

百货零售
署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

6-12 个月目标价: 63.36 元

当前股价: 40.44 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2098.81
总股本(百万)	293
流通股本(百万)	293
流通市值(亿)	118
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	2.90	17.83	32.03
商业贸易	-2.27	-7.62	-19.55
沪深 300 指数	-0.75	-6.22	-10.94


相关报告

大商股份-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
 2012-08-24

大商股份
600694
强烈推荐
业绩拐点确立, 价值逐步回归

作为国内零售业龙头, 公司近年来业绩表现与市场地位错位, 市值严重低估。2012 年, “轻熟” 门店占比的上升、开店速度放缓、营销创新、股权危机、增发诉求共同促成了业绩拐点的确立, 公司价值也将逐步回归。

投资要点:

- **业绩表现与市场地位错位, 市值严重低估:** 1998 年至 2012 年上半年, 公司通过收购、自建、租赁等方式从大连商场 1 家门店发展到 200 余家门店 (其中百货门店 87 家)。2011 年营业收入 304 元, 位列 A 股百货类上市公司之首。然而, 公司净利率长期远低于行业平均水平, 尤其是 2009 年改制后, 其净利率在 -0.43 至 0.93% 之间。相应的, 公司价值严重低估, PS 仅 0.28~0.61, 处行业末位; 而 CFO/NI 最高时达 16.8, 位居行业之首; 公司仅百货门店的自有物业建筑面积已高达 133 万平米, 重估净值是市值的 2.5 倍。
- **“轻熟” 门店占比的上升、开店速度放缓、营销创新带来盈利能力的提升:** (1) 2005 年至 2009 年, 公司经历了跨区域的快速扩张, 新增 39 家大体量百货门店, 新增建筑面积 171 万平米。目前, 这些门店绝大部分已度过盈亏平衡点, 处于利润快速增长期; (2) 在经济增速放缓、居民消费意愿减弱的大背景下, 公司适时调慢了开店速度, 资本开支、营销费用、前期亏损减少; (3) 凭借在多个省份绝对龙头的优势, 推动 “自销直营”, 缩短产业链, 提升盈利能力。
- **股权危机、增发诉求进一步强化了业绩拐点的到来和市值修复的预期:** (1) 庞大的门店网络、低估的市值、分散的股权 (第一大股东占比仅 8.8%)、巨大的业绩提升空间使得公司成为收购的优良标的。为应对茂业国际的进入、后续可能的增持和其他产业资本的垂涎, 良好的业绩、市值的修复是管理层必然的选择; (2) 公司计划战略性进入北京、上海, 新开门店和兼并收购并举, 增发诉求强烈。
- **投资建议: 2012-2013 年是投资大商股份的战略机遇期, 后续大商集团、茂业或第 3 方的增持, 以及增发的启动都将成为股价催化剂。** 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%, 以 2011 年为基期 CAGR85%; 对应 EPS 分别为 3.52、4.69 和 5.86 元。给予 2012 年 18 倍 PE, 目标价 63.36 元, 维持 “强烈推荐” 评级。

风险提示: 1、业绩不达预期; 2、北京、上海门店前期巨额亏损; 3、第一大股东易主

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

目 录

一、近年来，业绩表现与市场地位错位，市值严重低估	3
1、行业地位：国内第一大百货类上市公司，第二大综合零售类上市公司	3
2、近年来，业绩表现不佳，市值严重低估	4
二、店龄结构改善、模式创新共促业绩拐点的来临	5
1、发展 3 阶段：从大规模兼并收购到跨区域扩张，再到加密布点	5
2、店龄结构不断优化，刚过培育期的“轻熟”门店占比高	7
3、引领行业，推出创新模式“自销直营”	8
三、收购者的出现，有利于公司价值向合理水平回归	9
1、历史沿革与股权架构	9
2、关于国商公司 ——长期将退出	10
3、收购者浮现：茂业国际于二级市场增持 4.5% 的股权，“进可攻退可守”	10
四、盈利预测与估值	12

图表目录

图 1、A 股零售类上市公司营业收入对比（亿元）	3
图 2 全国性百货 2011 年营业收入（亿元人民币）	3
图 3 营业收入及增速	4
图 4 归属净利润及增速	4
图 5 公司 PS 值与行业水平比较	4
图 6 公司经营活动现金流与净利润比率	4
图 7 公司历年百货门店家数	5
图 8 公司历年百货业务建筑面积（平米）增速	5
图 9 公司与百货零售行业期间费用率比较	7
图 10 公司与百货零售行业净利润率比较	7
图 11 公司百货门店店龄分析 - 家数及占比	7
图 12 公司百货门店店龄分析 - 建筑面积及占比	8
图 13 公司股权架构	9
表 1 公司各商号门店信息	3
表 2 公司资产重估净值测算	5
表 3 2005-2009 年公司新增门店	6
表 4 大商股份优势区域多于同行（数据截至 2011 年）	8
表 5 大商股份门店网络（2011 年）	10
表 6 茂业国际门店网络（2011 年）	11
表 7 大商集团可能会采用的反收购方式	11

一、近年来，业绩表现与市场地位错位，市值严重低估

公司由大连商场 1 家门店起家，在 1998 年以来的 14 年间，公司通过收购、自建、租赁等方式将门店数量扩大至 200 余家，业态涵盖购物中心、单体百货、连锁超市和连锁电器店。

1、行业地位：国内第一大百货类上市公司，第二大综合零售类上市公司

公司 2011 年营业收入为 304 亿元，其中百货、超市、电器分别达 178、59.4 和 40.3 亿元，占比分别为 58.6%、19.5%和 13.2%。从收入规模看，公司在 A 股零售类公司中仅次于苏宁电器（939 亿元）和友谊股份（470 亿元），位列第 3 位；在 A 股综合类零售公司中仅次于友谊股份，位列第 2 位。2011 年，公司百货业务收入 178 亿元，在以百货业态为主的上市公司中位列第 1 位。

图 1、A 股零售类上市公司营业收入对比（亿元）

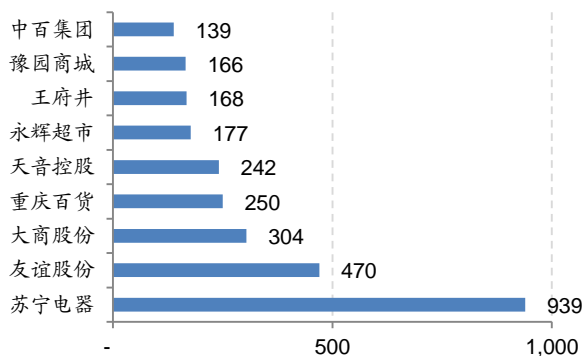
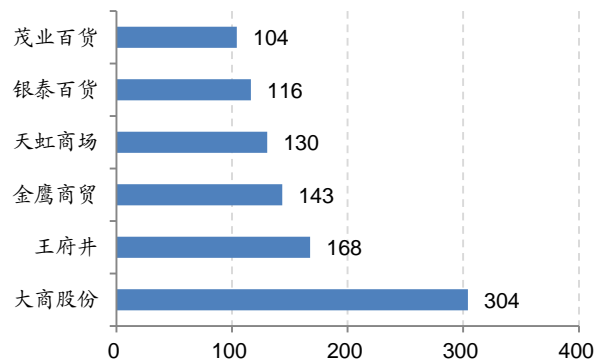


图 2 全国性百货 2011 年营业收入(亿元人民币)



资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司拥有老字号、麦凯乐、新玛特、千盛四大商号，其中老字号门店主要通过收购兼并获得，主要是各地方原国有老牌商业企业，目前老字号门店 24 家，合计建筑面积 57.4 万平米，占比 16%；老字号门店拥有较长的店龄，收入增速相对较慢，但折旧摊销金额低，销售净利率高，业绩弹性大；且老字号门店普遍位于各城市的核心商圈，享有较高的物业重估价值。

表 1 公司各商号门店信息（截至 2011 年底）

指标	老字号	麦凯乐	新玛特	千盛	合计
家数	24	7	40	15	86
家数占比	28%	8%	47%	17%	100%
建筑面积 (平方米)	573,600	381,311	2,122,347	468,244	3,545,502
建面占比	16%	11%	60%	13%	100%
平均单店面积 (平方米)	23,900	54,473	53,059	31,216	41,227

资料来源：公司公告，中投证券研究所

2、近年来，业绩表现不佳，市值严重低估

2005 年，公司收购山东济南儒商百货，这是首次走出东北地区开始跨区域扩张。2006 年 6 月 1 日，公司郑州金博大新玛特开业，标志着公司河南市场的开始。2007 年开始，公司开始在东北、河南加密布点，开店速度加快。2005-2011 年，公司营业收入年复合增长率 23.5%，而归属净利润年复合增长率仅为 2.0%。尤其是加速开店的 2007-2009 年，公司归属净利润持续负增长，2009 年亏损 9079 万元，当年净利润率-0.43%。

图 3 营业收入及增速

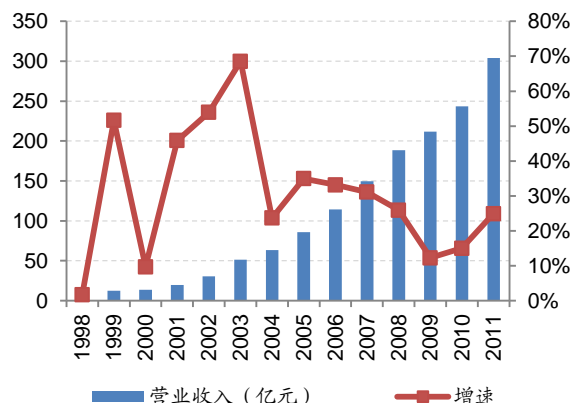
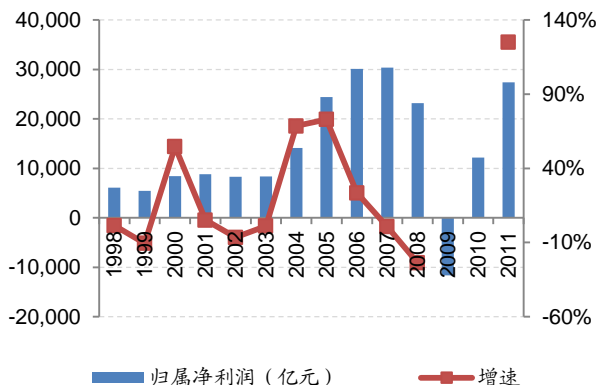


图 4 归属净利润及增速



资料来源：公司公告，中投证券研究所

相应的，公司二级市场表现不佳，市值严重低估：

（1）2007 年以来，公司市销率 PS 值持续低于行业平均水平

1998 年以来，公司最低市销率出现在 2008 年，为 0.28；2011 年，公司市销率 0.32；以最新市值和 2012 年营业收入增速 8%测算，公司最新市销率约 0.33，接近历史最低水平；同时远低于行业 0.81 的平均水平(2012H)。

（2）经营活动现金流与净利润的比率远高于行业平均水平

2010 年、2011 年，公司的经营活动现金流分别高达 17.3 和 27.2 亿元，分别是当年净利润的 16.8 和 9.6 倍，远高于行业 2-3 倍的平均水平。

图 5 公司 PS 值与行业水平比较

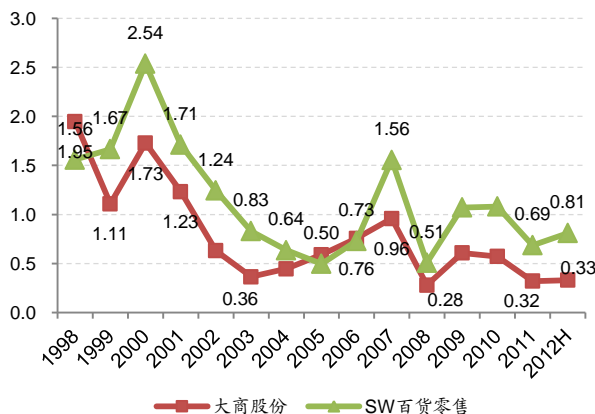
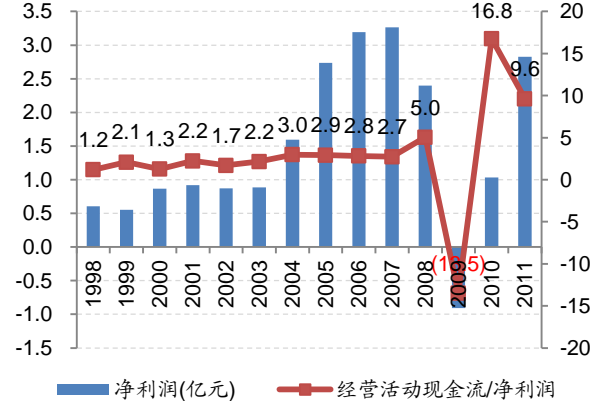


图 6 公司经营活动现金流与净利润比率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

(3) 百货自有物业面积达 133 万平米，资产重估净值是市值的 3.37 倍

截至 2012 年上半年,公司百货业态门店 87 家,合计建筑面积约 360 万平米,其中自有物业面积约 133 万平米,占比约 37.1%,租赁面积(含租赁大商集团物业)约 226 万平米,占比 62.9%。

受限于门店资料的可得性,我们无法获知公司连锁超市和连锁电器店的自有物业面积,在此仅以百货门店自有物业来测算重估净值。

公司自有物业分布于辽宁、黑龙江、河南、山东等地的省会、地级市,多位于核心商圈,假设均价为 2 万元/平米,则自有物业重估值为 133 万平米*2 万元/平米 = 266 亿元。综合考虑货币资金、物业重估值、投资性房地产以及主要负债等,公司的重估净值为 304 亿元,为最新市值的 2.5 倍,位列 A 股零售类公司前列。

表 2 公司资产重估净值测算

指标	数值
货币资金(亿元)	46.84
物业重估值(亿元)	266
投资性房地产(亿元)	2.33
主要负债(银行贷款)(亿元)	10.72
资产重估净值(亿元)	304.46
股本(万股)	29,372
每股重估资产净值(元)	103.65
股价(元)	41.4
最新市值(亿元)	121.6
重估净值/最新市值	2.50

资料来源:公司公告,中投证券研究所

二、店龄结构改善、模式创新共促业绩拐点的来临

1、发展 3 阶段:从大规模兼并收购到跨区域扩张,再到加密布点

图 7 公司历年百货门店家数

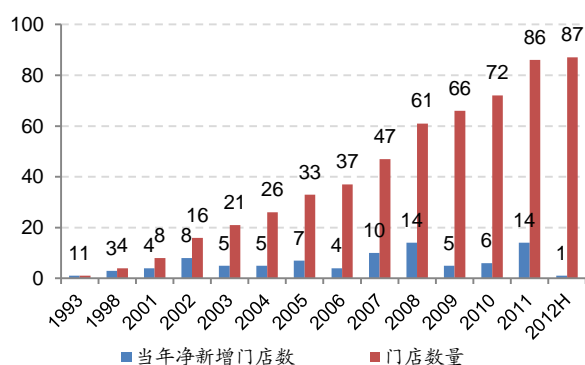
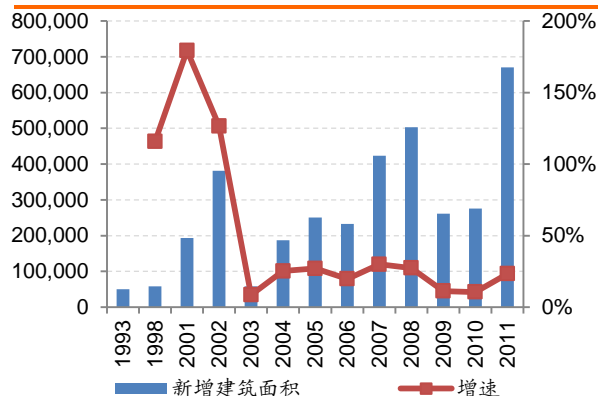


图 8 公司历年百货业务建筑面积(平米)增速



资料来源:公司公告,中投证券研究所

1998 年以来，公司的发展经历了 3 个阶段：

第一阶段：1998 年 - 2004 年，大规模兼并收购阶段

在这个阶段，公司大量收购了东北地区辽宁省和黑龙江省各地级市的原国有商业企业，成为东北地区市占率最高的商业龙头企业。这一阶段，公司门店由 1 家扩张至 26 家，其中，以收购方式获得的门店为 15 家，占比 58%；建筑面积由 5 万扩大至 92.8 万平米，营业收入由 8.2 亿元扩大至 63.5 亿元，年复合增长率 40.8%。

第二阶段：2005 年 - 2009 年，加速扩张阶段

在结束了以收购兼并为首轮扩张后，公司开始以新开门店的方式加密布点和跨区域扩张。

该阶段的营业收入由 85.8 亿元上升至 211.6 亿元，年复合增长率 27.2%；而 2005-2008 年的归属净利润却由 2.44 亿元降为 2.3 亿元，2009 年则亏损 1.16 亿元。该阶段公司业绩与收入规模的严重背离原因在于：

（1）快速的规模扩张

2005 年至 2009 年的 5 年间，公司百货门店的建筑面积由 117.8 万平米扩大至 260 万平米，年复合增长率 22.9%（以 2004 年为基期）；

表 3 2005-2009 年公司新增门店

指 标	东北地区	河南省	山东省	其他	合计
新增门店（家）	26	10	2	1	39
新增建筑面积（平米）	1,117,070	341,570	179,000	33,420	1,671,060
占比	67%	20%	11%	2%	100%
平均单店面积（平米）	42,964	34,157	89,500	33,420	42,848
区域特征	优势区域	新进入	新进入	新进入	

资料来源：公司公告，中投证券研究所

（2）以新开门店为主，且战略性进入新区域河南省、山东省，门店培育期长

2005 年至 2009 年，公司新增 39 家门店，其中仅 9 家为收购门店，30 家为新开门店；新增门店中有 10 家位于新进入区域河南省，合计建筑面积 34.2 万平米，占同期新增建筑面积的 20%。公司收购的门店多老字号的成熟门店，而新开门店体量大、成本高，所需培育期长。公司东北地区加密布点的门店培育期一般为 1-3 年，同期河南地区的门店培育期则为 4 年左右。该阶段，培育期门店占比不断攀升，期间费用率逐年上升，销售净利率逐年下降。

第三阶段：2010 年 - 2012 年，巩固龙头优势阶段

2010 年，公司新开 6 家门店，分别位于辽宁、黑龙江和山东省，合计建筑面积 27.59 万平米；2011 年，公司新开 14 家门店，分别位于东北三省、河南和四川自贡，合计建筑面积 67.02 万平米，创历年新增商业建筑面积之最。2012 年，公司储备项目的物业方普遍出现资金紧张、建设缓慢的情况，无法按时交付物业，因此公司开店速度将会放缓。预计公司 2012 年将新增 5-10 家门店，主要分布于东北地区的沈阳、吉林，河南等优势区域。

图9 公司与百货零售行业期间费用率比较

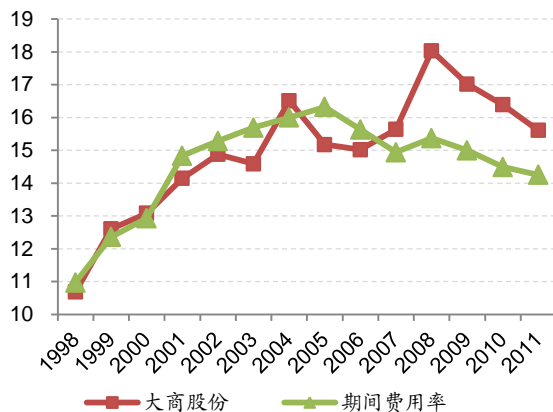
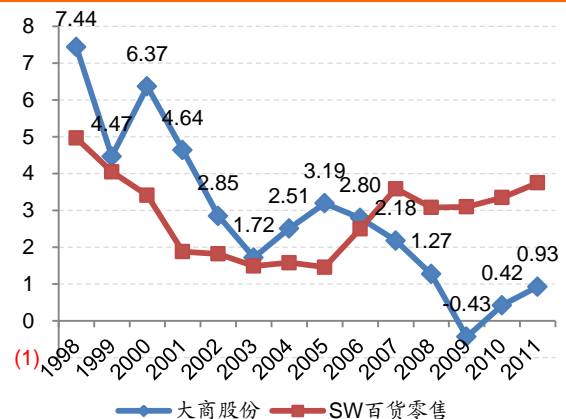


图10 公司与百货零售行业净利润率比较



资料来源：公司公告，中投证券研究所

2、店龄结构不断优化，刚过培育期的“轻熟”门店占比高

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。“轻熟”门店业绩弹性大：

(1) 公司门店多以子公司形式存在，实现盈利后的前几年可用前期亏损抵扣所得税；

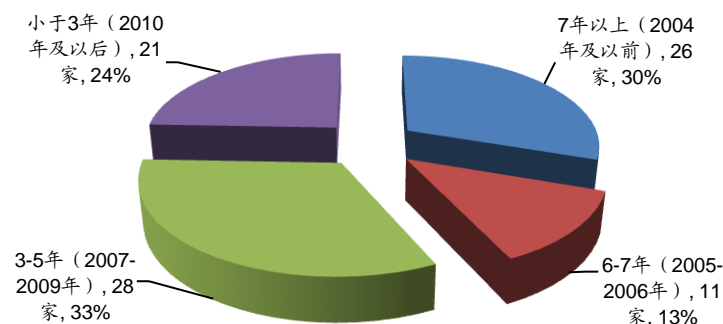
(2) “轻熟”门店对品牌的议价能力不断增强，扣点率处上升通道，且规模效应显著，费用率处下降通道；

(3) “轻熟”门店较成熟门店存在更大的提档升级空间。

目前，公司 5 年及以下店龄的百货门店约 49 家，占全部门店的 57%；合计建筑面积 214 万平米，占比 60%；其中店龄在 3-5 年的“轻熟”门店 28 家，占全部门店的 33%，合计建筑面积 119 万平米，占比 33%。

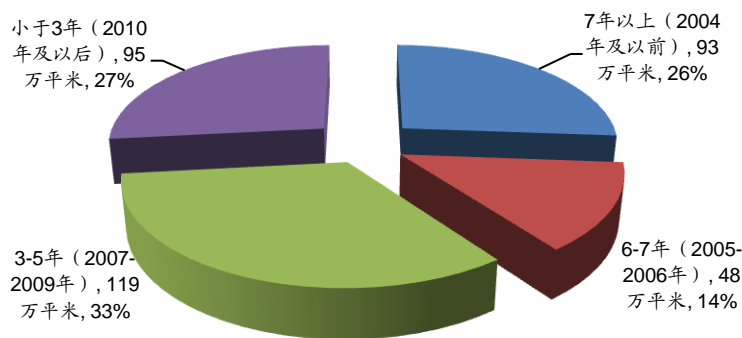
公司日益优化的店龄结构预示着公司业绩拐点来临，未来 3 年将处于利润的快速增长期。

图11 公司百货门店店龄分析 - 家数及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 12 公司百货门店店龄分析 - 建筑面积及占比



资料来源：公司公告，中投证券研究所

3、引领行业，推出创新模式“自销直营”

我国品牌生产商普遍采用多级代理制，加之我国百货业采用的联营扣点模式，产品在销售过程中经过层层加价，导致终端销售价格虚高，在一定程度上抑制了消费。2011年下半年以来，随着经济增速的放缓，居民消费意愿明显下降。各百货终端为提升销售，开始了大规模、大力度、高频率的打折促销活动，严重挤压了自身和品牌代理商的盈利空间。面对行业困境，公司引领行业变革，推出创新模式“自销直营”：

“自销” - 减少中间环节，推动代理层级上移；

“直营” - 产业链上移，收购品牌代理商。

“自销”变革将直接提升公司的毛利率和净利率水平，而“直营”的推进将同时使毛利率和费用率提升，需公司具备突出的运营管理能力才可使净利率水平得以提升。

进行“自销”和“直营”变革，客观上要求百货商在省级层面具有相当的规模和排名居前的市占率。为提升规模效益、增强区域市场控制力和对供应商的议价能力，各全国性百货均提出了“区域密集布点”的战略，但王府井、金鹰商贸、天虹商场、银泰百货、茂业国际的优势区域还仅限于各自的大本营北京/成都、南京、广东、浙江、广东，在其他已进入区域则未占据龙头地位。而公司坚持进入一个区域、做透一个区域的思路，在黑龙江、辽宁、河南拥有绝对优势。区域内排名第一的规模、强大的市场影响力使得公司有能力推行“自销”和“直营”。

表 4 大商股份优势区域多于同行（数据截至 2011 年）

上市公司	进入省份 (个)	门店数量 (家)	建筑面积 (万平方米)	优势区域				
				省份	门店		体量	
					家数 (家)	占比	建筑面积 (万平方米)	占比
大商股份	5	86	355	辽宁	40	47%	161	45%
				黑龙江	23	27%	99	28%
				河南	14	16%	55	16%
王府井	14	25	116	北京	6	24%	31	27%

				四川	2	8%	16	14%
金鹰集团	4	25	106	江苏	13	52%	52	49%
天虹商场	8	46	124	广东	29	63%	71	57%
银泰百货	6	28	121	浙江	17	61%	N.A	N.A
茂业百货	8	37	112	广东	7	19%	24	21%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、收购者的出现，有利于公司价值向合理水平回归

1、历史沿革与股权架构

公司前身为大连商场，1992 年改制为股份公司，1993 年 11 月上交所上市。

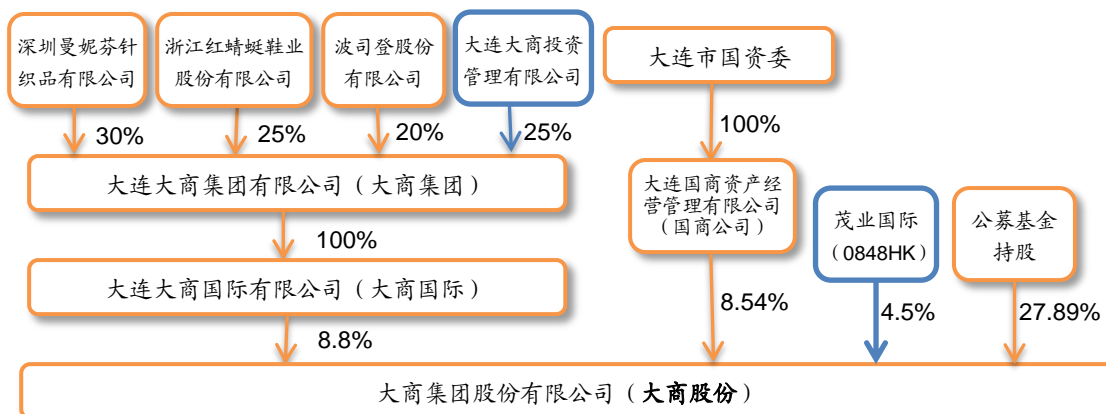
2005 年，据《关于大商集团股份公司部分国有股持股单位变更有关问题的批复》，大商国际成为公司第一大股东（29.5%），性质为国有法人股。2008 年 12 月 31 日，大商国际持股 18.8%。

2009年6月5日,据国务院国资委批准,大商国际将10%的股权无偿划转给国商公司;性质仍为国有法人股。

2009年10月28日，深圳市曼妮芬针织品有限公司、浙江红蜻蜓鞋业有限公司、波司登股份有限公司出资1.85亿元受让大商集团100%的国有股权。其中，3方的出资分别为7386、6154和4925万元，股权比例40%、33.33%和26.67%。2009年10月28日大商股份的市值为108亿元，大商集团间接持有大商股份8.8%的股权，则3家公司曼妮芬、红蜻蜓、波司登间接持有的大商股份股权市值为9.504亿元。随后，大连大商投资管理有限公司以货币资金对大商集团增资，股权比例25%。12月，大商国际股权变更为非国有股权。

2011年7月4日,波司登股份有限公司将大商集团19%的股权转让给浙江报喜鸟服饰股份有限公司,转让价格5141万元;截至2012年6月30日,相关工商手续尚未办理完毕。

图 13 公司股权架构



资料来源：公司公告，中投证券研究所

2、关于国商公司 一长期将退出

- 2010 年，国商公司减持 338 万股，持股比例降至 8.81%；
- 2011 年 4 月 26 日至 5 月 20 日，国商公司通过二级市场减持 57.5 万股，占总股本的 0.19%，持股比例降至 8.62%；我们推算此次减持均价在 44.94 元，套现资金 2584 万元。
- 2011 年 11 月 4 日至 10 日，国商公司再次通过二级市场减持 22.03 万股，占总股本的 0.075%，持股比例降至 8.54%；我们推算此次减持均价在 41.91 元，套现资金 923 万元。

长期来看，国商公司将选择退出，大商投资管理有限公司或大商集团是潜在的接盘者。

3、收购者浮现：茂业国际于二级市场增持 4.5%的股权，“进可攻退可守”

7 月 27 日午间休盘时间，茂业国际（00848.HK）公告，在 2012 年 6 月 5 日至 2012 年 7 月 25 日期间，通过上交所场内购买 1332 万股大商股份，占大商股份股本的 4.5%；投入资金 4.50 亿元，平均成本 33.78 元。

茂业国际指出，增持大商股份的原因是看好零售业前景。但从大商股份对茂业国际的吸引力以及茂业国际对成商集团、商业城、渤海物流、深国商的投资经历来看，茂业国际历次在二级市场上的增持均以控股权为目标。我们认为，一方面，本次增持大商股份，其本意也同样志在控股权。但另一方面，如同在商业城、深国商方面争夺第一大股东地位失利一样，茂业国际获取大商股份的控股权也难以实现，大概率事件是成为获利丰厚的财务投资者。

一方面，茂业国际的本意应在控股权：

（1）大商股份对茂业国际的吸引力强

截至 2011 年底，茂业国际有 36 家门店，另有 1 家管理门店；主要分布在华南的广东深圳、珠海，华东的江苏、山东，西南的四川、重庆和华北的河北秦皇岛等地。而大商股份的门店主要分布在东北三省和河南省。茂业国际与大商股份的门店在地域上具有极强的互补性，若茂业国际如愿获取控股权，则意味着全面打开了东北市场、并完善了鲁、豫地区的布局。

表 5 大商股份门店网络（2011 年）

地区	省份	门店数量		体 量	
		家数 (家)	占比	建筑面积 (平米)	占比
东北	黑龙江省	23	26.7%	985,750	27.6%
	辽宁省	40	46.5%	1,611,160	45.0%
	吉林省	3	3.5%	86,602	2.4%
华中	河南省	14	16.3%	554,570	15.5%
其他	其他	6	7.0%	338,420	9.5%
	合计	86	100%	3,576,502	100%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

表 6 茂业国际门店网络（2011 年）

地区	门店数量		体 量		销售所得 款项总额 占比
	家数 (家)	占比	建筑面积 (平米)	占比	
华东	10	27.8%	299,512	28.51%	17.70%
西南	7	19.4%	261,906	24.93%	23.50%
华南	11	30.6%	235,523	22.42%	37.30%
华北	7	19.4%	183,475	17.47%	21.50%
东北	1	2.8%	70,000	6.66%	
	36	100%	1,050,416	100%	100%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

（2）利润巨大的改善空间

2011 年，大商股份的综合毛利率为 18.59%，高于零售板块的平均综合毛利率 18.19%，低于百货板块的综合毛利率 19.62%；同年，大商股份的净利润率为 0.93%，而零售行业的平均水平为 3.77%。这意味着，即使大商股份的盈利能力仅提升至行业平均水平，其利润则存在 3 倍左右的提升空间。

（3）超过 133 万平米的自有商业物业

仅考虑百货门店，大商股份的自有物业建筑面积便高达 133 万平米；综合考虑公司在百货、超市、电器、酒店、写字楼方面的物业，大商股份自有物业建筑面积在 A 股零售公司中位居前列，用于零售经营的自有物业建筑面积为 A 股零售类公司榜首。

另一方面，茂业国际的收购将遇较大阻力

尽管目前大商股份的股权相对分散，但我们认为，大商集团有较多方式捍卫第一大股东地位：包括签署一致行动人、二级市场增持以及定向增发、注入资产或引入新的一致行动人等。随着公司业绩拐点的来临，以及股权争夺预期带来的股价上行，茂业国际的收购成本也将上升。

表 7 大商集团可能会采用的反收购方式

反收购方式	产生效果的速度	对股价的影响	反收购效果	难度
方式一：签一致行动人	快	弱	强	中
方式二：二级市场增持	快	强	强	低
方式三：定向增发，注入资产或引入新的一致行动人	中	强	中	大

资料来源：公司公告，中投证券研究所

因此，预计茂业国际会继续增持，存在发生股权争夺战的可能。一旦发生股权争夺战，茂业国际所遇阻力较大，预计将转变为财务投资者。

此外，不同于完全自开门店的扩张模式，大商在快速扩张中兼并收购、自开门店并举，这样的模式在后期管理中难度较大。若茂业成为第一大股东，则后续需要相当长的时间来整合资源。

四、 盈利预测与估值

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、经济疲软的大环境下开店速度放缓、推动“自销直营”模式盈利能力增强，业绩拐点确立；2012 - 2013 年是投资大商股份的战略机遇期，后续大商集团、茂业或第 3 方的增持，以及增发的启动都将成为股价催化剂。

维持盈利预测与评级：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%，以 2011 年为基期 CAGR85%；对应 EPS 分别为 3.52、4.69 和 5.86。给予 2012 年 18 倍 PE，目标价 63.36 元，维持“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%
获利能力				
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%	40.5%	35.6%	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 $\pm 10\%$ 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, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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