

大商股份 (600694)

买入/维持评级

股价: RMB37.26

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

## 相关研究

《麦凯乐扩张, 实现双赢》-20110510

《柳岸花明又一春》-20110425

《从趋势到业绩》-2011/03/30

《收购淄博商厦, 布局华北店网》

2011/01/19

《再奏凯歌》-2010/10/30

《初显峥嵘》-2010/08/19

《诸神之战》-2010/06/03

《恐惧与贪婪》-2010/04/30

《新的春天》-2010/04/21

《后改制时代, 你是否可以期待?》

2010/04/20

《虚幻的报表与缥缈的业绩》

2010/04/08

《王者何时归》-2010/03/08

## 基础数据

|                |        |
|----------------|--------|
| 总股本 (百万股)      | 294    |
| 流通 A 股 (百万股)   | 294    |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0      |
| 可转债 (百万元)      |        |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 10,885 |

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 策马河南, 驰骋中原

- 我们近日调研了大商股份河南区域三个城市 (郑州、新乡、漯河) 的六家门店, 并与河南片的多位高管、门店店长进行了交流。由于我们调研的门店占去年河南片收入的 84.2%、亏损总额占总亏损额的 75.1%, 因此这些门店的经营情况和发展潜力基本反映了大商河南门店的现状与未来。
- 此次调研印证了我们此前判断, 即大商在河南区域站稳脚跟基本确定。河南市场广阔、竞争较弱, 公司勇于在 06 年进入河南区域, 是非常有前瞻性和魄力的。公司在河南店网形成后将享受该区域消费未来多年的高速发展。
- 我们预计河南片今年整体收入 25.5 亿元, 增速 30%; 如不考虑下半年新开/启动建设的 4 家门店对净利润的影响, 存量门店微亏 529 万元 (去年亏损 1.44 亿元); 若考虑新开门店影响, 河南区约亏损 7000 万元。
- 公司历史上的巨亏, 客观来说有部分是公司快速大规模新进河南市场要交的学费, 主观来说也有公司为打开市场的主动选择。
- 大商进驻河南前, 本地零售企业弱势、代理商强势导致行业毛利率偏低, 以及公司前几年的租约较贵形成成本压力, 是此前亏损的客观情况; 但随着收入规模上升, 这些压力已经逐步化解。
- 为了快速扩张和打开市场, 前两年营销支出平均占收入达 3.8% (行业平均 0.5-1%); 公司在预付租金和租金摊销上谨慎的会计, 致金博大和新玛特总店两店产生约 3100 万元的预提费用; 这些都导致了公司过去的亏损。
- 公司未来仍将加强在河南区域的扩张, 并将更多的借助资本市场融资平台。公司下半年新开/在建的 4 个项目中有 3 个有望通过再融资解决, 这部分产生当期亏损约 7000 万元, 但未来盈利前景良好。
- 即便未来每年公司仍将有新店开业的短暂拖累, 我们判断河南片已经逐步进入贡献期。考虑到河南片大量的未确认的递延所得税资产 (以其的亏损未来抵税), 未来河南片利润贡献曲线可能非常陡峭。
- 风险提示: 河南市场竞争加剧; 公司再融资推进进度低于预期; CPI 高企。

| 经营预测与估值       | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 24343.5 | 28506.2 | 33380.7 | 38514.7 |
| (+/-%)        | 15.0    | 17.1    | 17.1    | 15.4    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 121.8   | 415.9   | 592.5   | 799.9   |
| (+/-%)        | 204.8   | 238.    | 4 .5    | 35.0    |
| EPS(元)        | 0.41    | 1.40    | 2.00    | 2.70    |
| P/E(倍)        | 90.9    | 26.6    | 18.6    | 13.8    |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 未充分发掘的巨大市场.....       | 4  |
| 历史亏损，新进市场的学费 .....    | 5  |
| 门店经营进入良性循环.....       | 7  |
| 金博大，过去的店王、未来的店王 ..... | 9  |
| 新玛特总店，新生的王者 .....     | 9  |
| 未来资本开支项目 .....        | 10 |
| 风险提示 .....            | 10 |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 郑州市前四大百货销售规模 .....          | 5  |
| 图 2: 2010 年河南主力门店广宣费及占比 .....    | 6  |
| 图 3: 2010-2011E 河南主要门店收入状况 ..... | 8  |
| 图 4: 2010-2011E 河南主要门店盈利状况 ..... | 8  |
| 表 1: 河南各区域主要零售集团 .....           | 4  |
| 表 2: 大商股份河南店历史沿革 .....           | 7  |
| 表 3: 金博大店主要经营情况 .....            | 9  |
| 表 4: 郑州新玛特总店主要经营情况 .....         | 10 |
| 表 5: 2011 年大商股份河南区域拓展计划 .....    | 10 |

我们近日调研了大商股份河南区域三个城市（郑州、新乡、漯河）的六家门店，并与河南片的多位高管、门店店长进行了交流。由于我们调研的门店占去年河南片收入的 84.2%、亏损总额占总亏损额的 75.1%，因此这些门店的经营情况和发展潜力基本反映了大商河南门店的现状与未来。

回顾大商在河南这几年的发展状况，我们认为公司在 06 年的河南战略还是非常前瞻性和魄力的。从我们调研对河南市场的判断来看，河南市场巨大，但零售发展仍处于很低水平，市场竞争激烈程度弱于其他区域。大商目前在河南片的 11 家百货、3 家超市及一些电器门店，已经占据了当地很大市场份额，形成了进入壁垒。

我们预计河南片今年整体收入 25.5 亿元，增速 30%；如不考虑下半年新开/启动建设的 4 家门店对净利润的影响，河南区存量门店微亏 529 万元（去年亏损 1.44 亿元，不考虑少数股东权益）；若考虑新开门店影响，河南区约亏损 7000 万元。

经历了平均约 3 年的培育期后，大商在河南区域站稳脚跟已经基本确定，即便未来每年公司仍将有新店开业的短暂拖累，我们判断河南片已经逐步进入贡献期。考虑到河南片大量的未确认的递延所得税资产（以其的亏损未来抵税）意味着河南片未来利润贡献曲线可能非常陡峭。

## 未充分发掘的巨大市场

根据 2010 第六次全国人口普查结果，河南常住人口 9402 万人，居广东和山东之后列第三位，但考虑流动人口后超过一亿人，仍居全国第一。2010 年河南 GDP 增速达 12.2%，位居全国第一，预计 2011 年 GDP 增速也将达到 11.5% 左右。

根据我们的经验，对于这样一个庞大的市场，正常情况下应成为零售企业必争之地。但从我们调研情况来看，河南区域现有的零售集团仅有大商股份和丹尼斯集团两家，此外还有一些区域零售企业（盘踞许昌、新乡的胖东来；鹤壁区域的华联集团等）。

以郑州市为例，较为知名的百货门店屈指可数，除丹尼斯人民路店、丹尼斯花园路店、大商金博大及郑州新玛特总店以外，还有香港新世界百货紫金山店、郑道花园、郑道中环百货等。零售竞争较成都、武汉、长沙等市场要弱。

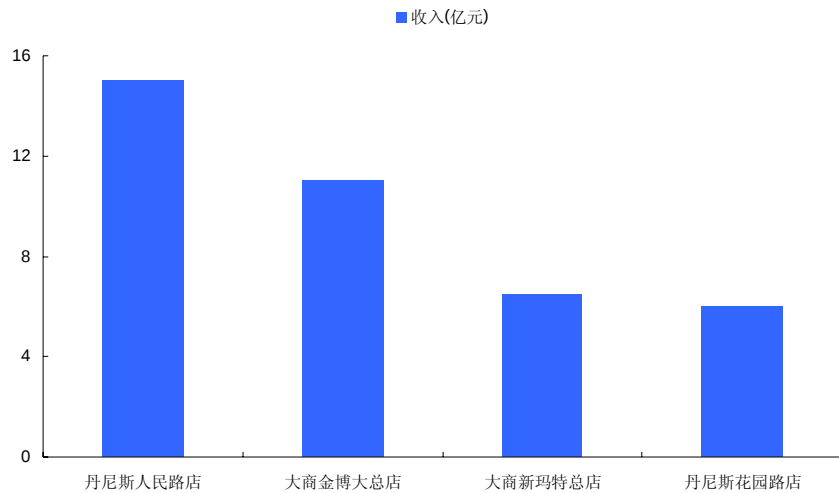
从目前来看，河南市场正开始成为新的关注点，包括银泰百货、新世界、王府井等多家企业已开始进入或准备拓展新店。我们认为河南百货行业的增速在未来几年内将显著高于其他区域。

表 1：河南各区域主要零售集团

| 区域                   | 零售企业                 | 竞争格局                                                    |
|----------------------|----------------------|---------------------------------------------------------|
| 郑州                   | 大商股份、丹尼斯、香港新世界、郑道百货等 | 大商丹尼斯基本二分天下                                             |
| 新乡、许昌                | 大商股份、胖东来             | 区域龙头胖东来的根据地，胖东来规模较大，但经营粗放，此前曾将众多进入者赶出；大商目前居于下风，但已经站稳脚跟。 |
| 漯河                   | 大商股份、丹尼斯             | 大商垄断百货、丹尼斯卖场强势                                          |
| 鹤壁                   | 华联集团                 | 该地市垄断者                                                  |
| 其他二、三级城市如<br>信阳、开封等地 | 大商股份                 | 除大商以外基本没有其他现代零售企业，市场竞争薄弱                                |

资料来源：华泰联合证券研究所

图 1: 郑州市前四大百货销售规模



资料来源: 华泰联合证券研究所。注: 此收入为销售口径统计收入; 销售口径收入= (报表其他业务收入反算的销售收入+报表主营业务收入)\*1.17

## 历史亏损，新进市场的学费

大商河南区域 2009、2010 年分别报出 2.65 亿和 1.44 亿巨亏，不禁让市场担心河南战略是否成功，以及大商跨出东北区域以后经营水平能否经得起检验。我们认为过去几年的亏损，客观来说有部分是公司快速大规模新进河南市场要交的学费，主观来说也有公司为打开市场的主动选择。不考虑正常的开店培育期等因素，我们将除此之外主要的 4 点亏损原因列出：

### 1、当地零售企业弱势、代理商强势，导致整体毛利率偏低（客观因素）；

在大商进驻之前，河南主要零售集团仅有丹尼斯和一些区域龙头，零售终端实力很弱、代理商相当强势，在有些区域，甚至胖东来这样的区域龙头就代理很多品牌，因此在进入河南以来大商的毛利率一直很低。截止 2010 年大商大多数百货毛利率也只有 9-10% 左右。

不过随着公司规模扩大，目前品牌商对河南市场重视程度明显增加，公司与供应商的谈判能力也开始加强。今年以来各门店的毛利率都有一定程度上升。

### 2、07-09 年大量新开店的租约租金较高，导致成本压力巨大（客观因素）；

公司在进入河南前，曾以东北二、三线城市的的经营情况和租约模拟河南区域，并据此与物业方签订了租约合同。绝大多数租金以固定+分成方式签署，许多门店的分成提成比例为收入的 4%-5%。

其实这一租金合约放在大多数区域是较为合理的，但由于河南市场消费能力较弱，开业初期平销低于预期，所以租金成本成为公司较大的费用压力。

为减小这一因素的影响，2010 年起公司在河南的新扩张基本以固定租金为主，单平米租金较前几年签订的水平有 20-30% 的下滑。

### 3、为打开市场，河南片门店的广告宣传、促销力度极大，影响业绩（主观因素）；

为了能够迅速打开市场，公司多个门店的营销费用很大，2010 年主要门店平均广告宣传等费用占收入比例达到 3.8%，而行业平均水平仅在 0.5-1%左右。

2009 年，新玛特总店为迅速提升人气，进行了单日 VIP 闭店消费、凭任意竞争对手打折券均可参与低折折扣的活动。单日销售达到 8000 万元（含税），但我们测算仅此活动当天门店亏损就达到 1000 万元。

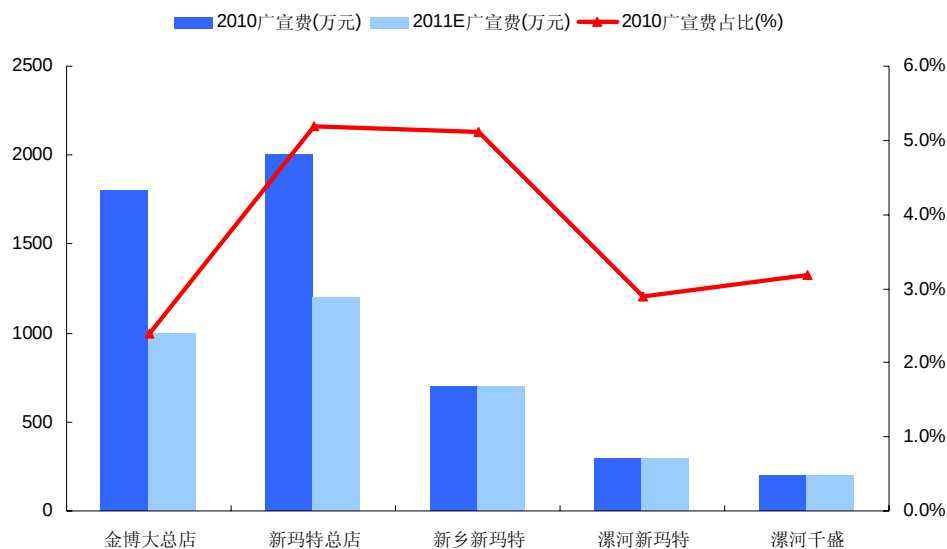
考虑到公司的市场地位愈发稳固，2011 年起各门店的广告费绝对额都开始明显下滑，我们预计这一部分费用减省将对河南片净利润形成正面推动。

### 4、谨慎的会计计提导致账面亏损增加（主观因素）；

公司对包括金博大及新玛特总店在内的多个门店会计处理非常谨慎：公司将新玛特总店固定+浮动租金可预测部分 20 年总量租金按直线法摊销，导致前期的摊销租金高过实付租金，此项因素对 2010 年新玛特总店利润影响约 1600 万元。公司对金博大店的预付租金保证金也计提了足额的减值准备，此项因素对 2010 年金博大店利润影响约 1500 万元。

我们认同公司的谨慎处理，不过这同时说明河南片的经营情况优于报表反映。

图 2： 2010 年河南主力门店广宣费及占比



资料来源：华泰联合证券研究所。

## 门店经营进入良性循环

截止 2011 年 6 月底，大商在河南百货门店共 11 家，总建筑面积约 40.8 万平方米，11 家门店的平均店龄约为 2.7 年（32 个月）。11 家门店中，2011 年已经开始盈利的门店为 3 家，盈亏平衡的门店 4 家，亏损门店 4 家（金博大店、信阳千盛、新乡新玛特和信阳新玛特）。

不考虑新开的门店对收入和利润的影响，我们预计 2011-2012 年已有的 11 家门店整体收入分别为 25.6 亿元和 30.97 亿元，利润贡献分别为 -529 万元和 6469 万元。

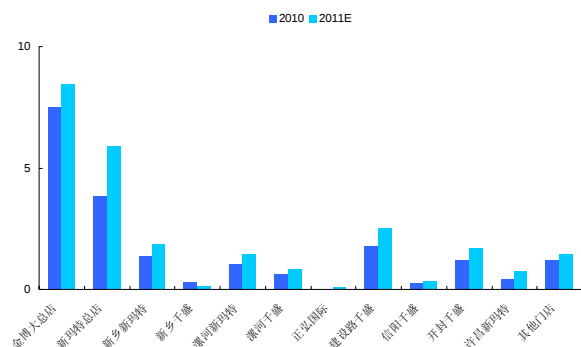
表 2：大商股份河南店历史沿革

| 门店               | 时间   | 建筑面积    | 物业归属 | 沿革                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------|------|---------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 郑州金博大            | 2006 | 65774   | 租赁   | 2006 年 4 月 20 日，公司以 4.21 亿元成交河南省金博大开发建设总公司所有的位于郑州市北二七路 200 号的金博大城的三年租赁经营权，租赁后公司将其注册为大商集团郑州新玛特购物广场有限公司，货币资本 1737 万元分期投资入股，占 85%。2006 年 9 月 23 日开业。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 郑州新玛特<br>(建设路店)  | 2007 | 24000   | 租赁   | 公司之郑州新玛特购物广场有限公司与河南盛润置业有限公司签订协议，承租位于郑州市建设路与桐柏路交叉口东南角的郑州华亚广场，建筑面积 2.4 万平方米，租赁期限 20 年。租金标准为：地下一层每平方米每天 0.8 元；地上一层至三层每平方米每天 1.25 元；租金每 4 年递增 4%。公司在此处物业建成郑州新玛特建设路店，2007 年 9 月 30 日开业。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 漯河千盛购物广场         | 2007 | 29700   | 租赁   | 公司之郑州新玛特购物广场有限公司与漯河市华东房地产开发有限公司签署合同，承租建筑面积 29700 平方米的中汇广场，租赁期限 20 年。租金标准：地下一层至地上三层每年 840 万元，每三年递增 5%；地上四层年租金 110 万元，每三年递增 5%。注册资本为 1000 万元，2007 年公司投入 270 万元，占实收资本 90%，注册成立漯河千盛购物广场有限公司。2007 年 12 月 29 日正式开业。                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 河南正弘国际名品店        | 2008 | 8000    | 收购   | 2008 年 7 月 16 日，公司与河南正弘国际品牌销售有限公司股东李向清、冯涛签署《股权转让协议》，以人民币 500 万元的价格受让河南正弘国际品牌销售有限公司 100% 股权。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 郑州新玛特<br>(花园路总店) | 2008 | 40690   | 租赁   | 公司之郑州新玛特购物广场有限公司（乙方）与河南新田置业有限公司（甲方）签订合同，租赁其位于河南省郑州市花园路东、农业路西的郑州国贸中心 40690 平方米的物业。租赁期限为 20 年。租金费用为保底抽成租赁费，自起租日起，甲方按乙方含税营业额的 5% 提取抽成租金，乙方每年均按“营业额×5%”的计算方式向甲方支付抽成租金，如果按上述方法计算的抽成租赁费低于保底租赁费标准的，按保底租赁费标准缴纳租赁费；其中，第 1 年到第 3 年的保底租赁费分别为 800、1000、1200 万元，第 4-8 年的保底租赁费为 1300 万元，第 9-13 年的保底租赁费为 1400 万元，第 14-20 年的保底租赁费为 1500 万元。注册资本 1000 万元，2008 年公司投入 225 万元，占实收资本 45%，在此物业注册成立了大商集团（郑州）商贸有限公司，在此处物业建立新玛特郑州总店，并投资 2051.07 万元进行装修改造，2008 年 9 月 24 日试营业，2009 年 1 月 18 日正式开业。2009 年上半年公司投入 308.55 万元进行装修。 |
| 信阳千盛             | 2008 | 28150   | 租赁   | 公司与信阳市亚兴集团有限责任公司签订合同，承租位于河南省信阳市新华东路 121 号和相邻的中山北路 87 号的建筑物全部，建筑面积 28150 平方米，租期 20 年。租金为每年 300 万元，物业管理费每年 200 万元，租金和物业管理费自开业之日起，每 5 年递增 5%。公司投资 300 万元，占 60%，在此处物业成立信阳千盛百货购物广场有限公司，并投入 2596.51 万元进行装修改造。2008 年 12 月 20 日正式开业。2009 年上半年投入 99.75 万元进行装修改造。                                                                                                                                                                                                                                             |
| 开封千盛             | 2008 | 24172.3 | 租赁   | 公司之郑州新玛特购物广场有限公司与开封市瑞信房地产有限公司签订合同，租赁位于河南省开封市西大街与宋都御街交叉口东北角的新都汇购物广场 4# 楼建筑物，建筑面积 24172.3 平方米物业，租赁期限 20 年。租金为第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.36 元/平方米/天；第五至第九计租年度为 0.54 元/平方米/天；第十计租年度为 0.60 元/平方米/天，以后年度的租金以第十计租年度租金为基础，每三年递增 3%。物业管理费为第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.24 元/平方米/天；第五至                                                                                                                                                                                                                              |

|        |      |         |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------|------|---------|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 许昌新玛特  | 2009 | 20000   | 租赁 | 第九计租年度为 0.36 元/平方米/天; 第十计租年度为 0.40 元/平方米/天, 以后年度的物业管理费以第十计租年度物业管理费为基础, 每三年递增 3%。公司投入 270 万元, 占 90%, 在此物业注册成立了大商集团开封千盛购物广场有限公司, 并投资 33 万元对公司办公区进行装修改造。2008 年 12 月 21 日开业。2008 年 8 月 19 日, 公司与许昌鸿宝百货有限公司、河南鸿宝集团有限公司签署合同, 承租位于河南省许昌市建设路 708 号建筑物, 面积合计 20000 平方米, 租赁期为 20 年, 自免租期 (正式交付房屋之日起 3 个月) 结束后下一日开始计算。租金为每年 560 万元, 租金递增率为每 4 年递增 4%。公司投入 300 万元, 占 90%, 在此物业注册成立大商集团许昌新玛特购物广场有限公司。2009 年 1 月 10 日开始试营业。公司之郑州新玛特购物广场有限公司与漯河市小胖量贩有限公司签署合同, 承租建筑面积 36097.45 平方米的小胖统领百货, 租赁期限 20 年。租金为每年 800 万元, 每 5 年递增 4%。注册资本为 1000 万元, 2007 年公司投入 270 万元, 占实收资本 90%, 注册成立漯河新玛特购物广场有限公司。2008 年, 公司投入 1221.88 万元进行装修改造。2009 年 6 月 26 日试营业。2009 年上半年 1162.59 万元进行装修。2010 年初以 1.5 亿收购物业所有权并扩建至 48000 平方米。 |
| 漯河新玛特  | 2009 | 48000   | 自有 | 公司与河南新乡置业发展有限公司签订合同, 承租位于新乡市人民路 132 号, 即新乡市人民路与解放路交叉口东北角 (台北时代广场) 项目之建筑物, 租赁物业 64986.9 平方米, 租赁期限 20 年。保底和抽成方式综合支付租金。抽成租金: 租赁物业地上一层至五层抽成租金为每年不含税销售总额的 4.5% (公司保底销售额 5000 万元); 地下一层抽成租金为每年不含税销售总额的 2% (公司保底销售额 4000 万元)。保底租金: 第一年 800 万元; 第二年 960 万元; 第三年 1152 万元; 第四年 1300 万元, 以后年度保底租金以第四年保底租金为基础, 每 5 年递增 5%。保底租金是公司交纳的最低租金标准, 抽成租金低于保底租金的, 按照保底租金标准缴纳租金。公司已经在此处物业注册成立大商集团 (新乡) 新玛特购物广场有限公司。2009 年 9 月 24 日试营业。                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 新乡新玛特  | 2009 | 64986.9 | 租赁 | 公司与信阳市亚兴集团有限责任公司签订合同, 承租位于河南省信阳市东方红大道与胜利北路交叉口西北角的大型商业建筑裙楼地下一层至地上六层公司商场, 建筑面积 55000 平方米, 租期 20 年。地上一层至地上四层租金为 14.4 元/平方米/月, 物业管理费 9.6 元/平方米/月; 地下一层、地上五层和六层租金为 12.6 元/平方米/月, 物业管理费 8.4 元/平方米/月, 租金和物业管理费从开业之日起每 5 年递增 5%。公司在此处物业成立新玛特信阳店。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 新玛特信阳店 | 2009 | 55000   | 租赁 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

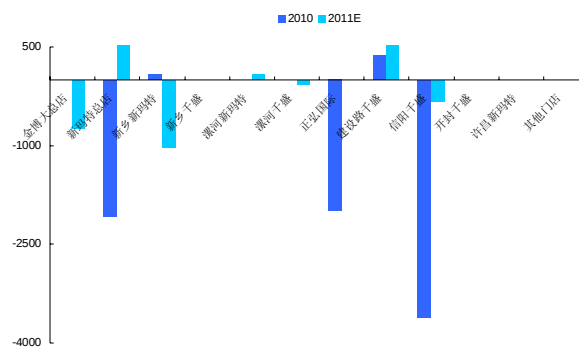
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 3: 2010-2011E 河南主要门店收入状况



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 4: 2010-2011E 河南主要门店盈利状况



资料来源: 华泰联合证券研究所

## 金博大，过去的店王、未来的店王

金博大为郑州最知名的百货门店，可以说是过去的店王。公司于 2006 年 9 月天价租金获得该店，成为河南战略第一个开业门店。该店建筑面积约 6.6 万平，共 4 层。

公司上一次租约到期后，于去年与物业方谈妥续租，租金方案为 3+10 年方案，起始租金 1.3 亿/年。虽然该店租金较高，但作为郑州地标性的门店，去年续租过程大商面临的竞争对手极多。

2010 年该店主业收入 6.5 亿元，租赁收入 1.04 亿元，去年实现净利润约 800 万元。上半年该店收入增长约 20%，不过由于物业老旧，公司计划 7-9 月开始进行逐层停业改造，将对今年的收入和净利润产生影响。且公司目前收购了金博大紧邻的约 18 亩物业（物业成本较低，约 1.5 万/平方米），计划明年扩建并与金博大打通，形成约 16 万平方米的新门店。

由于金博大店消费者忠诚度高、门店地处核心商圈的核心位置，我们预计 2012 年扩建完成后该店有望成为河南未来的店王。但考虑到目前装修、明年资本开支增加费用的影响，我们预计 2011-2012 年该店亏损额分别为 -750 万，-1306 万元。

表 3：金博大店主要经营情况

|       | 2010    | 2011E   | 2012E   | 备注                            |
|-------|---------|---------|---------|-------------------------------|
| 收入    | 7.54 亿元 | 8.45 亿元 | 9.19 亿元 | 上半年收入增长 20%，下半年逐层改造降低增速       |
| 综合毛利率 | 28.1%   | 26.9%   | 25.6%   | 2010 年改造、调整品牌，短期毛利率下降，长期上升    |
| 人工    | 1300    | 1800    | 2070    | 334 人                         |
| 广告宣传费 | 1800    | 1000    | 800     | 2011 年起减少广告宣传费用支出             |
| 租金    | 11000   | 13000   | 13500   | 2011 年起续租                     |
| 折旧摊销  | 1800    | 2200    | 2500    | 2011 年改造装修增加折旧摊销费用            |
| 水电气费  | 1800    | 1800    | 1800    |                               |
| 其他费用  | 2000    | 2000    | 2500    | 其中 1500 万为预付租金保证金的减值准备        |
| 财务费用  | 660     | 1660    | 1660    |                               |
| 净利润   | 830     | -750    | -1306   | 新建项目资本开支约 5-6 亿，增加财务费用 1000 万 |

资料来源：华泰联合证券研究所

## 新玛特总店，新生的王者

郑州新玛特总店是大商在河南地区重点投入、快速培育成功的第一店，该店 2008 年 9 月试营业，2009 年 1 月正式开业，建筑面积约 4.07 万平。2009、2010 年两年该店亏损分别为 -1.35 亿元和 -4000 万元，是公司河南片最主要的出血点。

2010 年该店进行了门店大调整，目前定位为当地中高端百货，内部品牌包括登喜路、万宝龙、宝姿、蒂凡尼等。收入规模快速上升之后，公司开始调整此前激进的经营方针，开始更注重利润。

我们预计该店从今年起扭亏为盈，由于费用计提较足，未来几年我们预计费用总额绝对增长幅度较小。考虑到此前多年的亏损可以抵扣未来盈利需缴的所得税，我们判断新玛特总店的利润贡献将较陡峭。

我们预计 2011、2012 年该店的净利润分别为 637 万元、3884 万元。

**表 4：郑州新玛特总店主要经营情况**

|       | 2010    | 2011E   | 2012E   | 备注                      |
|-------|---------|---------|---------|-------------------------|
| 收入    | 3.85 亿元 | 5.9 亿元  | 7.58 亿元 | 上半年收入增长超过 70%           |
| 综合毛利率 | 18.2%   | 19.3%   | 19.4%   | 去年品牌调整力度较大，毛利率逐步提升      |
| 人工    | 1347    | 1683.75 | 2020.5  | 300 多人                  |
| 广告宣传费 | 2000    | 1200    | 1000    | 2010 年宣传力度较大，2011 年开始缩减 |
| 租金    | 4600    | 4800    | 4800    | 直线摊销 20 年的固定+保底部分租金     |
| 折旧摊销  | 1524    | 1524    | 1524    |                         |
| 水电气费  | 1375    | 1375    | 1375    |                         |
| 其他费用  | 0       | 0       | 0       |                         |
| 财务费用  | 180     | 180     | 180     |                         |
| 净利润   | -4026   | 637.25  | 3884.5  |                         |

资料来源：华泰联合证券研究所

## 未来资本开支项目

河南仍将是公司近几年重点外延扩张的区域。公司未来的扩张除了利用自有资金以外，更多的将冀望于通过资本市场融资。而在市场一直关心的大商股份与大商集团谁是发展主体问题上，河南区域在过去几年基本上所有的项目全是上市公司体内，未来的项目除少量因为涉及房地产项目，可能导致融资困难，上市公司会与集团以股权合作的性质联合经营，其他基本都会在上市公司平台操作。

据我们了解，公司今年下半年新开/开始建设的门店项目共有 4 个，分别是许昌新玛特、开封新玛特、郑州城西中原项目以及金博大扩建项目。这 4 个项目中有除金博大扩建以外，另外 3 个项目都有可能借助公司再融资项目进行。我们预计 4 个项目共致产生约 7000 万元的亏损。

**表 5：2011 年大商股份河南区域拓展计划**

|        | 计划开业时间  | 建筑面积   | 物业归属 | 预计产生当期亏损   |
|--------|---------|--------|------|------------|
| 许昌新玛特  | 2011.9  | 4 万平   | 租赁   | 2000 万元    |
| 开封新玛特  | 2011.12 | 5.5 万平 | 租赁   | 2500 万元    |
| 金博大店扩建 | 2013 年  | 8 万平   | 自有物业 | 已计入金博大今年亏损 |
| 城西中原项目 | 2012    | 11 万平  | 租赁物业 | 2500 万元    |

资料来源：华泰联合证券研究所

## 风险提示

河南市场竞争加剧；公司再融资推进进度低于预期；CPI 高企等。

**盈利预测**

| 资产负债表         |             |              |              |              | 利润表            |             |              |              |              |
|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元        |             |              |              |              | 单位:百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度          | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度           | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>   | 5,871       | 8,820        | 8,799        | 10,040       | <b>营业收入</b>    | 24,343      | 28,506       | 33,381       | 38,515       |
| 现金            | 3,361       | 5,701        | 5,007        | 5,777        | 营业成本           | 19,732      | 23,050       | 26,811       | 30,923       |
| 应收账款          | 159         | 54           | 32           | 37           | 营业税金及附加        | 261         | 299          | 350          | 404          |
| 其他应收款         | 579         | 542          | 563          | 539          | 营业费用           | 1,500       | 1,736        | 1,679        | 1,926        |
| 预付账款          | 331         | 461          | 536          | 618          | 管理费用           | 2,341       | 2,742        | 3,622        | 4,079        |
| 存货            | 1,442       | 2,033        | 2,628        | 3,030        | 财务费用           | 148         | 84           | 107          | 81           |
| 其他流动资产        | 0           | 29           | 33           | 39           | 资产减值损失         | 51          | 15           | 28           | 52           |
| <b>非流动资产</b>  | 6,046       | 6,159        | 6,326        | 6,377        | 公允价值变动收        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资          | 21          | 21           | 21           | 21           | 投资净收益          | (2)         | 1            | 0            | 0            |
| 固定资产          | 3,919       | 3,832        | 3,825        | 3,783        | <b>营业利润</b>    | 309         | 581          | 784          | 1,049        |
| 无形资产          | 1,023       | 1,080        | 1,153        | 1,221        | 营业外收入          | 78          | 25           | 25           | 25           |
| 其他非流动资产       | 1,083       | 1,226        | 1,327        | 1,353        | 营业外支出          | 74          | 12           | 8            | 8            |
| <b>资产总计</b>   | 11,917      | 14,978       | 15,125       | 16,417       | <b>利润总额</b>    | 313         | 594          | 801          | 1,066        |
| <b>流动负债</b>   | 7,394       | 10,039       | 9,593        | 10,085       | 所得税            | 210         | 178          | 208          | 267          |
| 短期借款          | 645         | 2,783        | 2,078        | 1,884        | 净利润            | 103         | 416          | 592          | 800          |
| 应付账款          | 2,581       | 3,227        | 3,754        | 4,020        | 少数股东损益         | (19)        | 4            | 6            | 8            |
| 其他流动负债        | 4,168       | 4,028        | 3,762        | 4,182        | 归属母公司净利        | 122         | 412          | 587          | 792          |
| <b>非流动负债</b>  | 1,326       | 1,326        | 1,326        | 1,326        | EBITDA         | 1,017       | 1,313        | 1,577        | 1,736        |
| 长期借款          | 1,067       | 1,067        | 1,067        | 1,067        | EPS (元)        | 0.41        | 1.40         | 2.00         | 2.70         |
| 其他非流动负        | 259         | 259          | 259          | 259          | <b>主要财务比率</b>  |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | 8,720       | 11,365       | 10,919       | 11,412       | <b>会计年度</b>    | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益        | (68)        | (64)         | (58)         | (50)         | <b>成长能力</b>    |             |              |              |              |
| 股本            | 294         | 294          | 294          | 294          | 营业收入           | 15%         | 17%          | 17%          | 15%          |
| 资本公积          | 1,454       | 1,454        | 1,454        | 1,454        | 营业利润           | 350%        | 88%          | 35%          | 34%          |
| 留存收益          | 1,517       | 1,929        | 2,515        | 3,307        | 归属母公司净利        | -205%       | 238%         | 42%          | 35%          |
| 归属母公司股        | 3,197       | 3,613        | 4,206        | 5,006        | <b>获利能力</b>    |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权</b> | 11,917      | 14,978       | 15,125       | 16,417       | 毛利率(%)         | 19%         | 19%          | 20%          | 20%          |
| <b>现金流量表</b>  |             |              |              |              | 净利率(%)         | 0.5%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.5%         |
| 单位:百万元        |             |              |              |              | ROE(%)         | 4%          | 11%          | 14%          | 16%          |
| <b>会计年度</b>   | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)        |             |              |              |              |
| <b>经营活动现金</b> | 1730        | 815          | 818          | 1745         | <b>偿债能力</b>    |             |              |              |              |
| 净利润           | 122         | 412          | 587          | 792          | 资产负债率(%)       | 73%         | 76%          | 72%          | 70%          |
| 折旧摊销          | 122         | 412          | 587          | 792          | 净负债比率(%)       |             |              |              |              |
| 财务费用          | 148         | 84           | 107          | 81           | 流动比率           | 0.8         | 0.9          | 0.9          | 1.0          |
| 投资损失          | 2           | (1)          | 0            | 0            | 速动比率           | 0.6         | 0.7          | 0.6          | 0.7          |
| 营运资金变动        | 943         | (116)        | (442)        | 164          | <b>营运能力</b>    |             |              |              |              |
| 其他经营现金        | 393         | 24           | (20)         | (83)         | 总资产周转率         | 0.5         | 0.5          | 0.6          | 0.6          |
| <b>投资活动现金</b> | (807)       | (529)        | (700)        | (700)        | 应收账款周转率        | 53.4        | 67.0         | 194.4        | 281.9        |
| 资本支出          | (425)       | (530)        | (700)        | (700)        | 应付账款周转率        | 2.0         | 2.0          | 1.9          | 2.0          |
| 长期投资          | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标(元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金        | (1232)      | (1059)       | (1400)       | (1400)       | 每股收益(最新)       | 0.4         | 1.4          | 2.0          | 2.7          |
| <b>筹资活动现金</b> | (447)       | 2054         | (812)        | (275)        | 每股经营现金流        | 5.9         | 2.8          | 2.8          | 5.9          |
| 短期借款          | 0           | 2138         | (706)        | (194)        | 每股净资产(最        | 11.1        | 12.5         | 14.5         | 17.2         |
| 长期借款          | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>    |             |              |              |              |
| 普通股增加         | 0           | 0            | 0            | 0            | P/E            | 91          | 27           | 19           | 14           |
| 资本公积增加        | 0           | 0            | 0            | 0            | P/B            | 3           | 3            | 3            | 2            |
| 其他筹资现金        | (447)       | (84)         | (107)        | (81)         | EV/EBITDA      | 17          | 13           | 11           | 10           |
| <b>现金净增加额</b> | 473         | 2340         | (694)        | 770          |                |             |              |              |              |

数据来源: 华泰联合证券研究所



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn