

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

分红创公司历史记录, 业绩稳定性将增强

—2012 年年报点评

2012 年, 公司实现营业收入 319 亿元, 同比增长 4.79%; 归属净利润 9.77 亿元, 同比增长 256.6%, EPS3.33 元; 每 10 股派发现金 10 元 (含税), 占合并报表归属净利润的 30.06%。

投资要点:

- **营业收入增速较低:** 原因包括: 1、宏观经济不振, 同店增速下滑甚至为负; 2、2012 年仅新增 4 家门店; 3、关闭了一定数量的电器连锁门店; 4、追求效益, 适度控制了打折促销。分季度看, 营业收入增速 Q2>Q3>Q4>Q1; 分行业看, 百货 8.8%>超市 7.41%>家电连锁-12.62%。
- **公司各项业务的毛利率均有不同程度的提升:** 百货/超市/家电连锁毛利率分别提升 0.12、0.68 和 2.15 个百分点, 综合毛利率提升 1.27 个百分点至 19.87%: 1、店龄结构持续优化; 2、营销变革: 将百货重要品牌招商权收归总部; 超市品类加强统采和直采; 3、家电连锁关店效应; 4、适度控制打折促销。
- **净利率提升至 3.31%:** 1、广告费用减少 1.8 亿元, 期间费用率下降 1.09 个百分点; 2、实际有效税率下降: 伴随着前期快速扩张期的大量门店度过盈利平衡点, 公司实际有效税率降至 24.6%。2012 年末, 公司目前尚未确认的可抵扣亏损尚有 12 亿元, 将分别于 2013-2017 年到期。公司开店成功率高, 这部分可抵扣亏损的确认将进一步推动实际有效税率的下降。
- **2013 年展望:** 1、重点推进资产重组: 以上市公司为零售平台, 注入大商投资、大商集团下属的商业零售业务。2、在河南、辽宁、黑龙江等区域开业大中型百货 10 家左右; 3、营销变革: 推广“直销直营”经营模式, 继续提高总部统一招标采购商品的数量和比例; 4、2013 年, 公司的营业收入计划同比增长约 10%; 费用计划同比增长约 10%。
- **维持“强烈推荐”:** 伴随着公司规模持续增大、盈利门店占比的上升和开店速度的平缓, 未来公司的业绩稳定性会随之增强。停牌前股价 37.1 元对应 2012 年静态 PE 仅 11.1 倍, PS0.34, 低估明显。2013 年, 公司的投资逻辑将由 2012 年的业绩拐点切换至资产注入、业绩稳定性增强、可持续分红带来的估值修复直至估值溢价。预计 2013-2015 年归属净利润同比增长 12.9%、13.9%和 15.1%, 对应 EPS 分别为 3.75、4.28 和 4.92 元。给予 2013 年 13 倍 PE, 目标价 48.81 元; 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、同店增速出现大面积负增长; 2、体量小的门店面临关店风险

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	31859	35532	39917	45226
收入同比(%)	4.8%	11.5%	12.3%	13.3%
归属母公司净利润	977	1103	1256	1445
净利润同比(%)	257%	13%	14%	15%
毛利率(%)	19.9%	19.7%	19.9%	19.9%
ROE(%)	22.1%	19.9%	19.5%	19.2%
每股收益(元)	3.33	3.75	4.28	4.92
P/E	11.15	9.88	8.68	7.54
P/B	2.46	1.97	1.69	1.45
EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 48.81 元

当前股价: 37.10 元

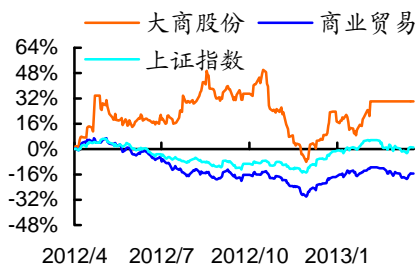
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2227.74
总股本(百万)	294
流通股本(百万)	294
流通市值(亿)	109
EPS	3.33
每股净资产(元)	15.08
资产负债率	67.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大商股份	0.00%	18.15%	-3.86%
商业贸易	-5.48%	-1.29%	-2.97%
上证指数	-5.58%	-1.82%	6.79%



相关报告

《大商股份-预计 2012 年业绩同比增 260% 左右, 超市市场预期》2013-1-30

《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

一、概况：2012 年营业收入+4.79%，归属净利润+256.6%

➤ 营业收入

2012 年，公司实现营业收入 318.6 亿元，同比增长 4.79%，增速为 2000 年以来的最低水平，也是唯一的收入增速低于 10% 的年份。我们分析，低增速原因有四：1、宏观经济不振，同店增速下滑甚至为负；2、公司 2012 年仅新增 4 家门店；3、关闭了一定数量的电器连锁门店；4、追求效益，适度控制了打折促销。

分季度看，营业收入增速 Q2>Q3>Q4>Q1。

分行业看，营业收入增速：百货 8.8%>超市 7.41%>家电连锁-12.62%

图 1 单季度营业收入及增速

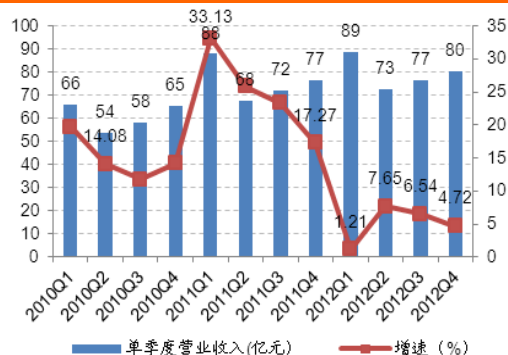
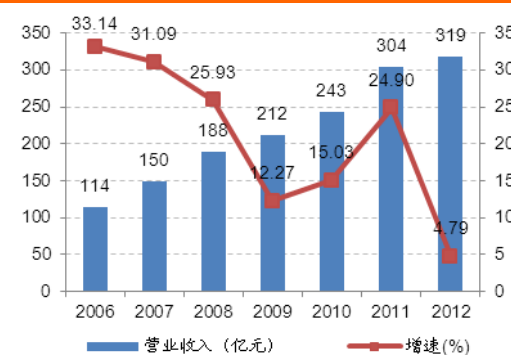


图 2 年营业收入及增速



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

➤ 归属净利润

2012 年，公司实现归属净利润 9.77 亿元，同比增长 256.6%，EPS3.33 元。

➤ 利润分配方案

以总股本 293,718,653 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 10 元（含税），共计派发现金红利 2.94 亿元，占合并报表归属净利润的 30.06%。

➤ 2012 年新增 4 家门店

新乡新玛特生活广场凤泉店（1.8 万平米，2012 年 1 月 12 日开业）

NTS 大连瓦房店老虎屯店（8600 平米，2012 年 8 月 24 日开业）

沈阳于洪新玛特（7.8 万平米，2012 年 12 月 25 日开业）

盘锦瑞诗酒店（五星级，2012 年 8 月 31 日开业）

二、综合毛利率提升 1.27 个百分点至 19.87%

2012 年，公司各项业务的毛利率均有不同程度的提升，百货/超市/家电连锁毛利率分别提升 0.12、0.68 和 2.15 个百分点，综合毛利率提升 1.27 个百分点至 19.87%。

分季度看，毛利率提升最显著的是 2012 年 1 季度，该季度各门店店长以效益为重，严控打折促销和各项费用支出，毛利率当季提升了 3.7 个百分点。2012 年 3 季度，毛利率陡然下降，与当季公司欲冲规模而进行了大规模的打折促销相关。当季毛利率虽下降，却未能有效拉动收入的增长。

图 3 历年综合毛利率及主营毛利率

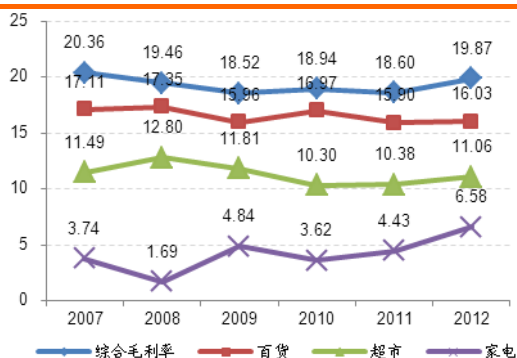
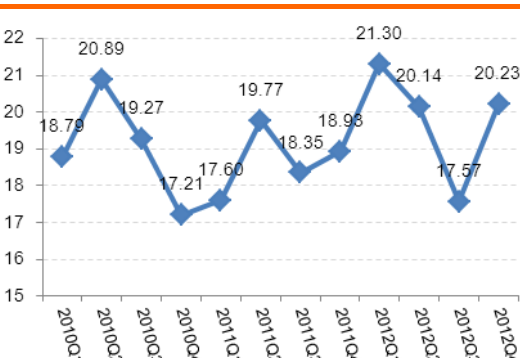


图 4 单季度综合毛利率



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2012 年，公司各项业务、综合毛利率大幅提升的原因：

- 1、2007 年以来快速扩张期间新增的门店逐渐度过培育期，进入盈利初期的高速增长阶段；
- 2、2012 年是公司的营销变革元年，与品牌商签订战略合作协议、压缩代理层级、将重要品牌招商权收归总部、超市品类加强统采和直采，有效提高了毛利率；
- 3、在房地产市场不景气、家电下乡、以旧换新政策退出之际，公司果断关闭了一批效益不好的家电连锁门店，遏止了亏损，提升了毛利率。
- 4、整体来看，2012 年公司以效益为重，打折促销的频率、力度较往年有显著下降。

三、广告费用减少 1.8 亿元；有效税率降至 24.6%

➤ 三项费用

2012 年，公司打折促销力度下降，新开门店减少，大量门店度过培育期，使得广告投入费用减少 1.8 亿元，广告费用占营业收入的比例降至 0.9%，处于合理水平。

2012 年，公司三项费用率分别下降 0.7、0.14 和 0.25 个百分点，期间费用率下降 1.09 个百分点至 14.52%。

图5 公司期间费用率

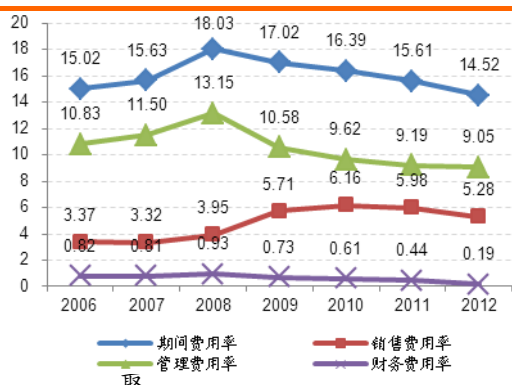
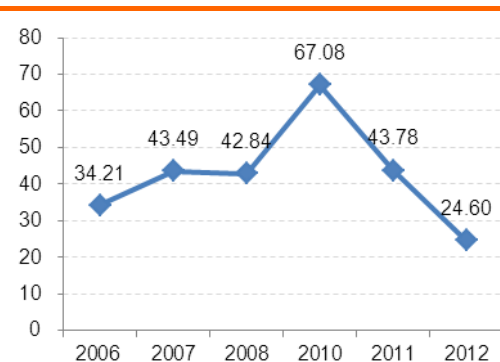


图6 实际有效税率(所得税/利润总额)%



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表1 主要费用项

项目	主要费用项 (万元)		增速	占营业收入比例	
	2012	2011		2012	2011
人工成本	176,846	165,654	7%	5.8%	5.2%
广告宣传费	26,534	44,561	-40%	0.9%	1.4%
租赁费	103,602	93,258	11%	3.4%	2.9%
折旧费	30,753	31,347	-2%	1.0%	1.0%
租赁+折旧费	134,356	124,605	8%	4.4%	3.9%
修理费	12,724	19,977	-36%	0.4%	0.6%

此处人工成本含：工资福利费、劳务费、社会保险费、住房公积金、劳动保护费。资料来源：公司公告，中投证券研究总部

从公司的几个主要费用项看，增速快于收入增速的是租赁费和人工成本。公司百货自有物业占比 36%，整体自有物业占比约 30~33%。2012 年，公司租赁费同比提升 11%，租售比提升 0.5 个百分点至 3.4%。公司新开门店和储备项目均以租赁物业为主，租售比将趋势性提高。

➤ 有效税率

伴随着前期快速扩张期的大量门店度过盈利平衡点，公司实际有效税率降至 24.6%。

2012 年末，公司目前尚未确认的可抵扣亏损尚有 12 亿元，将分别于 2013-2017 年到期。我们认为，公司开店成功率高，这部分可抵扣亏损的确认将进一步推动实际有效税率的下降。

表2 未确认递延所得税资产明细 (元)

项目	2012	2011
(1) 可抵扣暂时性差异	315,321,242.14	291,277,845.33
(2) 可抵扣亏损	1,200,009,976.49	1,347,281,863.09
(3) 其他		
合计	1,515,331,218.63	1,638,559,708.42

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表 3 未确认递延所得税资产的可抵扣亏损将于以下年度到期（元）

项 目	2012	2011
2013	68,054,488.02	139,869,713.43
2014	373,030,354.11	451,188,394.88
2015	274,429,699.90	398,086,981.07
2016	271,765,799.96	323,442,784.05
2017	212,729,634.50	
合计	1,200,009,976.49	1,312,587,873.43

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

图 7 单季度净利率（%）

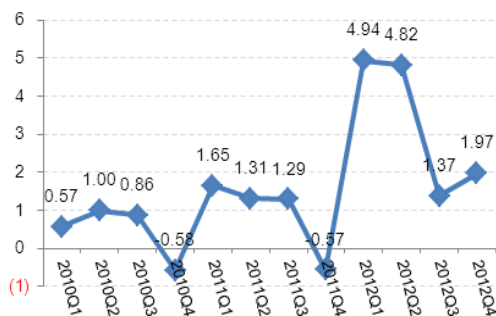
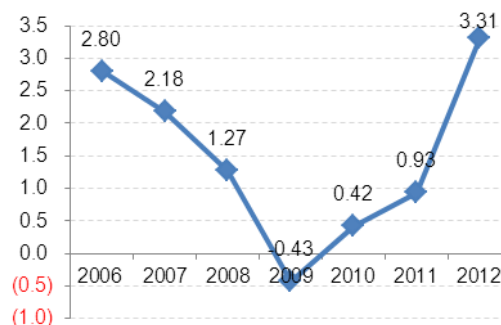


图 8 历年销售净利率（%）

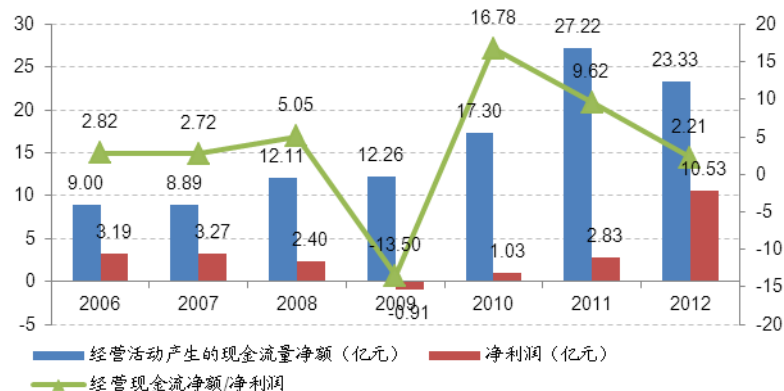


资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2012 年，公司净利率 3.31%，已接近于百货业平均水平。但由于公司处于大量门店度过盈亏平衡点的业绩快速增长期，未来其净利率仍有提升空间。

四、经营活动现金流充裕，为净利润的 2.21 倍

图 9 经营活动现金流、净利润及二者倍数



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

2012 年，公司经营性现金流净额 23.33 亿元，较 2011 年下降 14.3%；经营性现金流量净额/净利润为 2.21 倍。该指标 2011 年年报的行业平均水平为 2.52，公司 2011 年该指标为 9.62。

五、5 大子公司贡献净利润的 48.24%

表 4 主要子公司盈利分析

子公司全称	净利润（万元）				2012 年净利润 占公司净利润 比例	净利润增加额/公司 净利润增加额
	2012	2011	增加额	增速		
大商集团大庆新玛特购物休闲广场有限公司	19,949	12,440	7,510	60.4%	18.94%	9.74%
大商集团抚顺百货大楼有限公司	10,412	9,474	938	9.9%	9.88%	1.22%
大商集团牡丹江百货大楼有限公司	10,233	8,050	2,183	27.1%	9.71%	2.83%
大连国际商贸大厦有限公司	8,897	2,630	6,267	238.3%	8.45%	8.13%
大商集团(郑州)商贸有限公司	1,325	323	1,002	310.6%	1.26%	1.30%
合计	50,817	32,917	17,900	54.4%	48.24%	23.23%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

值得关注的是：大商集团（郑州）商贸有限公司，该子公司 2011 年净利润 323 万元，2012 年便提升为 1325 万元，正处于利润快速增长期。

六、2013 年展望

2013 年，公司的工作计划：

- 1、重点推进资产重组：以上市公司为零售平台，注入大商投资、大商集团下属的商业零售业务。
- 2、在河南、辽宁、黑龙江等区域开业大中型百货 10 家左右，同时在县城、社区、乡镇开设生活广场、超市、NTS 新城镇购物中心，形成以城市中心商业区为核心，城市区域商业中心为骨干，社区、乡镇商业为基础的城乡店铺网络布局。
- 3、创新经营：
 - a) 发挥公司已形成的规模优势，推广"自销直营"经营模式，改变"联营联销"经营模式环节多、成本高、利润率低的状况；
 - b) 继续提高总部统一招商采购商品的数量和比例，与品牌供应商建立更加密切的业务关系。

2013 年，公司的营业收入计划同比增长约 10%；费用计划同比增长约 10%。

七、投资建议：强烈推荐

2012 年是公司的业绩拐点之年，伴随着公司规模持续增大、盈利门店占比的上升和开店速度的平缓，未来公司的业绩稳定性会随之增强。停牌前股价 37.1 元对应 2012 年静态 PE 仅 11.1 倍，PS0.34，低估明显。2013 年，公司的投资逻辑将由 2012 年的业绩拐点切换至资产注入、业绩稳定性增强、可持续分红带来的估值修复直至估值溢价。

预计 2013-2015 年营业收入分别为 355、399 和 452 亿元，同比增长 11.53%、12.34%和 13.3%；归属净利润分别为 11.0、12.6 和 14.45 亿元，同比增长 12.9%、13.9%和 15.1%，对应 EPS 分别为 3.75、4.28 和 4.92 元。给予 2013 年 13 倍 PE，目标价 48.81 元；维持“强烈推荐”评级。

八、风险提示

- 1、公司 2013 年计划新增 10 家左右门店，且确定性较强。不排除新开门店带来前期开办费用、广告费用等各项费用的快速上升，以及拉低毛利率，拖累整体业绩；
- 2、重组方案遇到各方阻力，进展低于预期；
- 3、受宏观经济、反腐、竞争加剧等影响，部分老门店出现同店负增长；
- 4、体量较小，租金上涨明显的门店不排除关店的可能。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	7639	11033	14724	16798
现金	6098	9556	13066	14919
应收账款	241	68	76	86
其它应收款	468	554	623	706
预付账款	115	285	320	362
存货	712	570	640	725
其他	6	0	0	0
非流动资产	6594	6190	5781	5423
长期投资	33	20	20	20
固定资产	4281	4025	3778	3541
无形资产	1029	1034	1039	1044
其他	1250	1111	944	818
资产总计	14233	17224	20505	22220
流动负债	8670	9458	11302	11709
短期借款	817	900	2000	1500
应付账款	3217	2852	3198	3623
其他	4636	5705	6103	6586
非流动负债	968	2038	2516	2716
长期借款	458	-42	436	636
其他	510	2080	2080	2080
负债合计	9638	11496	13818	14425
少数股东权益	167	197	231	270
股本	294	294	294	294
资本公积	1455	1455	1455	1455
留存收益	2680	3783	4708	5777
归属母公司股东权益	4429	5531	6457	7525
负债和股东权益	14233	17224	20505	22220

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	2333	3714	2747	3015
净利润	1053	1133	1290	1485
折旧摊销	591	592	607	587
财务费用	60	73	101	106
投资损失	-9	0	0	0
营运资金变动	613	1960	729	813
其它	25	-45	20	24
投资活动现金流	-419	-351	-383	-379
资本支出	335	60	78	99
长期投资	-16	-7	0	0
其他	-100	-298	-305	-280
筹资活动现金流	-683	95	1146	-782
短期借款	98	83	1100	-500
长期借款	151	-500	478	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-932	512	-432	-482
现金净增加额	1231	3458	3510	1854

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	31859	35532	39917	45226
营业成本	25529	28522	31982	36226
营业税金及附加	380	426	527	565
营业费用	1683	1823	2044	2311
管理费用	2884	3191	3533	3998
财务费用	60	73	101	106
资产减值损失	6	50	55	66
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
营业利润	1326	1447	1676	1954
营业外收入	105	100	85	80
营业外支出	34	45	50	65
利润总额	1397	1502	1711	1969
所得税	344	370	421	484
净利润	1053	1133	1290	1485
少数股东损益	76	30	34	39
归属母公司净利润	977	1103	1256	1445
EBITDA	1977	2113	2384	2647
EPS (元)	3.33	3.75	4.28	4.92

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	4.8%	11.5%	12.3%	13.3%
营业利润	188.9	9.1%	15.8%	16.6%
归属于母公司净利润	256.6	12.9%	13.9%	15.1%
获利能力				
毛利率	19.9%	19.7%	19.9%	19.9%
净利率	3.1%	3.1%	3.1%	3.2%
ROE	22.1%	19.9%	19.5%	19.2%
ROIC	#####	24.5%	26.0%	28.5%
偿债能力				
资产负债率	67.7%	66.7%	67.4%	64.9%
净负债比率	13.38	12.68%	21.97	18.97%
流动比率	0.88	1.17	1.30	1.43
速动比率	0.80	1.11	1.25	1.37
营运能力				
总资产周转率	2.32	2.26	2.12	2.12
应收账款周转率	124	218	529	531
应付账款周转率	8.28	9.40	10.57	10.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	3.33	3.75	4.28	4.92
每股经营现金流(最新摊薄)	7.94	12.64	9.35	10.27
每股净资产(最新摊薄)	15.08	18.83	21.98	25.62
估值比率				
P/E	11.15	9.88	8.68	7.54
P/B	2.46	1.97	1.69	1.45
EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-1-30	《大商股份-预计 2012 年业绩同比增 260%左右，超市场预期》
2012-10-26	《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》
2012-10-17	《大商股份-业绩拐点确立，价值逐步回归》
2012-8-24	《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、奢侈品分析师,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、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠等。

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

