



上市公司公告点评

研究报告
批发和零售贸易-百货

增持 维持

大厦股份 (600327)

2010 年 10 月 11 日

外延扩张起步, 单体百货向连锁扩张的蜕变

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

汪立亭
SAC 执业证书编号: S0850210090001
wanglt@htsec.com
021-23219399

潘鹤
SAC 执业证书编号: S0850210040007
panh@htsec.com
021-23219423

2010 年 10 月 8 日收盘于 12.96 元
6 个月目标价: 15 元以上 (调高)

公告内容。大厦股份于2010年10月11日公告董事会审议通过《关于控股子公司“二百商厦”变更设立“无锡大东方伊酷童有限公司”的议案》，以及《关于发起设立“海门大东方百货有限公司（暂拟）”的议案》。此外，公司同时公告董事杨云因工作变动辞去董事会职务。

简评和投资建议。

我们此前认为：公司在整固夯实大东方百货的基础上，百货业务已经具备走出中山路、走出无锡，实施积极外延扩张的能力和意愿。此次公司公告变更设立大东方伊酷童公司和发起设立海门大东方百货，由此开始实质性的外延扩张举措，验证了我们的判断。上述两项外延扩张门店的租金水平较低（分别为 300 万/年和 356 元/平方米/年），我们也相信作为一个民营控股、治理良好、激励充分和管理团队经营能力突出的百货上市公司，其外延扩张项目也将会有较好的发展前景。我们将在之后对上述两个项目进行进一步的深入跟踪。

我们判断公司在外延扩张开始起步后，后续仍将有可能会继续实施连锁扩张的意愿和动作，而如江浙三四线城市的单体百货将是可选择的扩张模式，公司开始由单体百货向连锁扩张蜕变，值得期待。

董事杨云辞职，也使公司管理层 3 人董事席位成为董事会的多数，对公司战略实施和经营管理具有积极作用。

重申我们对公司的观点。（1）百货业务经过品牌结构调整后，将迎来较高的收入增速和更大弹性的利润增长，构成公司的业绩增长驱动，同时公司在整固夯实大东方百货的基础上，公司百货业务已经开始走出中山路、走出无锡，实施积极外延扩张；（2）公司汽车业务在 2009 年的规模基础上，有望通过收入增长（4S 店增加等推动）和利润率的继续提升（汽车后市场业务的拓展、品牌向高端调整以及有效的经营管理控制），维持健康的成长。（3）同时，在一个较好的治理和激励结构推动下，公司百货和汽车两个增长驱动也将进一步通过优秀的管理和费用控制能力，实现较好的业绩释放。

公司资产质量优良。投资的江苏广电、无锡国联及江苏银行每年贡献稳定的 2000 万以上的分红，且未来股权由增值空间（如上市流通机会等），而相对控股的三凤桥肉庄也有健康增长。

盈利预测与估值。我们之前对公司 2010-2012 年 EPS 的预测分别为 0.412 元、0.492 元和 0.569 元，这是一个相对保守的预测，我们从公司上半年经营业绩的分析，以及从近期对公司的跟踪来看，公司业绩超出这个预期的可能性比较大，不排除 10 年业绩达到 0.45 元上下、11 年业绩达到 0.55 元以上的可能性。而且随着公司高管优秀的管理能力、以及业绩成长能力不断被市场承认，且汽车和百货未来外延扩张已经局面，公司的估值也将继续得到抬升。综合分析，我们认为公司合理估值应该在 15 元以上，维持“增持”评级。

风险与不确定性。外延扩张门店的发展与培育具有一定不确定性。

1. 百货经营走出中山路，将二百商厦变更设立大东方伊酷童，开设儿童主题百货

公司控股子公司二百商厦，原一直租用大股东无锡商业大厦集团所属无锡火车站区域工运路的营业大楼进行经营。但自2003年起，由于市政拆迁影响区域客流量和商业氛围，二百商厦于2006年9月暂停经营，其后，无锡市将站前商贸区的“小商铺定位”调整为“现代服务业集聚区”的规划，经过数年的积累，该区域的服务功能、消费人流、商业氛围等发生根本变化，逐现繁荣。

因此，公司根据百货主业做精、做强、做大的发展需要，拟将二百商厦变更设立为“无锡大东方伊酷童有限公司”，继续租用原经营场所经营“大东方百货”品牌下的一个主题百货子品牌——“大东方伊酷童”，定位于“儿童主题百货”，涵盖儿童少年的服装、鞋帽、玩具、文体、家居、食品、孕婴用品、妈妈用品等品类，同时配套餐饮、摄影、理发、亲子互动、早教、培训等服务，在锡城独家打造一个完全以儿童少年为核心的购物、娱乐、体验、餐饮、教育、服务的主题百货店。

无锡大东方伊酷童有限公司租用无锡商业大厦集团有限公司所属营业用房的租金预估为300万元。前期投入（不含营业大楼外立面改造）预估为3776.8万元。

考虑到：（1）300万年租金水平较低；（2）该区域已经形成了较好的人流量和繁荣商业氛围；（3）公司较好的差异化主题百货定位，我们相信该店开业初期不会带来太大拖累，并将有较好的发展前景，。

2. 走出无锡，发起设立海门大东方百货，成为第一家异地扩张门店。

公司拟自筹资金，与南通中大房地产公司共同出资发起设立控股子公司“海门大东方百货有限公司（暂拟名）”，注册资本为人民币5000万。其中，无锡商业大厦大东方股份有限公司现金出资3500万元，占注册资本的70%；南通中大房地产有限公司现金出资1500万元，占注册资本的30%。

海门大东方百货将租用南通中大房地产有限公司所有的位于南通海门市海门镇解放中路的约36000平方米的房产用于合作经营，租期10年，年租金前3期为1280万元，其后3期为1408万元，再后4期为1520.64万元。

公司前三年1280的年租金，对应于356元/平米/年，租金较为合理。该项目是公司根据“区域做强，地域做大”的战略目标，首次实施跨区域发展的百货门店，为公司的长远规模发展奠定良好的基础，具有标志性意义，也将是公司继续实施外延扩张的可参考模式，我们判断江浙地区三四线城市可能是其重点扩张区域。

3. 管理层成为董事会多数，对公司战略实施和经营管理具有积极作用。

公司同时公告董事杨云因工作变动辞去董事会职务。杨云先生曾任澳大利亚 Classique Furniture Pty. Ltd. Australia 上海办事处首席代表，宝隆洋行英特尔乳品有限公司行政主管，均瑶集团乳业股份有限公司副总经理，现任上海均瑶文化传播有限公司副总经理，其于2009年9月增补为大厦股份董事。

此次辞去董事职务，将使公司现8名董事会成员中，除3名独立董事外，来自管理层的董事为3名，来自均瑶集团的董事为2名，管理层成为董事会多数，对公司战略实施和经营管理具有积极作用。

表1 大厦股份合并损益表及预测（2008-2012E）

	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	0.412	0.492	0.569

资料来源：公司公告，海通证券研究所

相关报告：

大厦股份 2010 年中报点评：上半年净利润增长 33%，百货与汽车销售服务将继续驱动业绩较快增长，维持增持 20100818

大厦股份调研简报：百货业绩与汽车价值的双重提升，维持增持 20100506

大厦股份 2010 一季报点评：10 年一季度业绩大增近 60%，大幅超出预期，维持增持 20100421

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、友阿股份、人人乐、海宁皮城、天虹商场、华联综超、友好集团、西安民生。

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。