

未来发展看汽车后市场

■ **无锡商贸零售龙头。**公司定位以百货零售为主体，汽车销售服务和名特食品产业为两翼的“一体两翼”发展战略。

■ **百货业务：龙头地位存在变数。**无锡商业集中在中山路商圈，大东方和无锡八佰伴占据了无锡百货市场的大半壁江山。随着中山路商圈新进入的恒隆等开业，及其新商圈的发展，公司百货市场地位将受到挑战。现阶段主要是维持主力门店大东方在无锡的市场份额，另外要加快对伊酷童和海门店的培育，近期无新项目扩张计划。

■ **汽车销售及服务业务：未来发展看汽车后市场。**汽车行业销售增速及盈利空间不断下滑；但汽车后市场高增速、高毛利发展空间大。公司汽贸业务为无锡龙头，正处纵横双向发展阶段。

■ **其他业务：继续推进餐饮门店和食品销售体系的发展；**电器业务跟随百货门店持续经营；超市业务逐渐退出。总体上，其他业务对公司盈利影响不大。

■ **财务分析：**1) 收入增速放缓；2) 除汽车销售外，毛利率较稳定；3) 费用率上行；4) 盈利能力有所下滑。

■ **盈利预测与投资建议：**预计2013-2015年净利增速分别为24.3%、27.3%和20.6%；对应每股收益0.29、0.37和0.44元。未来业绩的高增长是建立在低基数的基础上。综上，给予公司2013年零售业务0.6倍PS，汽贸业务0.1倍PS，12个月目标价4.7元，对应2013年16.3倍PE，给予中性-A投资评级。

■ **风险提示：**大东方百货在无锡市场份额下滑；汽车销售及服务业务毛利率提升缓慢。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,094.4	7,501.4	8,447.5	9,136.6	9,870.7
净利润	207.2	121.3	150.8	192.0	231.6
每股收益(元)	0.40	0.23	0.29	0.37	0.44
每股净资产(元)	2.22	2.36	2.60	2.93	3.33
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	11.3	19.3	15.5	12.2	10.1
市净率(倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	2.9%	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%
净资产收益率	18.5%	8.7%	11.2%	12.3%	12.7%
股息收益率	1.8%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%
ROIC	38.1%	15.5%	21.8%	23.1%	27.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **中性-A**
首次评级

12个月目标价 **4.7元**
股价(2013-05-13) **4.49元**

交易数据

总市值(百万元)	2,342.49
流通市值(百万元)	2,342.49
总股本(百万股)	521.71
流通股本(百万股)	521.71
12个月价格区间	3.80/7.05元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.50	4.27	-31.48
绝对收益	-5.27	-4.06	-35.86

张静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450511100001
zhangjing5@essence.com.cn
021-68763865

报告联系人

王园园 021-68765661
wangyy7@essence.com.cn

相关报告

1. 公司概况

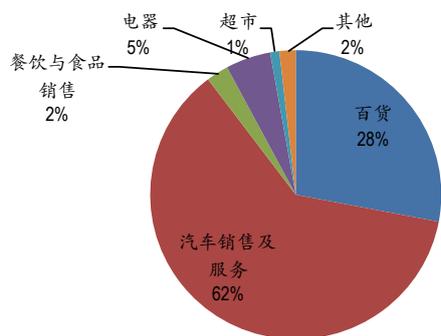
1.1. 发展历程

公司前身为 1969 年建成的国营东方红商场，1995 年改制，2002 年上交所上市。2004 年国退民进，温州民营企业——均瑶集团成为其控股股东。2005 年，公司使用募投资金收购无锡吟春大厦 78.81% 股权，并通过改造将收购物业与商业大厦相连通，开启了精品高档百货调整之路。2008 年，收购无锡新纪元汽车 94% 股份，于旗下东方汽车相整合，一举占领无锡汽车销售市场的制高点。2011 年，收购三凤桥肉庄 63.3% 的股权，通过集中三凤桥肉庄股权有利食品业务长远发展。至此，公司以百货零售为主体，汽车销售服务和名特食品产业为两翼的“一体两翼”战略不断丰满。

1.2. 主营业务

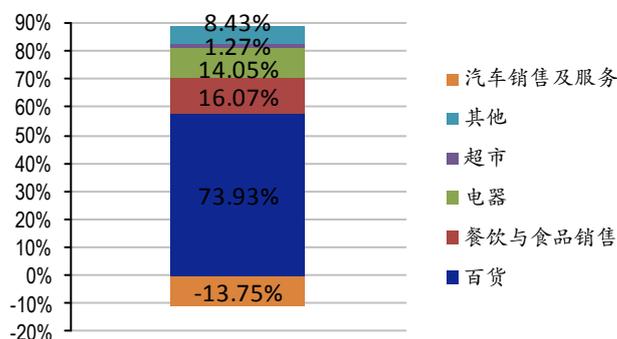
公司业务以百货零售和汽车销售服务为主。截止 2012 年底，公司共有 3 家百货店，56 家汽车 4S 店。其中，无锡商业大厦 AB 馆历年一直蝉联当地单体百货销售第一，且引领着无锡当地高端品牌消费。汽车销售持续保持着无锡市三分之二的市场份额。公司两项主营业务在无锡市的龙头地位不言而喻。其中，2012 年百货、汽车销售服务占收入的比例分别为 28%、62%，占净利的比例分别 74% 和 -14%。其他主营业务还包括餐饮与食品销售、电器（5 家）和超市（10 家），分别贡献总收入和净利润的 8.5% 和 31.3%。

图 1：大东方 2012 年收入构成



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：大东方 2012 年净利构成



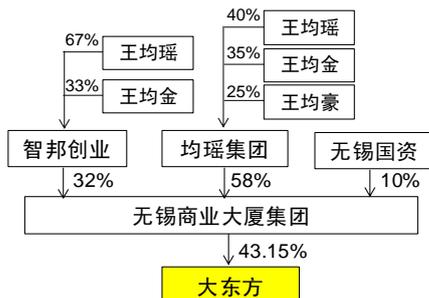
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 股权结构

公司控股股东为无锡商业大厦集团，实际控制人为王均金，持有公司 43.15% 的股份，其中均瑶集团股东为王均金和王均瑶、王均豪三兄弟。2004 年在国退民进的背景下，公司原控股股东无锡市国资委将其持有的大厦集团 58% 的国有股权转让给上海均瑶集团，32% 的国有股权转让给均瑶集团关联公司智邦投资。由此，大东方拉开新的历史篇章。

值得关注的是，均瑶集团除大东方外，还有乳业、航空运输和房地产等业务。其中，乳业是均瑶集团的发家之本；之后投身航空运输，吉祥航空正在积极筹备上市；并且涉足房地产投资和开发，目前储备项目仅有大同均瑞项目的联合开发。近年来公司的发展重点主要在航空运输业务上，而其他业务发展相对较慢，大东方也是如此。

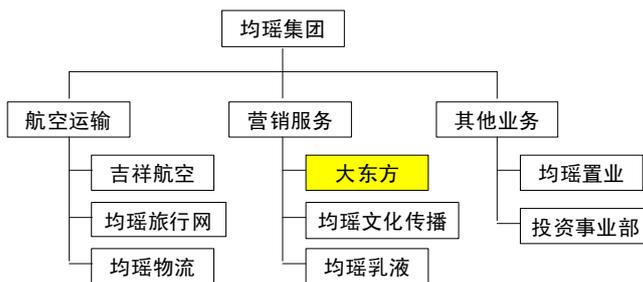
图 3：大东方最新股权结构



注：王均瑶持有的 40% 均瑶集团股份由王均金和王均豪托管；持有的 67% 智邦创业股份由王均金托管。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：均瑶集团产业概况



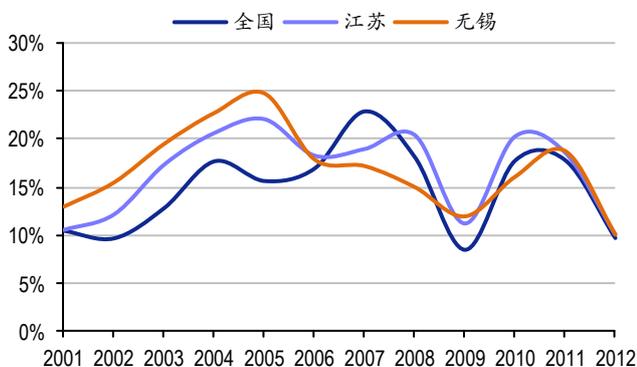
数据来源：均瑶集团官网、安信证券研究中心

2. 百货业务：龙头地位存在变数

2.1. 无锡百货分析：在建商业项目众多，市场格局存在变数

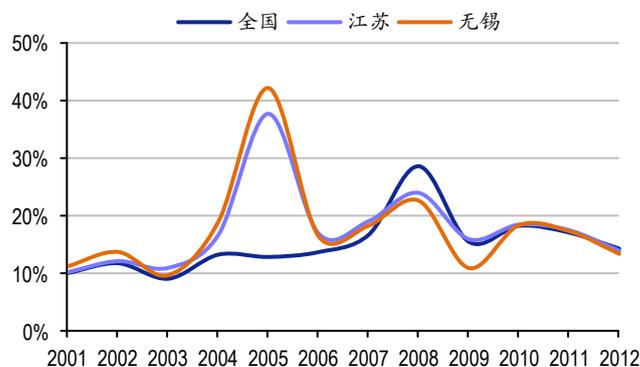
无锡作为“苏锡常”苏南经济发达城市之一，GDP 和社零总额分别位列江苏省第 2 位和第 3 位，全国位列第 11 位。无锡市主要的产业以新能源及汽车、节能环保、生物医药、微电子、新材料、软件服务外包等新兴高科技产业为主。在新兴产业的带动下，无锡市的 GDP 及社零总额的增速依然维持在全国平均水平。无锡拥有肥沃的经济土壤，近几年随着外来百货的进入和商业地产的兴起，无锡百货市场也逐渐“热闹”起来。

图 5：无锡市 GDP 增速与全国及江苏省对比



数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心

图 6：无锡市社零总额增速与全国及江苏省对比



数据来源：wind 资讯、安信证券研究中心

无锡商业发展以中山路商圈为核心，外围新商圈正逐步发展。中山路商圈以定位高档的大东方和无锡八佰伴引领整个无锡百货市场，分别位列市内单体百货第一和第二，含税年销售额均在 20 亿元左右。中山路商圈还有定位中高档流行百货的百盛、远东百货等，而新世界、大洋百货、英武百货和东方商厦由于经营或物业到期等问题纷纷退出了无锡百货市场。同时，中山路商圈又有恒隆、苏宁广场、茂业百货的加入，竞争格局将继续演变。另外，外围新商圈逐步发展，其中以万达广场为主的河埭商圈目前人气较好；太湖商圈以茂业清扬店为主，同时二期即将开业，正在进行大规模的提档调整；新区商圈发展不一，宝龙广场由百盛、苏宁和家乐福三大主力店组成人气较旺，但新之城和哥伦布广场目前招商仍不达预期。

图 7：无锡市百货竞争格局



注：黄色标注为即将开业门店，灰色为已关闭门店。

数据来源：安信证券研究中心整理

无锡在建商业项目众多，未来势必对原有商业竞争格局造成影响。无锡为苏南经济发达城市之一，近年来吸引了国内知名购物中心进驻。据不完全统计，中山路商圈有恒隆广场、苏宁广场和茂业一百等在建，将于今明年开业；太湖商圈则有在建的茂业二期购物中心、国金中心和龙湖时代天街；新区商圈还有茂业长江一号、永旺梦乐城；另外，万象城、百联奥特莱斯、惠山万达广场也在无锡选址在建。其中，恒隆广场选址与大东方临街，预计 2013 年开业，定位高档购物中心，未来将对大东方和八佰伴形成激烈的竞争。还有国金中心、万象城也是国内经营高档购物中心的翘楚，百联奥特莱斯定位奢侈品牌折扣购物公园，未来开业后势必将分得无锡市高档百货市场一杯羹。其他购物中心，如茂业长江一号、龙湖时代天街、永旺梦乐城、惠山万达广场等的开业也将会对无锡市内传统的中高档流行百货产生较大的分流影响。

表 1：无锡市在建购物中心项目

	预计开业时间	建筑面积 (万平米)	定位	位置	备注
恒隆广场	2013 年 E	26.4	高档	中山路商圈	
苏宁广场	2014 年 E	10		中山路商圈	无锡新地标
茂业第一百货	2015 年 E	14		中山路商圈	2010 年收购无锡一百
茂业清扬店二期	2013 年 E	12		太湖广场	
国金中心	2015 年 E	10	高档	太湖广场	
龙湖时代天街	E	20		太湖广场	
茂业长江一号	2013 年 E	16		新区	
永旺梦乐城	E	30		新区	
万象城	2014 年 E	26	高档	滨湖区	
惠山万达广场	2013 年 E	11.3		惠山	
洛社哥伦布广场	2013 年 E	10		惠山	主力百货八佰伴
百联奥特莱斯	2013 年 E	10	奥特莱斯	鸿山	

数据来源：安信证券研究中心整理

综合以上分析，目前无锡市的商业中心仍以中山路商圈为主，大东方和无锡八佰伴占据了无锡百货市场大半壁江山。但随着新商圈的发展以及外来购物中心进驻无锡，无锡百货市场竞争不断加剧，龙头百货的市场份额面临下滑的风险，而传统百货的生存空间被不断挤压。

2.2. 大东方百货业务：无锡百货龙头，外延扩张方向不清

大东方拥有百货门店 3 家，其中 2 家在无锡，1 家在南通。公司多年来以单体百货经营，2005 年收购吟春大厦实现主力店的扩建及提档，巩固了其无锡“第一百货”的龙头地位。2011 年开始外延扩张，新开伊酷童儿童主题百货和海门店，但经营情况不理想。

表 2：大东方百货门店概况

门店名称	开业时间	建筑面积 (平方米)	持股比例	物业	商圈	位置
无锡商业大厦 (A)	1988 年	73,939	母公司	自有, 土地租赁		
吟春大厦 (B)	2005 年收购	52,870	78.81%	自有		
大东方 AB 幢	2008 年 9 月	126,809			中山路	无锡
伊酷童	2011 年 6 月	38,000	100%	向集团租赁	火车站	无锡
海门店	2011 年 10 月	37,000	70%	租赁 10 年	A	南通海门市

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

► 大东方百货：净利主要来源

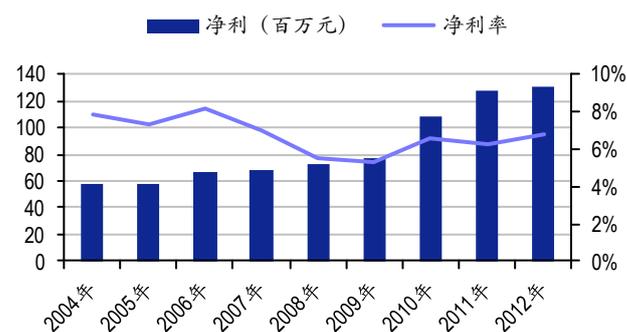
大东方百货是公司的主力店，2012 年实现营业收入 19 亿元，净利 1.3 亿元，贡献百货收入的 90% 多，为业绩的主要来源。2005 年完成收购吟春大厦，2008 年扩建提档后，大东方百货的销售规模提升至 10 亿元以上。近几年该店持续引进国际一线品牌，目前拥有 GUCCI、Hermes、BURBERRY、CERRUTI 1881、BALLY，及数十个国际一线化妆品牌，品牌定位及销售规模位列无锡市第一，2009 年至 2011 年收入复合增长率为 16%。由于 2012 年行业景气度的下滑，该门店同店增速略有下滑；同时随着 2013 年定位高档的恒隆广场开业，预计大东方百货将面临更加强劲的对手。无锡市品牌定位及销售规模紧随其后的为无锡八佰伴，2012 年销售收入为 16 亿元。

图 8：大东方百货收入及增速变动趋势



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 9：大东方百货净利及净利率变动趋势



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

表 3：无锡大东方百货与无锡八佰伴对比

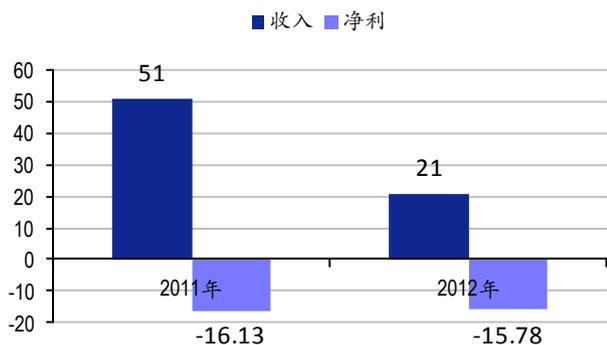
2012 年	大东方	无锡八佰伴
销售收入 (亿元)	19.08	15.98
同店增速	-6.47%	6.9%
经营面积 (平方米)	70,000	55,067
国际品牌	GUCCI、BVLGARI、Hermes、BURBERRY、FENDI、MAXMARA、CERRUTI 1881、BALLY、CARTIER、DAKS 等	LV、Salvatore Ferragamo、D&G、BALLY、Armani、Dunhill、HUGO BOSS、Paul&Shark 等

数据来源：公司公告、安信证券研究中心整理

➤ **伊酷童、海门店：仍在培育期**

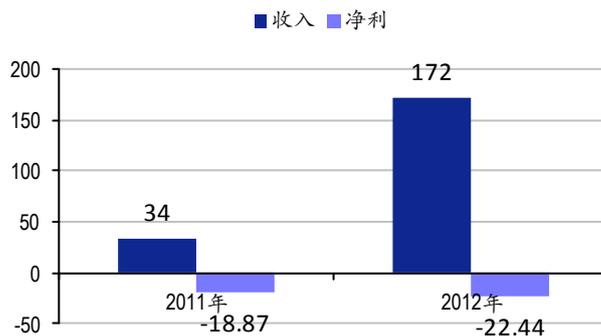
公司 2011 年开始外延扩张，同年新开两家门店，目前仍在培育期。伊酷童定位儿童主题百货，位置在无锡次商圈火车站附近。由于所处商圈商业氛围不佳，且首次尝试儿童主题百货店，经营非常不理想，该店 2012 年仅实现收入 2,061 万元，亏损 1,578 万元。海门店属异地扩张的首战，位于南通市海门市。由于南通市百货龙头文峰大世界占有较高的市场份额和渠道控制力，因此公司异地扩张的首站目前也仍处培育期，2012 年收入规模 1.72 亿元，亏损 2,244 万元。

图 10: 伊酷童经营概况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 11: 海门店经营概况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

综合分析，公司百货业务发展遇到瓶颈，现阶段主要是维持主力门店大东方在无锡的市场份额，另外要加快对伊酷童和海门店的培育，近期无新项目扩张计划。

3. 汽车销售及服务业务：未来发展看汽车后市场

3.1. 行业分析：未来收入及利润构成向后市场转移

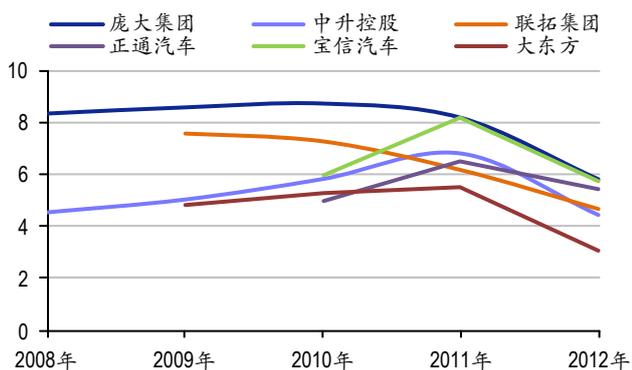
汽车销售增速及盈利空间不断下滑。根据商务部对 3000 家重点流通企业销售数据的统计，汽车子类的销售增速在经历了 2006-2010 年 20-30% 的高速增长后(2008 年经济危机除外)，2011 年以来汽车销售增速下滑至个位数甚至负增长。由于汽车经销商议价能力较弱，因此在销售增速放缓的背景下，库存压力带来的价格战，使得汽车销售业务的毛利率下降；同时，资金成本的上行，导致其盈利能力大幅下滑。

图 12: 重点流通企业汽车销售单月同比增速 (%)



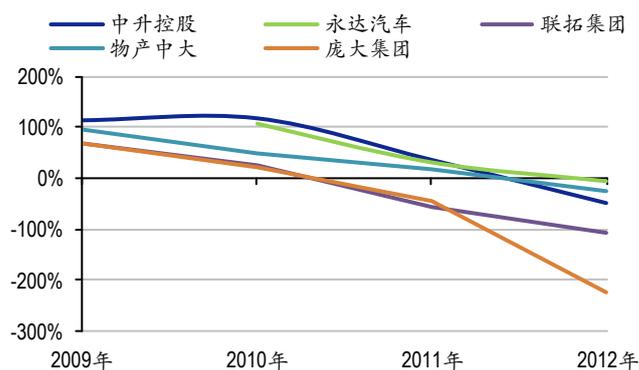
数据来源: 商务部、安信证券研究中心

图 13: 主要汽车经销商的汽车销售业务毛利率 (%)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

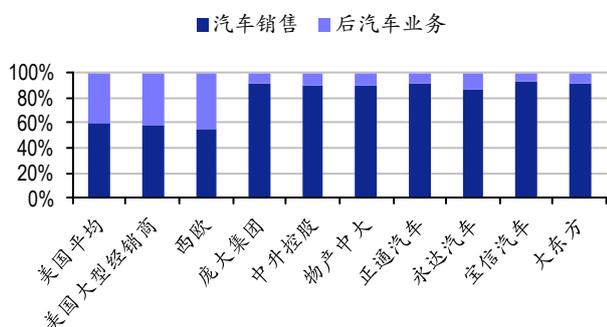
图 14: 主要汽车经销商净利增速



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

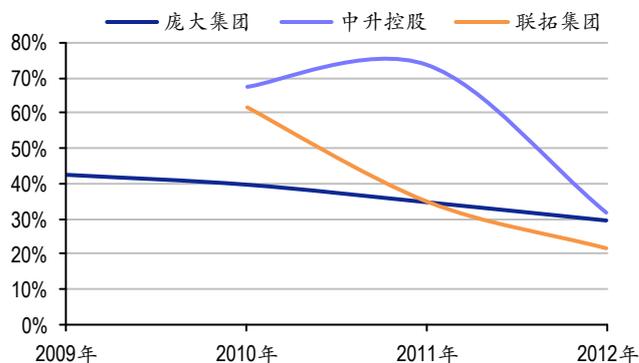
汽车后市场高增速、高毛利发展空间大。2012 年中国汽车保有量已突破 1 亿辆, 汽车后市场规模大约在 3000-4000 亿元。该市场目前连锁规模化较低, 汽车经销商将通过网点、品牌、信息及技术优势, 取得汽车后市场业务的快速发展。根据 KPMG 等机构研究分析, 欧美等发达国家成熟的汽车经销市场中汽车经销商的收入构成已向后市场转移, 以对汽车销售面临的潜在利润率降低进行补偿。而我国汽车经销商的盈利结构还存在较大差距。汽车后市场 40%左右的毛利率, 及快速发展, 将改善国内汽车经销商的盈利能力。

图 15: 中国与国外汽车经销商收入构成对比



数据来源: 庞大集团招股书、wind 资讯、安信证券研究中心

图 16: 主要汽车经销公司后汽车业务收入增速

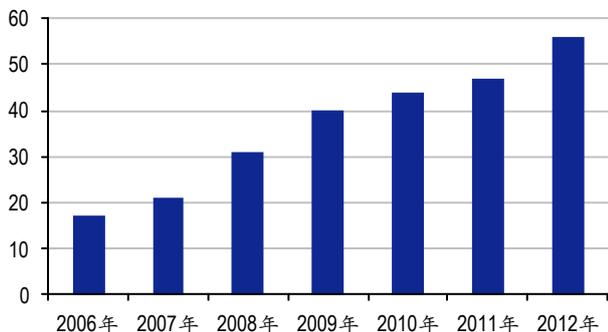


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

3.2. 东方汽车: 无锡龙头, 正处纵横双向发展

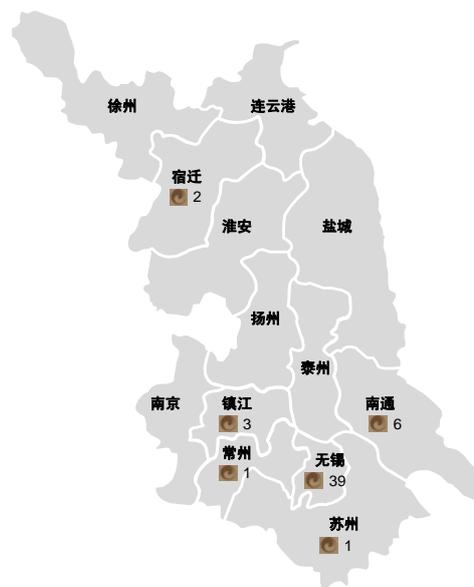
公司作为无锡汽贸龙头,截止 2012 年底在江苏省共拥有 4S 店 56 家,收入规模 46.3 亿元, 年汽车销量在 3 万台左右。公司汽车销售业务开始于 90 年代, 并于 2002 年和 2003 年新 开东方汽车城和东方汽车二城, 汽车城的聚集效应使公司在无锡的汽车销售市场的份额 不断提高。另外, 公司在 2008 年收购无锡新纪元汽贸集团, 一举占领了无锡 60%以上的 市场份额, 巩固了无锡市场龙头地位。2008 年以来, 公司开始实施“走出去”和提升品 牌的战略, 截止 2012 年底已进入南通、苏州、镇江、常州和宿迁, 并引进了保时捷、奔 驰、宝马、雷克萨斯、斯巴鲁等品牌。2011 年是公司汽车销售业务新的起点, 东方汽车 城整体搬迁至东方汽车新城, 占地 600 亩, 总建筑面积 33 万平米, 集 4S 店集群、汽车 用品、汽车美容、二手车市场、汽车理赔中心、专业汽车跑道、汽车主题公园为一体。 在业务发展方向上, 公司在扩展 4S 网点的同时, 也在从纵向扩展产业链加强汽车用品、 美容, 二手车市场等汽车后产业服务的发展。

图 17: 大东方 4S 门店数 (单位: 家)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

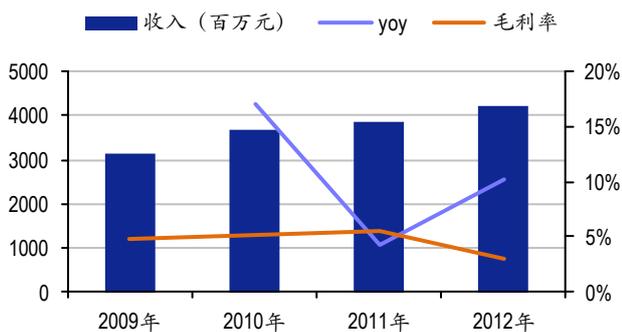
图 18: 大东方 4S 门店分布 (截止 2012 年底)



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

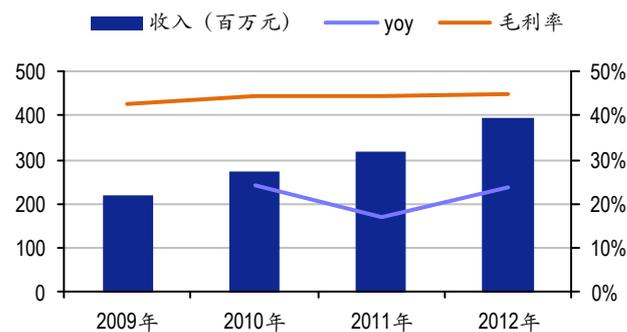
汽车维修保养等后产业服务保持较快增长。2012 年, 汽车销售及服务业务对公司总收入贡献达 61.71%, 其中汽车销售收入 42.32 亿元, 增长 10.2%; 服务业务收入 3.96 亿元, 增长 23.66%。汽车销售毛利率仅 5%左右, 而维修保养等后产业服务毛利率高达 45%左右。由于东部沿海经济发达城市汽车保有量较高, 汽车后产业服务保持较快增长, 其收入增速约 20%左右, 高于汽车销售 10%左右的增速。因此, 汽车后产业服务毛利占比逐年提高。

图 19: 大东方汽车销售收入、增速及毛利率



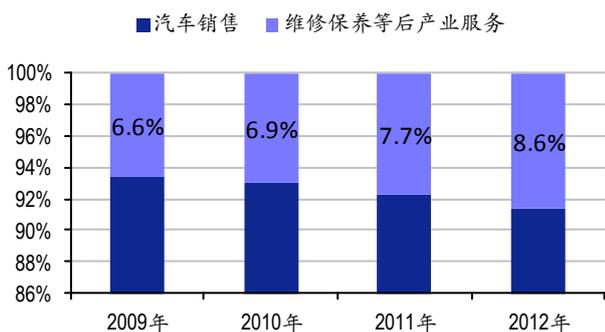
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 20: 大东方汽车后产业服务收入、增速及毛利率



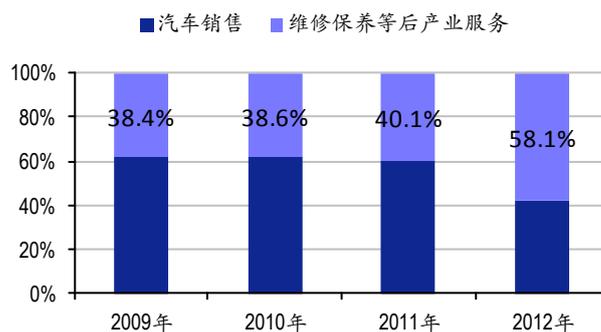
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 21: 大东方汽车销售及服务业务的收入构成



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

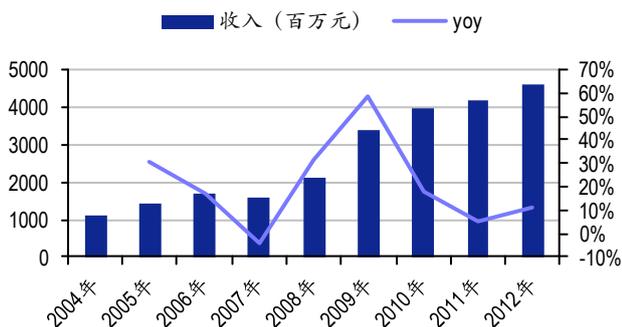
图 22: 大东方汽车销售及服务业务的毛利构成



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

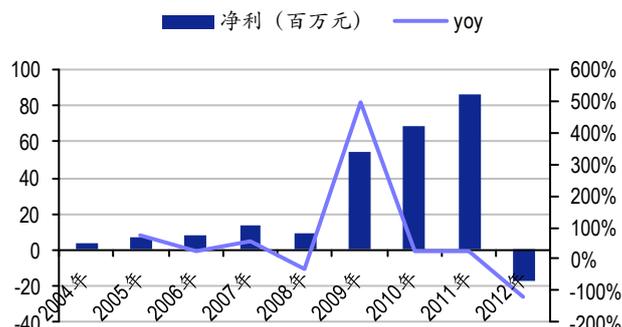
汽车销售服务业务虽然收入取得的较快增长,但盈利能力却不强,甚至亏损。2012年汽车销售行业库存压力大,价格战不断,使得汽车销售毛利率由2011年的5.53%下滑至3.04%;同时,东方汽车新城的投入使用加大了折旧及摊销费用,使得汽车销售及服务的净利由2011年盈利8,607万元,下滑为亏损1,706万元。未来,汽车销售行业的竞争不会减弱,公司汽车业务的盈利点要看维修保养等后产业服务。

图 23: 大东方汽车销售及服务业务收入及增速



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 24: 大东方汽车销售及服务业务净利及增速

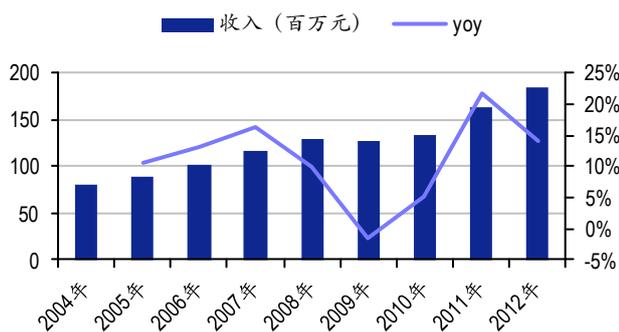


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

4. 其他业务分析

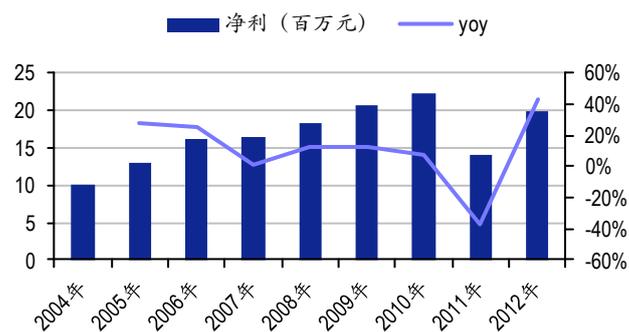
餐饮与食品销售作为公司“一体两翼”中的一个战略发展业务,2012年销售规模1.85亿元,净利1,994万元。公司餐饮与食品销售业务以“三凤桥”肉庄及食品专卖构成,“三凤桥酱排骨”作为无锡标志性地方特产和中华老字号食品,在无锡乃至长三角都具有一定的品牌知名度。2011年,公司完成了三凤桥肉庄社会分散股权的收购,持股比例由之前的35%提升至98%。股权的集中有利于公司推动餐饮门店和食品销售体系的发展。近两年,公司新开大牌档和客堂间两家分店,以及特色小吃百合厅和外卖部,使得该业务收入增速有所提高,但投入及人工成本的增加使得业绩略有下滑。

图 25: 大东方餐饮与食品销售业务收入及增速



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

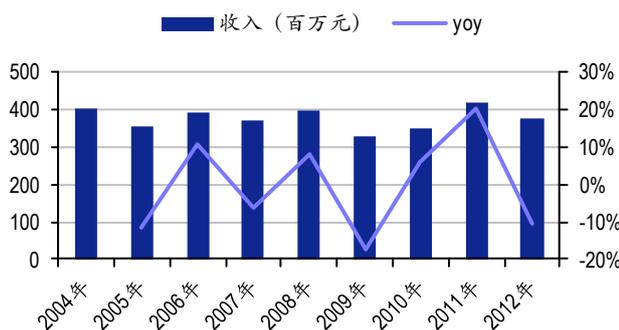
图 26: 大东方餐饮与食品销售业务净利及增速



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

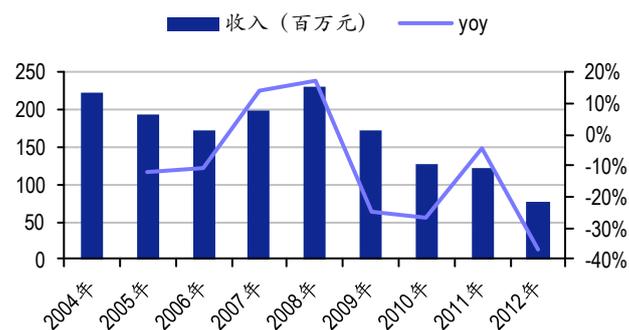
另外，作为百货业务的补充，公司还拥有东方电器和百业超市。未来，公司计划电器会跟随百货门店持续经营，但超市业务会逐渐退出，2011年就转让了部分乡镇门店。截止2012年底，公司拥有电器门店5家，收入规模3.75亿元，净利1,743万元；超市门店10家，收入规模0.77亿元，净利158万元。

图 27: 大东方电器业务收入及增速



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 28: 大东方超市业务收入及增速



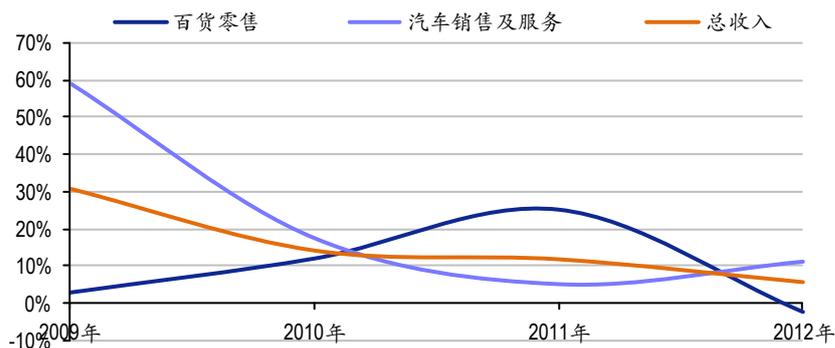
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5. 财务分析

5.1. 收入增速放缓

受百货和汽车销售景气周期的影响，近几年公司收入增速持续放缓。2012年，公司收入仅实现个位数增速5.74%，较上年增速放缓6.1%。2012年，百货零售业务收入增速为-2.7%，相较2011年25%的增速大幅放缓，主要受主力门店大东方百货同店负增长的影响；而2011年，由于汽车销售及服务板块收入增速仅为5.21%，使得公司收入增速为11.81%，同比有所下滑。

图 29: 大东方主要业务板块及总收入增速变动趋势

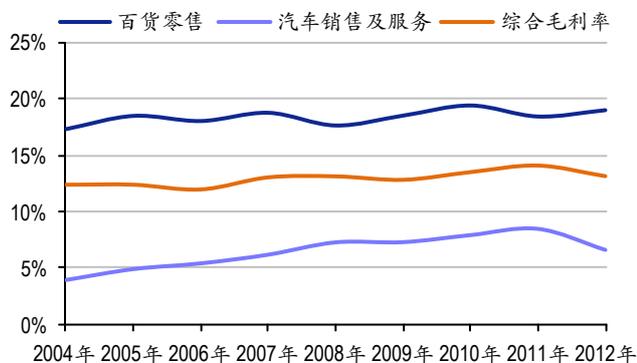


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5.2. 除汽车销售外, 毛利率较稳定

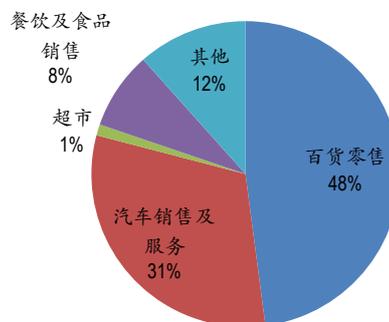
由于汽车销售收入占比较高, 使得综合毛利率处较低水平。2012 年, 公司综合毛利率为 13.12%, 较上年下滑 0.9 个百分点。主要由于占总收入 60% 以上的汽车销售业务受行业库存及价格战影响, 毛利率由上年 8.52% 下滑至 6.62%。2012 年, 百货零售业务毛利率为 19.07%, 同比提高约 0.5 个百分点。现阶段大东方百货作为无锡百货龙头的地位依旧稳固, 所以百货零售业务毛利率整体出上升趋势。未来, 随着高毛利的汽车后产业服务占公司收入比重的提高, 公司综合毛利率具有提升空间。

图 30: 大东方主要业务及综合毛利率变动趋势



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 31: 大东方 2012 年毛利构成

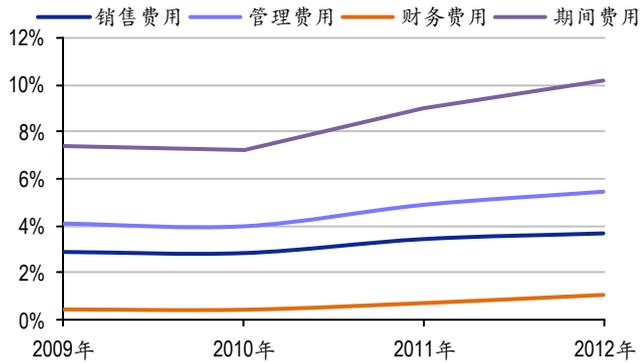


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5.3. 费用率上行

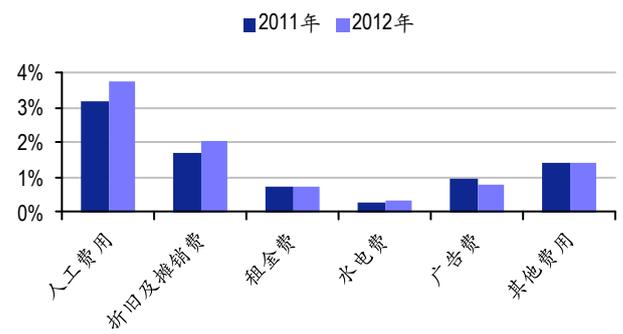
近几年, 由于人工成本及固定开支的增加, 使得期间费用率有所提升。2012 年, 公司期间费用率为 10.19%, 同比提高 1.17%。一方面, 由于人工成本的快速提升, 使得人工费用占收入比重提升至 3.74%, 同比提高了 0.54%; 另一方面, 总投资 8.9 亿元的东方汽车新城 2011 年投入使用, 较大的资本开支使得折旧及摊销费用和财务费用占收入的比重都有所提升。

图 32: 大东方各期间费用率变动趋势



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 33: 大东方各期间费用明细变动对比

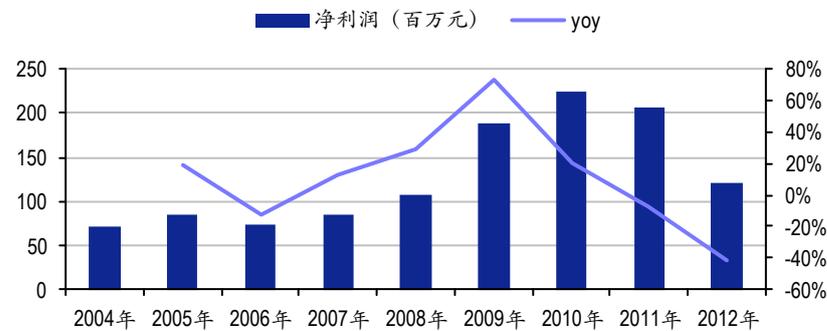


数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5.4. 盈利能力下滑

受汽车销售及服务业务业绩大幅下滑及培育期门店业绩低于预期, 2012 年公司实现净利 1.24 亿元, 同比下滑 51.7%。2012 年, 汽车销售及服务业务受毛利率下滑和折旧及摊销费用的上升, 使得业绩亏损了 1,706 万元, 较上年业绩下滑了 1.03 亿元。同时, 2011 年新开的两家百货门店伊酷童和海门店分别亏损 1,578 万元和 2,244 万元, 培育进程均低于市场预期。另外, 公司持有国联信托、江苏银行、无锡新区景信农村小额贷款公司和江苏有线 4 家公司的股权, 每年均获得 2 千万元左右的投资收益; 且其中江苏银行和江苏有线均已提交 IPO 申报材料计划上市。

图 34: 大东方净利润及增速变动趋势



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 4: 大东方长期股权投资持股及分红情况 (单位: 百万元)

名称	2012 年 末余额	持股比例	投资收益			
			2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
国联信托	106	8.13%	24	14	7	6
江苏银行	60	0.549%	4		4	4
小额贷款公司	3.8	1.9%		1.28	2.62	0.39
江苏有线	32.055	1.695%	5.5	5.79	5.8	6.95
合计	169.855		33.98	19.92	17.42	17.34

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 5: 大东方百货 2012 年及 2011 年净利拆分及对比 (单位: 百万元)

	2012 年	2011 年	2012 年业绩备注
大东方百货	129.98	128.08	
伊酷童	-15.78	-16.13	低于预期
海门店	-22.44	-18.87	低于预期
东方电器	17.43	23.04	
百货零售	109.19	116.12	
东方汽车	(22.95)	59.27	
新纪元贸易	5.89	26.80	
汽车销售及服务	(17.06)	86.07	毛利率下降及折旧摊销成本上升
百业超市	1.58	23.43	2011 年转让乡镇门店实现营业外收入 22.6 百万元
餐饮与食品销售	19.94	13.98	
投资收益	21.30	19.26	长期股权投资分红收益
净利润	124.11	256.77	
少数股东损益	2.78	49.53	
归属于母公司所有者的净利润	121.34	207.24	同比下滑 51.7%

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

6. 盈利预测及投资建议

我们对公司的主要预测假设如下:

- 1) **收入假设:** 由于百货行业目前景气度仍在低位, 且无锡百货竞争不断加剧, 因此我们预测大东方百货同店增速在 0 左右。对于汽车销售增速预计在 10% 左右, 汽车后产业服务收入增速在 20% 左右。

	2012 年	2013E	2014E	2015E
百货零售	-2.70%	12.32%	2.15%	1.87%
汽车销售及服务	11.25%	12.84%	10.92%	10.50%
超市	-36.82%	-10.00%	-8.00%	-5.00%
餐饮与食品销售	14.21%	15.00%	15.00%	15.00%
收入合计	5.74%	12.61%	8.16%	8.03%

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心预测

- 2) **毛利率假设:** 我们预计随着无锡百货市场竞争加剧, 公司百货零售毛利率略有下滑。2012 年是汽车销售行业库存压力较大及价格战较为激烈的一年, 2013 年会有所缓和, 但整个行业的竞争依然在加剧, 因此我们判断汽车销售毛利率会略有回升, 但不能回升至前几年 5% 以上的水平。预计汽车后产业服务的毛利率持续提升。

	2012 年	2013E	2014E	2015E
百货零售	19.1%	18.9%	18.7%	18.5%
汽车销售及服务	6.6%	7.1%	8.2%	8.9%
超市	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
餐饮与食品销售	43.5%	43.5%	43.5%	43.5%
收入合计	13.1%	13.4%	14.1%	14.5%

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心预测

3) 期间费用率假设:

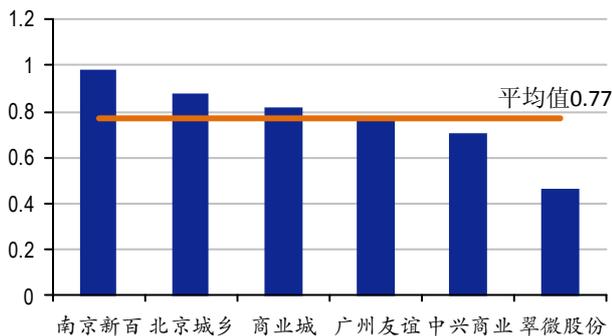
	2012年	2013E	2014E	2015E
销售费用率	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
管理费用率	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%
财务费用率	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%
期间费用率	10.2%	10.3%	10.5%	10.6%

数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心预测

综合以上预测假设,我们预计公司 2013-2015 年净利润为 1.51 亿元、1.92 亿元和 2.32 亿元; 净利增速分别为 24.3%、27.3%和 20.6%; 对应每股收益 0.29、0.37 和 0.44 元。公司未来三年的业绩高增长是建立在低基数的基础上,因为 2012 年公司汽车销售及服务业务的盈利由上年的 8607 万元降至亏损 1706 万元,随着东方汽车新城的经营完善,未来盈利将会逐步回升。

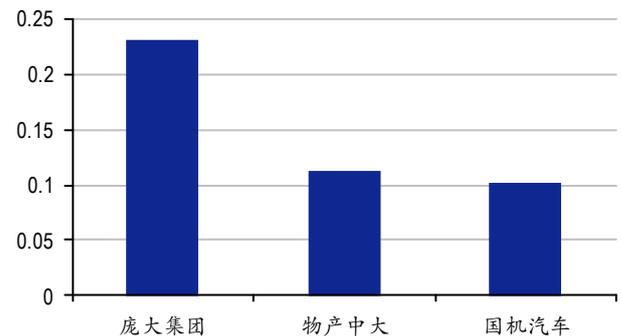
基于公司作为无锡百货龙头和汽车商贸龙头,自有商业大厦 AB 馆及东方汽车新城等物业,渠道价值突出,使得公司具有较好的安全边际;且公司的汽车销售业务在经历 2012 年亏损后正处恢复期。综上,给予公司 2013 年零售业务 0.6 倍 PS,汽贸业务 0.1 倍 PS,12 个月目标价 4.7 元,对应 2013 年 16.3 倍 PE,给予中性-A 投资评级。

图 35: 大东方零售业务可比公司动态 PS



数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

图 36: 大东方汽贸业务可以公司动态 PS



数据来源: wind 资讯、安信证券研究中心

7. 风险提示

- 1) **大东方百货在无锡市场份额下滑。**由于恒隆广场、国金中心、万象城等定位高档的购物中心将会在无锡开业,尤其是恒隆广场分布在大东方百货临街,对大东方百货将产生更为直接的影响。
- 2) **汽车销售及服务业务毛利率提升缓慢。**长期来看,汽车销售业务的竞争是不不断加剧的,且上游供应商的强势地位,使得汽车销售业务毛利率提升空间不大且存在下滑风险。如果公司汽车后产业服务业务收入占比提升缓慢,该板块业绩难有较大增长。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年05月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,094.4	7,501.4	8,447.5	9,136.6	9,870.7	成长性					
减:营业成本	6,099.5	6,516.9	7,312.2	7,851.7	8,440.5	营业收入增长率	11.8%	5.7%	12.6%	8.2%	8.0%
营业税费	57.4	55.5	61.7	69.4	73.4	营业利润增长率	-16.4%	-41.3%	20.3%	23.2%	19.0%
销售费用	241.8	274.1	321.3	356.7	395.2	净利润增长率	-7.6%	-41.5%	24.3%	27.3%	20.6%
管理费用	347.8	411.4	479.6	534.3	594.4	EBITDA 增长率	-5.0%	-17.3%	9.5%	16.2%	13.1%
财务费用	50.6	78.8	70.4	69.4	59.3	EBIT 增长率	-9.7%	-28.0%	11.1%	17.4%	12.3%
资产减值损失	-1.4	-0.6	0.4	-0.5	-0.2	NOPLAT 增长率	-14.0%	-38.9%	31.7%	17.4%	13.9%
加:公允价值变动收益	-0.2	-	0.3	0.1	-0.2	投资资本增长率	49.6%	-6.3%	11.0%	-5.2%	-10.4%
投资和汇兑收益	19.3	21.3	22.2	20.9	21.5	净资产增长率	2.8%	3.0%	10.9%	12.4%	13.3%
营业利润	317.8	186.6	224.5	276.7	329.4	利润率					
加:营业外净收支	40.7	17.8	20.7	26.4	21.6	毛利率	14.0%	13.1%	13.4%	14.1%	14.5%
利润总额	358.6	204.4	245.3	303.1	351.0	营业利润率	4.5%	2.5%	2.7%	3.0%	3.3%
减:所得税	101.8	80.3	68.7	84.9	94.8	净利润率	2.9%	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%
净利润	207.2	121.3	150.8	192.0	231.6	EBITDA/营业收入	6.9%	5.4%	5.2%	5.6%	5.9%
						EBIT/营业收入	5.2%	3.5%	3.5%	3.8%	3.9%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	34	47	55	54	51
货币资金	702.7	1,006.7	1,133.7	1,226.2	1,324.7	流动营业资本周转天数	-33	-38	-43	-45	-47
交易性金融资产	1.1	0.1	0.4	0.5	0.3	流动资产周转天数	89	101	100	101	102
应收帐款	146.2	183.6	191.9	214.2	222.9	应收帐款周转天数	6	8	8	8	8
应收票据	0.6	0.9	0.3	1.2	0.4	存货周转天数	31	37	33	33	34
预付帐款	326.9	283.4	330.7	364.3	384.4	总资产周转天数	181	208	207	205	199
存货	772.1	767.3	776.4	881.2	971.3	投资资本周转天数	44	48	44	41	35
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.5%	8.7%	11.2%	12.3%	12.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	2.6%	3.5%	4.1%	4.6%
长期股权投资	221.9	219.4	219.4	219.4	219.4	ROIC	38.1%	15.5%	21.8%	23.1%	27.8%
投资性房地产	118.8	174.5	174.5	174.5	174.5	费用率					
固定资产	743.3	1,218.7	1,353.8	1,387.0	1,434.3	销售费用率	3.4%	3.7%	3.8%	3.9%	4.0%
在建工程	159.4	118.0	109.0	190.8	120.4	管理费用率	4.9%	5.5%	5.7%	5.8%	6.0%
无形资产	539.3	514.5	496.8	479.1	461.5	财务费用率	0.7%	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	9.0%	10.2%	10.3%	10.5%	10.6%
资产总额	3,962.1	4,716.0	5,019.5	5,368.2	5,529.8	偿债能力					
短期债务	670.1	922.0	1,004.6	842.2	583.5	资产负债率	65.0%	69.8%	68.5%	66.9%	63.6%
应付帐款	760.1	959.0	1,031.5	1,149.5	1,288.9	负债权益比	186.0%	230.6%	217.4%	202.0%	174.6%
应付票据	371.2	458.5	516.5	617.7	695.3	流动比率	0.77	0.72	0.73	0.76	0.83
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.46	0.47	0.49	0.51	0.55
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	7.29	3.37	4.19	4.99	6.55
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	2,576.6	3,289.6	3,438.3	3,590.8	3,516.3	DPS(元)	0.08	-	0.04	0.04	0.04
少数股东权益	225.4	197.5	223.3	249.5	274.2	分红比率	20.1%	0.0%	14.5%	11.5%	8.7%
股本	521.7	521.7	521.7	521.7	521.7	股息收益率	1.8%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%
留存收益	638.4	707.3	836.3	1,006.1	1,217.6						
股东权益	1,385.4	1,426.5	1,581.2	1,777.3	2,013.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.40	0.23	0.29	0.37	0.44
净利润	256.8	124.1	150.8	192.0	231.6	BVPS(元)	2.22	2.36	2.60	2.93	3.33
加:折旧和摊销	147.9	171.7	146.1	166.2	190.7	PE(X)	11.3	19.3	15.5	12.2	10.1
资产减值准备	-1.4	-0.6	-	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
公允价值变动损失	0.2	-	0.3	0.1	-0.2	P/FCF	11.8	5.3	18.5	27.4	29.4
财务费用	36.6	62.6	70.4	69.4	59.3	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
投资损失	-19.3	-21.3	-22.2	-20.9	-21.5	EV/EBITDA	7.5	5.3	4.7	3.6	2.6
少数股东损益	49.5	2.8	25.8	26.3	24.7	CAGR(%)	-5.3%	27.3%	-15.1%	-5.3%	27.3%
营运资金的变动	-261.0	30.5	-1.5	156.1	80.1	PEG	-2.1	0.7	-1.0	-2.3	0.4
经营活动产生现金流量	144.7	223.4	369.7	589.2	564.7	ROIC/WACC	4.2	1.7	2.4	2.5	3.0
投资活动产生现金流量	-454.0	-308.2	-233.1	-242.8	-128.2	REP	0.8	1.3	0.8	0.7	0.5
融资活动产生现金流量	201.1	116.6	-9.6	-253.9	-338.1						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张静声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

