



上市公司季报点评

研究报告
批发和零售贸易-百货

增持 维持

大厦股份 (600327)

2010 年 4 月 21 日

10 年一季度业绩大增近 60%，大幅超出预期

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

2010 年 4 月 20 日收盘于 15.79 元
6 个月目标价：18.15 元

汪立亭
联系人
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
联系人
panh@htsec.com
021-23219423

公司今日（2010年4月21日）发布2010年一季度报。2010年一季度公司实现营业总收入16.27亿元，同比增长19.18%；实现利润总额1.16亿元，同比增长65.24%；实现归属于上市公司股东的净利润6826万元，同比增长59.21%；实现摊薄每股收益0.21元；实现每股经营性现金流为0.14元，同比下降70.81%（主要是报告期汽车子公司同增加了9家，而市场销售情况也比同期火爆，汽车进货量加大，购买商品支付的现金同增加了35809万元）。

简评和投资建议。公司一季度净利润实现 59.21% 的增长（基本不存在非经常性损益影响），各项财务指标均呈良好趋势，其中：（1）收入同比增长 19.18%，较去年同期可比口径的 4.71%（2009 年一季度同比增长 26.38%，剔除合并新纪元后的增速为 4.71%）的增速大幅提升了 14.47%；（2）综合毛利率为 15.28%，同比明显提升 1.05 个百分点；（3）期间费用率为 7.55%，同比下降 0.92 个百分点。

（1）收入增长19.18%。其中，汽车业务汽车子公司同增加了9家，而市场销售情况也比同期火爆，购销两旺，季度内销售收入仍然维持了较高增长，营业收入同比增加1.97亿元，占季度内收入增量的75.25%，成为公司报告期内收入增长的最大因素。2010年看，除新增汽车4S店的增量贡献外，年内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，这有利于公司汽车业务进一步扩大经营空间，引入新品牌等，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。另外，汽车城搬迁可能带来的补贴收入也将为公司新增利润贡献。

大厦母公司（百货业务是主体）营业收入同比增加7205万元，增速为16.18%，较去年同期4157万元的增量和10%的增速均有较大幅度提升，印证了公司百货业务的结构调整正在逐步见效。而从2010全年看，我们也认为百货业务是收入增长的主要贡献因素。

（2）毛利率为15.28%，同比提升1.05个百分点。其中母公司百货业务毛利率为22.87%，同比略提升（2009年一季度为22.83%）；我们相信汽车业务由于合并新纪元后，整体销售规模提升和区域控制力增强，同时一季度销售趋势依然较好，毛利率也较去年同期有提升。另外，百货业务增速的大幅提升也使公司毛利率结构趋向优化。

（3）费用率为7.55%，同比下降0.92个百分点。费用率控制良好。其中管理费用率为4.39%，同比下降0.69个百分点（其中母公司报表管理费用率同比下降1.19个百分点），主要源于在收入大幅增长的同时，管理费用并无太多增加（其中母公司报表为3808万元，基本与去年同期持平，合并报表为7147万元，也仅增加206万元）。

维持盈利预测。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。

目前公司 15.79 元的股价对应 2010-12 年的 PE 分别为 23.92 倍、20.04 倍和 17.35 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），维持 18.15 元目标价（2010 年 27.5 倍 PE），维持“增持”的投资评级。

我们认为公司 2010 年面临两个角度的投资机会：一是百货业务经过结构调整后，将迎来较高的收入增速（20%左右）和更大弹性的利润增长，构成公司的业绩增长驱动；二是公司汽车业务在收入增长（4S 店增加等推动）和毛利率仍有提升空间的基础上，还有望维持健康的成长，公司估值中对这一部分的考量并不充分，此外，2010 年公司东方汽车面临的搬迁有一次性获得补贴的机会。

更为详尽的分析，敬请参阅我们 2010 年 4 月 12 日发表的 09 年报点评：（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，维持增持，调高目标价至 18.15 元）。

表 1 是我们对公司 2010 年一季报合并损益表指标的分析；表 2 是我们对公司 2010-12 年合并损益表基本指标的预测。

表 1 大厦股份单季度合并损益表分析

	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
营业总收入(万元)	107991	95812	110811	111141	136477	132560	130717	156165	162658
同比增长 (%)	16.59	26.24	40.36	27.83	26.38	38.35	17.96	40.51	19.18
营业总成本(万元)	102011	91534	108263	108297	129542	125468	124818	149502	151211
营业成本(万元)	91468	82714	98221	97530	117067	115129	114814	137660	137811
营业成本/营业收入 (%)	84.70	86.33	88.64	87.75	85.78	86.85	87.83	88.15	84.72
营业税金及附加(万元)	988	725	773	858	1032	695	781	1038	1030
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	0.63
销售费用(万元)	3224	3103	2999	3484	3872	3754	3247	4984	4568
销售费用/营业收入 (%)	2.99	3.24	2.71	3.13	2.84	2.83	2.48	3.19	2.81
管理费用(万元)	5567	4333	5296	5747	6940	5242	5338	5117	7147
管理费用/营业收入 (%)	5.15	4.52	4.78	5.17	5.09	3.95	4.08	3.28	4.39
财务费用(万元)	718	652	712	783	750	604	622	525	571
资产减值损失(万元)	47	7	262	-104	-120	44	16	178	84
非经营性净收益(万元)	960	91	304	620	74	663	1010	2382	154
营业利润(万元)	6940	4369	2851	3464	7009	7756	6909	9046	11600
同比增长 (%)	34.20	27.14	2.32	-29.05	1.00	77.51	142.32	161.14	65.51
营业外收入(万元)	40	31	104	176	31	108	51	242	51
营业外支出(万元)	22	119	59	225	18	52	118	444	49
利润总额(万元)	6958	4281	2896	3416	7022	7812	6842	8844	11603
同比增长 (%)	35.64	-16.94	3.39	-8.37	0.92	82.49	136.23	158.91	65.24
所得税费用(万元)	1717	1059	842	1073	1999	1653	1583	1532	3095
有效所得税率 (%)	24.67	24.74	29.06	31.41	28.46	21.16	23.14	17.32	26.68
净利润(万元)	5241	3222	2055	2343	5023	6159	5259	7312	8508
同比增长 (%)	65.13	-0.70	24.24	21.16	-4.16	91.17	155.96	212.06	69.36
净利润率 (%)	4.85	3.36	1.85	2.11	3.68	4.65	4.02	4.68	5.23
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4609	2621	1789	1823	4287	4825	4035	5579	6826
同比增长 (%)	61.28	5.75	24.16	12.07	-6.99	84.11	125.58	206.14	59.21
少数股东损益(万元)	632	601	266	521	736	1334	1224	1732	1682
摊薄每股收益(元)	0.141	0.080	0.055	0.056	0.131	0.148	0.124	0.171	0.209

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 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 2009 年报点评：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，维持增持，调高目标价至 18.15 元）20100412

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：批发与零售贸易研究团队

汪立亭：批发与零售贸易研究团队

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。

免责条款

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。