

零售行业

大商股份 (600694)

公司调研报告

投资评级: 增持

收盘价: 41.03 元

市场数据

52 周内高	61.40
52 周内低	35.58
总市值(亿元)	120
流通市值(亿元)	120
总股本(百万股)	294
A 股(百万股)	294
—已流通(百万股)	294
—限售股(百万股)	0
B 股(百万股)	0.00
H 股(百万股)	0.00

相对市场表现



分析师:

李项峰

8621-68761616-8316

Lixf@tebon.com.cn

执业证书编号: S0120511030002

联系人: 刘晓华

8621-68761616-8515

Liuxh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

http://www.tebon.com.cn

厚积薄发之时

报告摘要:

业态齐全, 最具规模和网络优势的公司: 公司拥有百货、超市和电器三大零售业态, 而作为主力业态的百货又有新玛特、麦凯乐、千盛和现代综合百货四种细分业态。公司在门店持续拓展方面积极, 从 2001 年开始, 百货业态以平均每年 7 家的速度持续扩张, 门店店龄结构也非常合理, 早期并购门店培育期短, 这部分门店处于业绩稳定贡献阶段。公司门店网络布局已经遍布东北、华北和中原, 且在其主要省份以知名度和门店数量名列前茅, 在区域深耕方面也做得很好。

河南市场逐步形成规模优势, 未来将打开公司整体业绩的上行空间: 近期来看, 河南区域仍然是处于规模快速扩张阶段, 成长性较为突出。目前在河南有 15 家百货门店, 公司还将加快在河南市场的拓展, 规划未来在河南区域内每个城市布局 2-3 家门店。从长远来看, 我们认可河南区域在整个门店布局中的战略地位, 公司率先进入这一潜力巨大的市场, 以此打造中原商业中心。公司逐步占据当地很大市场份额, 在当地的管理模式和市场认知程度逐渐步入正轨, 未来新店的培育和亏损也将优于过去表现, 随门店成熟比例的提升, 我们认为, 公司未来河南区域的盈利性将得到进一步的提升。

公司盈利反转趋势已经体现: 公司今年明显加强了费用控制, 在经营层面的精细化管理也开始加强, 我们看到, 公司收入增速加快、费用率降低、现金流强劲、资产负债率下降、基本面显著改善, 盈利反转趋势已经体现。

风险及不确定性因素: ①店铺及市场培育期长于预期; ②扩张中风险

盈利预测及投资评级: 公司改制后扩张布点提速, 同店增速保持高增长, 释放动力显著, 业绩拐点逐步得到确认。我们认可公司的行业地位, 销售规模以及较强的现金流管理能力, 加上公司连锁网络的物业价值和战略价值所带来的竞争优势, 预计 11-13 年的 EPS 分别为 1.34、1.81 和 2.39 元。给予“增持”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
营业收入	24343	29456	35347	42345
收入同比(%)	15%	21%	20%	20%
归母公司净利润	122	392	531	703
净利润同比(%)	-205%	222%	35%	32%
毛利率(%)	18.9%	18.5%	19.0%	19.0%
ROE(%)	3.7%	10.7%	12.7%	14.4%
每股收益(元)	0.41	1.34	1.81	2.39
P/E	97.85	30.36	22.45	16.95
P/B	3.65	3.26	2.84	2.44

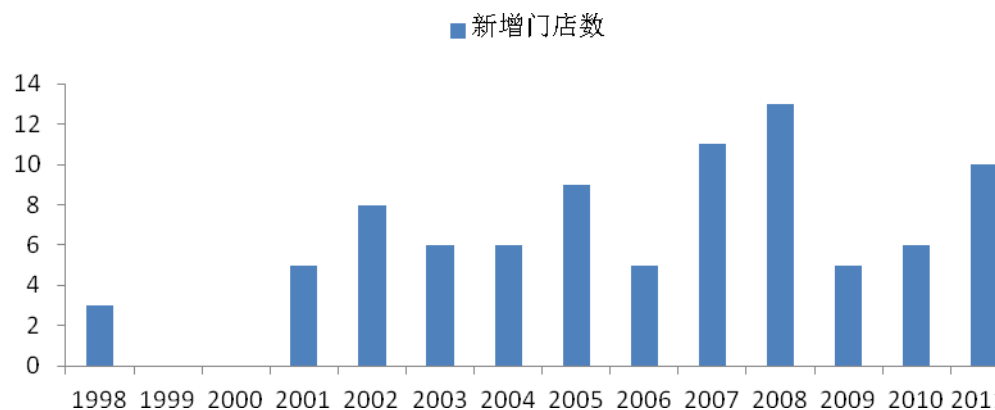
目录

1、业态齐全，最具规模和网络优势的公司	3
图表 1 公司历年新增门店情况	4
图表 2 公司历年收入地区分布	5
2、河南市场逐步形成规模优势，未来将打开公司整体业绩的上行空间	5
图表 3 公司河南地区主要门店情况	6
3、公司盈利反转趋势已经体现	7
图表 4 百货行业估值比较	8
图表 5 A 股主要百货公司收入净利比较情况	9
4、盈利预测及投资评级	9

1、业态齐全，最具规模和网络优势的公司

公司是国内最优秀的连锁百货公司之一。1) 公司拥有百货、超市和电器三大零售业态，而作为主力业态的百货又有新玛特（购物中心）、麦凯乐（高端百货）、千盛和现代综合百货四种细分业态，各种业态包含传统百货、高端百货、还有大型和适合城镇的小购物中心，丰富的业态使得公司得以适应不同区域的发展。2) 公司是国内百货企业中在门店持续拓展方面最积极的一家公司，拥有百货门店数量最多。公司从2001年开始，以平均每年7家的速度持续扩张，门店店龄结构也非常合理，早期并购门店培育期短，这部分门店处于业绩稳定贡献阶段。在做大做强存量店铺的基础上，公司积极开发优质店铺资源，稳固地保持着行业龙头地位。在规模扩张和盈利水平之间，公司目前阶段更侧重前者，预计未来3年，公司将以年均10家的规模扩张，继续保持其规模优势。公司在收购门店时不忘留住人才，也同时得到了经营丰富的零售团队，这些为公司的发展奠定了良好的基础。公司有条件成为未来北方市场的行业整合者，未来拓展空间巨大。3) 网络布局已经遍布东北、华北和中原达45个城市以上，且在其主要省份以知名度和门店数量名列前茅，在区域深耕方面也做得很好。公司现在已经成为东北和河南的第一大零售商。按照公司的发展战略，未来将进一步加大全国范围内的网点布局，力争做深做透“东北店网”，拓展“华北店网”，深入中原，挺进西部。

图表 1 公司历年新增门店情况



资料来源:德邦研究

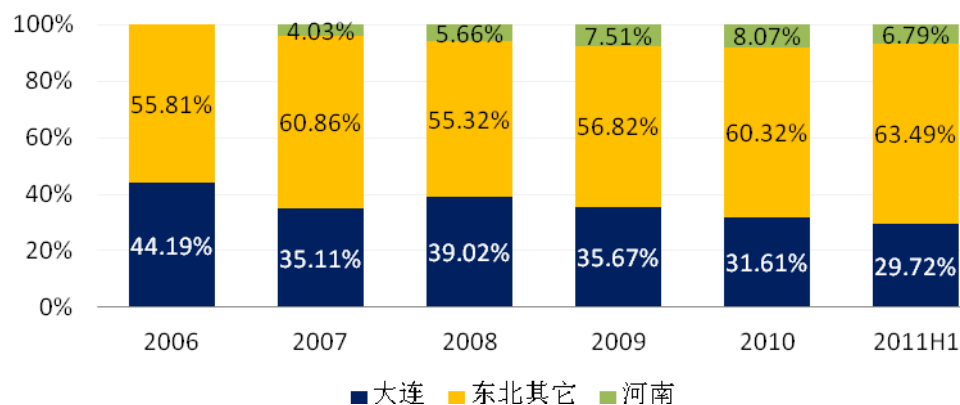
大连市场相对成熟且已经占据了极佳的青泥洼商圈和西安路商圈有利位置，各业态也比较丰富。未来将侧重门店的提档，以及向辅商圈和县级市如瓦房等下沉。

大连之外区域的门店有不少是早年收购获得，从1998 年开始，公司在增强自身业务基础上，抓住了契机，利用行业不景气和竞争对手急于退出零售业的有利形势，积极购并东北城市核心商圈老的百货类国有资产，适时且果断介入了行业整合的历程，先后在东北、中原等收购开发了百货店几十个。可以说公司早年的购并发展、低成本扩张的战略，为公司抢夺了有利商圈和市场份额。

如今高强度的竞争已经从一线城市向二、三线城市转移，并开始向四、五线城市渗透；城市商业资源的竞争也从主商圈、次商圈向社区、郊区延伸。公司将进一步加密东北店网，加速发展华北店网，计划从传统以购并经营、自建店铺为主的模式向包括合作、租赁、输出管理、托管经营在内的多种形式并举的方向拓

展。公司众多门店均是当地的旗舰店，消费者忠诚度高。未来重点关注重点区域的下沉。

图表 2 公司历年收入地区分布



资料来源:德邦研究

2、河南市场逐步形成规模优势，未来将打开公司整体业绩的上行空间

公司目前的四个主要业务区域中，大连及辽黑区域市场和门店都相对成熟，未来将侧重向辅商圈、周边县级市寻找扩张机会。河南区域是公司未来几年重点扩张区域，公司在2006年进入河南市场，目前在河南地区的百货门店已达15家，其中大都为2008年之后开业。河南是公司通过租赁进行新开门店扩张的区域，也是公司迈出东北市场的首个异地扩张区域，上半年从分地区情况来看，河南地区收入增速很快，达到34.66%。

图表 3 公司河南地区主要门店情况

区域	门店	开业时间	门店面积(m²)	物业性质
豫中	郑州新玛特总店	2008 年 9 月	40431	租赁
	郑州金博大店	2006 年 6 月	65774	租赁
	郑州建设路店	2007 年 10 月	24000	租赁
	郑州绿城广场店	2010 年 1 月	16000	租赁
	正弘国际名品店	2008 年	8000	租赁
豫中	许昌新玛特鸿宝店	2008 年 9 月	20000	租赁
	许昌新玛特总店	2011 年 9 月	60000	租赁
豫中	漯河新玛特店	2009 年 6 月	53000	自有
	漯河千盛百货	2008 年 1 月	29700	租赁
豫南	信阳千盛店	2008 年 12 月	24550	租赁
	信阳新玛特购物广场店	2011 年 9 月	60000	租赁
豫东	开封千盛店	2008 年 12 月	19349	租赁
	开封新玛特店	2011 年 12 月	50000	租赁
豫北	新乡新玛特店	2009 年 9 月	70000	租赁
	新乡千盛店	2008 年 12 月	30000	租赁

资料来源:公司公告、德邦研究

我们注意到，受扩张影响，两年内河南区域处于亏损状态的可能性较大，预计今年公司河南区亏损9000 万元左右，减亏效应显现后，预计2012年度过培育期后的门店将提升河南地区盈利门店比例，预计河南地区亏损幅度会进一步降低。相对而言，河南市场，除了丹尼斯外，此外还有一些区域零售企业，零售竞争较成都、武汉、长沙等市场要弱。而公司的规模优势使其在跨区域扩张的过程中打下了坚实的基础。随河南人均消费水平升高以及规模形成后对当地供应商掌控能力的增强，毛利率也有望提升。一旦河南区域的门店实现盈利，前几年培育期间大量的递延所得税资产减值准备有望转回，有望降低所得税费用，增加税后利润。

近期来看，河南区域仍然是处于规模快速扩张阶段，成长性较为突出。公司还将加速开店，规划未来在河南区域内每个城市布局2-3家门店，以加快在河南省

场的拓展。但是从长远来看，我们认可河南区域在整个门店布局中的战略地位，公司率先进入这一潜力巨大的市场，以此打造中原商业中心，可以说公司的河南战略颇具前瞻性。公司逐步占据当地很大市场份额，形成了进入壁垒，这些将使公司在未来几年内持续受益。我们认为，目前公司在河南的管理模式和市场认知程度逐渐步入正轨，未来新店的培育和亏损也将优于过去表现，随门店成熟比例的提升，未来河南区域的盈利性将得到进一步的提升。

3、公司盈利反转趋势已经体现

公司收入增速加快、费用率降低、现金流强劲，基本面持续显著改善，盈利反转趋势已经体现。公司一直以规模为目标，门店以销售为目标，在各地抢占有利商圈，目前门店销售重点逐步过渡到利润重点，店长绩效和利润挂钩。对当年新开门店要求2年内盈利（我们看到，河南新开门店的当年亏损也在大幅减少）。这些激励和要求相信会促进公司盈利的释放。公司第一大股东变更为大商国际后将有利于公司内部治理结构完善，为管理层激励也铺平了道路。此外，公司对资本市场的融资诉求也将使公司业绩释放的意愿增强。公司中报披露信息更为充分，也是一个积极的信号。

数据显示，2010年公司经营现金流为净利润的16倍，2011年中期经营性现金流/净利润为4.8，大大高于业内1-2倍的平均水平，从中报看到，经营性现金流量增速与净利润增速有141%的增速差额，公司较高的经营性现金流的增速体现了公司较好的销售业务质量和现金管理能力。经营性现金流量持续增长超过净利润，那么不仅意味着公司经营活动获得现金的能力增加，还意味着这些由于经营

活动发生的现金流将会在以后的会计年度中逐渐转化体现为净利润。源源不断的现金流和存量净利润也使得公司未来的扩张更有底气。

我们看到，1.5%的净利润率水平处于行业低位，业绩有较大的改善空间，公司从08年开始采取较为激进的会计估计变更，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，这些将使得未来几年公司费用压力减小。

公司PS值（TTM）只有0.43倍，处于行业低端，从P/S值看出公司的投资价值显著。

公司今年明显加强了费用控制，在经营层面的精细化管理也开始加强，这些对未来的扩张都提供了坚实的保障。

图表 4 百货行业估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	10PE	11PE	12PE	PEG	PB	PCF	PS
000417.SZ	合肥百货	19.62	102.01	35.70	20.15	19.44	0.26	4.47	10.82	1.21
000501.SZ	鄂武商 A	17.90	90.80	30.93	23.99	18.12	0.83	4.57	5.64	0.75
000987.SZ	广州友谊	19.78	71.00	21.70	17.71	14.18	0.79	4.45	11.92	1.76
002187.SZ	广百股份	14.16	40.41	23.24	19.39	15.56	0.98	2.12	10.21	0.60
002277.SZ	友阿股份	22.01	76.86	35.56	25.16	18.38	0.61	4.09	13.58	1.70
002419.SZ	天虹商场	22.45	179.64	37.04	27.78	21.27	0.83	5.12	11.60	1.46
002561.SZ	徐家汇	14.39	59.83	30.80	23.88	21.45	0.82	3.92	21.45	2.78
600694.SH	大商股份	41.03	120.51	98.96	29.00	19.33	0.12	3.46	4.78	0.43
600723.SH	首商股份	12.45	81.97	206.31	21.77	17.05	0.03	3.89	19.28	1.10
600729.SH	重庆百货	42.71	159.35	30.22	23.16	18.05	0.76	6.39	9.36	0.53
600828.SH	成商集团	10.71	47.00	33.98	22.32	17.64	0.43	6.35	22.22	2.40
600858.SH	银座股份	18.25	52.73	47.54	30.04	20.28	0.52	2.40	4.44	0.51
600859.SH	王府井	40.37	186.82	49.68	29.36	21.93	0.42	3.36	11.56	1.20

资料来源:Wind、德邦研究

图表 5 A 股主要百货公司收入净利比较情况

收入规模排名				净利规模排名			
	10 年收入(亿元)	11 年预测值	Chg(%)		10 年净利(百万)	11 年预测值	Chg(%)
大商股份	243	302	24.16%	重庆百货	527	688	30.51%
重庆百货	212	252	18.93%	天虹商场	485	653	34.55%
王府井	139	171	22.32%	王府井	376	636	69.23%
天虹商场	102	132	29.40%	合肥百货	286	506	77.19%
鄂武商 A	105	130	23.39%	大商股份	122	416	241.1%
首商股份	30	121	303.2%	广州友谊	327	401	22.55%
银座股份	88	114	29.25%	鄂武商 A	294	379	29.21%
合肥百货	71	87	23.55%	首商股份	40	377	847.6%
广百股份	58	72	24.33%	友阿股份	216	305	41.13%
友阿股份	36	48	35.01%	徐家汇	194	251	29.00%
广州友谊	36	46	28.92%	成商集团	138	211	52.21%
友好集团	29	43	48.51%	广百股份	174	208	19.87%
成商集团	17	23	36.04%	银座股份	111	176	58.26%
徐家汇	20	22	8.62%	友好集团	105	164	56.01%

资料来源：Wind、德邦研究

4、盈利预测及投资评级

公司改制后扩张布点提速，同店增速保持高增长，释放动力显著，业绩拐点逐步得到确认。我们认可公司的行业地位，销售规模以及较强的现金流管理能力，加上公司连锁网络的物业价值和战略价值所带来的竞争优势，预计11-13年的EPS分别为1.34、1.81和2.39元。给予“增持”评级，建议长期配置、分享其基本面反转带来的收益。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
流动资产	5,871	7,873	9,883	13,261
现金	3,361	4,949	6,328	9,064
应收账款	159	129	216	197
其他应收款	579	677	813	974
预付款项	331	403	481	576
存货	1,442	1,715	2,045	2,450
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	6,046	5,592	5,183	4,764
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	3,919	3,544	3,196	2,827
无形资产	1,023	1,039	1,055	1,072
其他非流动资产	1,083	989	910	845
资产总计	11,917	13,465	15,066	18,025
流动负债	7,394	8,946	10,017	12,214
短期借款	645	545	445	445
应付账款	2,581	3,451	3,742	4,876
其他流动负债	4,168	4,950	5,830	6,894
非流动负债	1,326	925	918	971
长期借款	1,067	670	663	716
其他非流动负债	259	255	255	255
负债合计	8,720	9,871	10,936	13,185
少数股东权益	-68	-64	-59	-51
股本	294	294	294	294
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454
留存收益	1,517	1,910	2,440	3,143
归属母公司股东权益	3,265	3,658	4,189	4,892
负债和股东权益	11,917	13,465	15,066	18,025

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
经营活动现金流	1,730	2,518	1,999	3,230
净利润	103	396	536	710
折旧摊销	464	660	675	692
财务费用	148	147	177	212
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	1,023	1,312	609	1,614
其他经营现金流	-10	2	3	3
投资活动现金流	-807	-283	-333	-333
资本支出	-60	86	136	136
长期投资	69	0	0	0
其他投资现金流	-798	-197	-197	-197
筹资活动现金流	-447	-648	-287	-162
短期借款	46	-100	-100	0
长期借款	-450	-397	-7	53
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-43	-150	-180	-215
现金净增加额	473	1,587	1,379	2,736

利润表

单位:百万元

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
营业收入	24,343	29,456	35,347	42,345
营业成本	19,732	24,006	28,631	34,300
营业税金及附加	261	315	378	453
营业费用	1,500	1,773	2,156	2,583
管理费用	2,341	2,651	3,252	3,811
财务费用	148	147	177	212
资产减值损失	51	40	43	45
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
营业利润	309	523	710	942
营业外净收支	4	6	5	5
利润总额	313	529	715	947
所得税	210	132	179	237
未确认的投资损失	0	0	0	0
净利润	103	396	536	710
少数股东损益	-19	4	5	7
归属母公司净利润	122	392	531	703
EBITDA	921	1,329	1,561	1,845
EPS (元)	0.41	1.34	1.81	2.39

主要财务比率

会计年度	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31
成长能力				
营业收入	15.0%	21.0%	20.0%	19.8%
营业利润	350.4%	68.9%	35.8%	32.6%
归属于母公司净利润	-204.8%	222.3%	35.2%	32.4%
盈利能力				
毛利率(%)	18.9%	18.5%	19.0%	19.0%
净利率(%)	0.5%	1.3%	1.5%	1.7%
ROE(%)	3.7%	10.7%	12.7%	14.4%
ROIC(%)	7.8%	295.9%	-78.1%	-30.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	73.2%	73.3%	72.6%	73.1%
流动比率	0.79	0.88	0.99	1.09
速动比率	0.60	0.69	0.78	0.89
营运能力				
总资产周转率	2.12	2.32	2.48	2.56
净资产周转率	7.77	8.51	9.01	9.33
每股指标 (元)				
EPS	0.41	1.34	1.81	2.39
每股净资产	11.12	12.45	14.26	16.65
每股经营现金流	5.89	8.57	6.81	11.00
估值比率				
P/E	97.85	30.36	22.45	16.95
P/B	3.65	3.26	2.84	2.44
P/S	0.49	0.40	0.34	0.28

投资评级

一、行业评级

推荐 - Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 - In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 - Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 - Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 - Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 - Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。