

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

执业证书编号： S0490200010031

联系人： 代薇 (8627) 65799539 daiwei@cjsc.com.cn

销售费用剧增导致公司业绩低于预期 改制效果体现尚需时日

事件描述

大商股份今日公布2009年年报，公司2009年实现营业收入211.63 亿元，同比增长12.27%；实现利润总额2992.98 万元，同比减少92.87%；归属于母公司所有者的净利润-1.16 亿元，同比减少150.16%；基本每股收益-0.40 元；扣除非经常损益后的净利润为-1.8亿元（上年同期为-0.86亿元），扣除非经常性损益后的EPS为-0.61元（上年同期为-0.29元）。

事件评论

第一， 2009 年业绩低于预期

业绩低于市场预期。大商股份今日公布 2009 年年报，公司 2009 年实现营业收入 211.63 亿元，同比增长 12.27%；实现利润总额 2992.98 万元，同比减少 92.87%；归属于母公司所有者的净利润-1.16 亿元，同比减少 150.16%；基本每股收益-0.40 元；扣除非经常损益后的 EPS 为-0.61 元（上年同期为-0.29 元）。低于此前的市场预期。

营业收入逐季向好。大商股份四季度单季度营业收入同比增长 32.16%，较前三季度大幅增长。

表 1：分地区营业收入情况

地区	营业收入（百万元）	营业收入比上年增减（%）
大连地区	7548.71	2.62
辽宁地区	4259.74	-20.27
黑龙江地区	5266.30	17.11
河南地区	1589.57	49.1
其他	2766.48	-74.63

资料来源：长江证券研究部，公司公告

毛利率大幅下滑是公司业绩下降的原因之一。公司三季度单季度毛利率仅为 16.88%，四季度单季度进一步下滑至 16.76%

公司 2009 年销售费用大幅提升，销售费用率较上年提高 1.76 个百分点至 5.71%（2009 年销售费用由上年的 7.44 亿元剧增到 12 亿元），公司解释为主要原因系公司的促销力度较大以及 2008 年末新增店铺较多所致。2008 年是公司高速扩张的一年，全年新开百货店、超市、电器店共 33 家，考虑到近年来新开门店体量较大，以及新门店的培育期延长，我们预计近年新开门店会给公司 2009、2010 年业绩增长带来一定压力，主要包括哈尔滨麦凯乐、郑州新马特国贸总店、青岛麦凯乐及郑州门店。

此外，2009 年公司出现固定资产报废损失 4700 万和诉讼判决不予返还的定金 3000 万元，使得营业外支出大幅增长了 288.98%。

同时，我们注意到，2009 年经营活动产生的现金流量净额 12.26 亿元，同比增加 1.25%。当期所得税费用为 2.03 亿，同比增长 6.78%，少数股东损益同比增长 200%。

表 2：大商股份单季度及年度财务数据

百万元	单季度财务数据								年度财务数据		
	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2007	2008	2009
营业总收入	5558	4243	4714	4336	5513	4708	5212	5730	14969	18850	21163
同比增长率	30.99%	30.05%	26.63%	15.89%	-0.80%	10.97%	10.57%	32.16%	31.09%	25.93%	12.27%
营业成本	4520	3411	3855	3396	4368	3775	4332	4770	11921	15181	17245
毛利率	18.66%	19.61%	18.22%	21.69%	20.77%	19.82%	16.88%	16.76%	20.36%	19.46%	18.52%
营业税金及附加	58.91	41.86	51.17	49.68	66.71	44.72	57.29	54	156.13	201.62	222
销售费用	219	157	161	207	347	244	251	367	497	744	1209
销售费用率	3.94%	3.70%	3.41%	4.78%	6.29%	5.19%	4.82%	6.40%	3.32%	3.95%	5.71%
管理费用	529	419	905	626	608	504	544	583	1722	2479	2239
管理费用率	9.51%	9.88%	19.20%	14.44%	11.03%	10.70%	10.43%	10.18%	11.50%	13.15%	10.58%
财务费用	46	41	43	45	45	44	44	21	122	175	154
资产减值损失	9	4	15	10	36	(32)	26	(5)	42	39	24
营业利润	175.67	169.00	-316.51	2.53	42.83	128.97	-41.76	(61)	509.73	30.68	69
营业利润率	3.16%	3.98%	-6.71%	0.06%	0.78%	2.74%	-0.80%	-1.07%	3.41%	0.16%	0.32%
同比增长率	27.78%	-29.32%	-1229.38%	-97.60%	-75.62%	-23.68%	-86.81%	-2527.67%	0.53%	-93.98%	123.88%
营业外收入	8.04	7.36	382.03	15.49	13.11	6.42	8.84	25	85.61	412.92	53
营业外支出	3.14	2.43	12.42	5.71	1.58	13.42	21.60	56	17.34	23.70	92
利润总额	180.57	173.93	53.11	12.30	54.36	121.97	-54.51	(92)	578.01	419.90	30
税前利润率	3.25%	4.10%	1.13%	0.28%	0.99%	2.59%	-1.05%	-1.60%	3.86%	2.23%	0.14%
同比增长率	27.06%	-39.48%	80.21%	-89.66%	-69.89%	-29.87%	-202.65%	-846.93%	19.10%	-27.35%	-92.87%
所得税	45.91	65.54	40.70	27.76	43.17	52.21	20.16	5	251.38	179.90	121
有效税率	25.42%	37.68%	76.63%	225.62%	79.41%	42.80%	-36.99%	-5.64%	43.49%	42.84%	403.34%
少数股东损益	9.69	3.76	-7.65	2.64	10.21	9.48	-1.70	7	24.25	8.44	25
净利润	124.97	104.64	20.05	-18.10	0.99	60.29	-72.98	(104)	303.50	231.56	-116
净利润率	2.25%	2.47%	0.43%	-0.42%	0.02%	1.28%	-1.40%	-1.82%	2.03%	1.23%	-0.55%
同比增长率	53.02%	-42.68%	30.94%	-175.53%	-99.21%	-42.39%	-463.89%	477.15%	0.73%	-23.70%	-150.16%
总股本	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72	293.72
每股收益	0.43	0.36	0.07	-0.06	0.00	0.21	-0.25	-0.36	1.03	0.79	-0.40

资料来源：长江证券研究部，wind

第二，公司激励制度缺失问题逐渐解决，短期释放业绩动力仍旧不是很足

大商股份 2009 年 7 月 14 日发布公告，国务院国资委批准了公司控股股东大商国际将其持有的 10% 股权无偿划拨国资控股的大连国商的事项，根据公告，大连大商国际有限公司在转出股权后将由第一大股东变成公司第二大股东，大连国商资产经营管理有限公司由于持有大商国际转出的 10% 的股权而成为第一大股东。

2009 年 10 月，深圳市曼妮芬针织品有限公司、浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司、波司登股份有限公司受让大商集团的全部股权。大连大商投资管理有限公司以货币资金对产权转让后的大商集团增资，增资后，该等公司依次分别持有大商集团的 30%、25%、20% 和 25% 的股权。2009 年 12 月，根据国务院国有资产监督管理委员会国资产权[2009]1431 号批复文件的批准，大商国际持有本公司的 8.8% 股权变更为非国有股权。

伴随公司产权制度改革的推进，长期困扰公司的激励不足问题有望得到解决，管理层和流通股股东利益逐渐趋于一致，未来公司业绩的释放将得到一定的制度支持。但同时，我们认为，即使改制成功，公司在未来一两年内释放业绩的动

力也不是很足。从常理来看，从改制到业绩提升大约需要 2 年的时间，我们推测，公司业绩快速提升大约在下一个再融资启动之时，估计 2012 年应该有较好的业绩增长。

年报显示，公司新年度收入计划为 233 亿，费用计划为 40 亿，分别同比增长 10.1%和 11.06%，按此计划计算，2010 年的业绩可能依旧不会太好。

第三，我们预计公司 2010 经营性业绩将由负转正，谨慎推荐评级。

考虑到公司是国内少有的营业收入过 200 亿元的百货零售公司，近年处于高速扩张期，以及改制成功后业绩改善的预期以及亏损门店成熟后的业绩贡献，我们看好公司未来的发展前景，但短期业绩将受到亏损门店的拖累，同时短期业绩的可预测性较差。我们维持“谨慎推荐”评级。

分析师介绍

邵稳重，长江证券零售行业首席分析师。

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) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	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。