

大商股份 (600694)

新的春天

增持/ 维持评级

股价: RMB44.54

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

《后改制时代, 你是否可以期待? 》

2010/04/20

《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》

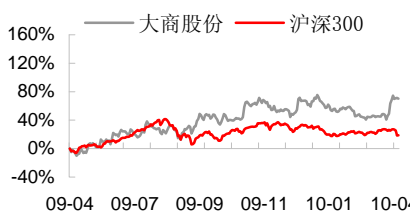
2009/08/01

《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)	11925

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

- 我们的报告标题取自公司今日发布的 2009 年度股东大会会议资料公告中的一段描述。与公司一样, 我们认为 2010 年公司出现拐点并开始逐渐释放业绩的概率极大, 而我们坚信一旦如此大商股份必将为投资者带来丰厚回报。
- 虽然格式与形式一如既往, 但公司一改以往公告语焉不详、信息披露薄弱的特点, 以详实、细致和相对客观的言语介绍了公司 09 年经营情况、10-12 年的基本形势、任务、措施和要求等。其言语之中肯、其语气之振奋, 遍观公司近十年来的股东大会资料及公告, 再难寻第二篇。
- 公告虽然寥寥数页, 但信息量较大。我们仅列出其中几个亮点以飨投资者: 首先, 公司对费用控制的加强将使业绩正常化概率大大提高; 其次, 公司加强对新店扩张的管控和对老店平效的追求使得业绩增长更有保障; 第三, 激励制度的推进更有利于调动员工积极性; 最后, “增量融资”、“存量变现”等方案不仅给资本市场提供了极大的想象空间, 一旦实现, 也利于公司进一步优化资源配置, 提升效益。
- 公司历史上道德风险较为严重, 以至于许多投资者对大商股份持极其怀疑和谨慎的态度, 考虑到公司董事会换届临近, 不排除其有迎合投资者的目的。但我们认为公司与此前最大的区别在于改制完成后, 公司治理结构发生了根本改变, 其利益诉求也会与此前有较大的变化。而根据我们近期对公司的跟踪, 公司内部已经产生一些“化学反应”, 值得我们期待。
- 再一次回顾我们推荐公司的逻辑: 大商股份实际经营能力和真实的业绩表现是最值得我们关注的核心问题, 我们测算公司正常化的 EPS 在 2.85 元左右; 从资产规模、盈利能力、管理层利益实现可行性等考量, 大商股份是公司管理层的核心利益所在; 对于大商这样极具争议、不确定性巨大的公司, 二级市场的大幅折价已充分反映了市场对其的所有担心, 我们认为目前的股价不仅具有安全边际、更有可能获得超额收益。
- 想起我们去年报告中的一句话, “今天是残酷的, 明天或许也是残酷的, 但是后天则是美好的, 我们不应在后天的黎明到来前倒下”。维持公司 10-12 年 EPS=1.20、1.80 和 2.50 元预测不变, 维持增持评级!

经营预测与估值	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)	56.5	-112.6	37.3	24.9	17.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

大商股份 2009 年度董事会工作报告（摘要）

公司核心竞争力和行业龙头地位没有改变

公司的核心竞争力与业界龙头地位并未改变。虽有诸多不利因素形成，并有年度亏损闪现，但综观大局，并定性分析，公司的基本素质、基本能力并未减弱，公司的良性发展、可持续发展并未根本逆转，公司的体制、机制改革已有突破且在继续深入，公司的管理能力、经营能力、市场开发能力的空间正在扩大，公司管理层的体能、智能和忠诚度依然可以信赖，公司的市场份额、业界龙头地位依然牢固。

目前的困难和问题是已知和可控的

公司目前的困难和问题是已知和可控的。即使从宽从坏估计，公司 2009 年工作的最大问题是净利润亏损，而形成亏损的原因不是因为毛利总额减少，而是因为费用总额增加；而费用总额增加的原因，不是因为公司自身经营水平下降，而是因为政府规定和政策变化，如新劳动合同法规定全员合同制与同工同酬导致用工成本大幅增加，加速折旧和全员支付采暖费并大幅度提高了交费标准及水、电、气各费增加等。除此，公司未有根本性、战略性失误，未出现市场竞争、行业竞争上大的失败，也未发生全局性或地区性改变。

2010-2012 为关键期、选择期和过渡期

新一年暨今后三年的基本形势

从 2010 年至 2012 年的三年，是公司的关键期，是公司的选择期，也是公司的过渡期。“关键”在于能否恢复盈利水平，“选择”在于如何采取有效措施，“过渡”在于一定要保持团结和稳定。如果能够恢复盈利水平，那么公司将会在三年后站在更高的起点上，兼容新的增量，消化新增成本，奔向更加美好未来；如果能够采取有效措施，那么公司将会产生新的动力，实现盈利能力的再生；如果能够保持团结和稳定，那么公司将会有时间实现上述目的。

业绩正常化概率将大幅提升

新一年暨今后三年的基本任务

- (1)保持销售收入的绝对增长；
- (2)保持毛利总额的绝对增长；
- (3)保持费用总额的绝对可控；
- (4)保持销售增速、毛利增速绝对高于费用增速；
- (5)保证扭亏目标、阶梯性盈利目标按时实现。

“增量融资”和“存量变现”带来极大想象空间

新一年暨今后三年的基本措施

- (1)改革现行经营体制、管理体制；
- (2)改革公司分配制度；
- (3)更新公司各级各类管理人员；
- (4)制度性消灭经营性亏损企业；
- (5)完成一次新的增量融资和多项存量变现；

对**新店扩张和老店经营管控**
的**加强**有助于公司实际业绩
进一步提升

- (6)压缩新店开发数量、投资总额、盈利周期;
- (7)提升老店人均平效、平米平效、门店平效;
- (8)提高统采比重、自有品牌比重、城市独营比重;
- (9)增加错时错位错域经营的新商号、新业态、新城市;
- (10)增强“纪防监审合库”内部制约和监控强度并确保公司“三防”安全。

新一年暨今后三年的基本要求

激励机制的**到位**有助于
调动员工积极性

- (1)股东大会和董事会的决议决策保持正确性;
- (2)公司高管层的执行力和创造性保持行业领先水平;
- (3)“十项措施”，尤其是新的激励机制保证及时到位。

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	11,032	10,833	12,170	13,502
流动负债	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
非流动负债	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
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

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	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)
投资活动现金流	(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)
筹资活动现金流	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)
现金净增加额	1125	(364)	1097	1042

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	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
营业利润	69	468	721	1,029
营业外收入	53	50	25	0
营业外支出	92	10	5	0
利润总额	30	508	741	1,029
所得税	121	153	208	288
净利润	(91)	356	534	741
少数股东损益	25	4	5	7
归属于母公司净利润	(116)	352	528	734
EBITDA	726	1,173	1,428	1,651
EPS (元)	(0.40)	1.20	1.80	2.50

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12%	16%	21%	15%
营业利润	124%	582%	54%	43%
净利润	-150%	-403%	50%	39%
获利能力				
毛利率	19%	19%	19%	19%
净利率	-1%	1%	2%	2%
ROE	-4%	10%	14%	16%
ROIC				
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	-113	37	25	18
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	25	15	13	11

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 2010 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@lhqz.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@lhqz.com