

经营情况良好

公司今日公布 2010 年年报，实现销售收入 243.43 亿元，同比增长 15.03%；归属母公司净利润 1.22 亿元或每股 EPS=0.41 元，扣非后 EPS=0.44 元；经营性净现金流 17.3 亿元，同比增长 41.08%。公司 4 季度单季 EPS 仅为 0.03 元，扣非后 EPS 仅为 0.01 元，一改前三季度业绩逐季释放的趋势，导致最终业绩低于预期。

除了净利润指标以外，我们重点关注表征零售公司经营盈利情况的收入、经营性净现金流和所得税三项指标，以判断公司盈利情况：

1、收入情况正常

公司全年收入增长 15.03%，考虑到 2010 年新开门店数并不多（6 家百货门店、4 家超市门店、7 家家电店），这一收入增速较多由同店增长启动；

2、现金流情况良好

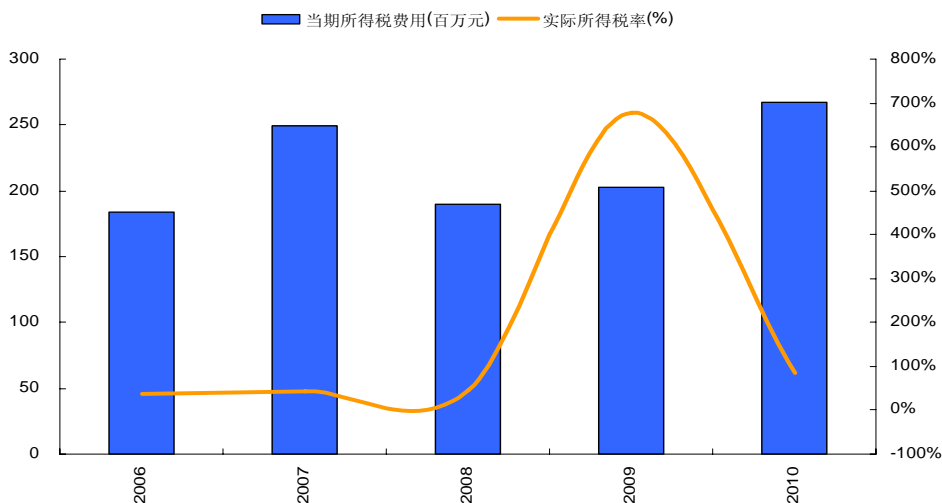
经营性净现金流达到每股 5.89 元，同比增长 41.08%；

3、持续大额所得税缴纳

公司延续了以往年份较高所得税缴纳的一贯趋势。当期所得税费用约 2.68 亿元（参考年报 P122 页，利润表 2.10 亿+递延所得税费用 0.576 亿），由于大商股份在各个区域的门店多为独立子公司设立，因此盈利门店成为税基、而亏损门店不抵税，因此导致实际所得税率高达 85%。

大额的所得税缴纳，至少说明了公司盈利分部的盈利情况可观。我们以简单的 25% 的所得税率倒算，并假设公司所有的亏损分部都为独立子公司不抵扣任何盈利（实际上有些亏损分部、如部分家电店为分公司，可部分递延所得税），则公司盈利分部的净利润估算为 $2.68/25\% \times (1-25\%) = 8.04$ 亿元。

图 1： 2006-2010 大商股份当期所得税费用及所得税率



资料来源：华泰联合证券研究所

公司目前主要亏损片区为河南区（报亏 1.44 亿元）、哈尔滨麦凯乐以及当年新开的门店（其中沈阳新玛特新开业亏损较多）。根据我们此前调研的一些信息，我们预计公司培育期+当年新开门店亏损在 3 亿元之内。

从之前的调研情况来看，目前公司成熟门店同店增长约 10%，开业 2-3 年的同店增长约 20-30%或更高；2009 年公司新开的亏损额较大的门店都出现明显减亏。公司对于门店扭亏和增盈提出的要求主要包括以下两点：

- 1、对当年新开门店要求 2 年内盈利；
- 2、对所有门店的业绩要求是，实现超过行业平均的业绩增长，比如新开门店的培育期、亏损额少于行业平均，成熟店的利润释放和同店增长超过行业平均。

表1：公司重点亏损门店的业绩预计

	2009	2010	此前对 2010 预测
哈尔滨麦凯乐	亏损 6800 万元	预计亏损 3000 万元	预计亏损 3000 万元
青岛麦凯乐	亏损 1500 万元	预计盈利 1000 万元	预计盈利 1000 万元
河南区域门店	整体亏损 2.65 亿	整体亏损 14000 万元	预计亏损 5000 万元， 亏损高于预期
其中郑州新玛特		约亏损 4000 万元	
沈阳太原街新玛特	无	预计亏损 6000 万元	
所有亏损门店预计		预计 3 亿元	

资料来源：华泰联合证券研究所

扩张步伐稳健

2010 年公司共新开 6 家百货门店、4 家超市门店、7 家家电店；截止 2011 年底，公司百货店共 78 家，百货面积超过 265 万平方米。公司的外延扩张仍然有序的推进。

表 1：大商股份 08、09、10 年新开百货门店及物业租赁条款一览

百货门店	开业时间	建筑面积（平方米）	租赁条款
齐齐哈尔新玛特	2008	75,000	2005 年 8 月 25 日，公司与大连大商集团房地产开发有限公司签订合同，承租位于齐齐哈尔市的大商新玛特休闲广场大厦中的地下二层至地上六层，建筑面积约 7.5 万平方米，租赁期 20 年。租金由基础租金和浮动租金组成：每年基础租金=乙方实际租用面积×0.80 元/㎡·天×365 天+地下二层乙方用停车场面积×0.40 元/㎡·天×365 天。每年浮动租金=乙方该店上年度经营收益×30%基础租金分 4 次于每季度第二月的 10 日前交付；浮动租金应于次年逐月按照乙方同期月份收益的 30%计算支付。
郑州新玛特	2008	40,690	公司之郑州新玛特购物广场有限公司（乙方）与河南新田置业有限公司（甲方）签订合同，

花园路总店

租赁其位于河南省郑州市花园路东、农业路西的郑州国贸中心 40690 平方米的物业。租赁期限为 20 年。租金费用为保底抽成租费，自起租日起，甲方按乙方含税营业额的 5% 提取抽成租金，乙方每年均按“营业额×5%”的计算方式向甲方支付抽成租金，如果按上述方法计算的抽成租费低于保底租费标准的，按保底租费标准缴纳租费；其中，第 1 年到第 3 年的保底租费分别为 800、1000、1200 万元，第 4-8 年的保底租费为 1300 万元，第 9-13 年的保底租费为 1400 万元，第 14-20 年的保底租费为 1500 万元。

朝阳新玛特 2008 75,009

2008 年 2 月 19 日，公司与朝阳义利房地产开发有限公司签订合同，承租坐落于朝阳市双塔区，新华广场西南角的燕都大厦，房屋包括地下 1-2 层，地上 1-6 层，总建筑面积 75009.44 平方米，租期 20 年。租金方式：公司在租赁房屋经营店铺销售额在 3 亿元以内，年租金为 1000 万元每年；相应销售额达到 3 亿元以上，每年支付固定租金 1000 万元以外，同时按超出 3 亿元销售额部分的 3.5% 比例支付抽成租金，即租金为 1000 万元+(年销售额-3 亿元)*3.5%。

丹东新玛特 2008 31,727

2008 年 4 月 28 日，公司之抚顺百货大楼有限公司与丹东边境经济合作区天扬公司、丹东国贸大厦有限公司三方签署协议，承租位于丹东市元宝区金汤街 1 号丹东国贸大厦裙楼部分的地下一层至地上五层，建筑面积 31726.51 平方米，自 2008 年 4 月 16 日起至开业前按年租金 543.5 万元执行，开业后租金增加为 615 万元。2009 年至 2023 年租金公式为：上年度租金额*1.01。

双鸭山新玛特 2008 17,683

2008 年 8 月 12 日，公司与双鸭山市第一百货商店有限公司签署合同，承租位于双鸭山市尖山区新兴大街 121 号之整体建筑，包括地下两层，地上一至四层，面积合计 17683.26 平方米，租赁期为 20 年，租金为固定租金加递增租金，固定租金每年 760 万元，自第四个租约年起每三年租金递增 8%，第十个租约年后不再增加。

锦州新玛特 2008 30,000

哈尔滨麦凯乐总店 2008 78,731

物业归属大商集团，地上六层为百货；地下一层为超市。租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.2 元/天/m²，停车场 0.6 元/天/m²；浮动租金为哈尔滨麦凯乐上年税前收益的 30%。

信阳千盛 2008 28,150

公司与信阳市亚兴集团有限责任公司签订合同，承租位于河南省信阳市新华东路 121 号和相邻的中山北路 87 号的建筑物全部，建筑面积 28150 平方米，租期 20 年。租金为每年 300 万元，物业管理费每年 200 万元，租金和物业管理费自开业之日起，每 5 年递增 5%。

开封千盛 2008 24,172

公司之郑州新玛特购物广场有限公司与开封市瑞信房地产有限公司签订合同，租赁位于河南省开封市西大街与宋都御街交叉口东北角的新都汇购物广场 4#楼建筑物，建筑面积 24172.3 平方米物业，租赁期限 20 年。租金为第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.36 元/平方米/天；第五至第九计租年度为 0.54 元/平方米/天；第十计租年度为 0.60 元/平方米/天，以后年度的租金以第十计租年度租金为基础，每三年递增 3%。物业管理费为第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.24 元/平方米/天；第五至第九计租年度为 0.36 元/平方米/天；第十计租年度为 0.40 元/平方米/天，以后年度的物业管理费以第十计租年度物业管理费为基础，每三年递增 3%。

许昌新玛特 2009 20,000

2008 年 8 月 19 日，公司与许昌鸿宝百货有限公司、河南鸿宝集团有限公司签署合同，承租位于河南省许昌市建设路 708 号建筑物，面积合计 20000 平方米，租赁期为 20 年，自免租期（正式交付房屋之日起 3 个月）结束后下一日开始计算。租金为每年 560 万元，租金递增率为每 4 年递增 4%。

延吉千盛 2009 45,602

2008 年 8 月 26 日，公司与吉林佳垒房地集团有限公司签署合同，承租位于吉林省延吉市东

			<p>临太平街、西临进学街、北临人民路（房屋产权证籍号为 2-15-78）的商服建筑，面积合计为 45601.76 平方米，租赁期为 20 年。</p>
漯河新玛特	2009	36,097	<p>公司之郑州新玛特购物广场有限公司与漯河市小胖量贩有限公司签署合同，承租建筑面积 36097.45 平方米的小胖统领百货，租赁期限 20 年。租金为每年 800 万元，每 5 年递增 4%。</p>
新乡新玛特	2009	64,987	<p>公司与河南新乡置业发展有限公司签订合同，承租位于新乡市人民路 132 号，即新乡市人民路与解放路交叉口东北角（台北时代广场）项目之建筑物，租赁物业 64986.9 平方米，租赁期限 20 年。保低和抽成方式综合支付租金。抽成租金：租赁物业地上一层至五层抽成租金为每年不含税销售总额的 4.5%（公司保底销售额 5000 万元）；地下一层抽成租金为每年不含税销售总额的 2%（公司保底销售额 4000 万元）。保底租金：第一年 800 万元；第二年 960 万元；第三年 1152 万元；第四年 1300 万元，以后年度保底租金以第四年保底租金为基础，每 5 年递增 5%。保底租金是公司交纳的最低租金标准，抽成租金低于保底租金的，按照保底租金标准缴纳租金。</p>
本溪新玛特	2009	70,000	<p>2008 年 10 月，公司租赁辽宁实华集团位于永丰商业步行街之首的建筑面积 7 万平方米的实华新世界广场，建设本溪市经营面积最大的标志性新商厦，本溪新玛特购物广场。租期 20 年，租金由固定租金和浮动租金组成。</p>
同江千盛	2010.1.22		<p>公司与同江市欧亚商厦有限责任公司签订的《租赁合同》，公司承租位于黑龙江省同江市通江街东侧、大直路北的建筑物的一部分，包括地下一层、地上一层、地上三层、地上四层等，计算租金面积约 1.67 万平，并免费为公司提供地上五层办公室和仓库。租期 20 年，租金由浮动租金和固定租金组成。</p>
锦州千盛	2010.2.9	65,200	<p>公司之子公司锦州百货与锦州大兴房地产开发有限公司签订的《租赁合同》，锦州百货租赁大兴房地产位于锦州市凌河区上海路四段 2 号的商业地产项目地下负二层和地上一层至地上七层的全部场地，建筑面积约 6.52 万平，租期 20 年，租金由浮动租金和固定租金组成。</p>
沈阳新玛特二店	2010.5.29	60,000	<p>公司之子公司沈阳新玛特与新实业国际集团（沈阳）房地产开发有限公司签订的《租赁合同》，沈阳新玛特租赁位于沈阳市和平区太原北街 80 号协和广场二期地下一层至地上八层房屋及相关设施设备，在此处成立沈阳新玛特太原街店，租赁建筑面积约 6 万平，租期 15 年，租金由固定租金和浮动租金组成。</p>
阜新千盛	2010.9.17		<p>公司之子公司大商集团阜新千盛百货有限公司与阜新鑫维实业房地产开发有限公司签订的《协议书》，阜新千盛承租位于阜新市海州区解放大街 42 号的商业用房及场地、配套设施及设备，租赁面积约 1.2 万平方米，租期 10 年，租金为固定租金。</p>
青岛麦凯乐黄岛店	2010.12.25	45,000	<p>公司之子公司麦凯乐（青岛）百货总店有限公司与青岛多元房地产开发有限公司签订的《租赁合同》，公司承租位于青岛经济技术开发区长江中路 228 号“国贸中心项目”的商业裙楼地下一层至地上五层的部分面积出租给乙方使用，租赁面积约 4.5 万平方米，租期 18 年，租金为浮动租金。</p>

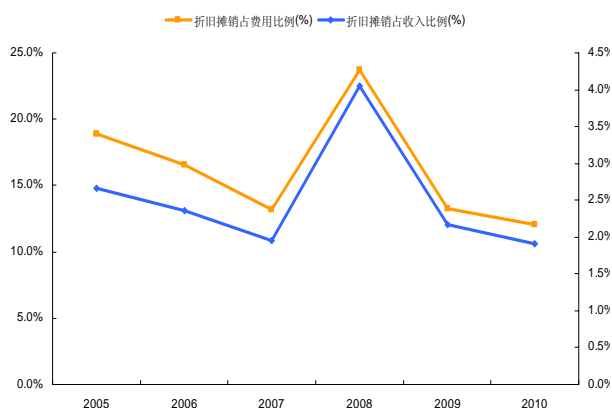
资料来源：公司公告

费用控制仍未有较大改善

我们进行了公司费用的分拆，公司前几年激进调整会计准则后，折旧摊销费用已经开始进入下降通道，但公司的租金支出继续高企、人工费用率持续上升，整体费用未有较大改善。

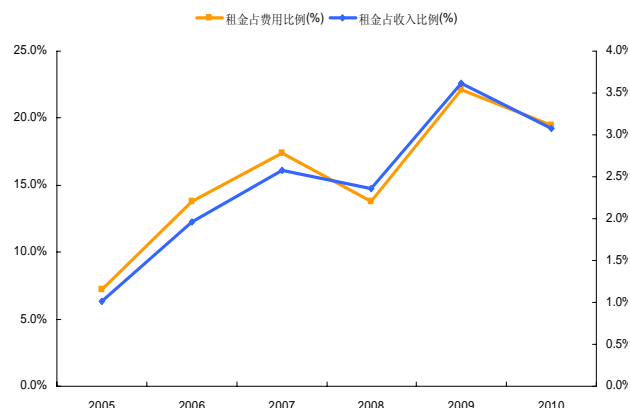
我们在 2009 年年报点评中曾指出，2009 年公司租金支出大幅增长 3.2 亿元至 7.64 亿元，成为当年公司费用大增的主要贡献项，2010 年公司并未有较多门店新签，但租赁费仍维持高位，再次吞噬了业绩。

图 2： 大商股份折旧摊销费用情况



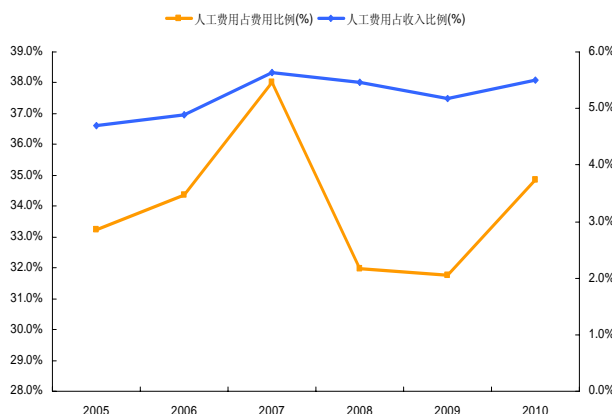
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 大商股份租金费用情况



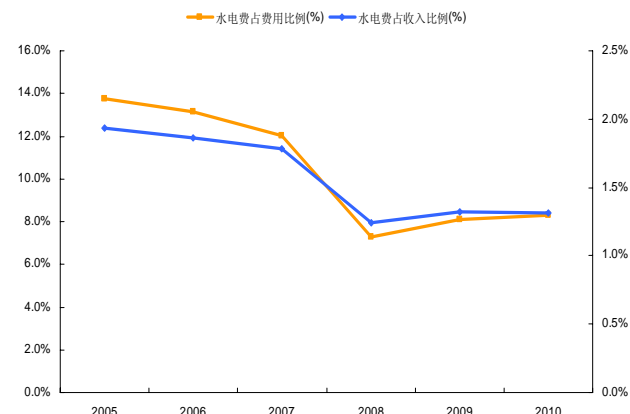
资料来源：华泰联合证券研究所

图 4： 大商股份人工费用情况



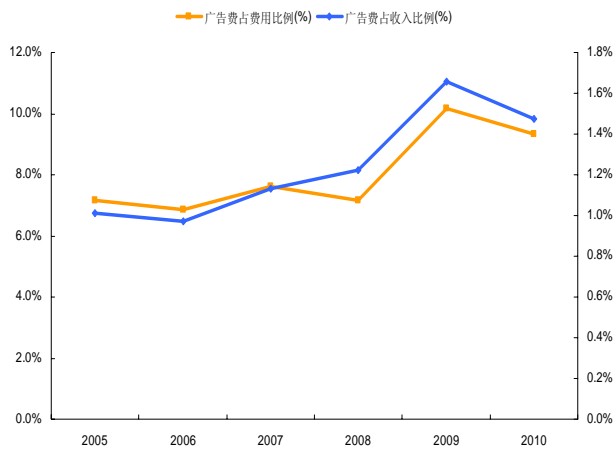
资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： 大商股份水电费用情况



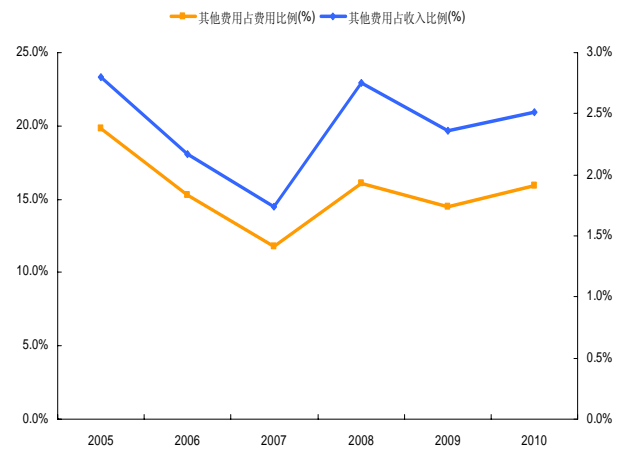
资料来源：华泰联合证券研究所

图 6： 大商股份广告费用情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 7： 大商股份其他项费用情况



资料来源：华泰联合证券研究所

制度破冰确定性 vs 变革过程不确定性

我们从目前时点回看过去一年大商股份的行为，从年初改制完成到董事会换届结束后，公司推动了裁员、再融资进程，和投资者的关系明显改善，出现了业绩的阶段释放等等，应该说公司的制度破冰是显而易见的。

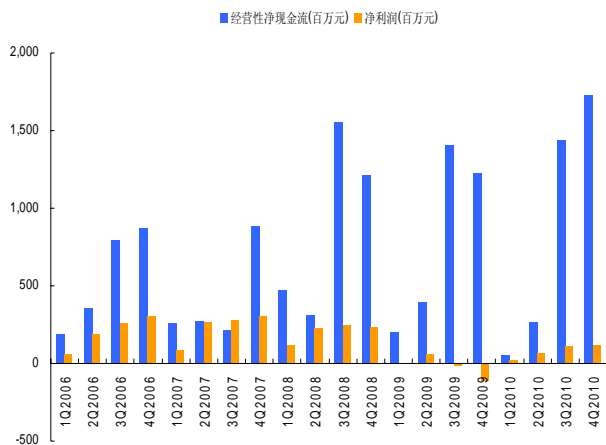
我们仍然坚信公司实际的盈利能力良好、长期发展前景和业绩爆发力更加惊人；从公司股权结构来看“小集团（大商集团）、大上市（大商股份）”的格局下大商股份是公司管理层核心利益所在，我们仍然对大商股份未来美好前景充满信心。

当然，公司四季度的较差业绩和全年低于预期的业绩，再次说明了变革过程缓慢、中间不确定性较多，这也成为公司股价大幅折价的主要原因。

目前市场对公司再融资广有预期，我们认为再融资不仅有利于公司的长期发展，也是公司短期业绩释放、管理层利益和投资者趋同的重要拐点性事件，其将成为公司近期股价表现的催化剂，因而值得我们重点关注。

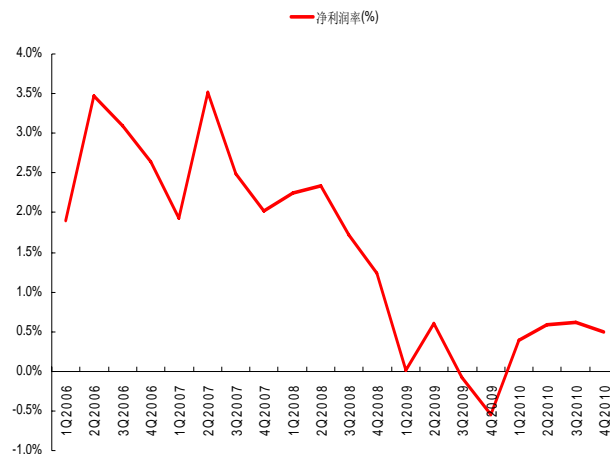
我们维持对公司 2011、2012 年 EPS=1.4、2.0 的预测不变。作为国内规模最大的百货企业，公司的收入与市值、净利润严重不符，但在治理结构逐渐改善、制度破冰坚定推进的情况下，我们认为这一折价将会逐渐消除。大商股份仍是我们最看好的零售公司，维持买入评级。

图 8： 大商股份经营性净现金流与净利润表现



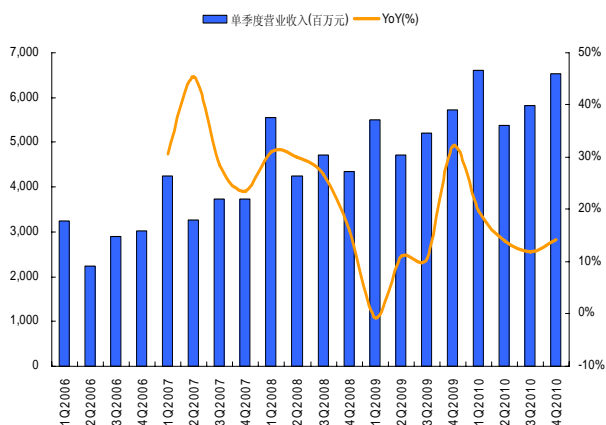
资料来源：华泰联合证券研究所

图 9： 大商股份逐季累计净利率



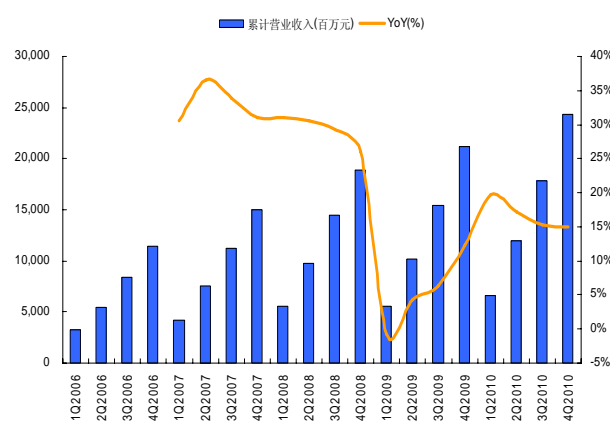
资料来源：华泰联合证券研究所

图 10： 大商股份单季收入增长情况



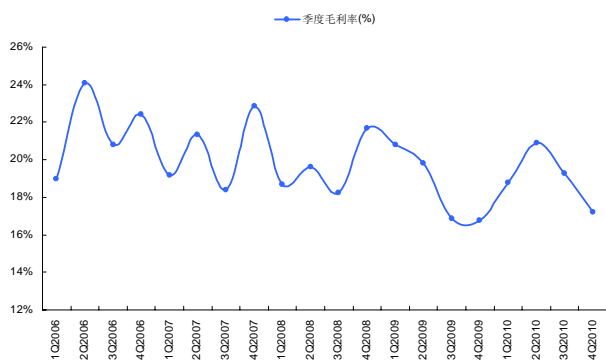
资料来源：华泰联合证券研究所

图 11： 大商股份季度收入累计增长情况



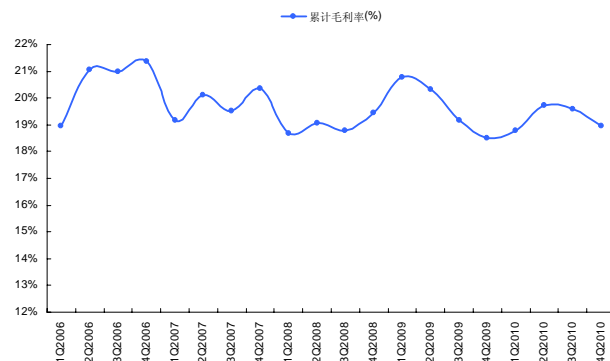
资料来源：华泰联合证券研究所

图 12： 大商股份单季毛利率情况



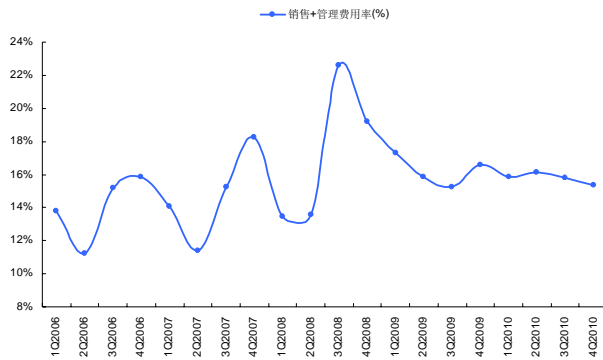
资料来源：华泰联合证券研究所

图 13： 大商股份季度累计毛利率情况



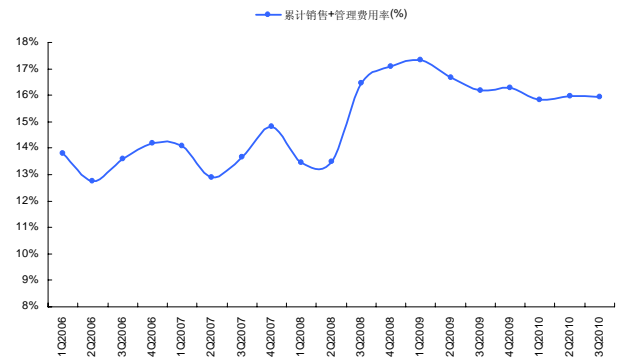
资料来源：华泰联合证券研究所

图 14： 大商股份单季费用率情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 15： 大商股份季度累计费用率情况



资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

改制及后续过程漫长、不确定性较多；公司与二股东大商集团的关联交易不透明等。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5,871	8,820	8,799	10,04	营业收入	24,343	28,506	33,381	38,51
现金	3,361	5,701	5,007	5,777	营业成本	19,732	23,050	26,811	30,92
应收账款	159	54	32	37	营业税金及附加	261	299	350	404
其他应收款	579	542	563	539	营业费用	1,500	1,736	1,679	1,926
预付账款	331	461	536	618	管理费用	2,341	2,742	3,622	4,079
存货	1,442	2,033	2,628	3,030	财务费用	148	84	107	81
其他流动资产	0	29	33	39	资产减值损失	51	15	28	52
非流动资产	6,046	6,159	6,326	6,377	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	投资净收益	(2)	1	0	0
固定资产	3,919	3,832	3,825	3,783	营业利润	309	581	784	1,049
无形资产	1,023	1,080	1,153	1,221	营业外收入	78	25	25	25
其他非流动	1,083	1,226	1,327	1,353	营业外支出	74	12	8	8
资产总计	11,917	14,97	15,12	16,41	利润总额	313	594	801	1,066
流动负债	7,394	10,03	9,593	10,08	所得税	210	178	208	267
短期借款	645	2,783	2,078	1,884	净利润	103	416	592	800
应付账款	2,581	3,227	3,754	4,020	少数股东损益	(19)	4	6	8
其他流动负	4,168	4,028	3,762	4,182	归属母公司净利	122	412	587	792
非流动负债	1,326	1,326	1,326	1,326	EBITDA	1,017	1,313	1,577	1,736
长期借款	1,067	1,067	1,067	1,067	EPS (元)	0.41	1.40	2.00	2.70
其他非流动	259	259	259	259					
负债合计	8,720	11,365	10,91	11,412					
少数股东权	(68)	(64)	(58)	(50)					
股本	294	294	294	294					
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454					
留存收益	1,517	1,929	2,515	3,307					
归属母公司	3,197	3,613	4,206	5,006					
负债和股东	11,917	14,97	15,12	16,41					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现	1730	815	818	1745	成长能力				
净利润	122	412	587	792	营业收入	15%	17%	17%	15%
折旧摊销	122	412	587	792	营业利润	350%	88%	35%	34%
财务费用	148	84	107	81	归属母公司净利	-205%	238%	42%	35%
投资损失	2	(1)	0	0	获利能力				
营运资金变	943	(116)	(442)	164	毛利率(%)	19%	19%	20%	20%
其他经营现	393	24	(20)	(83)	净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	1%
投资活动现	(807)	(529)	(700)	(700)	ROE(%)	4%	11%	14%	16%
资本支出	(425)	(530)	(700)	(700)	ROIC(%)				
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现	(1232)	(1059)	(1400)	(1400)	资产负债率(%)	73%	76%	72%	70%
筹资活动现	(447)	2054	(812)	(275)	净负债比率(%)				
短期借款	0	2138	(706)	(194)	流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.6	0.7	0.6	0.7
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
其他筹资现	(447)	(84)	(107)	(81)	应收账款周转率	53.4	67.0	194.4	281.9
现金净增加	473	2340	(694)	770	应付账款周转率	2.0	2.0	1.9	2.0

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊	0.4	1.4	2.0	2.7	P/E	97	29	20	15
每股经营现金流	5.9	2.8	2.8	5.9	P/B	4	3	3	2
每股净资产(最新	11.1	12.5	14.5	17.2	EV/EBITDA	17	13	11	10

数据来源: 华泰联合证券研究所

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

免责声明

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn