

2010-04-08

批发和零售贸易/日用百货零售业

公司研究 / 点评报告

## 大商股份 (600694)

# 虚幻的报表与缥缈的业绩

### 增持/ 维持评级

股价: RMB36.85

#### 分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhqz.com

#### 联系人

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhqz.com

李珊珊

+755-82364411 liss@lhqz.com

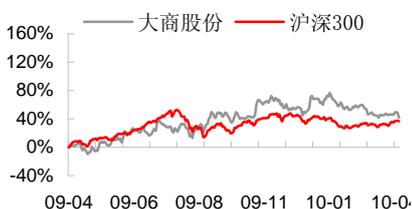
#### 相关研究

- 《王者何时归》  
2010/03/08  
《改制进入关键时期》  
2009/11/02  
《三季报巨亏的背后是什么?》  
2009/10/19  
《静候改制, 期待春天》  
2009/08/01  
《不要在后天黎明到来前倒下》

#### 基础数据

总股本(百万股)	294
流通 A 股(百万股)	268
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	9866

#### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 公司今日发布 09 年年报, 2009 年销售收入 211.63 亿元, 同比增长 12.27%, 归属母公司净利润-1.16 亿元或 EPS=-0.4 亿元, 同比减少 150.16%, 扣除非经常性损益后净利润为-1.80 亿元或 EPS=-0.61 元, 同比减少 110.34%; 经营性净现金流为 12.26 亿元, 同比增加 1.25%。
- 我们以虚幻形容公司的年报, 因其披露数据太过异常, 而报表与附注信息又过于简单, 从中窥探公司真实经营情况如雾里探花。
- 仅从报表数据来看, 公司业绩之差令人咋舌, 继三季度单季巨亏 7298 万之后再爆惊人亏损, 四季度单季亏损 1.06 亿元。其中四季度单季毛利率进一步微降 0.12 个百分点, 而销售费用率骤然提升 1.59 个百分点, 导致单季期间费用率上升 0.85 个百分点, 是业绩巨亏的主要原因。
- 虽然公司全年收入仅增长 12.27%, 但其季度收入增速还是呈明显环比上升趋势, 四季度单季达到 32.16%; 公司经营性净现金流差强人意, 不过根据零售公司经营性净现金流与扣非后净利润的倍数关系, 即便是此水平下对应的公司真实 EPS 也在 1.2-2.1 之间, 与报表最终披露的数据有天壤之别。
- 我们分拆了公司的费用, 09 租金支出由 08 年的 4.44 亿元增加 3.2 亿元至 7.64 亿元, 或为公司费用大增的主要贡献项。虽然公司 08、09 年的确新开较多门店, 但门店租金大多市场化并有据可循, 如此大幅增长非常蹊跷。此外公司广告费用增加 1.2 亿元(YoY52%), 与租金一并共同导致费用大增。
- 尽管业绩严重低于预期, 但我们仍然看好公司未来的发展, 其原因和逻辑一如我们此前报告: 根据长期的跟踪和调研数据, 我们坚信公司真实业绩远非报表所现; 从公司股权结构来看“小集团(大商集团)、大上市(大商股份)”是毋庸置疑的, 从公司管理层角度出发, 大商股份是其核心利益所在, 这也加强了我们对大商股份未来美好前景的信心。
- 公司刚刚改制完成, 不可预测因素仍然较多, 或是公司在此时点爆出如此差业绩的原因。我们维持大商股份 10-12 年业绩预测不变, EPS 预计 1.20、1.80 和 2.50 元, 维持增持评级!

#### 经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	18849.7	21163.16	24601.8	29831.7
(+/-%)	25.9	12.27	16.25	21.3
归属母公司净利润(百万元)	231.6	-116.16	352.4	528.1
(+/-%)	-23.7	-150.16	-414.6	49.5
EPS(元)	0.79	-0.40	1.20	1.80
P/E(倍)	46.7	NA	30.7	20.5

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

我们以虚幻形容公司的年报，因其披露数据太过异常，而报表与附注信息又过于简单，从中窥探公司真实经营情况如雾里探花。仅从年报披露数据来看，公司 09 年经营状况之差令人咋舌，大规模的扩张导致费用率和毛利率大幅下滑，而收入增速却远低于应有规模，最终业绩更是大幅巨亏。

从季度数据来看，虽然全年收入仅增长 12.27%，但其季度收入增速还是呈明显环比上升趋势，四季度收入增速 32.16%，环比大幅提升；四季度单季毛利率仅为 16.76% (vs084Q21.69%)，即便较三季度也进一步微降 0.12 个百分点；四季度的费用率更是大幅提升，仅销售费用率就提升 1.59 个百分点，费用上升是公司业绩巨亏的主要原因。

经营性净现金流几乎是我们最后可以分析的指标之一，我们列举了百货类公司历史上的经营性净现金流量和扣非后净利润倍数，一般来说这一倍数比例在 2 倍-3.5 倍之间，即使极端情况也不超过 4 倍。如以大商股份 05、06 年相对正常的业绩来看，其在历史上这一比例约在 3.2 倍左右。

大商 09 年每股 4.17 元的经营性净现金流差强人意，但即便以此水平来衡量，其真实的扣非后 EPS 区间也在 1.2-2.1 之间(对应倍数分别为 2 倍和 3.5 倍)，极差情况下也不低于 1.04 元，与报表爆出的业绩天差地别。

**表 1：零售公司历史净现金流/扣非后净利润倍数**

	2005	2006	2007	2008	2009	average
鄂武商 A	<b>16.42</b>		5.24	4.38	4.85	<b>7.72</b>
百联股份	4.44	3.34	3.30	3.38	3.70	<b>3.63</b>
大商股份	<b>3.18</b>	<b>3.23</b>	4.83	<b>-14.05</b>	<b>-6.80</b>	<b>3.75</b>
欧亚集团	4.59	3.68	3.23	4.86		<b>4.09</b>
成商集团	-0.22	5.58	5.83	5.03	1.44	<b>3.53</b>
王府井	<b>18.68</b>	7.99	2.69	2.15	3.29	<b>4.03</b>
银座股份	1.81	3.72	2.80	2.33	0.98	<b>2.33</b>
重庆百货	2.40	2.39	3.70	2.36	3.67	<b>2.91</b>
合肥百货	5.80	4.59	4.39	5.62	3.87	<b>4.85</b>
广州友谊	2.29	2.13	1.74	1.25	1.58	<b>1.80</b>
南京中商	1.79	3.76	6.26	5.18		<b>4.25</b>
大厦股份	2.90	2.28	2.74	3.12		<b>2.76</b>
广百股份	2.64	1.75	2.65	2.30	1.03	<b>2.07</b>
家润多	2.20	1.02	5.89	3.07	3.28	<b>3.09</b>
<b>average</b>	<b>4.92</b>	<b>3.50</b>	<b>3.95</b>	<b>2.21</b>	<b>1.90</b>	

资料来源：华泰联合证券研究所。注：红粗体为大商历史合理数据，蓝粗为其他公司异常数据。

我们进一步分拆了公司的费用,公司年09租金支出由08年的4.44亿元增加3.2亿元至7.64亿元,或为公司费用大增的主要贡献项。虽然公司08、09年的确新开较多门店,但门店租金大多市场化并有据可循,如此大幅增长非常蹊跷

公司08、09年的确新开了许多门店,但租金费用增加3.2个亿实属异常,我们分析了08-09年中报和年报数据,其中08年公司租金支出情况为2.39亿元和4.44亿元(中报占比53.83%),09年公司租金支出情况为3.08亿元和7.64亿元(中报占比40%)。我们在表二列出了公司08、09年新开物业中租赁物业的租金条约,虽然无法细致测算出具体租金多少,但公司7.64亿的租金显然是极其不正常的。此外公司广告费用增加1.2亿元(YoY52%),与租金一并共同导致费用大增。

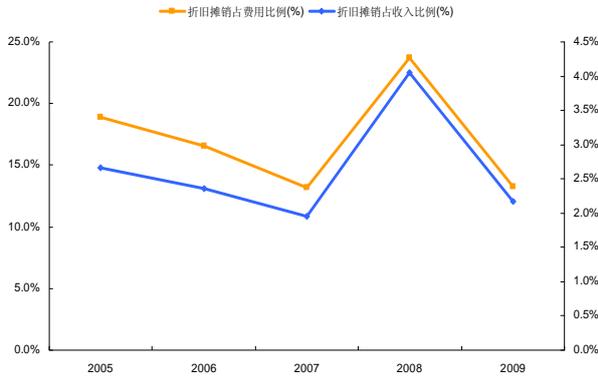
**表 2: 大商股份 08、09 年新开物业租赁条款一览**

百货门店	开业时间	建筑面积(平方米)	租赁条约
齐齐哈尔新玛特	2008	75,000	2005年8月25日,公司与大连大商集团房地产开发有限公司签订合同,承租位于齐齐哈尔市的大商新玛特休闲广场大厦中的地下二层至地上六层,建筑面积约7.5万平方米,租赁期20年。租金由基础租金和浮动租金组成:每年基础租金=乙方实际租用面积×0.80元/㎡·天×365天+地下二层乙方用停车场面积×0.40元/㎡·天×365天。每年浮动租金=乙方该店上年度经营收益×30%年基础租金分4次于每季度第二月的10日前交付;浮动租金应于次年逐月按照乙方同期月份收益的30%计算支付。
郑州新玛特花园路总店	2008	40,690	公司之郑州新玛特购物广场有限公司(乙方)与河南新田置业有限公司(甲方)签订合同,租赁其位于河南省郑州市花园路东、农业路西的郑州国贸中心40690平方米的物业。租赁期限为20年。租金费用为保底抽成租费,自起租日起,甲方按乙方含税营业额的5%提取抽成租金,乙方每年均按“营业额×5%”的计算方式向甲方支付抽成租金,如果按上述方法计算的抽成租费低于保底租费标准的,按保底租费标准缴纳租费;其中,第1年到第3年的保底租费分别为800、1000、1200万元,第4-8年的保底租费为1300万元,第9-13年的保底租费为1400万元,第14-20年的保底租费为1500万元。
朝阳新玛特	2008	75,009	2008年2月19日,公司与朝阳义利房地产开发有限公司签订合同,承租坐落于朝阳市双塔区,新华广场西南角的燕都大厦,房屋包括地下1-2层,地上1-6层,总建筑面积75009.44平方米,租期20年。租金方式:公司在租赁房屋经营店铺销售额在3亿元以内,年租金为1000万元每年;相应销售额达到3亿元以上,每年支付固定租金1000万元以外,同时按超出3亿元销售额部分的3.5%比例支付抽成租金,即租金为1000万元+(年销售额-3亿元)*3.5%。
丹东新玛特	2008	31,727	2008年4月28日,公司之抚顺百货大楼有限公司与丹东边境经济合作区天扬公司、丹东国贸大厦有限公司三方签署协议,承租位于丹东市元宝区金汤街1号丹东国贸大厦裙楼部分的地下一层至地上五层,建筑面积31726.51平方米,自2008年4月16日起至开业前按年租金543.5万元执行,开业后租金增加为615万元。2009年至2023年租金公式为:上年度租金额*1.01。
双鸭山新玛特	2008	17,683	2008年8月12日,公司与双鸭山市第一百货商店有限公司签署合同,承租位于双鸭山市尖山区新兴大街121号之整体建筑,包括地下两层,地上一至四层,面积合计17683.26平方米,租赁期为20年,租金为固定租金加递增租金,固定租金每年760万元,自第四个租约年起每三年租金递增8%,第十个租约年后不再增加。
锦州新玛特	2008	30,000	

哈尔滨麦凯乐总店	2008	78,731	<p>物业归属大商集团，地上六层为百货；地下一层为超市。租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.2 元/天/m<sup>2</sup>，停车场 0.6 元/天/m<sup>2</sup>；浮动租金为哈尔滨麦凯乐上年税前收益的 30%。</p> <p>公司与信阳市亚兴集团有限责任公司签订合同，承租位于河南省信阳市新华东路 121 号和相邻的中山北路 87 号的建筑物全部，建筑面积 28150 平方米，租期 20 年。租金为每年 300 万元，物业管理费每年 200 万元，租金和物业管理费自开业之日起，每 5 年递增 5%。</p>
信阳千盛	2008	28,150	<p>公司之郑州新玛特购物广场有限公司与开封市瑞信房地产有限公司签订合同，租赁位于河南省开封市西大街与宋都御街交叉口东北角的新都汇购物广场 4#楼建筑物，建筑面积 24172.3 平方米物业，租赁期限 20 年。租金为第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.36 元/平方米/天；第五至第九计租年度为 0.54 元/平方米/天；第十计租年度为 0.60 元/平方米/天，以后年度的租金以第十计租年度租金为基础，每三年递增 3%。物业管理费为第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.24 元/平方米/天；第五至第九计租年度为 0.36 元/平方米/天；第十计租年度为 0.40 元/平方米/天，以后年度的物业管理费以第十计租年度物业管理费为基础，每三年递增 3%。</p>
开封千盛	2008	24,172	<p>2008 年 8 月 19 日，公司与许昌鸿宝百货有限公司、河南鸿宝集团有限公司签署合同，承租位于河南省许昌市建设路 708 号建筑物，面积合计 20000 平方米，租赁期为 20 年，自免租期（正式交付房屋之日起 3 个月）结束后下一日开始计算。租金为每年 560 万元，租金递增率为每 4 年递增 4%。</p>
许昌新玛特	2009	20,000	<p>2008 年 8 月 26 日，公司与吉林佳垒房地集团有限公司签署合同，承租位于吉林省延吉市东临太平街、西临进学街、北临人民路（房屋产权证籍号为 2-15-78）的高服建筑，面积合计为 45601.76 平方米，租赁期为 20 年。</p>
延吉千盛	2009	45,602	<p>公司之郑州新玛特购物广场有限公司与漯河市小胖量贩有限公司签署合同，承租建筑面积 36097.45 平方米的小胖统领百货，租赁期限 20 年。租金为每年 800 万元，每 5 年递增 4%。</p>
漯河新玛特	2009	36,097	<p>公司与河南新乡置业发展有限公司签订合同，承租位于新乡市人民路 132 号，即新乡市人民路与解放路交叉口东北角（台北时代广场）项目之建筑物，租赁物业 64986.9 平方米，租赁期限 20 年。保底和抽成方式综合支付租金。抽成租金：租赁物业地上一层至五层抽成租金为每年不含税销售总额的 4.5%（公司保底销售额 5000 万元）；地下一层抽成租金为每年不含税销售总额的 2%（公司保底销售额 4000 万元）。保底租金：第一年 800 万元；第二年 960 万元；第三年 1152 万元；第四年 1300 万元，以后年度保底租金以第四年保底租金为基础，每 5 年递增 5%。保底租金是公司交纳的最低租金标准，抽成租金低于保底租金的，按照保底租金标准缴纳租金。</p>
新乡新玛特	2009	64,987	<p>2008 年 10 月，公司租赁辽宁实华集团位于永丰商业步行街之首的建筑面积 7 万平方米的实华新世界广场，建设本溪市经营面积最大的标志性新商厦，本溪新玛特购物广场。租期 20 年，租金由固定租金和浮动租金组成。</p>
本溪新玛特	2009	70,000	

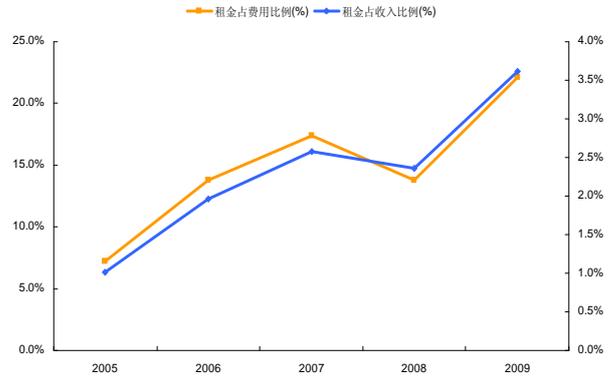
资料来源：公司公告

图 1：大商股份折旧摊销费用情况



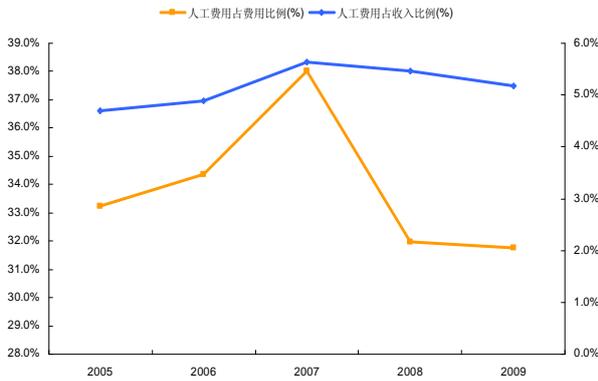
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 2：大商股份租金销费用情况



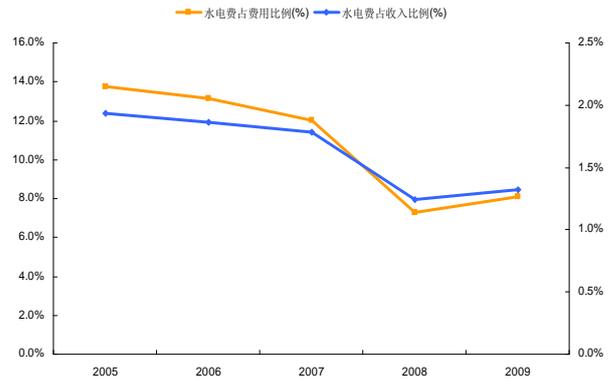
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3：大商股份人工费用情况



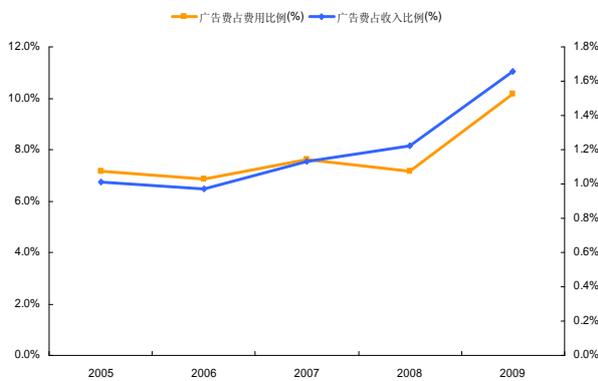
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 4：大商股份水电费用情况



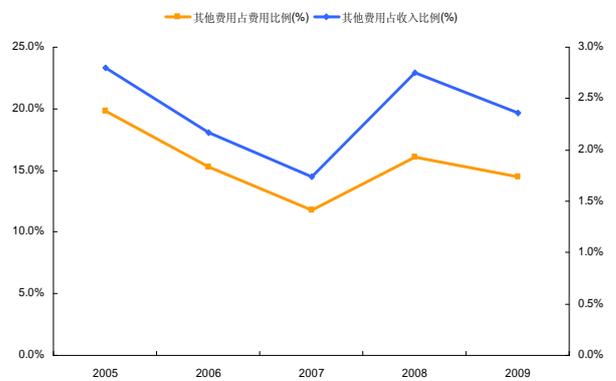
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 5：大商股份广告费用情况



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 6：大商股份其他费用情况



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

尽管业绩严重低于预期，但我们仍然看好公司未来的发展，其原因和逻辑一如我们此前报告：根据长期的跟踪和调研数据，我们坚信公司真实业绩远非报表所现；从公司股权结构来看“小集团（大商集团）、大上市（大商股份）”是毋庸置疑的，从公司管理层角度出发，大商股份是其核心利益所在，这也加强了我们对大商股份未来美好前景的信心。

**表 3：大商股份租赁大商集团物业一览**

百货门店	建筑面积（万平方米）	开业时间	租赁条约
哈尔滨麦凯乐	7.9	2008.12	<p>根据公司 2007 年 6 月 1 日与大商集团签订的补充协议，公司租赁哈尔滨麦凯乐购物广场大厦中的商场部分，建筑面积 84164.43 平方米，其中国贸大厦直接承租哈尔滨房地产 78731.43 平方米，从哈尔滨房地产销售商铺的买受人处承租 5433.19 平方米。双方协定租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.2 元/天/m<sup>2</sup>，停车场 0.6 元/天/m<sup>2</sup>；浮动租金为哈尔滨麦凯乐上年税前收益的 30%，租赁期为 20 年。</p>
鞍山新玛特	7.5	2009.10	<p>2007 年 7 月 12 日，公司与大商集团签订协议，租赁大连大商集团鞍山房地产开发有限公司开发的位于鞍山市的大商鞍山新玛特购物休闲广场大厦中的商场部分，房屋面积 7.5 万平方米（商场营业面积 6 万平方米）。租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.0 元/天/m<sup>2</sup>，停车场 0.6 元/天/m<sup>2</sup>；浮动租金为鞍山新玛特上年税前收益的 30%，租赁期为 20 年。</p>
齐齐哈尔新玛特	7.5	2008.10	<p>2005 年 8 月 25 日，公司与大商集团签订合同，承租位于齐齐哈尔市的大商新玛特休闲广场大厦中的地下二层至地上六层，建筑面积约 7.5 万平方米。租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.0 元/天/m<sup>2</sup>，停车场 0.6 元/天/m<sup>2</sup>；浮动租金为鞍山新玛特上年税前收益的 30%，租赁期 20 年。</p>
大连二百大楼	0.6	2003	<p>公司租赁大商集团位于沙河区长兴街 165 号二百大楼资产，租赁期 10 年，年租金 120 万元。</p>
大连交电广场	0.53	2002.09	<p>根据公司与大连大商集团有限公司签订的合同，承租位于大连市中山区中山路 113 号的房产，建筑面积合计 5288.14 平方米，月租金总额 33 万元人民币；租赁期限均为 1 年，自 2007 年 7 月 1 日起至 2008 年 6 月 30 日止。</p>
大连商场	3.1	1993	<p>根据公司与大连大商集团有限公司签订的合同，公司承租大连市中山区青四街 30 号的大连商场北楼房产，建筑面积合计 31294.52 平方米，月租金总额 495 万元人民币；租赁期限均为 1 年，自 2007 年 7 月 1 日起至 2008 年 6 月 30 日止。</p>
盘锦大商城市广场	4.3	建设中，未开业	<p>2009 年 12 月 3 日，公司与大商集团签订合同，租赁盘锦大商城市广场中约 43000 平方米房产。租金包括基础和浮动两部分，基础租金经营部分 1.0 元/天/m<sup>2</sup>，停车场 0.6 元/天/m<sup>2</sup>；浮动租金为盘锦城市广场上年税前收益的 30%。租赁期为 20 年。</p>
总计	31.4		

资料来源：公司公告

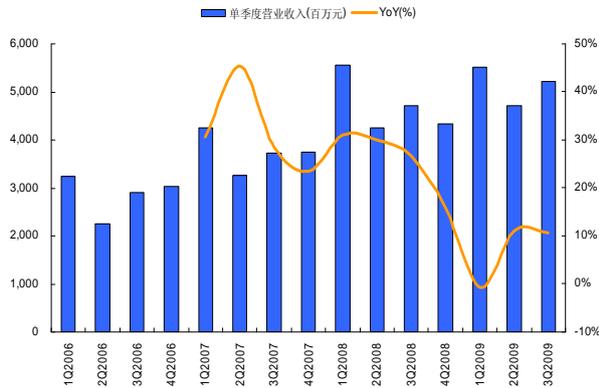
**表 4：大商集团主要资产列表**

	开业时间	面积 (万平方米)	简介
<b>租赁给上市公司物业</b>			
哈尔滨麦凯乐		7.9	市场化定价，出租给大商股份
鞍山新玛特		7.5	市场化定价，出租给大商股份
齐齐哈尔新玛特		7.5	市场化定价，出租给大商股份
大连二百大楼		0.6	市场化定价，出租给大商股份
大连交家电广场		0.53	以高租金租给上市公司
大连商场		3.1	以高租金租给上市公司
盘锦大商城市广场		4.3	市场化定价，出租给大商股份
<b>经营性资产</b>			
千盛百货成都店(购物中心)	2007.12	6.2	总建筑面积约 6.2 万平方米，地上 4 层经营百货和家电，地下 1 层为超市
千盛百货成都店(生活广场)	2008.01	2.0	
千盛百货新乡店	2008.12	3.0	以百货经营为主，其中地下 1 层，地上 6 层。
千盛百货庄河店	2008.12	3.0	
千盛百货东港店	2009.05	2.0	大商集团投资 1.2 亿元建立，地上 3 层，地下 1 层，涵盖大商超市、大商电器、时尚百货和精品超市，是东港经营品类最齐备和业态最丰富的的综合百货店
哈尔滨新一百	2006.12	10.0	2006 年初，大商集团以 5.5 亿收购当地最老的国有百货哈尔滨第一百货并对其停业改造，2006 年 12 月门店开业，营业楼层为地上 6 层，地下 1 层，总营业面积 10 万平方米，紧邻大商股份哈尔滨麦凯乐店。
西安新玛特百货	2010.01	7.0	大商集团投资建设，2010 年 1 月 28 日试营业，门店建筑面积 7 万平方米，地上 9 层，地下 2 层，B1F 为精品超市，1-6F 为百货，6-7F 为影院和餐饮娱乐
天客隆超市	-	10.0	大商集团 92% 控股。共有超市门店约 40 家，营业面积共计 10 万平，主要分布在北京(30 家)、河北(6 家)等地，目前处于微利经营。
<b>非经营性资产</b>			
大商集团房地产等			大商集团 34% 控股

资料来源：公司公告，华泰联合研究部整理

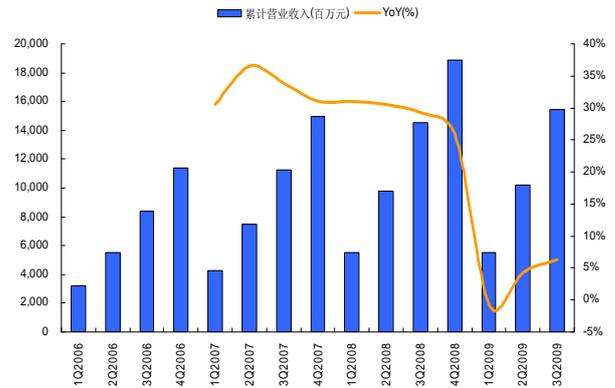
公司刚刚改制完成，不可预测因素仍然较多，或是公司在此时点爆出如此差业绩的原因。我们维持大商股份 10-12 年业绩预测不变，EPS 预计 **1.20、1.80 和 2.50 元**，维持增持评级！

**图 7：大商股份季度收入增长情况**



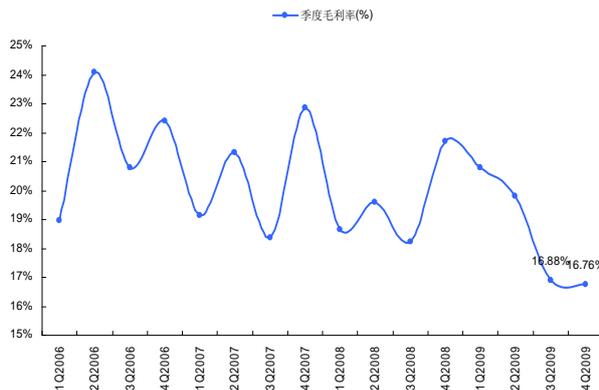
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**图 8：大商股份季度收入累计增长情况**



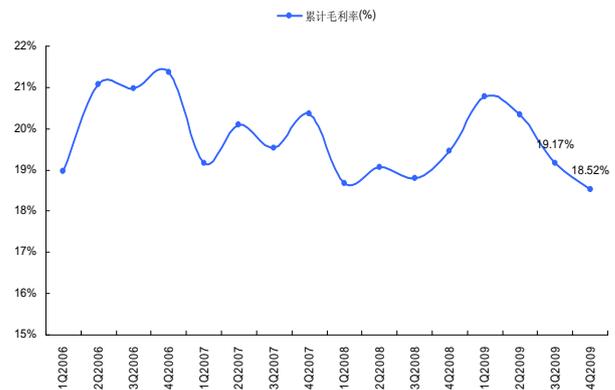
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**图 9：大商股份季度毛利率情况**



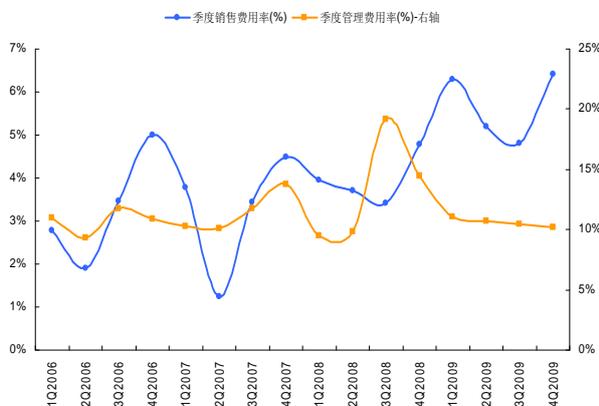
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**图 10：大商股份季度累计毛利率情况**



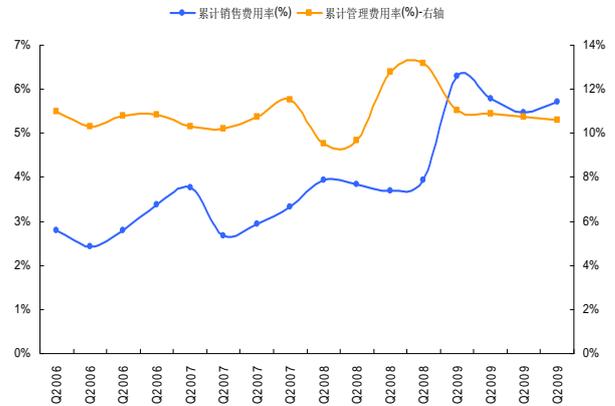
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**图 11：大商股份季度销售+管理费用率情况**



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**图 12：大商股份季度累计销售+管理费用率情况**



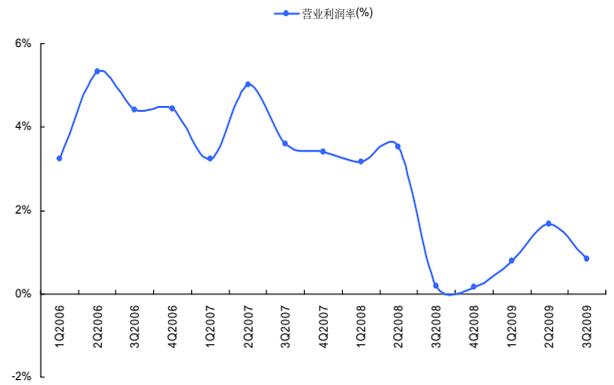
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

**图 13: 大商股份季度营业利润率情况**



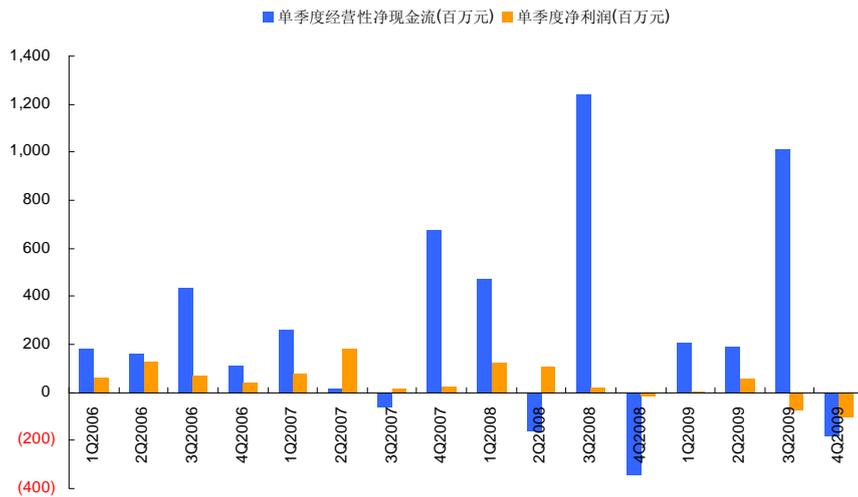
资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

**图 14: 大商股份季度累计营业利润率情况**



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

**图 15: 大商股份经营性净现金流量和净利润数据**



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

**附表：大商股份门店简介**

门店	开业时间	建筑面积(平方米)	权益比例	物业归属
大连商场北楼	1993	50,000	分公司	租赁大商集团物业
抚顺百货大楼	1998	28,468	90%	收购
锦州百货大楼	1998	13,795	90%	收购
营口百货大楼	1998	15,600	90%	收购
大连新玛特青泥洼店	2001	65,000	分公司	自建
牡丹江百货大楼	2001	37,000	90%	收购
本溪商业大厦	2001	23,000	90%	收购
大庆新玛特	2001	68,500	100%	收购
大庆百货大楼	2002	67,832	100%	收购
抚顺商业城	2002	21,287	90%	收购
抚顺商贸大厦	2002	20,413	90%	收购
抚顺新玛特	2002	23,400	90%	自建
牡丹江新玛特	2002	65,832	88%	自建
沈阳新玛特	2002	95,410	97%	收购
大连开发区新玛特	2002	68,000	分公司	租赁
大商男店	2002	19,313	分公司	租赁
大连第一百货大楼	2003	5,916	分公司	租赁
锦州锦华商场	2003	12,752	90%	租赁
锦州家家广场	2003	5,000	90%	租赁
阜新新玛特	2003	30,000	90%	租赁
大商秋林女店	2003	4,897	分公司	收购
麦凯乐总店	2004	50,000	100%	收购
佳木斯百货大楼	2004	36,800	94%	收购
佳木斯华联商厦		32,000	94%	收购
鸡西新玛特	2004	47,000	90%	收购
麦凯乐大连商场西安路店	2004	21,147	分公司	租赁
吉林百货大楼	2005	19,000	90%	收购
盘锦新玛特	2005	36,330	分公司	租赁
新玛特(旅顺世达店)	2005	45,000	分公司	租赁
麦凯乐大连商场开发区店	2005	25,000	分公司	租赁
沈阳千盛北航店	2005	50,000	分公司	租赁
抚顺清原商场	2005	6,112	90%	租赁
儒商百货	2005	69,000	100%	收购
七台河新玛特	2006	42,000	85%	自建

郑州金博大	2006	65,774	85%	租赁
青岛麦凯乐(总店)	2006	110,000	100%	收购
阜新千盛百货有限公司	2006	15,300	90%	租赁
伊春百货大楼	2007	26,000	90%	收购
佳木斯桦南购物中心	2007	8,230	90%	租赁
让胡路商场、大庆龙岗商场、大庆乙 烯百货、大庆龙凤商场	2007	39,185	分公司	收购
金州新玛特	2007	46,500	分公司	租赁
佳木斯新玛特	2007	78,600	90%	租赁
大庆新东方购物广场	2007	41,600	分公司	租赁大商集团物业
铁岭新玛特	2007	53,028	100%	收购
郑州新玛特(建设路店)	2007	24,000	85%	租赁
铁西新玛特	2007	76,000	97%	自建
大连千盛和平广场店	2007	30,000	分公司	收购
漯河千盛购物广场	2007	29,700	98.2%	租赁
大庆千盛百货	2008	25,000	100%	自建
河南正弘国际名品店	2008	8,000	100%	收购
齐齐哈尔新玛特	2008	75,000	分公司	租赁大商集团物业
郑州新玛特(花园路总店)	2008	40,690	45%	租赁
朝阳新玛特	2008	75,009	55%	租赁
丹东新玛特	2008	31,727	100%	租赁
双鸭山新玛特	2008	17,683	90%	租赁
锦州新玛特	2008	30,000	90%	租赁
哈尔滨麦凯乐总店	2008	84,164	100%	租赁大商集团物业
信阳千盛	2008	28,150	60%	租赁
开封千盛	2008	24,172	90%	租赁
自贡千盛百货(生活广场+购物中心)	2008	33,420	100%	收购
许昌新玛特	2009	20,000	90%	租赁
延吉千盛	2009	45,602	85%	租赁
漯河新玛特	2009	36,097	94.2%	租赁
新乡新玛特	2009	64,987	90.75%	租赁
本溪新玛特	2009	95,000		租赁
新玛特信阳店	筹备中	55,000	分公司	租赁
鞍山新玛特	筹备中	75,000		租赁大商集团物业

资料来源:公司公告,华泰联合研究部整理

**盈利预测**
**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	5,221	5,181	6,520	7,917
现金	2,846	2,482	3,578	4,621
应收账款	69	47	28	33
其它应收款	482	467	503	482
预付账款	387	399	484	558
存货	1,437	1,761	1,896	2,189
其他	0	25	30	34
<b>非流动资产</b>	5,811	5,652	5,650	5,585
长期投资	10	10	10	10
固定资产	4,054	3,876	3,748	3,602
无形资产	967	976	1,051	1,121
其他	781	790	841	853
<b>资产总计</b>	11,032	10,833	12,170	13,502
<b>流动负债</b>	6,181	5,627	6,430	7,021
短期借款	599	0	0	0
应付账款	2,373	2,796	3,386	3,629
其他	3,210	2,831	3,044	3,391
<b>非流动负债</b>	1,742	1,742	1,742	1,742
长期借款	1,517	1,517	1,517	1,517
其他	225	225	225	225
<b>负债合计</b>	7,923	7,369	8,171	8,763
少数股东权益	105	109	114	122
股本	294	294	294	294
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454
留存收益	1,256	1,608	2,136	2,870
归属母公司股东权	3,109	3,465	3,999	4,740
<b>负债和股东权益</b>	11,032	10,833	12,170	13,502

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	1226	655	1716	1661
净利润	(116)	352	528	734
折旧摊销	(116)	352	528	734
财务费用	123	141	119	119
投资损失	1	(1)	0	0
营运资金变动	755	(466)	539	191
其它	579	276	1	(116)
<b>投资活动现金流</b>	(385)	(279)	(500)	(500)
资本支出	(425)	(280)	(500)	(500)
长期投资减少	0	0	0	0
其他	(810)	(559)	(1000)	(1000)
<b>筹资活动现金流</b>	284	(740)	(119)	(119)
短期借款增加	0	(599)	0	0
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	284	(141)	(119)	(119)
<b>现金净增加额</b>	1125	(364)	1097	1042

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	21,163	24,602	29,832	34,434
营业成本	17,245	19,969	24,185	27,917
营业税金及附加	222	246	298	344
营业费用	1,209	886	1,029	1,067
管理费用	2,239	2,706	3,457	3,912
财务费用	154	141	119	119
资产减值损失	24	186	22	45
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	(1)	1	0	0
<b>营业利润</b>	69	468	721	1,029
营业外收入	53	50	25	0
营业外支出	92	10	5	0
<b>利润总额</b>	30	508	741	1,029
所得税	121	153	208	288
<b>净利润</b>	(91)	356	534	741
少数股东损益	25	4	5	7
<b>归属于母公司净利润</b>	(116)	352	528	734
<b>EBITDA</b>	726	1,173	1,428	1,651
<b>EPS (元)</b>	(0.40)	1.20	1.80	2.50

**主要财务比率**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12%	16%	21%	15%
营业利润	124%	582%	54%	43%
净利润	-150%	-403%	50%	39%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19%	19%	19%	19%
净利率	-1%	1%	2%	2%
ROE	-4%	10%	14%	16%
ROIC				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	72%	68%	67%	65%
净负债比率				
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	117.7	105.8	198.7	282.0
应付账款周转率	2.0	1.9	2.0	2.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	(0.4)	1.2	1.8	2.5
每股经营现金流	4.2	2.2	5.8	5.7
每股净资产	10.2	11.4	13.2	15.7
<b>估值比率</b>				
P/E	-93	31	20	15
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	22	13	11	9

资料来源: 华泰联合证券研究

#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhzq.com