

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
经营效益提升, 3季度业绩小幅超预期
— 2013年3季报点评

前3季度/第3季度, 公司实现营业收入253.9/78.2亿元, 同比增长6.59%/2.21%; 实现归属净利润9.27/2.3亿元, 同比增长11.13%/135.44%; 业绩小幅超预期, 主要原因在于今年第3季度严控打折促销力度、狠抓毛利率、大力推广统采和自销直营并积极开发自有品牌, 毛利率提升2.55个百分点。

投资要点:

- **审时度势, 改变经营策略, 更加注重经营效益的提升:** 去年3季度, 公司进行了大力度的打折促销以求刺激销售, 毛利率降至17.57%, 但让利并未带来销售增速的显著提升; 面对疲软的宏观经济、低迷的消费市场、严重不足的消费意愿和积弊较多的零售业商业模式, 公司转而寻求转型、保毛利、求效益。今年3季度公司营业收入同比增长2.21%, 增速较上半年进一步放缓, 但毛利率显著提升。
- **3季度新开2家门店; 前3季度关闭2家门店; 店龄结构进一步优化:** 1、8月2日, 松原新玛特开业(建筑面积约6-7万平米); 9月29日, 大商NTS新城镇购物中心(炮台店)开业; 2、5月, 松原千盛闭店; 8月, 沈阳太原街新玛特闭店; 闭店产生处置资产、支付解约金等导致前3季度营业外支出同比增加6016万元。3、度过盈亏平衡点的轻熟门店占比上升, 实际有效税率降至20.72%。
- **前3季度期间费用率上升0.23个百分点:** 1、由于2014年新增门店较多、2013年的绩效工资兑现部分体现在2014年, 前3季度营业费用率和管理费用率之和提升0.38个百分点; 2、公司优化负债结构, 财务费用率下降0.15个百分点至0.05%。
- **4季度及2014年新增门店较多, 开店压力仍存:** 1、10月18日, 大庆乘风新玛特(约8.5万平米)开业; 年底前有望开业的有洛阳建业新玛特、伊春大商超市、大庆红岗大商超市、佳木斯大商超市等; 2、2014年有望开业的有: 洛阳泉舜大商新玛特、大连金石滩大商商业中心广场、郑州新玛特中原新城店、沈北新玛特等、大庆麦凯乐、佳木斯铁力新玛特等。按照会计准则, 储备门店的人员费用、宣传费用、租金费用等于产生当期计提, 故4季度费用压力较大。
- **微调盈利预测:** 公司价值严重低估—仅以百货/购物中心自有物业核算, 其物业重估净值为255亿元, 为市值的3倍; PS(2012)仅0.26, 为行业最低水平; 账面现金高达71亿元, 为市值的84.5%。预计公司2013-2015年归属净利润增速分别为4.9%、8.1%和12.1%; EPS分别为3.49、3.77和4.23元, 给予2013年11倍PE, 目标价38.4元, 维持“强烈推荐”。

风险提示: 1、重组波折性较强; 2、4季度、2014年新店较多, 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	34153	38593	43725
收入同比(%)	4.8%	7.2%	13.0%	13.3%
归属母公司净利润	977	1025	1108	1242
净利润同比(%)	257%	5%	8%	12%
毛利率(%)	19.9%	19.9%	20.0%	19.9%
ROE(%)	22.1%	19.9%	18.6%	18.1%
每股收益(元)	3.33	3.49	3.77	4.23
P/E	8.49	8.09	7.49	6.68
P/B	1.87	1.61	1.39	1.21
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 38.40元

当前股价: 28.58元

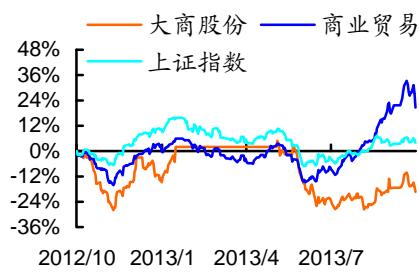
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2183.11
总股本(百万)	294
流通股本(百万)	294
流通市值(亿)	84
EPS	2.37
每股净资产(元)	16.45
资产负债率	65.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大商股份	0.14%	4.46%	-20.75%
商业贸易	1.45%	30.39%	26.62%
上证指数	-1.71%	6.81%	-0.07%


相关报告

- 《大商股份: 2013年中报点评-2季度经营情况较1季度明显改善》 2013-8-23
 《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; 注入资产评估较贵》 2013-5-28

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产				
现金	7639	10416	13991	15873
应收账款	6098	8998	12389	14057
其它应收款	241	65	73	83
预付账款	468	533	602	682
存货	115	274	309	350
其他	712	547	618	700
非流动资产				
长期投资	6594	6190	5781	5423
固定资产	33	20	20	20
无形资产	4281	4025	3778	3541
其他	1029	1034	1039	1044
资产总计	1250	1111	944	818
流动负债	14233	16606	19772	21296
短期借款	8670	9214	11072	11452
应付账款	817	900	2000	1500
其他	3217	2736	3089	3502
非流动负债	4636	5579	5982	6450
长期借款	968	2038	2516	2716
其他	458	-42	436	636
负债合计	510	2080	2080	2080
少数股东权益	9638	11252	13588	14168
股本	167	195	225	259
资本公积	294	294	294	294
留存收益	1455	1455	1455	1455
归属母公司股东权益	2680	3411	4211	5121
负债和股东权益	4429	5160	5960	6869
现金流量表	14233	16606	19772	21296

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	31859	34153	38593	43725
营业成本	25529	27356	30893	35024
营业税金及附加	380	410	509	547
营业费用	1683	1913	2165	2435
管理费用	2884	3005	3400	3865
财务费用	60	77	96	111
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	1341	1474	1677
营业外收入	105	100	85	80
营业外支出	34	45	50	65
利润总额	1397	1396	1509	1692
所得税	344	343	371	416
净利润	1053	1053	1138	1275
少数股东损益	76	28	30	34
归属母公司净利润	977	1025	1108	1242
EBITDA	1977	2011	2177	2375
EPS (元)	3.33	3.49	3.77	4.23

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	4.8%	7.2%	13.0%	13.3%
营业利润	188.9	1.1%	9.9%	13.7%
归属于母公司净利润	256.6	4.9%	8.1%	12.1%
获利能力				
毛利率	19.9%	19.9%	20.0%	19.9%
净利率	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
ROE	22.1%	19.9%	18.6%	18.1%
ROIC	25.5%	24.5%	26.0%	28.5%
偿债能力				
资产负债率	67.7%	67.8%	68.7%	66.5%
净负债比率	13.38	12.96%	22.34	19.31%
流动比率	0.88	1.13	1.26	1.39
速动比率	0.80	1.07	1.21	1.32
营运能力				
总资产周转率	2.32	2.21	2.12	2.13
应收账款周转率	124	211	531	531
应付账款周转率	8.28	9.19	10.61	10.63
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.33	3.49	3.77	4.23
每股经营现金流(最新摊薄)	7.94	11.76	8.85	9.50
每股净资产(最新摊薄)	15.08	17.57	20.29	23.39
估值比率				
P/E	8.49	8.09	7.49	6.68
P/B	1.87	1.61	1.39	1.21
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
2013-8-23	《大商股份：2013年中报点评-2季度经营情况较1季度明显改善》
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》
2009-8-3	《大商股份-外延扩张明显放缓、费用支出大幅增加》

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，旨为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，但我们将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