

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 45.20

合理价格区间(元): 60-65

许世刚 执业证书编号: S0570512080004  
研究员 025-83387508  
xushigang@htsc.com

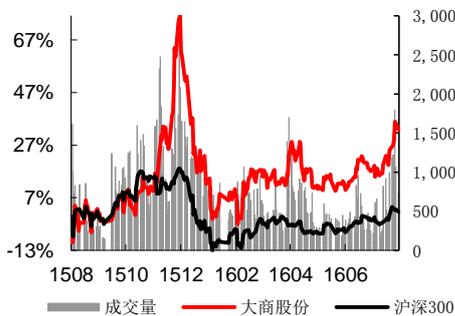
张坚 021-28972091  
联系人 zhang\_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086  
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《大商股份(600694):稳中求变, 价值凸显》2015.07
- 2《大商股份(600694):Q1 低预期影响已消化, 股价进入防守反击区, 弹性巨大》2015.06
- 3《大商股份(600694):重大资产重组方案调整后更加合理》2013.06

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

# 毛利率有所改善, 关注全渠道运营转型

## 大商股份(600694)

### 大商股份发布 2016 年中报

大商股份 2016H1 共实现营业收入 151 亿元, 同比下滑 8.7%, 归属于上市公司股东的净利润为 5.12 亿元, 同比下滑 16.69%。扣非后净利润为 4.89 亿元, 同比下滑 19.03%。经营活动产生的现金流量净额为 11.88 亿, 同比增长 160.55%。受经济形势不景气及电商分流影响, 公司上半年度业绩略低于预期。

### 毛利率有所改善, 费用上升导致业绩略低于预期

分业务看, 2016H1 公司百货业务共实现收入 87.3 亿元, 同比下滑 7.07%; 超市业务共实现收入 30.3 亿元, 同比下滑 12.99%; 家电连锁业态共实现收入 14.6 亿元, 同比下滑 20.09%; 其他业务共实现收入 5.26 亿元, 同比增长 19.56%。受宏观经济不景气影响, 公司收入略有下滑。从毛利端看, 公司毛利率提升 0.56%, 其中家电连锁毛利率提升 2.22%, 毛利率有所改善。从利润端看, 2016H1 公司净利润下滑 16.69%主要是公司折旧费用率同比大幅增加导致管理费用率同比上升 1.14%。

### 依托线下渠道, O2O 平台发展良好

面对网购的普及, 公司 2014 年 11 月上线天狗网, 线上线下一体化全渠道运营正式开启。依托公司强大线下实体优势, 公司为消费者提供了全面全时的购物体验, 有效的减弱了纯电商的冲击, 扩充了公司收入来源, 公司竞争力进一步提升。

### 维持公司“买入”评级

预计 2016-2018 年公司收入分别为 277.49/291.36/305.93 亿元, 分别同比增长-10%、5%、5%; 预计归母净利润分别为 7.5/8.69/9.55 亿元, 分别同比增长 13.33%、15.87%、9.84%。公司自有物业丰富, 净资产重估溢价高, 资产荒背景下产业资产举牌将推动公司市值回归。同时公司依托线下强大实体优势, 公司全渠道运营发展现状良好。另外公司表外资产丰厚, 不排除资产注入预期。维持公司“买入”评级, 建议中长期资金加大对公司的配置。

风险提示: 宏观经济严重下行; 电商持续冲击。

## 公司基本资料

总股本(百万)	293.72
流通 A 股(百万)	293.72
52 周内股价区间(元)	30.95-60.63
总市值(百万)	13,276
总资产(百万)	-
每股净资产(元)	23.04

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	30,832	27,749	29,136	30,593
+/-%	(4.27)	(10.00)	5.00	5.00
净利润(百万)	662.11	750.35	869.44	954.96
+/-%	(46.07)	13.33	15.87	9.84
EPS(元)	2.25	2.55	2.96	3.25
PE	20.05	17.69	15.27	13.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 盈利预测

会计年度	单位: 百万元			
	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8,474	8,381	10,130	11,705
现金	6,184	6,585	8,173	9,665
应收账款	247.45	204.41	217.05	230.04
其他应收账款	507.11	390.31	412.07	443.97
预付账款	186.11	175.80	187.25	193.36
存货	1,348	1,022	1,137	1,170
其他流动资产	1.80	3.21	2.43	2.86
非流动资产	8,093	7,625	7,192	6,758
长期投资	25.99	25.51	25.63	25.59
固定投资	5,588	5,379	5,178	4,970
无形资产	1,237	1,244	1,210	1,188
其他非流动资产	1,242	976.58	779.52	574.55
资产总计	16,568	16,007	17,322	18,463
流动负债	8,355	7,241	7,537	7,829
短期借款	988.70	738.03	770.07	795.83
应付账款	3,377	2,860	3,021	3,190
其他流动负债	3,989	3,643	3,746	3,843
非流动负债	1,575	1,507	1,754	1,744
长期借款	385.55	385.55	385.55	385.55
其他非流动负债	1,190	1,121	1,368	1,358
负债合计	9,930	8,748	9,291	9,572
少数股东权益	248.27	253.64	231.87	223.08
股本	293.72	293.72	293.72	293.72
资本公积	1,439	1,439	1,439	1,439
留存公积	4,657	5,272	6,067	6,935
归属母公司股	6,390	7,005	7,799	8,667
负债和股东权益	16,568	16,007	17,322	18,463

会计年度	单位: 百万元			
	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,300	757.42	2,040	1,989
净利润	617.62	755.72	847.67	946.17
折旧摊销	562.90	627.65	639.02	654.81
财务费用	(6.66)	24.68	7.63	(5.89)
投资损失	(2.40)	(2.38)	(2.33)	(2.36)
营运资金变动	(290.40)	(237.23)	311.44	422.93
其他经营现金	418.68	(411.01)	236.82	(26.70)
投资活动现金	(1,315)	(401.79)	(412.84)	(431.04)
资本支出	863.87	200.00	200.00	200.00
长期投资	(0.20)	(12.01)	(0.92)	0.30
其他投资现金	(450.89)	(213.80)	(213.76)	(230.74)
筹资活动现金	(561.53)	45.93	(39.61)	(66.52)
短期借款	559.80	(250.67)	32.03	25.76
长期借款	295.55	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.71	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,418)	296.60	(71.64)	(92.28)
现金净增加额	(579.13)	401.57	1,588	1,491

会计年度	单位: 百万元			
	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	30,832	27,749	29,136	30,593
营业成本	24,162	21,727	22,770	23,893
营业税金及附加	377.18	337.46	343.81	366.89
营业费用	1,874	1,887	1,952	2,050
管理费用	3,066	2,803	2,972	3,059
财务费用	(6.66)	24.68	7.63	(5.89)
资产减值损失	380.27	10.00	8.00	8.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.40	2.38	2.33	2.36
营业利润	981.63	962.19	1,085	1,224
营业外收入	42.17	70.75	62.10	58.52
营业外支出	8.72	25.31	17.01	21.16
利润总额	1,015	1,008	1,130	1,262
所得税	397.46	251.91	282.56	315.39
净利润	<b>617.62</b>	<b>755.72</b>	<b>847.67</b>	<b>946.17</b>
少数股东损益	(44.50)	5.36	(21.76)	(8.79)
归属母公司净利润	662.11	750.35	869.44	954.96
EBITDA	1,538	1,615	1,732	1,873
EPS(元)	2.25	2.55	2.96	3.25

### 主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	(4.27)	(10.00)	5.00	5.00
营业利润	(43.99)	(1.98)	12.78	12.81
归属母公司净利润	(46.07)	13.33	15.87	9.84
获利能力				
毛利率(%)	21.63	21.70	21.85	21.90
净利率(%)	2.15	2.70	2.98	3.12
ROE(%)	10.36	10.71	11.15	11.02
ROIC(%)	26.52	35.29	61.82	197.93
偿债能力				
资产负债率(%)	59.93	54.65	53.64	51.85
净负债比率(%)	14.31	13.52	13.19	12.96
流动比率	1.01	1.16	1.34	1.50
速动比率	0.85	1.02	1.19	1.35
营运能力				
总资产周转率	1.97	1.70	1.75	1.71
应收账款周转率	126.50	115.44	130.73	129.05
应付账款周转率	7.48	6.97	7.74	7.69
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.25	2.55	2.96	3.25
每股经营现金流(最新摊薄)	4.43	2.58	6.95	6.77
每股净资产(最新摊薄)	21.75	23.85	26.55	29.51
估值比率				
PE	20.05	17.69	15.27	13.90
PB	2.08	1.90	1.70	1.53
EV_EBITDA	5.54	5.28	4.92	4.55

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

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

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com