

大厦股份（600327）：业绩稳定，汽车销售业务或将是亮点 增持（维持）

商业

2009年11月15日

赵宪栋 010-66045462 zhaoxd@txsec.com

事件描述：

2009年11月10日，我们对大厦股份进行了调研，并就投资者关注的部分问题与公司进行了沟通，进一步了解了公司近期的经营情况和未来发展战略。

评论：

一、百货业务整合效应初步显现

公司在2008年底完成了对商业大厦A楼和B楼的整合，两厦合并经营面积为5万平米，定位于高档百货；2009年上半年，百货业务实现收入9.4亿元，同比增长4.17%，毛利率为20.83%，同比提升3.1个百分点，融合效应初步显现；商业大厦位于无锡的核心商圈—中山路商圈，并率先进行品牌升级，我们认为百货业务未来在营业收入和毛利率方面有一定的提升空间。

二、汽车销售业务享有垄断优势，或将是未来业绩增长的最大看点

公司的汽车销售业务主要是以东方汽车公司和新纪元汽车公司为载体实施的，目前，公司共有33家汽车4S销售店；其中，新纪元汽车公司是2008年5月份完成收购并表的，在收购完成之后，公司的汽车销售业务占无锡市汽车销售业务的比例在50%以上，形成垄断局面；2009年上半年，汽车销售业务实现收入15.5亿元，同比增长67%（扣除并表因素影响，同比增长23%），垄断效应表现明显；我们认为公司未来汽车销售业务的看点主要有两点：第一，随着公司确立在无锡汽车销售市场的垄断地位，议价能力会进一步提升，有利于带动毛利率提升，第二公司未来会进一步强化汽车保养、维修等配套业务的发展，这将带来毛利率的提升，

相对于稳定的百货业务，公司的汽车销售业务弹性较大，我们认为，公司总体业绩变动对汽车销售业务业绩的变动会更加敏感。

三、食品销售业务

公司的食品销售业务分属三凤桥食品公司和三凤桥肉庄两家公司，2008年实现收入1.28亿元，毛利率达到43%；根据与公司沟通，2009年公司的食品销售业务实现收入1.5亿元左右，净利润贡献在1800万元左右。

四、电器销售和超市业务

公司的家电销售业务体现在东方电器公司名下，目前有3家门店，均位于中山路商圈，与百货实现混业经营；由于受到苏宁电器竞争的影响，家电销售业务的作用在更大程度上是为了提升百货业务的聚客能力；2008年家电业务实现收入4亿元左右，毛利率9%左右；根据与公司沟通，我们预计2009年实现收入3亿元，净利润1000万元左右。

公司目前有11家超市，其中，6家位于无锡市，5家位于无锡下属县城，硕放店预计于2009年四季度开出；2008年超市业务实现收入2.3亿元，占总收入比重为5.42%；该项业务对公司业绩影响较小。

五、投资收益

公司目前持有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）；截止2009年3季度，公司投资收益达到1700万（包括国关信托的800万分红），估计四季度不分再有新的投资收益。

由于江苏银行和江苏广播电视网未来上市的可能性较大，因此，公司所持的该部分股权有较大的升值空间。

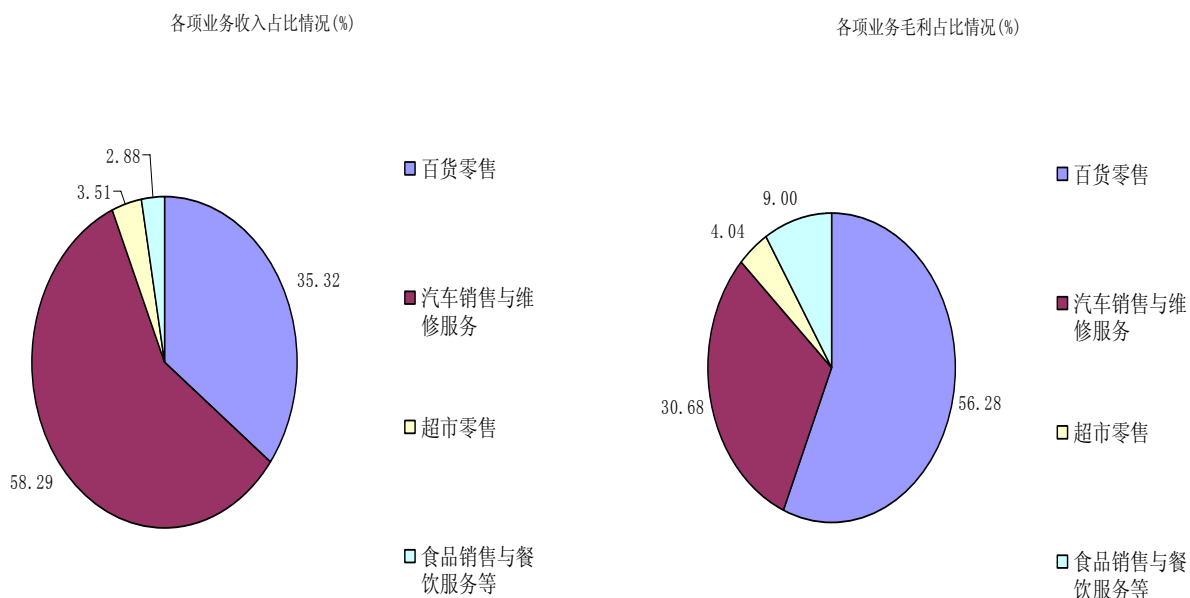
六、盈利预测和投资评级

盈利预测和投资评级。综合考虑，我们维持公司2009年到2011年EPS分别为0.50元、0.57和0.67元，按最新收盘价14.05元计算，对应PE为28倍、25倍和21倍，维持公司“增持”投资评级。

七、风险提示

公司的经营范围相对狭小，局限于无锡市；百货业务所在的核心商圈—中山路商圈未来竞争将更加激烈，4万平米的远东百货将于2010年开业，9万平米的恒隆广场将于2012年开业，可能会对公司的百货业务形成较大的客源分流；汽车销售业务属于地方政府牌照业务，公司目前的经营范围也仅于无锡市，无法实施对外扩张。

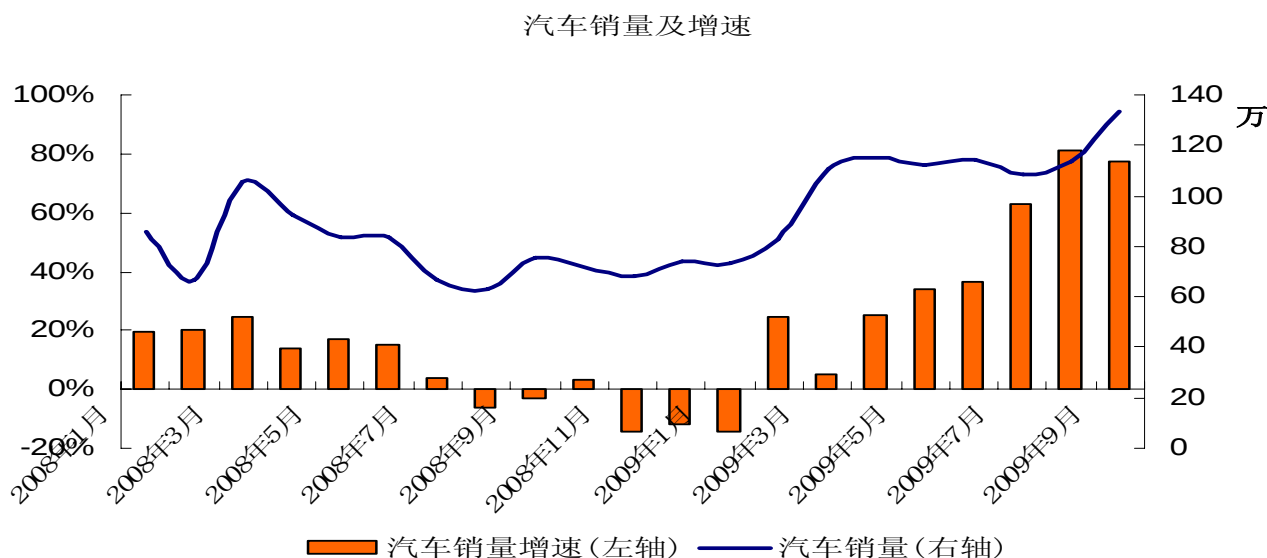
图表 1：公司各项业务收入和毛利占比情况



资料来源：天相投顾整理



图表 2：全国汽车销量及增速



资料来源：天相投顾整理

图表 3：大厦股份的利预测表（单位：万元）

报告期间	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	334,419	425,029	533,004	586,304	639,072
减：营业成本	290,863	368,552	462,888	509,176	555,002
营业税金及附加	2,613	3,338	3,411	3,752	4,090
资产减值损失	6	211	0	0	0
销售费用	10,025	12,793	15,084	15,830	16,935
管理费用	14,345	20,911	24,145	26,384	26,841
财务费用	2,002	2,848	2,665	2,345	2,237
费用合计	26,372	36,552	41,894	44,559	46,013
投资净收益	1,711	1,974	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	1
二、营业利润	16,277	18,349	24,811	28,816	33,968
加：营业外收入	1,904	351	0	0	0
减：营业外支出	1,369	425	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	1,145	17	0	0	0
三、利润总额	16,813	18,276	24,811	28,816	33,969
减：所得税费用	6,807	4,883	6,108	7,095	8,363
四、净利润	10,006	13,392	18,702	21,722	25,606
归属母公司所有者的净利润	8,403	11,373	16,202	18,622	22,006
少数股东权益	1,603	2,020	2,500	3,100	3,600
EPS(全面摊薄/元)	0.26	0.33	0.50	0.57	0.67

资料来源：天相投顾整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014