

大厦股份

600327

增持/ 首次评级

稳中求胜

股 价	2009/07/16
RMB9.94	

基础数据

总股本（百万股）	326
流通 A 股（百万股）	170
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1687

财务数据

市净率 (X)	4.02
TRACING P/E (X)*	30.81
EPS (元)	0.13
股息率 (%)	1.51

*最近四季盈利计算。

相关研究

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4257.6	1364.8	5388	6429	7255
(+/-%)	27.3	26.4	26.6	19.3	12.9
归属母公司净利润(百万元)	108.4	42.9	308	376	449
(+/-%)	29.0	-7.0	28.4	26.3	18.2
EPS(元)	0.33	0.13	0.43	0.54	0.64
P/E(倍)	29.9	75.6	23.59	18.67	15.8

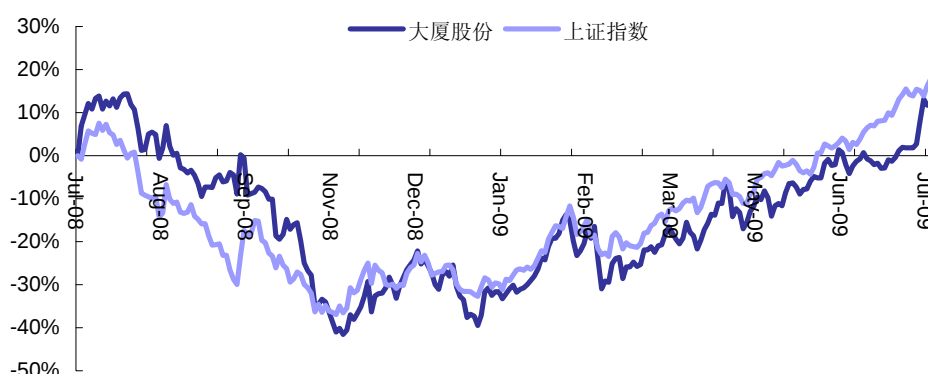
■ 公司的经营状况良好，账面现金充裕，而且每股经营现金流量呈逐年稳步上升的趋势。无锡作为苏锡常的核心城市，该地区居民的强劲的消费需求未来将推动公司销售收入和毛利率的进一步提升。公司暂时无大的扩张计划，而且对旧门店的改造和装修在 08 年基本上已经全部完成，因此公司未来几年的资本性开支将维持在较低水平，其账面现金也将更加充裕。

■ 业绩稳定增长和优良的现金流量为投资者收取稳定收益提供了保障，但同时也说明公司未来业绩出现爆发性增长的可能性较小。从公司自身利益考虑，我们认为公司未来有可能通过股权置换回收部分三凤桥肉庄股权，若如此兑现，这将成为公司未来业绩增长的亮点。

■ 公司的百货业务占公司净利润总额 80% 左右。无锡商业大厦 A、B 栋实际营业面积合计约 5 万平方米左右，陆续引进 HERMES、GUCCI、BUBBERY、FENDI 等国际名牌。随着门店品牌调整地逐步完成，其平销仍有望得到进一步的提升。我们预计公司 2009-2011 年每年约保持 12% 左右的销售增速，由于 09 年 1 季度公司加大促销力度导致毛利率和期间费用有较大幅度的上升，预计 09 年净利润增幅要低于销售增长，预计在 8% 左右。

■ 考虑公司稳定的业绩增长和较高的分红比率（分红约占当年净利润的 40% 左右），我们认为其更适合于保守型的投资者。我们预计公司 2009—2011 年 EPS 为 0.43/0.54/0.64 元，结合 DCF 和 PE 估值，公司的合理价值为 12.4—12.9 元，给予“增持”投资评级。

最近 52 周股价表现



吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhq.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhq.com

耿邦昊

+0755-80280081

gengbh@lhq.com

通过 7 月 15 日对公司的实地调研和与管理层的沟通，我们认为公司的优势在于公司业绩增长较为稳定，而且其账面现金流充裕，随着苏锡常地区高端客户的逐渐回流，公司的销售收入和毛利率将得到进一步的提升。但是公司门店扩张策略趋于保守，其百货业务几乎无扩张预期，这说明公司未来业绩出现爆发性增长的可能性较小，因此我们认为其更适合于保守型的投资者。我们对公司的各个业务分析如下：

百货业务

公司的百货业务基本上已完成其历史上最大规模的结构调整卖场改造，公司一线品牌达到 35 个，陆续引进 HERMES、GUCCI、BUBBERY、FENDI 等国际名牌。改造后商业大厦 A、B 栋实际营业面积合计约 5 万平方米左右，08 年实现销售收入 13 亿元，其中新引进品牌占百货销售收入的 8.35% 左右。随着品牌调整的逐步完成和落实，公司的平销仍有望得到一定的提升。

目前公司百货门店的扩张基本上处于停滞阶段，目前只拥有无锡商业大厦一家百货门店，虽然位于无锡的核心商圈，但是周边分布八佰伴、百胜等多个竞争对手，竞争环境激烈。同时公司暂时也无向其它二线城市扩张的计划，因此公司百货业务未来更多的是通过品牌结构调整和加强配套设施等来实现内生增长，其增长空间相对受限。

我们预计公司 2009-2011 年每年约保持 12% 左右的销售增速，由于 09 年 1 季度公司加大促销力度导致毛利率和期间费用有较大幅度的上升，预计 09 年净利润增幅要低于销售增长，预计在 8% 左右。

表 1：公司主要竞争者情况

	开店时间	销售规模	品牌定位	地理位置
三阳百盛	1999 年	2 个亿左右	时尚百货	人民中路、核心商圈
新世界	1996 年	1.5—2.0 亿左右	高档百货，品牌定位有下调趋势	中山路 337 号、核心商圈
茂业	2008 年	-	时尚百货	清扬路、无锡新区
八佰伴	1996 年开业，2008 年底完成改造	8 亿—10 亿，其中购物卡规模约 1 亿元	高档百货	中山路 168 号、核心商圈
恒隆	2012 年	—	高档百货，但由于主要高端品牌在无锡已有布点，面临品牌引进问题	人民中路、核心商圈
远东百货	2010 年	—	时尚百货	中山路核心商圈
英武百货	2009 年	—	时尚百货	中山路核心商圈

数据来源：联合证券整理

汽车业务

公司于 2008 年收购了新纪元汽车有限公司 94% 股权后，加上公司东方汽车的 25 家 4S 店，公司目前已占有了无锡汽车销售市场 50% 以上的销售份额。根据我们实地调查情况来看，预计东方汽车 4S 店 09 年上半年有望实现营业收入 10 亿元左右，毛利润约 2.5 亿元；新纪元汽车店上半年估计实现销售收入约 6.5 亿元，毛利润 5 千万元。

两家公司的汽车毛利率较去年同比都有一定增长，其原因在于：1) 收购新纪元后，公司市场份额的迅速上升，其定价能力得到很大的提升。2) 高毛利的汽

车售后服务业务销售规模持续上涨。

短期来看，无锡汽车市场回暖趋势在 09 年下半年仍可持续，我们预计公司汽车 4S 店 09 年全年销售收入可达到 30 亿左右，随着售后服务销售规模的不断扩大，汽车业务毛利率也将继续延续提升趋势，预计毛利润约为 2.9 亿元，实现净利润 1816 万元，较全年同期增长 97%。

东方电器

东方电器跟随大厦百货经营的调整，对大厦店的经营大类、商品层次、促销手段做出了相应调整，同时另外两个门店也针对周边家电卖场的特点，对经营格局又进行了调整定位。上半年金融危机对家电销售影响较大，销售收入有所下降，但毛利率扩大。我们预计家电业务上半年贡献净利润有望超过 1000 万元，全年有望新增 260 万元左右，较去年同期增长 18.3%。

三凤桥业务

三凤桥公司 08 年全年实现销售收入 11,820 万元，比同期增长 8.08%；其中公司相对控股 35% 的三凤桥肉庄和控股 75% 的三凤桥食品专卖分实现了 1719 万和 117 万的净利润。三凤桥食品专卖公司 08 年度加快了市场开发的步伐，上海、浙江、大连、深圳等地建立了合作关系，同时新区三凤桥梅村生产基地将于下半年竣工，由此公司将进一步拓展快餐、休闲食品的市场营销领域。我们预计全年收入和净利润的增幅应该在 10% 以上，实现净利润约 2039.2 万元，公司按照权益享有的净利润约 731 万元，较去年同期增加 70 万元左右。

表 2：主营业务盈利预测

单位：百万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
百货业务	收入	1,299.1	1,454.9	1,629.5
	毛利润	269.9	276.4	342.2
	净利润	101.0	130.9	179.2
	EPS（扣除所得税后）	0.25	0.32	0.44
汽车业务	收入	2,105.1	3,000.0	3,750.0
	毛利润	139.3	286.9	310.1
	净利润	9.2	18.2	24.1
	EPS（扣除所得税后）	0.02	0.04	0.06
家电业务	收入	465.5	535.4	615.7
	毛利润	41.9	48.7	56.2
	净利润	13.8	16.3	18.8
	EPS（扣除所得税后）	0.03	0.04	0.05

数据来源：公司年报、联合证券研究所整理

估值比较

我们预计公司 2009-2011 年有望实现销售收入 53.9 亿/64.3 亿/72.6 亿元，EPS 为 0.43/0.54/0.64 元。目前 A 股百货行业平均 PE 为 36 倍，考虑到下半年经济的不确定性仍然存在，我们认为给予 2010 年 30 倍 PE 较为合理。若给予 30 倍 PE，公司对应的合理价值为 12.9 元。若假设市场预期收益率为 10%、WACC 为 7.42%，DCF 模型显示公司的合理价值为 12.4 元。

结合 DCF 和 PE 估值，我们认为公司的合理价值为 12.4—12.9 元左右，给予“增持”的投资评级。

表 3：DCF 估值假设

贝塔值 (β)	0.674
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (Ke)	7.56%
债务成本 Kd (%)	5.68%
债务比率 D/(D+E)(%)	7.39%
WACC	7.42%
永续增长率	1.0%

数据来源：联合证券研究所预测

表 4：DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.60%	24.33	31.01	46.03	110.98	-149.95	-37.76
4.60%	19.15	22.61	28.74	42.51	102.09	-137.23
5.60%	15.82	17.87	21.04	26.66	39.31	93.99
6.60%	13.50	14.81	16.69	19.61	24.77	36.39
7.60%	11.80	12.68	13.89	15.61	18.30	23.04
8.60%	10.49	11.11	11.93	13.04	14.63	17.09
9.60%	9.45	9.91	10.49	11.24	12.26	13.72
10.60%	8.62	8.96	9.38	9.91	10.60	11.54
11.60%	7.92	8.19	8.50	8.89	9.38	10.02
12.60%	7.34	7.55	7.79	8.08	8.43	8.89

数据来源：联合证券研究所预测

表 5：同类上市公司估值比较

证券代码	证券简称	09EPS	10EPS	11EPS	PE	PB	PS
600828	成商集团	0.63	0.82	1.73	38.86	9.88	2.79
000417	合肥百货	0.33	0.42	0.53	34.33	4.49	0.82
000501	鄂武商 A	0.44	0.53	0.68	31.61	4.22	0.86
000785	武汉中商	0.16	0.22	0.29	58.84	3.88	0.71
000987	广州友谊	0.75	0.86	1.05	26.73	5.60	2.62
002187	广百股份	1.03	1.28	1.62	30.09	4.71	1.32
600280	南京中商	0.40	0.82	0.95	52.71	3.48	0.54
600628	新世界	0.34	0.44	0.49	37.12	3.58	2.28
600631	百联股份	0.37	0.45	0.52	39.81	2.66	1.55
600694	大商股份	0.79	1.05	1.67	39.35	2.92	0.48
600697	欧亚集团	0.78	0.99	1.26	29.83	4.24	0.93
600729	重庆百货	0.91	1.08	1.16	28.96	5.31	0.73
600858	银座股份	0.71	0.94	1.20	33.39	3.69	1.09
600859	王府井	1.02	1.20	1.49	29.91	4.38	1.01
算数平均		0.62	0.79	1.05	36.54	4.50	1.27
中位数		0.63	0.82	1.05	34.33	4.24	1.01

数据来源：万德、联合证券研究所整理

表：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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1059	1259	1493	1679	营业收入	4258	5388	6429	7255
现金	524	539	643	726	营业成本	3699	4684	5620	6318
应收账款	43	48	57	65	营业税金及附加	33	42	51	57
其它应收款	19	27	33	37	营业费用	128	183	193	218
预付账款	134	217	247	274	管理费用	209	264	296	337
存货	338	428	514	577	财务费用	29	7	7	6
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	1255	1350	1536	1710	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	208	229	252	277	投资净收益	20	22	23	24
固定资产	623	671	788	888	营业利润	176	230	285	344
无形资产	204	242	284	325	营业外收入	4	0	0	0
其他	221	208	212	220	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	2314	2609	3029	3389	利润总额	176	230	285	344
流动负债	1317	1491	1763	1954	所得税	47	60	74	96
短期借款	254	303	338	358	净利润	129	170	211	248
应付账款	290	362	436	490	少数股东损益	20	31	35	40
其他	773	827	990	1106	归母公司净利润	108	139	176	208
非流动负债	46	45	45	45	EBITDA	282	308	376	449
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.43	0.54	0.64
其他	46	45	45	45					
负债合计	1363	1537	1808	1999	主要财务比率				
少数股东权益	189	219	254	294	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	326	326	326	326	成长能力				
资本公积	151	151	151	151	营业收入	27.3%	26.6%	19.3%	12.9%
留存收益	286	376	490	618	营业利润	8.3%	30.3%	24.2%	20.7%
归母公司股东权益	763	853	966	1095	归母公司净利润	29.0%	28.4%	26.3%	18.2%
负债和股东权益	2314	2609	3029	3389	获利能力				
					毛利率	13.1%	13.1%	12.6%	12.9%
现金流量表					净利率	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%
					ROE	14.2%	16.3%	18.2%	19.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	32.5%	36.1%	41.7%	43.6%
经营活动现金流	336	288	392	403	偿债能力				
净利润	129	170	211	248	资产负债率	58.9%	58.9%	59.7%	59.0%
折旧摊销	77	72	84	99	净负债比率	26.12%	19.69%	18.69%	17.92%
财务费用	29	7	7	6	流动比率	0.80	0.84	0.85	0.86
投资损失	-20	-22	-23	-24	速动比率	0.55	0.56	0.56	0.56
营运资金变动	127	51	112	74	营运能力				
其它	-6	11	1	1	总资产周转率	1.97	2.19	2.28	2.26
投资活动现金流	-174	-164	-253	-256	应收账款周转率	115	117	121	118
资本支出	161	97	181	182	应付账款周转率	14.40	14.38	14.10	13.65
长期投资	-3	34	38	42	每股指标 (元)				
其他	-16	-33	-34	-33	每股收益 (最新摊薄)	0.33	0.43	0.54	0.64
筹资活动现金流	-112	-110	-35	-64	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.03	0.88	1.20	1.24
短期借款	33	49	35	20	每股净资产 (最新摊薄)	2.34	2.62	2.96	3.36
长期借款	-102	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	30.29	23.59	18.67	15.80
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	4.30	3.85	3.40	3.00
其他	-43	-158	-70	-85	EV/EBITDA	10	10	8	7
现金净增加额	50	14	104	83					

数据来源：联合证券研究所预测

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。