

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

大商股份 (600694)

推荐 (首次)

期待集团改制后的价值回归

2009 年 03 月 31 日

瞿永祥 商贸行业高级研究员 86-21-62483364 quyx@pasc.com.cn

汪立亭 商贸行业研究员 86-21-62078707 wanglt@pasc.com.cn

事项

大商股份 3 月 30 日公布 2008 年年报，全年实现营业收入 188.5 亿元，同比增长 25.93%，实现归属于母公司的净利润 2.32 亿元，每股收益 0.79 元，同比下降 23.7%。

主要观点

一、08 年业绩回顾：费用率上升侵蚀主营利润

分季度来看，大商股份收入增速出现逐季下滑趋势，尤其是四季度收入增速仅为 15.89%，考虑到 07 年四季度以来，尤其是 08 年 4 季度的新开店因素，4 季度的可比店面增长更低。但总体而言，公司全年仍然实现了 25.93% 收入增长。

与收入增速不相符的是，公司全年净利润同比下降 23.7%，如果扣除 3 季度 3.78 亿元债务重组收益，则公司全年实际亏损 8619 万元，同比下降 146.8%。利润的巨幅下降主要是由于费用率的大幅上升，其中包含新开店因素和会计政策变更等因素。

图表 1 营业收入及利润的分季度分析

单位：百万元

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	2007
营业收入	5557.60	4242.69	4713.57	4335.81	18849.67	14968.77
yoy(%)	30.99%	30.05%	26.63%	15.89%	25.93%	31.09%
综合毛利率	18.66%	19.61%	18.22%	21.69%	19.46%	20.36%
销售费用率	3.94%	3.70%	3.41%	4.78%	3.95%	3.32%
管理费用率	9.51%	9.88%	19.20%	14.44%	13.15%	11.50%
财务费用率	0.83%	0.97%	0.92%	1.03%	0.93%	0.81%
营业利润	175.67	169.00	(316.51)	2.53	30.68	509.73
营业外收入	8.04	7.36	382.03	15.49	412.92	85.61
净利润	134.66	108.39	12.41	-15.45	240.01	326.62
净利率	2.42%	2.55%	0.26%	-0.36%	1.27%	2.18%
归属于母公司的净利润	124.97	104.64	20.05	-18.10	231.56	303.50
yoy(%)	53.02%	-42.68%	30.94%	-175.53%	-23.70%	0.73%

资料来源：定期报告、平安证券

二、费用的具体分析：变更折旧政策，费用率大幅提高

大商股份作为我国具有领先规模和经营管理水平的商业龙头，因激励问题一直得不到有效解决，持续的费用压力使业绩释放一直难以实现，从而 A 股公司中实质上的商业蓝筹在 2008 年逐渐被资本市场边缘化。

图表 2 历史上的费用调节及对利润的影响

时间	手段	效果
2006 年一季报	自有房屋折旧年限从 15 年调到 10 年	影响当期净利润 5000 万
2006 年中报	预提管理层激励费用	1800 万
2006 年三季度	预提员工工资、增加开办费、处理积压商品计提	8000 万
2007 年	对其他应收款计提减值准备	6000 万

资料来源：定期报告、平安证券

1. 折旧费用率：影响当期利润约 3.95 亿元

从 2008 年度来看，公司在三季度进行了部分会计政策变更：缩短了对固定资产部分类别及经营租入固定资产改良支出的折旧摊销年限，具体变更项目及年限如下：

图表 3 2008 年 3 季度的会计估计变更

项目类别	变更前年限（年）	变更后年限（年）
内装修	10	5
运输工具	10	4
电子设备	5	3
经营租入固定资产改良支出	10	5

资料来源：定期报告、平安证券

此项折旧政策调整，导致公司 2008 年折旧费用率由 2007 年的 1.95% 大幅上升到 4.05%，直接影响当期利润约 3.95 亿元。

图表 4 2008 年折旧摊销费率陡增

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
折旧与摊销	81.7	152.2	196.5	228.3	269.7	292.2	763.7
占比收入(%)	2.68%	2.96%	3.09%	2.66%	2.36%	1.95%	4.05%

资料来源：定期报告、平安证券

2. 人工费用率与租售比：持续处于较高水平

公司人工费用率一直居于较高水平，近两年仍有提高，其中也包含新劳动合同法实施的原因所致；行业横向比较看，除百联和南京中商外，大商也明显高于其他可比公司。

租售比上，由于 2006 年开辟河南市场，以高额租金租赁郑州金博大店，租金有大幅上升，也成为公司整体业绩的抑制因素之一，2008 年看，租售比略有下降，预期随着销售规模的放大和行业因素，物业租售比将有下降空间。

其他主要费用项，包括水电费和广告促销费基本稳定。

图表 5 人工费率与租售比持续较高

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
人工成本(百万)	150.6	241.0	367.2	402.0	557.3	796.4	1071.3
人工费率(%)	4.94%	4.69%	5.78%	4.69%	4.88%	5.32%	5.68%
租赁费(百万)	24.0	31.4	34.6	86.8	223.8	386.0	444.7
租售比(%)	0.79%	0.61%	0.54%	1.01%	1.96%	2.58%	2.36%
其他主要费用：							
水电费	52.0	100.4	119.5	166.2	212.9	267.2	234.9
占比收入(%)	1.71%	1.95%	1.88%	1.94%	1.86%	1.78%	1.25%
广告费	10.1	24.7	44.7	86.6	111.0	169.3	230.6
占比收入(%)	0.33%	0.48%	0.70%	1.01%	0.97%	1.13%	1.22%

资料来源：定期报告、平安证券

图表 6 大商人工费用率与行业可比公司比较

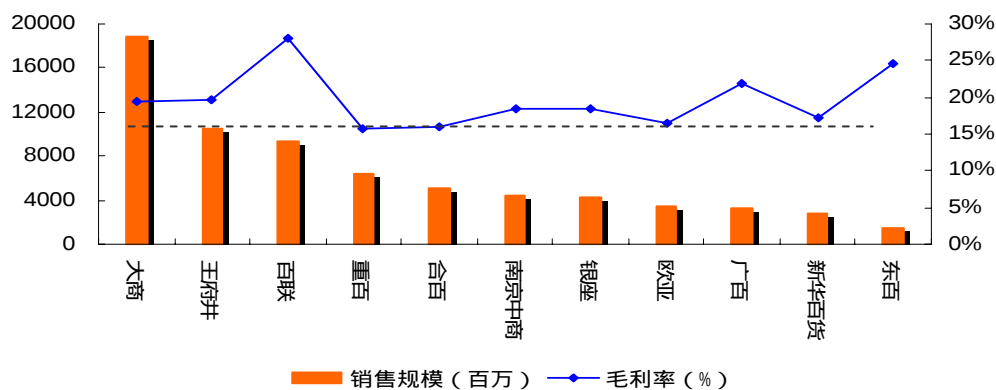
工资/营业收入	2002	2003	2004	2005	2006	2007	1-3Q08
大商股份	4.94%	4.69%	5.78%	4.69%	4.88%	5.32%	5.57%
王府井	4.81%	6.28%	5.65%	5.92%	5.01%	4.66%	4.33%
百联股份	6.15%	6.17%	6.67%	5.89%	6.21%	6.37%	8.01%
银座股份	29.13%	8.38%	2.72%	2.39%	2.73%	3.21%	2.13%
重庆百货	3.25%	3.33%	4.43%	3.85%	3.62%	4.25%	3.80%
欧亚集团	4.05%	4.12%	3.30%	3.47%	3.76%	2.88%	2.62%
南京中商	5.71%	5.47%	6.44%	6.42%	6.40%	5.71%	6.23%
合肥百货	2.94%	3.19%	3.48%	2.95%	2.70%	3.07%	2.36%
东百集团	12.52%	3.07%	2.70%	3.28%	2.47%	2.72%	2.27%

资料来源：定期报告、平安证券

三、业绩释放空间：治理完善与景气回升

大商股份销售收入居于行业可比公司首位，且规模优势明显，而毛利率也处于行业领先水平，仅略低于百联、广百（二者均有较高的租赁收入，且百联自营比例较高）和东百。

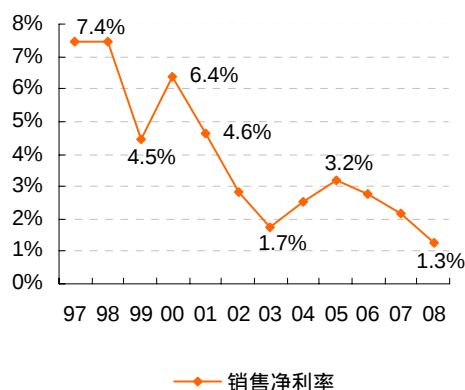
图表 7 销售规模与毛利率的行业比较



资料来源：定期报告、平安证券

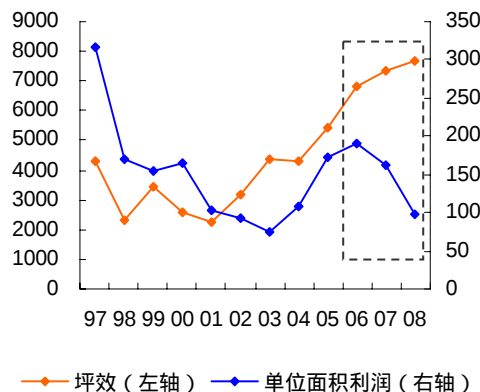
观察公司利润率可以发现，销售净利率自 2006 年开始就逐年下降，并且虽然销售坪效仍在不断上升，但单位面积的利润贡献从 2006 年开始也逐年降低，与前面关于费用率的分析一致，可见过高的费用率是利润难以释放的主要原因，而未来年度内，虚高的费用的大幅下降，也成为其业绩释放的主要来源。

图表 8 06 年开始，净利率持续走低



资料来源：定期报告、平安证券

图表 9 06 年开始，坪效与单位面积利润背离



资料来源：定期报告、平安证券

1. 短期的业绩释放：费用率难以大幅下降，业绩空间不大

2009 和 2010 年短期内，公司客观上面临行业整体的不景气和短期内开店较多的问题，可比门店销售放缓，新开门店培育期将被拉长，销售和管理的规模效益短期难以发挥。

而公司在 2008 年新开 13 家百货门店，新增 40 多万平米营业面积，且多数门店都是在 4 季度内开业，将从 2009 年开始继续给公司带来费用压力，这也是公司短期业绩成长的主要阻力因素。

因此，收入放缓的同时，费用刚性增加，费用率难以有实质下降，短期业绩空间不大。

2. 中长期的业绩释放：治理完善与景气回升下的规模效益

关于大商股份集团改制的事项，是市场最为关心的话题，其将构成公司未来年度业绩释放的主要驱动力。

根据公司 2009 年 2 月 9 日发布的公告，“大连市政府原则确定了对大商集团进行股份制改造的方案思路，改制后的大商集团间接持有大商股份小部分股权，大商股份的国有相对控股地位不变，仍由地方政府持有”。

我们认为此次改制成功的概率较大，随之而来的治理完善和费用率下降，将为未来年度的业绩释放提供较大空间。

同时，待行业景气回升，公司深耕东北、华北的网络价值将得以充分体现，大量门店进入成长期，更趋增强的规模议价优势可持续提升毛利率水平，而费用率也可随管理效益发挥，有实质性下降，从而推动中长期内更有质量的业绩成长。

四、盈利预测与投资建议

1. 盈利预测

- **收入**：09 年短期来看，受宏观经济和行业不景气影响，公司可比门店增长放缓、新开门店培育期拉长，且 09 年内，公司计划放缓开店速度。综合考虑，预计收入有 11% 左右的增长，未来随景气回升，销售增速将会有所上升。
- **毛利率**：百货店内生增长放慢的情况下，门店促销打折的力度仍会有所加大。未来两年综合毛利率将比 08 年有所下降，假设为 19% 左右。未来随公司规模的不不断扩大，以及总部集中采购比例的增加，预计公司未来毛利率将成稳步提升趋势。
- **费用率**：预计未来两年，公司的人工、水电和租赁费用可实现较好控制，而 08 年由于存在会计估计变更后，对于资本化的装修费用实行追溯计提，费用率有大幅增加，09 年该因素不再存在。但公司于 2008 年新开 13 家门店，且多集中于 4 季度，其装修费用摊销将在 2009 年开始体现，我们担心费用率短期仍难以下降。

基于以上假设，我们预测公司 2009 年和 2010 年 EPS 分别为 0.75、1.07 元。对应动态 PE 分别为 33.7 倍和 23.8 倍。09 年而言，估值不具有吸引力。

实际上，公司 3-4 年利润正常化后，应可拥有一个较合适的利润率，参考公司的历史水平和当前零售 A 股的平均水平，假设为 2.8%，则按照 2012 年 300 亿元销售额，则应有 8.4 亿的净利润，每股收益约 2.86 元，按 2012 年 20 倍 PE，以 10% 收益率贴现，对应当前价格约 39 元，可作为对该股进行较长时期投资的参考。

2. 投资建议

虽然公司短期估值不具优势，但作为目前 A 股质地优良的商业龙头，公司拥有巨大的门店网络价值和无可比拟的规模优势，集团改制带来激励效应发挥，将通过费用率的下降，实现业绩的大幅释放。零售龙头的价值回归预期明显，且进程有可能加快，给予“推荐”评级。

3. 风险提示

- 改制尚未完成，方案和时间进程仍存在不确定性；
- 可比门店增长和新店培育受外部经济环境影响程度超预期；

附：盈利预测简表

利润表	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	11419.0	14968.8	18849.7	20841.2	23779.7
营业成本	9051.3	11921.1	15181.3	16880.1	19249.3
营业税金及附加	126.0	156.1	201.6	212.5	230.6
主营业务利润	2241.6	2891.5	3466.7	3748.6	4299.9
销售费用	385.2	497.3	744.4	833.6	951.2
管理费用	1236.4	1721.6	2478.7	2500.9	2853.6
财务费用	76.8	101.9	175.5	87.3	31.9
资产减值损失	20.9	42.2	38.5	0.0	0.0
投资净收益	1.0	0.8	1.1	0.0	0.0
营业利润	523.4	529.4	30.7	326.7	463.2
加：营业外收入	16.0	85.6	412.9	0.0	0.0
减：营业外支出	37.7	17.3	23.7	0.0	0.0
利润总额	501.6	597.6	422.3	327.5	464.3
减：所得税	166.0	251.4	180.9	98.3	139.3
净利润	335.6	346.3	241.4	229.3	325.0
减：少数股东损益	17.9	24.3	8.5	8.1	11.4
归属于母公司的净利润	317.7	322.0	232.9	221.2	313.6
EPS（最新股本摊薄）	1.08	1.10	0.79	0.75	1.07

资料来源：平安证券预测

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257