

大商股份 (600694)

再奏凯歌

买入/维持评级

股价: RMB55.53

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

相关研究

《初显峥嵘》

2010/08/19

《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》

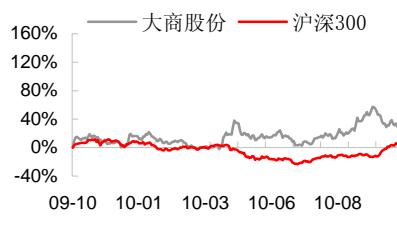
2010/03/08

基础数据

总股本 (百万股)	293.72
流通 A 股 (百万股)	293.72
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)	16310.2

- 公司今日公布 2010 年三季报, 1-3Q 销售收入 178.亿元, 同比增长 15.3%; 实现归属母公司净利润 1.1 亿元或 EPS=0.38 元, 同比扭亏为盈; 扣非后 EPS=0.43 元。公司业绩符合我们预期。
- 作为今年我们最重点的推荐品种, 我们看好大商股份的理由在于经历了集团改制和激励制度落实等事件后公司体制束缚解除、业绩拐点出现。考虑到公司过去几年快速扩张带来的短期业绩压力以及改制在去年年底刚刚完成, 无论从主观还是客观角度出发, 对公司业绩的过高预期并不现实, 因而我们一直强调的是关注公司的业绩趋势, 而非某一时期的业绩数值本身。
- 从公司今年逐季报表来看, 1-3Q 的单季度 EPS 分别为 0.09、0.15 和 0.14 元, 扣非后业绩分别为 0.05、0.20 和 0.19 元, 基本保持了业绩逐季环比提升的趋势, 这不仅符合我们此前预期, 也继中报之后再次向市场释放了积极信号。
- 公司的前三季度经营性现金流达 14.36 亿元或每股 4.89 元, 前三季度所得税费用达 1.56 亿元, 同比去年增长 35%, 环比二季度增加 46.15%, 以所得税倒推的公司盈利分部净利润约 6.24 亿元。我们认为经营性现金流和所得税是最能反映企业经营状况的两个指标, 充沛的经营性现金流和大额所得税费用彰显公司良好经营情况。
- 公司三季度毛利率同比增加 0.41 个百分点至 19.58%, 销售+管理费用率高达 15.82%, 费用仍然高企继续吞噬业绩。
- 我们认为公司三季报是一份积极的报表, 我们坚信公司已经开始转变、拐点已经显现, 维持 10-12 年 EPS 预测 0.7、1.4 和 2.0 元。根据公司在 4 月底股东大会资料的公告, 我们认为公司未来存在较为明确的融资预期, 一旦此预期兑现, 其将成为公司股价上涨的催化剂。大商股份仍是我们最看好的零售公司, 维持买入评级。
- 风险提示: 公司与投资者关系紧张, 信息披露较差; 公司与二股东大商集团的关联交易不透明。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图

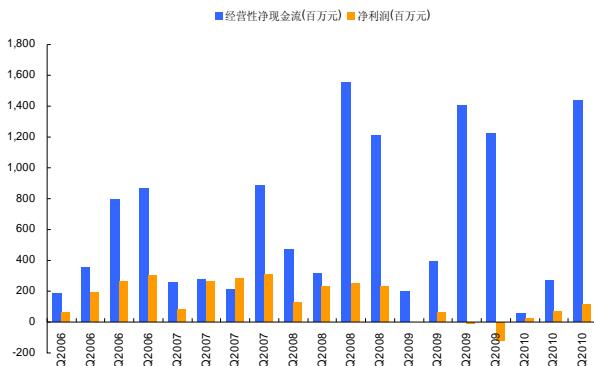


资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21163.2	17798.7	23466.4	27242.9	30871.3
(+/-%)	12.3	15.3	10.9	16.1	13.3
归属母公司净利润(百万元)	-116.2	110.2	207.1	415.8	594.4
(+/-%)	-150.2	1041.7	-276.5	100.8	43.0
EPS(元)	-0.40	0.38	0.70	1.40	2.00
P/E(倍)	-140.4	148.0	79.3	39.7	27.8

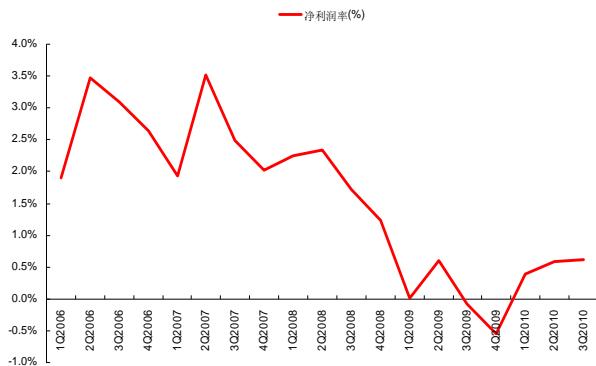
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1：大商股份经营性净现金流与净利润表现



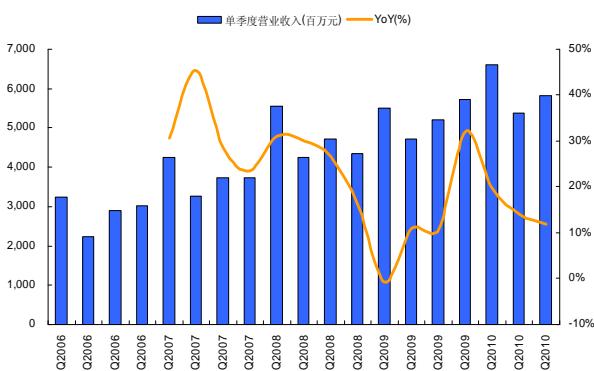
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2：大商股份逐季累计净利率表现



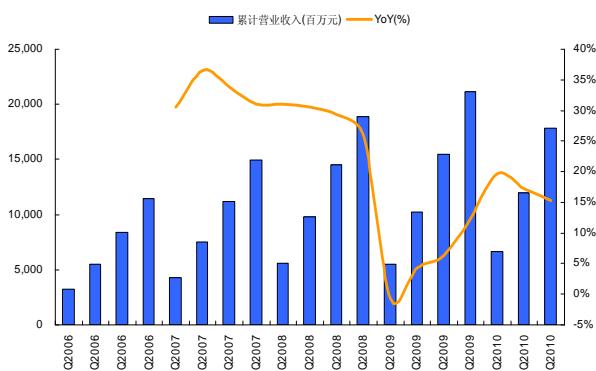
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3：大商股份单季收入增长情况



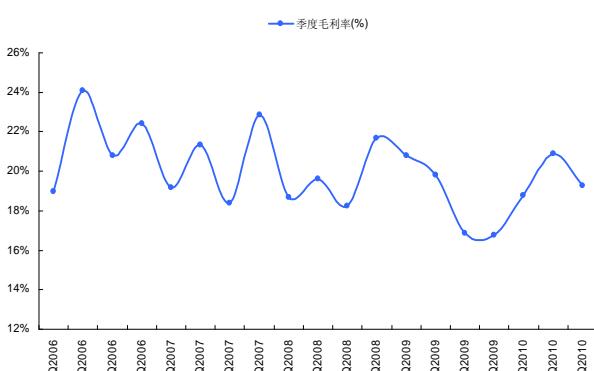
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4：大商股份季度收入累计增长情况



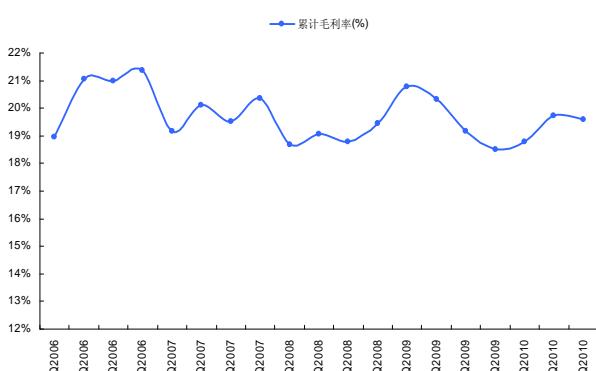
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5：大商股份单季毛利率情况



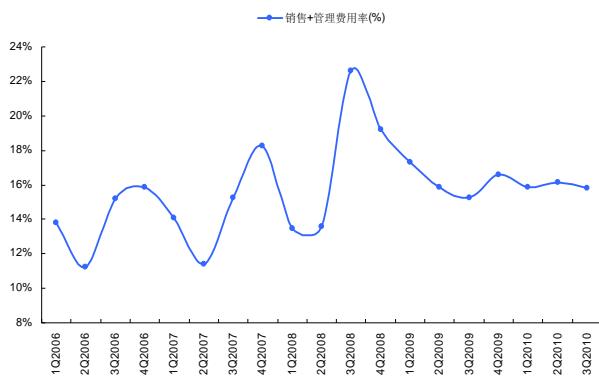
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 6：大商股份季度累计毛利率情况



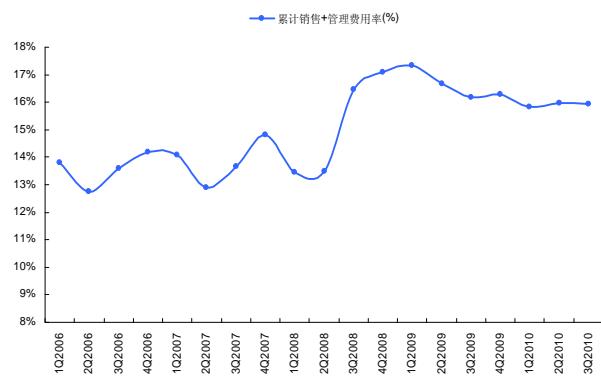
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7：大商股份单季费用率情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8：大商股份季度累计费用率情况

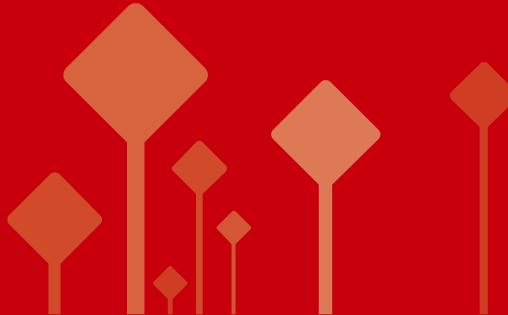


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

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					营业收入	21,163	23,466	27,243	30,871
现金	5,221	4,873	5,953	7,077	营业成本	17,245	19,045	22,089	25,062
应收账款	2,846	2,298	3,267	4,119	营业税金及附加	222	235	272	309
其它应收款	69	45	26	29	营业费用	1,209	1,051	1,106	1,219
预付账款	482	446	460	432	管理费用	2,239	2,813	3,182	3,452
存货	387	381	442	501	财务费用	154	55	35	17
其他	1,437	1,680	1,732	1,965	资产减值损失	24	(15)	13	37
	0	23	27	31	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产					投资净收益	(1)	1	0	0
长期投资	5,811	5,702	5,725	5,660	营业利润	69	283	545	776
固定资产	10	10	10	10	营业外收入	53	25	25	25
无形资产	4,054	3,876	3,748	3,602	营业外支出	92	12	8	8
其他	967	976	1,051	1,121	利润总额	30	296	562	793
	781	840	916	928	所得税	121	89	146	198
资产总计	11,032	10,575	11,678	12,738	净利润	(91)	207	416	594
流动负债					少数股东损益	25	2	4	6
短期借款	6,181	5,517	6,204	6,669	归属于母公司净利润	(116)	205	412	588
应付账款	599	0	0	0	EBITDA	726	901	1,168	1,296
其他	2,373	2,666	3,093	3,258	EPS (元)	(0.40)	0.70	1.40	2.00
非流动负债									
长期借款	1,742	1,742	1,742	1,742					
其他	1,517	1,517	1,517	1,517					
	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	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	385	1504	1369	成长能力				
净利润	(116)	205	412	588	营业收入	12%	11%	16%	13%
折旧摊销	(116)	205	412	588	营业利润	124%	312%	93%	42%
财务费用	123	55	35	17	净利润	-150%	-277%	101%	43%
投资损失	1	(1)	0	0	获利能力				
营运资金变动	755	(250)	563	156	毛利率	19%	19%	19%	19%
其它	579	171	82	19	净利率	-1%	1%	2%	2%
投资活动现金流	(385)	(279)	(500)	(500)	ROE	-4%	6%	11%	14%
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%	69%	68%	66%
筹资活动现金流	284	(654)	(35)	(17)	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	0.5	0.6	0.6
其他	284	(55)	(35)	(17)	应收账款周转率	117.7	102.9	193.3	279.6
现金净增加额	1125	(548)	968	852	应付账款周转率	2.0	1.9	1.9	2.0

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 $\pm 10\%$ 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