

零售行业

大商股份 (600694)

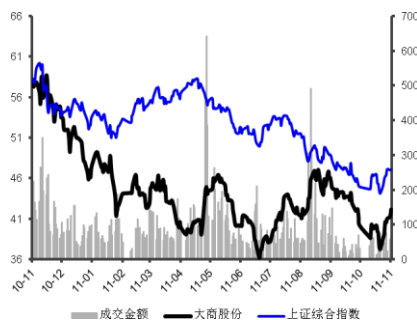
公司点评报告

投资评级：增持 收盘价：42.17 元

市场数据

52 周内高	61.40
52 周内低	35.58
总市值(亿元)	123.88
流通市值(亿元)	123.88
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>

业绩符合预期, 规模优势进一步巩固

事项:

公司发布了2011年三季报业绩公告, 1-9月收入227.29亿, 同比增长27.7%, 归属于上市公司股东净利润3.17亿, 同比增长115.52%, 每股收益1.08元。

点评:

收入和盈利保持了较快增速: 三季报业绩基本符合我们前期的预期。我们看到三季度实现营业收入71.86亿元, 营收增速达到23%, 低于一、二季度的增速, 但是增速在行业中仍然处于前列。三季度收入和利润增长均较上半年有所回落, 这和一季度为销售旺季, 三季度较淡的季节性销售有关。

归属于上市公司股东净利润前三季度同比增速115.52%, 其中三季度同比增速也达到137.5%, 主要系收入增长带动, 公司百货业务占比约58%, 而公司经过多年布局, 各门店店龄合理, 收入和业绩贡献得到保障。

整体来看, 公司今年以来收入和盈利一直保持了较快增速, 费用管控能力进一步加强, 凸显了公司较强的经营管理能力, 基本面的拐点确立。

毛利率同比下降0.9%, 期间费用率同比下降1.2%: 三季度毛利率为18.4%, 低于去年同期19.3%的水平。除了百货零售竞争加剧的因素, 主要系河南片区的收入比重加大, 而河南的毛利率水平整体偏低。

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, 三季度各项费用率为15.1%, 和上半年基本一致, 但比去年同期16.3%有明显改善, 以上因素使得1-3Q的净利润率为1.44%, 比去年同期提高了0.6%。公司净利润率和行业情况相比, 仍然有较大的释放空间。

充沛的现金流和丰富的管理经验为公司的规模扩张奠定了坚实的基础: 前三季度经营性现金流增幅达到68.2%, 达到净利润的7.4倍, 远高于行业平均水平, 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。公司在核心区域的垄断优势明显, 后续公司仍将以快速扩张为主, 继续扩大其规模优势, 包括在原有区域的下沉和包括吉林及河南市场的进一步拓展。充沛的现金流和丰富的管理经验为公司的规模扩张奠定了坚实的基础。

风险提示: ①店铺及市场培育期长于预期; ②扩张中成本控制风险

盈利预测及估值分析: 我们维持公司2011-2013 年每股收益分别为1.34、1.81、2.39

请务必阅读正文后的免责条款部分

元，对应市盈率分别32、23、18倍。我们看好公司中长期的发展，认可公司的行业地位、规模网络优势以及较强的现金流管理能力，维持“增持”评级。后期可关注融资和管理层激励等催化事件。

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	101.71	31.56	23.33	17.62
P/B	3.79	3.39	2.96	2.53

2010-2011Q3 大商股份单季经营情况拆分明细

单位: 万元	营业总收入	营业总收入 增速 (%)	营业成本	毛利率 (%)	归属母公司 净利润	归属母公司 净利润增速 (%)
2010Q1	660027.44	19.72%	536000.56	18.79%	2605.35	2539.91%
2010Q2	537086.74	3.06%	424869.75	20.89%	4371.22	-159.90%
2010Q3	582755.89	11.82%	470474.91	19.27%	4044.18	-155.42%
2010Q4	654475.62	14.21%	541830.81	17.21%	4044.18	-111.08%
2011Q1	878682.68	33.13%	724022.12	17.60%	14045.30	439.10%
2011Q2	675657.18	25.80%	542058.17	19.77%	8051.16	84.19%
2011Q3	718564.36	23.30%	586676.59	18.35%	9605.57	137.52%

2010-2011Q3 大商股份单季期间费用情况拆分明细

单位: 万元	销售费用	销售费用率 (%)	管理费用	管理费用率 (%)	财务费用	财务费用率 (%)	期间费用	期间费用率 (%)
2010Q1	38734.73	5.87%	65808.14	9.97%	4016.50	0.61%	108559.37	16.45%
2010Q2	5511.95	1.03%	49646.37	9.24%	4108.37	0.76%	59266.69	11.03%
2010Q3	29615.55	5.08%	62587.52	10.74%	2877.39	0.49%	95080.45	16.32%
2010Q4	44514.47	6.80%	56081.63	8.57%	3749.86	0.57%	104345.96	15.94%
2011Q1	44788.19	5.10%	73285.40	8.34%	3287.79	0.37%	121361.38	13.81%
2011Q2	48932.35	7.24%	59004.54	8.73%	3302.76	0.49%	111239.65	16.46%
2011Q3	33344.61	4.64%	70722.39	9.84%	4122.44	0.57%	108189.44	15.06%

资产负债表

单位:百万元

利润表

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

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	101.71	31.56	23.33	17.62
P/B	3.79	3.39	2.96	2.53
P/S	0.51	0.42	0.35	0.29

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

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。