

**大商股份 ( 600694 )**
**强烈推荐**
**行业：多业态零售**
**毛利率提升、资产负债管理有效对冲业绩增速放缓**
**— 2014 年中报点评**

2014 年上半年，公司实现营业收入 170 亿元，同比增长-3.26%；实现归属净利润 7.5 亿元，同比增长 7.57%；基本每股收益 2.55 元，符合预期。

**投资要点：**

- ◆ **地处反腐“重灾区”、门店定位在当地属中高端，受冲击较大：**上半年，公司百货、超市、家电营业收入增速分别为-5.87%、-1%、-2.5%；沈阳和抚顺地区营业收入降幅较大，增速分别为-16.57%、-11.01%。其中，沈阳是东北的经济、政治中心，受经济调整、反腐等影响较大，同行业的中兴商业、沈阳欧亚联营营业收入增速分别为-10.58%、-20.43%。
- ◆ **毛利率持续上行，有效对冲了营业收入的下滑：**上半年，公司百货、超市、家电连锁毛利率分别提升 0.57、0.65 和 1.05 个百分点，综合毛利率提升 1.15 个百分点至 21.88%。原因：1) 整合招商资源，将一批品牌招商权收归总部，提升议价能力；2) 面对消费者疲弱的购买力，适度控制打折促销的频率和力度；3) 强势的市场地位下，各专柜的销售保底要求得以贯彻执行；4) 黄金销售放缓带来的商品结构的变化。
- ◆ **加强资产负债管理，2001 年以来财务费用首次为负：**公司账面现金 64 亿元，增加存款比例使利息收入同比增长 29.5%；短期借款/长期借款分别减少 1.38/1.55 亿元，降幅分别为 21%/45%，利息支出同比下降 27%。
- ◆ **大商系开始新一轮兼并收购，龙头优势更加突出的同时将促进同业竞争问题的解决：**1998-2004 年，公司对辽宁、黑龙江的商业进行了大规模的收购。当下零售行业低迷，大商系改变大量自开门店的策略，以对中兴商业的举牌为标志，开始了新一轮兼并收购，且触角将拓展至东北三省以外；而兼并收购也将倒推大商管理、大商集团、大商股份同业竞争问题的解决。
- ◆ **维持强烈推荐：**公司资产负债管理仍有很大改进空间（理财、增加存款、减少有息负债等），毛利率仍处上升通道，集团举牌中兴倒逼同业竞争问题解决，价值严重低估（净现金/市值=0.68；PE2013=7.11；PS2013=0.25；重估净值/市值=0.3）。预计公司 2014-2016 年 EPS4.44、5.11 和 6.06 元，目标价 35.5 元，对应 2014 年 8 倍 PE。
- ◆ **风险提示：**大庆地区经营恶化；下半年开店较多费用激增

**主要财务指标**

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	33747	34591	37980	43564
收入同比(%)	5.9%	2.5%	9.8%	14.7%
归属母公司净利润	1179	1303	1501	1780
净利润同比(%)	21%	11%	15%	19%
毛利率(%)	20.6%	21.5%	21.6%	21.7%
ROE(%)	22.2%	20.8%	20.4%	20.5%
每股收益(元)	4.01	4.44	5.11	6.06
P/E	7.11	6.44	5.58	4.71
P/B	1.58	1.34	1.14	0.96
EV/EBITDA	1	1	1	1

资料来源：中国中投证券研究总部

**作者**

署名人：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价： 35.5**

当前股价： 28.06

评级调整： 维持

**基本资料**

总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	82
成交量(百万股)	4.30
成交额(百万元)	120.36

**股价表现**

**相关报告**

《大商股份-2013 年 3 季报点评：经营效益提升，3 季度业绩小幅超预期》

2013-10-24

《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》 2013-08-23

《大商股份-重组方案优化，2013 年备考扣非 EPS 增长 14%》 2013-06-14

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	8752	11763	15455	17817
现金	6945	10343	13898	16031
应收账款	237	66	72	83
其它应收款	480	540	592	680
预付账款	164	272	298	341
存货	920	543	595	682
其他	6	-0	-0	-0
<b>非流动资产</b>	6245	5823	5428	5084
长期投资	40	20	20	20
固定资产	4079	3833	3598	3374
无形资产	999	1004	1009	1014
其他	1127	966	801	676
<b>资产总计</b>	14997	17586	20884	22901
<b>流动负债</b>	8588	9223	10891	11329
短期借款	604	900	2000	1500
应付账款	3409	2715	2977	3410
其他	4575	5607	5914	6419
<b>非流动负债</b>	909	1885	2363	2563
长期借款	305	-195	283	483
其他	605	2080	2080	2080
<b>负债合计</b>	9498	11107	13254	13892
少数股东权益	185	221	262	310
股本	294	294	294	294
资本公积	1455	1455	1455	1455
留存收益	3565	4509	5620	6950
归属母公司股东权益	5314	6258	7368	8698
<b>负债和股东权益</b>	14997	17586	20884	22901

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1787	3801	2709	3213
净利润	1255	1338	1542	1829
折旧摊销	570	578	593	573
财务费用	6	-33	-41	-50
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-136	1754	600	836
其它	96	163	16	25
<b>投资活动现金流</b>	-252	-354	-383	-379
资本支出	230	60	78	99
长期投资	-5	-4	0	0
其他	-27	-298	-305	-280
<b>筹资活动现金流</b>	-677	-48	1228	-701
短期借款	-213	296	1100	-500
长期借款	-153	-500	478	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-311	157	-350	-401
<b>现金净增加额</b>	855	3399	3555	2134

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	33747	34591	37980	43564
营业成本	26793	27154	29769	34102
营业税金及附加	415	415	501	545
营业费用	1830	2266	2465	2810
管理费用	2995	3020	3221	3681
财务费用	6	-33	-41	-50
资产减值损失	39	50	55	66
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	1671	1720	2010	2410
营业外收入	76	100	85	80
营业外支出	127	45	50	65
<b>利润总额</b>	1620	1775	2045	2425
所得税	365	437	503	597
<b>净利润</b>	1255	1338	1542	1829
少数股东损益	76	35	41	49
<b>归属母公司净利润</b>	1179	1303	1501	1780
EBITDA	2247	2265	2562	2934
EPS (元)	4.01	4.44	5.11	6.06
<b>主要财务比率</b>				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.9%	2.5%	9.8%	14.7%
营业利润	26.0%	2.9%	16.9%	19.9%
归属于母公司净利润	20.7%	10.5%	15.2%	18.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.6%	21.5%	21.6%	21.7%
净利率	3.5%	3.8%	4.0%	4.1%
ROE	22.2%	20.8%	20.4%	20.5%
ROIC	25.5%	24.5%	26.0%	28.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.3%	63.2%	63.5%	60.7%
净负债比率	10.78%	11.75%	21.75%	18.59%
流动比率	1.02	1.28	1.42	1.57
速动比率	0.91	1.22	1.36	1.51
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.31	2.12	1.97	1.99
应收账款周转率	137	226	523	534
应付账款周转率	8.09	8.87	10.46	10.68
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	4.01	4.44	5.11	6.06
每股经营现金流(最新摊薄)	6.09	12.94	9.22	10.94
每股净资产(最新摊薄)	18.09	21.31	25.09	29.61
<b>估值比率</b>				
P/E	7.11	6.44	5.58	4.71
P/B	1.58	1.34	1.14	0.96
EV/EBITDA	1	1	1	1

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-10-24	《大商股份-2013年3季报点评：经营效益提升，3季度业绩小幅超预期》
2013-08-23	《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》
2013-06-14	《大商股份-重组方案优化，2013年备考扣非EPS增长14%》
2013-05-28	《大商股份：资产重组意义深远；注入资产估值较贵》
2013-04-22	《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》
2013-04-03	《大商股份-分红创公司历史记录，业绩稳定性将增强》
2013-01-30	《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》
2012-08-24	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳：中投证券商贸零售、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：苏宁云商、新华都、农产品、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

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

**中国中投证券有限责任公司研究总部**

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大  
厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434