



商业零售
Retail Business

2009 年 4 月 1 日

大商股份 (600694)

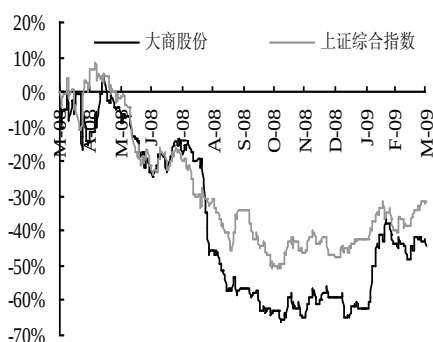
——利润下降源于费用大幅增加, 未来发展前景值得关注

评级: 短期中性 长期增持

市场数据 2009 年 3 月 31 日

当前价格 (元)	24.54
52 周价格区间 (元)	14.51
总市值 (百万)	7207.86
流通市值 (百万)	6570.09
总股本 (万股)	29372
流通股 (万股)	26773
日均成交额 (百万)	153
近一月换手 (%)	34.94
Beta (2 年)	0.53
第一大股东	大连大商国际有限公司
公司网址	www.ds.jt.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
大商股份	-1.6	36.6	-44.5
上证综指	13.9	30.3	-31.7

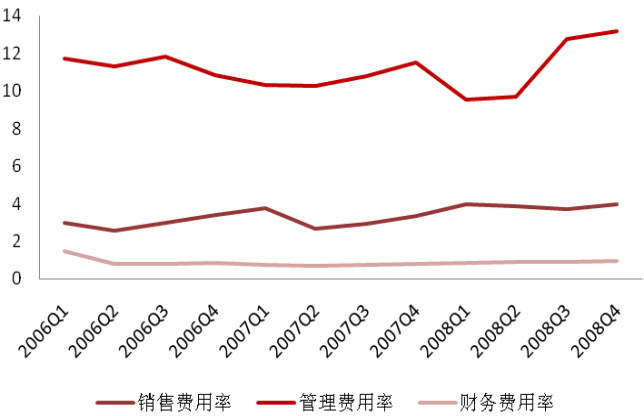
公司 08 年实现营业收入 188.50 亿元, 比上期 149.69 亿元, 增加 38.81 亿元, 增长 25.93%; 利润总额 4.20 亿元, 比上期 5.78 亿元减少 1.58 亿元, 下降 27.35%; 实现净利润 2.40 亿元, 比上期 3.27 亿元减少 0.87 亿元, 下降 26.52%; 每股收益为 0.79 元。

- 公司仍保持较高的扩张速度, 但受宏观经济影响, 销售增速略有下滑。公司 08 年新进齐齐哈尔、丹东、朝阳、漯河、信阳、开封、自贡等城市, 新开百货、超市、电器店 33 家, 仍保持较高的扩张速度。但受宏观经济和行业景气度下滑的影响, 全年销售收入增长 25.93%, 增速略有下滑。其中, 第四季度新开百货店 9 家, 但有 7 家集中在 12 月份开业, 对销售收入的贡献有限, 难以抵消可比门店销售增速大幅下滑的负面影响, 收入增速仅为 15.89%。
- 会计估计变更等因素导致的费用大幅增加是利润下降的主要原因。公司 08 年利润总额和净利润分别下降了 27.35% 和 26.52%, 主要原因是由于会计估计变更、新开门店较多及《新劳动法》工资性成本支出加大等因素, 导致公司期间费用大幅增加。其中, 会计估计变更缩短了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, 从而增加了折旧及摊销费用 38232 万元, 影响归属于母公司所有者净利润 28708 万元。扣除这部分影响, 归属于母公司所有者净利润增长率为 71%。
- 08 年利润的绝大部分来自于营业外收入, 不具有持续性。公司 08 年利润总额为 4.2 亿元, 而营业外收入为 4.13 亿元, 比去年同期增加了 3.27 亿元, 主要原因为公司的控股子公司大连国贸大厦与日本协力银行债务纠纷达成债务重组协议所致, 不具有持续性。
- 在河南地区的发展势头强劲。公司正在逐步从区域商业龙头走向全国性商业龙头, 并选择了在地域上与东北区域邻近、容易借助在东北区域已建成的庞大店网和强大市场控制力的华北地区作为扩张的主要战场。其中, 河南地区由于目前的零售市场相对比较落后, 除丹尼斯外缺乏强有力的竞争对手, 从而也就成为公司扩张战略的重中之重。08 年公司在河南地区新开 5 家百货店, 而于 09 年 1 月正式开业的新玛特郑州总店在 08 年试业期间, 首日就创下了河南全省日销售最高记录。目前公司在河南省内已有 9 家百货店, 在建中的漯河新玛特、新乡新玛特、开封新玛特和信阳新玛特也计划于 09 年内相继开业, 公司的市场控制力和规模优势正在逐渐显现。
- 资金紧张, 开店步伐将有所放缓。尽管公司经营活动产生的现金流量较多, 但由于快速扩张, 资金状况仍比较紧张, 而定向增发未获证监会批准, 直接融资受阻, 再加上预期 09 年零售行业不景气的状况仍将持续, 公司将放缓开店步伐, 以完成在建的 7 家店铺为目标。

魏芳
李嫒春 (协助)
+86 755 21515593
liyc@jyzq.cn

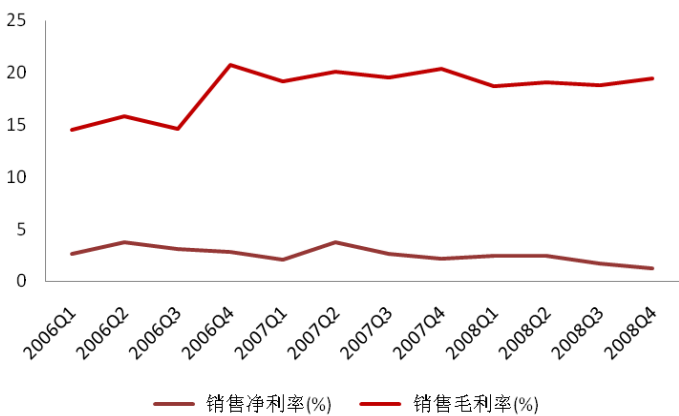
- **管理费用率下降将是 09 年公司业绩增长的主要保障。**考虑到目前的宏观经济形势和行业不景气状况仍将持续，加上公司扩张速度将有所放缓，预计 09 年销售增速将会进一步放缓。此外，预计公司 09 年促销活动将更加频繁，从而将带来销售费用率的上升和毛利率的下降。但是由于公司 08 年会计估计变更，计提了大量的折旧和摊销费用，使得管理费用率增加到了 13.15%，而 09 年折旧和摊销费用将会减少，管理费用率也将大幅下降，从而在一定程度上保障了公司 09 年利润的增长。
- **集团改制仍在积极推进之中，公司治理风险有望得到改善。**体制问题一直是制约公司未来发展前景的根源所在。09 年 1 月下旬，大连市政府召开会议，原则确定了对大商集团进行股份制改革的方案思路，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改变，仍由地方政府持有。尽管目前大商集团尚未接到任何有关批准改制的正式文件或通知，但预期此次改制成功的概率较高。改制一旦成功以后，公司治理风险将得到明显改善，为公司进一步扩张发展扫除了一大障碍。
- **投资建议：**预计公司 09 年和 10 年 EPS 分别为 1.04 元和 1.31 元，对应市盈率 24 倍和 19 倍，给予“中性”评级。但考虑到大商集团若能实现改制，对公司未来发展影响重大，建议长期关注。

图 1 期间费用率



数据来源：WIND

图 2 销售毛利率和销售净利率



数据来源：WIND

表 1 会计估计变更项目及年限

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

数据来源：公司公告

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2009. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.