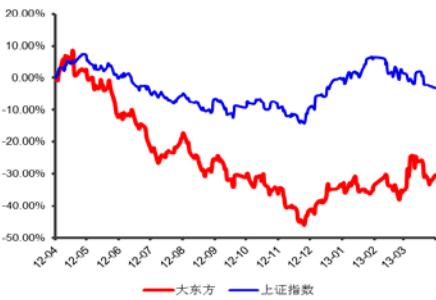


2012年4月9日

评级：推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

商业零售小组

朱乐婷

执业证书编号：S0590210040005

联系人：

沈燕

电话：0510-82832380

Email: shenyan@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

大东方（600327）2012年年报点评

公司发布2012年年报，报告期内公司实现营业收入75.01亿元，同比增长5.74%；归属于上市公司股东的净利润1.21亿元，同比下降41.45%；每股收益0.23元。

点评：

- 高速扩张的汽车业务成为一把双刃剑—拉动收入增长的同时拖累了利润增长。12年在家电政策退出、购物卡实名制以及网络购物等多重冲击下，公司的百货零售业务收入同比略有下滑。但由于公司12年新开出9个中高端4S门店且12年下半年开始汽车经销行业有所回暖，促使公司汽车业务收入同比增长7.09%，成为公司收入增长的主要动力。但快速扩张所带来的大成本摊销及费用支出使得公司的子公司东方汽车从11年盈利5927万下降至12年亏损2295万，成为公司净利润同比下降41.45%的主要原因。
- 汽车业务毛利率下降带动公司整体毛利率下降，期间费用率明显上升。公司整体毛利率从11年的14.02%下降为报告期的13.12%，主要是因为12年前半年汽车销售较为不景气，汽车业务毛利率下降1.9个百分点至6.62%，由于汽车业务收入占公司收入比重超过60%，所以拉低了整体的毛利率。而期间费用率从去年同期的9.02%上升至报告期的10.19%，则是因为东方汽车城建设、异地4S店扩张及新业务拓展所带来的各项成本费用大幅上升所致。我们认为随着汽车经销行业景气度的提升以及后服务业务占比的提升，汽车业务的毛利率将呈现逐步上升的态势，而费用率也将呈现逐渐下降的趋势。
- 汽车后市场业务已成汽车业务毛利的主要来源，已进入快速增长期。12年汽车业务收入为46.28亿元，同比增长7.09%，实现毛利3.07亿元；其中后市场业务收入达3.96亿元，增长达23.66%，实现毛利1.78亿元，后市场业务的毛利占汽车业务毛利已从11

年的 40% 升至 12 年的 57.98%，后市场业务的毛利率也从 11 年 44.41% 升至 12 年的 44.83%。我们认为随着公司近两年开出的中高端 4S 店特别是 12 年保时捷等高端 4S 店的陆续成熟，公司的后市场业务将迎来快速增长，成为公司业绩增长的强劲动力。

- **给予“推荐”的评级。** 我们长期看好公司汽车业务在无锡及周边地区较高的市场占有率带来的后服务提升空间，近两年陆续引入高端品牌也将成为公司未来业绩爆发的因素，13 年公司业绩有望迎来快速反弹，而 12 年将成为公司的业绩低点，给予公司 13-14 年 EPS 为 0.30 元、0.39 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 公司新开门店培育期较长；汽车高端品牌收入增长及后市场业务收入增长低于预期。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1007	1323	1811	2361	营业收入	7501	8921	10973	13168
应收款项	184	196	241	289	营业成本	6517	7723	9536	11472
存货净额	767	840	1039	1253	营业税金及附加	56	71	88	105
其他流动资产	283	357	439	527	销售费用	274	322	377	428
流动资产合计	2242	2715	3530	4429	管理费用	411	467	544	620
固定资产	1337	1255	1217	1172	财务费用	79	81	98	104
无形资产及其他	514	494	473	453	投资收益	21	20	20	20
投资性房地产	404	404	404	404	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	219	221	223	225	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4716	5089	5847	6683	营业利润	187	277	352	460
短期借款及交易性金融负债	922	900	950	1000	营业外净收支	18	0	0	0
应付款项	903	1050	1299	1566	利润总额	204	277	352	460
其他流动负债	1286	1434	1765	2118	所得税费用	80	83	105	138
流动负债合计	3112	3384	4014	4684	少数股东损益	3	35	40	52
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	121	159	206	269
其他长期负债	178	178	178	178	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	178	178	178	178	净利润	121	159	206	269
负债合计	3290	3562	4192	4862	资产减值准备	1	53	(2)	(2)
少数股东权益	197	218	243	275	折旧摊销	137	150	160	167
股东权益	1229	1308	1411	1546	公允价值变动损失	(1)	0	0	0
负债和股东权益总计	4716	5089	5847	6683	财务费用	79	81	98	104
关键财务与估值指标					营运资本变动	418	190	253	268
每股收益	0.23	0.30	0.39	0.52	其它	(1)	(32)	26	34
每股红利	0.28	0.15	0.20	0.26	经营活动现金流	675	519	643	737
每股净资产	2.36	2.51	2.70	2.96	资本开支	(555)	(100)	(100)	(100)
ROIC	8%	13%	20%	31%	其它投资现金流	1	0	0	0
ROE	10%	12%	15%	17%	投资活动现金流	(551)	(102)	(102)	(102)
毛利率	13%	13%	13%	13%	权益性融资	25	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	支付股利、利息	(146)	(79)	(103)	(135)
收入增长	6%	19%	23%	20%	其它融资现金流	447	(22)	50	50
净利润增长率	-41%	31%	30%	31%	融资活动现金流	180	(101)	(53)	(85)
资产负债率	74%	74%	76%	77%	现金净变动	304	316	488	550
息率	5.7%	3.1%	4.0%	5.3%	货币资金的期初余额	703	1007	1323	1811
P/E	21.1	16.1	12.4	9.5	货币资金的期末余额	1007	1323	1811	2361
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7	企业自由现金流	148	476	613	715
EV/EBITDA	15.3	12.6	11.5	10.5	权益自由现金流	595	418	638	740

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。