买入 **17%** ⬆

目标价格: 人民币 7.00

600327.SS 原先目标价: 人民币 9.00

价格: 人民币 5.98

目标价格基础: 20 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

大东方

全年面临较大营业压力

面临收入放缓和费用上涨的双重压力，公司商业大厦今年收入预计与去年持平，新店海门店和伊酷童店预计将维持去年的亏损额度，汽车板块今明两年资本性支出较大，面临较大的费用压力。我们下调公司的目标价位至 7.00 元/股，并下调盈利预测，维持买入评级。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(15)	(11)	(15)	(36)
相对新华富时 A50 指数	(21)	(7)	(15)	(22)

发行股数 (百万)	522
流通股 (%)	53
流通股市值 (人民币 百万)	3,120
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	26
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
无锡商业大厦集团有限公司	47

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 7 月 2 日收市价为标准

支撑评级的要点

- 公司拥有积极的扩展战略，坚持“精品百货零售、汽车销售服务、名特食品产业”一体两翼的发展战略和优秀的管理能力。
- 4S 店规模逐步扩大，将有效的支撑公司长期的健康发展，但是今明两年面临较大的费用压力。

评级面临的主要风险

- 汽车市场持续低迷，汽车板块销售低于我们的预期。
- 未来数年公司面临数个外埠大型商业零售项目对无锡地域的扩张抢摊，将有一定市场压力。

估值

- 我们根据公司在未来 3 年的发展轨迹和经营压力下调了 2012-14 年业绩，预期公司业务将分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益)0.350、0.418 和 0.550 元。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可，基于 20 倍 2012 年市盈率，我们将公司的目标价由 9.00 元/股下调至 7.00 元/股，维持公司**买入**的评级。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	6,304	7,037	7,483	8,175	8,869
变动 (%)	*14*	*12*	*6*	*9*	*8*
净利润 (人民币 百万)	224	208	182	218	287
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.430	0.398	0.350	0.418	0.550
变动 (%)	*20.8*	*(7.4)*	*(12.2)*	*19.5*	*31.7*
市场预期每股收益(人民币)			0.483	0.643	0.700
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.413	0.596	0.793
调整幅度 (%)	-	-	*(15.4)*	*(29.9)*	*(30.6)*
核心每股收益(人民币)	0.431	0.340	0.350	0.418	0.550
变动 (%)	*21.3*	*(21.1)*	*2.9*	*19.5*	*31.7*
全面摊薄市盈率 (倍)	13.9	15.0	17.1	14.3	10.9
核心市盈率 (倍)	13.9	17.6	17.1	14.3	10.9
每股现金流量 (人民币)	0.85	0.60	0.90	0.85	1.12
价格/每股现金流量 (倍)	7.0	10.0	6.6	7.0	5.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.9	6.5	6.3	5.2	4.0
每股股息 (人民币)	0.084	0.039	0.086	0.086	0.070
股息率 (%)	1.4	0.7	1.4	1.4	1.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 零售

刘都
(8621) 2032 8511
du.liu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120001

*林琳为本报告重要贡献者

母店增速放缓

无锡商业大厦（母店）今年 1 季度实现销售收入 6.18 亿元（约占公司营收的 31%），同比微降 0.34%，综合毛利率下降了 0.72 个百分点至 20.63%，延续了该店 2011 年全年毛利率下降的趋势。今年 4-5 月销售增速与 1 季度基本相同，6 月无锡市政府提出了加大百货业促销力度的要求，使得该店 6 月销售情况略有好转，但毛利率继续有所下降。从整体来看，我们预计，该店截至今年 6 月底销售收入基本与去年持平，毛利率下降。毛利率下降的主要原因为：一是促销活动力度加大；二是一线精品的销售占比上升；三是去年引进的主流品牌，需要一定的培养期。

分品类分析，受经济不景气的影响，可选消费品销售持续低迷。母店 1-5 月底名表和黄金珠宝的销售下降较为明显（该店名表和黄金珠宝销售占比约为 20%），今年 5 月单月黄金珠宝销售同比下降了 8%。截至今年 5 月底女装销售略有上升，但是销售占比下降（一线名品销售占比上升），男装销售则较为稳定。

我们预计母店今年销售收入较去年基本持平或略有上涨，其中 1 楼一线名品为 2.8 亿元，女装为 4.5 亿元，男装为 2.1 亿元。中山路地铁围挡预计将在今年 10 月份全面拆除。

新店面临费用压力

虽然公司于 2011 年 6 月和 10 月分别新开了伊酷童和大东方海门店两家门店，但是目前两店营收贡献占比较小。去年 6 月 3 日开业的伊酷童店，为无锡市唯一的儿童主体百货店，该店整体面积约为 3.8 万平米，其中经营百货的面积约为 1.5 万平米，其余经营配套的学习休闲娱乐项目，该店去年实现销售收入 960 万元，毛利率约为 17.42%，亏损 1,613 万元。2011 年该店产生总费用约为 1969 万元（其中：租赁费 120 万元，广告宣传费 533 万元，人员工资费用 224 万元，长期待摊费用 389 万元，水电费 211 万元）。截至今年 5 月底该店实现含税销售收入约为 1,600 万元，我们预计该店今年全年实现含税销售收入 3,800 万元，预计今年的亏损额度与去年相当或略减亏。该店是公司在儿童主题店专业经验领域的尝试，目前配套项目经营较为薄弱，我们认为该店尚需 2-3 年的市场培育。

去年 10 月 1 日海门大东方店开业，该店面积约为 3.7 万平米，去年实现营收 3,414 万元，毛利率约为 14.11%，亏损 1,887 万元。2011 年该店产生总费用约为 2438 万元（其中折旧摊销费 311 万元，租赁费 1,173 万元，人员工资 201 万元，广告宣传费 309 万元，水电费约为 400 万元，总费用约为 2,438 万元）。截至今年 5 月底该店实现含税销售收入约为 7,500 万元，我们预计该店今年全年实现含税销售收入约为 1.8 亿元，预计亏损 1,000-1,500 万元。该店地处海门市的核心商圈，是该地区最大的百货店，我们看好该店未来的经营发展。

两个新店正处于市场培育期，各项费用压力较大，近两年内将会对公司利润产生一定的侵蚀。

汽车业务销售结构逐步调整，财务压力仍然较大

2011 年公司汽车业务实现营收 41.6 亿元，同比增长 5.2%，其中东方汽车为 29.74 亿元，新纪元汽车为 12.3 亿元，毛利率分别为 9.03%和 7.01%，综合毛利率为 8.52%。按业务分，整车销售为 38.4 亿元，售后服务收入为 3.21 亿元，毛利率分别为 5.52%和 44.41%。我们可以发现高毛利率的售后服务其占比呈逐年增长趋势。

图表 1.2009-11 年汽车业务销售收入（按公司和业务分）

(百万元)	2009	2010	2011
销售收入	3,364.76	3,954.684	4,160.58
同比变动(%)		17.5	5.2
按公司分其中：			
东方汽车	2,319.52	2,786.97	2,974.06
同比变动(%)		20.2	6.7
新纪元汽车	1,072.56	1,209.74	1,229.65
同比变动(%)		12.8	1.6
按业务分其中：			
整车销售收入	3,145	3,680	3,840
同比变动(%)		17.0	4.3
售后服务收入	220	275	321
同比变动(%)		25.0	16.9
占比			
整车销售收入	93.48	93.05	92.29
售后服务收入	6.53	6.95	7.72
汽车销售数量(辆)	30,000	32,300	28,000
均价(万元/辆)	10.48	11.39	13.71

资料来源：公司数据及中银国际研究

2011 年 11 月 3 日东方汽车新城一期正式开业，首批建成入驻 16 家 4S 店，二期今年将有 10 多家入驻，最终规模将达到 26 家 4S 店，同时汽车新城内的二手车市场也将在下半年开业。

截至 2011 年，公司汽车板块已有及在建试业的 4S 店约 40 家，今明两年约有 10 家 4S 店陆续建成开业，分别位于无锡、南通、镇江、海门、宿迁和宜兴，其中宜兴和南通两地为租赁土地自建物业，其余地区均为购买土地自建物业，预计土地购买及建安等费用总和将超过 3 亿元。此外汽车城总投资约为 8.9 亿元，一期去年全年投入了 5.79 亿元。我们可以看出今明两年公司在汽车业态的资本性支出较大，使其面临较大的期间费用及财务费用压力。

图表 2.2011 年公司汽车板块已有及在建试业 4S 店按等级分类（%）

高端品牌		中级品牌		自主品牌		合计	
数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)	数量	占比(%)
9	22.5	24	60.0	7	17.5	40	100.0

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 3.2011 年公司高端品牌 4S 店数量及地区分布

宝马		奔驰		斯巴鲁		沃尔沃		雷克萨斯		高端品牌合计
数量	地区	数量	地区	数量	地区	数量	地区	数量	地区	数量
1	吴江	2	无锡、常州	3	无锡、南通、江阴	2	无锡、南通	1	南通	9

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 4.2012-13 年位于东方汽车新城外的在建 4S 店项目

地区	品牌	
南通	保时捷	路虎
镇江	雷克萨斯	斯巴鲁
海门	宝马	
宿迁	斯巴鲁	
宜兴	沃尔沃	斯巴鲁
无锡	斯巴鲁	保时捷

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

受汽车市场低迷的影响，截至今年 5 月底，公司汽车业务营收增速仅为 2-3%，主要为新开门店销售带动整体销售的上涨，而同店销售约下降 15%。豪华车和低排量的小型车销售下降较为明显。分区域来看，无锡地区汽车保有量较高，销售增速放缓，而南通等江苏二线城市，汽车尚未达到一定的保有量，汽车消费潜力较大。我们对汽车业务保持较为谨慎的态度，虽然单车均价从 2009 年的 10.48 万上涨至 2011 年的 13.71 万元，表明中高端车的销售占比在逐渐提高，售后维修保养费也将随之较快增长，但短期内无法改变中低端车销售占比过高的现状。且大部分高端车均在 2011 年开始经营，正处于投入期，尚未贡献利润或利润贡献较小，同时汽车市场的持续低迷，将对公司汽车销售产生较大的压力，我们预计今年汽车销售增速为低位个位数，而较大的资本性支出也集中于这几年完成，由此产生的较大的折旧摊销费用以及财务费用在今明两年仍然会拖累公司总体业绩。而由于汽车销售业务是资金密集型行业，对资金产生需求较大，我们预计公司可能会采取短期融资券方式缓解财务压力。

短期费用压力将导致食品板块利润下降

2011 年 3 月公司收购其他股东持有的三凤桥肉庄 63.3%股权后，阻碍该业务发展的股权结构瓶颈得以解决。之后公司在 2011 年新开 2 家门店，并对本部原餐饮进行装修改造，共投资 2,000 万元，提高了三凤桥老字号的整体形象，今年 1 季度三凤桥实现营业收入 6,828 万元，同比增长 15.05%。我们预计由于装修改造及新开门店，随着后期的拓展，人员数的增加，折旧摊销费用及人员费用会相应增加。我们预计今年该板块营收将会有一较快的增速，但利润会有所下降。

维持买入评级和下调目标价

我们根据公司在未来 3 年的发展轨迹和经营压力下调了 2012-14 年业绩，预期公司业务将分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益) 0.350、0.418 和 0.550 元。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可，基于 20 倍 2012 年市盈率，我们将公司的目标价下调整至 7.00 元/股。维持公司***买入***的评级。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	6,304	7,037	7,483	8,175	8,869
销售成本	(5,490)	(6,099)	(6,491)	(7,074)	(7,644)
经营费用	(317)	(423)	(465)	(507)	(524)
息税折旧前利润	497	515	527	594	701
折旧及摊销	(112)	(167)	(172)	187	199
经营利润 (息税前利润)	385	348	355	407	502
净利息收入/(费用)	(28)	(51)	(54)	(54)	(52)
其他收益/(损失)	27	62	19	19	19
税前利润	384	359	320	372	469
所得税	(95)	(102)	(83)	(97)	(122)
少数股东权益	(64)	(50)	(54)	(57)	(60)
净利润	224	208	182	218	287
核心净利润	225	177	182	218	287
每股收益(人民币)	0.430	0.398	0.350	0.418	0.550
核心每股收益(人民币)	0.431	0.340	0.350	0.418	0.550
每股股息(人民币)	0.084	0.039	0.086	0.086	0.070
收入增长(%)	14	12	6	9	8
息税前利润增长(%)	33	(10)	2	15	23
息税折旧前利润增长(%)	27	4	2	13	18
每股收益增长(%)	21	(7)	(12)	19	32
核心每股收益增长(%)	21	(21)	3	19	32

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	384	359	320	372	469
折旧与摊销	112	167	172	187	199
净利息费用	28	51	54	54	52
运营资本变动	109	(32)	115	39	98
税金	(95)	(102)	(83)	(97)	(122)
其他经营现金流	(93)	(131)	(108)	(111)	(112)
经营活动产生的现金流	444	312	469	444	584
购买固定资产净值	(452)	(293)	(380)	(214)	(246)
投资减少/增加	15	77	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(437)	(216)	(380)	(214)	(246)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	113	335	103	(27)	(57)
支付股息	(21)	(45)	(45)	(36)	(54)
其他融资现金流	0	(495)	49	115	54
融资活动产生的现金流	92	(205)	107	51	(57)
现金变动	99	(108)	196	281	281
期初现金	712	811	703	899	1,180
公司自由现金流	12	103	97	238	347
权益自由现金流	92	381	138	148	229

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	811	703	899	1,180	1,461
应收帐款	266	392	333	382	430
库存	434	772	633	779	791
其他流动资产	32	83	63	63	80
流动资产总计	1,543	1,949	1,928	2,404	2,761
固定资产	765	1,022	1,301	1,321	1,410
无形资产	578	573	569	566	562
其他长期资产	270	418	385	349	313
长期资产总计	1,613	2,013	2,255	2,236	2,286
总资产	3,156	3,962	4,183	4,639	5,047
应付帐款	1,429	1,862	1,780	2,014	2,172
短期债务	334	670	770	740	680
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,764	2,532	2,550	2,754	2,852
长期借款	45	44	47	50	52
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	522	522	522	522	522
储备	577	638	785	977	1,224
股东权益	1,098	1,160	1,307	1,499	1,746
少数股东权益	249	225	280	337	397
总负债及权益	3,156	3,962	4,183	4,639	5,047
每股帐面价值(人民币)	2.11	2.22	2.50	2.87	3.35
每股有形资产(人民币)	1.00	1.13	1.41	1.79	2.27
每股净负债/(现金) (人民币)	(0.83)	0.02	(0.16)	(0.75)	(1.40)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	7.9	7.3	7.0	7.3	7.9
息税前利润率	6.1	4.9	4.7	5.0	5.7
税前利润率	6.1	5.1	4.3	4.5	5.3
净利率	3.6	3.0	2.4	2.7	3.2
流动性 (倍)					
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.0
利息覆盖率	11.7	6.0	5.8	6.5	8.3
净权益负债率(%)	净现金	0.8	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
估值 (倍)					
市盈率	13.9	15.0	17.1	14.3	10.9
核心业务市盈率	13.9	17.6	17.1	14.3	10.9
目标价对应核心业务市盈率	16.2	20.6	20.0	16.7	12.7
市净率	2.8	2.7	2.4	2.1	1.8
价格/现金流	7.0	10.0	6.6	7.0	5.3
企业价值/息税折旧前利润	5.9	6.5	6.3	5.2	4.0
周转率					
存货周转天数	26.8	36.1	39.5	31.5	32.3
应收帐款周转天数	13.9	17.1	17.7	16.0	16.7
应付帐款周转天数	76.3	85.4	88.8	84.7	86.1
回报率					
股息支付率(%)	19.6	9.9	24.6	20.6	12.7
净资产收益率 (%)	22.4	18.4	14.8	15.5	17.7
资产收益率 (%)	10.1	7.0	6.4	6.8	7.7
已运用资本收益率(%)	25.1	18.5	16.1	16.5	18.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371