

大厦股份：09 年增长归于平淡

——四季度、元旦销售及其他动态跟踪

报告关键点：

- 12月促销毛利率下降2-3个百分点
- 09年相比08年增长较为有限

报告摘要：

- 四季度和元旦百货销售情况：**预计四季度百货销售收入同比增长在25%-30%之间，毛利率将下降到21%以下。12月份大厦促销活动导致当月销售毛利率下降到19%左右，毛利率耗损在2个百分点左右。09年元旦促销效果明显，元旦假期1.1-1.5日大厦的销售收入（税前）已经超过1个亿。
- 09年百货业务利润相比08年增长有限**
- 正面因素：**09年是公司结束改装的第一个完整经营的会计年度，费用摊销压力逐渐减轻。负面因素：(1) 修地铁影响路面交通：地铁三阳广场站预计09年3月份之前开工，开工对路面交通的影响时间大约为一年半。施工对中山路上的主要百货店的客流都将产生负面影响，不存在明显的替代和分流现象，但仍不利于公司销售。(2) 竞争激烈，八佰伴重新开业：无锡八佰伴A座已陆续营业，基本改造完毕。B座预计09年9月完工，完工后合计建筑面积将达到12万平米，除了百货经营外还包括更多餐饮，势必对大厦造成一定的客户分流。
- 其他业务利润基本打平。**公司持有78.81%股权的吟春商贸08年9月份物业已经开始对外出租，预计09年吟春大厦对外出租收入将达到1200万左右，每股收益增加大约2分钱。东方汽车集团08年汽车销量下滑，销售收入同比增长可能为负，但汽车后服务环节的抗周期性使08年汽车业务利润可能同比有5%-10%的增长。09年汽车销售仍然面临着很大的压力，业绩改善比较困难。
- 盈利预测与投资建议。**我们微调09和2010年每股收益至0.44、0.52元，对应PE分别为14.5、12.4倍。公司主业为二线城市的单体百货店，外延增长的空间有限，百货业务营业面积增加带来的业绩爆发主要体现在08年，09年和2010年的增长将归于平淡。核心商圈的充沛客流、改装后经营逐步稳定、后续无重大资本支出三因素仍使公司具有较好的防御性，给予公司增持-B的投资评级。

评级：
增持-B

上次评级： 增持-B

目标价格：
7.80 元

期限： 6 个月 上次预测： 9.20 元

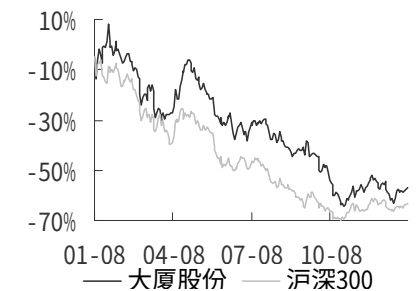
现价： 6.41 元

报告日期：
2009-01-19

市场数据

总市值(百万元)	2,090.11
流通市值(百万元)	1,088.21
总股本(百万股)	326.07
流通股本(百万股)	169.77
12 个月最高/最低	5.23/16.58 元
十大流通股东(%)	40.98%
股东户数	11,115

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.15	(25.32)	6.12
绝对收益	(2.87)	(16.76)	(57.12)

研究员

储丽雯
助理行业分析师

021-68765335

chulw@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,224.6	3,344.2	4,172.5	4,608.6	5,063.4
Growth(%)	9.8%	3.7%	24.8%	10.5%	9.9%
净利润	91.0	100.1	138.0	165.3	190.7
Growth(%)	-12.8%	12.7%	43.8%	19.3%	17.0%
毛利率(%)	12.0%	13.0%	13.4%	13.3%	13.3%
净利润率(%)	2.3%	2.5%	2.9%	3.1%	3.3%
每股收益(元)	0.23	0.26	0.37	0.44	0.52
每股净资产(元)	2.37	2.58	2.55	2.77	3.02
市盈率	28.0	24.9	17.3	14.5	12.4
市净率	2.7	2.5	2.5	2.3	2.1
净资产收益率(%)	11.8%	11.9%	14.4%	15.9%	16.8%
ROIC(%)	14.2%	13.9%	17.0%	13.1%	13.7%
EV/EBITDA	12.0	10.7	11.7	10.6	9.6
股息收益率	2.6%	0.0%	2.5%	3.0%	3.5%

前期研究成果

大厦股份：毛利率下降值得关注

2008-10-29

大厦股份：中报业绩靓丽，08 年高速增长无悬念

2008-08-29

大厦股份：未来 2 年增长确定，持续增长的动力尚不明朗

2008-08-12

我们近期对无锡大厦股份进行跟踪，主要就我们前期报告中提出的观点进行进一步确认，并了解最近百货销售的情况。

1.1. 08 年四季度和元旦销售情况

四季度百货销售情况：预计四季度百货销售收入同比增长在 25%-30%之间，毛利率将下降到 21%以下（前三季度毛利率分别为 23.05%、21.81%、21.3%）。12 月份大厦促销活动导致当月销售毛利率下降到 19%左右，毛利率耗损在 2 个百分点左右。

元旦促销情况：09 年元旦促销效果明显，元旦假期 1.1-1.5 日大厦的销售收入（税前）已经超过 1 个亿，但仍然面临着促销效果渐入疲态的趋势。

1.2. 09 年百货业务利润相比 08 年增长有限

正面因素：

09 年是公司结束改装的第一个完整经营的会计年度，费用摊销压力逐渐减轻。08 年商业大厦仍然面临着 A 幢一楼国际精品部的改造装修，且外立面的改造影响了入口人流。A 座一层国际精品部从 6 月份开始国际一线品牌相继进入，截至 08 年底公司国际精品部的销售收入约为 7000 万，考虑到高端消费受经济景气下滑的拖累，公司计划 09 年达到 1.2 亿，即相比 08 年增加 5000 万左右。由于国际一线品牌扣点相对较低，我们认为 09 年国际精品部这块增加的收入对毛利额的贡献比较有限。

负面因素：

(1) 修地铁影响路面交通：地铁三阳广场（1 号、2 号线的交汇处）站预计 09 年 3 月份之前开工，开工对路面交通的影响时间大约为一年半，之后为地下作业。中山路商圈是无锡最核心的商圈，此次地铁施工对中山路上的主要百货店的客流都将产生负面影响（八佰伴、百盛、大洋百货、新世界），因此不存在客户明显的替代和分流现象。修地铁对未来 2 年客流和销售收入的负面影响有多大，目前还难以估算。

(2) 竞争激烈，未来能否找到有效定位是个问题：中山路商圈未来商业供给过多始终是我们最为担心的问题（参见前期报告）。八佰伴定位与大厦比较相似，且在无锡居民中一直有较好的口碑，是大厦最重视的竞争对手，因为持续较长时间的改装，八佰伴向大厦输送了一部份高端客户。无锡八佰伴 A 座已经陆续营业，基本改造完毕。B 座预计 09 年 9 月完工，完工后合计建筑面积将达到 12 万平方，除了百货经营外势必包括更多餐饮，如此大体量的购物中心势必对大厦造成一定的客户分流。

对商业大厦百货业务长期前景的看法

中山路商圈作为有“小上海”之称的无锡之最核心商圈的地位随着地铁的开通将更加增强，辐射范围更广，这点保证了商业大厦的充沛客流，或许我们一定程度上可以拿上海南京西路商圈作为参照。但无锡毕竟不是上海，从潜在的商业项目来看，2010 年后商圈内商业面积的供给主要是偏高端的百货有过剩的迹象。09 年全面营业的无锡八佰伴和 2010 年后开业的无锡恒隆广场档次都要明显高于商业大厦，从大厦的客层分布来看，中端消费群体仍然是主力客层。我们认为核心商圈的充沛客流+适当的错位经营从较长期看仍然能够使商业大厦保持一个正常的内生增长。

1.3. 其他业务利润情况

公司持有 78.81%股权的吟春商贸公司，随着吟春大厦主楼改造工程于 08 年中期完工，9 月份物业已经开始对外出租。公司预计 09 年吟春大厦对外出租收入将达到 1200 万左右。吟春商贸被收购后一直亏损，虽然年改造完工后面临着固定资产折旧和费用摊销，我们预计 09 年吟春商贸相比 08 年使公司每股收益增加 2 分钱左右。

东方汽车集团 08 年汽车销量下滑，销售收入同比增长可能为负，但汽车后服务环节的抗周期性使 08 年汽车业务利润可能同比有 5%-10%的增长。09 年汽车销售仍然面临着很大的压力，短期业绩改善比较困难。

1.4. 盈利预测与投资建议

我们微调 09 和 2010 年每股收益至 0.44、0.52 元，对应 PE 分别为 14.5、12.4 倍。由于公司的定位主要是二线城市的单体百货店，外延增长的空间有限，因此并不是受市场关注的行业主流投资品种，建议逢低参与。

公司百货业务营业面积增加带来的业绩爆发主要体现在 08 年，09 年和 2010 年的增长将归于平淡。核心商圈的充沛客流、改装后经营逐步稳定、后续无重大资本支出三因素仍使公司具有较好的防御性，给予公司增持-B 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-1-16

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3,224.6	3,344.2	4,172.5	4,608.6	5,063.4	成长性					
减:营业成本	2,837.5	2,908.6	3,613.4	3,995.6	4,389.0	营业收入增长率	9.8%	3.7%	24.8%	10.5%	9.9%
营业税费	21.1	26.1	32.5	35.9	39.5	营业利润增长率	-4.7%	10.8%	11.8%	20.0%	15.5%
销售费用	96.8	100.2	129.3	138.3	151.9	净利润增长率	-12.8%	12.7%	43.8%	19.3%	17.0%
管理费用	118.5	143.5	195.7	205.1	220.3	EBITDA 增长率	9.5%	16.7%	16.9%	12.1%	11.2%
财务费用	8.4	20.0	29.5	20.0	15.0	EBIT 增长率	5.4%	17.7%	15.7%	12.7%	12.1%
资产减值损失	1.3	0.1	-	5.3	5.5	NOPLAT 增长率	-8.2%	7.5%	45.8%	12.7%	12.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	10.4%	18.8%	46.7%	6.9%	6.3%
投资和汇兑收益	5.8	17.1	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	7.8%	8.8%	14.1%	8.6%	9.1%
营业利润	146.9	162.8	182.0	218.4	252.3	利润率					
加:营业外净收支	-7.2	5.4	2.0	2.0	2.0	毛利率	12.0%	13.0%	13.4%	13.3%	13.3%
利润总额	139.7	168.1	184.0	220.4	254.3	营业利润率	4.6%	4.9%	4.4%	4.7%	5.0%
减:所得税	48.7	68.1	46.0	55.1	63.6	净利润率	2.3%	2.5%	2.9%	3.1%	3.3%
净利润	91.0	100.1	138.0	165.3	190.7	EBITDA/营业收入	5.8%	6.5%	6.1%	6.2%	6.3%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	4.8%	5.5%	5.1%	5.2%	5.3%
货币资金	537.9	474.9	359.5	383.1	421.9	运营效率					
交易性金融资产	2.1	-	-	-	-	固定资产周转天数	40	47	45	44	41
应收帐款	39.3	47.3	692.5	764.9	840.4	流动营业资本周转天数	10	1	39	78	75
应收票据	-	-	5.7	6.3	6.9	流动资产周转天数	99	107	128	164	163
预付帐款	183.8	152.7	156.3	160.3	164.7	应收帐款周转天数	3	3	26	47	47
存货	259.9	284.0	792.0	875.8	962.0	存货周转天数	27	29	46	65	65
其他流动资产	-	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	179	205	210	230	223
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	83	92	99	110	107
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	155.8	199.2	20.0	20.0	20.0	ROE	11.8%	11.9%	14.4%	15.9%	16.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	5.0%	4.8%	5.4%	5.9%
固定资产	371.8	499.9	545.5	573.3	586.7	ROIC	14.2%	13.9%	17.0%	13.1%	13.7%
在建工程	40.7	121.4	73.4	44.7	27.4	费用率					
无形资产	186.1	205.3	205.4	205.5	205.6	销售费用率	3.0%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	20.2	27.7	7.6	8.0	8.2	管理费用率	3.7%	4.3%	4.7%	4.5%	4.4%
资产总额	1,797.6	2,012.5	2,858.0	3,041.8	3,243.7	财务费用率	0.3%	0.6%	0.7%	0.4%	0.3%
短期债务	159.5	221.0	311.9	311.8	311.7	三费/营业收入	6.9%	7.9%	8.5%	7.9%	7.6%
应付帐款	275.8	336.9	643.5	711.6	781.6	偿债能力					
应付票据	216.5	254.0	59.4	65.7	72.1	资产负债率	57.0%	58.2%	60.7%	60.8%	60.8%
其他流动负债	172.2	211.6	331.1	393.2	458.9	负债权益比	132.6%	139.4%	154.6%	155.4%	155.0%
长期借款	150.0	102.0	102.0	102.0	102.0	流动比率	1.24	0.94	1.49	1.48	1.47
其他非流动负债	50.8	46.5	35.2	35.2	35.2	速动比率	0.93	0.66	0.90	0.89	0.88
负债总额	1,024.8	1,171.9	1,483.1	1,619.4	1,761.5	利息保障倍数	18.55	9.13	7.17	11.92	17.82
少数股东权益	133.2	146.7	161.1	179.1	197.8	分红指标					
股本	326.1	326.1	376.1	376.1	376.1	DPS(元)	0.17	-	0.16	0.19	0.22
留存收益	313.5	367.8	422.2	487.0	563.0	分红比率	72.9%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	772.8	840.5	959.4	1,042.2	1,136.8	股息收益率	2.6%	0.0%	2.5%	3.0%	3.5%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	91.0	100.1	138.0	165.3	190.7	EPS(元)	0.23	0.26	0.37	0.44	0.52
加:折旧和摊销	45.1	49.7	42.5	46.3	49.4	BVPS(元)	2.37	2.58	2.55	2.77	3.02
资产减值准备	1.3	0.1	-	5.3	5.5	PE(X)	28.0	24.9	17.3	14.5	12.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.5	2.5	2.3	2.1
财务费用	9.1	10.4	20.0	29.5	20.0	P/FCF	11.7	-41.8	-3.9	28.2	21.6
投资收益	-5.8	-17.1	-10.0	-10.0	-10.0	P/S	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	16.5	16.0	17.2	21.1	22.0	EV/EBITDA	12.0	10.7	11.7	10.6	9.6
营运资金的变动	39.6	71.5	-987.0	-29.6	-30.0	CAGR(%)	22.0%	24.0%	37.5%	34.2%	30.3%
经营活动产生现金流量	173.6	221.5	-769.8	218.3	242.7	PEG	1.3	1.0	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-113.5	-246.6	157.1	-22.1	-22.1	ROIC/WACC	1.6	1.6	1.9	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	131.9	-64.0	70.9	-92.2	-99.4	REP	1.8	1.6	1.1	1.4	1.3

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

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.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