

华泰联合证券
2010-08-19

华泰联合证券

华泰联合证券

华泰联合证券

华泰联合证券

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)

初显峥嵘

买入/维持评级

股价: RMB48.79

分析师

吴红光

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

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000210070018
+755-82080081 gengbh@lhzq.com

联系人

李珊珊

+755-82494411 liss@lhzq.com

相关研究

《诸神之战》

2010/06/03

《恐惧与贪婪》

2010/04/30

《新的春天》

2010/04/21

《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》

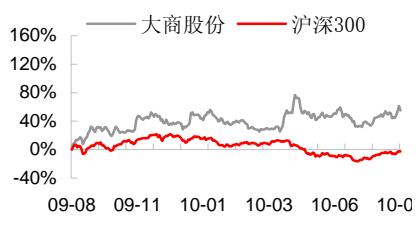
2010/03/08

基础数据

总股本 (百万股)	294
流通 A 股 (百万股)	294
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)	14331

- 公司今日公布 2010 年中报，实现销售收入 119.7 亿元，同比增长 17.12%；实现归属母公司净利润 6977 万元或 EPS=0.24 元，同比增长 13.86%；扣非后净利润 7224 万元或 EPS=0.25 元，同比增长 92.31%。基本符合我们此前在市场上沟通回馈的预期。
- 公司的这一业绩水平差强人意，考虑到去年基数较低的因素，较高的同比增长不能说明太多问题；但二季度单季业绩环比增长 68%，扣非后二季度单季净利润环比增长超过 270%，似乎可以窥出公司业绩释放的步骤。
- 公司二季度单季 14.08% 的收入增速较一季度下滑，主要受家电销售减缓拖累；但毛利率呈现快速回升趋势，单季度 20.89% 的毛利率水平处于近三年的高位；公司单季 16.16% 的费用率仍没有太多好转，从费用分拆来看，人工费用的持续上升是吞噬业绩的主要原因。
- 公司一如既往的呈现极高所得税率状况，虽然公司由于新开门店亏损会导致所得税率畸高，但我们至少可以从所得税总额中判断公司盈利分部的经营状况。公司上半年共缴纳 1.23 亿所得税（扣除递延所得税 1591 万元后为利润表中的 1.07 亿元），则上半年盈利分部估算净利润为 4.92 亿元。
- 公司披露了下半年的经营目标，包括扩大销售、力争减亏增利提毛利、加强经营整合、适度开发新店及推进激励机制等；我们同时注意到公司上半年扩张放缓，停止了投资较大、回报期较长的鞍山新玛特项目，这在以往鲜见。我们判断经历了 07-09 年的快速扩张后和资本开支期，公司这几年将以内生调整为主，并逐渐进入业绩释放期。
- 我们一直强调大家对大商股份最核心的关注点应是其能不能实现改制后的华丽转身和公司是否会出现业绩“拐点”并开始逐渐释放其真实的业绩，而某一时点的业绩只是一个短期的刺激因素而并非决定公司价值的核心。
- 公司的中报释放了相对积极的信号，我们判断公司未来业绩将呈现持续好转趋势，我们根据公司中报相应下调 10-12 年 EPS 预测至 0.7、1.4 和 2.0 元，大商仍是我们最看好的零售公司，维持买入评级！

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图

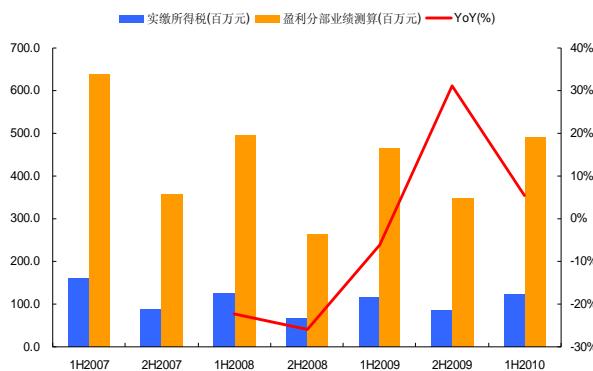


资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101H	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21163.2	11971.1	23466.4	27242.9	30871.3
(+/-%)	12.3	17.1	10.9	16.1	13.3
归属母公司净利润(百万元)	-116.2	69.8	207.1	415.8	594.4
(+/-%)	-150.2	13.9	-276.5	100.8	43.0
EPS(元)	-0.40	0.24	0.70	1.40	2.00
P/E(倍)	-109.2	203.3	69.7	34.9	24.4

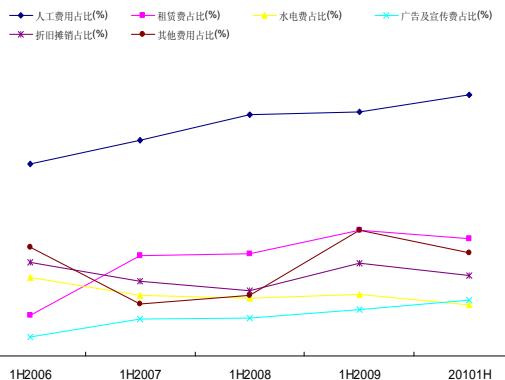
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：大商股份实缴所得税与盈利分部业绩测算



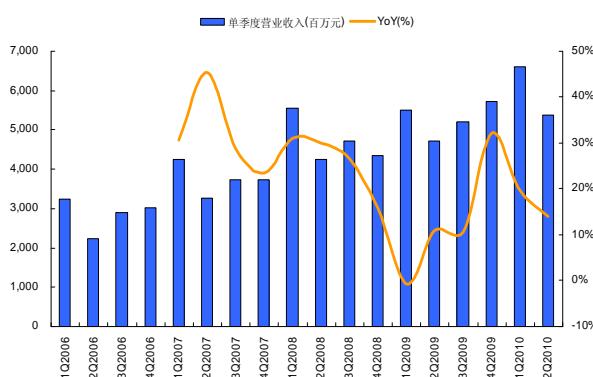
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 2：大商股份各项费用率变动情况



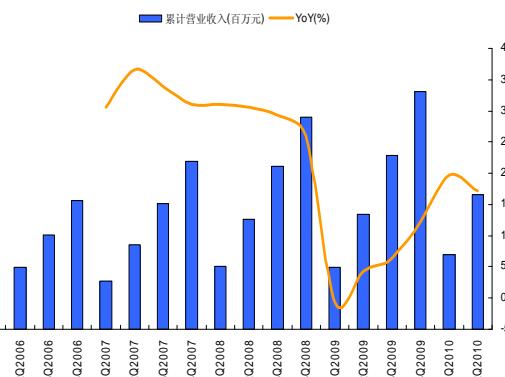
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 3：大商股份单季收入增长情况



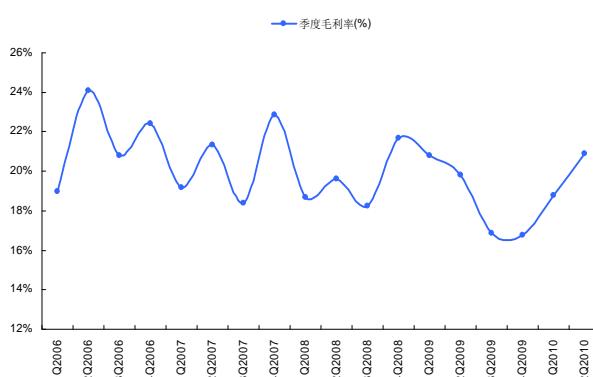
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 4：大商股份季度收入累计增长情况



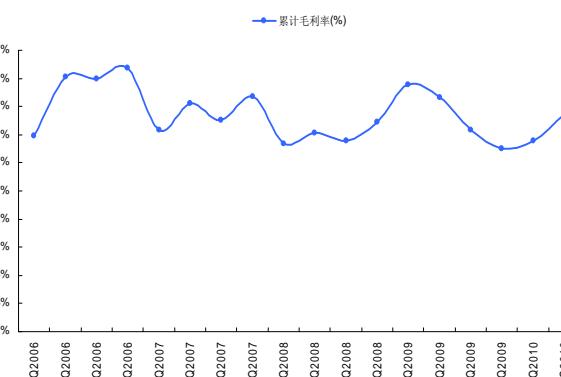
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 5：大商股份单季毛利率情况



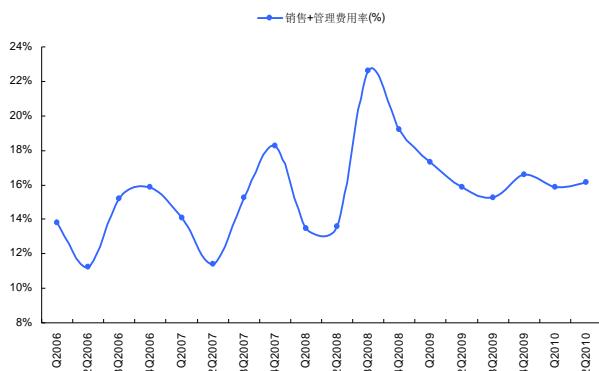
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 6：大商股份季度累计毛利率情况



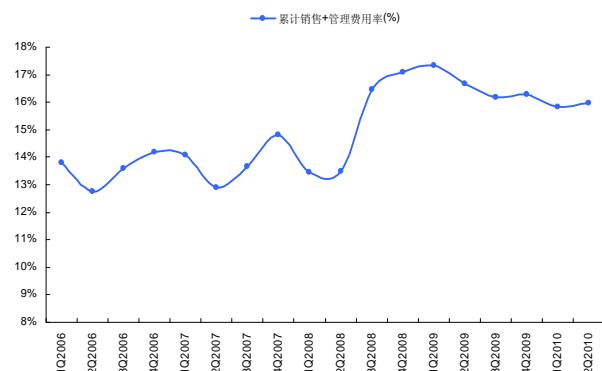
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 7：大商股份单季费用率情况



资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

图 8：大商股份季度累计费用率情况



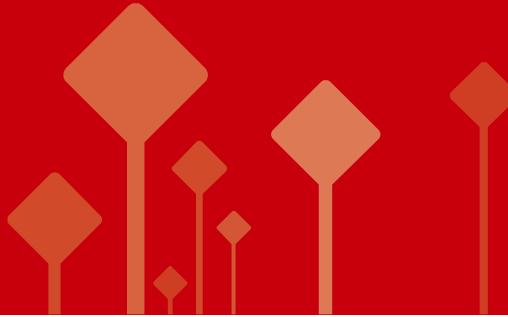
资料来源：公司中报，华泰联合证券研究所

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	4,873	5,953	7,077	营业收入	21,163	23,466	27,243	30,871
现金	2,846	2,298	3,267	4,119	营业成本	17,245	19,045	22,089	25,062
应收账款	69	45	26	29	营业税金及附加	222	235	272	309
其它应收款	482	446	460	432	营业费用	1,209	1,051	1,106	1,219
预付账款	387	381	442	501	管理费用	2,239	2,813	3,182	3,452
存货	1,437	1,680	1,732	1,965	财务费用	154	55	35	17
其他	0	23	27	31	资产减值损失	24	(15)	13	37
非流动资产	5,811	5,702	5,725	5,660	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	283	545	776
无形资产	967	976	1,051	1,121	营业外收入	53	25	25	25
其他	781	840	916	928	营业外支出	92	12	8	8
资产总计	11,032	10,575	11,678	12,738	利润总额	30	296	562	793
流动负债	6,181	5,517	6,204	6,669	所得税	121	89	146	198
短期借款	599	0	0	0	净利润	(91)	207	416	594
应付账款	2,373	2,666	3,093	3,258	少数股东损益	25	2	4	6
其他	3,210	2,851	3,112	3,411	归属于母公司净利润	(116)	205	412	588
非流动负债	1,742	1,742	1,742	1,742	EBITDA	726	901	1,168	1,296
长期借款	1,517	1,517	1,517	1,517	EPS (元)	(0.40)	0.70	1.40	2.00
其他	225	225	225	225					
负债合计	7,923	7,259	7,946	8,411					
少数股东权益	105	107	112	118					
股本	294	294	294	294					
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454					
留存收益	1,256	1,461	1,872	2,461					
归属母公司股东权:	3,109	3,316	3,732	4,326					
负债和股东权益	11,032	10,575	11,678	12,738					
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	385	1504	1369					
净利润	(116)	205	412	588					
折旧摊销	(116)	205	412	588					
财务费用	123	55	35	17					
投资损失	1	(1)	0	0					
营运资金变动	755	(250)	563	156					
其它	579	171	82	19					
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	(654)	(35)	(17)					
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	(55)	(35)	(17)					
现金净增加额	1125	(548)	968	852					

主要财务比率									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	成长能力	盈利能力	偿债能力	营运能力	每股指标(元)
成长能力					营业收入	营业利润	净利润	总资产周转率	每股收益
					12%	124%	-150%	0.5	(0.4)
					11%	312%	-277%	0.9	0.7
					16%	93%	101%	0.6	1.4
					13%	42%	43%	0.6	2.0
盈利能力					毛利率	净利率	毛利率	总资产周转率	每股收益
					19%	-1%	19%	0.5	(0.4)
					19%	1%	19%	0.5	0.7
					ROE	ROIC	ROE	应收账款周转率	每股经营现金流
					-4%		-4%	117.7	4.2
偿债能力					ROE	ROIC	ROE	应收账款周转率	每股经营现金流
					72%	69%	68%	102.9	1.3
					69%	68%	66%	193.3	5.1
					68%	66%	66%	279.6	4.7
营运能力					流动比率	速动比率	流动比率	总资产周转率	每股收益
					0.8	0.6	0.8	0.5	(0.4)
					0.6	0.7	0.6	0.9	0.7
					0.7	0.7	0.7	1.0	1.3
每股指标(元)					速动比率	营运能力	速动比率	应收账款周转率	每股经营现金流
					0.6	0.6	0.6	117.7	4.2
					0.6	0.6	0.6	102.9	1.3
					0.6	0.6	0.6	193.3	5.1
					0.6	0.6	0.6	279.6	4.7
估值比率					营运能力	每股净资产	估值比率	总资产周转率	每股经营现金流
					0.5	10.2	P/E	0.5	4.2
					0.5	10.9	P/B	70	1.3
					0.5	12.3	EV/EBITDA	35	5.1
					0.5	14.3		24	4.7

资料来源：华泰联合证券研究



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
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 45 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