

2014 年 10 月 28 日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

目标价(元)

35

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2014/10/27)	30.99
上证综指(2014/10/27)	2290.44
股价 12 个月高/低	31.78/25.11
总发行股数(百万)	293.72
A 股数(百万)	293.72
A 市值(亿元)	91.02
主要股东	大连大商国际有限公司 (08.80%)
每股净值(元)	20.38
股价/账面净值	1.52
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.9 15.5 12.8

出刊日期	前日收盘	近期评等
2013-06-13	35.8	买入
2014-08-22	28.54	买入

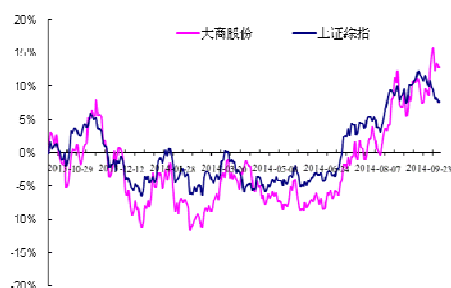
产品组合

百货	65.6%
超市	21.6%
家电连锁	11.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	42.7%
一般法人	22.2%

股价相对大盘走势



大商股份(600694.SH)

BUY (买入)

前三季度业绩平稳增长，期待治理结构改善

结论与建议：

公司上半年利润增长 11%，好于同业水准，我们认为目前的利润水准符合公司的实际情况，未过分受到实际控制人资产注入失败的影响。如果获得资本市场对注入条件的认可，实际控制人未来注入名下零售资产，长期治理结构改善是大概率事件。目前公司估值低，持有的资产价值较优，帐面现金充足，股息率高，维持买入投资建议。

■ **1-3Q 业绩：**公司 2013 年 1-3Q 实现营业收入 244.36 亿元，YOY 下降 3.77%，实现净利润 10.3 亿元，YOY 增长 11.02%，每股收益 3.5 元，扣除收回坏账带来的资产增值及营业外支出减少的影响，主业利润增长 3.7%，符合我们的预期。3 季度单季公司实现营收 74.4 亿元，YOY 下降 4.9%，实现净利润 2.8 亿元，YOY 增长 19%，主业可比利润增长 4.2%。

■ **经营情况：**由于市场疲软、消费需求不足及部分店铺升级改造，使 1-3Q 营业收入同比有所下降。公司 12-14 年净增百货店分别为 4、5 和 3 家，低于之前年份，在消费整体不振情况下扩张放缓导致收入出现负增长，但是新店的培育压力较小，因此利润增长相对好于同业。公司通过自营直销、加强买手等措施使得毛利率提高了 0.96 个百分点至 21.5%，是利润增长的主要原因。但是由于员工工资提高等因素影响，公司期间费用率同期提高了 0.66 个百分点至 14.78%，对利润产生一定的负面影响。

■ 公司控股股东持股比例低带来的治理风险和业绩的不稳定是压制股价的主要原因，造成了投资者对于公司的信任度低。我们认为近两年的业绩来看，公司的报表情况较好，没有过分受到实际控制人资产注入失败的影响，目前的净利润水准 4.2%，符合公司的实际情况，如果获得资本市场对注入条件的认可，长期治理结构改善是大概率事件。

■ **盈利预测：**预计 2014、2015 年将实现净利润 13.07 和 13.08 亿元，分别同比增长 9.1%和 0.11%，对应的 EPS 为 4.48 和 4.45 元，目前股价对应的 PE 为 6.97 和 6.96 倍，主业可比利润分别 12.27 和 13.08 亿元，YOY 增长 2.4%和 6.6%，对应的 EPS 为 4.18 和 4.45 元，目前股价对应的 PE 为 7.42 和 6.96 倍。鉴于目前公司估值低，持有的资产价值较优，帐面现金充足，股息率高，维持买入投资建议。

..... 继续下页

年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	122	274	977	1198	1307	1308
同比增减	%	204.82%	125.02%	256.60%	22.58%	9.10%	0.11%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.415	0.933	3.326	4.077	4.448	4.453
同比增减	%	204.82%	125.02%	256.60%	22.58%	9.10%	0.11%
A 股市盈率(P/E)	X	74.76	33.22	9.32	7.60	6.97	6.96
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.30	1.00	1.22	1.25	1.25

股息率 (Yield)	%	0.00%	0.97%	3.23%	3.94%	4.03%	4.03%
-------------	---	-------	-------	-------	-------	-------	-------

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
营业额	24343	30404	31859	33747	33040	34693
经营成本	19732	24749	25529	26793	25998	27338
营业税金及附加	261	367	380	415	394	416
营业费用	1500	1818	1683	1830	1854	1908
管理费用	2341	2793	2884	2995	3077	3122
财务费用	148	135	60	6	-23	30
营业利润	309	459	1326	1671	1733	1863
营业外收入	78	87	105	76	61	80
营业外支出	74	43	34	127	13	20
税前利润	313	503	1397	1620	1831	1923
所得税	210	220	344	365	434	538
少数股东权益	-19	9	76	76	88	83
净利润	122	274	977	1198	1229	1302

附二: 合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	3361	4883	6098	6945	8649	10287
应收帐款	737	951	715	723	795	874
存货净额	1442	575	712	920	1012	1114
流动资产合计	5871	6535	7639	8752	10607	12425
固定资产合计	3919	4368	4281	4079	4487	4936
其他非流动资产合计	1909	2010	2004	1870	1964	2062
非流动资产合计	6046	6674	6594	6245	6701	7248
资产总计	11917	13209	14233	14997	17308	19673
流动负债合计	7394	8646	8670	8588	9107	9577
长期负债合计	1326	750	968	909	1091	1309
负债合计	8720	9396	9638	9498	10199	10887
少数股东权益	-68	274	167	185	274	357
归属母公司所有者权益	3265	3539	4429	5314	6835	8429
股东权益合计	3197	3813	4595	5499	7109	8786
负债和股东权益总计	11917	13209	14233	14997	17308	19673

附三: 合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
经营活动产生的现金流量净额	1730	2722	2333	1787	1834	1942
投资活动产生的现金流量净额	-807	-755	-419	-252	-265	-278
筹资活动产生的现金流量净额	-447	-360	-683	-677	135	-27
现金及现金等价物净增加额	473	1602	1231	855	1705	1637

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户, 或代他人之户买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。