

## 速度与区域布局博弈 双轨估值回归空间大

### ——大商股份（600694）调研快报

2012 年 9 月 14 日

强烈推荐/首次

大商股份

调研快报

高坤 零售行业分析师

执业证书编号：S1480511110001

010-66554016

gaokun@dxzq.net.cn

#### 事件：

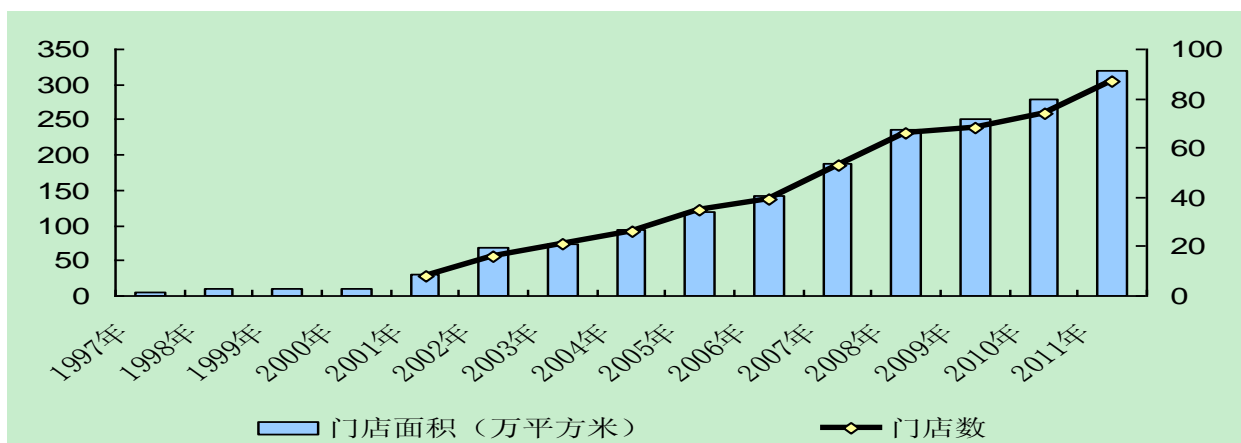
近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

#### 1. 扩张步伐及布局仍是决定业绩弹性的主要因素。

公司目前的强势区域仍然集中在辽宁、黑龙江东北两省，基于欧亚在吉林的强势地位，其在东北第三省尚未全面涉足；自 06 年拓展的河南市场，在经过前两年亿元规模的亏损后，有望在今年全面步入千万亏损级别，对整体业绩的正向拐点作用有望在明年体现；同时无论是去年收购的淄博门店还是在青岛的布局，均体现了公司对于山东市场适度加密渗透的考虑；而对于北京、上海两大一线城市的布局也正在进行，以战略性布点为主。目前涵盖新玛特（购物中心）、麦凯乐（高端百货）、千盛和现代综合百货四种细分业态，经过高速外延的发展和国退民进机制的确立，公司已经充分具备了业绩高速轨道的条件和动机。

从外延速度和模式看，不同于大多数零售企业，公司的两轮外延高峰均是以收购而非直接新设扩张为主要手段：第一波在 05 年前以东北国企改制为契机的东北区域范围内布点；第二波则是在 06 年之后以河南省作为跨区的突破口，此时的外延模式已经逐步转向租赁物业；而在 09 年开启改制事宜后外延速度放缓了两年；今年上半年公司几乎没有新增门店，下半年将会进一步加速，但整体速度或将与 11 年速度持平，目前制衡开店速度的最大瓶颈在于租赁为主的模式和高企的租金水平。

图 1：公司外延速度变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

从 7、8 月的销售情况来看，销售与打折也即收入与利润的此消彼长效应仍然为主要矛盾，也充分说明了终端销售的疲弱短期内难以扭转，在公司上半年 4% 的微幅增长背景下，下半年或将适度加大营销力度，从而促进两者之间的平衡。而商业地产供给泡沫较为严重的沈阳、郑州、大庆、哈尔滨竞争压力较大，地级市虽然相对蓝海，但以抚顺为例，王府井、中兴等的渠道下沉无疑撼动了公司原有的垄断格局。下半年开店在 4

-5 家左右，包括沈阳、吉林等地的门店，体量一般在 7-8 万平米。扩张步伐及布局仍是决定业绩弹性的主要因素，明年河南地区的减亏或扭亏幅度和一线城市门店拓展的进程是主导公司业绩趋势及业绩的正负两大因素。

## 2. 上游渗透是趋势与执行的悖论。

公司年初提出的自营化转向，中间渠道简化，虽然存在“内贸十二五规划”的政策背景支持，但基于经济环境的下行和各个品牌代理环节、议价能力的差异有所放缓。上半年毛利率 2 个百分点以上的大幅提升，主要是新店减亏的推进。但今年上半年开始，公司还是在控制跑冒滴漏方面做了规范化的推进：一方面总部设置了防损部门，另一方面通过成立总部招商部，进行 80 个主要百货品牌的总部招商制，从而在提升重点品牌议价能力的同时防止跑冒滴漏。另外，对上游供应商平均一个月左右的付款周期也好于同行水平。

正如零售行业的轮回周期理论一样，百货行业内置的盈利模式也必将经历一个或长或短的轮回，自营已经成为长期不争的发展趋势。从世界范围看，百货行业主要是买手制，税前利润能够达到 35%，最低也在 25% 以上。而我国百货业主要以代理制为主，平均毛利率很低，12%-15% 是基本平衡点，然而，越演越烈的促销大战对利润空间的侵蚀需要通过自营来突破利润的天花板。通过自营来实现利润增长将成为百货业盈利模式未来的发展方向。

表 1：联营和自营优劣分析

	自营优势	自营劣势	转变的优势	转变的困境
联营劣势	流通环节减少		经营能力提升	体制制约
	留存利润		提升盈利	社会信用缺位
联营优势		采购黑洞	避免同质化竞争	行业集中度不高
		存货风险大	增强服务品质	人才匮乏
		财物成本高		

资料来源：东兴证券研究所

## 3. 国退民进机制下的费用挖掘。

集团与上市公司存在同业竞争在零售行业并不罕见，从经营模式上集团往往充当新店的孵化器，或者以分公司的形式为避税的税基，而亏损门店不抵税。公司从去年开始的实际所得税率明显下降，充分体现了其前期新开大店开始盈利的良好态势；另外从费用的进一步压缩空间来看，今年上半年广告费自去年上半年 2.4 亿的高位下滑（1 个百分点以上）对期间费用的集约起到了重要推动作用，但基于下半年营销促销力度的加大和部分上半年发生费用的下半年结算，广告费用仍存在较大上涨压力；另外基层人工成本与收入增长息息相关，存量压力不大；而门店管理人员成本以利润导向的考核机制下，仍以合理亏损范围内的激励为主要目的。而茂业系的增持和公司股权分散的特质，对于费用进一步的集约和业绩释放形成了较为正面的促进作用。

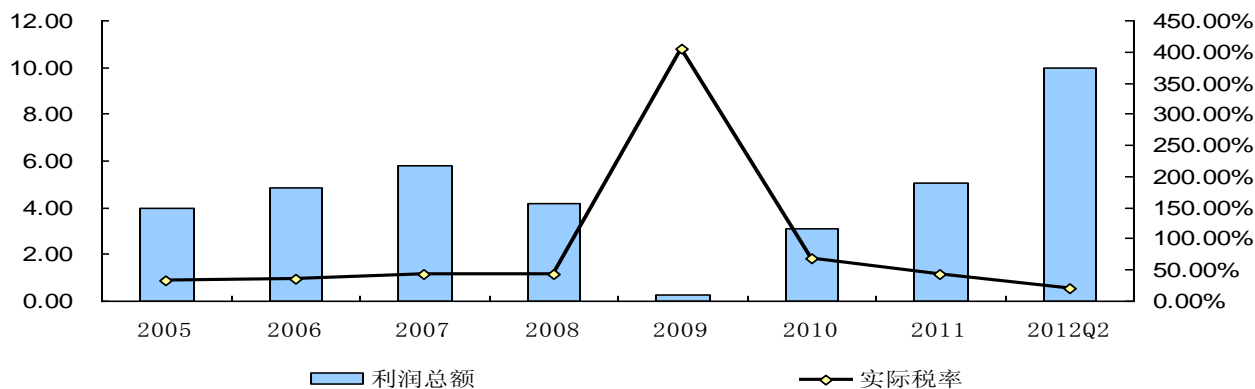
表 2：期间费率变化趋势及分解

	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q2
销售费率+营业费率（%）	14.82	17.10	16.29	15.78	15.17	13.47
工资福利费用（亿）	6.71	8.01	8.17	8.92	10.3	6.48

租赁费用（亿）	3.86	4.45	7.64	7.7	9.3	5.05
折旧摊销费用（亿）	2.61	8.05	2.96	2.76	3.13	1.01

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 2：公司实际税率变化趋势



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

## 结论：

公司目前当之无愧成为东北乃至全国规模最大的零售企业，无论是从业绩的自然拐点还是从机制的催化来看已经充分具备了业绩高速轨道的条件和动机。无论从物业价值的角度还是从 PS、市值的角度，都拥有较大的估值回归空间，茂业的增持也充分体现了大商的平台价值。我们预测公司 12-13 年 EPS 为 3.42、4.50，对应 PE 分别为 12 倍、8 倍。综合考虑到公司自有物业的安全边际及较为确定的业绩拐点和股权争夺事件催化，给予 12 年 17 倍的 PE，对应 6 个月目标价 58.1 元，距当前价格仍有 40% 的涨幅，首次给予“强烈推荐”的投资评级。

## 风险提示：

- 1、现有项目同店及培育期受到经济下行风险影响下滑及延长；
- 2、异地外延扩张尤其是一线城市试水带来的选址、品牌知名度低、市场培育期长等经营风险。

## 分析师简介

### 高坤

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。