

评级：强烈推荐（首次覆盖）

零售行业

深度报告

第一创业研究所

分析师：田慧蓝

电话：0755-82485027

邮件：tianhuilan@fcsc.cn

大厦股份（600327）

——百货业务优势稳固，汽车业务大有可为

交易数据

52 周内股价区间（元）	5.23-14.97
总市值（百万元）	4219.34
流通股本（百万股）	326.07
流通股比率（%）	100%

资产负债表摘要

股东权益（百万股）	805.16
每股净资产（元）	2.47
市净率	5.24
资产负债率	58.9%

公司股价近一年走势



相关报告

投资要点：

- **商业大厦进入稳定增长期** 公司目前只有无锡商业大厦一家单体百货店，建筑面积约 7 万平米。2008 年该店销售 13 亿元，牢牢占据当地百货销售头把交椅，预计 3-5 年内都不会被动摇。公司计划用一到两年时间再梳理好百货 2-6 楼品牌格局，如无收购或新建门店，百货业务将不太可能有大的资本支出，进入稳定增长期。上半年商业大厦实现销售收入 7.41 亿，同比增长 12.12%。预计全年收入达到 15 亿，同比增长 14.9%。
- **汽车业务占据无锡半壁江山，业绩的变量因素** 公司共有 32 家 4S 店（东方汽车 25 家+新世纪 7 家），2008 年汽车销售收入实现 21 亿，预计市场份额上升到 50% 左右。2008 年无锡达到每 9.3 人拥有一辆汽车，如以每 5 人拥有 1 辆汽车为标准，则无锡汽车拥有量还有近一倍上涨空间，如以每两人拥有一辆汽车为标准，则无锡市汽车拥有量还有近 5 倍增长空间，汽车业务市场潜力大。预计 09 年汽车销售收入有望达到 26 亿。
- **股权投资：稳定分红收益+未来巨大的升值空间** 公司持有江苏银行/江苏广电网络/国联信托投资三家公司 0.625%/1.695%/8.13% 的股权，假设每年分红，能给公司带来 1700 万以上的投资收益。江苏广电网络与江苏银行 3-5 年内有上市可能，这部分投资存在增长数倍的机会。
- **估值与投资建议：** 预计 2010 年大厦股份销售收入为 59.8 亿，同比增长 19.1%；归属于母公司净利润为 2.04 亿，同比增长 24.4%；每股收益 0.63 元。假设以行业平均市盈率 28 倍为标准，每股价格为 17.64 元。根据相关假设计算出 DCF 估值为每股 14.1 元。综合考虑相对估值与绝对估值，我们认为大厦股份目标价为每股 14-18 元，首次给予强烈推荐评级。

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	334,419	425,756	502,071	598,037	679,087
同比（%）	3.7%	27.3%	17.9%	19.1%	13.6%
营业毛利	43,556	55,822	70,181	82,581	98,580
同比（%）	12.5%	28.2%	25.7%	17.7%	19.4%
归属母公司净利润	8,403	10,841	16,402	20,408	26,599
同比（%）	12.7%	29.0%	51.3%	24.4%	30.3%
每股收益（元）	0.26	0.33	0.50	0.63	0.82
ROE	12.11%	14.21%	18.69%	18.87%	19.74%
P/E（倍）	40.0	31.0	25.7	20.7	15.9



目 录

1、 大厦股份基本情况	3
1.1、大厦股份股权结构	3
1.2、大厦股份主要参股与控股公司	3
2、 大厦股份业务情况	4
2.1、公司业务战略：一体两翼、立足本地	4
2.2、汽车业务收入占比已经过半，但百货才是利润来源	4
2.3、百货零售业务：商业大厦进入稳定增长期	6
2.4、汽车业务：占据无锡半壁江山，业绩的变量因素	11
2.5、超市业务、家电业务与餐饮业务	14
2.6、股权投资：稳定分红收益+未来巨大的升值空间	16
3、 盈利预测与估值	17
附录：	20
1.大厦股份各项财务指标良好	20
2.汽车业再次迎来黄金期：销售高潮迭起+售后服务方兴艾	31
3.提高维修收入占比是提高汽车 4S店经营毛利的关键	32

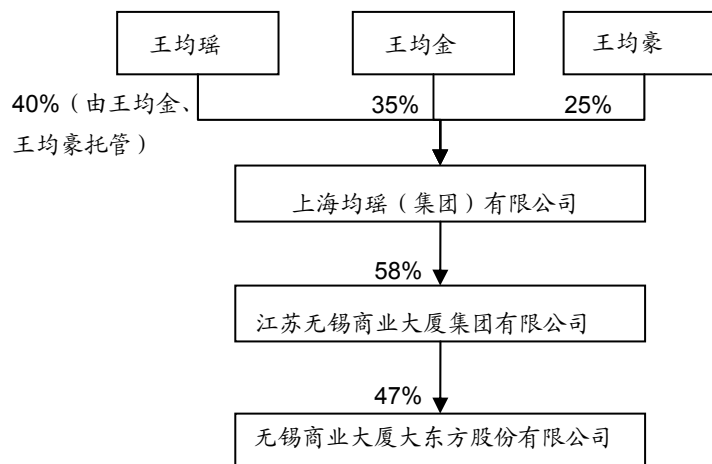


1、大厦股份基本情况

1.1、大厦股份股权结构

大厦股份全名为无锡商业大厦东方股份有限公司，2002年首发上市，控股股东为无锡商业大厦集团股份有限公司，持有上市公司47%的股权。2004年上海均瑶（集团）有限公司与其一致行动人上海智邦创业合计以2.41亿元分别向无锡市国资委收购无锡商业大厦集团股份有限公司58%与32%的股权，从而使得上海均瑶（集团）有限公司的股东王均金先生成为公司的实际控制人。

图1、大厦股份股权结构

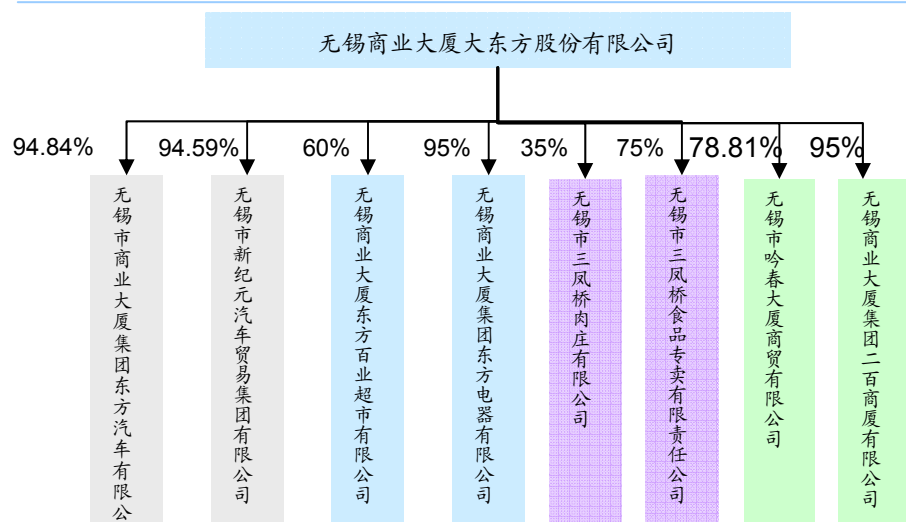


资料来源：公司公告

1.2、大厦股份主要参股与控股公司

大厦股份有商业、汽车、餐饮三块业务，其中商业又分为百货、超市、家电三个部分。公司主要控股公司是无锡商业大厦集团东方汽车有限公司及其下属的25家品牌汽车销售公司、无锡市新纪元汽车贸易集团有限公司及其下属的7家品牌汽车销售公司、无锡商业大厦集团二百商厦有限公司（2006年9月起已暂停营业）、无锡市吟春大厦商贸有限公司、无锡商业大厦东方百业超市有限公司、无锡商业大厦集团东方电器有限公司、无锡市三凤桥肉庄有限责任公司及其控股的无锡市三凤桥食品有限责任公司、无锡市三凤桥食品专卖有限责任公司。

图2、大厦股份主要参股与控股公司





2、大厦股份业务情况

2.1、公司业务战略：一体两翼、立足本地

公司的发展战略是以百货零售主业为核心，进一步扩大在无锡中心商务区的核心竞争实力，同时以汽车销售服务和三凤品牌熟食品市场开拓为两翼，立足区域做强，择机向外拓展，扩大百货零售、东方汽车城、三凤品牌食品向周边市场的辐射范围和开拓力度，逐步完成公司由传统百货向现代百货企业的转型。

截至2009年上半年，大厦股份实现营业收入26.9亿，同比增长32.01%，营业利润为3.68亿，同比增长24.38%，归属于母公司净利润为9111万，同比增长26%。2002—2008年，公司收入复合增长率为18.57%，在45家百货类上市公司中排名第14位；营业利润的复合增长率为25.28%，在45家百货类上市公司中排名第13位；归属于母公司净利润的复合增长率为19.76%，在45家百货类上市公司中排名第17位。

图3、2002-2009H营业收入

单位：万元

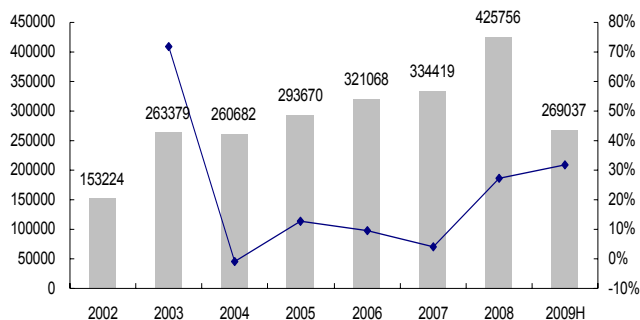
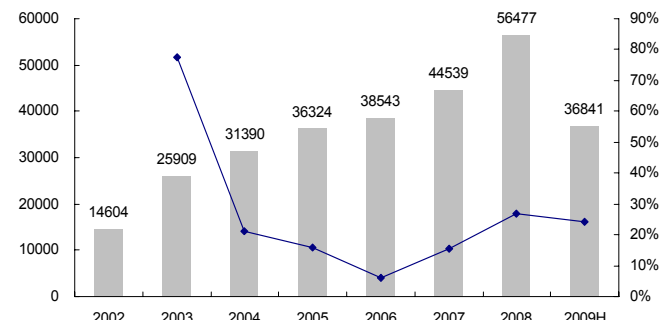


图4、2002-2009H营业利润

单位：万元



资料来源：WIND

图5、2002-2009H归属母公司净利润

单位：万元

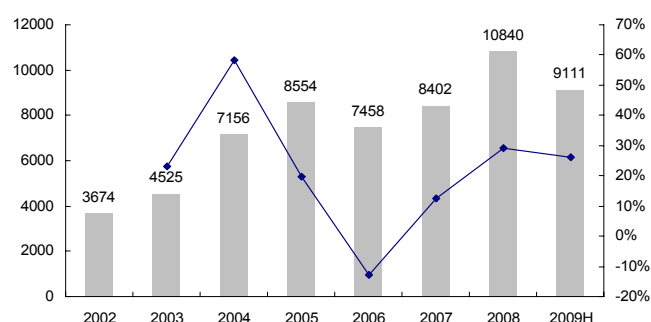
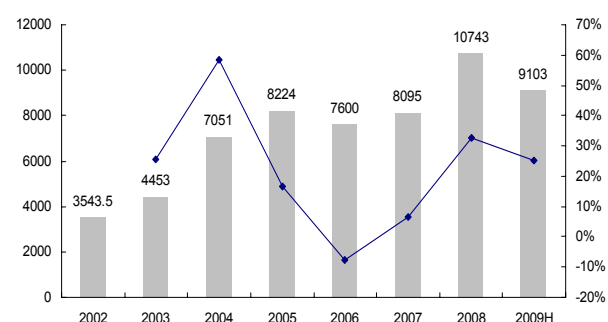


图6、2002-2009H扣除-归属母公司净利润 单位：万元



资料来源：WIND

2.2、汽车业务收入占比已经过半，但百货才是利润来源

分类别看，上半年汽车营业收入为15.5亿，营业收入占比58%；百货零售（含家电）9.38亿，占比35%；超市0.93亿，占比3.5%；餐饮收入0.76亿，占比2.8%。上半年公司实现营业利润3.68亿，其中汽车营业利润为1.07亿，占比29%，百货零售（含家电）营业利润1.95亿，占比53%，超市营业利润0.14亿，占比4%，餐饮营业利润0.31亿，占比8%。



图7、2009H收入及结构

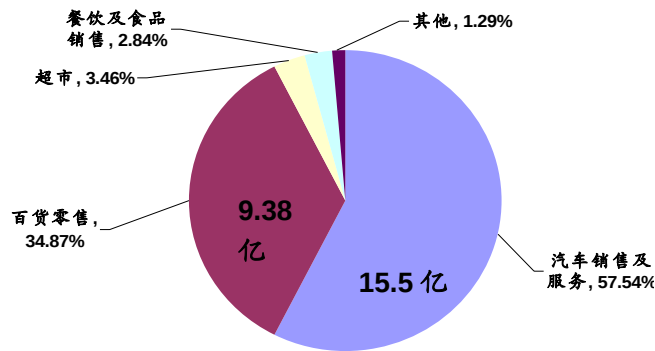
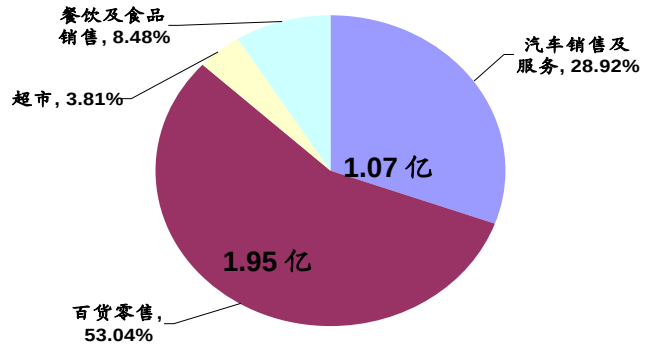


图8、2009H营业利润及结构



资料来源：WIND

2002年-2008年，百货零售（含家电）的收入占比由2002年的56%降至42%，营业利润占比由87%降至56%，汽车业务的收入占比由2002年的43%上升至50%，营业利润占比由9%上升至27%。无论收入或营业利润，汽车所占份额都呈上升趋势，但商业仍然是公司最主要的利润来源，汽车业务作为后起之秀，增长潜力高于商业，但短期内还难以挑起公司利润增长的大梁。

表1、分业务主营收入

单位：万元

时间	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
汽车	66376	113965	109688	143617	168713	161208	211574
百货	85321	122684	122206	121379	123813	141657	177471
超市		19895	22123	19441	17330	19745	23092
餐饮	1527	6834	8040	8901	10080	11713	12891
其它				558	1131	95	727

表2、分业务主营业务利润

单位：万元

时间	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
汽车	1285	3092	4231	7028	9131	9988	15460
百货	12712	17118	20563	22529	22424	26685	31443
超市		3043	3428	2938	2670	3223	4083
餐饮	607	2655	3169	3828	4318	4643	5491
其它				105	(165)	(983)	(654)

资料来源：WIND

图9、2002-2008年各业务收入占比

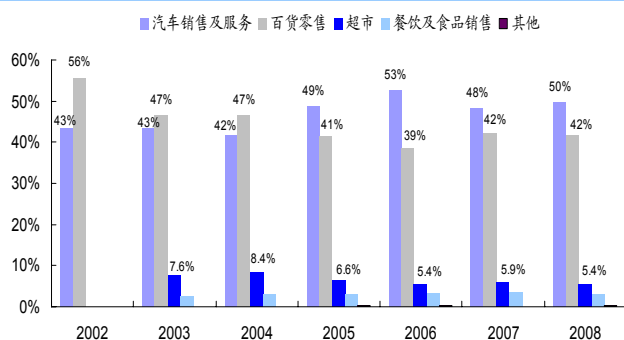
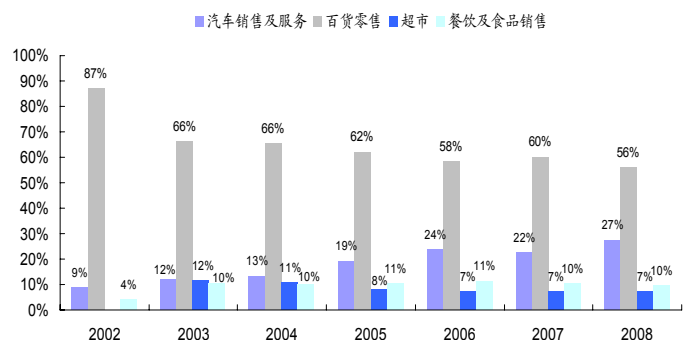


图10、2002-2008年各业务营业利润占比



资料来源：WIND 第一创业整理 说明：此处的百货零售含家电



2.3、 百货零售业务：商业大厦进入稳定增长期

2005-2008年：增加营业面积，调整品牌结构，提升客单

公司目前只有无锡商业大厦一家单体百货店，位于无锡市黄金商圈——中山路商圈。2007年公司对收购的吟春大厦进行改造，通过连廊将吟春大厦与商业大厦合成一体，分成A、B两座，建筑共约7万平米，其中A座建筑面积约为4万平米，B座建筑面积约为3万平米。商业大厦分为地下一层与地上七层，品类覆盖高中低层次，2008年该店销售13亿元，牢牢占据当地百货销售头把交椅。

图11、无锡商业大厦发展历程

	1998	2005	2006	2007	2008	2009-
主题	起步	开始品牌结构调整，准备增加营业面积	加大品牌结构调整力度，增加营业面积	引进国际名品，大幅增加营业	发展会员、提升客单	进入稳定增长期
关键事件	- 共设有5个卖场 - 营业面积2.36万平米	- 新引进70多个品牌 2.6亿收购吟春公司78.81%股权	- 完成负一、1、5、6层的调整改造 - 增建7楼加层，扩大营业面积7000平方米	- 加大引进国际品牌，初步谈妥了迪奥、卡地亚等二十多家时尚性、奢侈性品牌，近200家国际、国内中高档品牌，年品牌平均更新率为35% - 经过扩建和装潢升级，实现百货单体经营面积7万平米	- 全年发展会员3.8万名，累计会员达10.55万名，会员卡消费36.54万名，同比增长148%，人均消费额1982元，同比上升29% - 全商厦的客单价由去年的361元上升到年末的505元。	- 经过三年的结构调整，大的品牌调整已经到位 - 营业面积增加已经完成，原址扩建的可能性不大

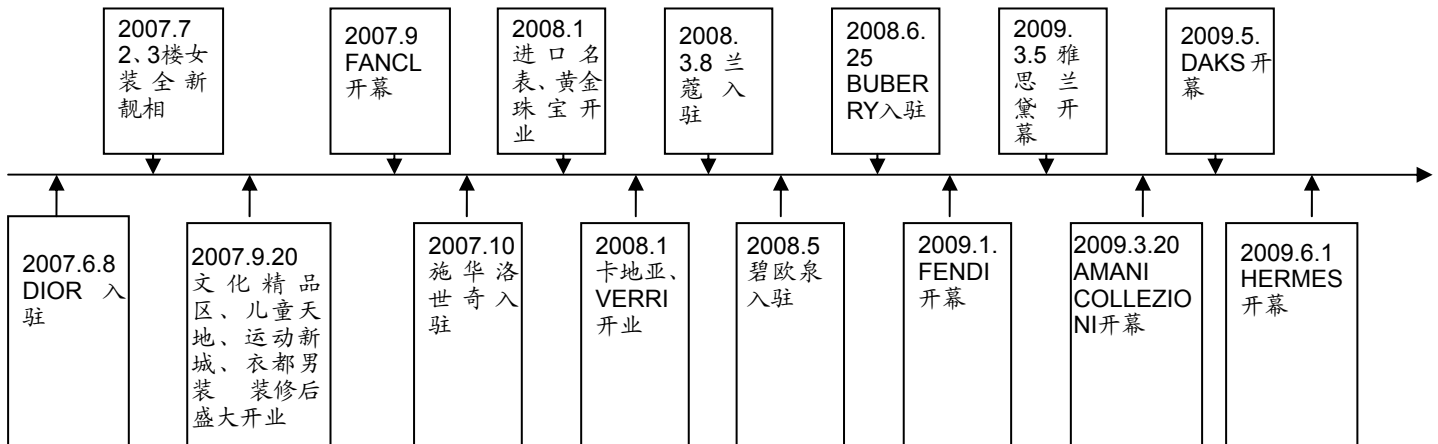
资料来源： 第一创业整理

2005-2008年商业大厦开始了3年品牌调整之路，尤其2007年伴随建筑面积增至7万平米，大厦也加大引进国际品牌的力度，引进迪奥、卡地亚等二十多家时尚性、奢侈性品牌，近200家国际、国内中高档品牌，年品牌平均更新率为35%。



2008年、09年兰蔻、BUBERRY、EL等一线品牌也相继在大厦开业，截至2009年6月，商业大厦共有42个一线品牌，销售占总销售额的10%左右。全商厦的客单价由07的361 元上升到08的505 元。

图12、大厦股份品牌调整记录



资料来源：公司网站 第一创业整理

受调整的影响，2005年、2006年商业大厦销售收入增速放缓，2007年增加营业面积，2008年调整基本完成，销售收入增速恢复到20%以上，5年的复合增长率达到15.75%。2009年上半年商业大厦实现销售收入7.41亿，同比增长12.12%。

商业大厦的毛利率从2004-2007年都维持在23%左右，2008年由于引入的一线品牌扣点率在12%-15%之间以及促销等因素，毛利率降至20.82%，2009年上半年毛利率回升至22.48%，预计后续毛利率会回归到23%正常水平。

图13、2002-2008年商业大厦销售收入与增速

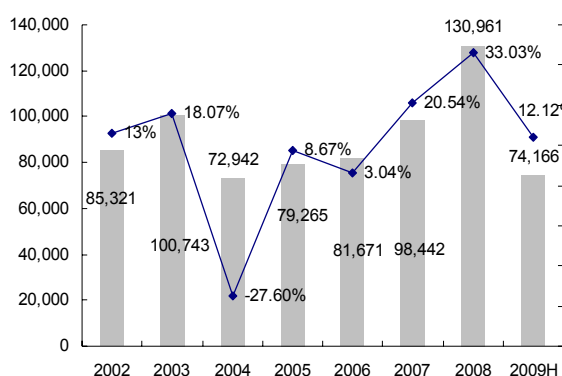
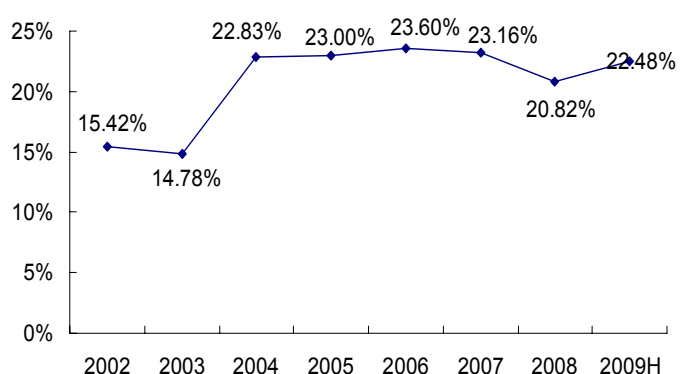


图14、2002-2008年商业大厦毛利率



资料来源：WIND 第一创业整理

2009-2012年：无锡百货激战，商业大厦地位3年内不会动摇

无锡市商业网点分为市级商业中心、片区商业中心、社区商业中心三个等级。市级商业中心分为主一副：市中心商务区及滨湖新城副商务中心，客流量和服务人口分别为50万和30万。市中心商务区是以中山路为纽带，人民中路为两翼



的商业集中营，是无锡最为成熟的商圈，商业条件成熟、商业氛围浓厚，承担行政、商业、文化、金融等职能的一级中心区，历来是商家入主无锡的必争之地。2000多米的中山路商业街云集了八佰伴、新世界、百盛、大洋、商业大厦、第一百货六家百货，竞争相当激烈。

图15、无锡中山路商圈百货（已有）布局



资料来源：第一创业整理

表 3、中山路六家百货基本情况

	开业时间	建筑面积/经营面积	物业状态
八佰伴	1996. 7	10万/5-6万	自有
新世界	1996.1	1.86万/1.6万	租赁
百盛	1999.2	2.8万/NA	租赁
大洋百货	2001.11	NA/2万	租赁
第一百货	1954	NA/4万	自有
商业大厦	1998	7万/5万	自有

资料来源：第一创业整理

商业大厦：面积足够大，硬件条件不错，有停车场，化妆品牌齐全，服务全客层，有品牌号召力，美中不足的是餐饮娱乐等配套有限。

八佰伴：商业大厦最直接的竞争对手，2007 年起八佰伴与商业大厦都开始高端定位，对商场购物环境，投以巨资重新设计和全面改造，并引进了众多国际一线品牌。遗憾的是华地集团投入 5 个多亿引入 LV，装修外墙，增加营业面积，销售业绩却不理想，而商业大厦调整定位后的经营情况明显优于八佰伴。

百盛：主攻年轻白领，延续了流行时尚、小而精的百货风格，与大厦股份的竞争不在一个层面上。面积小一度是制约，现在虽然面积扩大了，但和摩天 360 业主之间的问题，未来租约存在和长沙百盛一样的隐忧。

新世界：放弃高端，转型平价时尚路线，主攻懂时尚的白领阶层。引进 ZARA，将一楼的 BALLY、MAX—MARA、万宝龙等高端品牌撤出，并将同步引进更多的年轻时尚品牌，强化韩、日系和设计师风格的定位，转型能否成功有待观察。



大洋百货：主攻年轻的休闲群体，但物业面积小是硬伤，导致品牌少、款式少，基本上已经沦为打折店。

第一百货：主攻大众客户群，普通平民百货，定位有差异。

根据无锡市现代商贸业调整提升行动与计划，新加坡英武百货、恒隆广场、苏宁广场、哥伦布广场、崇安寺二期改造、红豆国际广场的远东百货也即将加入中山路商圈，但除了新加坡英武百货将于2009年年底入驻外，恒隆广场、苏宁广场、哥伦布广场等均是3年后才可能项目完工。这些新进入者中，英武百货离商业大厦不远，但面积不大，直接制约其发展，苏宁在百货零售领域是新手，不足以构成威胁，哥伦布广场与崇安寺改造与大厦没有正面竞争，只有恒隆广场有竞争威胁，恒隆无锡店商业部分的建筑面积约10万平米，具备足够的品牌资源和经营管理经验，预计将在2012年左右开业。远东百货位于中山路北端，靠近胜利门，位置比英武百货更远一点，在激烈竞争中的无锡市场远东百货并没有明显优势。

对于副商圈，虽然有茂业城、万达商业广场、燕莎商务中心等项目，但由于无锡市商圈集中的特点短期内不会改变，它们对商业大厦都不会带来很大的竞争压力。

坪效仍有提升空间，未来将稳定增长

我们选择了部分上市公司的主力门店做比较（广州友谊的环市东店、鄂武商的武汉广场、中兴商业的中兴商业大厦、东百集团东街口店、合百的鼓楼店、成商集团的盐市口店、广百的北京路总店、开元控股的钟楼店、南京中商的新街口店、上海新世界的新世界百货、新华百货的主力门店、杭州解百、百大集团的杭州百货店），发现商业大厦坪效与经营收入仍有较大的提升空间。

表4、主流百货08年经营基本数据（按坪效排名）

	2008年销		08/07 同店 增长	建筑面积 (万平米)	经营面积 (万平米)	坪效(万元/平米)	说明
	售收入(亿 元)						
广州友谊环市东店	16	10%		2.61	6.13		广友环市东店 为推算数据
上海新世界百货	17.4	12.70%		7.44	3.16	5.51	
合肥百货鼓楼店	9.4	26%		3.00	1.90	4.95	
成都王府井	17	/		5	3.5	4.86	
百大集团杭州百货 大楼	12.52	-15.09%		3.5	2.6	4.82	
新华百货总店	8.86	-1.95%			2.2	4.03	
杭州解百	14.89	13.90%		10	4	3.72	
中兴商业大厦	21.88	-3.01%		14.50	6.50	3.37	
鄂武商武汉广场	16.99	3.50%		7.35	5.14	3.31	经营面积为推 算数据
开元控股钟楼店	19.27	10.70%		10.3	6	3.21	
南京中商新街口店	18.58	15%		11	6.5	2.86	
广百股份北京路店	18.8	13%			6.6	2.85	
无锡商业大厦	13.09	33%		7	5	2.62	
东百集团东街口店	8.49	10.54%			4.14	2.05	



成商集团盐市口店	5.5	19.50%	5.4	4	1.38
港股上市公司					
金鹰南京新街口店	26.09	14.30%	3.34	2.4	10.87
银泰杭州武林店	17.7	/	4.19	3.38	4.44
茂业华强北店	14.6	5.90%	5.97	4.57	3.19

资料来源：第一创业整理

2005年公司自筹5000万建设建筑面积2万多平方米的停车场，可停机动车500多辆，并投资500多万完成对中庭和自动扶梯的改造。我们认为商业大厦大的调整已经基本到位，剩下的只是正常的调整，公司计划用一到两年时间再梳理好百货2-6楼品牌格局，如果不收购或新建百货店，公司在百货业务方面将不太可能会有大的资本支出，进入稳定增长期。预计2009年商业大厦收入达到15亿，同比增长14.9%。



2.4、汽车业务：占据无锡半壁江山，业绩的变量因素

汽车经销业务：无心插柳柳成荫

1997年，公司出于吸引客户，招揽人气的目的，在商业大厦中厅摆放2台桑塔纳，成功地吸引了全无锡城的目光，借此东方汽车公司成为全国首批十五家百货行业经销汽车的企业之一，开创了全国百货商店经营汽车业务的先例。经过12年的发展，东方汽车公司目前拥有东方汽车城、东方汽车二城两个汽车城，占地面积共400亩。2006年公司销售汽车1.6万辆，占无锡市当年汽车销售35%的市场份额。2008年公司收购新纪元汽车贸易集团有限公司94%股权，进一步巩固无锡市场，目前东方汽车有25家4S店，新世纪有7家4S店，总共有31家4S店，2008年汽车销售收入实现21亿，预计市场份额上升到50%左右。

图16、汽车经销业务发展历程

1997	商业大厦首开百货行业卖车先河。成为全国首批十五家百货行业经销汽车的企业之一。
1998	东方汽车销售居全国商业企业首位。全年实现销售 2.5 亿元，居全国商业企业首位。
1999	“无锡模式”震动全国。东方汽车与工商银行等合作，率先推出卖方信贷模式的分期付款购车业务，销售额突破 4.5 亿元。
2000	成为上海大众江苏省销售状元。销售 1300 辆桑塔纳轿车，成为上海大众江苏省销售状元。
2001	销售突破 7.5 亿元。累计销售汽车 6000 辆，销售额 7.5 亿元。
2002	建成东方汽车一城。华东地区最大的汽车销售服务基地，占地面积 200 亩，成为无锡地区最大的汽车销售服务公司。
2003	建成东方汽车二城。东方汽车二城占地面积 200 亩。拥有汽车品牌公司 18 家（控股 15 家），22 个 4S 品牌汽车专营店，并开始全面涉足进口高端汽车领域。
2004	位居江苏省第一位。一汽大众、上海大众、东风雪铁龙等品牌销量纷纷进入全省三甲行列。
2005	向汽车后产业高速进军。东方驾校、东方二手车、东方租赁和东方汽车用品公司相继成立，销售汽车突破 15000 辆。东方鸿润、东方比亚迪相继成立，具有 4S 店资质的销售服务有限公司超过 24 个品牌。
2006	售后服务各项指标全面上升。全年维修接车台次同比增长 65%，维修额同比增长 45%，全年销售收入 16.88 亿元，同比增长 17.5%，销售汽车 1.6 万台，同比增长 11%。
2007	向高端化品牌扩张。获得了克莱斯勒、斯巴鲁等四家国际知名高端品牌的授权，在主流热销车型中，长安马自达品牌也强势进入。售后服务取得了前所未有的好成绩：维修总额达到 1.58 亿元，增长 45.5%，维修台次达到 21.68 万台，增加 30.59%。
2008	汽车销售网络布局快速扩张。收购无锡市新纪元汽车贸易集团有限公司 94% 股权，南通地区开设雷克萨斯 4S 店，正式走出无锡，同时，调整在无锡汽车市场的品牌布局，筹建东方汽车主题公园，并向无锡北部市场发展，并获得 Volvo 汽车品牌授权。

资料来源：第一创业整理



无锡市汽车销售服务市场空间大

无锡市经济实力在江苏省仅次于苏州，强于南京，但社会消费品零售总额却比南京低。

表5、江苏省GDP前四位城市

	南京		苏州	
	2008 年	2002-2008 年 CAGR	2008 年	2002-2008 年 CAGR
GDP (单位: 万元)	3775	19%	6701	19%
社会消费品零售总额 (单位: 万元)	1652	4%	1551	21%
城市居民人均可支配收入 (单位: 元)	23123	18%	23867	14%
城市居民人均消费性支出 (单位: 元)	15133	NA	NA	NA
	无锡		南通	
	2008 年	2002-2008 年 CAGR	2008 年	2002-2008 年 CAGR
GDP (单位: 万元)	4420	18%	2510	20%
社会消费品零售总额 (单位: 万元)	1391	19%	915	27%
城市居民人均可支配收入 (单位: 元)	23605	16%	18903	15%
城市居民人均消费性支出 (单位: 元)	13563	NA	11613	NA

资料来源：第一创业整理

在汽车消费方面，2003-2008年无锡市汽车保有量复合增长率为21.9%，私人汽车保有量复合增长率为34.9%，2008年达到每9.3人拥有一辆汽车；南京汽车保有量复合增长率为22.5%，私人汽车保有量复合增长率为36.18%，2008年达到每13.36人拥有一辆汽车；苏州汽车保有量复合增长率为23.65%，私人汽车保有量复合增长率为31.27%，2008年达到每7.62人拥有一辆汽车。如果以每5人拥有1辆汽车为标准，则无锡市汽车拥有量还有近一倍上涨空间，如果以国际上每两人拥有一辆汽车为标准，则无锡市汽车拥有量还有近5倍增长空间。

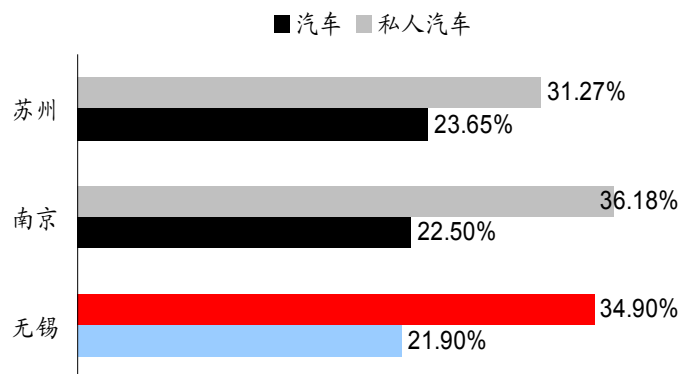
表6、无锡/南京/苏州汽车保有量

	无锡					南京					苏州				
	汽车 (万 辆)	增 加 值	私人汽 车 (万 辆)	增加 值	人口/ 汽车	汽车 (万 辆)	增 加 值	私人汽车 (万辆)	增加值	人口/ 汽车	汽车 (万 辆)	增加 值	私人汽 车 (万 辆)	增加 值	人口/ 汽车
2003	18.5	4.0	7.1	2.5	23.9	19.7	5.0	8.2	3.1	29.1	28.6	6.7	15.8	5.4	20.7
2004	23.9	5.4	10.3	3.2	18.7	26.4	6.7	14.3	6.1	22.1	36.1	7.5	22.3	6.5	16.6
2005	29.4	5.5	15.2	4.9	15.4	31.2	4.8	18.2	3.9	19.1	45.0	8.9	30.1	7.8	13.5
2006	35.7	6.3	19.7	4.5	12.8	36.3	5.2	22.7	4.5	16.7	56.8	11.8	39.5	9.4	10.8
2007	43.2	7.5	25.7	6.0	10.7	46.2	9.9	31.3	8.6	13.4	71.1	14.4	51.2	11.7	8.8
2008	49.9	6.7	31.8	6.1	9.3	54.2	8.0	38.5	7.2	11.5	82.7	11.6	61.8	10.6	7.6

资料来源：第一创业整理



图17、无锡/南京/苏州汽车03-08年复合增长率



资料来源：第一创业整理

东方汽车在市场上的优势地位使其成为汽车市场井喷最大的受益者之一。上半年东方汽车销售15亿，同比增长66%（原因有无锡市新纪元汽车贸易有限公司是2008年5月份纳入合并报表范围的，如调整同口径后，实际同比增长23%），假设汽车销售同比增长25%，全年销售有望达到27亿。

2002-2008年商业大厦汽车销售毛利率由1.97%提升至7.31%。东方汽车毛利率稳步上升的原因在于维修、汽车零配件超市，驾校等高毛利业务收入占比提升。目前A股市场完全以汽车4S为主业的公司几乎没有，中大股份拟注入的浙江物产元通勉强可做参考。物产元通拥有汽车品牌60余家，汽车营销服务网点127家，连续多年名列全国汽车营销服务行业前三甲。2006年物产元通实现整车销售100.22亿元，实现毛利3.7亿元，毛利率仅为3.69%，比2006年东方汽车5.4%的毛利率低了1.71个百分点。预计09年公司汽车业务毛利率将提升至7.88%。

图18、汽车销售收入与主营业务利润 单位：万元

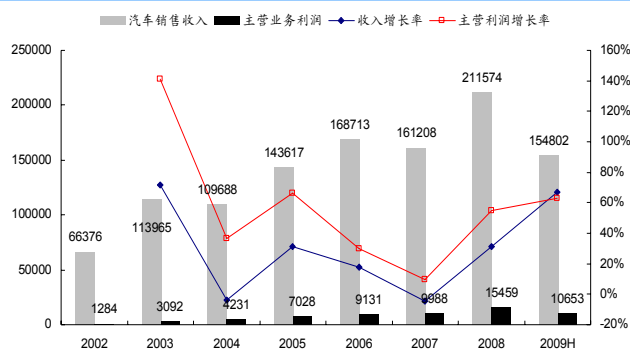
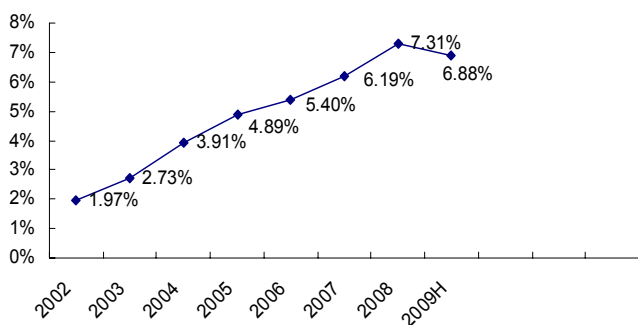


图19、东方汽车毛利率



资料来源：公司公告



2.5、超市业务、家电业务与餐饮业务

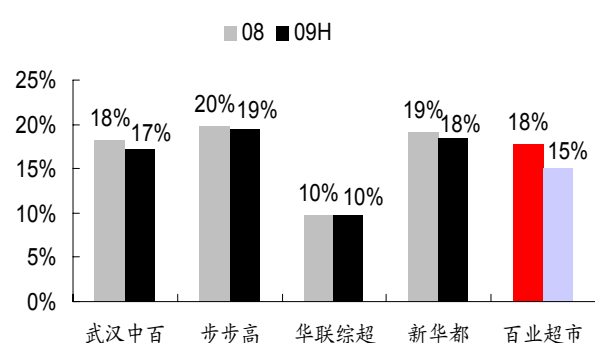
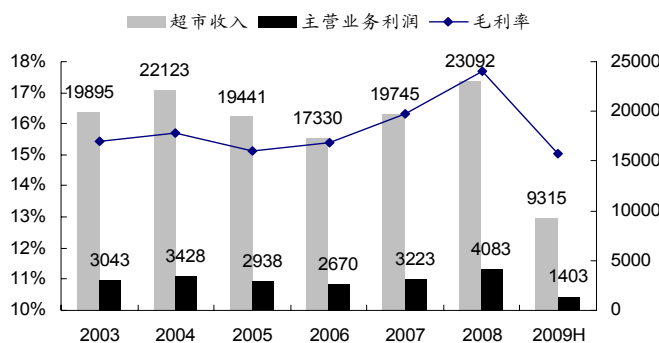
超市业务、家电业务与餐饮业务均是属于公司的补充业务。

2009年上半年超市收入9315万，同比下降19%，毛利率为15.06%，收入与毛利率都出现下降。2008年超市收入为2.3亿，毛利率为17.68%，净利润为320万。2003-2008年超市收入的复合增长率为3%，主营利润的复合增长率为6%，净利润的复合增长率为-4%。与武汉中百、步步高、华联综超、新华都相比，毛利率水平仅高于华联综超，尤其是09年上半年百业超市毛利率下滑得较快，有较大的改善空间。

图20、超市收入

单位：万

图21、超市毛利率对比



资料来源：公司公告

根据年报资料，2006年百业超市共有11家，5家位于乡镇，6家位于无锡市，2008年新开3家店。从搜集到的资料来看，百业超市面积大的门店不多，但无锡市经营面积超8000平方米的外来超市有麦德龙，乐购，家乐福，易买得，欧尚，大统华，易初爱莲，好又多，沃尔玛，华润万家等共27家，竞争非常激烈。所以百业超市公司继续走农村小城镇连锁超市发展之路优化门店、优化商品，继续拓展乡镇市场的发展目标是合理的。我们认为从大厦股份一体两翼的战略来看，超市业务维持现状稳定发展的可能性更大，预计09年超市收入为2.15亿，同比增长-6.7%。

表7、无锡市外来大卖场情况简介

麦德龙	2	锡山店/惠山洛城店
易初莲花	3	盛岸路店，锡沪路店，金城路店
欧尚	2	新区店，蠡湖店
		永乐路店，保利广场店，凤翔店，奥林花园店，宝龙广场店
家乐福	6	（筹建中），哥伦布广场店（年底开业）
大润发	1	梁青路店
沃尔玛	2	阳光城市店，欧风街金太湖广场店
易买得	2	东亭店，南禅寺紫金店
乐购	3	中桥店，东亭华夏南路店，惠山区店（筹建）
好又多	2	春申广场店，五星家园店
华润万家	3	梁清路滨湖店，西漳店，硕放空港店（筹建中）
大统华	1	建筑路店



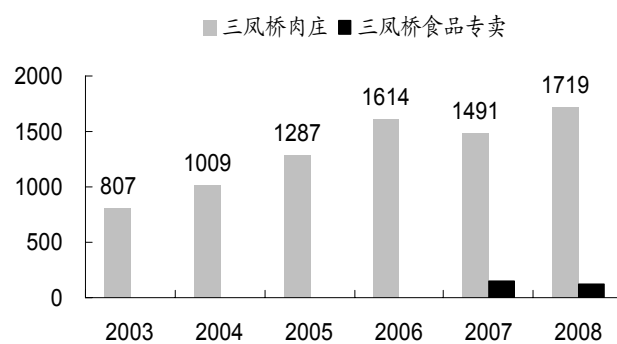
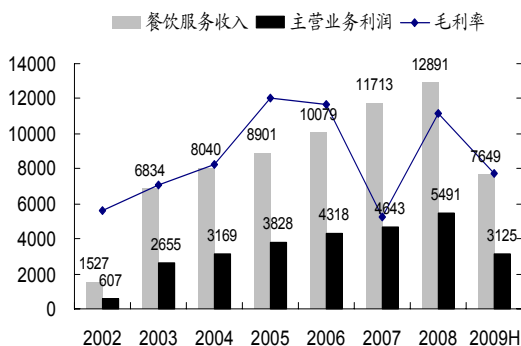
公司的餐饮业务包括三凤桥肉桥有限公司生产的酱排骨以及三凤桥食品专卖公司制作的熟食与快餐。其中三凤桥肉庄酱排骨是与泥人、油面筋齐名的无锡三大特产之一,是无锡地区居家、旅游的传统特色产品。三凤桥肉庄具备年产3600吨三凤品牌熟食制品的生产能力。三凤桥食品专卖公司占地10亩,总建筑面积8800平米的梅村生产基地二期工程在于2008年8月正式开工,11月底主体大楼顺利封顶,建成后年生产熟食能力上万吨,年快餐生产能力360万份。餐饮业务毛利率虽然高,但规模小,对总量的影响不大,预计09年餐饮业务增长8%,实现销售收入1.39亿。

图22、餐饮服务收入

单位: 万

图23、餐饮服务净利润

单位: 万



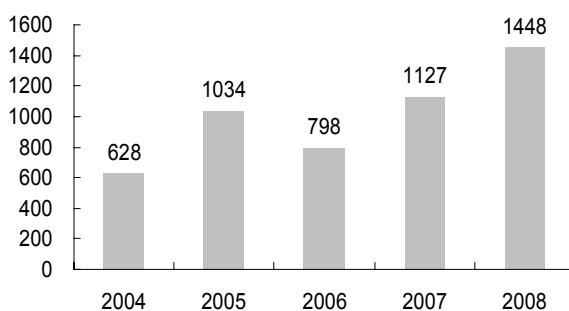
资料来源: 第一创业整理

东方电器主要从事家电连锁业务,目前共有3家店,一家位于商业大厦7楼,经营面积约6000平米,另外两家位于中山路商圈,其中鸿运店面积约2500平米,解西店面积约1500平米。尽管只有三家门店,但由于公司在当地的影响力,外来的国美、苏宁、永乐也难以撼动东方电器的地位(国美在无锡市有5家店面、苏宁和永乐各3家店面),公司电器销售额在无锡仍居第一。公司对电器业务的发展思路是立足于拓展思路稳健经营保增长。

图24、东方电器净利润

单位: 万

表8、东方电器门店



	开业时间	建筑面积	物业状态	租金
东方电器解西店	2005	1500平米	租赁	200万
东方电器大厦店	2006	6000平米	租赁	400万
东方电器鸿运店	2006	2500平米	租赁	200万

资料来源: 公司公告、第一创业整理



2.6、股权投资：稳定分红收益+未来巨大的升值空间

公司在主业经营之余也参与了其它公司的股权投资，其中金额较大的有三家。

2004年12月公司以3,205.5万元受让无锡太湖明珠广电网络有限公司15%股权计1,335.9万股，成为无锡太湖明珠广电网络有限公司股东。2008年，因无锡太湖明珠广电网络有限公司作为江苏省广电网络合并重组江苏省广播电视信息网络股份有限公司的主体之一，江苏省广电网络资源整合后，该投资转为对江苏省广播电视信息网络股份有限公司的投资，折合的出资额为11,565.919万元，确定公司发起出资额为11,564.9万元（股），占新设立公司注册资本的1.695%。

2005年5月28日公司受让无锡商业大厦集团有限公司持有的无锡市国联信托投资有限公司8.13%股权5000万股，转让价格为5600万元。2007年8月20日公司以现金方式1:1比例对国联信托有限责任公司增资5000万，增资后公司持有国联信托10000万股，持股比例仍为8.13%。

2006年11月公司出资6000万元，认购了由无锡、苏州等十家商业银行组建的“江苏银行股份有限公司”5000万股股权，持股比例为0.625%。

假设每年分红，则这三家公司每年能给大厦股份带来1700万以上的稳定投资收益，此外，江苏广电网络与江苏银行3-5年内还有上市的可能，一旦这两家公司实现上市，大厦股份的投资都存在增长数倍的机会，而这也成为公司未来最大的亮点之一。

表9、大额对外投资历年分红收益汇总

单位：万元

	投资时间	2005	2006	2007	2008	2009H
江苏省广电网络	2004.12	79.9	106.87	106.87	133.59	551.1
国联信托投资	2005.5		300	350	850	
江苏银行	2006.11				400	
合计		79.9	406.87	456.87	1383.59	551.1

资料来源：公司公告



3、 盈利预测与估值

预计2009年大厦股份销售收入为50.2亿,同比增长17.9%;归属于母公司净利润为1.64亿,同比增长51.3%;每股收益0.50元。预计2010年大厦股份销售收入为59.8亿,同比增长19.1%;归属于母公司净利润为2.04亿,同比增长24.4%;每股收益0.63元。假设以行业平均市盈率28倍为标准,每股价格为17.64元。根据相关假设计算出DCF估值为每股14.1元。综合考虑相对估值与绝对估值,我们认为大厦股份目标价为每股14-18元,首次给予强烈推荐评级。

表10、盈利预测

单位: 万元

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	334,419.3	425,755.7	502,071.1	598,037.2	679,086.5
增长率%	3.7%	27.3%	17.9%	19.1%	13.6%
百货零售(不含家电)	98,442	130,961.0	150,490.0	176,771.3	200,856.7
增长率%	21%	33.0%	14.9%	17.5%	13.6%
汽车	161,208.0	211,574.0	267,662.0	325,283.3	366,739.6
增长率%	-4%	31.2%	26.5%	21.5%	12.7%
家电	43,215.0	46,510.0	43,205.8	50,275.8	59,168.4
增长率%	10.23%	7.6%	-7.1%	16.4%	17.7%
超市	19,745	23,092.0	21,540.9	24,202.7	27,243.9
增长率%	13.93%	17.0%	-6.7%	12.4%	12.6%
餐饮	11,713.0	12,891.0	13,922.3	16,504.1	20,078.0
增长率%	16.21%	10.1%	8.0%	18.5%	21.7%
二、营业毛利	43,556.0	55,822.4	70,180.9	82,580.8	98,580.4
增长率%	12.5%	28.2%	25.7%	17.7%	19.4%
综合毛利率	13.0%	13.1%	14.0%	13.8%	14.5%
百货零售(不含家电)	23.2%	20.82%	22.13%	23.63%	23.86%
汽车	6.2%	7.31%	7.88%	7.93%	8.02%
家电	7.0%	7.0%	9.0%	9.0%	9.9%
超市	16.3%	17.7%	14.3%	15.6%	17.2%
餐饮	39.6%	42.6%	41.5%	41.4%	41.2%
三、EBIT	16,573.2	17,379.3	18,568.7	27,219.8	34,537.7
增长率%	17.4%	4.9%	6.8%	46.6%	26.9%
EBIT/收入	5.0%	4.1%	3.7%	4.6%	5.1%
财务费用	2,002.0	2,865.3	2,906.3	2,019.7	1,939.5
财务费用/付息债务	5.6%	9.9%	8.8%	10.5%	11.6%
资产减值损失	5.7	211.3	-79.7	63.4	49.1
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1,711.4	1,974.3	1,882.2	1,947.8	2,005.4
四、利润总额	16,812.7	17,550.7	27,150.8	34,624.1	45,127.0
减: 所得税费用	6,806.9	4,690.2	6,712.8	8,656.0	11,281.8
实际税率	40.5%	26.7%	24.7%	25.0%	25.0%
五、归属母公司净利润	8,402.9	10,841.0	16,401.6	20,408.4	26,599.2
增长率%	12.7%	29.0%	51.3%	24.4%	30.3%
销售净利率%	2.5%	2.5%	3.3%	3.4%	3.9%



六、总股本(万股)	32,607.0	32,607.0	32,607.0	32,607.0	32,607.0
七、摊薄每股收益(元/股)	0.26	0.33	0.50	0.63	0.82

资料来源：第一创业整理

根据如下假设，计算出DCF估值为每股14.1元。

表11、DCF估值

项目(单位: 万元)	2009	2010	2011	2、中期增长阶段 FCFF			
EBIT	18,568.68	27,219.79	34,537.68	初期 FCFF	33,793.87	中期年限	7
息前税后利润 (NOPLAT)	13,926.51	20,414.85	25,903.26	中期增长率%	15%	资本支出调整	8,550.14
加: 折旧与摊销	7,739.85	9,824.15	7,434.90	调整后 FCFF	32,678.63	中期 PV	209,834.67
营业现金毛流量	21,666.36	30,239.00	33,338.16				
减: 追加营运资本	-7,792.52	-7,115.79	-7,783.49	3、永续增长阶段 FCFF			
经营现金净流量	29,458.88	37,354.79	41,121.65	永续增长率(%)	2%	永续 FCFF	32,678.63
减: 资本支出	20,196.00	8,934.21	7,391.21	永续 PV	191,103.15		
加: 资产减值准备	211.26	-79.65	63.42				
FCFF	9,474.14	28,340.92	33,793.87	4、三阶段合计			
Annual PV	8,699.89	23,898.03	26,167.37	Total PV	459,703.11	PV/Shares	
Age	1	2	3	贝塔值 (β)	65.98%	第一阶段	1.80
Total PV	58,765.29			无风险利率 (%)	3.73%	第二阶段	5.86
				市场的预期收益率 (%)	12.00%	第三阶段	6.44
				WACC	8.90%	合计	14.10

资料来源：第一创业整理



资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1,058.9	1,279.6	1,607.1	2,066.6	一、营业收入	4,257.6	5,020.7	5,980.4	6,790.9
货币资金	524.4	739.3	933.2	1,290.6	减: 营业成本	3,699.3	4,318.9	5,154.6	5,805.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	33.4	37.3	33.0	39.4
应收款项	43.3	32.4	40.9	47.2	销售费用	128.1	143.6	168.2	169.8
预付款项	133.7	163.7	208.5	240.1	管理费用	209.4	240.7	277.7	326.2
存货	338.1	326.4	402.2	462.2	财务费用	28.7	29.1	20.2	19.4
其他流动资产	19.4	17.8	22.4	26.4	资产减值损失	2.1	-0.8	0.6	0.5
非流动资产	1,255.3	1,224.1	1,222.0	1,233.4	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	208.0	215.6	218.5	220.7	投资收益	19.7	18.8	19.5	20.1
投资性房地产	135.5	136.5	140.0	144.0	其中: 联营企业收益	3.4	18.8	19.5	20.1
固定资产	623.2	587.9	596.8	610.8	二、营业利润	176.2	270.8	345.5	450.5
在建工程	16.7	24.2	18.7	15.2	加: 营业外收入	3.5	4.3	4.6	4.8
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	4.2	3.7	3.9	4.0
无形及递延性资产	271.9	259.9	248.1	242.6	三、利润总额	175.5	271.5	346.2	451.3
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	46.9	67.1	86.6	112.8
资产总计	2,314.2	2,503.7	2,829.2	3,300.0	四、净利润	128.6	204.4	259.7	338.5
流动负债	1,316.8	1,371.9	1,477.7	1,635.2	归属母公司净利润	108.4	164.0	204.1	266.0
短期借款	254.0	286.5	186.5	186.5	少数股东损益与调整	20.2	40.4	55.6	72.5
应付账款	489.5	532.2	665.0	764.2	五、总股本(万股)	326.1	326.1	326.1	326.1
预收帐款	289.7	315.1	393.9	454.7	EPS(元)	0.33	0.50	0.63	0.82
其他	283.6	238.1	232.3	229.8	主要财务比率				
长期负债	45.9	55.7	15.7	-9.5	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
长期借款	35.2	45.2	5.2	-20.0	成长能力				
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	27.3%	17.9%	19.1%	13.6%
其他	10.8	10.5	10.5	10.5	营业毛利	28.2%	25.7%	17.7%	19.4%
负债合计	1,362.7	1,427.6	1,493.4	1,625.7	EBIT	13.0%	49.7%	23.8%	29.8%
少数股东权益	188.6	198.8	254.4	326.9	净利润	29.0%	51.3%	24.4%	30.3%
股本	326.1	326.1	326.1	326.1	获利能力				
资本公积	239.6	239.6	239.6	239.6	毛利率	13.1%	14.0%	13.8%	14.5%
留存收益	197.3	311.6	515.7	781.7	EBIT/收入	4.4%	5.6%	5.8%	6.6%
股东权益合计	951.5	1,076.1	1,335.8	1,674.3	净利率	2.5%	3.3%	3.4%	3.9%
负债和股东权益	2,314.2	2,503.7	2,829.2	3,300.0	ROE	14.2%	18.7%	18.9%	19.7%
现金流量表					ROIC	10.4%	14.5%	17.0%	18.4%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	资产负债率	58.9%	57.0%	52.8%	49.3%
经营活动现金流	335.7	344.5	408.5	468.7	利息保障倍数	4.5	7.0	12.9	17.5
净利润	128.6	203.6	259.7	338.5	速动比率	0.53	0.68	0.80	0.97
折旧摊销	77.4	98.2	74.3	77.9	经营现金净额/当期债务	1.32	1.20	2.19	2.51
财务费用	27.3	26.7	20.2	19.4	营运能力				
投资收益	-19.7	-18.1	-19.5	-20.1	总资产周转率	1.84	2.01	2.11	2.06
营运资金变动	126.9	40.0	83.8	63.5	应收款天数	3.66	2.32	2.46	2.50
其它	-4.8	-6.1	-10.0	-10.5	存货天数	32.91	27.21	28.09	28.66
投资活动现金流	-173.8	-71.9	-54.4	-66.7	每股指标(元)				
资本支出	-46.3	-16.1	-6.4	-6.3	EBIT/股本	0.57	0.86	1.06	1.38
长期投资	-155.6	-73.3	-67.5	-80.5	每股经营现金流	1.03	1.06	1.25	1.44
其他	28.2	17.5	19.5	20.1	每股净资产	2.34	2.69	3.32	4.13
筹资活动现金流	-112.4	-51.7	-160.2	-44.6	估值比率				
债务融资	-40.8	42.5	-140.0	-25.2	P/E	31.01	20.50	16.47	12.64
权益融资	14.4	0.1	0.0	0.0	P/B	4.41	3.83	3.11	2.50
其它	28.2	17.5	19.5	20.1	P/S	0.79	0.67	0.56	0.50
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	13.79	7.92	6.30	4.31
现金净增加额	49.5	220.9	193.9	357.4					

附录:

1. 大厦股份各项财务指标良好

对比2009年上半年各项商业类上市公司财务指标,大厦股份上半年收入与净利润增长势头良好。由于汽车业务占比较大,导致综合毛利率较低,费用率控制较好,销售净利率与行业平均水平相当,净资产收益率名列第4,仅次于苏宁/新华百货与广州友谊。资产负债率接近行业平均水平。

表12、公司上半年营业收入同比增长情况(按2009H增长由高到低排列)

单位: %

	2009H	2009Q1	2009Q2	2008Q1	2008Q2		2009H	2009Q1	2009Q2	2008Q1	2008Q2
友好集团	37.5	24.5	58.0	4.4	4.5	武汉中商	5.9	0.4	13.5	17.7	14.8
大厦股份	32.0	26.4	38.4	16.6	26.2	苏宁电器	5.5	0.2	10.5	41.9	33.7
新华都	30.9	27.6	35.2			大商股份	4.3	-0.8	11.0	30.7	29.7
益民商业	25.7	30.1	21.7	21.9	22.2	西单商场	3.9	1.1	7.3	12.4	8.7
银座股份	23.9	21.8	26.6	31.7	34.7	中兴商业	3.8	-1.5	10.5	3.9	1.6
通程控股	21.2	14.3	28.0	24.2	19.9	豫园商城	3.5	-3.3	13.8	75.5	38.1
成商集团	19.7	9.7	34.9	1.4	-10.2	新世界	3.3	0.9	6.6	42.7	30.5
兰州民百	16.7	11.5	24.5	23.0	5.1	王府井	2.9	-0.6	7.6	25.0	14.8
鄂武商 A	15.9	12.6	20.4	27.5	26.7	友谊股份	1.9	2.9	0.7	11.7	21.2
开元控股	14.6	16.0	12.9	8.4	5.9	南宁百货	0.2	-3.1	4.0	17.8	23.0
合肥百货	13.4	13.7	13.0	35.2	25.0	长百集团	-0.8	-2.5	1.3	7.5	-7.3
西安民生	12.5	6.9	20.6	20.6	20.4	杭州解百	-1.8	-10.9	10.6	29.4	15.2
广百股份	12.1	-2.0	33.2	29.6	9.1	汉商集团	-2.4	-3.4	-1.2	11.1	12.3
新华百货	10.6	6.3	16.5	2.7	12.6	南京中商	-3.7	-9.8	5.7	27.8	10.1
武汉中百	10.5	7.6	14.5	25.0	23.8	北京城乡	-4.4	-8.7	2.6	11.5	-0.7
欧亚集团	10.0	10.9	9.3	52.2	53.9	小商品城	-7.7	34.3	-27.2	13.5	102.3
百联股份	9.4	7.7	12.0	19.9	9.3	商业城	-13.7	-19.6	-5.2	16.7	-4.2
重庆百货	9.3	6.6	13.1	31.1	4.1	津劝业	-15.5	-13.2	-19.0	-55.7	-70.8
东百集团	8.5	2.4	17.2	38.1	20.2	天音控股	-16.0	-19.3	-12.4	4.9	21.6
华联综超	8.4	8.7	8.1	22.1	16.3	宏图高科	-17.7	2.4	-36.0	97.9	64.4
步步高	8.1	6.5	10.2	34.4	32.3	百大集团	-24.7	-29.7	-17.6	0.8	-18.0
广州友谊	6.4	0.3	15.0	25.4	16.2	上海九百	-25.3	-13.3	-38.1	-18.9	0.4

资料来源: WIND



表13、公司上半年归属母公司净利润与扣除非经常损益-归属净利润同比增长情况（按2009H增长由高到低排列）

	2009H 归属于 母公司 净利润 同比	2009H 扣除非经 后同比	2008H 归属于母 公司净利 润同比	2008H 扣除非经 后同比		2009H 归属于 母公司 净利润 同比	2009H 扣除非 经后 同比	2008H 归属于母 公司净利 润同比	2008H 扣除非经 后同比
上海九百	1074	-122	-64.0	-20.9	新世界	11.0	15.8	26.8	22.2
西单商场	676.1	42.3	-73.5	-16.6	广州友谊	8.9	7.2	44.3	45.9
长百集团	153.1	167.1	-177.8	-160.3	欧亚集团	6.6	5.8	48.8	49.7
西安民生	91.0	87.1	-16.0	-13.6	王府井	4.4	-12.7	68.3	82.2
合肥百货	70.8	12.8	26.2	59.8	步步高	4.3	3.5	52.8	
鄂武商 A	48.8	13.7	41.1	43.4	北京城乡	2.9	-5.3	17.2	-4.1
新华百货	48.5	51.5	23.0	8.8	百联股份	1.8	-1.6	15.6	16.2
武汉中商	47.9	33.2	70.5	74.7	银座股份	1.3	10.8	19.1	38.1
商业城	45.6	141.8	-91.8	-154.8	杭州解百	-3.6	1.5	42.5	32.4
通程控股	45.2	-46.1	17.9	165.5	新华都	-7.4	-13.4	-17.0	
百大集团	40.5	-20.5	-2.6	-7.6	东百集团	-8.1	-5.2	104.5	103.7
成商集团	39.0	-5.1	74.3	184.1	南宁百货	-8.7	16.0	166.4	72.5
开元控股	36.5	50.0	-13.8	31.8	广百股份	-12.5	-13.6	26.9	25.1
小商品城	30.7	28.1	106.4	107.9	津劝业	-19.9	81.3	-31.7	-159.7
豫园商城	29.4	55.9	13.3	-16.5	宏图高科	-22.1	-34.1	50.9	153.1
友好集团	29.0	13.8	15.8	-12.2	重庆百货	-23.1	-23.4	83.2	81.5
中兴商业	26.8	27.5	-23.4	-23.9	兰州民百	-23.5	-31.4	843.1	91.7
大厦股份	26.0	27.6	38.8	72.5	汉商集团	-35.9	107.9	-47.3	38.6
友谊股份	19.1	-6.3	-17.9	49.2	天音控股	-39.2	-43.0	-28.2	-21.1
武汉中百	18.9	9.4	54.3	51.5	华联综超	-46.9	-45.4	19.2	18.0
苏宁电器	14.9	14.1	70.4	91.0	南京中商	-61.9	-51.9	-0.6	-50.9
益民商业	13.9	8.6	52.5	52.9	大商股份	-73.3	-83.4	-13.8	39.7

资料来源：WIND



表14、公司上半年综合毛利率（按2009H增长由高到低排列）

单位：%

	2009H	2008H	2009Q2	2009Q1		2009H	2008H	2009Q2	2009Q1
小商品城	57.1	45.3	51.6	63.6	友好集团	19.6	20.5	20.3	19.1
上海九百	39.3	33.8	38.8	39.5	步步高	19.4	19.0	18.9	19.8
益民商业	38.1	42.8	38.8	37.3	鄂武商 A	19.2	19.6	18.9	19.5
汉商集团	32.0	30.2	34.5	29.8	新华百货	19.1	17.1	20.0	18.3
长百集团	29.6	28.6	31.3	28.2	中兴商业	18.5	19.4	18.6	18.4
新世界	27.6	30.4	31.6	24.5	南京中商	18.5	18.6	18.4	18.5
百联股份	26.2	27.5	27.6	25.2	新华都	18.5	19.0	20.1	17.1
百大集团	25.1	20.9	26.3	24.1	银座股份	18.3	18.4	18.5	18.2
广州友谊	23.8	24.6	23.9	23.8	合肥百货	17.8	15.8	18.9	17.0
东百集团	23.0	23.7	22.5	23.4	武汉中商	17.7	17.9	17.0	18.2
西单商场	22.6	22.5	23.3	22.0	武汉中百	17.5	17.8	17.6	17.5
兰州民百	22.2	24.6	22.5	22.0	苏宁电器	17.0	15.8	17.3	16.6
通程控股	22.2	22.8	21.6	22.8	南宁百货	16.5	15.6	16.3	16.6
西安民生	21.8	19.6	24.5	19.8	津劝业	16.0	14.6	16.8	15.5
北京城乡	21.7	21.7	21.9	21.5	重庆百货	15.4	15.7	16.5	14.7
成商集团	21.1	23.1	22.0	20.4	开元控股	15.3	16.1	16.2	14.6
广百股份	20.7	22.3	18.9	22.3	商业城	14.9	15.5	14.0	15.6
友谊股份	20.5	20.2	21.6	19.6	欧亚集团	14.7	14.4	14.0	15.5
华联综超	20.5	20.0	21.3	19.9	豫园商城	14.1	14.2	15.0	13.3
大商股份	20.3	19.1	19.8	20.8	大厦股份	13.7	14.5	13.2	14.2
杭州解百	19.9	19.4	19.6	20.1	天音控股	9.7	9.0	9.3	10.1
王府井	19.7	19.4	20.4	19.1	宏图高科	8.3	7.2	9.2	7.6

资料来源：WIND



表15、公司上半年销售净利率（按2009H增长由高到低排列）

单位：%

	2009H	2008H	2009Q2	2009Q1		2009H	2008H	2009Q2	2009Q1
小商品城	31.4	22.8	27.7	35.7	步步高	3.6	3.7	2.0	4.9
上海九百	17.1	1.1	39.2	2.3	欧亚集团	3.5	3.5	4.0	2.8
百大集团	11.8	6.3	13.3	10.6	银座股份	3.3	4.2	3.3	3.3
广州友谊	10.3	10.0	10.3	10.2	中兴商业	3.3	2.7	3.1	3.4
益民商业	10.0	11.1	11.0	9.1	新华都	2.7	3.9	3.3	2.2
成商集团	8.2	7.0	11.4	5.7	友谊股份	2.7	2.3	3.3	2.1
新世界	8.0	7.5	10.1	6.4	通程控股	2.6	2.8	2.8	2.4
豫园商城	7.1	5.9	7.5	6.7	武汉中商	2.4	1.5	1.2	3.3
新华百货	6.9	5.1	7.9	6.0	重庆百货	2.3	3.2	1.3	3.0
东百集团	6.6	7.8	5.3	7.7	西单商场	2.1	0.4	1.0	3.2
杭州解百	5.6	5.9	5.3	5.9	武汉中百	1.9	1.8	1.5	2.3
北京城乡	5.2	5.0	4.2	5.9	友好集团	1.8	2.0	1.7	1.8
百联股份	5.1	5.2	4.4	5.5	长百集团	1.6	-3.0	2.2	1.1
苏宁电器	4.8	4.4	5.6	3.8	南宁百货	1.5	1.7	2.0	1.1
鄂武商A	4.7	4.5	4.9	4.6	华联综超	1.1	2.3	0.8	1.4
广百股份	4.5	5.7	3.4	5.5	津劝业	1.0	1.0	0.2	1.5
王府井	4.4	4.3	4.9	4.0	宏图高科	0.9	1.5	0.4	1.2
大厦股份	4.2	4.2	4.6	3.7	大商股份	0.8	2.5	1.5	0.2
兰州民百	4.1	6.2	3.5	4.6	天音控股	0.8	1.0	0.4	1.2
西安民生	3.9	2.3	4.3	3.6	南京中商	0.4	0.8	0.6	0.3
合肥百货	3.9	2.9	4.1	3.7	商业城	0.1	0.1	-3.7	3.2
开元控股	3.7	3.2	3.7	3.7	汉商集团	-1.0	-1.2	-0.1	-1.7

资料来源：WIND



表16、公司上半年费用率（按2009H增长由高到低排列）

单位：%

	2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1		2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1
上海九百	84.3	57.3	102.2	73.8	60.2	54.6	步步高	14.1	14.2	15.7	27.2	15.6	13.1
汉商集团	30.2	29.7	31.5	31.3	33.4	26.8	鄂武商 A	14.1	13.3	16.0	24.9	16.4	10.9
长百集团	26.5	29.8	26.5	23.0	34.5	26.0	成商集团	14.0	14.7	15.1	21.7	18.4	12.3
益民商业	22.9	25.1	23.0	31.5	24.2	26.4	王府井	13.8	12.8	14.4	23.0	13.2	12.6
通程控股	19.8	18.4	19.3	24.2	18.6	18.2	中兴商业	13.7	15.4	13.6	16.8	16.1	14.8
西单商场	19.2	20.7	20.7	22.4	23.6	18.4	广百股份	13.7	13.5	13.5	24.7	14.1	13.1
百联股份	18.5	19.6	20.4	24.0	22.6	17.5	银座股份	13.3	12.9	13.0	21.2	14.3	11.8
华联综超	18.0	16.4	19.0	32.4	18.4	14.8	百大集团	13.3	10.9	12.9	17.0	13.0	9.5
大商股份	17.5	14.4	16.7	21.0	14.5	14.3	东百集团	13.1	13.7	13.9	19.7	18.1	10.6
友谊股份	17.4	17.4	18.4	33.0	17.8	17.1	合肥百货	12.5	10.8	13.6	13.7	10.4	11.1
友好集团	17.3	17.0	18.0	21.5	19.6	15.3	重庆百货	12.1	11.3	14.3	18.3	12.0	10.8
商业城	16.7	14.6	14.8	19.2	13.1	15.6	杭州解百	11.3	10.9	11.7	13.3	12.6	9.7
南京中商	16.2	15.7	17.9	20.3	16.8	15.0	小商品城	11.1	8.6	11.1	12.6	5.9	14.3
北京城乡	16.0	14.3	17.3	21.6	16.5	12.9	苏宁电器	10.2	9.5	9.7	20.5	9.7	9.3
兰州民百	15.9	21.4	17.9	18.4	23.9	19.6	新华百货	10.0	10.2	10.2	18.0	11.4	9.4
新世界	15.7	19.2	16.1	16.7	21.7	17.3	欧亚集团	9.5	9.2	8.2	12.4	7.6	11.2
津劝业	15.6	16.3	16.6	16.9	22.5	12.2	广州友谊	9.2	10.6	9.9	17.7	11.7	9.9
西安民生	15.3	15.7	16.3	18.3	19.3	13.2	开元控股	8.8	10.8	9.5	12.0	12.9	9.1
新华都	14.8	13.8	15.9	13.9	0.0	0.0	天音控股	8.3	7.5	8.2	13.2	8.0	7.0
南宁百货	14.6	13.4	14.4	16.9	13.4	13.3	豫园商城	8.3	9.2	9.4	9.4	11.0	8.0
武汉中百	14.4	14.7	14.9	25.1	15.3	14.3	大厦股份	7.9	8.6	7.3	11.2	8.4	8.8
武汉中商	14.3	15.1	15.3	12.8	17.9	13.0	宏图高科	6.9	5.3	7.7	6.5	5.2	5.4

资料来源：WIND



表17、公司营业费用率（按2009Q2增长由高到低排列）

单位：%

	2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1		2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1
上海九百	29.1	18.0	40.7	21.3	21.1	15.0	大商股份	5.8	3.8	5.2	6.3	3.7	3.9
友谊股份	16.0	15.4	16.4	15.8	15.5	15.2	西安民生	5.2	3.0	8.1	2.9	4.0	2.2
华联综超	15.7	14.1	16.7	14.9	15.7	12.8	西单商场	4.9	4.4	5.4	4.5	5.0	3.9
步步高	12.8	12.6	14.1	11.8	13.9	11.6	友好集团	4.7	5.9	3.6	5.6	5.8	5.9
新华都	12.4	11.4	13.5	11.5			百大集团	4.7	3.0	5.3	4.2	3.6	2.6
益民商业	11.2	12.3	10.9	11.6	10.6	14.7	兰州民百	4.6	6.7	5.6	3.9	7.1	6.4
鄂武商 A	10.6	10.7	12.4	9.3	13.5	8.7	商业城	4.5	4.7	4.0	4.8	4.0	5.2
广百股份	10.6	11.2	10.6	10.6	11.4	11.1	新世界	4.0	5.0	3.6	4.2	4.9	5.1
武汉中百	10.4	10.4	11.0	9.9	11.7	9.4	杭州解百	3.9	2.4	4.5	3.3	2.7	2.1
东百集团	10.2	7.1	11.4	9.3	9.5	5.5	南京中商	3.4	5.0	4.2	2.9	6.7	3.9
成商集团	9.7	8.8	11.3	8.4	11.2	7.3	南宁百货	3.4	2.6	3.0	3.7	2.5	2.8
王府井	9.1	9.0	10.0	8.3	10.4	7.9	合肥百货	3.1	2.7	3.4	2.9	2.3	2.9
银座股份	9.0	9.1	8.8	9.1	9.2	9.0	小商品城	3.1	3.0	1.7	4.8	1.1	7.2
苏宁电器	9.0	8.6	8.4	9.7	9.1	8.0	宏图高科	3.0	1.6	3.6	2.7	1.5	1.7
北京城乡	7.9	6.5	8.6	7.5	6.3	6.6	豫园商城	2.9	3.1	3.3	2.6	3.6	2.8
重庆百货	7.6	7.0	9.7	6.1	8.1	6.3	大厦股份	2.8	3.1	2.8	2.8	3.2	3.0
汉商集团	7.2	6.6	7.5	7.0	7.0	6.4	开元控股	2.7	4.0	2.8	2.6	4.8	3.3
百联股份	7.1	7.8	7.9	6.5	8.9	7.0	长百集团	2.5	2.6	2.2	2.9	2.4	2.8
天音控股	6.8	5.3	6.8	6.9	5.4	5.1	津劝业	2.5	2.8	2.7	2.4	2.9	2.8
广州友谊	6.8	7.4	7.2	6.5	8.4	6.7	欧亚集团	2.4	2.4	2.2	2.7	1.6	3.3
通程控股	6.8	6.2	6.0	7.7	6.0	6.5	中兴商业	2.3	2.8	2.5	2.1	3.4	2.2
新华百货	6.6	6.9	6.7	6.5	8.1	6.1	武汉中商	0.9	0.9	1.0	0.7	1.0	0.9

资料来源：WIND



表18、公司管理费用率（按2009Q2增长由高到低排列）

单位：%

	2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1		2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1
上海九百	38.6	27.6	49.3	31.4	27.6	27.5	杭州解百	7.0	8.4	6.7	7.3	9.7	7.4
长百集团	18.4	18.5	19.2	17.7	20.7	16.8	欧亚集团	6.8	6.4	5.8	8.0	5.4	7.6
汉商集团	18.3	17.7	19.4	17.3	20.6	15.3	开元控股	5.1	5.8	5.9	4.6	6.9	4.9
西单商场	13.9	16.0	15.1	12.9	18.2	14.2	大厦股份	4.5	4.9	4.0	5.1	4.5	5.2
武汉中商	11.9	12.1	12.9	11.1	14.5	10.3	重庆百货	4.2	4.1	4.4	4.1	3.8	4.3
津劝业	11.8	11.2	12.3	11.6	16.6	7.7	王府井	4.0	3.6	3.8	4.2	3.0	4.0
友好集团	11.6	9.4	13.4	10.1	11.2	8.2	豫园商城	3.6	3.7	4.2	3.2	4.3	3.3
通程控股	11.6	10.9	12.5	10.5	11.1	10.7	武汉中百	3.6	3.9	3.8	3.5	3.4	4.2
南京中商	11.5	8.9	12.5	10.7	7.9	9.6	新华百货	3.5	3.4	3.7	3.4	3.5	3.4
中兴商业	11.2	11.8	11.0	11.3	11.6	11.9	银座股份	3.0	3.1	3.1	2.8	4.1	2.3
大商股份	10.9	9.7	10.7	11.0	9.9	9.5	广州友谊	2.9	3.8	3.1	2.7	4.1	3.6
南宁百货	10.9	10.2	11.1	10.7	10.4	10.1	宏图高科	2.8	2.5	3.3	2.4	2.5	2.5
西安民生	10.1	13.2	8.5	11.4	15.9	11.3	广百股份	2.6	2.2	2.5	2.7	2.7	1.8
商业城	9.7	8.0	9.0	10.3	7.0	8.7	新华都	2.5	2.3	2.5	2.4		
益民商业	9.5	9.5	9.7	9.3	10.7	7.7	鄂武商 A	2.4	1.8	2.6	2.1	2.0	1.6
百联股份	9.4	9.0	10.7	8.5	10.9	7.8	友谊股份	1.9	2.0	2.2	1.7	2.3	1.8
合肥百货	9.1	7.6	9.9	8.4	7.4	7.8	成商集团	1.8	2.9	1.6	2.0	3.6	2.5
兰州民百	8.5	10.2	10.0	7.4	12.0	9.1	华联综超	1.8	1.8	1.8	1.7	2.3	1.3
北京城乡	8.5	7.6	9.4	7.9	10.0	6.1	步步高	1.7	1.6	2.0	1.5	1.7	1.5
新世界	8.4	10.2	9.5	7.6	13.1	8.0	苏宁电器	1.6	1.3	1.5	1.7	1.4	1.3
百大集团	8.3	8.3	7.3	9.1	9.3	7.5	东百集团	1.0	4.1	1.0	1.0	5.2	3.3
小商品城	8.0	5.8	9.1	6.8	4.8	7.9	天音控股	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：WIND



表19、公司财务费用率（按2009Q2增长由高到低排列）

单位：%

	2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1		2009 H	2008 H	2009 Q2	2009 Q1	2008 Q2	2008 Q1
上海九百	16.7	11.8	23.3	12.2	11.5	12.1	华联综超	0.6	0.6	0.7	0.5	0.4	0.7
长百集团	5.6	8.6	6.2	5.1	11.4	6.4	天音控股	0.5	1.4	0.6	0.4	1.8	1.1
汉商集团	4.7	5.4	4.8	4.6	5.8	5.1	大厦股份	0.5	0.7	0.5	0.5	0.7	0.7
新世界	3.3	4.0	3.8	3.0	3.7	4.2	广百股份	0.5	0.2	0.5	0.4	0.0	0.3
兰州民百	2.7	4.4	3.2	2.3	4.8	4.2	西单商场	0.5	0.3	0.7	0.2	0.4	0.3
商业城	2.5	1.8	3.3	1.9	2.1	1.6	杭州解百	0.4	0.2	0.4	0.4	0.2	0.2
成商集团	2.5	2.9	2.9	2.2	3.6	2.5	武汉中百	0.3	0.5	0.5	0.2	0.3	0.6
益民商业	2.2	3.3	2.0	2.4	2.8	3.9	合肥百货	0.3	0.5	0.3	0.3	0.6	0.4
百联股份	2.0	2.8	2.3	1.8	2.8	2.7	南宁百货	0.3	0.5	0.4	0.2	0.5	0.5
东百集团	1.8	2.5	2.3	1.5	3.4	1.8	重庆百货	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2
豫园商城	1.8	2.4	1.5	2.0	3.2	1.9	欧亚集团	0.3	0.4	0.3	0.2	0.5	0.3
武汉中商	1.5	2.0	1.6	1.4	2.4	1.7	百大集团	0.2	-0.3	0.1	0.3	0.0	-0.6
通程控股	1.4	1.3	1.9	0.9	1.5	1.0	中兴商业	0.2	0.8	0.3	0.0	1.1	0.6
银座股份	1.3	0.7	1.7	1.0	1.0	0.5	西安民生	0.0	-0.5	0.3	-0.2	-0.7	-0.3
津劝业	1.3	2.2	0.7	1.6	3.1	1.7	新华都	0.0	0.1	0.1	-0.1		
南京中商	1.3	1.7	1.4	1.2	2.1	1.5	小商品城	-0.1	-0.2	-0.4	0.3	0.1	-0.8
鄂武商 A	1.1	0.8	1.2	1.0	1.0	0.6	新华百货	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.0
宏图高科	1.1	1.1	1.6	0.8	1.1	1.1	北京城乡	-0.4	0.2	0.1	-0.7	0.2	0.1
友好集团	1.0	1.8	1.1	1.0	2.7	1.2	苏宁电器	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	-0.7	0.0
开元控股	1.0	1.0	1.2	0.8	1.1	0.9	步步高	-0.4	0.0	-0.6	-0.4	0.0	0.0
大商股份	0.9	0.9	0.9	0.8	1.0	0.8	广州友谊	-0.6	-0.6	-0.8	-0.4	-0.8	-0.4
王府井	0.7	0.2	0.7	0.7	-0.3	0.6	友谊股份	-0.6	0.0	-1.1	-0.1	0.0	0.1

资料来源：WIND

表20、公司净资产收益率（扣除-加权）（按2009H增长由高到低排列） 单位：%

	2009H	2008		2009H	2008
苏宁电器	13.4	31.8	百大集团	5.2	9.3
新华百货	12.8	15.8	友谊股份	4.8	4.5
广州友谊	11.7	23.8	中兴商业	4.8	6.0
大厦股份	11.6	14.8	南宁百货	4.1	11.3
成商集团	10.9	21.0	百联股份	4.0	7.2
重庆百货	9.5	20.3	兰州民百	3.9	7.6
东百集团	8.6	18.2	西安民生	3.7	5.5
广百股份	8.5	14.6	新世界	3.1	10.1
杭州解百	8.4	14.1	华联综超	3.0	6.0
豫园商城	7.8	7.2	天音控股	2.3	9.1
王府井	7.6	15.0	西单商场	2.2	-2.3
鄂武商 A	7.4	16.0	长百集团	1.6	-6.6
合肥百货	7.1	13.9	北京城乡	1.6	3.7
新华都	7.0	21.0	友好集团	1.5	6.5
欧亚集团	6.9	15.2	宏图高科	1.4	6.0
步步高	6.8	17.4	通程控股	1.4	4.1
小商品城	6.6	19.9	大商股份	1.2	-2.9
开元控股	6.5	10.4	南京中商	1.0	7.9
银座股份	6.2	10.5	商业城	0.2	-5.5
武汉中商	5.7	3.7	汉商集团	0.0	-2.4
益民商业	5.7	8.9	津劝业	-0.1	-15.8
武汉中百	5.4	9.8	上海九百	-2.0	-2.4

资料来源：WIND

表21、期末现金及现金等价物余额及现金及现金等价物净增加额（按2009H由高到低排列） 单位：万元

	2009H	2008H	2009H	2008H		2009H	2008H	2009H	2008H
	期末现金	期末现金及	现金及现金	现金及现金		期末现金	期末现金	现金及现	现金及现
	及现金等	现金等价物	等价物净增	等价物净增		及现金等	及现金等	金等价物	金等价物
	价物余额	余额	加额	加额		价物余额	价物余额	净增加额	净增加额
苏宁电器	1035414	689374	346040	339252	通程控股	36762	33176	3585	(11468)
友谊股份	710732	710274	458	171887	小商品城	34795	64560	(32445)	(19701)
大商股份	247753	172108	75645	46151	友好集团	34581	29701	4880	5725
天音控股	223731	227230	(3499)	58502	重庆百货	32139	22401	9738	(1372)
华联综超	215889	214268	1620	91923	新华百货	31929	47005	(15076)	2692
宏图高科	195425	112854	68985	13004	新华都	30946	43707	(12761)	32446
广州友谊	140347	143111	(2764)	22336	新世界	30832	28918	1914	3777
豫园商城	138233	144576	(6343)	(8132)	津劝业	28222	30314	(2091)	(13069)
银座股份	134604	62430	72174	(29726)	百大集团	27619	35564	(7945)	(23091)
步步高	124464	95356	29107	84387	中兴商业	24770	31643	(6873)	22
鄂武商 A	122733	141799	(19066)	12257	南宁百货	24635	26717	(2081)	5319
北京城乡	106381	85173	21209	19024	西单商场	23276	33911	(10635)	8029
合肥百货	99002	107605	(8603)	33918	欧亚集团	23004	24655	(1651)	12121
武汉中百	82636	63640	18996	17363	商业城	22290	21230	1060	4789
百联股份	78184	54674	23510	(21793)	益民商业	17120	13891	3229	402
王府井	60245	111222	(50977)	(49439)	东百集团	11364	16655	(5292)	5332
大厦股份	56561	52444	4117	4955	上海九百	10503	9328	1175	2738
西安民生	49322	57949	(8626)	29101	兰州民百	10359	15144	(4785)	(3082)
广百股份	44931	37781	3154	(28830)	成商集团	5090	6587	(1497)	(461)
南京中商	42205	61610	(19405)	25488	汉商集团	4806	7994	(3188)	(7509)
开元控股	41936	39869	2066	5585	杭州解百	4591	42983	(38391)	6334
武汉中商	37651	45145	(7494)	917	长百集团	2705	1306	1399	(137)

资料来源：WIND



表22、资产负债率（按2009H由高到低排列）

单位：%

	2009H	2008H	2008		2009H	2008H	2008
南京中商	80.0	77.4	80.1	王府井	57.2	51.0	65.4
武汉中商	71.5	72.8	74.7	新世界	55.2	58.2	57.9
银座股份	70.7	54.8	56.4	百联股份	53.6	53.1	57.3
鄂武商A	70.1	64.2	70.3	新华都	53.5	61.9	51.9
南宁百货	70.0	75.4	73.1	兰州民百	53.0	53.6	57.8
友谊股份	69.4	68.8	73.3	友好集团	52.2	48.5	50.3
商业城	67.5	63.3	68.3	广百股份	51.2	40.2	49.8
长百集团	67.4	64.1	67.8	小商品城	51.1	63.9	53.9
大商股份	67.3	67.1	66.1	豫园商城	50.9	55.8	56.0
通程控股	66.8	54.4	60.9	东百集团	50.5	57.3	54.4
成商集团	66.7	71.9	73.0	津劝业	50.4	42.1	50.8
天音控股	66.0	68.6	64.9	步步高	49.4	42.9	47.3
华联综超	65.7	61.3	66.2	杭州解百	47.8	41.5	47.5
欧亚集团	64.7	63.4	65.9	西安民生	45.5	45.7	49.7
苏宁电器	62.8	66.3	57.8	上海九百	45.3	45.0	46.0
宏图高科	62.7	56.2	57.5	新华百货	43.7	48.4	51.3
开元控股	62.4	55.1	59.9	益民商业	38.2	43.0	39.9
汉商集团	61.9	60.7	62.1	广州友谊	37.9	41.3	41.7
合肥百货	61.7	61.5	64.5	西单商场	33.1	32.1	37.8
重庆百货	61.1	62.8	64.4	中兴商业	27.0	37.6	34.2
武汉中百	59.4	57.2	61.9	北京城乡	20.1	24.9	21.1
大厦股份	58.7	60.7	58.9	百大集团	16.9	21.1	21.7

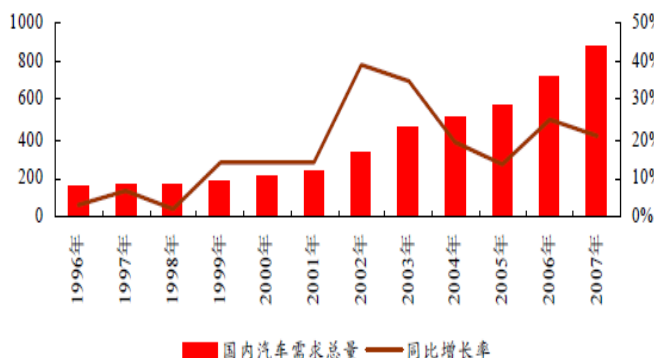
资料来源：WIND



2. 汽车业再次迎来黄金期：销售高潮迭起+售后服务方兴未艾

2002、2003年中国轿车消费爆发，增速达到40%以上，紧接着04、05年汽车行业产能过剩严重，消费增速下降至20%以下，06年反弹至25%左右，07年回落至20%，尽管起起伏伏，但是仍然可以看到轿车进入中国家庭已经是大势所趋，数据显示中国人均汽车保有量还远低于世界水平，参考长江证券研究，日本轿车大面积普及化花费了13年左右，根据中国的现实国情，长江证券判断中国轿车大面积普及化至少需要花费20年。相比世界其他国家而言，中国轿车需求量更大，需求增速更快且稳定，中国正处于轿车消费爆发的初始阶段。

图25、中国轿车销量



资料来源：长江证券

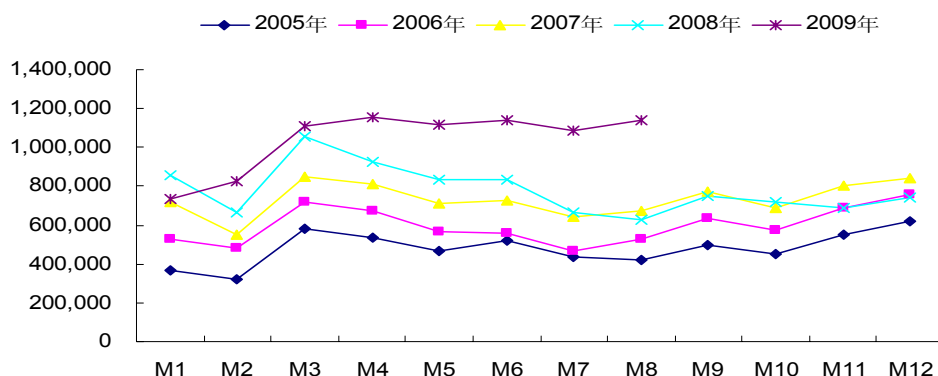
图26、各国汽车拥有量

国家	现有人口	拥有汽车量	人口/汽车	人口/轿车
美国	2.6亿	2亿	1.3	1.8
加拿大	2920万	1825万	1.6	2
澳大利亚	1780万	1047万	1.7	2.2
日本	1.25亿	6579万	1.9	2.9
德国	8140万	4284万	1.9	2.1
法国	5770万	2885万	2	2.4
瑞士	700万	350万	2	2.2
英国	5810万	2767万	2.1	2.3
奥地利	800万	381万	2.1	2.3
瑞典	880万	440万	2.2	2.3
中国	12亿	4985万	24.1	44.8

上半年受益于政策扶植与供应减少，轿车市场再次出现火爆行情。1-8月汽车累计销售831万辆，同比增长28%，继2002、2003年后汽车销售再现高潮。对于明年汽车销售势头，我们认为汽车消费升级的步伐不会停止，供应上会比今年有所改善，政策方面延续今年的优惠政策甚至政策会进一步放宽的可能性很大，这些都支持明年汽车消费继续保持快速增长。

图27、各月汽车销量

单位：台



资料来源：长江证券

除了汽车销售以外，汽车后服务领域的大蛋糕也相当诱人。汽车的投入成本包含购买成本与使用成本两部分，使用成本包括燃油费、保险、车船使用税、维修保养费、停车费、美容装饰费、交通罚款等。不考虑美容装饰与交通罚款等，以一辆10万元左



右、1.6L 排量、100 公里耗油 8 升、每天总行驶里程 50 公里的轿车为样本，每年的使用成本约为：1.油费：以北京地区 97#汽油的价格作为参照，一年约需要 8643.2 元；2.养路费+车船使用税 1800 元；3.保险费 4000 元；4.停车费 3000 元；5.正常保养、维修费 1200 元(4 次，单次 300 元)；6.过路过桥费 1000 元。小计 19643.2 元。正常情况下，一辆车 10 年的使用成本大概是购买成本的 2 倍左右。

分解汽车使用成本，我们看到上例中的正常维修成本占比并不高，这主要是因为正常情况下汽车在 10 万公里内车况运转很平稳，保养维修方面费用增长相对较缓慢，到了车辆使用的后期随着车况不断老化，保养维修的费用所占比例会逐渐增大。除了正常维修外，事故维修也占了较大的比例，据统计 2006 年我国汽车年维修总量达 1.2 亿辆次，随着汽车进入家庭，汽车维修总量增加是必然，后服务领域的市场容量也随之加大。

图28、汽车使用成本示意图

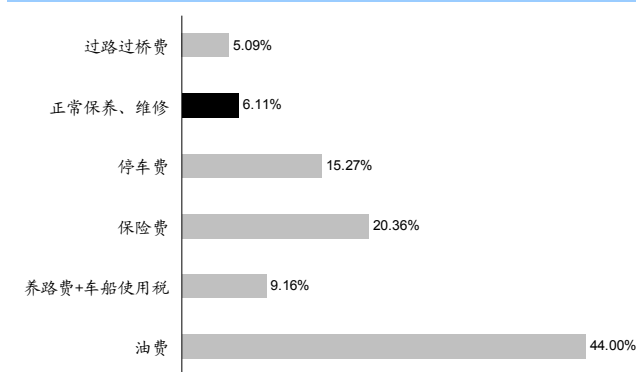
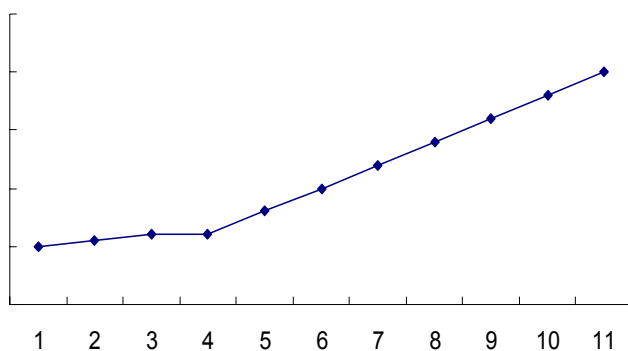


图29、汽车维修费用占比示意图



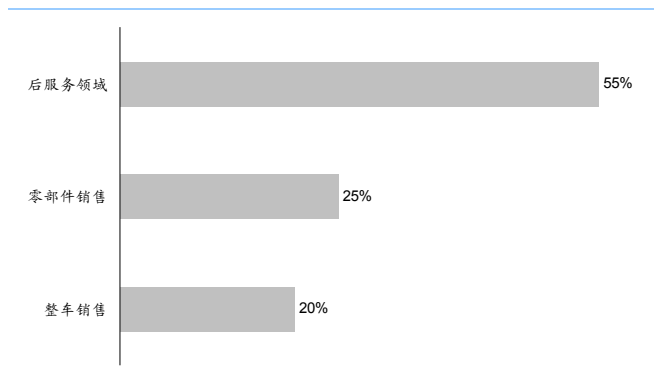
资料来源：第一创业整理

3. 提高维修收入占比是提高汽车4S店经营毛利的关键

汽车销售服务业务的经营模式是由汽车经销商与汽车厂商签订协议获得代理权，经销商自行租赁土地或者在自有土地上设立展示厅、维修车间、仓库，购置维修设备，招聘销售与维修人员，现款现货向汽车厂商买断汽车，销售汽车获得进销差价，通过汽车销售吸纳客户使用该店提供的售后服务，辅以提供汽车装饰、培训等其它服务。

在整个价值创造过程中，由于价格战与汽车厂商比汽车渠道商更强势，整车销售创造的价值已经越来越小，零部件销售创造价值高于整车销售，汽车后服务创造的价值最高，但由于整车销售所得款远远高于零部件售价与后服务，造成后两者在销售收入中占比不高，直接拉低了汽车整体业务的毛利率。

图30、汽车销售服务行业价值创造分解



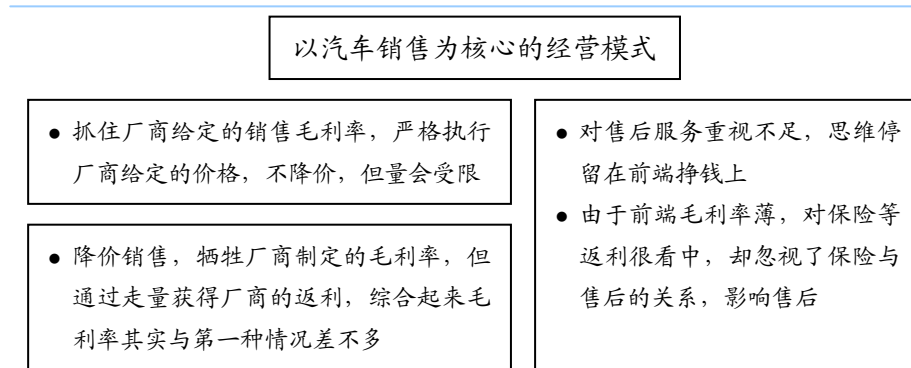
资料来源：第一创业整理

图31、汽车销售服务行业毛利率低的原因示意图

整车销售毛利率 2%-3%	售后服务毛利率 40%-50%
● 销售 100/200 台车，每台车 10 万元，每台车毛利 3000，共计 30/60 万 ● 修理 50 辆车，每台修理费 2 万，每台毛车 1 万，共计 50 万 ● 第一种情况毛利共计 80 万，整车销售占比 37%，维修占比 63%，整体毛利为 7.27%。第二种情况毛利合计 110 万，整车销售占比 54%，维修占比 46%，但整体毛利率为 110/2100=5.23%	

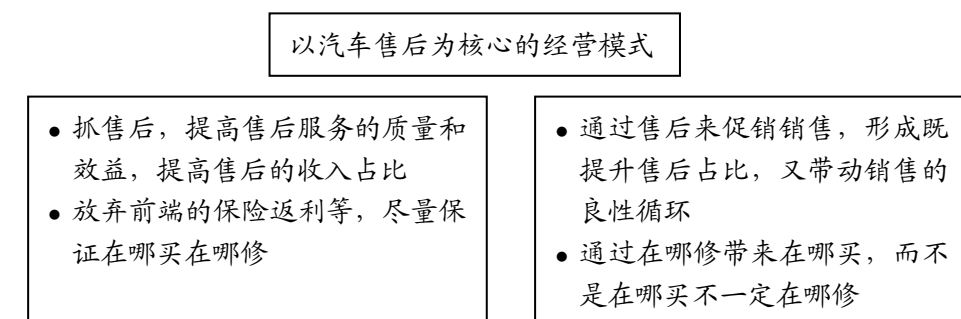
从示意图中也可以看到，整车销售占比越大，整体毛利率越低，只有提高售后服务的比例，才能提升毛利率，而也只有从提高售后服务着手，才能形成汽车销售服务行业的良性循环。

图32、以汽车销售为核心的经营模式示意图



资料来源：第一创业整理

图33、以汽车售后为核心的经营模式示意图



资料来源：第一创业整理



免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120