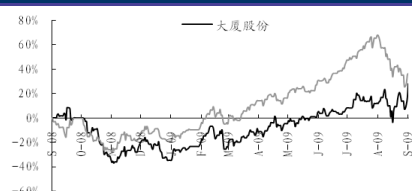


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
大厦股份	14.3	23.2	27.5
沪深 300	-18.7	4.7	36.7

市场数据 2009.09.04

当前价格 (元)	10.84
52 周价格区间 (元)	5.36-10.84
总市值 (百万)	3535
流通市值 (百万)	1840
总股本 (万股)	32606.9883
流通股 (万股)	16976.6988
日均成交额 (百万)	8152
近一月换手 (%)	119.5

相关报告
联系人

栾雪飞

电话: 0755-83716973

邮件: luanxf@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 百货零售主业具有防御性,为公司提供充足现金流;汽车主业在经济上升期为公司提供了成长动能;餐饮、家电、超市、商业出租等业务虽然占比不超过 15%,是百货主业的有效补充;
- 无锡市商业龙头,单极商圈无以撼动,真正竞争者目前看只八佰伴一家。商业大厦每年 2 万平米的循环置换和业态升级已经完成,引入国际一线品牌 41 个,开始步入黄金恢复期,预计未来 3 年收入复合增长率可达 15%;毛利率有较大提升空间;利润弹性大,收入增长将快于费用增长。预计 09-11 百货业务收入分别为 14.9、17.2、19.9 亿元,增长率 14%、15%、16%,毛利率 22.1%、22.3%、22.5%,净利润增长率 29%、24%、21%;
- 收购新纪元后,东方汽车和新纪元合计占领无锡 75% 的销售份额,市场竞争格局改观带来的议价能力提升和 4S 店量级上升带来的后产业服务增长有效提升毛利率,汽车 4S 店业务将增厚未来两年业绩。预计 09-11 收入增长率 50%、15%、20%,毛利率 6.35%、6.5%、6.7%,净利润增长率 226%、18%、24%;
- 预计 09-11 年获得江苏银行、广电信息网络、国联信托投资收益 1384、1550、1715 万元,不排除江苏银行、江苏广电网络上市可能性,股权增值空间较大;
- 估值与投资评级。作为无锡市商业龙头,百货业务为公司提供了稳健的现金流入;收购新纪元后,成为当地汽车销售龙头,10-11 年将有 21% 的利润增长,为公司提供了成长动能和市场想象空间。公司持有的江苏银行和江苏广电网络不排除上市可能性,带来较大增值空间。09-11 年 EPS 为 0.599、0.718、0.859 元,对应 18、15、12.6 倍 PE,商业行业 09 年 PE 为 35 倍;公司 08 年 PS 值 0.84 倍,行业 08 年 PS 均值 1.36 倍;公司 09-11 年净利润复合增长率 25.07%,PEG0.7。PE、PS、PEG 估值优势明显,首次给予公司“买入”评级。

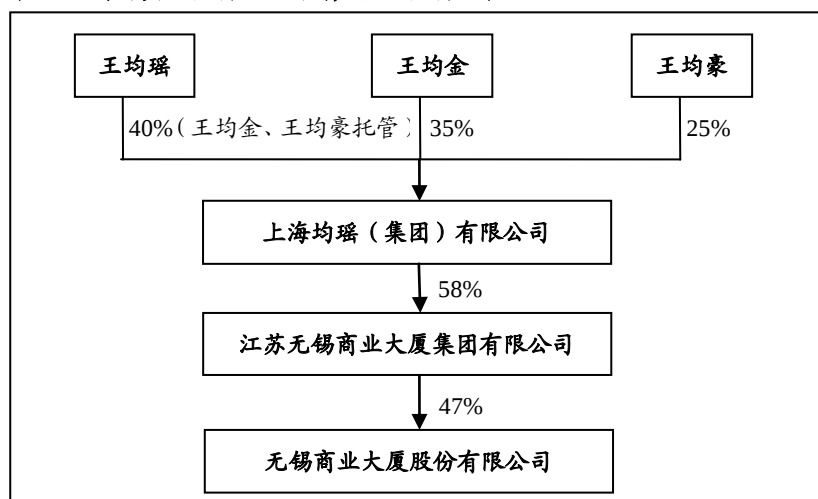
(百万元)	08A	09E	10E	11E
营业收入	4215	5555	6314	7370
EBIT	206	282	337	402
净利润	154	212	253	302
每股收益 (元)	0.433	0.599	0.718	0.859
每股净资产	2.3	2.899	3.617	4.476
全面摊薄 ROE	18.83	20.7	19.9	19.2

无锡市商业龙头，垄断当地汽车销售市场

无锡商业大厦大东方股份有限公司(更名前为无锡商业大厦股份有限公司)前身为江苏无锡商业大厦有限公司(大厦有限公司),是由江苏无锡商业大厦集团有限公司、无锡市商业实业有限公司、无锡市商业建设发展有限公司、无锡市商业对外贸易公司、无锡天鹏集团公司等五家企业法人共同出资 6,500 万元人民币组建。大厦有限公司于 1998 年 1 月 20 日注册成立,注册资本 6,500 万元人民币,上述股东出资额占注册资本比例分别为 90%、9.07%、0.31%、0.31%、0.31%。2002 年 6 月 10 日首次向社会公开发行 A 股 4,000 万股,发行价格每股为 9.40 元。目前公司总股本为 3.26 亿股,流通股本 1.7 亿股。截至 2009-8-31,公司总市值 29.64 亿元,流通市值 15.43 亿元。

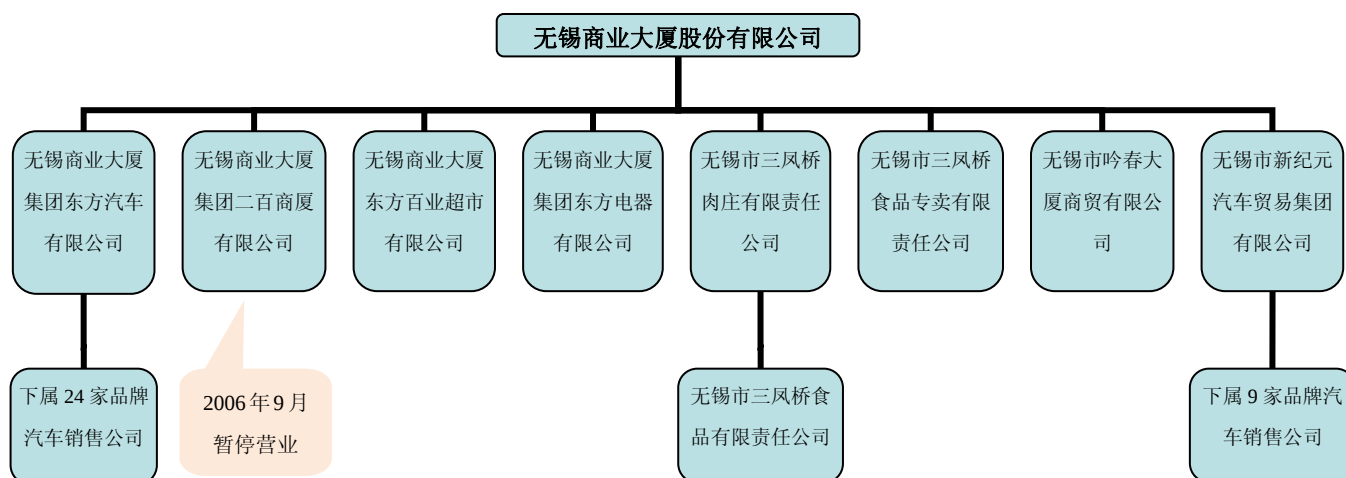
公司实际第一控股股东为上海均瑶(集团)有限公司,主要经营四部分业务:乳品(渐渐退出)、房地产、百货零售、航空服务业(吉祥航空等),其中百货零售业务部分目前只有大厦股份。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源 公司公告

图 2 公司主要控股子公司



资料来源 公司公告

公司目前主营业务情况:

无锡市商业龙头，经营无锡市商业大厦 A、B 楼。百货是公司利润的主要来源。历经三年装修改造，商业大厦进入正常经营状态，将有效吸引苏锡常高端客户回流本地。虽然公司百货业务暂无明确扩张预期，但恢复性增长和业态升级将使公司未来三年业绩增长得以持续；

公司在无锡市拥有 33 家汽车销售 4S 店，在南通市拥有 1 家雷克萨斯 4S 店，汽车销售是公司收入的最大来源和盈利新亮点；

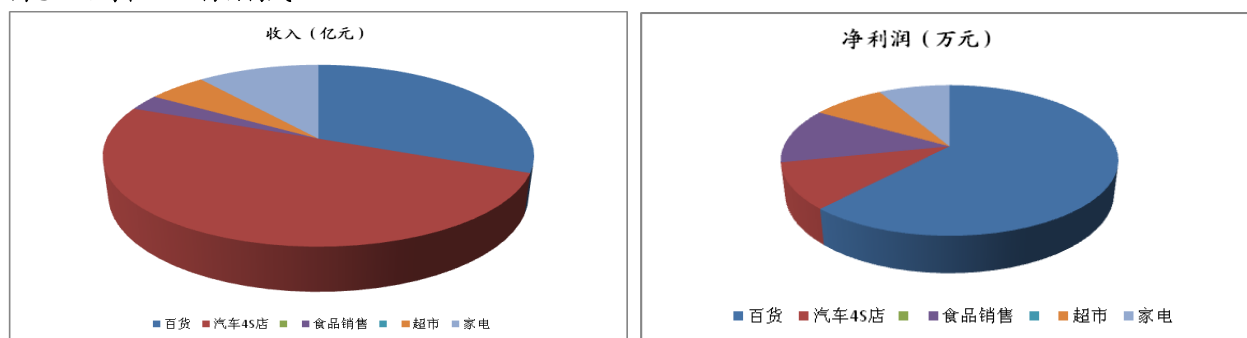
此外，三凤桥品牌熟食品业务不断拓展，熟食制品年销量已达 2,105 吨，梅村生产基地二期工程在于 2008 年 11 月底主体大楼封顶，建成后年生产熟食品能力上万吨，年快餐生产能力 360 万份。

表 1 公司 2008 年主营业务情况

	经营单位	收入（亿元）	净利润（万元）	公司持股比例（%）	对母公司利润贡献（万元）
百货	无锡商业大厦 A、B 楼	13	8500	95	8000
汽车 4S 店	东方汽车有限公司	16	1321	94.84	870
	新纪元汽车有限公司	5	41	94.59	39
食品销售	三凤桥肉庄	1.2	1491	35	500
	三凤桥食品专卖有限公司	-	147	75	110
超市	东方百业超市	2.2	1146	60	200
家电	东方电器有限公司	4.6	1126	95	1070
商务出租	吟春大厦主楼	-	-1500	78.81	-1000

资料来源 公司公告

图 3 公司收入、利润构成



资料来源 公司公告

百货零售主业 2009 年开始进入业绩释放期，奠定公司稳健经营本质

无锡消费增速快于其他城市，消费文化略显保守

2004-2008 年 5 年期间，无锡市社零总额复合增长率 24.5%，2008 年同比增长 22.6%，达 1,391.5 亿元，增幅远高于全国 21.6% 的平均值。2009 年 1-7 月，无锡市社会消费品零售总额累计 679.62 亿元，同比增长 17%，与苏州和常州基本相近，增速明显高于上海市场的 13.8%。

2008 年末全市常住人口 610.73 万人，市区城市居民人均可支配收入 23,605 元，同比增长 13.0%。城市居民人均消费性支出 13,563 元，同比增长 10.7%。人均消费支出/人均消费收入为 57.5%，在我们选取的七座城市中最低（最高的是杭州），显示出无锡市消费文化的略显保守。究其原因，是在于“吴文化”影响之下的无锡人消费讲究习惯，譬如人群动线习惯、消费品牌习惯、购买价格习惯。虽然略显保守，但是一旦品牌观念形成，培养的终端客户对品牌的忠诚度也非常高。

表 2 长三角主要城市 1-5 月份累计社会消费品零售总额及其同比增速、收入支出水平

	上海	南京	无锡	苏州	常州	杭州	宁波
社会消费品零售总额（亿元）	2085	793	680	729	366	699	549
同比增长(%)	13.7%	16.9%	17%	16.9%	16.8%	11.9%	12.9%
人均消费支出/人均消费收入	61.7%	65.4%	57.5%	63.6%	59%	69.4%	64.7%

资料来源 各市统计局、Wind

市府加快提升无锡商贸调整步伐。2009 年 7 月 13 日，无锡市政府印发《无锡市现代商贸业调整与提升行动计划（2009-2011 年）》，提出 2009-2011 年，社会消费品零售总额年均增长 16% 以上，连锁经营零售额占社会消费品零售总额的比重每年提高 2 个百分点以上，商品市场成交额年均增长 17% 以上，商贸业协议利用外资和实际到位外资年均增长 10% 以上。2011 年社会消费品零售总额达到 2,170 亿元。力争商贸业增速在长三角地区保持领先，总量在全国大中城市的地位攀升，商贸业对全市经济增长的拉动力继续提升。

单极商圈无以撼动，真正竞争者目前看只八佰伴一家

单极商圈无以撼动，市府政策加快商圈重塑步伐。与无锡人的消费习惯有关，无锡市比较高档的商业几乎都集中在中山路和人民路，目前无锡的中心商务区就是以中山路为轴心，学前街到县前街就是这轴心上的钻石地段。八佰伴、商业大厦、三阳百盛、大洋百货、新世界五座大型商场将中山路的商业功能凸显出来，使中山路牢牢坐稳无锡商圈第一把交椅。而其他商圈，比如河埭口商圈（万达商业广场）、南门地区、北门等，都没法形成比较繁华的商业中心。目前无锡政府正在加快推进“一主一副”中心商业区建设——主城区商业中心着力打造“两路、两寺、一站”，通过红豆国际广场（计划开设远东百货）、第一百货招商改造，重振中山路北端商圈，完成南长街、青石路开发改造，实现中山路商业街延伸；加快恒隆、苏宁广场等商业项目建设，重塑人民路商业街。

目前来看，同样定位于高档百货的八佰伴是商业大厦最大的竞争对手。港资背景，1996 年 7 月正式营业，占地 1.62 万平米，建筑面积 8 万平米，集购物、娱乐、餐饮、休闲于一体。2007 年，八佰伴引进国际先进的百货商场设计理念和风格，总投资 2.5 亿元，对商场购物环境进行重新设计和全面改造，改造完工后，单层建筑规模原有的 7,000 平米扩展到 1 万平米；总体建筑规模从 7.8 万平米扩展到 10 万平米，改造后商场的经营面积达 7 万平米。目前八佰伴年营业额已超过 10 亿元，在经营规模和定位上与商业大厦较为接近。新建商场一楼以引进国际一

线精品为定位目标，经营布局全面调整装修，扩大了化妆品和国际精品面积，更多引进国际一线品牌。

商业大厦与八佰伴相比，显著优势是在品牌升级道路上占了先机。经过近三年品牌招商与升级改造，目前商业大厦共引进国际一线品牌 27 个，包括 Hermes, GUCCI, BURBERRY, DIOR, Estee Lauter, Chanel, Fendi, 等。八佰伴目前国际一线品牌数量引入较少，在经营档次上与公司拉开差距，由于国际大牌资源具有稀缺性，并且在同一商圈重复开店概率较小，公司在未来商圈竞争中优势逐步显现。

至于其他几家百货公司，新世界、百盛、大洋，主要定位中档时尚商品，同质品牌和定位重复度高，与商业大厦和八佰伴错位经营明显。

商圈容量有限，未来几年竞争或将加剧。商圈内计划新开的百货门店有英武百货（君乐酒店裙楼）、远东百货（红豆国际广场）、恒隆广场。由于君乐酒店裙楼目前仍在装修，预计英武百货最早要 2009 年年底开业，远东百货和恒隆广场预计于 2010-2013 年开业。由于中山路街道较窄，地铁施工尚未开始，停车场容积有限，我们判断商圈实际可容纳的百货业体量不大，过度竞争对于大厦股份势必形成新的挑战，一些新引入的国际一二线品牌将被分流，进驻到其他门店。

表 3 商圈主要竞争者和潜在竞争者

	开店时间	经营面积	销售规模	品牌定位	地理位置
商业大厦 A 楼	1987 年开业，2008 年下半年改造完成	5 万平米	10 亿元左右	高档	中山路，距离地铁三阳广场站 150 米
八佰伴	1996 年开业，2008 年底完成改造	7 万平米	10 亿元左右，购物卡规模在 1 亿元	高档	中山路，距离地铁三阳广场站 400 米
恒隆广场	2012-2013	9.5 万平米	-	高档	人民中路
远东百货	2010	4.2 万平米	-	高档	中山路
英武百货	2009	2 万平米	-	高档	中山路
商业大厦 B 楼	2005 年收购，2008 年下半年完成改造	2 万平米	1-3 亿元	时尚	中山路
三阳百盛	1999	2 万平米	2-3 亿元	时尚	人民中路
新世界	1996	1.6 万平米	2 亿元左右	中高档	中山路
大洋百货	2003	2.3 万平米	1 亿元左右	时尚	中山路
苏宁银河	-	-	-	时尚	中山路
茂业百货	2008	-	规模不大	时尚	新区清扬路

资料来源 国海证券研究所

率前提档，三年改造完成，2009 年进入百货业务全面成长期

商业大厦每年 2 万平米的循环置换和业态升级完成，引入国际一线品牌 41 个，百货业务开始步入快速增长轨道。三年前，国际一二线品牌向二三线城市拓展，公司敏锐的抓住了该次机遇。作为内资百货企业中较早完成体制转换的先行者，公司过去 3 年由于重大定位转型进行大规模装修，对 2006-2008 年业绩负面影响较大。2008 年 9 月份集中装修已基本结束，改造后的商业大厦 A、B 栋营业面积合计约 5 万平米，2008 年实现销售收入 13 亿元，一楼的一线国际名品部营业面积 6500 万平米，品牌招商目前基本完成，开始步入良性销售状态。一线品牌成功招商为公司二三线品牌招商树立了很好的招牌效应，目前商业大厦二三线品牌的招商工作也基本结束。随着品牌逐步完善，公司平销值仍有望提升。

未来 3-5 年，我们很可能看到三点现象发生：

第一，百货业务进入黄金恢复期，预计未来 3 年收入复合增长率可以达到 15%。

定位重塑后，国际一线品牌具有很好的二线品牌招商效应。2008 年会员卡消费 36.54 万名，同比增长 148%；银行卡使用率由 2008 年初的 30%上升到年末的 38%；客单价由 2007 年的 361 元上升到 2008 年末的 505 元。新品牌进入为收入带来很好的提升作用，2009 年上半年的销售额有 33%是新品牌带来的。A 楼一层在去年国际一线品牌全部进入后，销售收入（不含化妆品）上半年增加了 5000 万左右，达 6500 万元；但二楼女装仍旧处于品牌升级后的磨合期，销售增速较慢，整个扩大面积后的 A、B 楼（营业面积基本具备可比性）2009 年上半年销售收入增长了 12.12%。

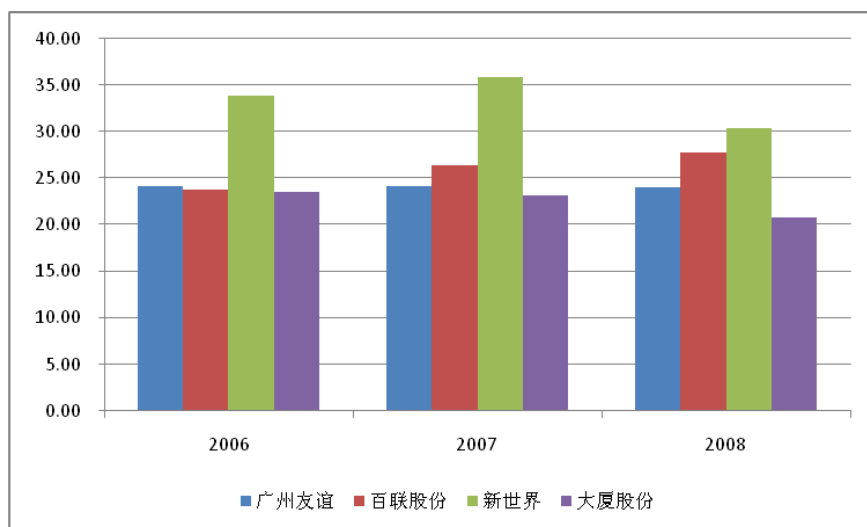
上半年百货收入增速较低的原因，我们分析原因有三：一季度市场相对还在低谷；八佰伴 2008 年四季度新楼开业、LV 等国际一线品牌等入驻对商业大厦造成了一定的客源分流；而二楼及以上女装等品牌尚需要一定时间的培育期也是主要原因，预计再通过两年左右的培育，二楼以上的品牌有望贡献更大的收入增长和毛利增长。

预计未来 3 年收入复合增长率可以达到 15%。随着调整改造结束，公司在 2008 年全年实现了 33% 的销售增长，受经济形势影响，08 年 4 季度销售额增长 21%，2009 年第 1 季度增幅降到 10%，第 2 季度百货销售增长 15%，趋势在好转，预计 3 季度仍能维持 15% 的增幅，4 季度有望增幅回升到 20%，全年销售增速将达到 15% 左右。我们以此作为公司未来三年的收入复合增长率水平。

第二，经营较成熟的品牌毛利率有提升空间。由于公司比商圈内其他百货公司更早完成变革，在未来几年的商圈竞争中优势明显。虽然国际名品城商品的扣点率只有 8%-15% 的水平，在客流恢复的过程中，有望通过提升 2-7 层二三线品牌服装的联营扣点率以提升毛利率。近几年来，公司百货毛利率一直维持在 23% 左右，2008 年，由于国际大牌陆续引入，百货毛利率下降到 20.8%。预计 2009 年一层大牌销售比重上升以及促销导致公司百货毛利率继续下滑至 20.5%。2010 年开始，回升至 21.3%。

跟同业定位于高档消费的几家上市公司——广州友谊、上海新世界、百联股份相比，公司毛利率水平最低，一方面反映出公司位于二线城市在招商方面吸引力不够，另一方面，公司整顿改造使得毛利率水平不稳定，仍有提升空间。

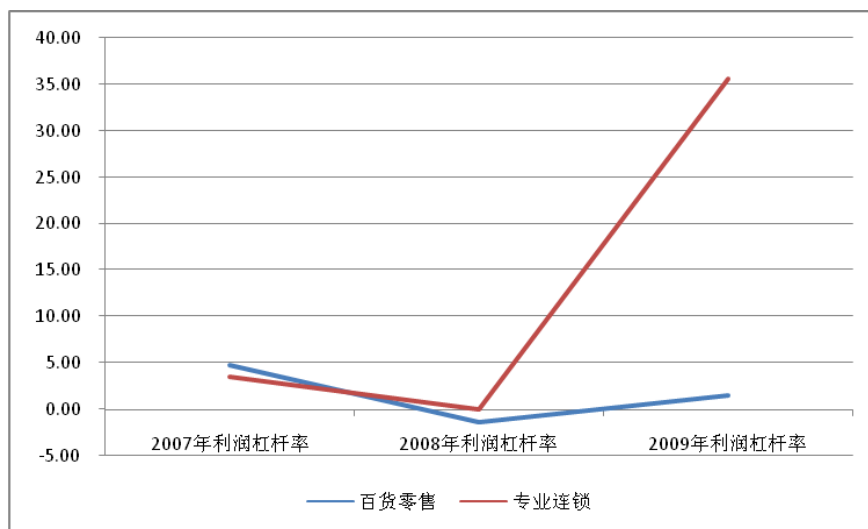
图 4 几家上市公司毛利率比较



资料来源 Wind

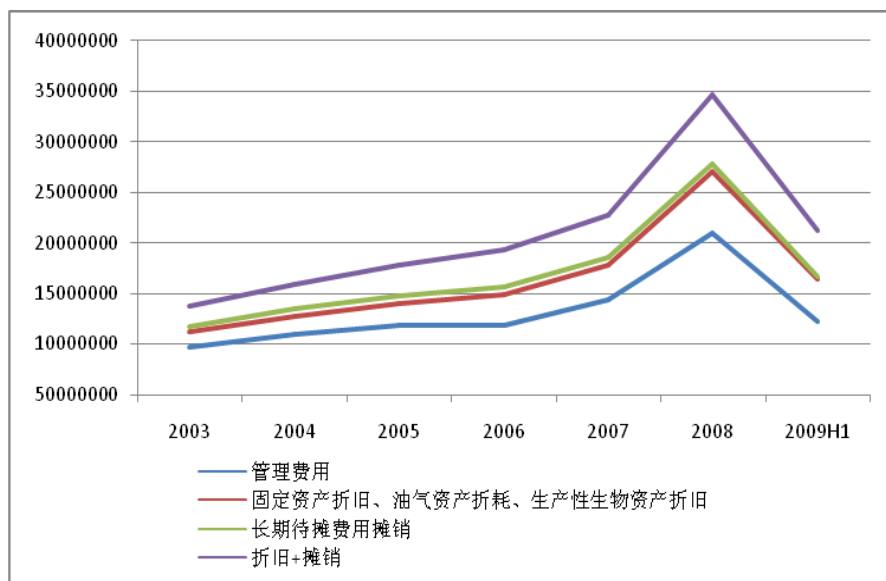
第三，利润弹性大，收入增长将会快于费用增长。由于公司折旧摊销政策相对稳健，费用控制能力较强，利润弹性较大，收入增长将快于费用增长。由于公司旧门店改造和装修 08 年基本完成，未来无大的扩张计划，资本开支将维持较低水平，根据商业零售行业平均 1.5 倍的利润杠杆率水平，公司百货业务净利润未来几年有望获得 15%-25% 的复合增长水平。

图 5 商业零售行业 2007-2009H1 利润杠杆率情况



资料来源 Wind

图 6 公司管理费用和折旧摊销变动情况



资料来源 Wind

百货业务稳守无锡市场，目前暂无扩张计划

公司百货目前只拥有无锡商业大厦 A、B 楼，暂无向其它城市扩张的明确计划，我们推断，公司百货业务未来主要精力更多放在通过品牌结构调整和加强配套设施等实现内生增长，增长空间受到一定制约。

表 4 百货业务盈利预测假设

母公司报表	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入(元)	816,707,295.40	984,422,409.40	1,309,612,107.00	1,492,957,801.98	1,716,901,472.28	1,991,605,707.84
收入增长率		20.54%	33.03%	14%	15%	16%
二、营业总成本(元)	715,251,240.70	875,588,168.30	1,210,917,081.00	1,359,884,557.60	1,545,111,325.05	1,776,412,291.39
营业成本(元)	623,991,259.70	756,465,634.60	1,037,002,972.30	1,163,014,127.74	1,334,032,443.96	1,543,494,423.58
毛利率	23.60%	23.16%	20.82%	22.10%	22.30%	22.50%
营业税金及附加(元)	11,087,944.50	15,631,988.80	17,906,786.60	22,394,367.03	25,753,522.08	29,874,085.62
营业税金及附加比率	1.36%	1.59%	1.37%	1.50%	1.50%	1.50%
销售费用(元)	34,991,478.60	35,114,162.60	33,596,086.00	38,816,902.85	44,639,438.28	51,781,748.40
销售费用率	4.28%	3.57%	2.57%	2.60%	2.60%	2.60%
管理费用(元)	51,989,873.80	67,499,598.80	114,528,023.70	126,901,413.17	133,918,314.84	145,387,216.67
管理费用率	6.37%	6.86%	8.75%	8.50%	7.80%	7.30%
财务费用(元)	-1,553,696.60	2,417,026.20	8,169,291.50	8,957,746.81	6,867,605.89	5,974,817.12
财务费用率	-0.19%	0.25%	0.62%	0.60%	0.40%	0.30%
期间费用率	10.46%	10.67%	11.93%	11.70%	10.80%	10.20%
资产减值损失(元)	-5,255,619.30	-1,540,242.70	-286,079.10	-200,000.00	-100,000.00	-100,000.00
三、投资净收益(元)	17,356,664.80	33,476,890.20	28,958,506.70	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00
投资收益比率	2.13%	3.40%	2.21%	2.01%	1.75%	1.51%
四、营业利润(元)	118,812,719.50	142,311,131.40	127,653,532.70	163,073,244.38	201,790,147.23	245,193,416.45
营业利润率	14.55%	14.46%	9.75%	10.92%	11.75%	12.31%
加：营业外收入(元)	163,863.90	271,658.90	215,839.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
减：营业外支出(元)	2,613,460.60	1,219,153.30	1,554,622.30	500,000.00	500,000.00	500,000.00
五、利润总额(元)	116,363,122.80	141,363,637.00	126,314,749.30	162,673,244.38	201,390,147.23	244,793,416.45
利润总额增长率		21.48%	-10.65%	28.78%	23.80%	21.55%
减：所得税(元)	32,430,402.32	39,327,363.81	25,199,792.49	32,534,648.88	40,278,029.45	48,958,683.29
所得税率	27.87%	27.82%	19.95%	20.00%	20.00%	20.00%
六、净利润(元)	83,932,720.48	102,036,273.19	101,114,956.81	130,138,595.50	161,112,117.78	195,834,733.16
净利润率	10.28%	10.37%	7.72%	8.72%	9.38%	9.83%
净利润增长率		21.57%	-0.90%	28.70%	23.80%	21.55%
七、每股收益	0.26	0.31	0.31	0.40	0.49	0.60
净利润 CAGR				24.66%		
股本	326,069,883	326,069,883	326,069,883	326,069,883	326,069,883	326,069,883

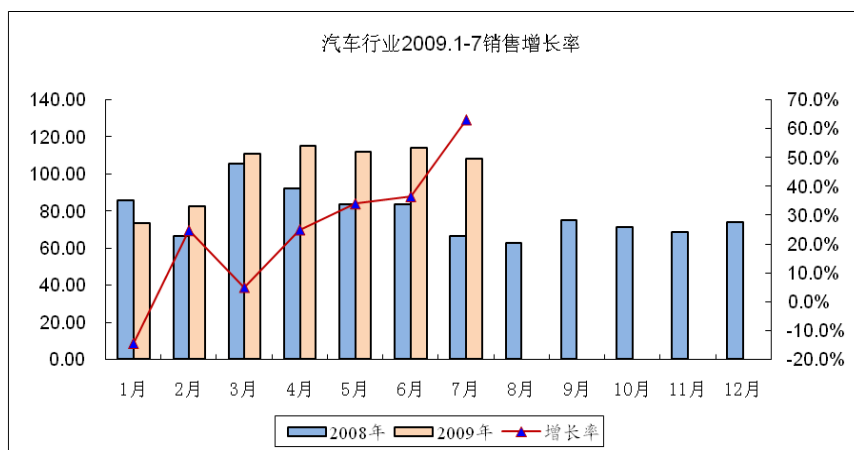
资料来源 公司公告、国海证券研究所（注：母公司报表基本可以反映商业大厦经营状况）

汽车 4S 店销售将持续增厚未来两年业绩

全国乘用车销售全年逐步走高，2009 年增幅预计达 36.9%

2009 年上半年，我国汽车半年度销量首次超过 600 万辆，达 609.88 万辆，同比增长 17.69%，在数量上暂时成为世界最大的新车市场。在扩大内需财政政策、汽车产业振兴规划、物流业振兴规划等政策法规的推动下，2009 年以来汽车销售逐月递增，1 月份国产汽车销量仅 73.58 万辆，2 月份增加到 82.75 万辆，3 月至 6 月连续 4 个月超过 110 万辆，创历史纪录。乘用车市场受燃油税改革、1.6 升以下购置税减半等政策的拉动，行情从年初开始启动，呈旺销势头。上半年全国乘用车生产 442 万辆，销售 453 万辆，分别比上年同期增长 21%和 26%。

图 7 汽车行业 2009.1-7 销售增长率



资料来源 国家信息中心

表 5 2009 年乘用车市场预测（单位：万辆）

车型	2008 年	2009 年			2009 年增长率	
	全年	上半年	下半年	全年	上半年	全年
轿车+MPV+SUV	566	359.83	386	745	19.80%	31.60%
微型客车	106	93.55	82	175	54.40%	65.10%
乘用车合计	672	453.38	468	920	25.60%	36.90%

资料来源 国家信息中心

无锡私家车消费市场未来几年预计会有 20%-30% 的销售增长

目前无锡市人均拥有汽车的数量在江苏省位于中上游水平（表 7），无锡市人口与苏州较为接近，人均收入与苏州相当，但是，以市区拥有汽车数量来看，无锡与苏州仍有较大差距（15 人/车：10 人/车）。目前无锡市私家车消费相当于苏州 2005 年的水平，而 2005-2008 年间，苏州私人汽车拥有量翻了一番。如果简单以此为标杆，无锡在未来 3 年内私人汽车消费量应该以 20%-30% 的年复合增长率增长。另外，无锡外来常住人口具有相当数量规模，按照 2006 年国家统计局数据，无锡外来常住人口数量全国位列第 9 位，总数量超过 150 万人，这部分外来常住人口也是汽车消费的重要力量。

表 6 江苏省各城市市区 2008 年私家车保有量

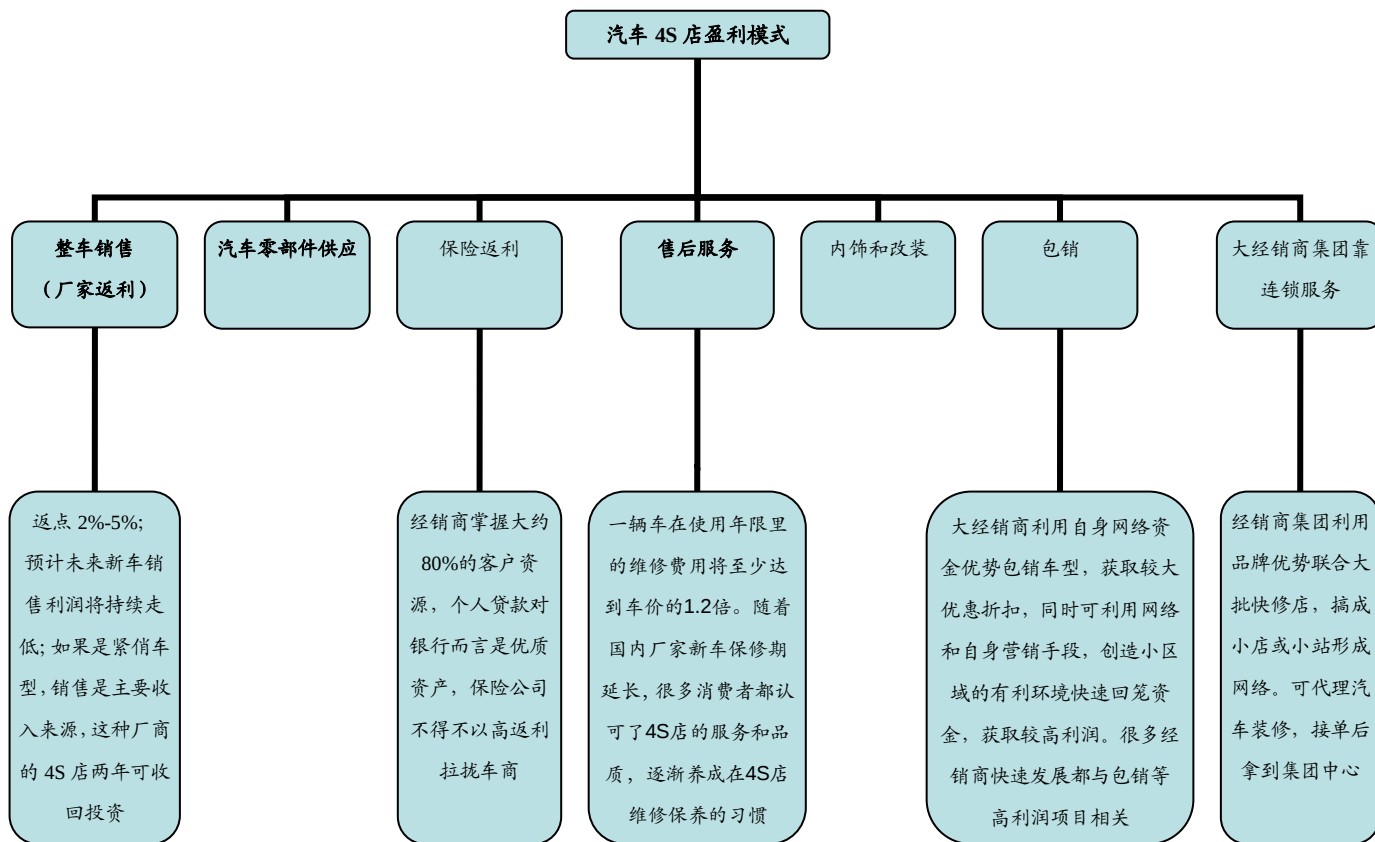
	市区户籍人口（万人）	市区私家车辆（万辆）	人/车	城镇居民收入（元）	农村居民收入（元）
无锡	240	16.24	15	34375	10026
苏州	240	22.98	10	31404	10475
常州	217	13.26	16	30413	9033
南京	534	29.7	18	35908	8020
扬州	120	4.84	25	24286	6586

资料来源 江苏省 2008 年统计年鉴

汽车量级上升带来 4S 店衍生产品需求加速上升

而自从 2004 年开始，无锡的私家车拥有量超过 10 万辆量级后，对 4S 店的售后服务等衍生产品需求也开始逐步呈现加速趋势。汽车 4S 店盈利构成大致分成 7 类。其中整车销售、汽车零配件供应各自大致占到公司利润的 20%、20%，毛利率水平最高的售后服务部分的利润可占到 50%-60%。

图 8 汽车 4S 店盈利模式分解



资料来源 国海证券研究所

东方汽车和新纪元整合完成之后，当地市场竞争格局大为改观

东方汽车（实际控制 51%）是公司运作汽车销售业务的平台，主要职能为投资、管理和控制孙公司（各个 4S 店）。2008 年收购新纪元后，公司一共拥有 34 家（25 家+9 家）4S 店，共占地 400 亩，经营面积超过 20 万平米（18 万平米+2 万平米）。

两个公司合并大大改变了当地汽车销售市场竞争格局。一方面，新纪元公司与东方汽车公司原来存在同质竞争关系，新纪元公司历史较长，并且一度曾是无锡市场汽车销售的第一名，公司将其收购之后整合了当地汽车销售渠道资源，避免了恶性竞争；另一方面，两家公司合计在无锡轿车市场份额达 75% 左右。对当地汽车销售市场的垄断，大大加强了公司的品牌议价能力。

表 7 东方汽车有限公司项目情况

项目	投资时间	情况介绍
东方汽车一城	2002 年	位于太湖大道广南立交桥西侧，占地面积 200 亩，拥有标准 4S 店 16 家
东方汽车二城	2003 年	学前东路尤度里段，占地面积也达到 200 亩，拥有标准 4S 店和汽车后市场项目 7 家
其他 1	2007 年	获得克莱斯勒、斯巴鲁等四家国际知名高端品牌授权；主流热销车型中，长安马自达品牌强势进入
其他 2	-	在金城湾汽车城、高力汽车城乃至南通地区，也有东方汽车标准 4S 店的辐射
后产业市场	-	东方汽车还拥有包括驾校、汽车用品超市、二手车市场、汽车租赁等庞大的汽车后产业市场。从经营规模看，经过 10 年发展，东方汽车已经打造成为华东地区最大的汽车销售服务基地，售后服务维修总额达 1.58 亿元，增长 45.5%，维修台次 21.68 万台，增加 30.59%

资料来源 公司公告

2009 上半年公司汽车销售收入 15.5 亿元，全年有望突破 30 亿元

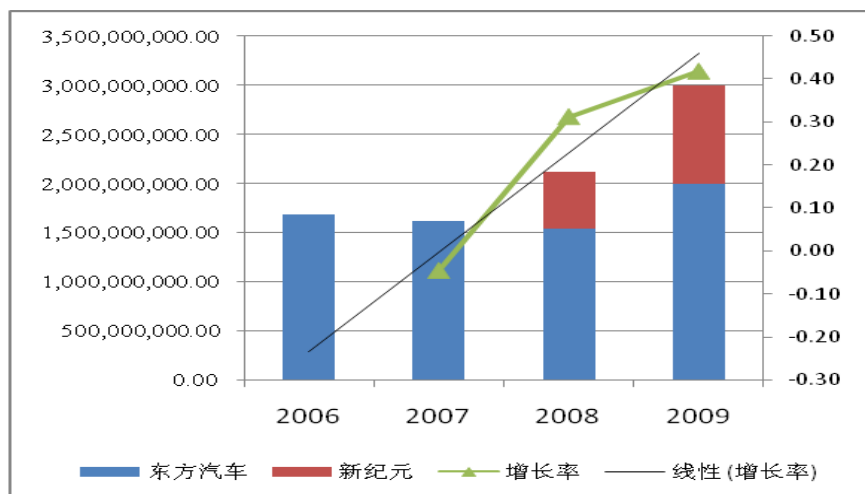
今年以来全国汽车销售回暖明显，东方汽车（25 家 4S 店）和新纪元（9 家 4S 店）两家公司上半年分别实现销售收入 10 亿元和 5 亿元，分别同比增长 30%和 10%。预计随着对新纪元业务的整合完成，未来销售增幅可能还会有所提升。

图 9 2004-2010 年公司汽车业务发展情况分析



资料来源 公司公告

图 10 公司汽车业务历年销售收入情况



资料来源 公司公告

项目整合、议价能力提升、服务项目开展将促使毛利率连年上升

两家汽车公司组织结构调整的效果刚刚开始体现。2008 年 4 月份公司开始经营新纪元，东方汽车和新纪元两家公司的 4S 店经营理念不统一，比如两家公司对于交纳风险保证金等管理方式的观念不一致，造成了一定的人才流失，再加上两家公司一些重叠的品牌，在价格协调上也出现了一些问题，而且新纪元有一部分 4S 店是没有毛利率较高的汽车销售售后业务的，因此我们看到的现象是，2009 年中报显示出的汽车销售毛利率出现了一定程度的下滑。从 2009 年 1 季度开始，公司进行组织机构调整，新纪元公司统一由原东方汽车管理人员进行管理，带来了经营效率的提高，整合后的效果刚刚才开始体现出来。

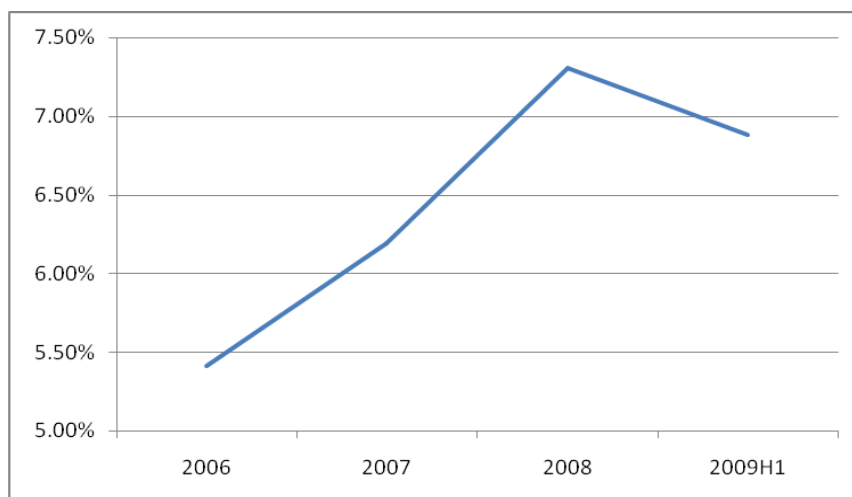
议价能力提升带来毛利率增长。两家公司整合后，一共占领了无锡市场 75% 左右的份额，改变了无锡市汽车销售市场的竞争格局，因此提高了公司的整体议价能力，有利于毛利率的长期健康增长。

后产业服务拓展毛利空间。两个汽车控股子公司 2009 年上半年分别实现毛利润 2 亿元和 5 千万元左右，毛利率共计达 6.88%。汽车销售部分的毛利率比较低，通常只有 2%-3%，而汽车维修保养业务的毛利率可以达到 30% 以上，成熟市场甚至可以达到 40%-50% 的水平。随着汽车保有量上升，汽车维修保养等后续服务业务比例提升，预计未来毛

利率将呈上升趋势。

风险提示。二季度集中返利贡献了 4S 店毛利润的大部分，我们预计 2009 年年报中，汽车销售毛利率可能会出现进一步的下降，从 2010 年开始毛利率逐步上升。

图 11 公司汽车业务毛利率情况



资料来源 Wind

现金流占用和库存积压等经营性风险不大

公司虽然全部通过现款方式向供应商提车，但通常是在终端用户办妥手续付款之后才提车，并由财务中心统一调度，所以公司基本上没有库存，库存积压风险较小，现金流占用问题不大。

表 8 汽车销售部分假设与盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
收入 (亿元)	21	31.5	36.2	43.5
收入增长%	-	50%	15%	20%
毛利润 (亿元)	1.54	2.00	2.35	2.91
毛利率%	7.31%	6.35%	6.50%	6.70%
净利润	0.092	0.3	0.353	0.437
净利润率%	0.44%	0.95%	0.98%	1.01%
净利润增长%	-	226.09%	17.65%	23.86%
权益净利润	0.087	0.285	0.335	0.415
每股 EPS (元)	0.027	0.087	0.103	0.127
股本 (亿股)	3.260	3.260	3.260	3.260

资料来源 国海证券研究所

其他业务发展基本平稳

公司除百货业务和汽车销售主业外，还经营食品零售、家电、超市和商厦出租业务，共计占到收入约 15% 的比例，净利润占比约 9%。

三凤桥食品销售业务——有望成为新的利润增长点

公司主要是通过三凤桥肉庄有限公司和三凤桥食品专卖有限公司经营食品业务。2008 年实现销售收入 1.18 亿元，同比增长 8.08%，净利润 1719 万元，同比增长 18%，由于公司持股三凤桥肉庄有限责任公司比例仅 35%，三凤桥肉庄 2008 年实际贡献权益净利润为 600 万元。毛利率高达 35%。

三凤桥肉庄有限公司作为当地老字号招牌，2006 年在上海设立了办事处，产品已打入上海家乐福等 10 家门店，11 月 800 箱熟食制品首次出口日本市场。熟食制品年销量已达 2,105 吨。公司控股 75% 的三凤桥食品专卖公司 2008 年加快了市场开发的步伐，与上海、浙江、大连、深圳等地建立了合作关系。在建的总建筑面积 8,800 平米的梅村二期工程，意在利用品牌优势做熟食加工，2009 年下半年有望建成，建成后年生产熟食品能力上万吨，年快餐生产能力 360 万份，公司想借此做大餐饮业务。梅村的地理位置靠近新区，公司对新区的单位供快餐，也可解决公司职工的中饭问题。因此，快餐业务也将作为梅村二期的辅业之一加以发展。受经济环境影响，2009 年上半年餐饮业务略有回落。随着梅村二期的投入使用，未来餐饮业务有望成为公司新的利润增长点。

两家三凤桥公司净利润增长比较稳定，预计 2009 年收入和净利润分别同比增长 10% 左右。随着三凤食品网络拓展及二期工程的完工，其销售收入将加快增长。

表 9 食品业务盈利预测与假设

	2008	2009E	2010E	2011E
收入（亿元）	1.18	1.30	1.45	1.67
收入增长%	-	10%	12%	15%
毛利润（亿元）	0.41	0.45	0.51	0.59
毛利率%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

净利润	0.172	0.208	0.233	0.267
净利润率%	14.58%	16%	16%	16%
净利润增长%	-	21%	12%	15%
权益净利润	0.060	0.073	0.081	0.094
每股 EPS	0.018	0.022	0.025	0.029
股本（亿股）	3.260	3.260	3.260	3.260

资料来源 公司公告、国海证券研究所

家电零售——无外延拓展计划，未形成连锁规模，盈利能力一般

公司家电业务载体为东方电器有限公司。3 家电器门店（商业大厦店、店东方电器大厦、解放西路店、鸿运店）均位于中山路商圈，依托于商业大厦大楼的东方电器大厦店身处大型综合性百货，人气较旺，最大特色在于能够保证无锡所有的高端家电第一发布时间在东方电器大厦店。近年来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。

公司家电销售尚未形成连锁经营规模，经营目标旨在利用公司的商誉以及完善品类结构，暂时没有开新店计划。截至 09 年 3 月份，无锡的连锁家电卖场达到 36 家，竞争激烈。在面临苏宁、国美等激烈竞争的大背景下，公司家电业务未来成长空间较小，公司更看重的是其为百货业务带来客流增量的作用。

2008 年公司家电销售收入 4.66 亿元，净利润 1448 万元，占公司总收入和净利润比例分别为 11%、12%，毛利率水平维持在 9% 左右。2009 年上半年东方电器资本市场投资获得投资收益，并且 2008 年供应商返利体现在了 2009 年上半年，所以，虽然销售收入有所下降，但是净利润同比增长达到 50%，若扣除投资收益，净利润几乎没有增长，预计全年家电业务因为打折促销减少，毛利率会略有上升至 9.2%，2010-2011 年毛利率保守维持在 9.2% 的水平。

表 10 家电业务盈利预测与假设

	2008	2009E	2010E	2011E
收入（亿元）	4.66	5.08	5.43	5.71
收入增长%	-	9%	7%	5%
毛利润（亿元）	0.42	0.47	0.50	0.53

毛利率%	9.00%	9.20%	9.20%	9.20%
净利润	0.1448	0.163	0.168	0.177
净利润率%	3.11%	3.20%	3.10%	3.10%
净利润增长%	-	12%	4%	5%
权益净利润	0.138	0.154	0.160	0.168
每股 EPS	0.042	0.047	0.049	0.052
股本（亿股）	3.260	3.260	3.260	3.260

资料来源 公司公告、国海证券研究所

预计超市业务全年维持盈亏平衡——公司目前拥有超市 5 家，4 家在市区，1 家在郊区，总经营面积达 2 万平米。2008 年公司超市业务收入 2.2 亿，为公司贡献净利润不到 200 万元，在公司收入和净利润中占比不大。目前公司在超市业务上没有大规模扩张计划，今年仅开 1 家周庄店，下半年将再开 1 家店，未来不排除公司将其转让的可能，净利润负影响不会超过 200 万元。受 CPI 为负的影响，2009 上半年公司销售额有所下降，预计全年公司超市业务将维持盈亏平衡水平。

表 11 超市业务盈利预测与假设

	2008	2009E	2010E	2011E
收入（亿元）	2.21	2.26	2.30	2.35
收入增长%	-	2%	2%	2%
净利润	0.02	0.020	0.022	0.023
净利润率%	0.90%	0.90%	0.95%	1.00%
净利润增长%	-	2%	8%	7%
权益净利润	0.012	0.012	0.013	0.014
每股 EPS	0.004	0.004	0.004	0.004
股本（亿股）	3.260	3.260	3.260	3.260

资料来源 公司公告、国海证券研究所

吟春商厦出租业务明显减亏——公司目前出租物业为吟春商厦主楼部分，吟春裙楼自己使用。2008 年由于改装完成刚进行招租，亏损 1000 万元。2009 年由于承租商户陆续到位，预计亏损额降低到 500 万。

股权投资业务贡献稳定收益

公司投资持有江苏银行 5000 万股、江苏广播电视网络 1.16 亿股和

国联信托 1 亿股。2008 年这三家公司总计贡献了投资收益 1400 万 (400 万+150 万+850 万)，实际贡献净利润 1050 万。预期 2009 年的国联分红将体现在 3 季度，而去年同期体现在 1 季度。预计 2009 年三家公司的投资收益可达到 1700 万元。长期来看，国联信托能够给公司带来的分红较为丰厚。而对江苏银行的投资也有利于其加强同区域银行的合作，获得较好的资金支持。

未来不排除江苏银行或江苏广播电视信息网络股份有限公司上市的可能性，公司持有的这两部分股权增值空间较大。而 2009 年新股发行制度改革后，公司预计将获得一定数量的“打新”收益。

表 12 公司股权投资收益 (单位: 万元)

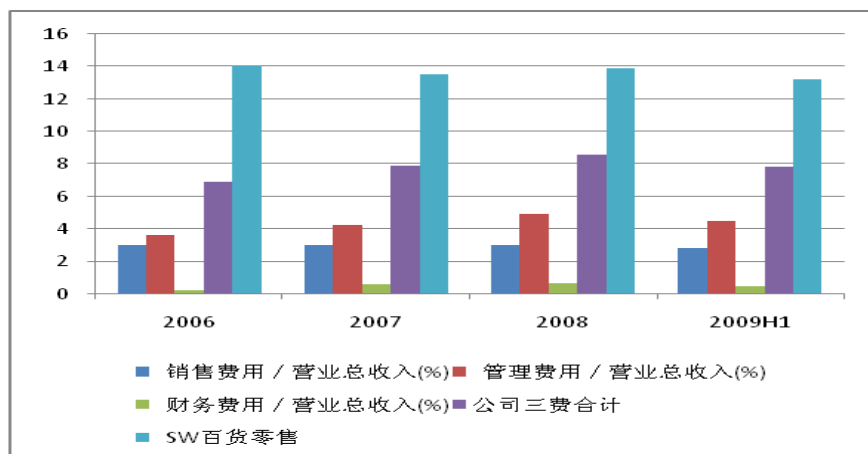
股权投资	占比	股数 (亿)	成本	2007 分红	2008 分红	2009E	2010E	2011E
江苏广电网络	1.70%	1.16	3205.5	106.8	133.6	150	165	180
国联信托	8.13%	1	10600	350	850	900	1000	1100
江苏银行	0.64%	0.5	6000	0	400	500	550	600
合计	-	2.66	19805.5	456.8	1383.6	1550	1715	1880
每股投资收益	-	-	-	0.014	0.043	0.048	0.053	0.058
增长率%	-	-	-	-	207.14%	10.57%	10.65%	9.62%

资料来源 公司公告

财务分析显示公司管理能力较好

费用率小幅降低，费用控制平稳。“销售费用+管理费用”率控制在 8%左右的水平，与商业行业的平均值相比，处于较低的水平。

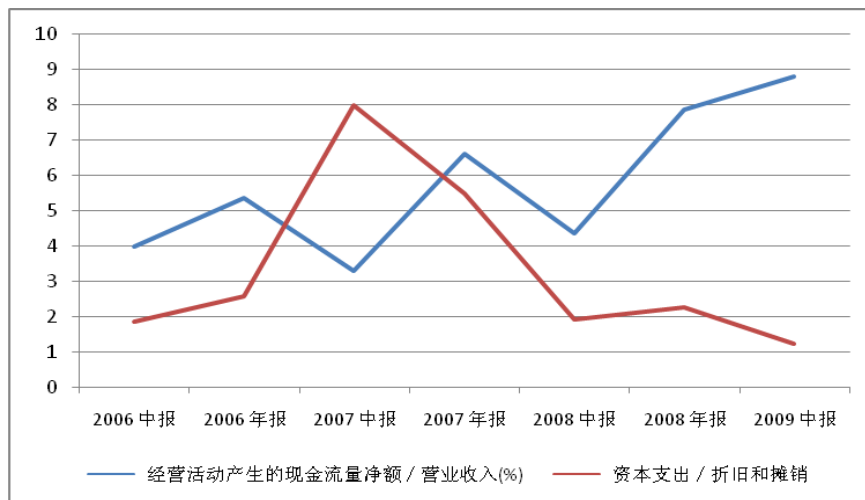
图 12 费用控制平稳



资料来源 Wind

现金流充裕，公司 2009 年上半年经营性现金流 0.73 元/股，同比增长 165%；资本支出压力不大，CAPEX/D&A 比率呈递减趋势。

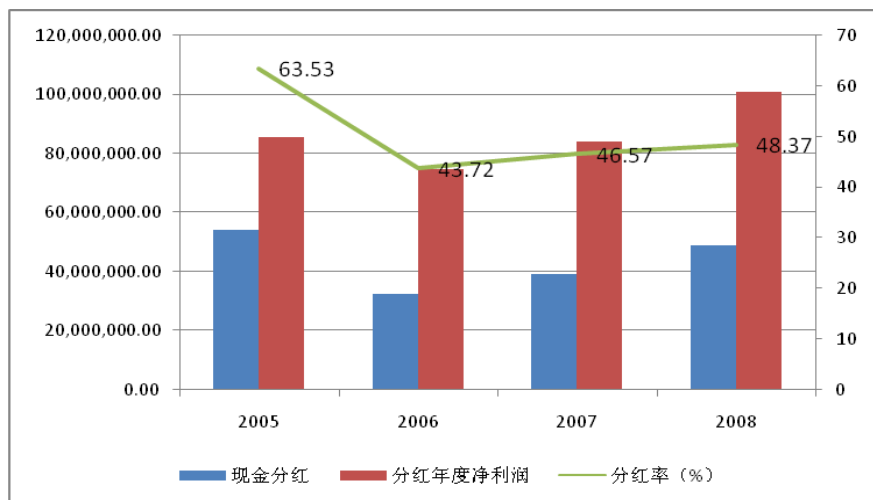
图 13 资本支出逐年下降，现金流充足



资料来源 Wind

公司分红率较高，平均占当年净利润的 40%以上。

图 14 公司分红率较高



资料来源 公司公告

盈利预测

我们以前面每一部分的假设作为估值假设的基础。综上分部预测，预计公司 2009-2011 年将实现收入分别为 55、63、73 亿元，分别同比增长 30.56%、13.73%、16.83%，三年收入复合增长率为 20.4%；实现

净利润分别为 2.12 亿元、2.53 亿元、3.02 亿元，分别同比增长 37.3%、19.28%、19.47%，三年净利润复合增长率为 25.07%。

表 13 公司收入利润预测表

财务指标	业务	2008	2009E	2010E	2011E
收入	百货	13.10	14.90	17.20	19.90
	汽车	21	31.5	36.2	43.5
	餐饮	1.18	1.30	1.45	1.67
	家电	4.66	5.08	5.43	5.71
	超市	2.21	2.26	2.30	2.35
	小计	42.15	55.03	62.59	73.13
净利润	百货	1.01	1.3	1.61	1.96
	汽车	0.09	0.30	0.35	0.44
	餐饮	0.17	0.21	0.23	0.27
	家电	0.14	0.17	0.18	0.19
	超市	0.02	0.02	0.02	0.02
	小计	1.44	2.00	2.40	2.88
每股净利润	百货	0.31	0.40	0.49	0.60
	汽车	0.03	0.09	0.10	0.13
	餐饮	0.02	0.02	0.02	0.03
	家电	0.04	0.05	0.05	0.05
	超市	0.001	0.002	0.002	0.003
	小计	0.40	0.56	0.68	0.82
投资收益	股权投资	0.138	0.155	0.172	0.188
每股投资收益		0.04	0.05	0.05	0.06
净利润合计		1.54	2.12	2.53	3.02
EPS 合计		0.433	0.599	0.718	0.859
PE		25	18	15	12.6

资料来源 国海证券研究所

表 14 收入利润增长指标

财务指标	业务	2008	2009E	2010E	2011E
收入增长率	百货	33.03%	14.00%	15.00%	16.00%
	汽车	-	50.00%	15.00%	20.00%
	餐饮	-	10.00%	12.00%	15.00%
	家电	-	9.00%	7.00%	5.00%
	超市	-	2.00%	2.00%	2.00%
	小计	-	30.56%	13.67%	16.73%
	CAGR	-	20.4%		
毛利率	百货	20.82%	22.10%	22.30%	22.50%
	汽车	7.31%	6.35%	6.50%	6.70%
	餐饮	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

	家电	9.00%	9.20%	9.20%	9.20%
	超市	-	-	-	-
净利润增长率	百货	-0.90%	28.70%	23.80%	21.55%
	汽车	-	226.09%	17.65%	23.86%
	餐饮	-	20.74%	12.00%	15.00%
	家电	-	12.25%	3.66%	5.00%
	超市	-	1.58%	7.67%	7.37%
	小计	-	37.30%	19.28%	19.47%
	CAGR		25.07%		

资料来源 国海证券研究所

估值及投资评级

公司作为无锡市商业龙头，百货业务未来 3-5 年进入黄金恢复期，为公司提供了稳健的现金流入；公司在收购新纪元后，成为当之无愧的无锡当地汽车销售市场龙头，在未来两年内将有 20%-30% 的利润增长，为公司提供了一定的成长动能和市场想象空间。另外，公司持有的江苏银行和江苏广电网络也不排除在 2010 年左右上市的可能性，将为公司带来较大的增值空间。

受益于百货业务进入恢复期和汽车销售回暖，2009-2011 年公司 EPS 分别为 0.599、0.718、0.859 元，对应 PE 分别 18、15、12.6 倍。行业 08 年 PS 均值 1.363 倍，公司 2008 年 PS 值仅为 0.84 倍；公司 2009-2011 年净利润复合增长率为 25.07%，2009 年 PEG 为 0.718。商业行业 48 家上市公司的 2009 年动态市盈率为 35.03 倍，公司 18 倍的 09 年动态市盈率估值优势明显，相对于行业平均水平有较大上涨空间。综合考虑 PS 和 PEG，给予公司首次“买入”评级。

风险提示

百货业务竞争日益激烈带来的销售压力和毛利率增长压力超出我们的预期；

2010 年部分 4S 店搬迁对汽车销售造成负面影响超出我们的预期。

附件

表 15 按半年度拆分的公司收入、成本（单位：元）

	2006H1	2006H2	2007H1	2007H2	2008H1	2008H2	2009H1
营业收入							
汽车销售及服务(元)	900,797,335	786,330,911	785,739,770	826,345,144	927,604,402	1,188,138,844	1,548,018,910
百货零售(元)	686,917,906	551,213,827	713,355,970	703,218,457	900,464,320	874,242,982	938,045,927
超市(元)	91,581,647	81,722,832	103,794,941	93,657,133	114,603,981	116,317,742	93,148,735
餐饮及食品销售(元)	60,549,969	40,248,401	68,947,707	48,181,166	74,330,329	54,582,429	76,490,546
其他(元)	6,059,172	5,255,583	1,474,051	(521,783)	21,033,823	(13,761,554)	34,666,076
营业成本							
汽车销售及服务(元)	852,498,189	743,324,191	745,550,322	766,654,338	862,618,493	1,098,529,483	1,441,489,582
百货零售(元)	563,329,391	450,565,747	574,071,466	575,654,724	727,355,735	732,922,534	742,649,042
超市(元)	78,092,735	68,507,855	89,208,972	76,009,938	97,027,069	93,062,054	79,117,410
餐饮及食品销售(元)	33,838,371	23,779,615	42,427,723	28,276,125	44,459,483	29,544,778	45,242,142
其他(元)	5,965,261	6,999,852	5,161,216	5,617,569	10,363,602	3,449,770	13,457,846

资料来源 Wind

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大势：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国海证券所有。