

分析师： 邵稳重 代薇 (8627) 65799539 shaowz@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

激励不足和扩张过快制约未来业绩增长

事件描述

大商股份 3 月 31 日公布 2008 年年报。08 年公司实现营业收入 188.50 亿元，同比增长 25.93%；利润总额 4.20 亿元，同比下降 27.35%，实现净利润 2.40 亿元，同比下降 26.52%，实现每股收益 0.79 元。

归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为-8619 万元，同比下降 146.78%，扣除非经常性损益后的每股收益为-0.29 元。

如果剔除固定资产折旧摊销会计政策改变和营业外收入这两个因素的影响，大商股份 2008 年实际经营性每股收益大约为 0.69 元。

事件评论

第一，公司业绩低于市场预期

2008 年公司实现营业收入 188.50 亿元，同比增长 25.93%；利润总额 4.20 亿元，同比下降 27.35%，实现净利润 2.40 亿元，同比下降 26.52%，实现每股收益 0.79 元，业绩低于此前市场预期。

全年收入增长 25.93%，其中四季度收入增长大幅放缓，仅为 15.89%，而前三季度单季度收入同比增长在 26% 以上，我们认为，在 08 年开店达 33 家的背景下收入增幅出现放缓的主要原因在于宏观经济低迷对整体消费环境的负面影响。公司 08 年综合毛利率为 19.46%，较上年下降 0.9 个百分点，我们认为主要原因在于：2008 年降价、打折、返券等促销活动增多，减少了毛利，压缩了利润空间；公司新近地区较低的议价能力拉低了整体毛利率。

第二，会计估计变更、新《劳动法》实施及新店开业较多导致费用大增

1、会计政策变更影响

大商 08 年 10 月通过董事会决议，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进行变更，将 10 年期限变更为 5 年，该项会计估计变更使公司 2008 年增加折旧及摊销费用 38232 万元，影响 2008 年归属于母公司所有者净利润为 28708 万元，对应 EPS 为 0.977 元。

2、新劳动法的实施带来相应人工成本的上升以及 08 年新开店较多带来当期摊销费增加也是导致 08 年大商费用上升的重要因素。

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，获得了债务补偿 3.63 亿元，基本抵消了会计准则变更对公司业绩的影响。

如果剔除固定资产折旧摊销会计政策改变和营业外收入这两个因素的影响，大商股份 2008 年实际经营性每股收益大约为 0.69 元。

第三，扩张依旧比较迅猛

公司2008年新进齐齐哈尔、丹东、朝阳、漯河、信阳、开封、自贡等城市，新开百货店、超市、电器店33家，加密了东北店网，拓展了中南、西南市场。我们统计，2008年大商合计新开门店面积达到31.9万平米。

第四，公司对09年业绩增长预计依旧不乐观

大商2008年年报披露，公司计划2009年实现营业收入200亿元，税前利润1.85亿元，收入目标比2008年增长6.3%，而税前利润指标则比2008年下降55%。从公司年报披露的经营计划来看，公司对2009年业绩增长并不乐观。

第五，09Q1收入有增长，但业绩出现下滑。

由于2008年底和2009年初的集中开店，我们预计2009年第一季度大商股份的收入会有一些的外延增长，但是，由于2008年第一季度业绩较好的高基数效应（08Q1每股收益为0.43元，公司当时正在准备再融资），以及折旧和摊销政策变化后的影响，我们认为大商股份2009年一季度业绩不会很好。

我们认为，公司具有较低的PS，但在公司改制完成之前，管理层和流通股东的价值取向不一致导致业绩存在较大的不确定性。我们预计公司09、10年EPS分别为0.6、0.72元。维持“谨慎推荐”评级。

表 1 部分门店经营比较（单位 万元）

门店	2008 净利润	2007 净利润	变化
大商 集团抚顺百货大楼有限公司	6574.28	4638.44	1935.84
大商集团抚顺商业城有限公司	719.06	890.27	-171.21
大商集团抚顺商贸大厦有限公司	273.45	318.82	-45.37
大商集团抚顺新玛特有限公司	2529.44	2448.48	80.96
大商集团锦州百货大楼有限公司	1105.79	748.06	357.73
大商集团本溪商业大厦有限公司	1735.1	2366.59	-631.49
大商集团牡丹江百货大楼有限公司	3089.35	3736.82	-647.47
大商集团牡丹江新玛特购物广场有限公司	550.45	718.67	-168.22
大商集团鸡西新玛特购物广场有限公司	2491.21	1914.21	577
大商集团七台河新玛特购物广场有限公司	424.13	328.62	95.51
大商集团沈阳新玛特购物广场有限公司	2305.28	1085.36	1219.92
大商集团佳木斯百货大楼有限公司	1494.57	1256	238.57
大商集团佳木斯华联商厦有限公司	790.03	1015	-224.97
大商集团阜新新玛特购物广场有限公司	2344.06	3298.54	-954.48
麦凯乐（青岛）百货总店有限公司	-3771.36	-5703.96	1932
哈尔滨麦凯乐百货总店有限公司	-4305.90	-119.31	-4186
大商集团铁岭新玛特有限公司	101.63	-482.1	583.73
大商集团丹东新玛特有限公司	-1126.42	新店	
大商集团（新乡）新玛特购物广场有限公司	-381.77	新店	
大商集团（郑州）商贸有限公司	-4244.72	新店	
四川省自贡市大商投资有限公司	-1103.36	新店	
大商集团太原新玛特有限公司	-152.09	新店	

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业资深分析师。

代薇，长江证券零售行业分析师。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。