

大商股份（600694）：业绩有望继续释放

中性（维持）

商业

当前股价：39.96 元

报告日期：2011 年 3 月 30 日

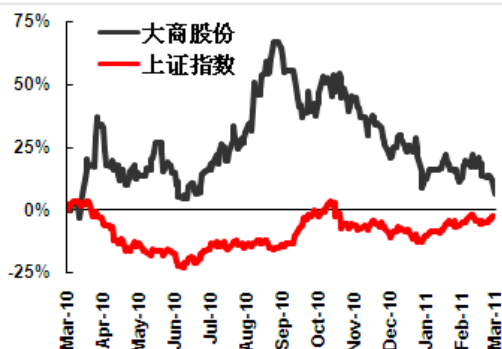
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	24,343	28,807	33,791	40,288
(+/-)	15%	18%	17%	19%
营业利润	309	355	434	535
(+/-)	350%	15%	22%	23%
归属母公司				
净利润	122	212	259	320
(+/-)	-	74%	22%	24%
每股收益（元）	0.41	0.72	0.88	1.09
市盈率（倍）	96	55	45	37

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	29372/29372
流通市值（亿元）	117.46
每股净资产（元）	11.12
资产负债率（%）	73.17

股价表现（最近一年）



联系人：邵灵霞

010-66045720 shaolx@txsec.com

证券分析师 王旭

执业证书编号：A0140511010018

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年，公司实现营业收入243.43亿元，同比增长15.03%；营业利润3.09亿元，同比增长350.38%；实现归属母公司净利润1.22亿元，去年同期亏损1156.48万元，实现每股收益0.41元，业绩略低于预期。无利润分配方案。
- 从单季度数据看，第四季度公司营业收入65.45亿元，同比增长14.21%；营业利润-57.92万元，去年同期亏损6136.56万元；实现归属母公司净利润1157.47万元，同比增长8269.58%，第四季度单季度每股收益0.04元。
- 外埠门店推动收入实现稳定增长。公司是全国最大的百货零售企业，业务涵盖百货、超市和家电三类业态。报告期内，公司实现收入同比增长15.03%，其中由于新开门店的影响百货销售占比61.94%，同比增长18.85%，超市销售占比21.87%，收入增速12.23%。从地区来看，大连地区收入占比逐渐下降至31.01%，外埠省份门店收入增速较高，其中河南地区和山东等地收入增速超过20%，表明公司更加注重省外市场的扩张。
- 经营层面好转：综合毛利率改善，期间费用控制力增强。报告期内，虽然超市和家电业态分别下降1.51个和1.22个百分点，但由于收入占比较高的百货业毛利率同比提升1.01个百分点，公司综合毛利率有所改善，同比提升0.43个百分点；期间费用率同比下降0.63个百分点，其中虽然门店扩张及人工成本上升使得销售费用率上升0.45个百分点，但公司严格控制管理支出，管理费用率同比下降0.96个百分点，体现了管理层的较强的费用控制力。
- 规模优势+资产价值高，业绩继续释放趋势明显。公司是全国最大的百货企业，截止2010年底，拥有近80家百货店，并且每年保持5-10家的速度向外扩张，规模优势显著。同时公司约有50%门店物业为自有，资产重估价值较高。2009年公司业绩出现亏损，但2010年公司成功实现扭亏，盈利能力凸显，我们认为，公司经营净现金流持续高速增长，管理层存在继续改善经营层面的动力，未来业绩有望持续释放。
- 盈利预测与投资评级：我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.72元、0.88元和1.09元，以最新收盘价计算，对应PE分别为55倍、45倍和37倍，公司资产规模具有优势，安全边际价高，未来业绩有加速释放的可能，但目前公司估值水平较高，我们暂时维持公司“中性”的投资评级。

图表 1：大商股份盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,116,316	2,434,346	2,880,718	3,379,122	4,028,760
增长率	12.27%	15.03%	18.34%	17.30%	19.23%
减：营业成本	1,724,460	1,973,176	2,331,857	2,729,888	3,248,841
毛利率	18.52%	18.94%	19.05%	19.21%	19.36%
营业税金及附加	22,229	26,058	30,248	35,481	42,302
资产减值损失	2,433	5,062	2,000	2,000	2,000
销售费用	120,907	150,015	174,283	199,368	233,668
管理费用	223,892	234,124	288,072	346,360	421,005
财务费用	15,381	14,752	18,725	22,640	27,396
期间费用	313,711	369,783	456,811	543,284	647,769
期间费用率	17.02%	16.39%	16.70%	16.82%	16.93%
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资净收益	-145	-220	0	0	0
营业利润	6,869	30,938	35,534	43,384	53,549
增长率	123.88%	350.38%	14.85%	22.09%	23.43%
加：营业外收入	5,344	7,762	0	0	0
减：营业外支出	9,220	7,382	0	0	0
利润总额	2,993	31,318	35,534	43,384	53,549
增长率	-92.87%	946.38%	13.46%	22.09%	23.43%
减：所得税	12,072	21,006	14,213	17,354	21,419
实际所得税率	403.34%	67.08%	40.00%	40.00%	40.00%
净利润	-9,079	10,311	21,320	26,030	32,129
归属母公司所有者的净利润	-1,156	12,178	21,208	25,887	31,985
增长率	0.00%	0.00%	74.15%	22.06%	23.55%
净利率	-0.05%	0.50%	0.74%	0.77%	0.79%
少数股东损益	-7,923	-1,867	112	143	144
总股本（万股）	29,372	29,372	29,372	29,372	29,372
每股收益(全面摊薄，元)	-0.04	0.41	0.72	0.88	1.09

资料来源：天相投资顾问有限公司

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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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: 100140
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: 100140
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: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040