效凸现。因为销售并不好，可比口径是下降的；而且销售的结构不好，高附加值的商品卖不动，低价商品卖的多。当然亏损的店铺开始盈利了是一件好事，沈阳新玛特以前是5年培育期，现在的门店要求3年亏损培育期，如果完不成就走人，不管你是什么体量的门店，都一样。开一个新店，如果首年亏1亿，5-6年后每年要赚1亿。开大店就要承担风险。北京上海开店肯定要亏几个亿才能赚钱，首年1-2亿、2-3亿都有可能。

**Q7：费用控制既然一直很严格，下面怎么会有这么大的腾挪空间，造成1Q净利率新高？**

牛：一季度公司修理费下降30%、广告费下降25%、财务费用下降50%、原来的亏损店减亏；加上毛利率提高，“自销直营”改革后更高。1Q门店店长向代理商要了扣点，采购成本下降。

现在在煞车，广告宣传费不能省，持续性业绩增长还是要靠经营体制改革。

**Q8：公司存货大幅下降什么原因？**

牛：公司2年前就提出撤库，要求撤出门店所有的库存；联营联销的方式其实是不应该有存货的，但是后来发现有店长把自己的钱垫进去，有10多亿元的存货，所以公司上海会议提出了三零原则，既0库存、0垫资、0预付款。

**Q9：公司改革的最大风险是不是在于自营有存货风险？**

牛：公司的自销直营并不是自营，要做的是又要改革，但是又不能出钱，供应商也必须和大商合作；因此改革最大的难点就是大商不垫付工厂制造商现金。工厂谈判非常艰难，但一定要突破，靠大商的区域垄断力，资金矛盾靠工厂制造商用其他方法融通。

目前实施过程中，最大的难题在于要进行单款记账（一个品类一个品牌的一个型号也要记账），在联营联销方式下是不需要做这些事情的，都是代理商来做，因此当过计划经济时的店长反而擅长这些，而大商队伍中这样的人才还不多。

**Q10：未来大商股份和大商集团之间的关系会如何？**

牛：大商集团作为国企改制的平台，改制已经完成，改制后大商股份变成民营企业。大商股份能不能收购大商集团？不能，因为证监会只要求买好资产，而大商集团里有其他的东西；另外资金量也不够。没改制前大商集团的好资产可以放进来，但现在大商股份只能自己独立融资和发展。

大商集团作为一个民营企业，只有牛总自己是兼任两边的董事长，其他高管都已经剥离；未来大商集团和大商股份各行其道，各自奋勇前进，谁也吞不了谁。如果大

家各行其道，那么大商股份的实力、号召力、竞争力都更强。除历史形成外，双方分城市发展，不能内斗。原则上其中一个进了某个城市，另一个避免进入。

目前双方的关联交易有 5 亿左右，主要是大商股份租用大商集团的店铺，少量是集团占用大商股份的资金；以前好处都给大商股份了，今后可能这种甜头不太多了，大商股份要靠自己打天下了。

#### **Q11：河南地区的经营情况如何？**

牛：河南现在形势很好，就快扭亏了。目前河南全省形成了丹尼斯和大商两强竞争，除了辽宁、黑龙江之外，最强的就是河南地区了。未来仍要在河南不断开新店。三年前不敢说，现在可以说河南战略胜利了，未来河南是重要的增长点。

#### **Q12：折旧年限与行业相比是什么情况？为什么 1Q 所得税率下降？**

牛：加快折旧是在什么时候改的？就是在 24 亿元被证监会被否之后提的，当时证监会说大商的折旧年限是行业里最长的，所以我们改成了 35 年，想做行业中庸水平，既不要做最快，也不要做最坏。

今年一季度所得税率下降，是因为盈路店可弥补前期亏损，不交税，因此往后看是可以持续的。

#### **Q13：电商也是缩短产业链链条，公司如何与之竞争？**

牛：传统零售模式足不出户的销售方式要改，但传统电商没有商业基础和网络，一定会出商品管理问题，会越来越难、会出问题。传统商业如果不能结合电商，也生不出另一只翅膀。我在内部说，实体店做得越强大，一夜之间就可能变成强大的电商。大商还要做强实体店，要有强大的商品经营管理能力，未来才可能会成为巨大电商。不过实体商业不会那么快灭亡，特别在中国，消费者信赖等特定因素较多。

未来 1 店 2 网，这件事情还在思考，不差几个月、1 年 2 年，目前电商的思路还比较缺乏。

#### **Q14：公司目前股权结构特殊，同业竞争和关联交易没解决，怎么融资？**

牛：目前二股东增持减持都有可能。同业竞争和关联交易这两个事情搞的不好，是不好，但是搞的好，是好事情，没解决不等于不能融资，短期内的确不能解决。

2007 年想融资的时候，到 08 年 4 月才上报，在那个行情下，融资 24 亿元没什么可能；那时证监会提的 4 个问题没有同业竞争和关联交易，除了折旧年限太长以外，还有资产不完整（有一些物业的资产证明还没拿到）。

2011 年试图再做一次，但也没完成，现在是项目不好，稍微好一点的项目价格严重偏离。今年分红是为了达到再融资的标准，其实不想分红，资金链是比较紧张的。之前几年没有分红的主要原因的是 1、市场不好；2、没融资成功；3、下了一个指标，希望能够增加沉淀资金。

**Q14: 公司股权激励会不会做？**

牛：去年下半年想过，但没有落实。1Q 业绩与这个没有丝毫关系，目前店长层面的收入都在当地是出于中档，甚至是中上的水平；没有股权激励，也要开店、也要改革，不影响管理层积极性。我一直强调大商的管理层不是为了个人利益在工作，我不会提股权激励，因为大商不依赖于个人，而依赖于制度和文化。

之前有几个管理层离开，出去自己做，一塌糊涂，大商的经营不会因为某一个店长的离开而影响，做经营体制改革一定会触动这些店长的利益，但是不会考虑补偿，这本来就是非法的灰色收入。

**Q15: 大连国商的 8%的股权会不会退出？**

牛：大连国资改革的方案正在写，希望他们退出，但不知道他们的想法和进程，这也取决于股价是否合理、是否二级市场条件许可。

**Q16: 对于永辉在河南、东北地区扩张的看法？**

牛：河南大商超市打分 80 分以上；我看过永辉的店，对于其冲劲、模式等都觉得挺好；但中国市场很大，层次很多，大家都可以共享这个市场。沃尔玛、家乐福、大润发都进来竞争了，包括永辉在内都不会有很大冲击。

## 风险提示

- 1、经济下行对消费能力产生抑制；
- 2、扩张期公司费用压力较大等。

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	6,535	8,608	9,442	11,204	<b>营业收入</b>	30,404	32,021	35,66	41,47
现金	4,883	6,404	7,132	8,703	营业成本	24,749	25,265	28,07	32,56
应收账款	244	304	339	394	营业税金及附加	367	343	382	444
其他应收款	707	736	738	747	营业费用	1,818	2,299	2,632	3,073
预付账款	126	379	421	488	管理费用	2,793	2,847	3,320	3,770
存货	575	752	776	830	财务费用	135	67	(7)	(70)
其他流动资产	0	32	36	41	资产减值损失	83	213	6	31
<b>非流动资产</b>	6,674	7,232	7,707	7,989	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	20	20	20	20	投资净收益	0	1	0	0
固定资产	4,368	4,526	4,803	4,987	<b>营业利润</b>	459	989	1,252	1,660
无形资产	1,072	1,130	1,202	1,270	营业外收入	87	25	25	25
其他非流动资	1,213	1,556	1,682	1,712	营业外支出	43	40	25	25
<b>资产总计</b>	13,209	15,839	17,14	19,193	<b>利润总额</b>	503	974	1,252	1,660
<b>流动负债</b>	8,646	10,594	10,97	11,776	所得税	220	292	326	415
短期借款	718	2,086	1,062	300	净利润	283	682	927	1,245
应付账款	2,951	3,790	4,212	4,885	少数股东损益	9	20	46	100
其他流动负债	4,977	4,718	5,703	6,591	归属母公司净利	274	662	880	1,146
<b>非流动负债</b>	750	750	750	750	EBITDA	1,259	1,863	2,123	2,415
长期借款	307	307	307	307	EPS (元)	0.93	2.25	3.00	3.90
其他非流动负	443	443	443	443	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	9,396	11,344	11,727	12,526	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	274	294	341	440	<b>成长能力</b>				
股本	294	294	294	294	营业收入	25%	5%	11%	16%
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454	营业利润	48%	116%	27%	33%
留存收益	1,791	2,453	3,333	4,479	归属母公司净利	125%	141%	33%	30%
归属母公司股	3,813	4,495	5,422	6,667	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东</b>	13,209	15,839	17,14	19,193	毛利率(%)	19%	21%	21%	21%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	0.9%	2.1%	2.5%	2.8%
单位: 百万元					ROE(%)	8%	16%	17%	18%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)				
<b>经营活动现</b>	2722	1289	2886	3352	<b>偿债能力</b>				
净利润	274	662	880	1146	资产负债率(%)	71%	72%	68%	65%
折旧摊销	573	662	880	1146	净负债比率(%)				
财务费用	128	67	(7)	(70)	流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0
投资损失	(0)	(1)	0	0	速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
营运资金变动	1665	(184)	1294	1338	<b>营运能力</b>				
其他经营现金	83	83	(163)	(207)	总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.6
<b>投资活动现</b>	(755)	(1069)	(1140)	(1090)	应收账款周转率	37.8	29.2	27.7	28.3
资本支出	(320)	(1070)	(1140)	(1090)	应付账款周转率	2.2	1.9	1.8	1.8
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金	(1075)	(2139)	(2280)	(2180)	每股收益(最新摊	0.9	2.3	3.0	3.9
<b>筹资活动现</b>	(360)	1301	(1017)	(692)	每股经营现金流	9.3	4.4	9.8	11.4
短期借款	0	1368	(1024)	(762)	每股净资产(最新	12.1	14.3	17.3	21.2
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	34	17	13	10
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3	2	2	2
其他筹资现金	(360)	(67)	7	70	EV/EBITDA	11	9	8	7
<b>现金净增加额</b>	473	1521	728	1570					

数据来源: 华泰联合证券研究所





#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司