

增持 维持

大厦股份 (600327)

2010 年 4 月 12 日

09 年净利润增长超过 70%，最便宜的百货零售股，汽车 4S 店价值未被充分发掘

批发和零售贸易行业首席分析师：路颖
luying@htsec.com
SAC 执业证书编号：S0850203100078
021-23219403

汪立亭
联系人

wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
联系人

panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 4 月 9 日收盘于 14.55 元
6 个月目标价：18.15 元

年报概述。公司今日（2010 年 4 月 12 日）发布 2009 年报，公司实现营业收入 55.59 亿元，同比上升 30.57%；实现利润总额 3.05 亿元，同比增长 73.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.87 亿元，同比增长 72.74%；扣除非经常性损益的净利润 1.88 亿元，同比增长 74.92%（由于公司投资收益来自所投资公司连续的年度分红，因此被认定为经常性损益，但公司 09 年投资收益同比增加了 100%以上，为 4129 万，其中有 1600 万具有一定的非经常性质）。

2009 年公司全面摊薄每股收益为 0.574 元（超出我们此前 0.53 元的预测值 8.36%，差异主要来自我们没有预测到确认了来自国联信托 2009 年的分红 1600 万，约合 EPS 不到 5 分钱），净资产收益率为 22.61%，较去年同期的 14.88% 大幅增加 7.73 个百分点，主要是归属于上市公司股东的净利润大幅增长所致；公司 09 年归属于上市公司股东的每股净资产为 2.76 元，去年同期为 2.34 元。此外，公司报告期每股经营性现金流 1.47 元，同比增长 42.72%，与每股收益的比率在 2.56 倍的合理水平上。

公司 2009 年的分配预案是：按 2009 年度年末股本 32607 万股为基数，每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税），并按每 10 股派送 6 股红利，共送 19564.19 万股。

业绩预测和投资建议。

公司 2009 年 18586 万元的净利润中，主业贡献的净利润为 14457 万元（百货（含家电）、汽车、超市和食品饮料），折合 EPS 为 0.443 元；而来自于国联信托（2008-09 年度分别为 800 万和 1600 万）、江苏银行（400 万）、江苏广电网络（550 万）三块成本法核算的长期股权投资收益；以及其他一些权益法核算的长期股权投资收益 530 多万等构成了投资收益的主要部分，折合 EPS 约 0.13 元。

2009 年公司大部分投资收益都是有历史可比性的，但来自于国联信托的分红一般是一年一次确认，但 2009 年确认了 2008 和 09 两个年份的，相比较而言是有非经常性质的，因此我们在 2010 年业绩预测中预测的投资收益为 2500 万，同比减少了 1600 万，主要是基于国联信托分红经常性确认的收益。对 2011-12 年投资收益的预测也是如此。

我们认为对公司的估值除了基于对其百货业务的持续增长（我们预计 2010 年一季度公司百货业务有望实现 20% 以上的增长，而利润增幅应该更高，公司百货的结构调整正在逐步见效）和市场给予百货类公司的估值水平（2010 年 25-30 倍是合理的），也基于对公司汽车业务估值的再考虑，虽然 2010 年公司汽车销售贡献的收入增速（这里指可比口径，2009 年汽车销售超过 60% 的增速有一部分来自于合并了新纪元汽车，当年收入的可比口径增速大约为 20-30%）可能放缓，但基于售后服务等带来的毛利率提升仍会使其贡献的净利润保持两位数的增长。

公司旗下的控股子公司东方汽车（25 家 4S 店）和新纪元（9 家 4S 店）目前拥有 34 家 4S 店和 33.6 亿销售收入（无锡及其辖区 70% 以上的市场份额），而 2010 年 3 月 26 日在香港上市的中升控股（0881HK）拥有 47 家 4S 店和 108 亿销售收入（2008 年），对应了 268 亿港币、折合 236 亿人民币的市值。如果以此相比较，大厦股份旗下的汽车业务整体市值应该在 70 亿人民币以上，而由于公司汽车子公司下有很多 4S 店是以 51% 控股形式存在，因此考虑到少数股东权益后的归属于大厦股份的市值也应该在 30-40 亿。而目前大厦股份 A 股的整体市值只有 47 亿（以 2010 年 4 月 9 日收盘价）。

我们根据 2009 年报情况略调整了对 2010 年的业绩预测，同时也增添了对 2011-12 年的业绩预期，**预计 2010-12 年 EPS 分别为：0.660 元、0.788 元和 0.910 元。**我们预计公司 2010-12 年收入同比增幅分别为 **10.82%、13.86%和 11.22%**；净利润同比增幅分别为 **14.85%、19.46%和 15.50%**。我们预计的 2010-12 年 EPS 中，主业贡献分别为 **0.583 元、0.702 元和 0.824 元，同比增幅分别为 31.6%、20.4%和 17.4%。**这均未考虑公司可能的扩张（而公司在年报中明确提出了百货和汽车 4S 店的扩张计划）。

目前公司 14.55 元的股价对应 2009-12 年的 PE 分别为 25.35 倍、22.05 倍和 18.46 倍，估值优势在零售板块中较为显著，我们认为公司的合理价值区间为 16.50-19.80 元（2010 年 EPS 以 25-30 倍 PE），调高目标价至 18.15 元（2010 年 27.5 倍 PE），维持“增持”的投资评级。

年报点评。

1. 2009 年营业收入 55.59 亿元，同比大幅增长 30.57%，其中汽车业务增长 60.21%，贡献了收入增长额的 97.15%，而汽车业务的毛利率提升到了 7.26%；百货业务增速虽然只有 10.68%，但客单价提升明显，为后续增长奠定了基础。公司 2010 年在外延开拓方面计划有所突破。

表 1 大厦股份 2009 年主业分行业收入（万元）构成及同比增长

	2008	2009	yoy	1H08	1H09	yoy	2H08	2H09	yoy
百货	130961	144950	10.68%	66149	74166	12.12%	64812	70784	9.21%
家电	45496	37082	-18.50%	23897	19639	-17.82%	21599	17443	-19.24%
汽车	210026	336476	60.21%	92760	154802	66.88%	117266	181674	54.93%
超市	22092	17340	-21.51%	11460	9315	-18.72%	10631	8025	-24.52%
餐饮与食品	12489	12694	1.64%	7433	7649	2.91%	5056	5045	-0.23%
主营业务	421065	548541	30.27%	201700	265570	31.67%	219364	282971	29.00%
其他业务	4691	7379	57.30%	2103	3467	64.81%	2588	3912	51.19%
营业总收入	425756	555920	30.57%	203804	269037	32.01%	221952	286883	29.25%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 大厦股份子公司 2009 年经营情况

公司名称	持股比例（%）	主要产品或服务	注册资本（万元）	资产规模（万元）	净利润（万元）	同比增长（%）
东方汽车	94.84	汽车销售及服务	13000	74934	4250	387.33
三凤桥肉庄	35.00	餐饮及食品销售	2420	9917	2003	16.50
无锡商业大厦超市	60.00	百货销售	1659	7817	376	17.57
东方电器	95.00	家电商品销售	1000	15069	1991	37.48
三凤桥食品专卖	75.00	食品销售	1500	2898	61	-47.56
新纪元汽车贸易集团	94.59	汽车销售及服务	5550	25918	1226	2402.29

资料来源：公司公告，海通证券研究所

（1）汽车业务。从表1和表2可以看出，2009年公司汽车业务由于本身旺销以及全年并表了收购的新纪元销售收入达到 33.6 亿，同比增长 60% 以上，全年销售汽车 3 万余辆，占据无锡市区乘用车小轿车商务车市场份额的 70% 以上，对收入增幅贡献最大。其中东方汽车全年营业收入 23.40 亿，实现净利润 4250 万元；新纪元汽车全年营业收入 10.81 亿，实现净利润 1226 万元。2009 年公司汽车业务毛利率为 7.26%，如果考虑合并了新纪元，这个毛利率同比口径应该还是上升的。

还值得一提的是，2009 年子公司东方汽车继续抢抓 4S 店品牌资源，并走出了无锡市场：开业了雷克萨斯南通店、北京现代无锡二店、沃尔沃南通过渡店，而梅赛德斯奔驰商务车无锡店，法国雷诺无锡店、斯巴鲁江阴店和南通店、华晨宝马吴江店也获得了 4S 店的授权开工。

2010 年公司汽车业务面临着一个新的机遇：公司根据市政府新的城市规划要求，将原有的东方汽车城搬迁另行建设，这有利于公司汽车经营业务的进一步发展做大，比如新的地块面积扩大有利于引进公司之前尚未经营的品牌，拓展经营空间，解决原来汽车城品牌容纳能力的瓶颈问题等。此外，我们分析认为，东方汽车城如果搬迁，公司可能会得到一笔搬迁补偿，而这或多或少会对公司净利润有提升作用。我们将对此做更持续的跟踪。此外，1 个多亿左右拍地的资金对公司

目前的资产和现金流状况而言压力也不大。预计汽车业务2010年收入和利润仍将维持两位数以上的增长。

（2）百货业务。百货2009年年实现营业收入14.5亿元，同比增长10.68%，其中上下半年各为7.42和7.08亿元，分别同比增长12.12%和9.21%，下半年增速回调主要与可比基数略有抬升有关（百货一楼国际品牌2008下半年的经营要好于上半年），另外也与公司二、楼中高档百货尚处于调整期有关。公司引进的国际一线品牌现已基本到位，但由于二楼女装等新调整升级的品牌尚需一定的培育期，因此除一层国际名品城新增收入贡献较大外，其他收入的增速并不是非常理想；而公司主要竞争对手八佰伴08年四季度新楼开业、LV等国际一线品牌的注入也使得公司的竞争压力略有加大。

2009年公司百货主力门店的客单价由2008年度的527元，提升为724元；2009年在江苏业界首开会员的闭店特卖夜场，创下闭店三小时销售1000多万元的记录，进一步巩固了会员客群的忠诚度。我们认为2010年将是公司百货业务收入、进而利润增速提的一年，是公司过去几年结构调整等奠定了坚实基础后在业绩上有更大体现的一年。预计2010年一季度百货贡献的收入和净利润有望超过20%，全年也将维持在这个水平之上。

而且，公司2010年还计划把自己的大东方百货走出中山路、走出无锡市做好准备。这是公司2010年对外开拓计划的重要组成部分，我们的业绩预测未考虑这一方面可能的举措。

（3）食品餐饮业务：三凤桥肉庄净利润超过2000万，同比增长16.5%。公司相对控股35%的三凤桥肉庄继续加强品牌的推进，2009年实现营业收入1.25亿元，同比增长2.8%，净利润同比增长16.5%。

三凤桥肉庄、三凤桥食品生产基地、三凤桥专卖均依托于“中华老字号”，“三凤品牌”。2009年公司在产品线上向真空食品、小包装食品、炒货食品等休闲食品、旅游食品、快速食品领域发展；在市场开拓上则向超市大卖场、沪宁线的市场渠道开拓。2009年度“三凤桥”合并口径年销售达12,147万元，同比增长2.77%。目前三凤桥专卖公司总建筑面积8800平米的梅村生产基地二期建筑工程已落成，预计2010年中旬开工生产。

（4）东方家电连锁和百业超市在严酷竞争环境下，虽然收入同比较大幅度下降，但净利润实现了较大提升，未来预计维持平稳。公司百业超市仍旧贯彻拓展乡镇市场的战略，2009年在销售（1.74亿元）下降21.51%的情况下，净利润同比增长17.57%；而东方电器在2009年营业收入（3.86亿元）下降18.5%的情况下，净利润同比增长37.48%。目前东方家电和百业超市主要是为公司拓展团购消费市场深度、覆盖卡务消费市场广度提供了有力配套支持。

2. 综合毛利率同比略有下降主要源自于低毛利率汽车销售业务收入占比提高等结构性原因，实际上各项业务毛利率均有不同程度提升；收入的高增幅带来费用占比下降，2009年公司管理+销售费用占营业收入比重为6.92%，同比下降1个百分点。

2009年公司综合毛利率为12.82%，同比下降了0.29个百分点，这主要源自于收入结构方面的原因：2009年并表的低毛利（7.26%）汽车业务贡献收入占主营业务收入比重达到61%，而2008年不足50%；相反，高毛利和净利润主要贡献的百货业务（含家电）2009年收入占主营收入比重从2008年的31%下降到了26%。而整体来看，公司各项业务的毛利率均有不同程度的提升。

而公司的费用比例在同行业公司中一直是控制得最有效率的，这无论在人力成本、固定资产和装修投入（反应在折旧摊销上），还是其他营销费用上都有反映。报告期内公司管理和销售费用占营业收入的比重均有不同程度下降，总计下降了1个百分点，为6.92%。如果假设公司未来没有新门店开出，费用比例下降的趋势仍旧会延续。

3. 投资收益大幅提升（其中有国联信托分红的非经常性影响）推动净利润增长超过70%，而剔除了投资收益影响的营业利润同比增幅也接近70%，反映了主业在2009年的良好表现。

2009年公司拥有的优质资产仍旧表现为持续分红，体现为投资收益同比超过100%的增长。公司投资的“广电网络”分回08年度红利551万元；“江苏银行”分回08年度红利400万元，“国联信托”分回红利2400万元（其中1600万为09年的预分红利），而且这些分红体现了公司优质股权的价值，不仅在分红上（业绩贡献上）有持续性，而且作为股权本身也有升值的空间。

我们还比较了剔除了投资收益的营业利润的增长率，发现剔除前后分别为74.3%和69.9%，差异不大，说明公司2009年业绩的增长主要还是来自于主业。

4. 2009年2501万的财务费用在2010年新支出1个多亿拍地（4S店搬迁）的情况下不会同比提高。

从公司2009年度合并资产负债表可以看到，公司期初“一年内到期的非流动负债”1.02亿到期末下降为0，这主要是公司归还了一部分贷款。表现在财务费用上，是同比略有下降364万，为2501万。

整体负债构成看：2009 年末 14.74 亿的负债总额中，非流动负债只有 4784 万，与期初的 4595 万基本持平；而 14.27 亿的流动负债虽然较期初增加了 1.1 亿，但实际上 4.25 亿的预收款（无利息支出，但可能有利息收入）一项就较期初增加了 1.35 亿；2.94 亿的应付票据增加了近 1 个亿；近 3 个亿的应付款与期初基本持平；2.19 亿的短期借款则较期初下降了 3500 万左右。

因此我们预计，在公司因东方汽车城整体搬迁而需要拍地支出 1 个多亿的情况下，公司 2010 年财务费用不会出现大幅提升，正常与 2009 年可基本持平。此外，东方汽车城搬迁不排除有一笔营业外收入（搬迁补贴）入账的可能。处于谨慎性原则，我们的预测未包含这一因素。

5. 2009 年业绩季度拆分：4 季度收入增幅创新高，预计 2009 年国联信托分红大幅提升投资收益进而净利润。

表 3 是我们对公司 2009 年单季度损益表的分析。

表 3 大厦股份 2009 年单季度合并损益表分析								
	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009
营业总收入(万元)	107991	95812	110811	111141	136477	132560	130717	156165
同比增长 (%)	16.59	26.24	40.36	27.83	26.38	38.35	17.96	40.51
营业总成本(万元)	102011	91534	108263	108297	129542	125468	124818	149502
营业成本(万元)	91468	82714	98221	97530	117067	115129	114814	137660
营业成本/营业收入 (%)	84.70	86.33	88.64	87.75	85.78	86.85	87.83	88.15
营业税金及附加(万元)	988	725	773	858	1032	695	781	1038
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.91	0.76	0.70	0.77	0.76	0.52	0.60	0.66
销售费用(万元)	3224	3103	2999	3484	3872	3754	3247	4984
销售费用/营业收入 (%)	2.99	3.24	2.71	3.13	2.84	2.83	2.48	3.19
管理费用(万元)	5567	4333	5296	5747	6940	5242	5338	5117
管理费用/营业收入 (%)	5.15	4.52	4.78	5.17	5.09	3.95	4.08	3.28
财务费用(万元)	718	652	712	783	750	604	622	525
资产减值损失(万元)	47	7	262	-104	-120	44	16	178
非经营性净收益(万元)	960	91	304	620	74	663	1010	2382
营业利润(万元)	6940	4369	2851	3464	7009	7756	6909	9046
同比增长 (%)	34.20	27.14	2.32	-29.05	1.00	77.51	142.32	161.14
营业外收入(万元)	40	31	104	176	31	108	51	242
营业外支出(万元)	22	119	59	225	18	52	118	444
利润总额(万元)	6958	4281	2896	3416	7022	7812	6842	8844
同比增长 (%)	35.64	-16.94	3.39	-8.37	0.92	82.49	136.23	158.91
所得税费用(万元)	1717	1059	842	1073	1999	1653	1583	1532
有效所得税率 (%)	24.67	24.74	29.06	31.41	28.46	21.16	23.14	17.32
净利润(万元)	5241	3222	2055	2343	5023	6159	5259	7312
同比增长 (%)	65.13	-0.70	24.24	21.16	-4.16	91.17	155.96	212.06
净利润率 (%)	4.85	3.36	1.85	2.11	3.68	4.65	4.02	4.68
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4609	2621	1789	1823	4287	4825	4035	5579
同比增长 (%)	61.28	5.75	24.16	12.07	-6.99	84.11	125.58	206.14
少数股东损益(万元)	632	601	266	521	736	1334	1224	1732
摊薄每股收益(元)	0.141	0.080	0.055	0.056	0.131	0.148	0.124	0.171

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 业绩预测：预计 2010-12 年收入同比增幅分别为 10.82%、13.86%和 11.22%；净利润同比增幅分别为 14.85%、19.46%和 15.50%。预计 2010-12 年 EPS 分别为：0.660 元、0.788 元和 0.910 元，其中主业贡献分别为 0.583 元、0.702 元和 0.824 元，同比增幅分别为 31.6%、20.4%和 17.4%；这均未考虑公司可能的扩张。

表 4 是我们更新的关于公司的盈利预测。

表 4 大厦股份合并损益表及预测 (2008-2012E, 20100412 更新)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	425756	555920	616088	701467	780153
同比增长 (%)	27.31	30.57	10.82	13.86	11.22
营业总成本(万元)	410106	529330	581823	660349	732227
营业成本(万元)	369933	484669	534090	607507	675066
营业成本/营业收入 (%)	86.89	87.18	86.69	86.61	86.53
营业税金及附加(万元)	3344	3546	3930	4475	4977
营业税金及附加/营业收入(%)	0.79	0.64	0.64	0.64	0.64
销售费用(万元)	12809	15857	16957	18589	20284
销售费用/营业收入(%)	3.01	2.85	2.75	2.65	2.60
管理费用(万元)	20943	22637	24259	26796	29022
管理费用/营业收入(%)	4.92	4.07	3.94	3.82	3.72
财务费用(万元)	2865	2501	2588	2983	2879
资产减值损失(万元)	211	119	0	0	0
非经营性净收益(万元)	1974	4129	2500	2800	2800
营业利润(万元)	17624	30719	36764	43918	50726
同比增长 (%)	8.28	74.30	19.68	19.46	15.50
营业外收入(万元)	351	432	0	0	0
营业外支出(万元)	425	631	0	0	0
利润总额(万元)	17551	30520	36764	43918	50726
同比增长 (%)	4.39	73.90	20.46	19.46	15.50
所得税费用(万元)	4690	6767	9191	10980	12682
有效所得税率 (%)	26.72	22.17	25.00	25.00	25.00
净利润(万元)	12860	23753	27573	32939	38045
同比增长 (%)	28.53	84.70	16.08	19.46	15.50
净利润率 (%)	3.02	4.27	4.48	4.70	4.88
归属于母公司所有者的净利润(万元)	10841	18726	21507	25692	29675
同比增长 (%)	29.02	72.74	14.85	19.46	15.50
少数股东损益(万元)	2020	5027	6066	7246	8370
基本每股收益(元)	0.332	0.574	0.660	0.788	0.910

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

相关报告:

大厦股份公告点评: 东方汽车城搬迁有利于 4S 店业务做大做强, 上调业绩预测_维持, 增持_20100108

大厦股份 2009 三季报点评: 前三季度净利润增长 46%, 全年业绩仍有可能超预期, 调高目标价_维持, 增持_20091029

大厦股份 2009 半年报点评: 上半年剔除投资收益影响的净利润同比增长 35.53%, 汽车 4S 店业务回暖明显_维持, 增持_20090824

大厦股份调研简报: 汽车 4S 店盈利大幅高于预期 价值低估_增持, 维持_20090710

大厦股份 2009 年一季报点评: 一季度剔除投资收益影响的利润增长 16%_增持, 维持_20090427

大厦股份 2008 年报点评: 百货业务 09 年利润率有提升空间_增持, 调低_20090417

大厦股份半年报点评: 扣除非经常性损益后净利润增长 59%_买入, 维持_20080829

大厦股份调研简报: 上半年增长 40%以上, 下半年新招商国际品牌全线入驻_买入, 调高_20080716

大厦股份公告点评: 财务投资江苏广电, 未增加新投入_增持, 维持_20080508

大厦股份一季报点评: 主业贡献净利润增长 66.5%, 迎来业绩爆发增长长期_增持, 维持_20080429

大厦股份公告点评: 收购竞争对手汽车零售业务利润有望提升_增持, 维持_20080420

大厦股份年报点评: 2008-09 年业绩有望保持高速增长_增持, 维持_20080408

大厦股份竞标新纪元汽贸公司 94% 股权公告点评_增持, 维持_20080228

信息披露

分析师负责的股票研究范围

路 颖：批发和零售贸易行业首席分析师

潘 鹤：批发和零售贸易团队

汪立亭：批发和零售贸易团队

重点研究上市公司：小商品城、大厦股份、新世界、百联股份、中兴商业、益民商业、南京中商、友谊股份、苏宁电器、合肥百货、广州友谊、广百股份、欧亚集团、厦门国贸、建发股份、重庆百货、银座股份、东百集团、武汉中百、鄂武商、农产品、步步高、新华都、新华百货、开元控股、家润多、人人乐、海宁皮城。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。