

# 大厦股份：三季度收入增速有所下滑

## ——大厦股份三季度报点评

### 报告关键点：

- 百货和汽车业务3季度增速均有下滑在预期之中
- 维持原来的盈利预测，调低评级为增持-B

### 报告摘要：

- 三季度净利润增速明显下滑，但是在预期之中。**公司前三季度销售收入为44.86亿，同比增长12.23%，其中第三季度增长11.51%，收入增长有一定下滑；前三季度实现净利润2.08亿，同比增长26.31%，其中第三季度增长6.84%；前三季度归属于母公司股东的净利润为1.63亿，同比增长24.23%，其中第三季度同比增长4.35%。前三季度每股收益0.31元。如我们在之前报告中的观点，由于汽车和百货业务下半年基数的进一步抬高，以及修地铁的进一步影响，下半年增速放缓是必然，但是达到我们原来的盈利预测并不是很困难。仍然维持2010年全年每股收益0.44元的盈利预测。
- 百货业务和汽车业务收入增速下滑。**商业大厦收入增速和毛利率第三季度均有所下滑。第三季度母公司百货店商业大厦销售收入3.34亿，同比增长9.48%；从百货公司的毛利率来看，1季度、2季度、3季度毛利率分别为22.87%、20.94%、20.35%。修地铁封路、淡季促销和调整柜台对公司三季度销售收入和毛利率造成一定负面影响。汽车业务下半年销售增速下滑符合预期。汽车实现营业收入9.55亿元，增长了13.67%，比中期有所下滑，主要为汽车销量下滑所致。
- 公司外延扩张迈出第一步。**报告期内公司公告成立海门大东方百货，公司现金出资3500万元，占70%的股权，建筑面积约为36000平米，为租赁经营。
- 盈利预测与投资评级。**维持2010年、2011年、2012年每股收益0.44元、0.53元、0.63元的盈利预测，目前对应2010年、2011年、2012年PE分别为32倍、26倍、22倍，我们认为公司明年百货业务利润超预期的可能不是很大，但是汽车4S店利润仍有提升空间，相比之前的低估公司的整体估值中枢目前已经提升到了商业零售公司平均水平，我们把公司的评级调为增持-B。6个月目标价调为15.4元，对应2011年28-30倍。

评级：

增持-B

上次评级：增持-A

目标价格：

15.40元

期限：6个月 上次预测：13.00元

现价：13.94元

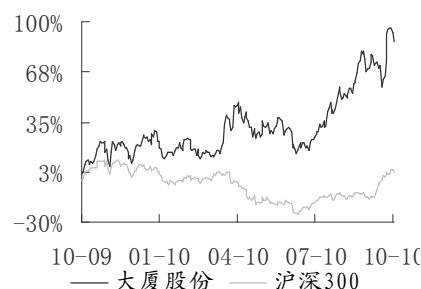
报告日期：

2010-10-28

### 市场数据

总市值(百万元)	7,272.66
流通市值(百万元)	7,272.66
总股本(百万股)	521.71
流通股本(百万股)	521.71
12个月最高/最低	8.20/18.08元
十大流通股东(%)	67.81%
股东户数	14,563

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.02)	21.53	85.02
绝对收益	5.13	40.39	87.26

### 研究员

储丽雯

行业分析师

021-68765335  
证书编号

chulw@essence.com.cn  
S1450210010311

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,257.6	5,559.2	6,751.6	7,823.1	8,912.1
Growth(%)	27.3%	30.6%	21.5%	15.9%	13.9%
净利润	128.6	237.5	290.9	350.5	379.8
Growth(%)	29.0%	72.7%	22.2%	21.5%	17.5%
毛利率(%)	13.1%	12.8%	13.1%	13.2%	13.2%
净利润率(%)	2.5%	3.4%	3.4%	3.6%	3.7%
每股收益(元)	0.21	0.36	0.44	0.53	0.63
每股净资产(元)	1.82	2.13	2.91	3.40	3.90
市盈率	67.1	38.8	31.8	26.2	22.3
市净率	7.6	6.5	4.8	4.1	3.6
净资产收益率(%)	13.5%	21.4%	19.2%	19.8%	18.6%
ROIC(%)	16.1%	26.8%	34.0%	43.6%	43.4%
EV/EBITDA	17.8	10.9	15.5	13.0	11.5
股息收益率	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%	1.6%

### 前期研究成果

大厦股份：汽车销售业务上半年仍高速增长

2010-08-20

大厦股份：1季净利润增长59.21%，百货和汽车销售齐头并进

2010-04-21

大厦股份：汽车业务和投资收益大幅增长

2010-04-12

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-27
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>4,257.6</b>	<b>5,559.2</b>	<b>6,751.6</b>	<b>7,823.1</b>	<b>8,912.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	3,699.3	4,846.7	5,867.2	6,790.5	7,738.4	营业收入增长率	27.3%	30.6%	21.5%	15.9%	13.9%
营业税费	33.4	35.5	52.7	61.0	69.5	营业利润增长率	8.3%	74.3%	22.3%	19.0%	12.8%
销售费用	128.1	158.6	196.5	223.0	254.0	净利润增长率	29.0%	72.7%	22.2%	21.5%	17.5%
管理费用	209.4	226.4	266.7	305.1	345.8	EBITDA 增长率	22.7%	56.4%	6.6%	16.4%	9.4%
财务费用	28.7	25.0	25.0	25.0	15.0	EBIT 增长率	12.1%	62.1%	20.6%	17.9%	10.0%
资产减值损失	2.1	1.2	-	-	-	NOPLAT 增长率	38.0%	72.2%	19.4%	19.4%	5.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.6%	-5.9%	-7.0%	6.3%	-2.6%
投资和汇兑收益	19.7	41.3	32.2	28.8	15.0	净资产增长率	13.2%	16.9%	36.5%	16.7%	15.0%
<b>营业利润</b>	<b>176.2</b>	<b>307.2</b>	<b>375.8</b>	<b>447.4</b>	<b>504.4</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-0.7	-2.0	2.0	2.0	2.0	毛利率	13.1%	12.8%	13.1%	13.2%	13.2%
<b>利润总额</b>	<b>175.5</b>	<b>305.2</b>	<b>377.8</b>	<b>449.4</b>	<b>506.4</b>	营业利润率	4.1%	5.5%	5.6%	5.7%	5.7%
减: 所得税	46.9	67.7	86.9	98.9	126.6	净利润率	2.5%	3.4%	3.4%	3.6%	3.7%
<b>净利润</b>	<b>128.6</b>	<b>237.5</b>	<b>290.9</b>	<b>350.5</b>	<b>379.8</b>	EBITDA/营业收入	6.3%	7.5%	6.6%	6.6%	6.4%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>4.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.9%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.8%</b>
货币资金	524.4	711.9	827.6	994.5	1,180.2	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	0.2	-	-	-	固定资产周转天数	47	40	32	32	33
应收帐款	62.3	103.6	149.0	165.1	206.7	流动营业资本周转天数	-6	-6	-12	-15	-14
应收票据	0.3	-	0.2	0.4	-	流动资产周转天数	85	78	79	80	81
预付帐款	133.7	176.9	182.7	195.0	234.8	应收帐款周转天数	3	3	3	3	3
存货	338.1	371.8	421.5	523.5	519.7	存货周转天数	26	23	21	19	19
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	183	159	148	144	139
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	80	61	47	40	36
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	208.0	209.9	210.0	220.0	221.0	ROE	13.5%	21.4%	19.2%	19.8%	18.6%
投资性房地产	135.5	132.7	140.0	145.0	150.0	ROA	5.6%	9.2%	9.8%	10.6%	10.5%
固定资产	623.2	605.6	602.9	785.0	830.0	ROIC	16.1%	26.8%	34.0%	43.6%	43.4%
在建工程	16.7	5.8	180.0	3.0	2.4	<b>费用率</b>					
无形资产	203.5	195.6	195.7	195.8	195.9	销售费用率	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	68.4	72.9	67.2	65.4	62.6	管理费用率	4.9%	4.1%	4.0%	3.9%	3.9%
<b>资产总额</b>	<b>2,314.2</b>	<b>2,586.9</b>	<b>2,976.7</b>	<b>3,292.7</b>	<b>3,603.3</b>	财务费用率	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
短期债务	254.0	218.5	211.9	211.8	180.3	三费/营业收入	8.6%	7.4%	7.2%	7.1%	6.9%
应付帐款	409.5	405.3	340.7	374.9	385.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	199.8	294.1	305.4	317.8	412.5	资产负债率	58.9%	57.0%	49.0%	46.2%	43.5%
其他流动负债	453.5	508.7	562.8	579.0	550.6	负债权益比	143.2%	132.5%	96.1%	85.9%	76.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.80	0.96	1.11	1.27	1.40
其他非流动负债	45.9	47.8	37.6	37.6	37.6	速动比率	0.55	0.70	0.82	0.98	1.06
<b>负债总额</b>	<b>1,362.7</b>	<b>1,474.4</b>	<b>1,458.4</b>	<b>1,521.2</b>	<b>1,566.4</b>	利息保障倍数	7.15	13.28	16.03	18.89	34.63
<b>少数股东权益</b>	<b>188.6</b>	<b>211.2</b>	<b>272.7</b>	<b>345.1</b>	<b>398.1</b>	<b>分红指标</b>					
股本	326.1	326.1	521.7	521.7	521.7	DPS(元)	0.08	0.09	0.15	0.19	0.22
留存收益	436.9	575.2	723.9	904.7	1,117.1	分红比率	36.1%	26.1%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>股东权益</b>	<b>951.5</b>	<b>1,112.5</b>	<b>1,518.3</b>	<b>1,771.5</b>	<b>2,036.9</b>	股息收益率	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%	1.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	128.6	237.5	290.9	350.5	379.8	EPS(元)	0.21	0.36	0.44	0.53	0.63
加: 折旧和摊销	77.4	99.9	43.9	45.4	46.8	BVPS(元)	1.82	2.13	2.91	3.40	3.90
资产减值准备	2.1	1.2	-	-	-	PE(X)	67.1	38.8	31.8	26.2	22.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.6	6.5	4.8	4.1	3.6
财务费用	20.0	27.3	19.3	25.0	25.0	P/FCF	67.3	68.0	18.9	37.4	29.2
投资收益	-19.7	-41.3	-32.2	-28.8	-15.0	P/S	1.7	1.3	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	20.2	50.3	62.1	72.4	53.0	EV/EBITDA	17.8	10.9	15.5	13.0	11.5
营运资金的变动	139.0	187.9	-198.9	64.4	-27.5	CAGR(%)	39.7%	16.9%	31.9%	26.1%	21.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>335.7</b>	<b>480.0</b>	<b>510.9</b>	<b>616.0</b>	<b>679.4</b>	PEG	1.7	2.3	1.0	1.0	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-173.8</b>	<b>-67.5</b>	<b>0.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>-8.1</b>	ROIC/WACC	1.7	2.8	3.6	4.6	4.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-112.4</b>	<b>-225.0</b>	<b>183.9</b>	<b>-152.4</b>	<b>-230.9</b>	REP	2.9	1.8	2.3	1.6	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编：518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编：200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编：100034