



百货零售

署名人: 徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 38.40 元

当前股价: 28.23 元

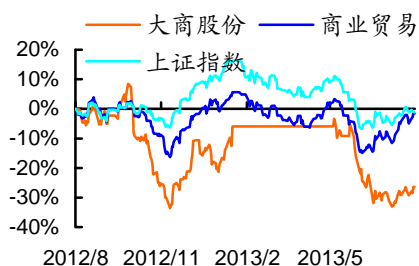
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2067.12
总股本(百万)	294
流通股本(百万)	294
流通市值(亿)	83
EPS	1.39
每股净资产(元)	16.47
资产负债率	66.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大商股份	2.58%	-21.72%	-21.72%
商业贸易	8.87%	-3.52%	-6.20%
上证指数	3.11%	-10.22%	-10.68%



相关报告

《大商股份-重组方案优化, 2013 年备考扣非 EPS 增长 14%》2013-6-14

《大商股份: 资产重组意义深远; 注入资产估值较贵》2013-5-28

《大商股份: 高基数下业绩基本与去年持平, 稳定性增强— 2013 年 1 季报点评》2013-4-22

大商股份

600694

强烈推荐

2 季度经营情况较 1 季度明显改善

— 2013 年中报点评

2013 年上半年, 公司实现营业收入 176 亿元, 同比增长 8.67%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6.97 亿元, 同比下降 5.37%, 基本每股收益 2.37 元, 符合预期。毛利率下降和人工、租金、广告宣传费的大幅上涨, 以及去年同期高基数是增收未增利的主要原因。

投资要点:

- **2 季度经营情况较 1 季度明显改善:** 1、第 2 季度, 公司营业收入同比增长 12.11%, 增速较 1 季度提升 6.26 个百分点; 毛利率 20.13%, 同比仅微降 0.01 个百分点, 与 2012 年 2 季度基本持平。2、经营改善原因: 在兼顾规模与效益的原则下, 公司适度控制打折促销, 转而以提升自身经营能力为重心: 扩大统一采购规模、进一步推动自销直营、大力发展自有品牌。
- **盈利能力:** 1、上半年, 综合毛利率下降 0.05 个百分点至 20.73%; 毛利全部为商业主业贡献, 在行业内仍属较高毛利率水平; 其中, 超市业态在收入增长 8.82% 的情况下毛利率提升了 1.85 个百分点至 11.81%, 表现优于全国超市行业; 2、期间费用提升 0.33 个百分点, 主要是由于人工、租金、广告宣传费的大幅增长; 上半年, 公司经营现金流改善, 有息负债减少, 货币资金大幅增加 36%, 由此带来财务费用大幅减少 2204 万元, 财务费用率下降 0.14 个百分点; 3、净利率下降 0.59 个百分点至 4.3%, 仍处公司历史高位, 也高于行业平均净利率水平。
- **预计全年新增门店 10 家左右:** 1、上半年新增 2 家门店, 吉林新玛特 (1 月 25 日开业)、大商超市铁岭银州店 (1 月 27 日开业); 下半年, 松原、沈阳、大庆、洛阳、省内 NTS 等将陆续开业; 2、为顺应居民消费升级和零售业态的演进, 公司果断对现有门店进行调整, 再现龙头魄力: 推陈出新、新老置换。4 月, 2 万平米的松原千盛闭店; 8 月, 7 万平米的松原新玛特已开业。预计全年关闭 2-3 家门店。
- **下调盈利预测, 维持“强烈推荐”评级:** 由于重组进展好事多磨将推迟规模效益的体现, 人工、租金以及闭店带来的费用上涨可能会超出预期, 故在维持公司 2013-2015 年营业收入增速 11.5%、12.3% 和 13.3% 的同时下调归属净利润增速至 4.9%、10.3% 和 14.3%; EPS 分别为 3.49、3.85 和 4.4 元, 给予 2013 年 11 倍 PE, 目标价 38.4 元。鉴于重组仍有望推进、公司市值严重低估: PS 仅 0.25 (2012)、重估值为市值的 3.66 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、重组存在不确定性; 2、4 季度新门店集中开业, 预计业绩波动较大

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	1025	1131	1292
净利润同比(%)	257%	5%	10%	14%
毛利率(%)	19.9%	19.7%	19.9%	19.9%
ROE(%)	22.1%	19.9%	18.9%	18.6%
每股收益(元)	3.33	3.49	3.85	4.40
P/E	8.49	8.09	7.33	6.42
P/B	1.87	1.61	1.39	1.20
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源: 中投证券研究所

一、2013 年上半年业绩概览：营业收入同比增长 8.7%；

归属净利润同比下降 5.37%，符合预期

2013 年上半年，公司实现营业收入 176 亿元，比上年同期增加 8.67%；综合毛利率 20.73%，同比下降 0.05 个百分点；实现归属于上市公司股东的净利润 6.97 亿元，同比下降 5.37%；扣除非经常性损益的归属净利润 7.06 亿元，同比下降 1.02%；基本每股收益 2.37 元，符合预期。

2013 年上半年，我国经济呈现艰难的弱复苏态势，居民消费意愿不足，实体零售继续遭受电商、商业地产的双重挤压。公司主力区域黑龙江、辽宁上半年遇到了气温偏低，春夏装滞销等不利影响。在兼顾规模与效益的原则下，公司适度控制打折促销，转而以提升自身经营能力为重心：扩大统一采购规模、进一步推动自销直营、大力发展自有品牌等。第 2 季度，公司营业收入同比增长 12.11%，增速较 1 季度提升 6.26 个百分点；毛利率 20.13%，同比仅微降 0.01 个百分点，与 2012 年 2 季度基本持平。

二、上半年经营情况分析

1、上半年新增 2 家门店：吉林新玛特、大商超市铁岭银州店

表 1、2013 年上半年新增门店情况

店名	业态	省份	城市	物业	开业时间	建筑面积 (平米)	租金水平	说明
吉林新玛特	购物中心	吉林省	吉林市	租赁	2013-1-25	57,188	计租面积 54188 平方米，租期 20 年。租金为前五个租约年 1.30 元/平方米/日，第六个租约年至第二十个租约年为 1.35 元/平方米/日	配备电影院和餐饮
大商超市-铁岭银州店	连锁超市	辽宁省	铁岭市	租赁	2013-1-27	18,024	租期 20 年，房屋租金、设施设备租赁费、场地租赁费第一至第五个租赁年度分别为为 0.45、0.36、0.09 元/平方米/日，第六至第八个租赁年度分别为 0.5、0.4、0.1 元/平方米/日，第九个年度开始每 3 年各递增 3%	

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

顺应居民消费升级和零售业态的演进，公司对现有门店进行适度调整：推陈出新、新老置换。2013 年 4 月，公司关闭了体量较小、且位置不佳的松原千盛；全力打造位于核心商圈、面积达 7 万平米、集影院、餐饮、电玩、体育、购物等于一体的松原大商新玛特。8 月 2 日，松原新玛特已开业。

2、分行业 - 百货收入增速最快，超市毛利率提升最显著

表 2、分行业营业收入及毛利率情况

分行业	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入增速 (%)	毛利率比上年增减 (%)
百货业态	107.91	16.49	10.05	减少 0.82 个百分点
超市业态	34.35	11.81	8.82	增加 1.85 个百分点
家电连锁业态	18.41	7.96	0.7	增加 0.41 个百分点
其他	2.02	22.6	34.73	增加 16.63 个百分点

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

超市业态上半年营业收入增长 8.82%，毛利率较去年同期提升 1.85 个百分点，主要原因有：1、扩大统一采购规模、提高自采比例、发展自有品牌等举措在超市方面成效显著；2、主力区域外资超市颓势已现，竞争环境相对缓和。

3、分地区

表 3、营业收入地区情况

地区	营业收入（亿元）	占比(%)	增速(%)
大连地区	40.1	24.5	1.84
其他地区	31.7	19.4	1.94
大庆地区	28.8	17.6	4.5
抚顺地区	14.0	8.6	19.77
沈阳地区	13.6	8.3	10.8
河南地区	13.6	8.3	7.03
牡丹江地区	10.7	6.5	14.78
佳木斯地区	6.3	3.9	25.01
阜新地区	4.6	2.8	13.7
合计	163.5	100.0	-

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

分地区看，占公司营业收入比例超过 10%的主力区域大连地区、大庆地区等增速较慢；抚顺地区、牡丹江地区、佳木斯地区等占比不到 10%的地区则增速较快。

三、财务分析

1、综合毛利率 20.73%，相对平稳；净利率 4.3%，处行业较高水平

图 1 公司综合毛利率和净利率

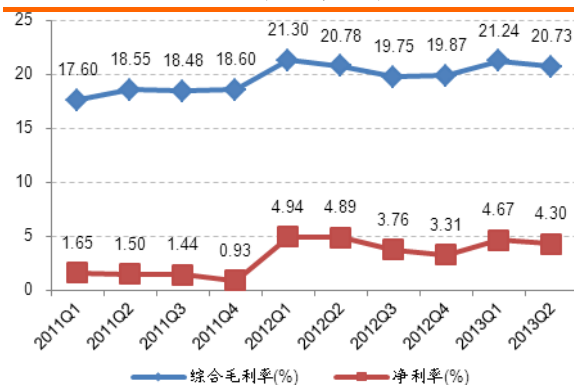
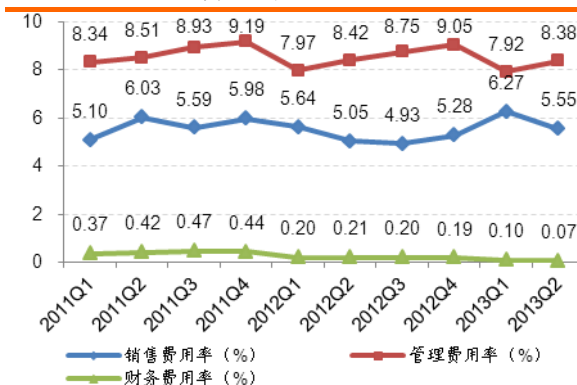


图 2 公司三项费用情况



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

公司综合毛利率 20.73%，同比下降 0.05 个百分点。公司毛利全部为商业主业贡献，没有地产等非主业；该毛利率处于行业较高水平。

2012 年上半年，公司净利率为历史最高水平，高达 4.89%。由于 2013 年上半年毛利率下降 0.05 个百分点、期间费用率上升 0.33 个百分点，导致净利率下降 0.59 个百分点至 4.3%，仍处公司历史高位，也高于行业平均净利率水平。

三项费用方面：

期间/销售/管理/财务费用分别为 14%、5.55%、8.38%和 0.07%，分别变化 0.33/0.5/-0.04/-0.14/个百分点。

➤ 人工、租金、广告宣传费的增加是导致销售、管理费用增长的主要原因

- 人工：工资性费用增长 1.4 亿元，增幅达 20%；保险及公积金增加 2796 万元，增幅达 19.2%；
- 租赁费：由于新门店的开业、老门店的提租，租赁费增长 5727 万元，增幅 11.3%；
- 广告宣传费：增长 1824 万元，增幅达 22.4%。

➤ 经营现金流改善，有息负债减少，货币资金大幅增加 36%，财务费用减少 2204 万元

- 上半年，公司经营现金流净额 8.9 亿元，较去年同期增长 50.6%，是同期公司净利润的 1.18 倍；
- 上半年，公司账面现金高达 63.8 亿元，同比增长 36%；公司上半年利息收入增加 1213 万元，增幅 37.4%；
- 上半年，公司有息负债减少 5487 万元，利息支出减少 652 万元。

图3 公司货币资金及增速

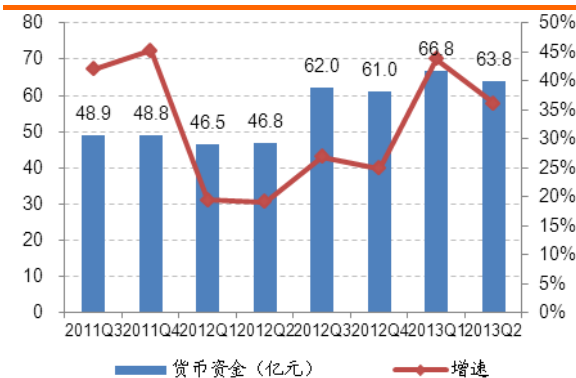
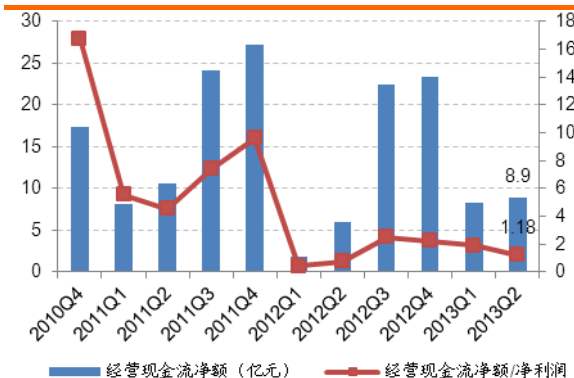


图4 公司经营现金流净额及与净利润倍数



资料来源：公司公告，中投证券研究总部

四、2013年下半年展望

1、下半年有望新增 6-8 家门店

上半年，公司新增 2 家门店，吉林新玛特和大商超市铁岭银州店。下半年，预计公司将新增 6-8 家门店，包括：松原新玛特 8 月 2 日开业、沈阳、大庆、洛阳等城市的门店和辽宁省内的 NTS（新农村购物中心）等，即全年新增门店 10 家左右。

2、预计下半年关店 1-2 家

随着居民消费升级和零售业态的演进，公司体系内部分小体量门店、位置不佳、租金偏高的门店已无法适应市场需求和盈利需求。公司果断对门店进行推陈出新、新老置换。8 月，沈阳太原街新玛特闭店。

3、人工、租金、广告宣传费等将刚性上涨，依然是推动期间费用率上升的主要因素。

四、下调盈利预测，但维持“强烈推荐”评级

由于重组进展低于年初的预期、人工和租金等上涨超预期、以及公司果断进行门店的推陈出新、新老置换长远有利于公司发展但对当年业绩产生不利影响等原因，故在维持公司 2013-2015 年营业收入增速 11.5%、12.3%和 13.3%的同时下调归属净利润增速至 4.9%、10.3%和 14.3%；EPS 分别为 3.49、3.85 和 4.4 元，给予 2013 年 11 倍 PE，目标价 38.4 元。鉴于重组仍有望推进、公司市值严重低估：PS 仅 0.25（2012）、重估值为市值的 3.66 倍，维持“强烈推荐”评级。

五、风险提示

1、重组存在不确定性；

2、对门店推陈出新、新老置换遭遇关闭门店费用严重影响当期业绩、新门店培育期亏损超预期；

3、4 季度集中开店，当季费用压力加大，且去年 4 季度基数较高，从而导致季度间业绩波动较大，进而加剧股价波动。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	7639	10660	14244	16199	营业收入	31859	35532	39917	45226
现金	6098	9182	12586	14320	营业成本	25529	28522	31982	36226
应收账款	241	68	76	86	营业税金及附加	380	426	527	565
其它应收款	468	554	623	706	营业费用	1683	1990	2239	2519
预付账款	115	285	320	362	管理费用	2884	3127	3517	3998
存货	712	570	640	725	财务费用	60	76	92	107
其他	6	0	0	0	资产减值损失	6	50	55	66
非流动资产	6594	6190	5781	5423	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	20	20	20	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	4281	4025	3778	3541	营业利润	1326	1342	1505	1745
无形资产	1029	1034	1039	1044	营业外收入	105	100	85	80
其他	1250	1111	944	818	营业外支出	34	45	50	65
资产总计	14233	16850	20026	21621	利润总额	1397	1397	1540	1760
流动负债	8670	9458	11302	11709	所得税	344	344	379	433
短期借款	817	900	2000	1500	净利润	1053	1053	1161	1327
应付账款	3217	2852	3198	3623	少数股东损益	76	28	31	35
其他	4636	5705	6103	6586	归属母公司净利润	977	1025	1131	1292
非流动负债	968	2038	2516	2716	EBITDA	1977	2010	2204	2439
长期借款	458	-42	436	636	EPS (元)	3.33	3.49	3.85	4.40
其他	510	2080	2080	2080	主要财务比率				
负债合计	9638	11496	13818	14425	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	167	195	225	261	成长能力				
股本	294	294	294	294	营业收入	4.8%	11.5%	12.3%	13.3%
资本公积	1455	1455	1455	1455	营业利润	188.9	1.2%	12.2%	15.9%
留存收益	2680	3411	4234	5187	归属于母公司净利润	256.6	4.9%	10.3%	14.3%
归属母公司股东权益	4429	5160	5983	6936	获利能力				
负债和股东权益	14233	16850	20026	21621	毛利率	19.9%	19.7%	19.9%	19.9%
现金流量表					净利率	3.1%	2.9%	2.8%	2.9%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	22.1%	19.9%	18.9%	18.6%
经营活动现金流	2333	3637	2609	2859	ROIC	25.5%	24.5%	26.0%	28.5%
净利润	1053	1053	1161	1327	偿债能力				
折旧摊销	591	592	607	587	资产负债率	67.7%	68.2%	69.0%	66.7%
财务费用	60	76	92	107	净负债比率	13.38	12.68%	21.97	18.97%
投资损失	-9	0	0	0	流动比率	0.88	1.13	1.26	1.38
营运资金变动	613	1960	729	813	速动比率	0.80	1.07	1.20	1.32
其它	25	-45	20	24	营运能力				
投资活动现金流	-419	-351	-383	-379	总资产周转率	2.32	2.29	2.16	2.17
资本支出	335	60	78	99	应收账款周转率	124	218	529	531
长期投资	-16	-7	0	0	应付账款周转率	8.28	9.40	10.57	10.62
其他	-100	-298	-305	-280	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-683	-201	1178	-746	每股收益(最新摊薄)	3.33	3.49	3.85	4.40
短期借款	98	83	1100	-500	每股经营现金流(最新摊薄)	7.94	12.38	8.88	9.73
长期借款	151	-500	478	200	每股净资产(最新摊薄)	15.08	17.57	20.37	23.61
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	8.49	8.09	7.33	6.42
其他	-932	215	-400	-446	P/B	1.87	1.61	1.39	1.20
现金净增加额	1231	3084	3404	1734	EV/EBITDA	2	2	2	1

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
2013-6-14	《大商股份-重组方案优化，2013 年备考扣非 EPS 增长 14%》
2013-5-28	《大商股份：资产重组意义深远；注入资产估值较贵》
2013-4-22	《大商股份：高基数下业绩基本与去年持平，稳定性增强——2013 年 1 季报点评》
2013-4-3	《大商股份-分红创公司历史记录，业绩稳定性将增强》
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。

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	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