

零售

报告原因: 强调评级

2010年12月29日

市场数据: 2010年12月28日

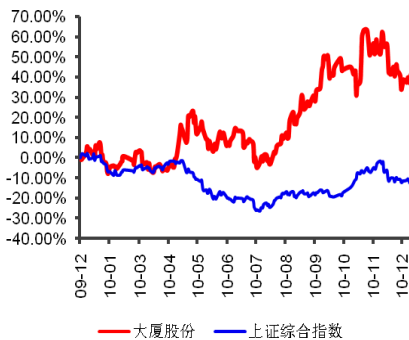
收盘价(元)	11.63
一年内最高/最低(元)	18.08/8.2
市净率	5.75
息率(分红/股价)	0.6%
A股流通市值(亿元)	60

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2010年09月30日

每股净资产(元)	2
资产负债率%	57.47
总股本/流通A股(万)	52171/52171
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760210080005

010-82190365

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

大厦股份 (600327)

买入

估值优势凸显

维持评级

公司研究

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	归属母公司净利润	增长率	每股收益	净资产收益率	市盈率	市净率
2008A	4258	27	108	29	0.21	14.21	56	4.97
2009A	5559	31	187	73	0.36	20.78	32	4.21
2010E	6396	15	244	30	0.47	14.55	25	3.6
2011E	7642	19	292	19	0.56	14.78	21	3.07

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **一体两翼的特色发展模式。**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。
- **百货业务。**商业大厦地理位置优越、品类调整效果显现、与竞争对手形成错位经营、地铁施工影响有限。公司外延扩张提上日程,拟开设大东方伊酷童和海门大东方百货。
- **汽车业务。**公司汽车销售业务占据当地霸主地位,毛利率仍有上升空间,汽车城搬迁为公司汽车业务带来新的发展机遇。
- **餐饮和食品业务。**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,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。
- **超市和家电零售业务。**公司东方电器总体净利润维持在2000万左右的水平。公司超市业务不作为主要的发展方向,计划维持现有规模并逐步收缩,有可能寻找合适机会出售。
- **投资建议。**我们预计公司2010年-2012年的EPS分别为0.47元、0.56元和0.64元,对应的动态PE分别为25倍、21倍和18倍,考虑到公司的区域龙头地位和公司目前的估值优势,我们给予“买入”评级。
- **风险因素。**1、百货门店附近的地铁建设对客流影响超出预期;2、百货业务所处商圈竞争激烈化对公司影响超出预期;3、投资收益低于预期;4、宏观经济波动导致的汽车销售低于预期。4、新开门店培育期表现低于预期。



## 目录

<b>1 一体两翼的特色发展模式</b>	<b>3</b>
<b>2 百货业务</b>	<b>3</b>
2.1 商业大厦	4
2.1.1 地理位置优越	4
2.1.2 品类调整效果显现	4
2.1.3 与竞争对手形成错位经营	5
2.1.4 地铁施工影响有限	5
2.2 外延扩张提上日程	6
2.2.1 大东方伊酷童	6
2.2.2 海门大东方百货	7
<b>3 汽车业务</b>	<b>7</b>
3.1 汽车销售业务占据当地霸主地位	7
3.2 毛利率仍有上升空间	8
3.3 汽车城搬迁带来新的发展机遇	8
<b>4 餐饮和食品业务</b>	<b>9</b>
4.1 三凤桥食品	9
4.2 三凤桥肉庄	9
<b>5 超市和家电零售业务</b>	<b>10</b>
5.1 家电零售业务	10
5.2 超市业务	10
<b>6 投资建议</b>	<b>10</b>
<b>7 风险因素</b>	<b>12</b>

## 1 一体两翼的特色发展模式

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。公司汽车 4S 店和零售网络覆盖无锡、南通等江苏城市，致力于做深做强无锡市场。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。公司持有江苏银行、无锡国联信托及江苏广电等少数股权，每年可贡献 2000 万以上的投资收益，江苏广电和江苏银行未来有较强的上市预期。

图 1：2009 年公司收入构成（%）

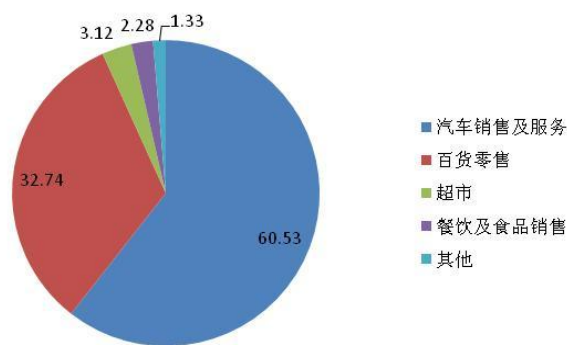
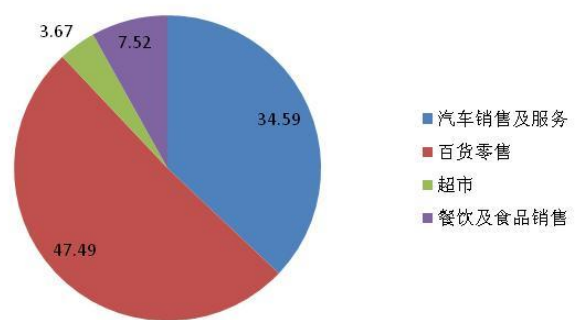


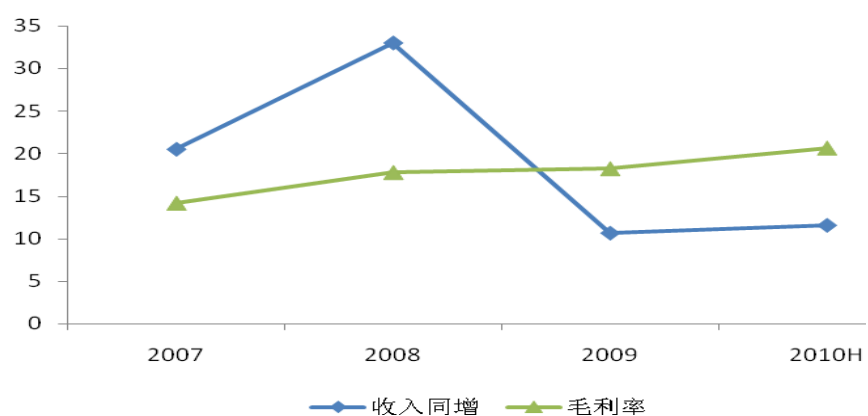
图 2：2009 年公司毛利构成（%）



资料来源：公司公告

## 2 百货业务

图 3：百货业务经营状况（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

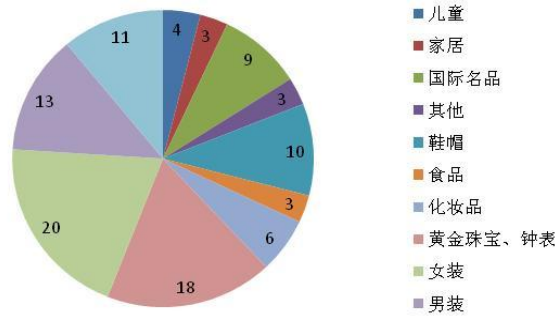
## 2.1 商业大厦

### 2.1.1 地理位置优越

公司旗下商业大厦位于无锡最繁华、最成熟的的核心商圈——中山路核心商圈，为主楼高 30 层、裙楼高 6 层的联体建筑。公司 05 年取得吟春大厦物业后，进行了为期 3 年的装修改造，采用了分批次整改的方法，每年改造 2 万平米。08 年 9 月改造结束，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，成为该商圈体量最大的百货。商业大厦娱乐配套十分丰富，楼上设有影院，娱乐餐饮等，旁边配有 9 层 500 多个车位的立体停车库。

### 2.1.2 品类调整效果显现

图 4：商业大厦各品类占比（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

公司 08 年底完成了百货业务品牌升级，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 A 座引入 Hermes、Cartier、Dior 等国际一线品牌，B 座引入年轻时尚品牌，如 E-land、Ochirly、Vero moda 等，B 座还特辟 200 平米专区销售特殊体型的中老年妇女服装。2010 年公司还会继续推进女装品牌调整，将二楼女装部分由以前的国内品牌为主调整为国际二线加国内一线，将三楼调整为淑女装，风格更加差异化。从 2009 年经营情况来看，国际名品销售占比上升较快，以达到总销售收入的 10%左右。名品的扣点率约为 12-13%，所以公司联营扣点率有小幅下降。品类调整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，年销售收入 14.34 亿元，同比增长 10.40%，平效约为 1.75 万元/平米，还有较大提升空间。从目前的销售结构看，化妆品约占 6%，黄金珠宝、钟表约占 18%，女装约占 20%，男装约占 13%，运动休闲约占 11%。今年三季度公司百货业务在地铁施工影响下仍然实现了 9.48%的销售收入同比增速。

### 2.1.3 与竞争对手形成错位经营

目前无锡市的主要百货企业有与公司同处中山路商圈八佰伴、三阳百盛、新世界、大洋百货、无锡一百，及位于太湖广场的深圳茂业大厦。各个门店基本形成了错位经营。其中中外合资的八佰伴定位高端百货，拥有7万平方米左右的经营面积和近50个奢侈品牌（数量超过商业大厦），600余个停车位，距离商业大厦只有500米左右，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今年开门迎客；今年8月，新加坡英武百货也将正式投运；据了解，来自香港的恒隆广场商业百货项目也正式报批。据了解，金鹰、伊势丹等连锁百货也对无锡地区虎视眈眈。这些商业巨头的到来将会加剧无锡的商业竞争程度。

表1：主要竞争对手情况

中山路商圈的百货	开业或重新改造时间	百货定位	建筑面积(万平方米)	备注
商业大厦	2008年底重新改造开业	中高 档	8	A、B两楼品牌梯度差异，顾客群广泛
八佰伴	2008年四季度改造为无锡最高端百货	高端	7	无锡高端百货领导者，港资背景
三阳百盛	1999年开业	时尚 综合	2.8	主要面对年轻女性消费者
新世界	1996年以高端定位开业,2009年改走时尚百货路线	时尚	1.6	品牌略低于商业大厦和八佰伴，主要面对25-40岁之间的时尚人士
大洋百货	2003年5月开业	青春 时尚	2.3	主要面对35岁以下年轻人
无锡一百	20世纪五、六十年代	大众 百货	2.5	历史悠久，09年易主茂业国际
英武百货	2010年8月	-	-	新加坡
远东百货	2010年	-	4	台湾
恒隆广场	2012年	-	9	香港，定位档次高于商业大厦

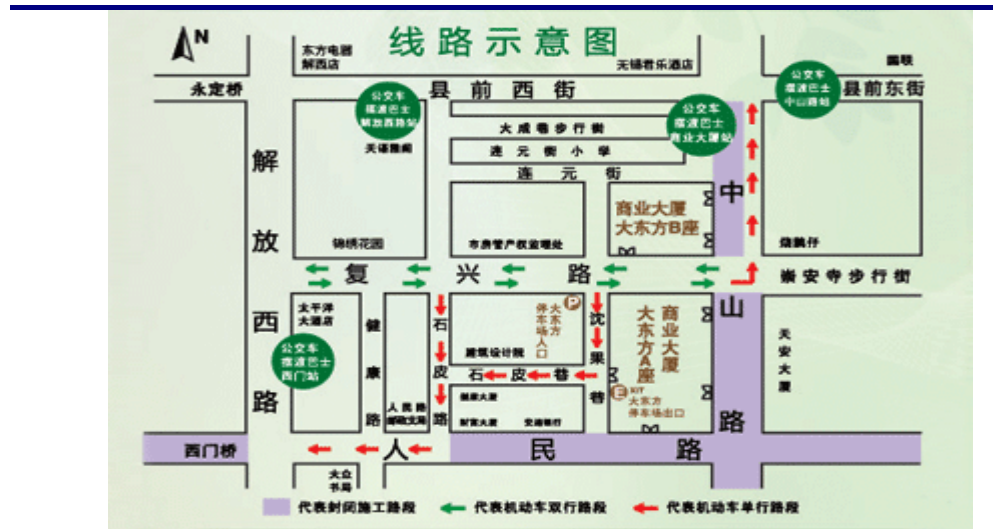
资料来源：山西证券研究所

### 2.1.4 地铁施工影响有限

2010年3月初至年末中山路进行地铁施工，位于大东方百货和吟春大厦之间的道路将成为主干道。除南北通向的中山路主路封住外，其他方向仍有较多的通路口，并且绕行距离并不远。地铁施工对中山路上的主要百货店（如八佰伴、百盛、大洋百货、新世界等）的客流都将产生负面影响，所以不存在明显的客户替代。我们认为凭借公司在无锡当地多年培养起的顾客忠诚度，地铁施工对客流的有限影响。地铁路面工程将于2010年底完工，将成为全市轨道交通的重要枢纽站，将大大提高商业大厦的聚客能力。少了地铁封路的影响，我们预计明年商业大厦的客流

量将会有显著上升，销售额将迎来恢复性增长

图 5：商业大厦地理位置



资料来源：山西证券研究所

## 2.2 外延扩张提上日程

公司于今年 10 月公告变更设立大东方伊酷童公司和发起设立海门大东方百货，开始迈出由单体百货向连锁百货转变的实质性步伐。预计该两家门店将于 2011 年上半年开业。明年公司可能还会开拓苏南区域，选择诸如宜兴、江阴、苏州、南通等地的区域单体百货作为标的，以增资控股等方式进行扩张。

### 2.2.1 大东方伊酷童

大东方伊酷童是租赁集团公司所有的二百商厦，该物业之前出租用于经营机电市场，年租金约 800 万元。该店地理位置距离火车站步行 15 分钟，目前经过多年市政改造人气有所回升，胜利广场“餐饮+娱乐”的经营模式使该休闲广场客流量有了很大提升。09 年 11 月茂业收购了距离无锡二百不远亿百置业持有的总占地面积约 1.67 万平方米的无锡第一百货大楼和无锡交电大厦，并且计划开出百货综合大楼，建成后面积约为 9.3 万平方米（包括 2 万平方米的地下停车场）。我们认为商圈环境的改善具备了重开无锡二百的条件。此次开业的大东方伊酷童面积为 1.5 万平方米，年租金只有 300 万元左右，前期投入预计为 3776.8 万元，外立面装修预计还需要 1000-2000 万元。“大东方伊酷童”是公司主业“大东方百货”品牌下的一个主题百货经营子品牌，定位于“儿童主题百货”，涵盖儿童少年的服装、鞋帽、玩具、文体、家居、食品、孕婴用品、妈妈用品等，弥补了无锡市场儿童体验式百货的空白。该门店 1-3 楼计划用于销售儿童服饰用品，4-5 楼计划打造配套餐饮、摄



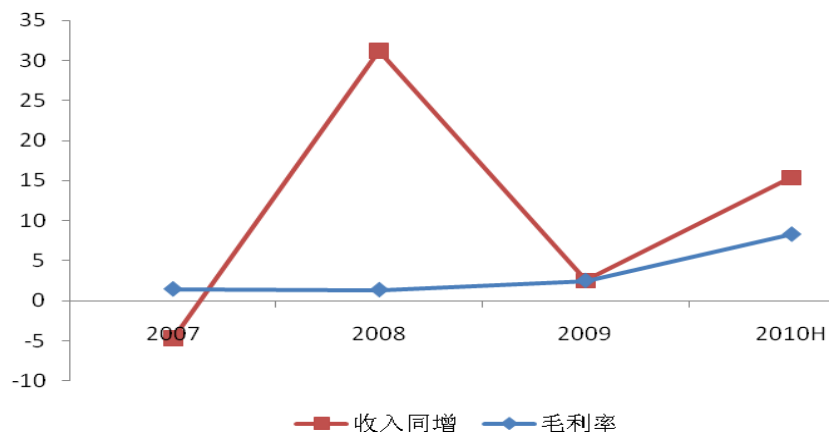
影、理发、亲子互动、早教和培训等服务。

### 2.2.2 海门大东方百货

计划开业的海门大东方百货位于海门市解放路（县级市的中心地段），拥有 3.6 万平米的大体量，物业为公司向南通中大房地产公司租赁，年租金前三年为 1280 万元，其后三年为 1408 万元，再后四期为 1520.64 万元。公司参股该门店 70% 股权，中大房地产持有剩余的 30%。该门店规划的百货面积在 3 万平方米左右，初步定位为精品百货，此外预留了家电和经营配套。公司在海门地区最有力的竞争对手是文峰大世界，主营百货和家电，定位较低，门店面积约为 8000 平米，2009 年坪销高达 3.5 万。我们认为海门大东方百货定位高于文峰大世界，可以实现错位经营。海门大东方百货可以凭借公司的招商资源缩短培育期，我们预计开业第一年就能实现小幅亏损或基本盈亏平衡，第二年就可以贡献利润。

## 3 汽车业务

图 6：汽车业务经营状况（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

### 3.1 汽车销售业务占据当地霸主地位

公司汽车业务年销售量约 3 万余辆，销售规模约 40 亿元。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% 以上的市场份额，我们认为垄断的市场规模将会给公司的汽车业务争取到更多的厂商返利。“东方汽车”和“新纪元汽车”在无锡的市场份额分别为 50% 和 20%。公司目前共有 37 家 4S 店，大部分位于无锡，并有 9 家已获得授权。公司汽车 4s 店经营经验在 15 年以上，经销品牌较为齐全，品牌效益突出，成为公司未来业务发展重心，外延扩



张将提速。除无锡以外，公司汽车 4S 店还涉足南通、常州、苏州和吴江等无锡周边城市。自 2009 年初至今，公司汽车业务进入加速扩张阶段，新开或者在建汽车 4S 店达到 9 家；2010 年主要任务是完成 9 家授权 4S 店的建设，其中无锡奔驰、吴江宝马、南通沃尔沃、宜兴沃尔沃和斯巴鲁、江阴沃尔沃和斯巴鲁将于明年春节开业。此外，2010 年四季度和 2011 年一季度也不排除公司通过收购完成汽车业务外延扩张的可能。在去年汽车业务高基数的基础上，公司今年第三季度仍录得 12.23% 的销售收入同比增速和高于 60% 的净利润同比增速。

### 3.2 毛利率仍有上升空间

08 年底公司收购新纪元 94.6% 的股权，结束了“东方汽车”和“新纪元汽车”激烈的价格竞争局面。公司在新纪元汽车商的效率将会有所提升。目前公司销售车型集中在 10-15 万元的家用经济型轿车，主要面向个人消费群体。公司 4S 店的汽车品牌结构将向高档方向优化，有利于提高公司汽车销售业务的利润率。同时，公司将进一步加强备件销售、汽车美容、汽车保养等服务内容。随着汽车保有量的提高和后汽车服务流失率的降低，公司后汽车服务收入占比将有望由目前的 8% 提升至 10% 以上。汽车销售的毛利率只有 2%-3%，而汽车维修保养的毛利率可达 40%-50%。因此未来公司汽车业务毛利率长期看将会呈上升趋势。

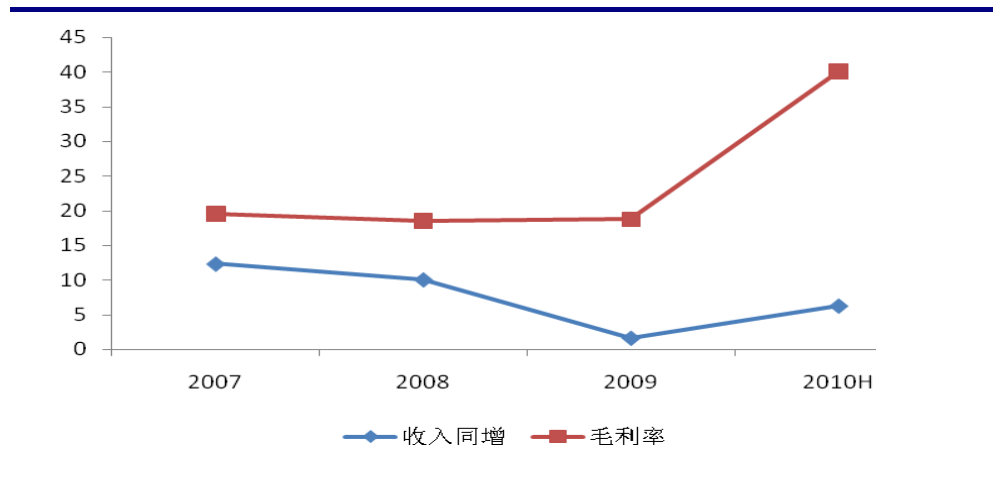
### 3.3 汽车城搬迁带来新的发展机遇

公司旗下 16 家东方汽车 4S 店和 10 家新纪元汽车 4S 店将搬迁至无锡新区“中国工业博览园”。公司 2010 年已投入约 3 亿元购置 500 亩土地，其中 300 多亩用于现在 4S 店搬迁及华东二手车市场的建设，100 多亩暂作土地储备。规划中的新东方汽车城分为四大片区：北部 4S 店功能区、南部 4S 店功能区、二手车服务功能区和一站式城市综合功能片区，集 4S 店集群、取车大楼、汽车美容、新车发布、试车跑道、二手车、汽车零配件、立体停车库等多项功能区于一身。公司预计于 2010 年 10 月新汽车城建好后进行集中搬迁，所以搬迁前不会影响原汽车城的正常经营。新东方汽车城预计将于 2011 年春节开业，该汽车城将会成为华东地区规模最大的汽车城，公司汽车城经营面积扩大一倍以上，品牌品类将更加丰富，可以新引进一些公司之前尚未经营的品牌。新汽车城的功能也将更为强大，可以为汽车参展商提供更大的展出场地，为消费者提供试驾体验和购车一站式服务，还涵盖购车配套的税收保险信贷等一系列服务。



## 4 餐饮和食品业务

图 7：餐饮和食品业务经营状况（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

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，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。

### 4.1 三凤桥食品

三凤桥食品专卖已经形成了现代化大规模生产能力，占地 10 亩。总建筑面积 8800 平米的梅村生产基地二期建筑工程已落成，将成为华东地区首家按国际标准建设的中华老字号食品生产企业。该基地已投入使用，年产熟食能力有望上万吨，年产快餐生产能力有望超过 360 万份。该食品专卖公司下设食品部、三凤酒家、三凤桥食品有限公司（子公司）、13 家零售分店，目前在上海、浙江、大连、深圳等地建立了合作关系。

### 4.2 三凤桥肉庄

公司股权占比 35%的三凤桥肉庄位于中山路商圈，地理位置优越，不仅涉及无锡排骨、虎皮凤爪等熟食外卖，还包括餐饮饭店和住宿，目前是公司主要的利润来源。该肉庄创建于 1927 年，扩建于 1989 年，为无锡地区唯一的中华老字号企业。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，公司的销售渠道则向大型连锁超市、连锁餐饮企业方面拓展。我们认为，长三角市场饮食偏好接近，加之公司产品为中华老字号，目前没有

有力的竞争者，随着产能充裕，销售市场将会迅速扩大。公司未来还有可能通过股权置换回收部分三凤桥肉庄股权，如果兑现，将成为公司未来亮点。

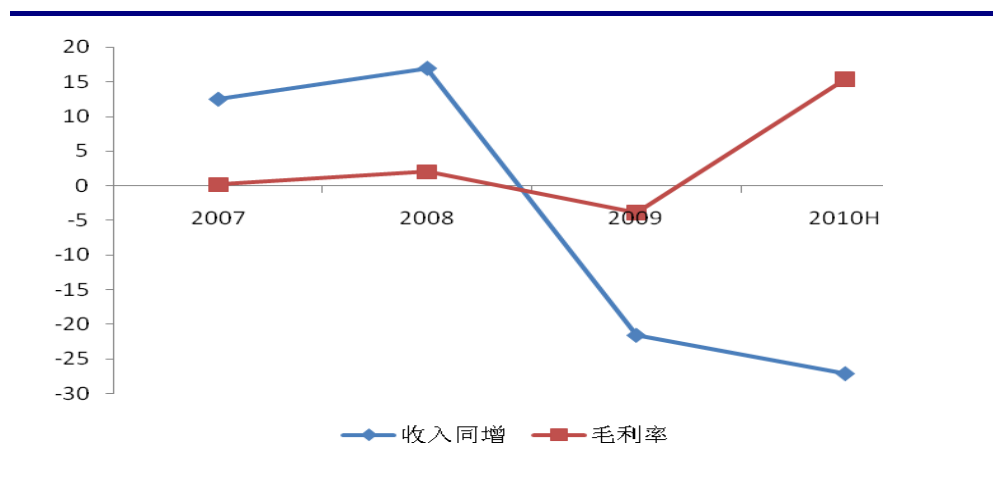
## 5 超市和家电零售业务

### 5.1 家电零售业务

公司东方电器（60%股权比例）共有 3 家门店，均位于中山路商圈，经营面积较小，总体净利润维持在 2000 万左右水平。位于无锡商业大厦 7 层的东方电器门店经营面积 7500 平米，2009 年跟随大厦百货对经营大类、商品层次、促销手段做出了调整，另两家门店也针对周边家电卖场的特点进行了经营格局调整。

### 5.2 超市业务

图 8：超市业务经营状况（%）



资料来源：公司公告、山西证券研究所

大厦百业超市（95%股权比例）共有 13 家，主要为 1000 平米左右的标准超市，09 年新开 1.4 万平米的周庄店，继续贯彻开拓乡镇市场的战略，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。公司超市业务不作为主要的发展方向，计划维持现有规模并逐步收缩，有可能寻找合适机会出售。

## 6 投资建议

我们预计公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.56 元和 0.64 元，对应的动态 PE 分别为 25 倍、21 倍和 18 倍，考虑到公司的区域龙头地位和公司目前



的估值优势，我们给予“买入”评级。

表 2: 公司分业务净利润 (百万元)

业务	2009A	2010E	2011E	2012E
百货	95	130	162.5	203.125
汽车	45	60	79.8	106.134
家电	18.75	25	32.5	42.25
超市	3.75	5	6	7.2
三凤桥肉庄	5.1	6	7.8	10.14
投资收益-国联信托分红	15	3.38	18	22
投资收益-江苏光电网络	3	0	3	5
投资收益-江苏银行	3	4.13	5	6

资料来源：山西证券研究所

表 3: 盈利预测表(百万元)

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3344	4258	5559	6396	7642	8745
二、营业总成本	3199	4101	5293	6003	7172	8207
营业成本	2909	3699	4847	5501	6572	7521
营业税金及附加	26	33	35	38	46	52
销售费用	100	128	159	173	206	236
管理费用	143	209	226	262	313	359
财务费用	20	29	25	29	34	39
资产减值损失	0	2	1	0	0	0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	17	20	41	19	23	26
汇兑净收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	163	176	307	413	493	564
加：营业外收入	19	4	4	0	0	0
减：营业外支出	14	4	6	0	0	0
五、利润总额	168	176	305	413	493	564
减：所得税	68	47	68	102	122	140
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0	0
六、净利润	100	129	238	310	371	424
减：少数股东损益	16	20	50	66	79	90
归属于母公司所有者的净利润	84	108	187	244	292	334
七、每股收益：	0.16	0.21	0.36	0.47	0.56	0.64

## 7 风险因素

1、百货门店附近的地铁建设对客流影响超出预期；2、百货业务所处商圈竞争激烈化对公司影响超出预期；3、投资收益低于预期；4、宏观经济波动导致的汽车销售低于预期。4、新开门店培育期表现低于预期。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券股份有限公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。