

核心竞争力持续提升

公司今日公布 2011 年中报，实现销售收入 155.43 亿元，同比增长 29.84%；归属母公司净利润 2.21 亿元或每股 EPS=0.75 元，扣非后 EPS=0.77 元；经营性净现金流 10.57 亿元，同比增长 297.6%。

公司中报不仅延续了过去多年来一贯的特点：较快的收入增长、充沛的现金流和大量的当期缴纳所得税；今年以来在经营层面的精细化管理也开始加强，通过加强库存和现金管理，公司资产负债率下降、财务费用减少、现金储备增加，未来的扩张更有保障。

基本面强劲无虞

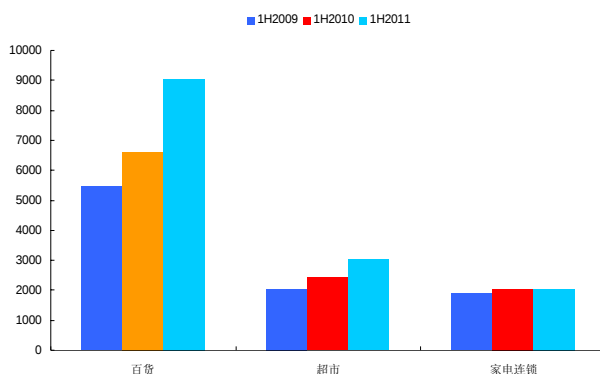
我们一向以收入、经营性净现金流和实缴所得税三个指标综合以表征零售企业的经营能力，从这三个数据来看，公司基本面仍然相当强劲。

上半年公司收入增长达到 29.84%，剔除年初收购淄博项目的影响后，我们预计上半年收入增长接近 26%，其中一季度单季收入增长约 29%，二季度单季收入增长约 22%。考虑到公司如此大基数下仍有较高增长，我们判断公司不仅老门店（主要是东北地区）同店增长良好，新开门店（主要是河南地区）同样贡献较高的收入增长。

从区域分布来看，大连本部和河南区域增长尤为迅猛；分业态来看，百货收入同比增速达 37.12%，但毛利率下降 2.05 个百分点至 15.89%，毛利率下滑一方面由于竞争加剧、另一方面由于毛利率较低的河南片收入增长较快所致；超市收入增长 25.23%，毛利率 10.65%保持小幅上升；家电微增 0.14%，毛利率 4.14%略有下滑。

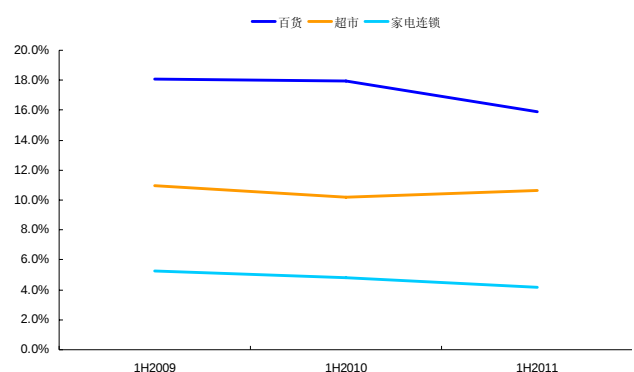
经营性净现金流达 10.57 亿元或每股 3.598 元；当期实缴所得税 1.23 亿元，简单倒算盈利分部贡献净利润至少为 3.7 亿元。

图 1: 1H2009-1H2011 分业态收入情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2: 1H2009-1H2011 分业态毛利率情况



资料来源：华泰联合证券研究所

下半年，公司要继续围绕“提升业绩，加快发展”的目标，做好以下几项工作：

- 1、转变经营模式，减少资金占用，增强盈利能力，强化业务管理；
- 2、抓住销售旺季，创新营销模式，扩大销售规模，确保计划完成；
- 3、积极开发新店，扩大店铺网络

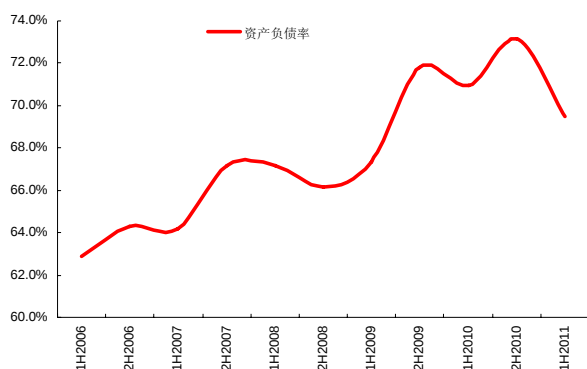
——摘自中报

加强精细化管理

结合我们此前调研区域门店的信息，公司今年上半年在经营管理上推进了“零库存、零现金支出、零预付”三大原则，旨在提升存货周转、减少不必要现金支出和加强与供应商的现金结算，为未来的扩张储备资金。公司对下半年经营目标提出的三项工作中的第一项，其实就是“三零原则”的精简。

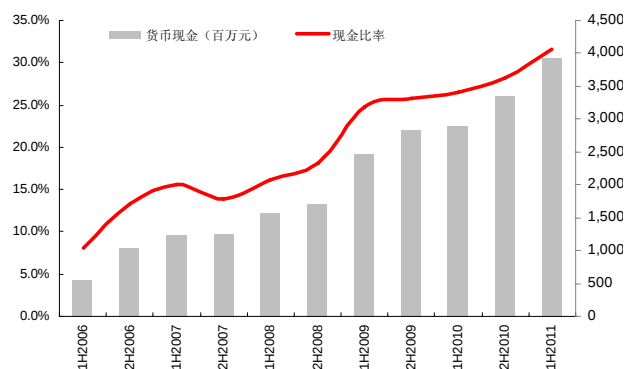
从实施效果来看，公司存货占比降低、周转加快；公司同时加强了对子公司资金的管理力度，上半年从子公司处收得现金 4.63 亿元。通过开源节流，公司上半年资产负债率降至 69.49%，持有现金占资产比升至 31.59%，财务费用率减少 0.26 个百分点至 0.42%。

图 3： 大商股份资产负债率



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4： 大商股份持有现金占比



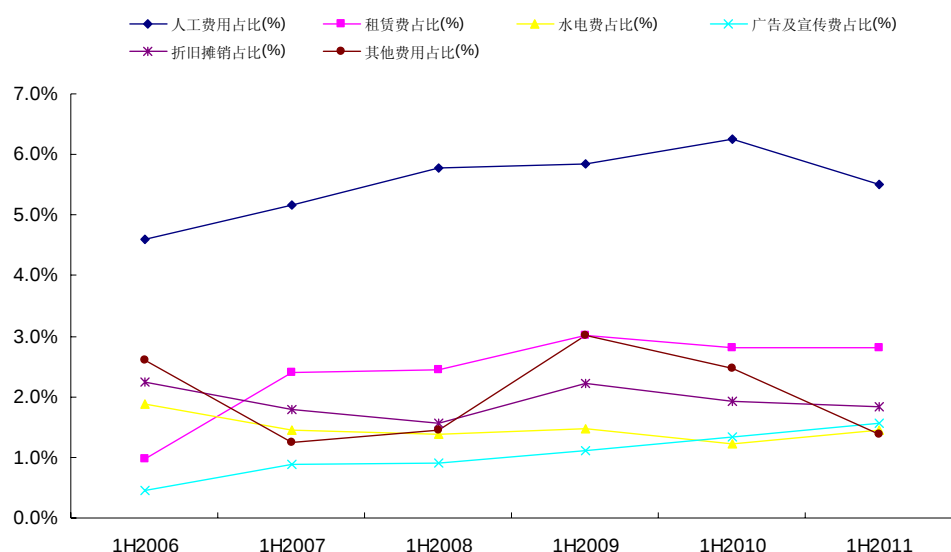
资料来源：华泰联合证券研究所

费用控制加强

人工费用率下降 0.74 个百分点，非刚性费用率下降 1.09 个百分点，致公司销售+管理费用率下降 1.44 个百分点。

与以往相比，公司今年以来的费用率下滑较为明显，2010 年集团层面改制后，公司进行了小幅裁员带来人工费用率的下降；除此之外，公司加强了对“黑箱费用”（即除人工、水电、折旧摊销、租金、广宣等刚性费用以外的其他费用）的控制，这两项费用分别较去年同期下降了 0.74 和 1.09 个百分点，导致整体销售+管理费用率下降 1.44 个百分点。

图 5： 大商股份各项费用率变化情况



资料来源：华泰联合证券研究所

治理结构逐步优化

由于大商股份业务分布较广，且与大商集团存在一定业务交集，因此市场一直以来对大商管理层的核心利益所在存在分歧，而大商集团与大商股份之间的关联交易是否公正透明，也是投资者非常关心的问题。

公司今年的中报当中首次以 8 页篇幅，将大商股份的关联方资产状况、与关联方关联交易情况、关联资金往来情况逐一披露。这样的信息披露方式有助于解答长期以来投资者的疑惑，同时也表明公司治理结构正在走向优化。

表格 1：大商股份关联方信息

关联方公司	与大商股份关系	主要业务/资产
大连大商投资管理有限公司	大商集团的股东	大商管理
大商嘉华集团有限公司	大商管理参股	大商嘉华
大商哈尔滨新一百购物广场有限公司	大商管理控股	大商哈新一百
大连大商集团哈尔滨房地产开发有限公司	大商嘉华控股	哈尔滨地产
大连大商集团盘锦房地产开发有限公司	大商嘉华控股	盘锦地产
大连大商集团营口房地产开发有限公司	大商嘉华控股	营口地产
中兴—大连商业大厦	大商集团控股	中兴大厦
大庆市庆莎商城有限责任公司	大商集团控股	大庆庆莎
大连大商天然矿泉水有限公司	原大商集团控股	大商矿泉水
大商集团哈尔滨新一百购物广场有限公司	大商集团控股	哈一百
大连大商集团西安商贸有限公司	大商集团控股	西安商贸
大商集团（庄河）千盛百货有限公司	大商集团控股	庄河千盛
大商集团（新乡）千盛百货有限公司	大商集团控股	新乡千盛

大商集团进出口商品配送有限公司	大商集团控股	大商进出口
大连天河百盛购物中心有限公司	大商集团参股	天河百盛
大连易玛特软件开发中心	大商集团控制	易玛特
成都大商投资有限公司	大商集团控股	成都大商
大连大商集团电子商务有限公司	大商集团控股	电子商务
大商集团东港千盛百货有限公司	大商集团控股	东港千盛
大商集团郑州紫荆山百货商场有限公司	大商集团控股	紫荆山百货
大连青泥洼商业城管理有限公司	大商集团控股	青泥商业城
大连双兴商品城有限公司	大商集团控股	双兴商品城
大庆市新百大购物有限公司	大商集团控股	新百大
焦作大商超市发展有限公司	大商集团控股	焦作千盛
鞍山商业投资有限公司	大商管理控股	鞍山商业
郑州商业投资有限公司	大商集团控股	郑州商业
桂林微笑堂实业发展有限公司	大商集团参股	桂林微笑堂
大商集团河南超市连锁发展有限公司	大商集团控股	河南超市连锁
大商集团（驻马店）新玛特购物广场有限公司	大商集团控股	驻马店新玛特
淄博商厦股份有限公司	子公司股东	淄博股份

资料来源：华泰联合证券研究所，公司公告

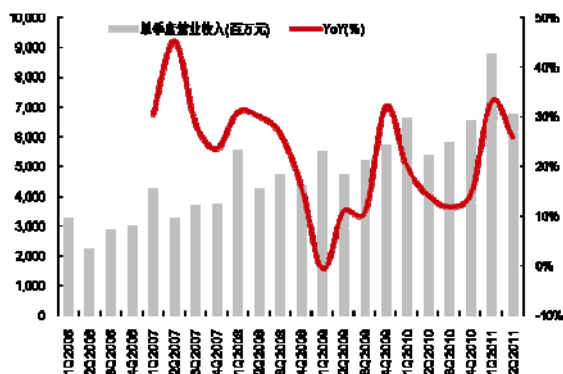
惊喜，不仅仅是业绩

从公司此份中报来看，除了 EPS 连续第二个季度超市场预期以外，公司在精细化管理、治理结构优化等方面都有了明显进步。从纯粹的战略眼光和经营能力来看，我们判断未来几年公司的发展超越行业水平应是较易实现的，主要在于：

- 1、公司在东北已有的密集店网已经形成垄断优势，源源不断的现金流和存量净利润使得公司未来的扩张更有底气；
- 2、公司是近五年来国内所有百货企业中，在门店持续拓展方面做的最好的一家公司，门店店龄结构合理；
- 3、目前来看，公司的河南战略颇具前瞻性，率先进入这一市场将使公司在未来几年内持续受益；一旦河南区域门店实现盈利，前几年培育期间大量的未确认递延所得税资产有望确认，将大幅降低公司的实际所得税率；
- 4、公司过去几年谨慎和保守的会计准则，如加速计提了折旧摊销费用、直线法摊销了预付租金等会计处理方式，将使得未来几年公司费用压力减小。

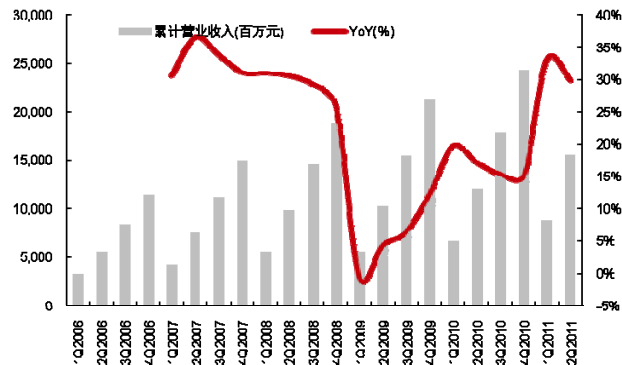
至于市场担心的上市公司 vs 集团利益取向的问题，我们仍然坚持“小集团（大商集团）、大上市（大商股份）”的格局下大商股份是公司管理层核心利益所在，我们维持对公司 2011、2012 年 EPS=1.4、2.0 的预测不变。建议投资者关注催化剂事件如再融资、管理层激励推进等。大商股份仍是我们最看好的零售公司，维持买入评级。

图 6： 大商股份季度收入增长情况



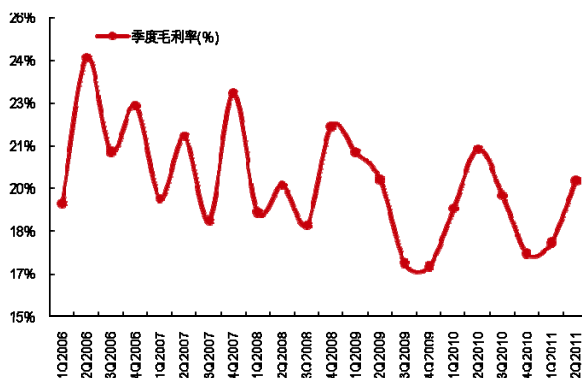
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 7： 大商股份季度累计收入增长情况



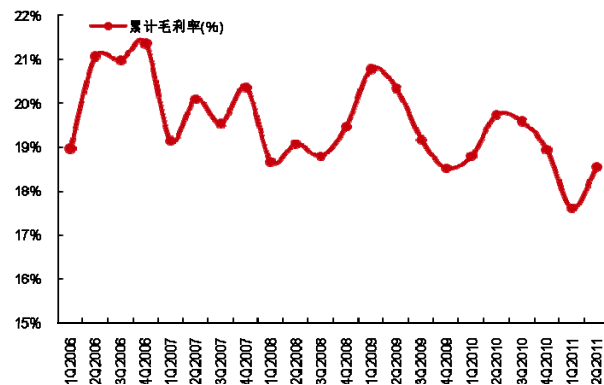
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： 大商股份季度毛利率变化情况



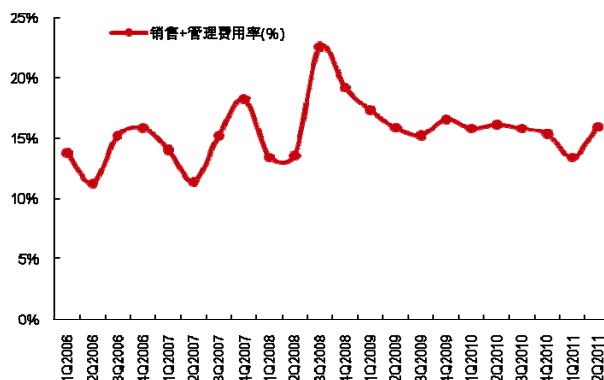
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： 大商股份季度累计毛利率变化情况



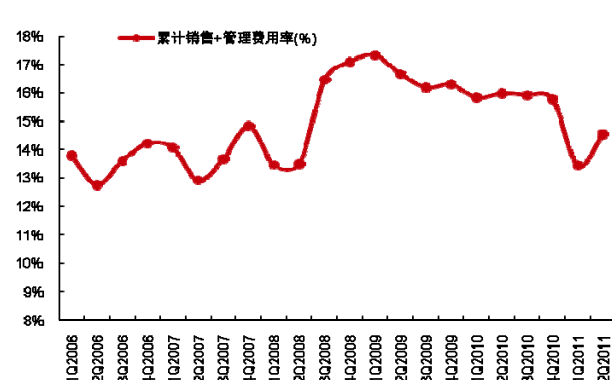
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 10： 大商股份季度管理+销售费用率



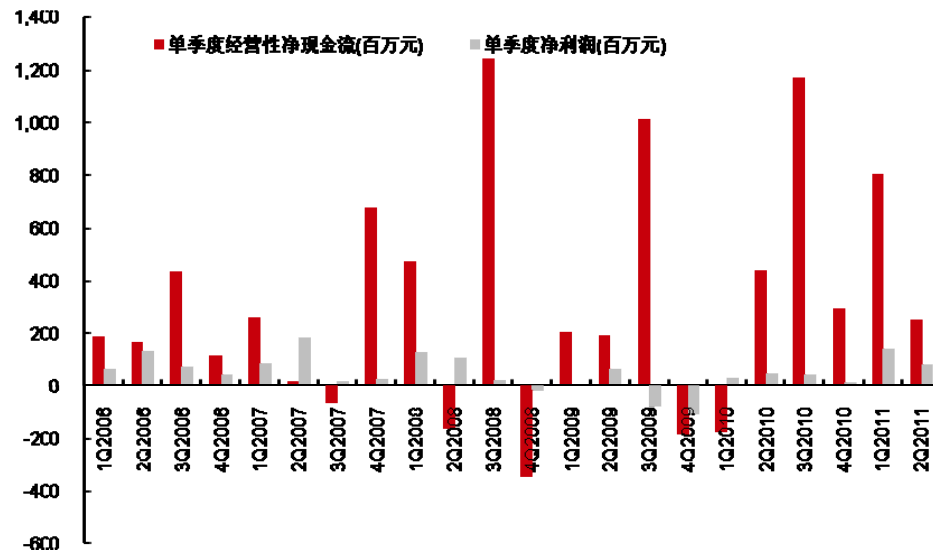
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 11： 大商股份季度累计管理+销售费用率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 12： 大商股份季度经营性现金流及净利润



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

风险提示

通胀压力；中层激励缺失束缚企业发展等

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
流动资产	5871	9,362	9,663	11,461	营业收入	24343	30,186	36,52	43,82
现金	3361	6,037	5,479	6,573	营业成本	19732	24,620	29,63	35,49
应收账款	159	57	35	42	营业税金及附加	261	317	384	462
其他应收款	579	574	616	614	营业费用	1500	1,838	2,111	2,415
预付账款	331	492	593	710	管理费用	2341	2,720	3,466	4,203
存货	1442	2,171	2,904	3,47	财务费用	148	85	110	87
其他流动资产	0	30	37	44	资产减值损失	51	28	38	70
非流动资产	6046	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	3919	3,832	3,825	3,783	营业利润	309	580	783	1,091
无形资产	1023	1,080	1,153	1,221	营业外收入	0	25	25	25
其他非流动资	0	1,226	1,327	1,353	营业外支出	74	12	8	8
资产总计	11917	15,521	15,989	17,838	利润总额	313	593	800	1,108
流动负债	7394	10,582	10,458	11,476	所得税	210	178	208	277
短期借款	645	2,948	2,332	2,286	净利润	103	415	592	831
应付账款	2581	3,447	4,149	4,615	少数股东损益	-19	4	6	8
其他流动负债	117	4,188	3,978	4,575	归属母公司净利	122	411	586	822
非流动负债	1326	1,326	1,326	1,326	EBITDA	457	1,312	1,580	1,782
长期借款	1067	1,067	1,067	1,067	EPS (元)	0.41	1.40	2.00	2.80
其他非流动负	6	259	259	259	主要财务比率				
负债合计	8720	11,908	11,784	12,802	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-68	(64)	(58)	(49)	成长能力				
股本	294	294	294	294	营业收入	15.0%	24%	21%	20%
资本公积	1454	1,454	1,454	1,454	营业利润	350.4%	87%	35%	39%
留存收益	1517	1,928	2,514	3,337	归属母公司净利	0.0%	237%	43%	40%
归属母公司股	3265	3,612	4,205	5,035	获利能力				
负债和股东	11917	15,521	15,989	17,838	毛利率(%)	0.0%	18%	19%	19%
现金流量表					净利率(%)	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
单位: 百万元					ROE(%)	3.7%	11%	14%	16%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.0%			
经营活动现	1730	988	868	1926	偿债能力				
净利润	103	411	586	822	资产负债率(%)	73.2%	77%	74%	72%
折旧摊销	0	411	586	822	净负债比率(%)	104.43			
财务费用	128	85	110	87	流动比率	0.79	0.9	0.9	1.0
投资损失	2	(1)	0	0	速动比率	0.60	0.7	0.6	0.7
营运资金变动	0	44	(406)	291	营运能力				
其他经营现金	1600	38	(9)	(96)	总资产周转率	2.12	0.6	0.6	0.6
投资活动现	-807	(529)	(700)	(700)	应收账款周转率	214	69.9	198.4	287.1
资本支出	806	(530)	(700)	(700)	应付账款周转率	7.97	2.0	2.0	2.0
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	(1059)	(1400)	(1400)	每股收益(最新摊	0.41	1.4	2.0	2.8
筹资活动现	-447	2217	(726)	(132)	每股经营现金流	5.89	3.4	3.0	6.6
短期借款	46	2302	(616)	(45)	每股净资产(最新	10.89	12.5	14.5	17.3
长期借款	-450	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	102.00	31	22	16
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.88	3	3	3
其他筹资现金	-43	(85)	(110)	(87)	EV/EBITDA	31	14	12	11
现金净增加额	0	2676	(558)	1095					

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门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，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。