

百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

大商股份

600694

强烈推荐

预计 2012 年业绩同比增 260%左右, 超市场预期

公司预告, 2012 年业绩同比增长 260%左右, 折合 EPS 约 3.36 元, 其中 4 季度贡献 EPS0.52 元, 超市场预期。

投资要点:

- **业绩超预期:** 预计 2012 年实现归属净利润约 9.86 亿元 (+260%), EPS 约 3.36 元。第 4 季度贡献权益净利润约 1.52 亿元, 而 2011 年第 4 季度亏损 4304 万元。按 2012 年全年营业收入 322 亿元 (+6%) 测算, 净利率 3.27%。
- **业绩超预期原因:** 1、开店速度放缓: 12 年仅开 3 家百货类门店和 1 家瑞诗酒店—沈阳于洪新玛特 (12.25 开业, 约 7.8 万平米)、新乡新玛特生活广场凤泉店 (2012.1.12 开业, 1.8 万平米)、NTS 新城镇购物中心大连老虎屯店 (8.24 开业, 8600 平米)、盘锦瑞诗酒店 (8.31 开业, 五星级)。2、考核机制改变: 强化了对店长在经营效益 (毛利、净利等) 方面的考核, 有效控制了费用率; 3、创新经营模式: 与重点品牌签署战略合作协议, 80 余个品牌的招商权收归总部实行统一招商, 缩短流通产业链, 提升毛利率; 4、店龄结构优化。
- **2013 年展望:** 1、开店速度加快: 由于宏观经济疲软、物业方不能按时交房、品牌商拓展意愿不足等原因, 大量原计划 2012 年开业的门店延至 2013 年开业, 目前 2013 年确定能开的门店在 10 家左右。2、董事会换届: 现任董事会任期 2013 年 4 月 28 日结束, 牛钢等现任管理层大概率事件顺利连任; 3、在北京、上海有望签署新项目; 4、考核方面, 有望继续寻求规模与效益的平衡; 经营模式方面, 将继续推进购物中心化、推动产业链条的简化与高效。
- **2012 及 2013 年业绩节奏分析与预测:** 2012 年单季度收入增速分别为 1.21%、7.65%、6.54%和 10% (预测), 归属净利润增速分别为 191%、307%、1.8%和扭亏 (不可比); 第 3 季度盈利能力大幅下滑的主要原因是进行了大规模的打折促销, 毛利率下滑却未能拉动销售; 第 4 季度减少了打折促销, 毛利率回升。尽管预计新增门店主要集中在下半年开业, 但由于 2012 年上半年业绩增速过高, 第 1、2 季度净利率分别高达 4.94%、4.82%, 预计 2013 年上半年业绩增速不佳。
- **盈利预测与估值:** 一方面, 公司店龄结构持续优化、考核重心更侧重于效益、经营模式创新卓有成效; 另一方面, 2013 年开店速度加快且存在战略性进入北京、上海的可能; 业绩不确定性较强。茂业的进退也直接关系到公司股价的走势。预计 2012-14 年归属净利润增速分别为 270%、7.2%、14.5%, 折合 EPS3.45、3.7、4.24 元。给予 2013 年 12 倍 PE, 目标价 44.4 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、打折促销力度加大, 业绩对毛利率极为敏感; 2、管理层出现大的变动

6-12 个月目标价: 44.40 元

当前股价: 32.81 元

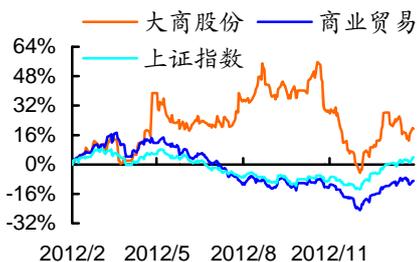
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2358.98
总股本(百万)	294
流通股本(百万)	294
流通市值(亿)	96
EPS	2.84
每股净资产(元)	14.59
资产负债率	69.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大商股份	-6.76%	-7.32%	-14.00%
商业贸易	3.94%	3.82%	-0.67%
上证指数	5.63%	14.57%	10.81%



相关报告

《大商股份-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》

2012-10-26

《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》2012-8-24

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30404	32228	35451	39528
收入同比(%)	24.9%	6.0%	10.0%	11.5%
归属母公司净利润	274	1013	1086	1245
净利润同比(%)	125%	270%	7%	15%
毛利率(%)	18.6%	19.4%	19.5%	19.6%
ROE(%)	7.7%	22.7%	20.7%	20.2%
每股收益(元)	0.93	3.45	3.70	4.24
P/E	35.00	9.47	8.83	7.70
P/B	2.71	2.15	1.83	1.56
EV/EBITDA	5	3	3	3

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6535	9344	12634	14349	营业收入	30404	32228	35451	39528
现金	4883	8000	11157	12704	营业成本	24749	25985	28527	31780
应收账款	244	61	67	75	营业税金及附加	367	387	468	494
其它应收款	707	503	553	617	营业费用	1818	1708	1890	2083
预付账款	126	260	285	318	管理费用	2793	2739	3020	3376
存货	575	520	571	636	财务费用	135	56	62	76
其他	0	0	0	0	资产减值损失	83	50	55	66
非流动资产	6674	6276	5859	5493	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	20	20	20	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4368	4099	3842	3596	营业利润	459	1302	1428	1652
无形资产	1072	1077	1082	1087	营业外收入	87	100	85	80
其他	1213	1079	915	789	营业外支出	43	45	50	65
资产总计	13209	15620	18493	19842	利润总额	503	1357	1463	1667
流动负债	8646	8968	10552	10748	所得税	220	318	348	388
短期借款	718	963	2000	1500	净利润	283	1040	1115	1279
应付账款	2951	2599	2853	3178	少数股东损益	9	27	29	33
其他	4977	5407	5699	6070	归属母公司净利润	274	1013	1086	1245
非流动负债	750	1887	2365	2565	EBITDA	1167	1958	2105	2323
长期借款	307	-193	285	485	EPS (元)	0.93	3.45	3.70	4.24
其他	443	2080	2080	2080					
负债合计	9396	10855	12917	13313					
少数股东权益	274	301	330	363	主要财务比率				
股本	294	294	294	294	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	1454	1454	1454	1454	成长能力				
留存收益	1791	2716	3498	4417	营业收入	24.9%	6.0%	10.0%	11.5%
归属母公司股东权益	3539	4464	5246	6165	营业利润	48.4%	183.7%	9.7%	15.7%
负债和股东权益	13209	15620	18493	19842	归属于母公司净利润	125.0	269.6%	7.2%	14.7%
					获利能力				
					毛利率	18.6%	19.4%	19.5%	19.6%
					净利率	0.9%	3.1%	3.1%	3.2%
					ROE	7.7%	22.7%	20.7%	20.2%
					ROIC	44.9%	24.5%	26.0%	28.5%
					偿债能力				
					资产负债率	71.1%	69.5%	69.8%	67.1%
					净负债比率	17.46	12.62%	22.33	19.42%
					流动比率	0.76	1.04	1.20	1.34
					速动比率	0.69	0.98	1.14	1.28
					营运能力				
					总资产周转率	2.42	2.24	2.08	2.06
					应收账款周转率	143	200	524	527
					应付账款周转率	8.95	9.36	10.47	10.54
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	3.45	3.70	4.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	9.27	13.24	8.14	8.95
					每股净资产(最新摊薄)	12.05	15.20	17.86	20.99
					估值比率				
					P/E	35.00	9.47	8.83	7.70
					P/B	2.71	2.15	1.83	1.56
					EV/EBITDA	5	3	3	3

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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:欧亚集团、步步高、友阿股份、大商股份、友好集团、天虹商场、广州友谊、新华百货、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。

免责声明

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**

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

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

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