

大商股份 (600694)

后改制时代，你是否可以期待？

—公司出具 2009 年年报补充公告点评

增持/ 维持评级

股价：RMB44.77

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103
+755-82492069 wuhg@lhzq.com

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhzq.com
李珊珊

+755-82364411 liss@lhzq.com

相关研究

《虚幻的报表与缥缈的业绩》

2010/04/08

《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

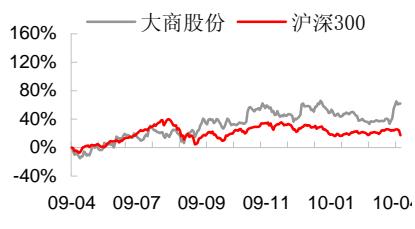
《不要在后天黎明到来前倒下》

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)	11986

- 公司今日发布公告，补充 2009 年年报中管理层讨论及分析部分的相关内容，就投资者关心的公司 2009 年的经营状况、亏损原因、应对措施、参控股子公司经营情况和未来发展前景进行了补充公告。
- 在过去数年中，公司与投资者沟通不多、信息披露也并不充分，此次对已公布的年报出具补充公告、追加披露的情况与公司一贯的做事方式有明显不同。相比补充公告的内容，公司此时出具公告的原因更值得我们寻味。
- 大商集团改制完成后，公司的治理结构已经得到根本改变。2010 年是公司的新起点和新开始，以“二次创业”形容公司目前的状态贴切而生动。公司三年一次的董事会换届临近，不排除公告有迎合投资者的目的，但即便如此，此次公告仍不失为一个信号，体制变革是否会使公司在与投资者的沟通、行事风格甚至是业绩释放方面产生一些转变，值得我们期待。
- 根据补充公告的信息，由于公司租赁店铺数及浮动租金的上升，导致租赁费用的增加 2 亿元，部分解释了我们此前年报点评之惑；公司经营一年左右的新店亏损在 3.59 亿元，高于我们此前预计的 2.89 亿元（对应权益净利润 -2.346 亿元），郑州商贸（亏损 1.32 亿 vs 预期亏损 0.6 亿）和哈尔滨麦凯乐（亏损 0.76 亿 vs 预期亏损 0.68 亿）是亏损超预期的主要原因。
- 即便如此，公司年报中有两点值得我们关注：首先，为应对公司亏损，公司在 09 年已经减缓了店铺开设步伐，我们预计这一措施在 10 年仍将延续，而这势必会对公司业绩形成正向支撑；其次，即便 09 年巨亏，但年报披露公司当期所得税费用为 2.03 亿元，以 25% 所得税率倒推对应的盈利资产净利润达到 8.12 亿元或 EPS=2.76 元；一旦公司的新开门店渡过培育期，未来业绩成长将非常迅猛。
- 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：公司目前的价值水平与其在行业的领导地位、零售资产价值存在严重背离，从公司管理层角度出发，大商股份是其核心利益所在，在体制桎梏解除之后，其必然成为行业内弹性最大的公司。维持大商股份 10-12 年 EPS=1.20 、 1.80 和 2.50 元不变，维持增持评级！

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

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18849.7	21163.2	24601.8	29831.7	34434.2
(+/-%)	25.9	12.3	16.2	21.3	15.4
归属母公司净利润(百万元)	231.6	-116.2	355.8	533.8	741.2
(+/-%)	-23.7	-150.2	-403.3	50.0	38.9
EPS(元)	0.79	-0.40	1.20	1.80	2.50
P/E(倍)	56.8	-113.2	37.3	24.9	17.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5,221	5,181	6,520	7,917	营业收入	21,163	24,602	29,832	34,434
现金	2,846	2,482	3,578	4,621	营业成本	17,245	19,969	24,185	27,917
应收账款	69	47	28	33	营业税金及附加	222	246	298	344
其它应收款	482	467	503	482	营业费用	1,209	886	1,029	1,067
预付账款	387	399	484	558	管理费用	2,239	2,706	3,457	3,912
存货	1,437	1,761	1,896	2,189	财务费用	154	141	119	119
其他	0	25	30	34	资产减值损失	24	186	22	45
非流动资产	5,811	5,652	5,650	5,585	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	(1)	1	0	0
固定资产	4,054	3,876	3,748	3,602	营业利润	69	468	721	1,029
无形资产	967	976	1,051	1,121	营业外收入	53	50	25	0
其他	781	790	841	853	营业外支出	92	10	5	0
资产总计	11,032	10,833	12,170	13,502	利润总额	30	508	741	1,029
流动负债	6,181	5,627	6,430	7,021	所得税	121	153	208	288
短期借款	599	0	0	0	净利润	(91)	356	534	741
应付账款	2,373	2,796	3,386	3,629	少数股东损益	25	4	5	7
其他	3,210	2,831	3,044	3,391	归属于母公司净利润	(116)	352	528	734
非流动负债	1,742	1,742	1,742	1,742	EBITDA	726	1,173	1,428	1,651
长期借款	1,517	1,517	1,517	1,517	EPS (元)	(0.40)	1.20	1.80	2.50
其他	225	225	225	225					
负债合计	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					
负债和股东权益	11,032	10,833	12,170	13,502					
<hr/>									
现金流量表				单位: 百万元	主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1226	655	1716	1661	成长能力				
净利润	(116)	352	528	734	营业收入	12%	16%	21%	15%
折旧摊销	(116)	352	528	734	营业利润	124%	582%	54%	43%
财务费用	123	141	119	119	净利润	-150%	-403%	50%	39%
投资损失	1	(1)	0	0	获利能力				
营运资金变动	755	(466)	539	191	毛利率	19%	19%	19%	19%
其它	579	276	1	(116)	净利率	-1%	1%	2%	2%
投资活动现金流	(385)	(279)	(500)	(500)	ROE	-4%	10%	14%	16%
资本支出	(425)	(280)	(500)	(500)	ROIC				
长期投资减少	0	0	0	0	偿债能力				
其他	(810)	(559)	(1000)	(1000)	资产负债率	72%	68%	67%	65%
筹资活动现金流	284	(740)	(119)	(119)	净负债比率				
短期借款增加	0	(599)	0	0	流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
长期借款增加	0	0	0	0	速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
其他	284	(141)	(119)	(119)	应收账款周转率	117.7	105.8	198.7	282.0
现金净增加额	1125	(364)	1097	1042	应付账款周转率	2.0	1.9	2.0	2.0

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

免责申明

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、投资管理和证券投资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