

联系人: 王赛楠
电话: 010-8832 1590
Email: wangsn@tpyzq.com.cn

商业零售

评级: 增持

大厦股份 (600327)

——“一体两翼”开拓成长空间

2010年6月7日	
收盘价	15.91
目标价	
52周内高	20.18
52周内低	3.60
总市值(百万元)	5187.77
流通市值(百万元)	5187.77
总股本(百万股)	326.07
A股(百万股)	326.07
一已流通(百万股)	326.07
一限售股(百万股)	0.00

◆百货业务: 品牌调整效益开始显现

09年完成了百货品牌升级, 将两座楼进行错位经营, 其中A楼引入爱马仕、Cartier、Dior等国际一线品牌, B楼引入Ochirly、Vero Moda等年轻时尚品牌, 有效提升了经营能力, 使得客单价由提升至724元。2010年百货业务将对公司业绩提升带来较大的贡献。

◆汽车业务: 仍有较大增长潜力

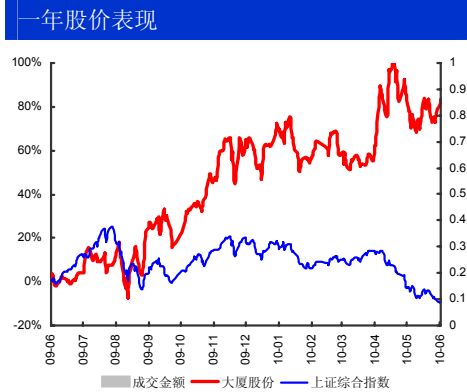
公司旗下的东方汽车和新纪元有限公司所经营的汽车销售及维修业务占据无锡市场70%的份额, 目前共有37家4S店, 并有9家已获得授权。除了在无锡市内通过新东方汽车城搬迁进一步抢占市场空间外, 公司还利用已有的资源向周边地区拓展, 并通过代理汽车品牌的高档化提升利润率水平。

◆餐饮和食品业务发展空间广阔:

公司餐饮和食品业务主营“三凤桥”牌真空包装熟食, 其中以无锡排骨、虎皮凤爪、及卤味豆制品最为著名。目前公司有意进一步扩大产品类别, 向其他各色快餐、旅游食品、休闲食品开发, 沿沪宁线扩大销售区域。我们预计2010年餐饮和食品销售收入增速可以达到20%以上。

◆风险因素及盈利预测:

目前影响公司业绩释放的因素一方面是公司下属子公司、孙公司股权的分散稀释了归属于母公司股东净利润, 另一方面百货门店附近的地铁建设会影响结构调整带来的业绩改善效果。预计2010-2012年EPS分别为0.63、0.75、0.92元。



财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4257.56	5559.20	6226.30	7035.72	8161.44
增长率(%)	27.31%	30.57%	12.00%	13.00%	16.00%
归属母公司股东净利润	108.41	187.26	210.65	245.50	295.74
每股收益(EPS)	0.332	0.574	0.646	0.753	0.907
销售毛利率	13.11%	12.82%	13.25%	13.20%	13.30%
市盈率(P/E)	47.85	27.70	24.63	21.13	17.54

一、公司概况

公司秉承“一体两翼”的发展模式，以百货（涵盖超市和家电零售）业务为主，以汽车业务、食品和餐饮业务为辅。尽管从收入构成来看，汽车销售及维修业务占比较大，尤其是09年受汽车销量劲增的影响使得该项收入占比达到历史最高的60%以上，但从利润构成上来看，百货零售占比始终以绝对优势居于首位。

表1、公司业务构成

	2007 年报	2008 年报	2009 年报
营业收入(亿元)			
汽车销售及服务	16.12	21.16	33.65
百货零售	14.17	17.75	18.20
超市	1.97	2.31	1.73
餐饮及食品销售	1.17	1.29	1.27
毛利率(%)			
汽车销售及服务	6.20	7.31	7.32
百货零售	18.84	17.72	18.59
超市	16.32	17.68	15.07
餐饮及食品销售	39.64	42.59	42.23
收入构成(%)			
汽车销售及服务	48.21	49.69	60.53
百货零售	42.36	41.68	32.74
超市	5.9	5.42	3.12
餐饮及食品销售	3.5	3.03	2.28
其他	0.03	0.17	1.33
毛利构成(%)			
汽车销售及服务	22.93	27.69	34.59
百货零售	61.27	56.33	47.49
超市	7.40	7.31	3.67
餐饮及食品销售	10.66	9.84	7.52

资料来源：wind 资讯

二、各项业务有序发展

1、百货业务：品牌调整效益开始显现

公司05年取得吟春大厦物业后，经过3年的装修改造实现与老楼自3层至6层的贯通，使得百货经营面积从4万平米增至8万平米；又在去年完成了品牌升级，将两座楼进行错位经营，调整的品牌占现有品牌数量的50%以上，其中老楼引入Hermes、Cartier、Dior等国际一线品牌，原吟春大厦引入年轻时尚品牌，有效提升了经营能力，使得客单价由2008年的524元提升至2009年的724元。

2006年公司老大楼的百货收入为8.09亿元，平效达到了2万元/平米左右，毛利率维持在23%左右，净利润率高达8.5%，平效与盈利指标在全国主力百货店中均

处于较高水平。2009 年底，公司百货业务收入达到 14 亿元，平效约为 1.75 万元/平方米，距相同档次百货商场的销售水平还有较大的提升空间。今年一季度，公司百货业务收入同比上升了 16.2%，净利润同比上升了近 36.7%，品牌调整效益开始显现。

表 2、公司百货业务近三年收入与净利润增长

	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 一季报
营业总收入(亿元)	9.84	13.10	14.49	5.17
同比增长 (%)	20.54	33.03	10.68	16.18
净利润(亿元)	1.02	1.01	1.30	0.49
同比增长 (%)	21.57	-0.91	28.95	36.69

资料来源：wind 资讯

与公司同处中山路商圈的主要百货门店还有八佰伴、三阳百盛、新世界、大洋百货、无锡一百，各个门店基本形成了错位经营，避免因品牌重复率高带来打价格战的恶性竞争。其中中外合资的八佰伴拥有近 50 个奢侈品牌、7 万平方米左右的经营面积，是公司目前最主要的竞争对手。

此外，台湾远东百货已确定于 12 日开门迎客；今年 8 月，新加坡英武百货也将正式投运；不久前，来自香港的恒隆广场商业百货项目正式报批。这些外资商业巨头的到来将会加剧无锡的商业竞争程度。我们认为，凭借公司在无锡地区良好的商业形象及消费基础，百货业务在 2010 年将会对公司业绩提升带来较大的贡献，并在未来三年维持平均 15%左右的净利润增速。

2、汽车业务：仍有较大增长潜力

公司旗下的东方汽车和新纪元有限公司目前共有 37 家 4S 店，并有 9 家已获得授权，占据无锡市 70%的市场份额，销售车型集中在 10-15 万元的家用经济型轿车，主要面向个人消费群体。

公司经销品牌较为齐全，尽管有意进一步提升代理品牌档次，但受到高档品牌区域布局的限制，在无锡市内可供增加的空间不大，遂计划将市场延伸到常州、南通等周边城市。除了通过跟供应商良好的合作关系进一步抢占这些城市的市场份额，尤其还要争取到高档品牌的经销权，以此提升汽车业务的毛利率水平。09 年公司开业了雷克萨斯南通店、北京现代无锡二店、沃尔沃南通过渡店；2010 年主要是完成 9 家授权 4S 店的建设，其中梅赛德斯奔驰商务车无锡店，法国雷诺无锡店、斯巴鲁江阴店和南通店、华晨宝马吴江店将率先完成。同时，公司将进一步加强汽车美容、汽车保养等服务内容，提升整体盈利能力。

另外，公司旗下原东方汽车城将整体搬迁至无锡新区“中国工业博览园”，经营面积由 130 亩上升到近 300 亩左右。除了原有的东方汽车城 25 家 4S 店及新纪元 12 家 4S 店搬入以外，园内还规划了二手车交易市场，计划将在 2011 年正式营业。届时，将会成为华东地区规模最大的汽车城。预计公司汽车业务外延扩张加内生绩效提升双重作用，将会部分抵消未来汽车销量逐年下滑的影响。我们预计 2010 年全年汽车业务仍可以实现 20%以上的净利润增长。

3、餐饮和食品业务发展空间广阔

公司餐饮和食品业务由“三凤桥肉庄”及“三凤桥食品”两家公司经营，主营“三凤桥”牌真空包装熟食，其中以无锡排骨、虎皮凤爪、及卤制品最为著名。三凤桥食品专卖已经形成了现代化大规模生产能力，总建筑面积 8800 平米的梅村生产基地二期建筑工程已落成，预计 2010 年中旬开工生产。目前公司有意进一步扩大产品类别，向其他各色快餐、旅游食品、休闲食品开发，沿沪宁线扩大销售区域，大型连锁超市、连锁餐饮企业将会成为公司产品进行营销的首选。

我们认为，中华老字号的口碑及良好的品质，使三凤桥食品较易被长三角地区消费者所接受；目前在相同类别的产品中尚没有可与竞争的品牌，只要研发及营销得当，可以实现快速的增长。我们预计餐饮和食品销售收入增速可以达到 20% 左右。

4、超市和家电零售维持稳定

公司东方电器（60% 股权比例）共有 3 家门店，经营面积较小，总体净利润维持在 2000 万左右水平。大厦超市（95% 股权比例）共有 10 余家，主要为 1000 平米左右的标准超市，09 年新开周庄店，继续开拓乡镇市场，形成梅村、前洲、阳山、硕放、周庄中心乡镇店的布局，总体销售收入在 2 亿元左右，净利润 400 万左右。

公司超市和家电零售业务基本为维持经营，这两项业务并非公司发展的重点，且增长有限，对公司未来业绩的影响相对较小。考虑到积聚人气及稳定公司零售业务市场地位的作用，公司仍然会稳步推进两项业务的发展。受 CPI 温和上涨的拉动及家电下乡、家电以旧换新政策的推动，2010-2012 年这两项业务收入可以实现平均 10% 左右的增长。

三、风险因素

总体来看，公司“一体两翼”的发展模式为公司业绩增长打开了空间，以百货为主、汽车及餐饮业务为辅的策略在经济发展的不同时期均为公司带来了益处。目前影响公司业绩释放的因素一方面为东方汽车及新纪元汽车公司下属子公司、孙公司股权的分散稀释了归属于母公司股东净利润，另一方面百货门店附近的地铁建设会影响结构调整带来的业绩改善效果，我们在盈利预测中对这两方面因素都予以了考虑。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63、0.75、0.91 元。

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3344.19	4257.56	5559.20	6226.30	7035.72	8161.44
减: 营业成本	2908.63	3699.33	4846.69	5401.32	6107.01	7075.96
营业税金及附加	26.13	33.44	35.46	39.72	44.88	52.06
营业费用	100.25	128.09	158.57	177.60	200.69	232.80
管理费用	143.45	209.43	226.37	253.54	286.50	332.34
财务费用	20.02	28.65	25.01	4.86	-7.67	-18.20
资产减值损失	0.06	2.11	1.19	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	17.11	19.74	41.29	9.50	9.50	9.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	162.77	176.24	307.19	358.77	413.82	495.98
加: 其他非经营损益	5.36	-0.74	-2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	168.13	175.51	305.20	358.77	413.82	495.98
减: 所得税	68.07	46.90	67.67	87.32	101.08	121.62
净利润	100.06	128.60	237.53	271.45	312.74	374.36
减: 少数股东损益	16.03	20.20	50.27	60.81	67.24	78.61
归属母公司股东净利润	84.03	108.41	187.26	210.65	245.50	295.74
财务分析和估值指标汇总						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	13.02%	13.11%	12.82%	13.25%	13.20%	13.30%
三费/销售收入	7.89%	8.60%	7.37%	7.00%	6.82%	6.70%
EBIT/销售收入	5.45%	4.58%	5.49%	5.63%	5.58%	5.69%
EBITDA/销售收入	6.94%	6.40%	7.29%	7.86%	7.56%	7.26%
销售净利率	2.99%	3.02%	4.27%	4.36%	4.45%	4.59%
增长率						
销售收入增长率	3.71%	27.31%	30.57%	12.00%	13.00%	16.00%
EBIT 增长率	26.77%	7.02%	56.37%	14.80%	12.14%	18.23%
EBITDA 增长率	22.83%	17.46%	48.63%	20.83%	8.69%	11.34%
净利润增长率	9.90%	28.53%	84.70%	14.28%	15.21%	19.70%
业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.258	0.332	0.574	0.646	0.753	0.907
PE	61.74	47.85	27.70	24.63	21.13	17.54
PB	7.48	6.80	5.76	4.88	4.12	3.44
PS	1.55	1.22	0.93	0.83	0.74	0.64

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。