

**百货零售**
**署名人: 徐晓芳**

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@cjis.cn

**6-12个月目标价: 51.68**

当前股价: 36.36元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2101.58
总股本(百万)	293
流通股本(百万)	293
流通市值(亿)	106
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	-5.09	6.35	12.24
商业贸易	1.57	-4.60	-19.95
沪深300指数	3.42	-3.57	-12.04


**相关报告**

大商股份-业绩拐点确立, 价值逐步回归

2012-10-17

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**
**毛利率下滑、实际所得税率陡增、净利率大幅回落**
**—2012年3季报点评**

公司前3季度营业收入增速4.81%，归属净利润增163%，EPS2.84元。第3季度营业收入76.6亿元(+6.54%)，贡献EPS0.33元，单季度净利率降至1.37%。毛利率大幅降至17.57%、实际所得税率陡增至38.38%是第3季度净利率大幅下降的主要原因。

**投资要点:**

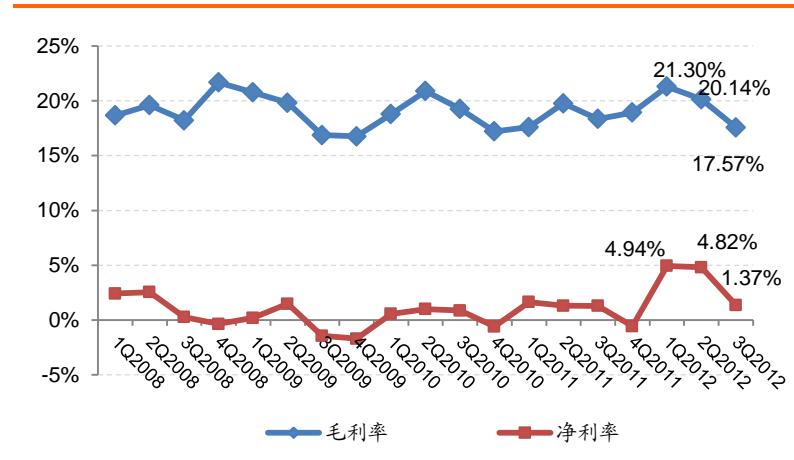
- 需求疲软，大规模的打折促销下毛利率下滑、营收维持正增长：(1)毛利率：3季度，消费持续低迷，公司进行了大规模的打折促销，单季度毛利率比2011年同期下滑0.78个百分点至17.57%，环比1、2季度分别下滑3.73%、2.57个百分点。(2)营业收入：3季度营业收入增速6.54%，高于1季度的增速(1.21%)，但低于2季度增速(7.65%)，前3季度累计营业收入同比增长4.81%。
- 前3季度，期间费用绝对额下降2.9%，期间费用率降1.1个百分点至13.89%：前3季度，销售/管理/财务费用的绝对额分别增长-7.5%/2.7%和-54.6%；销售/管理/财务费用率分别下降0.66/0.18/0.27个百分点。受偿还部分银行借款影响利息支出减少及银行存款收到利息增加所致，财务费用的下降幅度在三费中最大。
- 第3季度实际所得税率陡增至38.38%：受益于度过盈亏平衡点的“轻熟”门店占比上升，公司第1、2季度的实际所得税率分别为20.55%和21.08%。公司前3季度新增门店数量在3家左右，分别为河南新乡新玛特凤泉店(1.8万平米)、盘锦瑞诗酒店和NTS新城镇购物中心老虎屯店(8600平米)，从店龄结构的角度来讲并未有显著变化，而第3季度的实际所得税率陡然攀升至38.38%。
- 前3季度经营性现金流量净额为22.5亿元，虽同比下降6.85%，但其绝对值是净利润的2.51倍，显示了公司良好的现金流状况。
- 展望4季度：1、鉴于去年受暖冬、经济增速放缓影响基数较低，而今年东北天气较往年偏冷，预计收入增速将有所加快；2、将延续大规模的打折促销，毛利率难以回到1、2季度的水平；3、大量广告费预计将于4季度体现；4、4季度约新增3家门店：吉林新玛特(约6万平米)、沈阳于洪新玛特(9.2万平米)、开原新玛特(4.35万平米)，开办费、前期亏损增加。下调2012-14年营业收入增速至6.5%、10%和12%，下调归属净利润增速至226%、26%和24.5%，EPS3.04、3.83和4.77元。给予2012年17倍PE，目标价51.68元，维持“强烈推荐”。
- 风险提示：1、费用剧增，毛利率大幅下滑，资产减值损失剧增；2、实际税率上升

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30404	32380	35618	39892
收入同比(%)	25%	6%	10%	12%
归属母公司净利润	274	893	1126	1402
净利润同比(%)	125%	226%	26%	25%
毛利率(%)	18.6%	19.3%	20.7%	21.2%
ROE(%)	7.7%	20.6%	21.6%	22.4%
每股收益(元)	0.93	3.04	3.83	4.77
P/E	44.75	13.73	10.89	8.75
P/B	3.46	2.82	2.36	1.96
EV/EBITDA	8	5	4	4

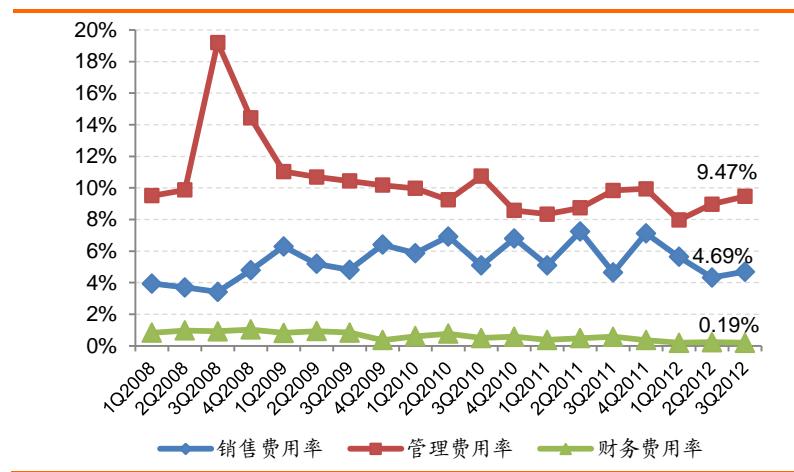
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司单季度毛利率与净利率



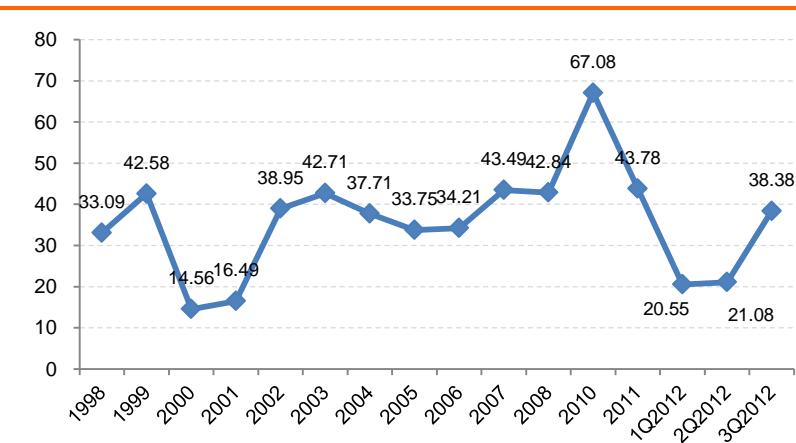
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 2 公司单季度三项费用率



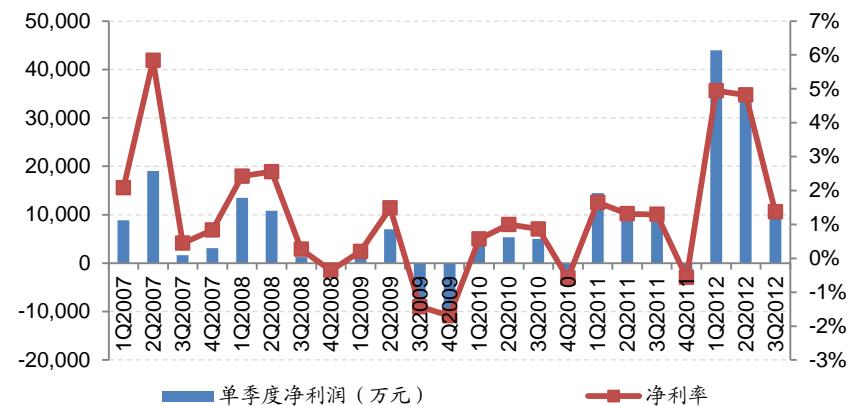
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3 公司单季度所得税/利润总额



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 4 公司单季度净利润及净利率



资料来源：公司公告，中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>				
现金	6535	9351	12566	14440
应收账款	4883	8000	11096	12798
其他应收款	244	62	68	76
预付账款	707	505	556	622
存货	126	261	282	315
其他流动资产	575	523	565	629
	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	13209	15627	18426	19933
<b>流动负债</b>				
短期借款	8646	9098	10531	10737
应付账款	718	1064	2000	1500
其他流动负债	2951	2613	2825	3146
	4977	5421	5706	6091
<b>非流动负债</b>	750	1887	2365	2565
长期借款	307	-193	285	485
其他非流动负债	443	2080	2080	2080
<b>负债合计</b>	9396	10985	12896	13302
少数股东权益	274	298	328	366
股本	294	294	294	294
资本公积	1454	1454	1454	1454
留存收益	1791	2596	3454	4518
归属母公司股东权益	3539	4344	5202	6266
<b>负债和股东权益</b>	13209	15627	18426	19933

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	2722	3793	2426	2830
净利润	283	917	1156	1439
折旧摊销	573	600	614	595
财务费用	135	61	94	111
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	1665	2324	547	665
其他经营现金流	67	-110	15	19
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-360	-319	1052	-749
短期借款	73	345	936	-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	-164	-362	-449
<b>现金净增加额</b>	1602	3117	3096	1702

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
<b>营业收入</b>	30404	32380	35618	39892
营业成本	24749	26131	28245	31455
营业税金及附加	367	389	470	499
营业费用	1818	1810	2180	2465
管理费用	2793	2798	3092	3435
财务费用	135	61	94	111
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
<b>营业利润</b>	459	1142	1482	1861
营业外收入	87	100	85	80
营业外支出	43	45	50	65
<b>利润总额</b>	503	1197	1517	1876
所得税	220	280	361	437
<b>净利润</b>	283	917	1156	1439
少数股东损益	9	24	30	38
<b>归属母公司净利润</b>	274	893	1126	1402
EBITDA	1167	1803	2191	2567
EPS (元)	0.93	3.04	3.83	4.77

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.9%	6.5%	10.0%	12.0%
营业利润	48.4%	148.8%	29.8%	25.6%
归属于母公司净利润	125.0	225.9%	26.0%	24.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.6%	19.3%	20.7%	21.2%
净利率	0.9%	2.8%	3.2%	3.5%
ROE	7.7%	20.6%	21.6%	22.4%
ROIC	44.9%	22.3%	24.2%	-26.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	71.1%	70.3%	70.0%	66.7%
净负债比率	17.46	13.39%	22.37	19.43%
流动比率	0.76	1.03	1.19	1.34
速动比率	0.69	0.97	1.14	1.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.42	2.25	2.09	2.08
应收账款周转率	143	201	524	528
应付账款周转率	8.95	9.39	10.39	10.54
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.93	3.04	3.83	4.77
每股经营现金流(最新摊薄)	9.27	12.91	8.26	9.64
每股净资产(最新摊薄)	12.05	14.79	17.71	21.33
<b>估值比率</b>				
P/E	44.75	13.73	10.89	8.75
P/B	3.46	2.82	2.36	1.96
EV/EBITDA	8	5	4	4

## 相关报告

### 报告日期 报告标题

2012-10-17	大商股份 - 业绩拐点确立，价值逐步回归
2012-08-24	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

## 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，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