

批零贸易业/可选消费品

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 10.00

当前价格: 7.27

2014.11.02

大东方 (600327)

发力汽车后市场, 分享行业高增长红利

大东方首次覆盖报告

 瞿猛 (分析师)	 姜文政 (研究助理)	 童兰 (分析师)
021-38676442	021-38676640	021-38676430
zimeng@gtjas.com	jiangwenzheng@gtjas.com	tonglan@gtjas.com
证书编号 S0880513120002	S0880114010004	S0880514030009

本报告导读:

汽车后服务市场大空间, 高毛利率, 公司有望借行业东风实现快速发展, 并进一步提升业绩弹性, 且集团有优质教育及体育资产, 未来有望实现协同发展。

投资要点:

- 目标价 10 元, 首次覆盖给予“增持”评级。国内汽车保有量持续大幅增加, 为汽车后市场发展提供广阔空间。公司未来发展重心逐步转向汽车后服务市场, 且汽车后市场高毛利率特征, 也有利于增强公司业绩弹性。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.42/0.49/0.57 元, 考虑目前 A 股可比同类公司估值水平, 我们分别给予汽车业务/零售业务/食品 2014PE 39X, 13X 及 20X, 目标价 10 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 汽车后市场空间广阔, 公司迎来较好发展机遇。汽车后市场正处于快速增长阶段, 2012 年我国汽车后市场规模约 5000 亿元, 近 3 年复合增速近 28%, 预计 2020 年市场规模有望超过 10000 亿元。且欧美发达国家的汽车后市场收入占比极高 42%-45%, 而我国目前汽销服务提供商的汽车后市场收入占比仅 8%, 远低于发达国家市场。此外, 汽车维修及后市场高毛利率特征将驱动公司盈利水平提升。大东方在江苏为主的区域拥有约 60 家 4S 店, 2013 年公司汽车维修及服务收入达 5.1 亿元, 同比增近长 30%, 该业务收入占比已提升至 8.2%; 而维修及后服务毛利率为 44.46%, 远高于公司整体毛利水平。同时, 公司将逐步改变以租赁场地为主的粗放式二手车交易模式, 未来有望引入合作方开展一整套二手车交易服务, 进一步提升公司盈利水平。
- 大集团、小公司, 有望借助集团实力做大做强。大股东均瑶集团实力雄厚, 在教育及文化传播等领域具有优质资产。均瑶集团其主要产业涉足航空运输、商业零售、其他业务 (均瑶乳业, 文化传播等) 三块, 公司作为均瑶集团旗下目前唯一的上市平台, 未来有望通过有效方式与公司现有业务实现协同发展。
- 风险提示: 核心商圈新开物业分流; 汽车经销市场竞争加剧, 盈利大幅下降。

交易数据

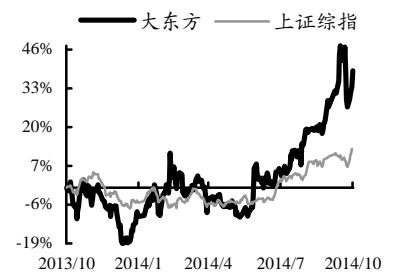
52 周内股价区间 (元)	4.27-7.98
总市值 (百万元)	3,793
总股本/流通 A 股 (百万股)	522/522
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	18.63
日均成交值 (百万元)	120.86

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,451
每股净资产	2.78
市净率	2.6
净负债率	12.59%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.08	0.13
Q2	0.08	0.08
Q3	0.09	0.06
Q4	0.11	0.15
全年	0.36	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	32%	41%
相对指数	7%	22%	28%

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,501	8,899	9,177	9,569	10,049
(+/-)%	6%	19%	3%	4%	5%
经营利润 (EBIT)	244	294	310	361	423
(+/-)%	-30%	21%	6%	16%	17%
净利润	121	187	220	256	299
(+/-)%	-42%	54%	18%	16%	17%
每股净收益 (元)	0.23	0.36	0.42	0.49	0.57
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	3.3%	3.3%	3.4%	3.8%	4.2%
净资产收益率 (%)	9.8%	13.6%	14.8%	15.6%	16.3%
投入资本回报率 (%)	15.5%	17.8%	22.4%	29.2%	51.2%
EV/EBITDA	9.3	7.8	7.7	6.3	4.7
市盈率	32.8	20.9	18.0	15.4	13.2
股息率 (%)	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.10.31

股票研究

可选消费品
批零贸易业

大东方 (600327)

首次覆盖

评级: **增持**

目标价格: **10.00**

当前价格: **7.27**

2014.10.31

公司网址

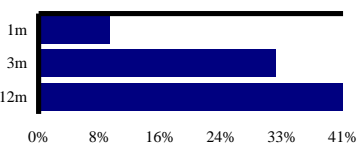
www.eastall.com

公司简介

公司是无锡市的商业龙头企业之一,除了主业百货业务之外,公司汽车销售和多元化经营也初显成效。

2013年,面对国内经济增速继续放缓、居民消费多元分化、电商发展迅猛、各类大型实体业态聚堆、同业竞争趋烈的形势,公司积极应对,进一步围绕“稳固自身基础,发掘内生增长,拓展外延市场”的重心任务,夯实市场竞争基础,持续贯彻企业“精品百货零售、汽车销售服务、名特食品产业”的“一体两翼”发展战略

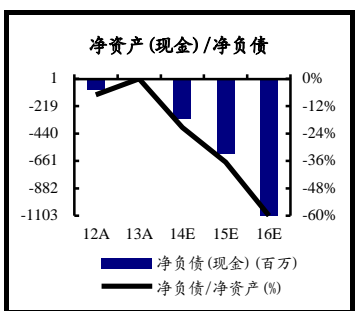
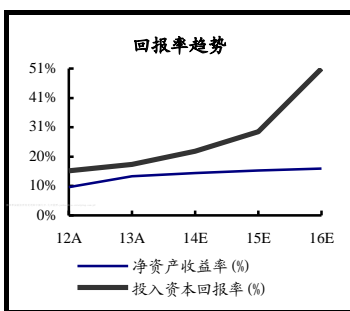
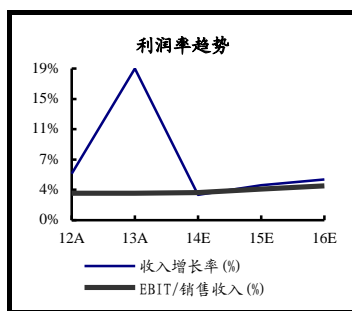
绝对价格回报 (%)



52周价格范围 **4.27-7.98**
市值 (百万) **3,793**

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	7,501	8,899	9,177	9,569	10,049
营业成本	6,517	7,764	7,966	8,288	8,686
税金及附加	56	65	67	70	73
销售费用	274	326	363	362	361
管理费用	411	451	471	489	505
EBIT	244	294	310	361	423
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	21	35	35	35	35
财务费用	79	66	25	20	17
营业利润	187	260	320	375	441
所得税	80	86	101	118	138
少数股东损益	3	15	18	21	25
净利润	121	187	220	256	299
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,007	703	909	121,311	1,690
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	394	414	414	414	414
固定资产合计	1,337	1,330	1,167	992	807
无形及其他资产	720	719	735	751	768
资产合计	4,716	4,571	4,527	4,860	5,112
流动负债	3,112	2,837	2,821	2,979	3,009
非流动负债	178	170	9	11	14
股东权益	1,229	1,373	1,489	1,641	1,835
投入资本(IC)	956	1,160	974	865	580
现金流量表					
NOPLAT	148	206	218	253	297
折旧与摊销	172	214	157	168	180
流动资金增量	337	-205	93	-50	115
资本支出	-314	-183	10	10	10
自由现金流	343	32	478	381	602
经营现金流	223	110	480	381	603
投资现金流	-308	-170	45	45	45
融资现金流	117	-312	-318	-122	-171
现金流净增加额	32	-372	207	304	477
财务指标					
成长性					
收入增长率	5.7%	18.6%	3.1%	4.3%	5.0%
EBIT 增长率	-30.0%	20.6%	5.7%	16.3%	17.3%
净利润增长率	-41.5%	54.0%	17.8%	16.4%	16.6%
利润率					
毛利率	13.1%	12.8%	13.2%	13.4%	13.6%
EBIT 率	3.3%	3.3%	3.4%	3.8%	4.2%
净利率	1.6%	2.1%	2.4%	2.7%	3.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.8%	13.6%	14.8%	15.6%	16.3%
总资产收益率(ROA)	2.6%	4.1%	4.9%	5.3%	5.8%
投入资本回报率(ROIC)	15.5%	17.8%	22.4%	29.2%	51.2%
运营能力					
存货周转天数	43	39	39	39	39
应收账款周转天数	3	4	4	4	4
总资产周转天数	211	190	181	179	181
净利润现金含量	1.84	0.59	2.18	1.49	2.02
资本支出/收入	4%	2%	0%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	69.8%	65.8%	62.5%	61.5%	59.1%
净负债率	-6.9%	0.1%	-21.3%	-36.5%	-60.1%
估值比率					
PE	32.8	20.9	18.0	15.4	13.2
PB	3.2	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.3	7.8	7.7	6.3	4.7
P/S	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
股息率	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%



1. 重点发展汽车后市场，可拓展空间巨大

不同于市场看法：由于业务结构及对上下游溢价能力的不同，公司形成了收入以汽车为主，盈利以百货为主的利润结构。我们认为公司以 4S 店为主的销售模式受制于汽车品牌商，短期盈利模式难以出现大的转变，但汽车后市场业务随着中国汽车市场保有量的大幅增加，未来将进入快速发展阶段，而且中国汽车后市场无论是收入还是盈利占比与发达国家仍有很大差距，未来有巨大提升空间。同时，公司借助 4S 店形成的客户群体，汽车维修及服务市场有望获得较大发展，而且通过不断拓展二手车交易业务及盈利模式，未来有望成为潜在利润增长点。此外，公司具有大集团，小公司特征，大东方是集团旗下唯一上市平台，未来有望借助集团实力，实现更快发展，部分协同效应较强资产也存在整合预期。

2. 发力汽车后市场，分享行业高增长红利

2.1. 重点发展汽车后市场，增强业绩弹性

公司汽车业务主要分为汽车销售和汽车后服务两大板块。目前，从收入角度看，汽车销售仍是该业务最主要的部分。公司在以江苏为主的区域拥有约 60 家 4S 店，2013 年公司汽车销售及服务业务收入为 61.77 亿元，同比增长 31.19%，其中汽车维修及服务收入达 5.1 亿元，同比增长近 30%，且 2010-2013 年复合增速为 23.17%，近年来均维持迅速增长态势。

此外，公司将逐步改变以租赁场地为主的粗放式二手车交易模式，未来有望引入合作方开展一整套二手车交易服务，进一步提升该业务盈利水平。未来公司仍将继续深耕汽销服务领域，汽车后服务将成为未来发展重点。

汽车后服务市场主要包括：汽车维修及配件、汽车拆解、汽车养护、汽车金融、二手车及汽车租赁、汽车保险、汽车电商等业务。汽车后服务重在服务，其利润率远高于汽车销售业务，且从公司实际运营情况来看，汽车后服务业务的毛利率保持在 45% 左右，远高于汽车销售约 7% 的毛利水平；因此尽管目前公司汽车维修及服务收入占比仅为 8%（占比汽车销售及服务业务），但毛利占比高达 34%。

图 1：2010-2013 年汽车销售及后服务收入（亿元）

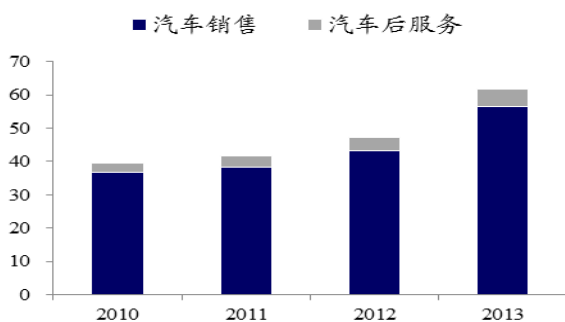
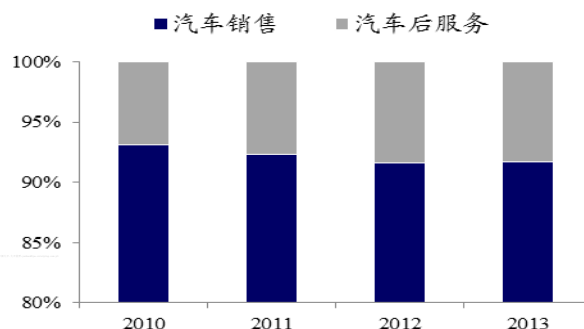


图 2：2010-2013 年汽车销售及后服务收入占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3: 汽车后服务收入增速近年来保持较快增长

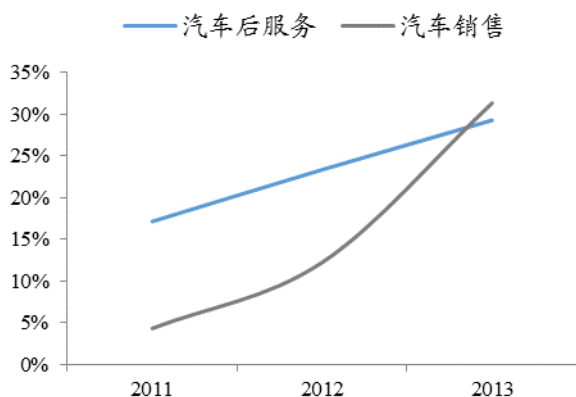
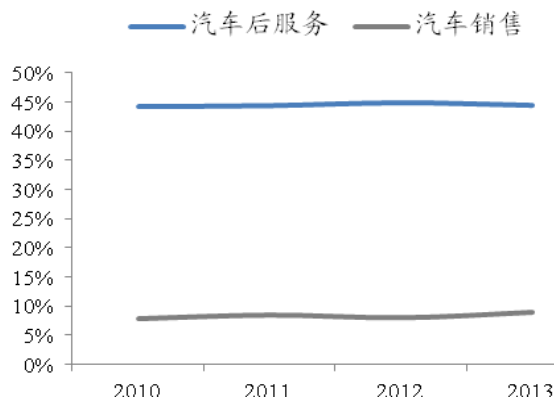


图 4: 汽车后服务业务毛利率远高于汽车销售



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 汽车后市场空间巨大, 国内企业分享行业盛宴

我国新车市场已逐步走向成熟期, 汽车保有量持续大幅增加, 2013 年我国汽车保有量已突破 1.37 亿辆, 同比增长 14.5%, 2014 年中期进一步提升至 1.47 亿辆。巨大的汽车保有量为汽车后市场发展提供广阔发展空间。

后市场正处于成长期, 发展迅猛。据中国消费网数据显示, 2005 年我国汽车后市场规模为 880 亿元, 2009 年猛增到 2400 亿元, 2012 年继续翻倍至 5000 亿元, 期间年复合增增速达到 28%, 超过我国汽车销量 25% 的年均增速。根据汽车流通协会预计, 2015 年我国汽车后市场产值将增至 7000 亿元, 2020 年将突破万亿规模。

图 5: 2010-2013 年汽车销售及后服务收入 (亿元)

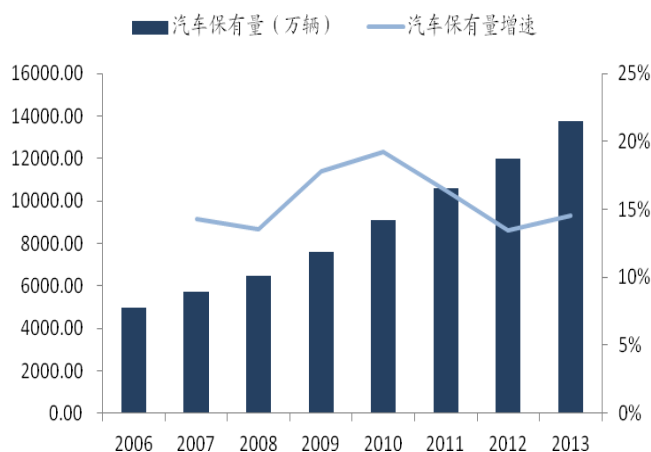
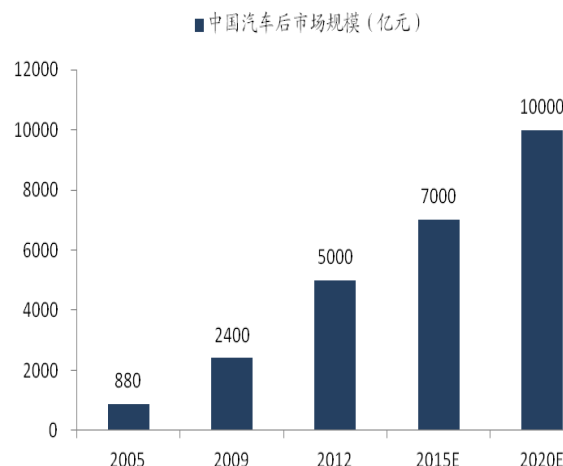


图 6: 2010-2013 年汽车销售及后服务收入占比



数据来源: Wind, 中国消费网, 国泰君安证券研究

而比较不同国家及地区的汽销服务提供商汽车后服务的收入占比, 欧美发达国家的汽车后服务收入占比高达 42%-45%, 考虑到汽销服务 40% 以上的毛利水平, 我们判断欧美发达国家汽销服务提供商整体盈利能力较高。但目前我国汽销服务提供商的汽车后服务收入占比仅 8%,

远低于发达国家成熟市场。

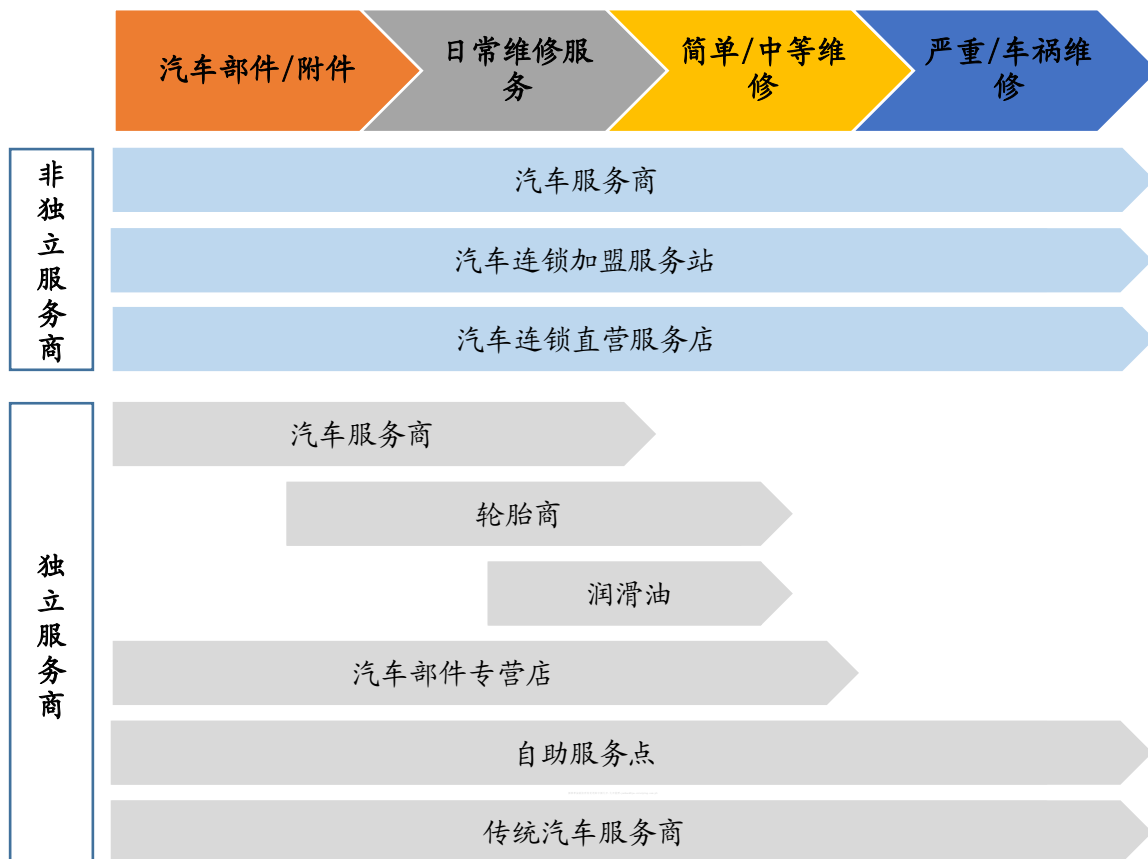
此外，欧美发达国家汽车服务提供商，主要分为非独立服务商和独立服务商。单从美国市场情况来看，约有 80% 的市场份额为独立服务商占据，主要因为美国消费者独立意识较强，更愿意自主购买部件、轮胎、润滑油等完成简单汽车修理。欧洲则基本为一半一半，独立及非独立服务商各占约 50%。而中国目前绝大多数汽车服务仍由综合汽车服务商，如 4S 店、综合服务商、服务连锁店等来提供。

表 1: 不同国家或地区汽车后服务占比比较

汽销服务提供商	汽车后服务占收入比重	市场基础情况
美国	约 42%	汽车后服务网络广阔，专类门店多，个人自主维修装潢意识强
欧洲	约 45%	汽车后服务网络发达
中国	约 8%	汽车保有量增加，收入水平达欧美汽车后服务初级阶段
大东方	约 8%	深耕无锡及周边地区，销售网络覆盖目标客户，降低汽车后服务发展成本

数据来源：毕马威咨询，国泰君安证券研究

图 7: 不同国家或地区汽车后服务占比和市场基础



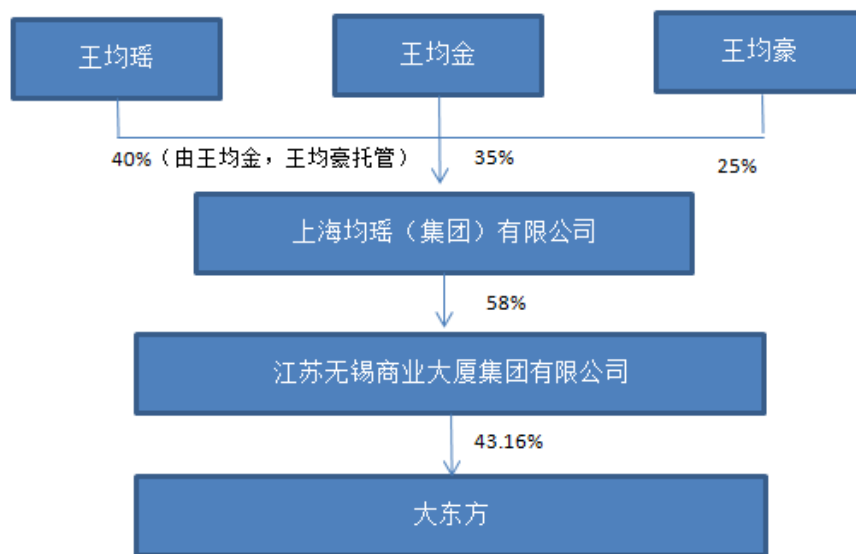
数据来源：BCG 咨询，国泰君安证券研究

我们认为，由于我国汽车普及时间不长，普通消费者对于汽车的自主性尚不够高，自主修理的空间不大，因此我国的汽车后服务以汽车服务提供商为主，4S 渠道等仍将成为汽车保有量提升带动后服务需求增长的最大受益者；另一方面，随着我国居民生活水平的提升及对汽车消费个性化要求和自主动手能力的提升，汽车后服务业务的需求也将出现井喷。大东方目前已占据较好的 4S 渠道及汽车资源优势，在无锡及周边区域的龙头地位稳固，未来还将持续向周边辐射加深渠道优势，得益于此，公司未来有望持续受益于汽车后服务行业增长的红利，并持续带动公司盈利能力的提升。

3. 大集团小公司，上市平台整合效应或将逐渐凸显

2004 年，上海均瑶（集团）有限公司因受让大东方第一大股东江苏无锡商业大厦集团有限公司 58% 股权，而无锡商业大厦集团有限公司持有大东方 56.88% 股权，均瑶集团自此成为大东方第一大股东的控股股东。且截至目前，无锡商业大厦集团有限公司仍持有大东方 43.16% 股权，均瑶集团仍为大东方的实际控股股东。

图 8：均瑶集团仍为大东方的实际控股股东



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

而作为公司的实际大股东，均瑶集团创业于 1991 年 7 月，旗下除大东方外还拥有航空运输、乳业、文化传播等资产，目前已形成以航空运输和商业零售为主营业务，同时涉及教育、食品、高新科技投资等领域的集团公司。

表 3: 均瑶集团旗下资产丰富，与大东方协同效应未来逐渐凸显

业务主体	成立时间	业务情况简介
吉祥航空	2005 年	吉祥航空公司 2006 年 9 月开航，截止 2013 年 12 月，公司机队拥有 34 架全新空客 A320 系列飞机，开通了上海往返全国各主要城市及国际（地区）70 多条航线
航空运输	均瑶旅行网	2007 年
	均瑶物流	2003 年
商业零售	大东方	
教育	上海市世界外国语小学&中学	
乳业	均瑶乳业	1994 年
文化创意		2005 年

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

我们认为，公司作为均瑶集团旗下目前唯一的上市平台，出于资产梳理及整合的考量，我们判断大东方未来不排除成为大股东旗下资产整合的平台，大股东旗下资产与公司的协同效应未来有望逐渐凸显。

4. 百货资产价值凸显，餐饮食品拓展空间较大

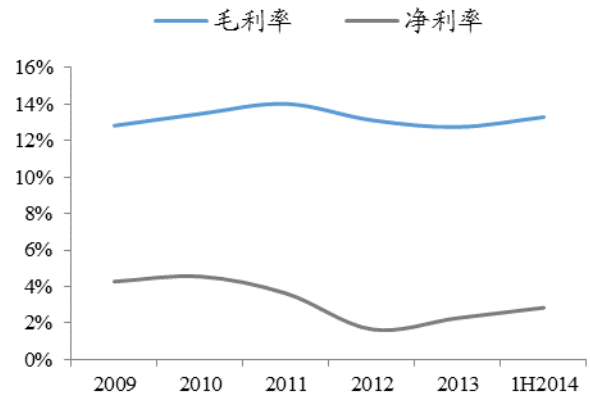
公司主营业务为精品零售百货、汽车销售服务、名特食品产业，形成了以百货为主体，汽销服务和餐饮为两翼的“一体两翼”战略格局。

公司近年来一直保持较为平稳的发展速度。2009-2013 年近五年来的收入复合增速约为 15.88%，从盈利能力来看，由于低毛利的汽车销售业务近年来稳定发展带动收入占比逐步提升，使得公司毛利水平从 2010 年 13.47% 下降至 2013 年 12.75%，但随着高毛利的汽车后服务业务的快速提升，公司毛利率 2014 年上半年回升至 13.29%。

图 9: 2009-2014 上半年总收入及增速 (亿元)



图 10: 2009-2014 上半年毛利率及净利率



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司三大主营业务中汽车销售及服务占比最大, 达 70% 并持续上升, 其次百货及超市等零售业务共占总收入 28%, 另有 2% 收入来自餐饮与食品销售。从公司发展整体趋势看, 汽车销售及服务占比提升明显, 2009-2013 年, 公司汽车业务复合增速约为 23.88%, 远高于公司整体收入增速, 使得该业务收入占比在此期间由 60.53% 提升至 69.37%。

图 11: 2013 年各类业务收入占比

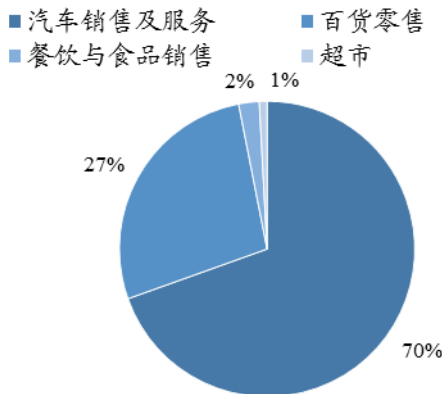
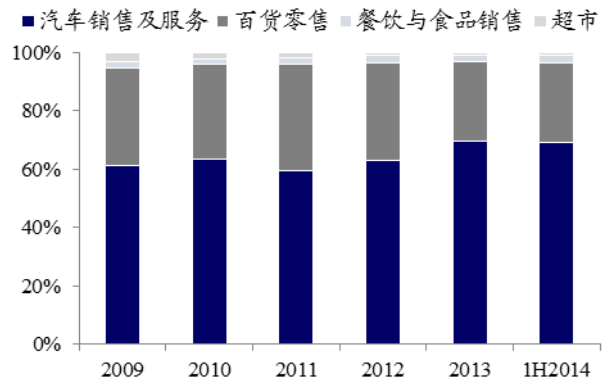


图 12: 2009-2014 上半年各类业务收入占比



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 13: 2009-2014 上半年各类业务毛利率

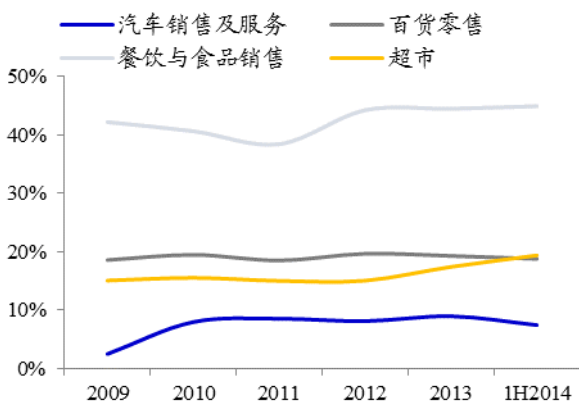
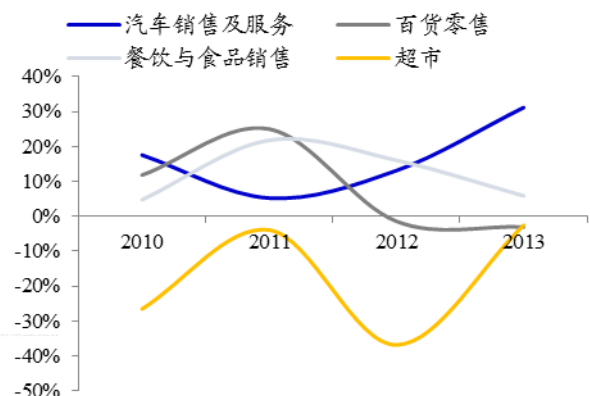


图 14: 2010-2013 年各类业务增速



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

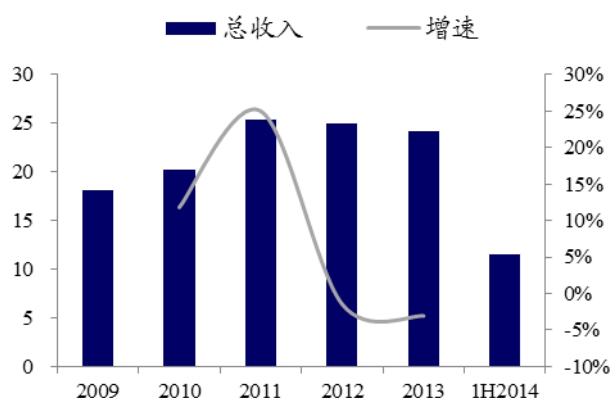
公司百货零售资产优质，占据了无锡市中心中山路黄金地段物业，以大东方百货为其核心资产，辅以东方电器和百业超市打造以无锡地区百货零售龙头。其中大东方百货位于无锡市中心中山路，为无锡最高端的购物中心之一，该店定位高端，入住的国际一线品牌包括Hermes、Gucci、Burberry、Bally等，销售规模和品牌定位均列无锡第一。但2012至2013年，大东方百货周边新开恒隆广场等同样定位高端的百货或综合体对其构成一定经营压力，尽管激烈的市场竞争使得公司收入和盈利能力受到一定负面影响，但近年的盈利情况总体趋于稳定。

表 4: 大东方门店

门店名称	开业时间	建筑面积	持股比例	物业性质
无锡商业大厦	1998	7.4	100%	自有
吟春大厦 (B 座)	2005 年收购	5.3	78.81%	自有
伊酷童店	2011.6	3.8	100%	租赁
海门店	2011.10	3.7	70%	租赁

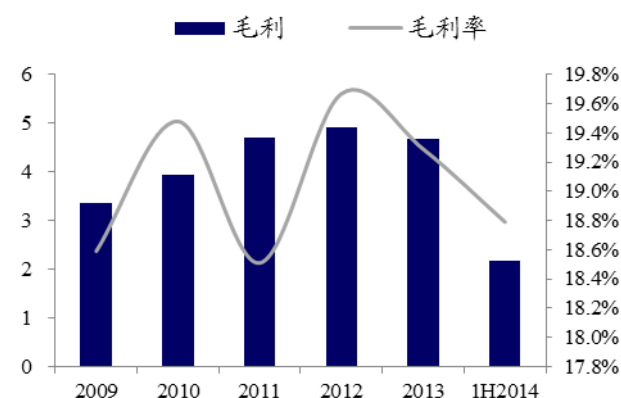
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 15: 2009-2014 上半年百货零售总收入及增速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 16: 2009-2014 上半年百货零售毛利及毛利率



此外，公司餐饮食品业务为无锡“三凤桥”肉庄及食品专卖，公司2011年完成对“三凤桥”社会分散股权的收购，实现控股地位。无锡肉骨头为全国驰名的无锡特产，“三凤桥”肉庄始创于1927年，是目前无锡肉骨头及特色餐饮的龙头企业。公司完成股权收购后，重组“三凤桥”的经营模式，拓展三凤桥大排档、三凤桥熟食及特产食品连锁销售，目前在无锡共有10余家门店。餐饮食品占公司总收入比例不高，但业绩较为稳定，2011年实现控股后毛利率增长迅速，表现优异。

图 17: 2009-2014 上半年餐饮食品总收入及增速

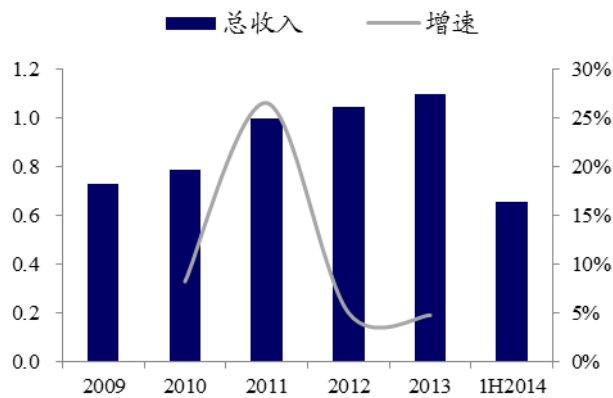
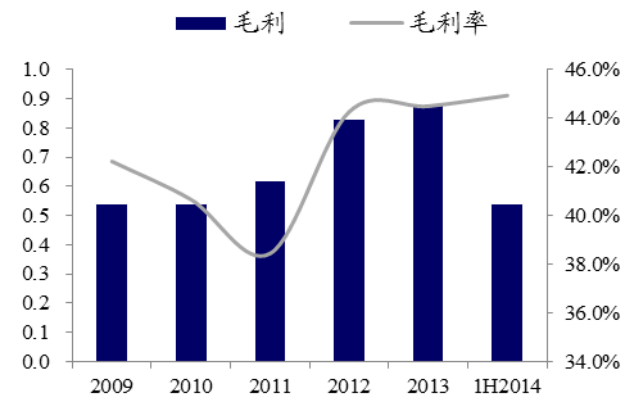


图 18: 2009-2014 上半年餐饮食品毛利及毛利率



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

5. 盈利预测与估值

国内汽车保有量持续大幅增加, 为汽车后市场发展提供广阔空间。公司未来发展重心逐步转向汽车后服务市场, 而且汽车后市场高毛利率特征, 也有利于增强公司业绩弹性。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.42 元、0.49 元和 0.57 元, 考虑目前 A 股可比同类公司的估值水平, 我们给与汽车业务 2014PE39X 估值, 零售业务 2014PE13X, 食品业务 2014PE20X, 目标价为 10 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设:

1. 考虑到公司零售业务近年由于市场竞争加剧增速压力较大, 而食品业务因平稳经营而实现较稳定的增长, 此外公司汽车业务则因公司近年来加大投入而实现较快增长, 综合考虑下, 我们假设 2014-2016 年的收入增速分别为 3.1%, 4.3%, 5.0%。
2. 尽管低毛利的汽车销售业务收入占比逐步提升, 但考虑到公司汽车后服务业务增速逐步加快, 对公司收入贡献也在稳步提升; 在高毛利的汽车后服务业务带动下, 我们判断公司的毛利率也会有所改善。假设 2014-2016 年公司毛利率分别 13.2%, 13.4%, 13.6%。
3. 考虑到零售业务的收入增速放缓, 但公司加大费用控制力度, 同时, 汽车业务仍保持相对较快增长, 我们假设 2014-2016 年公司销售+管理费用率分别为 9.1%, 8.9%, 8.6%。

估值法 1:

PE 估值法。汽车、百货、食品行业可比公司 2014 年平均 PE 分别为 38.52X/13.02X/20X, 结合公司情况, 我们分别给予公司汽车业务 2014 年 39 倍 PE, 百货业务 2014 年 13 倍 PE, 食品业务 2014 年 20 倍 PE, 与行业平均估值基本相当, 对应公司目标价 10 元。

表 5: 可比汽车公司 PE 估值

代码	公司	EPS			收盘价 (元)	市值 (亿元)	2014PE
		2012	2013	2014E			
002488.SZ	金固股份	0.32	0.25	0.46	23.80	42.84	51.95

002666.SZ	德联集团	0.96	0.50	0.55	17.15	54.88	30.95
601258.SH	庞大集团	-0.31	0.08	0.21	6.28	164.63	30.44
002607.SZ	亚夏汽车	0.44	0.21	0.16	10.39	28.53	66.82
600335.SH	国机汽车	0.99	1.22	1.36	16.95	106.30	12.45
均值							38.52

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 收盘价截止日期 2014 年 10 月 25 日, 以上公司 EPS 均为 wind 一致预期。

表 6: 可比百货公司 PE 估值

代码	公司	EPS			收盘价 (元)	市值 (亿元)	2014PE
		2012	2013	2014E			
600858.SH	银座股份	0.67	0.51	0.64	8.54	44.41	13.27
002419.SZ	天虹商场	0.73	0.77	0.77	11.58	93.42	15.01
000417.SZ	合肥百货	0.52	0.56	0.58	6.69	52.17	11.51
600729.SH	重庆百货	1.87	2.16	2.06	22.40	91.06	10.90
002187.SZ	广百股份	0.56	0.65	0.69	10.91	37.36	15.78
000501.SZ	鄂武商	0.79	0.92	1.22	13.26	67.26	10.86
600697.SH	欧亚集团	1.27	1.54	1.87	20.79	33.07	11.12
600827.SH	百联股份	0.68	0.60	0.65	12.53	215.83	19.27
600785.SH	新华百货	1.17	0.97	1.22	13.20	29.78	10.86
600694.SH	大商股份	3.33	4.01	4.48	30.10	88.41	6.72
600723.SH	首商股份	0.60	0.50	0.40	7.21	47.47	17.88
均值							13.02

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 收盘价截止日期 2014 年 10 月 25 日, 除天虹商场、新华百货、大商股份及首商股份其他均为 wind 一致预期。

估值法 2:

PS 估值法。我们预计 2014 年汽车业务收入为 73 亿元, 零售业务约为 26 亿元, 食品业务约为 2 亿元。考虑到 2014 年汽车行业可比公司平均 PS 为 1.35 倍, 而可比公司间整体 PS 方差较大, 结合公司汽车业务具体情况, 给予公司 2014 年汽车业务 0.6 倍 PS, 百货业务 0.2 倍 PS, 食品业务 2.0 倍 PS, 对应目标市值约为 53 亿及目标价 10 元。

表 7: 可比汽车公司 PS 估值

代码	公司	营业收入 (亿元)			收盘价 (元)	市值 (亿元)	2014PS
		2012	2013	2014E			
002488.SZ	金固股份	8.96	11.66	14.44	23.80	42.84	2.97
002666.SZ	德联集团	13.35	16.3	18.47	17.15	54.88	2.97
601258.SH	庞大集团	577.97	639.85	715.20	6.28	164.63	0.23
002607.SZ	亚夏汽车	41.27	50.46	58.46	10.39	28.53	0.49
600335.SH	国机汽车	621.24	748.88	969.57	16.95	106.30	0.11
均值							1.35

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 收盘价截止日期 2014 年 10 月 25 日, 以上公司 EPS 均为 wind 一致预期。

表 8: 可比百货公司 PS 估值

代码	公司	营业收入 (亿元)			收盘价 (元)	市值 (亿元)	2014PS
		2012	2013	2014E			
600858.SH	银座股份	135.36	142.18	152.74	8.54	44.41	0.29
002419.SZ	天虹商场	143.77	160.31	173.17	11.58	93.42	0.54
000417.SZ	合肥百货	91.05	99.1	104.11	6.69	52.17	0.50
600729.SH	重庆百货	281.17	301.9	316.76	22.40	91.06	0.29
002187.SZ	广百股份	73.49	77.61	79.96	10.91	37.36	0.47
000501.SZ	鄂武商	149.02	168.42	182.52	13.26	67.26	0.37
600697.SH	欧亚集团	85.91	103.15	116.5	20.79	33.07	0.28
600827.SH	百联股份	492.63	519.26	533.41	12.53	215.83	0.40
600785.SH	新华百货	60	66.05	71.09	13.20	29.78	0.42
600694.SH	大商股份	318.59	337.37	350.15	30.10	88.41	0.25
600723.SH	首商股份	122.25	120.67	122.92	7.21	47.47	0.39
均值							0.38

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 收盘价截止日期 2014 年 10 月 25 日, 除天虹商场、新华百货、大商股份及首商股份其他均为 wind 一致预期。

6. 风险提示

- 1) 无锡核心商圈新开物业, 市场竞争加剧导致零售业务经营情况持续下滑;
- 2) 汽车经销业务的盈利能力随市场竞争加剧而持续下滑;
- 3) 汽车配件渠道放开削弱 4S 店业务盈利能力, 汽车后服务业务提升对来盈利能力提升效果不达预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		