

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12个月目标价: 70.48元

当前股价: 41.74元

评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2113.07
总股本(百万)	293
流通股本(百万)	293
流通市值(亿)	122
EPS	0.93
每股净资产(元)	12.05
资产负债率	71.13%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大商股份	25.19	23.96	48.97
商业贸易	-3.08	-16.59	-14.44
沪深300指数	-4.29	-11.27	-10.41

**相关报告****大商股份****600694****强烈推荐****上半年归属净利润增长233%，业绩拐点进一步确立
— 2012年中报点评**

公司上半年营业收入161.7亿元，同比增长4%；归属净利润7.37亿元，同比增长233%，净利率高达4.89%；EPS2.51元，远超预期。

投资要点：

- **上半年归属净利润增233%，业绩拐点进一步确立：**1、从财务分析角度看，业绩剧增的原因有：①综合毛利率提升2.23个百分点至20.78%；②期间费用率下降1.29个百分点至13.67%；③实际所得税率大幅下降13.11个百分点至20.79%；2、从基本面角度看，原因在于①店龄结构优化，刚渡过盈亏平衡点的“轻熟”门店占比上升；②在“自销直营”的推动下，毛利率上升；③考核力度加大，严控费用。
- **百货、超市平稳，电器收入降幅较大；辽宁区域同比负增长：**分行业看，公司百货、连锁超市业态收入增速平稳，上半年分别增长8.33%和4.13%；受房地产调控、刺激政策退出以及公司主动关闭低效门店的影响，家电营业收入同比下降11.28%。分地区看，公司大本营辽宁省营业收入增速-8.8%，主要是由于经济相对发达的辽宁省、尤其是大连市受经济增速放缓的冲击较大，且省内竞争环境日趋恶化所致。
- **综合毛利率上升2.23个百分点，期间费用率下降1.29个百分点，所得税/利润总额大幅下降13.11个百分点。**①人工薪酬同比增速4.44%：其中管理费用中的工资福利费大幅下降30%，我们认为应是上半年绩效类工资体现较少的原因。②广告宣传费同比大幅下降66%：一是由于公司对广告方面的投入有所控制，二是广告费用会集中在年底结算。
- **历史上公司利润呈鲜明的季节性特点：全年前高后低，4季度最低，2008-2011年均出现4季度单季亏损：**1、4季度节日较多，公司门店主要集中在4季度开业；2、职工薪酬、广告费等在年末支付比例较高。预计2012年公司业绩也将呈现较强的季节性特点，全年业绩前高后低，4季度净利率最低。
- **盈利预测与估值：**预计2012-2014年营业收入分别为328.4、377.6和434亿元，同比增长8%、15%和15%；预计归属于母公司的净利润分别为10.4、13.8和17.2亿元，同比增长278%、33%和25%，CAGR85%；对应EPS分别为3.52、4.69和5.86。给予2012年20倍PE，目标价70.48元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：1、新开店速度过快，新店侵蚀新旧门店利润；2、4季度费用计提过于集中。
3、主力区域辽宁省经济严重放缓；4、业绩透支

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30404	32836	37762	43426
收入同比(%)	25%	8%	15%	15%
归属母公司净利润	274	1035	1378	1721
净利润同比(%)	125%	278%	33%	25%
毛利率(%)	18.6%	20.3%	20.7%	21.2%
ROE(%)	7.7%	23.1%	24.8%	25.1%
每股收益(元)	0.93	3.52	4.69	5.86
P/E	44.75	11.85	8.89	7.12
P/B	3.46	2.73	2.21	1.79
EV/EBITDA	8	5	4	3

资料来源：中投证券研究所

一、概述：营业收入增长 4%，归属净利润增长 233%，

远超预期

公司 2012 年上半年实现：

营业收入 161.7 亿元，同比增长 4.0%；其中 2 季度实现营业收入 72.7 亿元，同比增长 7.7%；

归属净利润 7.37 亿元，同比增长 233%；其中 2 季度归属净利润 3.27 亿元，同比增长 307%；

上半年 EPS 2.51 元，其中 2 季度 EPS 1.12 元。

表 1 2012 年中报主要指标（单位：万元）

指标	上半年			单季度		
	2012H	2011H	增速	2Q2012	2Q2011	增速
营业收入	1,616,648	1,554,340	4.0%	727,376	675,657	7.7%
营业利润	96,019	35,183	173%	39,845	14,666	172%
净利润	78,996	23,326	239%	35,041	8,862	295%
归属净利润	73,667	22,096	233%	32,747	8,051	307%
EPS (元)	2.51	0.75	235%	1.12	0.27	315%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

从财务分析角度看，公司业绩剧增 233%的原因在于：

- 1、综合毛利率提升 2.23 个百分点至 20.78%；
- 2、期间费用率下降 1.29 个百分点至 13.67%；
- 3、有效所得税率大幅下降 13.11 个百分点至 20.79%；

从基本面角度看，公司业绩剧增 233%的原因在于：

- 1、店龄结构优化，刚渡过盈亏平衡点的“轻熟”门店占比上升；
- 2、在“自销直营”的推动下，毛利率上升；
- 3、考核力度加大，严控费用。

二、营业收入平稳增长，电器降幅较大，大连区域负增长

分行业看，公司百货、连锁超市业态增速平稳，上半年分别增长 8.33% 和 4.13%；受房地产调控、刺激政策退出以及公司主动关闭低效门店的影响，家电连锁业务营业收入同比下降 11.28%。

营业利润率方面，受益于店龄结构的优化、密集布点后议价能力的增强、营销变革“自销直营”的推动，百货业态营业利润率上升 1.42 个百分点至 17.31%，在行业内已属较高水平；受益于关闭了一批低效的家电连锁门店，公司家电业态营业利润率提升 3.41 个百分点至 7.55%，各综合类百货公司中也已属较高水平。

表 2 分行业营业收入及毛利率情况

分行业	营业收入			营业利润率	
	金额 (万元)	增速	占总营业收入 比例	利润率	同比增减 (百分点)
百货业态	980,593	8.33%	61%	17.31%	1.42
超市业态	315,672	4.13%	20%	9.96%	-0.69
家电连锁业态	182,821	-11.28%	11%	7.55%	3.41
其他	14,961	-59.16%	1%	5.97%	-2.31
合计	1,494,047	3.0%	92%	14.45%	1.51

资料来源：公司公告、中投证券研究所

分地区看，公司大本营辽宁省实现营业收入 68.4 亿元，占比 45.5%，出现负增长，增速 -8.8%；我们认为，这主要是由于经济相对发达的辽宁省、尤其是大连市受经济增速放缓的冲击较大，且省内竞争环境日趋恶化所致。

除辽宁省外，公司其他省份的营业收入均实现正增长；其中，河南、山东地区分别增长 20.4% 和 42%。

表 3 分地区营业收入分析

省份	区域	营业收入(万元)	占比		增速	
			26.2%	45.6%	-14.8%	-8.8%
辽宁	大连地区	393,437	684,219	8.0%	3.4%	-3.6%
	沈阳地区	119,917				
	抚顺地区	126,610				
	阜新地区	44,255				
黑龙江	大庆地区	282,398	426,106	18.8%	9.7%	9.7%
	牡丹江地区	92,967		6.2%		
	佳木斯地区	50,740		3.4%		
河南	河南地区	127,182	127,182	8.5%	8.5%	20.4%
山东	鲁中地区	73,590	73,590	4.9%	4.9%	42.0%
吉林、四川	其他地区	189,734	189,734	12.6%	12.6%	0.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、综合毛利率上升 2.23 个百分点，期间费用率下降 1.29

个百分点，所得税/利润总额大幅下降 13.11 个百分点

2012年上半年，相比百货、超市、家电等主营业务，公司其他业务收入增长18.7%，毛利率上升0.57个百分点至97.89%。公司综合毛利率上升2.23个百分点至20.78%。

表 4 主营与其他业务收入分析

项目	营业收入（万元）			毛利率		
	2012H	2011H	增速	2012H	2011H	增减 (百分点)
营业收入	1,616,648	1,554,340	4.0%	20.78%	18.55%	2.23
其中：主营业务收入	1,494,047	1,451,045	3.0%	14.45%	12.94%	1.51
其他业务收入	122,601	103,294	18.7%	97.89%	97.32%	0.57

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 公司毛利率与净利率

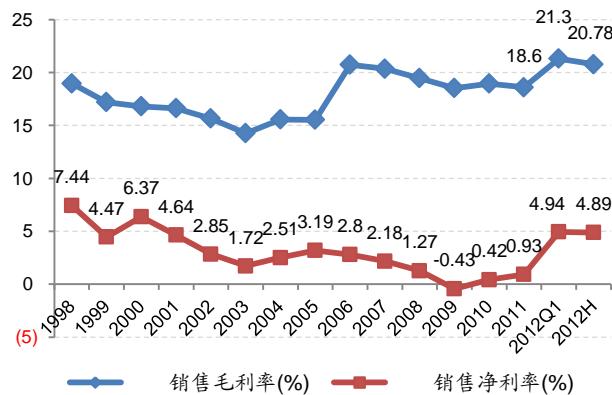
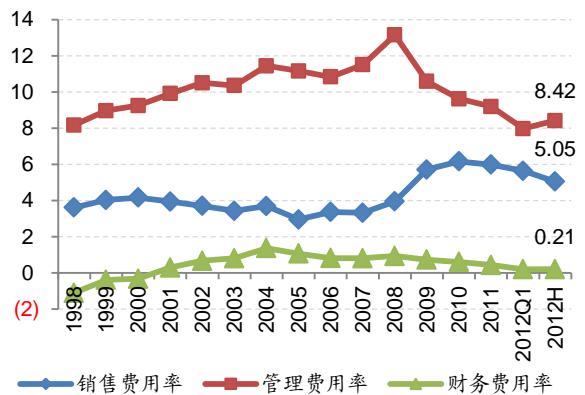


图 2 公司三项费用率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 费用细项分析

项目	2012H				2011H	
	金额(万元)	增速	占营收比例	占营收比例增减(百分点)	金额(万元)	占营收比例
人工薪酬	92,511	4.44%	5.72%	0.02	88,576	5.70%
广告宣传费	8,139	-65.93%	0.50%	-1.03	23,887	1.54%
租赁费	50,485	12.91%	3.12%	0.25	44,710	2.88%
折旧+摊销	25,115	4.61%	1.55%	0.01	24,008	1.54%
租赁+折旧	65,850	9.39%	4.07%	0.20	60,196	3.87%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

具体到费用各项来看，**2012年上半年费用率相对较低，下半年将回升：**

人工薪酬（工资福利费+劳务费+劳动保护费+住房公积金+社会保险费）同比增速 4.44%，占营业收入的 5.72%；**值得注意的是：管理费用中的工资福利费大幅下降 30%，我们认为应是上半年绩效类工资体现较少的原因，预计年底会有体现。**

广告宣传费同比大幅下降 66%，占营业收入的比例降 1.03 个百分点至 0.5%。**我们认为，一是由于公司对广告方面的投入有所控制，二是广告费用会集中在年底结算。**

租赁费同比增长 12.91%，相对合理；租售比 3.12%。

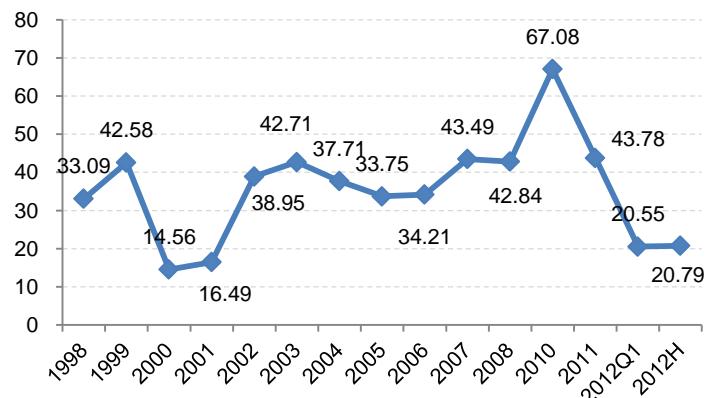
表 6 费用分析

项目	2012H				2011H	
	金额（万元）	增速	占营收比例	占营收比例增减（百分点）	金额（万元）	占营收比例
销售费用	81,595	-12.94%	5.05%	-0.98	93,721	6.03%
管理费用	136,066	2.85%	8.42%	-0.09	132,290	8.51%
财务费用	3,410	-48.26%	0.21%	-0.21	6,591	0.42%
期间费用	221,071	-4.96%	13.67%	-1.29	232,601	14.96%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司东北地区新门店的培育期为 2-3 年，河南、山东地区的新门店培育期为 3-4 年。随着 2005 年以来快速扩张阶段门店的逐步培育，公司门店店龄结构不断优化，刚过盈亏平衡点的“轻熟”门店占比高。该类门店处于前期亏损冲抵所得税阶段，带来所得税/利润总额的大幅下降。

图 3 所得税 / 利润总额分析



资料来源：公司公告，中投证券研究所

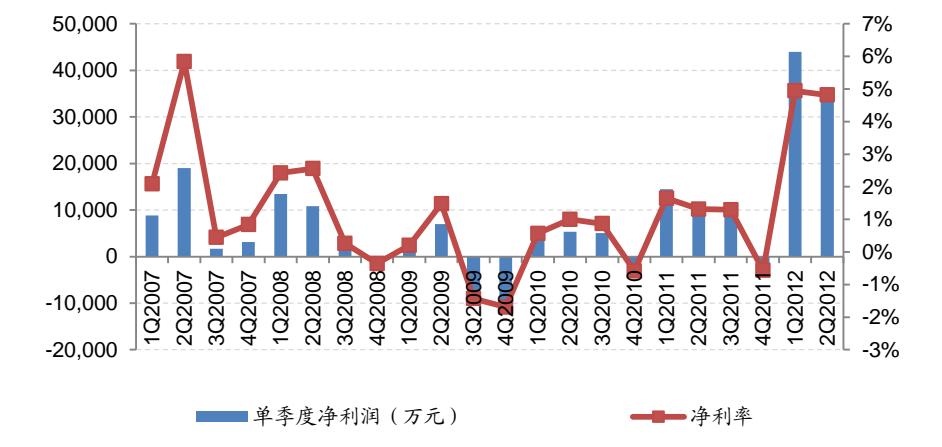
四、公司利润的季节性特点：全年前高后低，4季度最低

公司利润具有很强的季节性特点，上半年净利率较高，下半年净利率较低，尤其是4季度；2008年、2009年、2010年和2011年的4季度均为单季度亏损。其原因主要有：

- 1、4季度节日较多，公司门店主要集中在4季度开业；
- 2、职工薪酬、广告费等在年末支付比例较高。

预计2012年公司业绩也将呈现较强的季节性特点，全年业绩前高后低，4季度净利率最低。

图4 公司利润的季节性特点



资料来源：公司公告，中投证券研究所

五、投资建议：强烈推荐

大商股份是我国唯一一家实现在多个省份密集布点、在当地占据龙头之位的综合性百货公司。目前公司刚过盈亏平衡点的“轻熟”门店占比高，且由于储备项目物业方普遍不能按时交房而开店速度放缓，目前正处于业绩拐点期。2012-2013年是投资大商股份的战略机遇期，持续超预期的业绩、增发启动和茂业进入可能引发的股权争夺是股价上涨的催化剂。

预计2012-2014年营业收入分别为328.4、377.6和434亿元，同比增长8%、15%和15%；预计归属于母公司的净利润分别为10.4、13.8和17.2亿元，同比增长278%、33%和25%，CAGR85%；对应EPS分别为3.52、4.69和5.86。给予2012年20倍PE，目标价70.48元，给予“强烈推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6535	9371	13292	15653
现金	4883	8011	11733	13866
应收账款	244	62	72	83
其他应收款	707	512	589	677
预付账款	126	262	299	342
存货	575	523	599	685
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	6674	6276	5859	5493
长期投资	20	20	20	20
固定资产	4368	4099	3842	3596
无形资产	1072	1077	1082	1087
其他非流动资产	1213	1079	915	789
资产总计	13209	15647	19152	21146
流动负债	8646	8973	10895	11336
短期借款	718	900	2000	1500
应付账款	2951	2617	2994	3424
其他流动负债	4977	5456	5901	6412
非流动负债	750	1887	2365	2565
长期借款	307	280	285	485
其他非流动负债	443	2080	2080	2080
负债合计	9396	10860	13260	13901
少数股东权益	274	301	337	383
股本	294	294	294	294
资本公积	1454	1454	1454	1454
留存收益	1791	2738	3806	5114
归属母公司股东权益	3539	4486	5554	6862
负债和股东权益	13209	15647	19152	21146

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2722	3959	2884	3267
净利润	283	1062	1415	1768
折旧摊销	573	600	614	595
财务费用	135	53	47	42
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	1665	2352	786	837
其他经营现金流	67	18	22	26
投资活动现金流	-755	-357	-383	-379
资本支出	313	60	78	99
长期投资	0	4	0	0
其他投资现金流	-442	-293	-305	-280
筹资活动现金流	-360	-474	-221	-755
短期借款	73	182	1100	-500
长期借款	-760	-500	478	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	327	-156	-357	-455
现金净增加额	1602	3128	3722	2133

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30404	32836	37762	43426
营业成本	24749	26170	29945	34241
营业税金及附加	367	394	491	543
营业费用	1818	1970	2273	2597
管理费用	2793	2890	3172	3626
财务费用	135	53	47	42
资产减值损失	83	50	55	66
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	459	1309	1779	2311
营业外收入	87	80	85	80
营业外支出	43	45	50	65
利润总额	503	1344	1814	2326
所得税	220	282	399	558
净利润	283	1062	1415	1768
少数股东损益	9	27	36	47
归属母公司净利润	274	1035	1378	1721
EBITDA	1167	1962	2440	2948
EPS (元)	0.93	3.52	4.69	5.86

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	24.9%	8.0%	15.0%	15.0%
营业利润	48.4%	185.2%	35.9%	29.9%
归属于母公司净利润	125.0	277.8%	33.2%	24.9%
盈利能力				
毛利率	18.6%	20.3%	20.7%	21.2%
净利率	0.9%	3.2%	3.7%	4.0%
ROE	7.7%	23.1%	24.8%	25.1%
ROIC	44.9%	-56.7%	-45.6%	-41.1%
偿债能力				
资产负债率	71.1%	69.4%	69.2%	65.7%
净负债比率	17.46	12.03%	21.76	18.60%
流动比率	0.76	1.04	1.22	1.38
速动比率	0.69	0.99	1.17	1.32
营运能力				
总资产周转率	2.42	2.28	2.17	2.16
应收账款周转率	143	203	535	535
应付账款周转率	8.95	9.40	10.67	10.67
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.93	3.52	4.69	5.86
每股经营现金流(最新摊薄)	9.27	13.48	9.82	11.12
每股净资产(最新摊薄)	12.05	15.27	18.91	23.36
估值比率				
P/E	44.75	11.85	8.89	7.12
P/B	3.46	2.73	2.21	1.79
EV/EBITDA	8	5	4	3

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上

推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%

中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

徐晓芳，中投证券百货零售分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：天虹商场、广州友谊、欧亚集团、友好集团、南京中商、通程控股等。

樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士。重点覆盖公司：海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434