

大商股份

600694

增持/ 维持评级

股 价	2009/02/05
RMB 22.00	

基础数据

总股本（百万股）	294
流通 A 股（百万股）	268
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	5890

财务数据

市净率 (X)	2.1
TRACING P/E (X)*	23.6
EPS (元)	0.85
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

《大商股份、华联综超调研快报和近

期零售业调研心得》

2008/12/09

《风动，幡动还是心动》

2007/11/28

分 析 师
 吴红光
 0755-82492069
 wuhg@lhqz.com

不要在后天黎明到来前倒下

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	14968.8	14513.9	20058.2	23668.6	28639.0
(+/-%)	31.1	28.1	34.0	18.0	21.0
归属母公司净利润(百万元)	303.5	249.7	230.8	386.8	570.3
(+/-%)	0.70	-15.1	-34.1	76.2	51.6
EPS(元)	1.03	0.85	0.68	1.20	1.82
P/E(倍)	17.6	21.4	32.3	18.3	12.1

■ 我们看好公司的主要原因不仅在于公司体制性变革正在积极推进，治理风险有望从根本上得到改善；同时也在于相比同类公司，公司目前的价值水平与其在零售业的领导地位、零售资产价值存在严重背离。一旦体制发生根本性变化，公司将成为行业内估值弹性最大的公司之一。

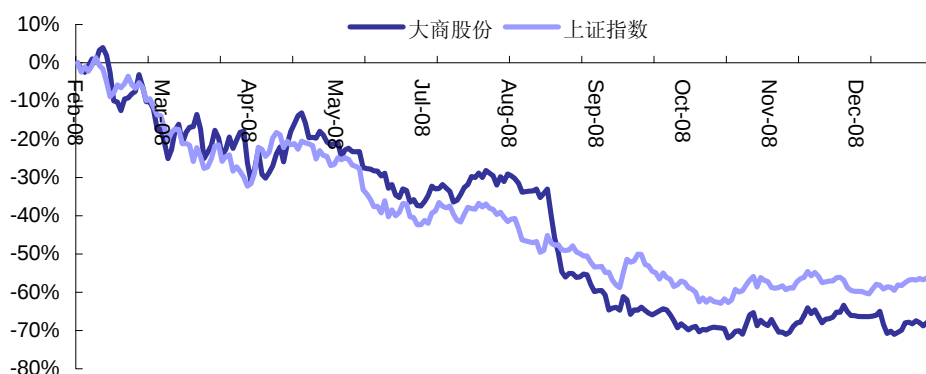
■ 根据公司历年的经营状况，我们始终认为必须对公司管理层进行客观评价，不否认其道德险对流通股股东利益的损害，但也必须承认其在公司发展战略上的高瞻远瞩、经营管理上的优秀和对公司发展的巨大贡献。对比同行业公司，我们认为公司竞争优势显著，管理模式成功。

■ 由于费用率的大幅下降和部分地区门店盈利能力大幅提升，即使充分考虑金融危机对收入和对盈利能力的影响，我们仍然相信公司业绩拐点在 2009 年将再度出现。初步测算，我们预计公司 2009-2010 年业绩分别同比增长 76.2% 和 51.6%，其 EPS 分别达 1.20 元和 1.82 元。

■ 虽然公司治理风险逐渐释放多次对投资者造成困扰，但或许我们可以用一句话来表达我们对投资公司的看法即“今天是残酷的，明天或许也是残酷的，但是后天则是美好的，我们不应在后天的黎明到来前倒下”。

■ 根据对公司资产价值的估算和综合与同行业估值的比较，我们认为公司合理价值应在 25.89 元-34.18 元之间。作为我国规模最大、成长前景乐观的百货零售商，我们认为公司目前存在较大安全边际，考虑到其在行业内的强大竞争优势和良好前景，维持“增持”投资评级。

最近 52 周股价表现



体制风险难掩隐蔽资产的价值

体制发生根本性变化，
公司将成为行业内估值
弹性将最大的公司之一

公司治理风险的存在降低了我们对公司业绩和估值预期，由此引发投资者对公司未来发展前景的担心，并造成其股价自 2008 年以来出现 65% 以上跌幅，远跑输行业指数。但时至今日，根据我们多次的实地调研和与公司的沟通，我们认为公司最坏的时期已经和即将过去，治理风险虽仍存在，但相比行业同类公司估值的巨大折价，我们认为市场对公司潜在治理风险的反应已过度体现，由此造成的结果是一旦公司体制上发生根本性改变，其估值的提升弹性应是商业股中最大的公司之一。

目前估值与公司内在价
值存在严重背离

我们看好公司的主要原因不仅在于公司体制性变革正在积极推进，治理风险有望从根本上得到改善；同时也在于相比同类公司，我们认为公司目前的价值水平与其在零售业的领导地位、零售资产价值存在严重背离。

集团改制正在积极推进

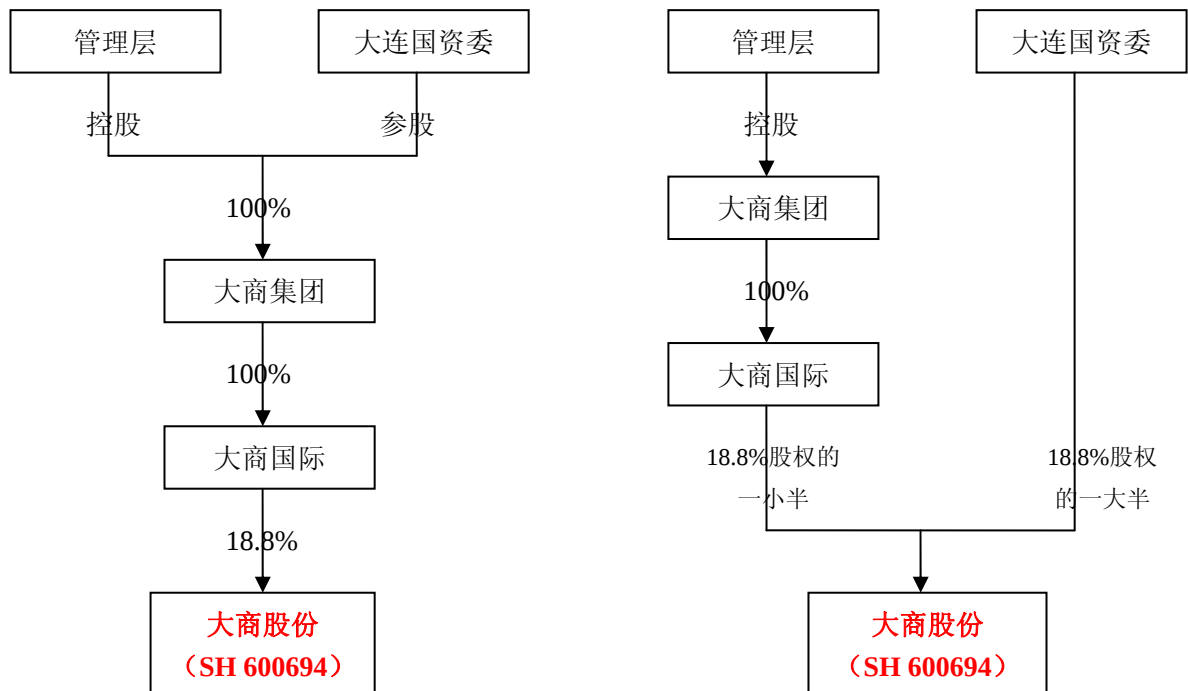
产权制度缺陷对公司业
绩和发展存在不同程度
压制

产权体制是制约公司业绩和发展预期的根源，由于公司是控股股东大商集团的最优质资产，因此，控股股东大商集团改制成败无疑是影响公司业绩和估值的核心因素之一。根据与公司沟通，我们认为此次大商集团改制正在积极推进，其改制核心管理层在集团层面获得股权从而间接持有公司股权。目前对于公司大股东大商集团的改制传闻版本较多，其中，有两种改制方案代表了主流看法：

图 1：传闻中的公司大股东改制方案

方案一、大商股份国有控股权变更

方案二、大商股份国有控股权不变更



资料来源：联合证券研究所整理

- 方案一、上市公司国有控制权完全变更：即大商管理层 MBO 大商集团，从而间接获得大商股份 18.8% 的控股权。

- 方案二、上市公司国有控股权不变：即国资将其持有的上市公司 18.8% 股权的一小半划归给大商集团，国资仍持有上市公司相对控股权，再对大商集团进行 MBO，管理层间接持有上市公司 18.8% 股权一小半。

国有控制权不变更的方案二更为可行

我们认为相对方案一，大商集团整体改制采用方案二的概率更大，原因在于其不仅保证了国资的控股权不变，同时也达到了管理层控股集团，并持有上市公司股权的目标，而在政府监管层面，其获得批准的概率也比方案一更大。

我们在此次大商集团改制抱以较大的信心

目前大连市政府此次专门为此成立了大商集团改制办小组，这表明其改制得到当地政府层面的认可和支持，这与历史上的几次改制存在本质性差别。考虑到大商管理层对公司的贡献和目前政策层面政策日趋宽松，我们认为只要其改制方案得当和沟通充分，此次改制的成功概率相对以往更高。我们将密切关注大商集团改制的进展，并及时对其做出跟踪点评。

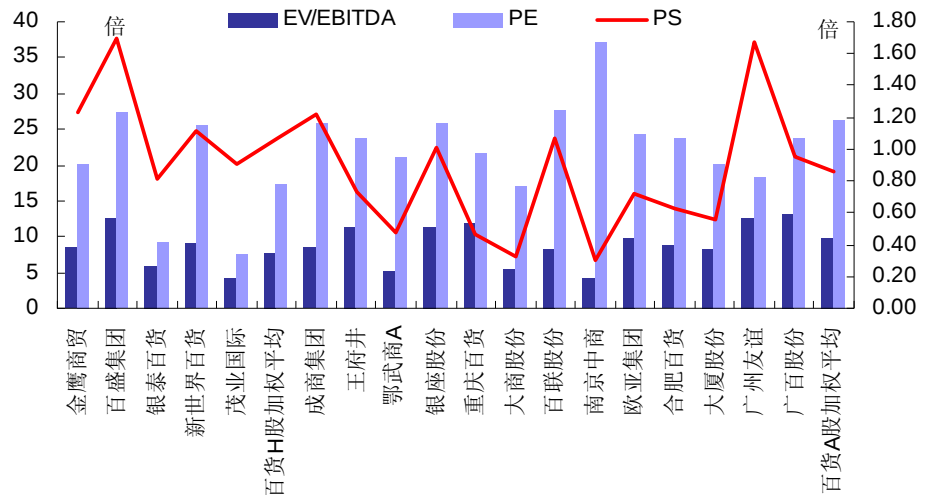
过度悲观扩大安全边际

公司估值存在较大折价，远低行业平均水平

我们始终认为体制问题对公司业绩和发展前景的制约是零售股的通病，但不可否认的事实是其也是我们寻找零售股投资机会的主要线索之一。我们需要评估的其实是公司的安全边际是否与我们能否承受的风险相匹配。

对比同行业公司估值水平，我们认为市场对于公司治理风险的过度反应已为其提供显著的安全边际。作为中国最大和最具发展潜力的百货零售商，公司市值目前却仅为 60 亿左右。以 2009 年 237 亿销售收入和 10.40 亿 EBITDA 预期测算，PS 仅为 0.27 倍，EV/EBITDA 仅为 6 倍，远低于行业加权平均 0.8 倍 PS、9.1 倍 EV/EBITDA 的水平。

图 2：公司与同行业公司估值对比



资料来源：联合证券研究所整理，

注：收盘价数据截止时间为 2009 年 2 月 6 日，大商股份 2008 年 PE 采用扣除非经常性损益的 EPS 计算

资产重置价值不言而喻

低成本收购造就公司高业务和资产价值

相对竞争对手，公司健全的零售网络重置价值不言而喻。由于扩张较早，加之收购时房产因折旧的原因评估价值较低，公司下属网点的价值实际被严重低估。根据测算，公司在 1998 年以来共投入 24 亿元，截止 2006 年就新增自有产权商场的建筑面积为 130 万，每平方米 185 元，大大低于自建商场的费用，这

是公司利润持续较高的速度增长的主要原因,也是公司资产具有巨大市场重估价值和边际安全的根源。以目前房产市价保守测算,公司下属网点的资产重估价值至少应在 300 亿左右,扣除负债,其资产重置价格 70 元/每股以上。

表 1: 公司商业部分建筑面积和主营收入增长对比

时间	建筑面积 (万平方米)	主营收入 (百万)	面积定基比 (倍)	收入定基比 (倍)
1997 年	18.80	803.03	1.00	1.00
1998 年	35.69	816.41	1.90	1.02
1999 年	35.69	1237.85	1.90	1.54
2000 年	52.19	1357.86	2.78	1.69
2001 年	89.29	1980.52	4.75	2.47
2002 年	95.02	3048.99	5.05	3.80
2003 年	117.46	5138.42	6.25	6.40
2004 年	147.46	6354.45	7.84	7.91
2005 年	157.86	8576.57	8.40	10.68
2006 年	167.86	10663.55	8.93	13.28
2007 年	221.44	14968.77	11.78	18.64
2008 年	300.46	20058.15	15.98	24.98

资料来源: 联合证券研究所整理

竞争优势突出且管理模式成功

公司目前是我国最具市场控制力的零售商之一

我们认为公司是目前我国最具市场控制力零售公司之一,经过 10 余年扩张,其已在 11 省 50 余市县拥有 150 家店铺,总建筑面积超过 300 万平米,成为东三省及华北地区(主要是河南地区)零售网络最为健全的零售商。2008 年,公司实现销售收入超过 200 亿元,稳居同行业上市公司第一,成为我国百货企业中零售网点数量最多、收入规模最大的上市公司,其市场控制力由此可窥一斑。

客观评价管理层,同时应关注公司行业内强大的竞争优势

根据公司历年的经营状况,我们始终认为必须对公司管理层进行客观评价,不否认其道德险对流通股股东利益的损害,但也必须承认其在公司发展战略上的高瞻远瞩、经营管理上的优秀和对公司发展的巨大贡献。对比同行公司,我们认为公司竞争优势显著,管理模式成功,其主要体现为:

业态灵活组合威力显现

业态组合协助公司进入并垄断目标市场

公司零售业务拥有百货、超市和电器三种主力业态,而作为主力业态的百货又有麦凯乐(定位中高端消费者)、新玛特(定位中低端消费者)、千盛(定位年轻时尚消费者)和传统百货(定位中年以上消费者)四种细分业态。其竞争优势在于以不同形式的业态适应不同地区、消费群体的消费需求,优秀的管理团队以及政府对企业的的大力支持。前期扩张在较为发达的一线城市,以新玛特或麦凯乐主要扩张形式,在商业相对落后的二线城市,以大连商场和新玛特相结合多种形式的商场扩张,取得先行优势或者垄断优势。

渠道控制能力日趋强大

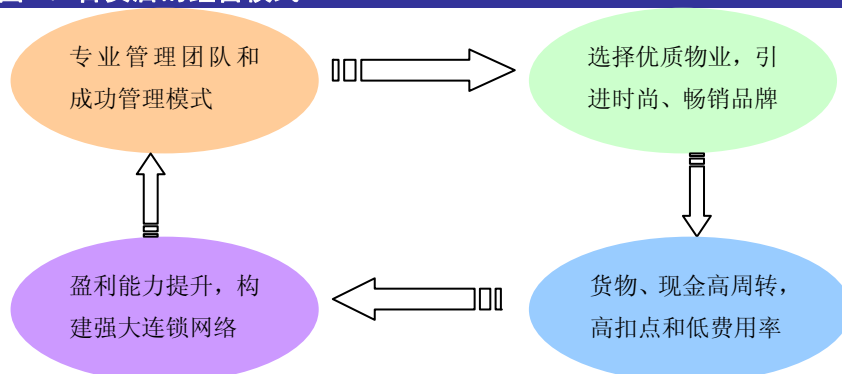
公司已成东北和华北地区最有影响力的零售商

零售本质在于其对终端渠道的控制,对于百货而言,在所在区域的优越地段能否建立纵深的零售网络体系,能否形成现代化、标准化管理模式是我们选择

优质零售商的关键因素之一。

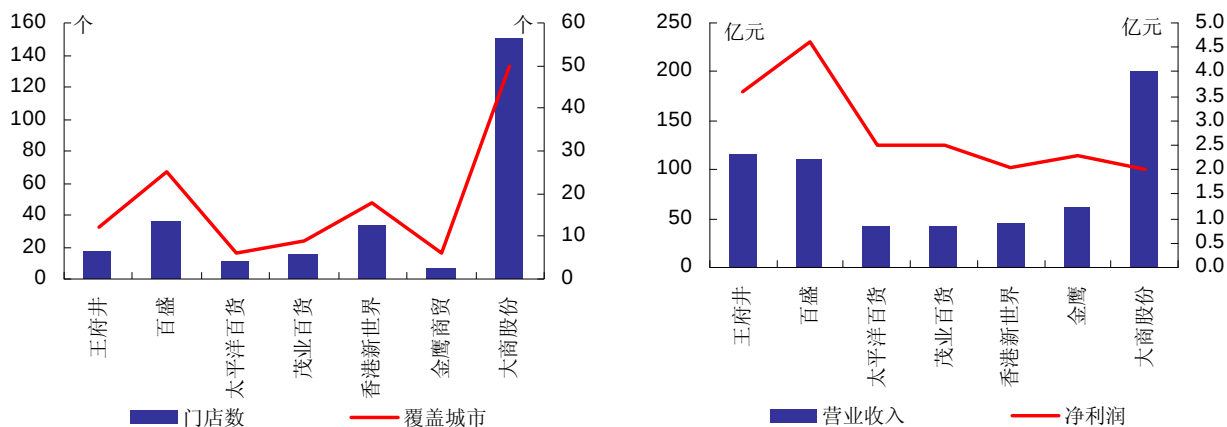
在过去的 10 多年中，公司为网点扩张和打破旧体制（减少灰色收入、整治国企作风）付出了持久而艰辛的努力。现在百货体制的建立使得其在东北和华北地区的百货零售业重新而迅速地进入了良性发展的轨道，这种由捷足先登到先入为主再到强势形成，使大商最终通过 1998 年以来的持续的购并，在东三省和河南地区建立起完善而又强大的零售网络，获得东北地区和华北地区的绝对领先地位。与其它对手分散布点战略相比我，我们认为公司早已在零售网络布局上领先竞争对手，其集中区域扩张并树立区域垄断地位的发展战略更有竞争优势。

图 3：百货店的经营模式



资料来源：联合证券研究所

图 4：2008 年我国百货市场领导型零售商销售及网点对比



资料来源：联合证券研究所整理

成功管理模式赢得市场先机

公司管理模式成功之处在于，以牛钢为代表的强势核心人物，加上与之相适应的制度文化，再辅以强大的执行力，在长期的经营管理中逐渐内化成了公司的组织行为和核心竞争力，这体现为：

对于产业周期的专业判断和整合是公司成功关键

■ 对产业周期专业判断和成功整合。与其它伟大的公司成长轨迹相同，公司的快速增长实际来自于其对零售业周期的准确判断和成功的整合。从 1998 年开始，公司在增强自身业务基础上，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进程，充分利用上市公司良好的

融资平台和银行贷款，大规模对当地国有百货门店进行更新再造，由此实现规模和效益的快速提升。

体制性变革和创新是公司整合成功的法宝

■ **“收购-培育-盈利”的成功模式。**与低成本收购同时值得称道的是公司的优秀整合能力，借助其强大的市场控制力，公司成功复制“收购--培育--盈利”的现代百货业的管理模式。由于收购的老百货门店的经营不善很大程度上来自国有机制的僵硬和管理层的激励不足，公司通过收购后对管理层特别是一把手的考核激励机制得到了较好的改善，另外门店有利的商圈位置也保证了只要管理模式有所改观，企业经营效益必将得到较好的提高，这实际是公司收购资产一般均在 1 年内出现业绩反转和盈利能力显著改善的本质原因。

表 2：公司 98-2005 年低成本收购扩张历程

开业时间	门店	建筑面积（万平米）	营业面积（万平米）	控股比例	投资成本(百万元)
1998 年					
	秋林女店	1.00	0.60	100%	51
	抚顺百货大楼	2.60	2.40	90%	89
	锦州百货大楼	1.80	1.60	90%	65
	营口百货大楼	2.60	2.00	90%	74
2001 年					
10 月 26 日	本溪商业大厦	2.60	2.30	90%	56
11 月 28 日	牡丹江百货大楼	2.80	1.40	90%	51
2002 年					
12 月 30 日	抚顺商业城	2.13	1.60	90%	45
12 月 07 日	抚顺商贸大厦	2.34	1.60	90%	30
11 月 05 日	大庆百货大楼	6.78	3.80	100%	0
12 月 15 日	牡丹江新玛特店	5.00	3.20	88%	93
2004					
04 月 08 日	盘锦辽河商业城	3.60	2.40	100%	22
07 月 15 日	佳木斯百货大楼	3.80	3.00	100%	158
07 月 16 日	佳木斯华联商厦	3.30	2.30	100%	90
10 月 01 日	大连国际商贸大厦	12.80	5.20	55%	310
2005 年					
07 月 17 日	吉林市百货大楼	2.50	1.30	100%	85

资料来源：联合证券研究所整理

表 3：部分公司收购门店收购后盈利状况一览

门店名称	收购时间	收购价格	累计投资	至 2006 年 累计净利润	2006 年 净利润	累计投资收 益率（%）	06 年投资 收益率（%）
抚顺百货大楼	1998/12	54.77	88.50	189	32.00	212.99	36.59
锦州百货大楼	1998/12	35.96	65.00	79	11.82	122.17	18.18
营口百货大楼	1998/12	1.58	98.66	-53	-1.92	-53.43	-1.95
本溪商业大厦	2001/10	6.00	56.00	78	21.52	140.07	38.43
牡丹江百货大楼	2001/11	1.30	51.3	148	23.75	288.71	46.30
抚顺商业城	2002/12	0	45.00	17	3.48	37.16	7.73
抚顺商贸大厦	2002/12	0	30.00	11	1.99	35.10	6.63

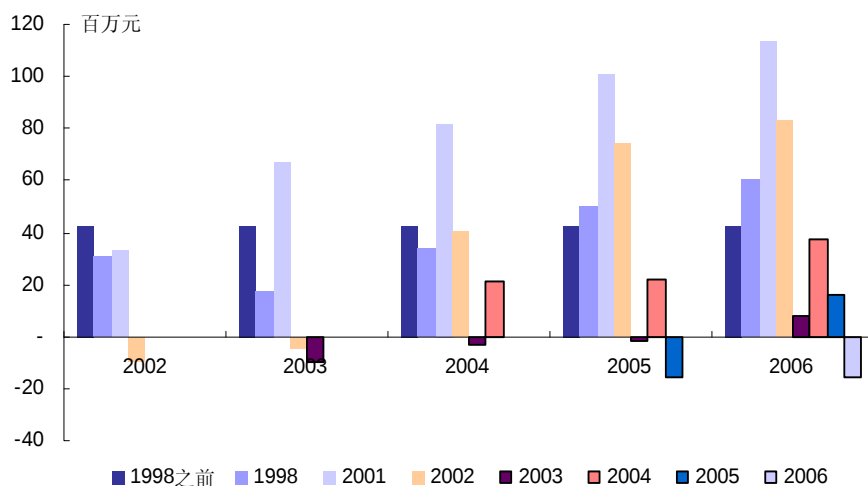
资料来源：联合证券研究所

注：营口百货亏损主要受制区域经济、门店结构与面积并不适合百货业态因素影响，但亏损已逐渐降低

专业的人才是公司持续发展和成长的保障

■ **建立有效的人才储备和发展机制。**公司良好的经营平台和明确的激励机制使之逐步积累了良好的管理团队和员工。其发展壮大始终伴随着人才的培养和积累。因公司发展快、平台大，新岗位多且富有挑战性，个人发展空间大周期长，易于人才、企业文化积累和沉淀。调研中可以看到，很多店长和中层干部对百货业和门店经营有着深刻认识，这在其他上市公司中并不多见。

图 5：公司历年收购扩张门店业绩表现



资料来源：联合证券研究所

2009 年后业绩高增长值得期待

2008-2010 年公司 EPS 分别为 0.68 元、1.20 元和 1.82 元

由于费用计提、门店快速扩张和金融风暴等因素影响，我们预计公司 2008 年业绩将远低于市场预期，我们初步估计为 0.68 元，同比下降 34% 左右。但相对 2008 年，由于费用率的大幅下降和部分地区门店盈利能力大幅提升，即使充分考虑金融危机对收入和对盈利能力的影响，我们仍然相信公司业绩拐点在 2009 年将再度出现。初步测算，我们预计公司 2009-2010 年业绩分别同比增长 76.2% 和 51.6%，其 EPS 分别达 1.20 元和 1.82 元。

销售增速放缓与毛利率下降不利影响并存

危机对销售影响大于门店扩张带来的刺激

虽然公司 2007 年、2008 年分别新增 12、14 家百货门店，同时也加快其在家电和超市业态的扩张。但受此次金融危机影响，我们认为快速扩张对收入拉动

表 4：调研的大商股份部分主力门店财务状况

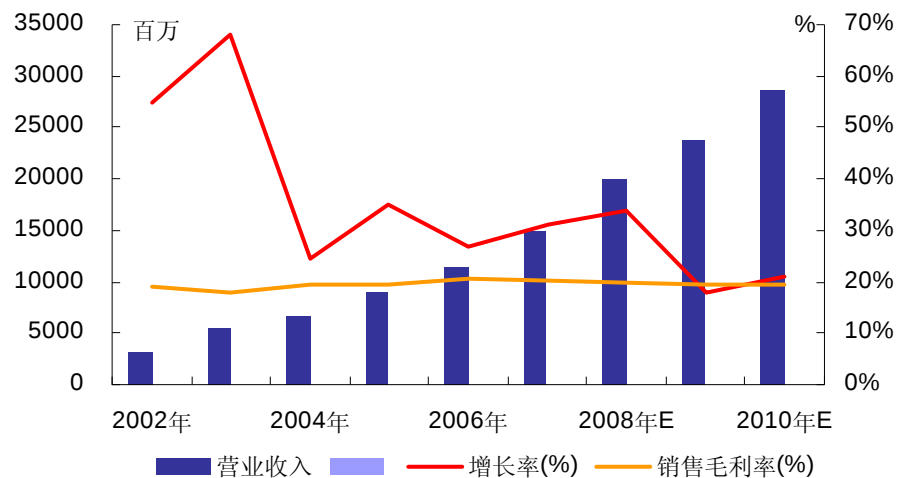
	大连商场		大连麦凯乐总店		沈阳新玛特		铁西新玛特	
	2007 年	2008 年 E	2007 年	2008 年 E	2007 年	2008 年 E	2007 年	2008 年 E
销售收入	1100	1100	1150	1200	1000	1100	110	450
毛利	132	132	230	216	150	160	14.3	58.5
人工费	20	22	30	33	10	11	7	8
水电采暖费	15	15	16	16	20	20	10	10
折旧或租金	54	54	35	35	35	25	7	10
净利润	17	15	57.5	57.6	20	50	-11	5

资料来源：联合证券研究所整理

效应远低于可比门店销售增速大幅下滑带来的负面冲击。且由于促销力度的加

大，打折和送券等促销模式将造成门店的毛利率下降和销售费用率的上升。

图 6：公司收入和毛利率预期



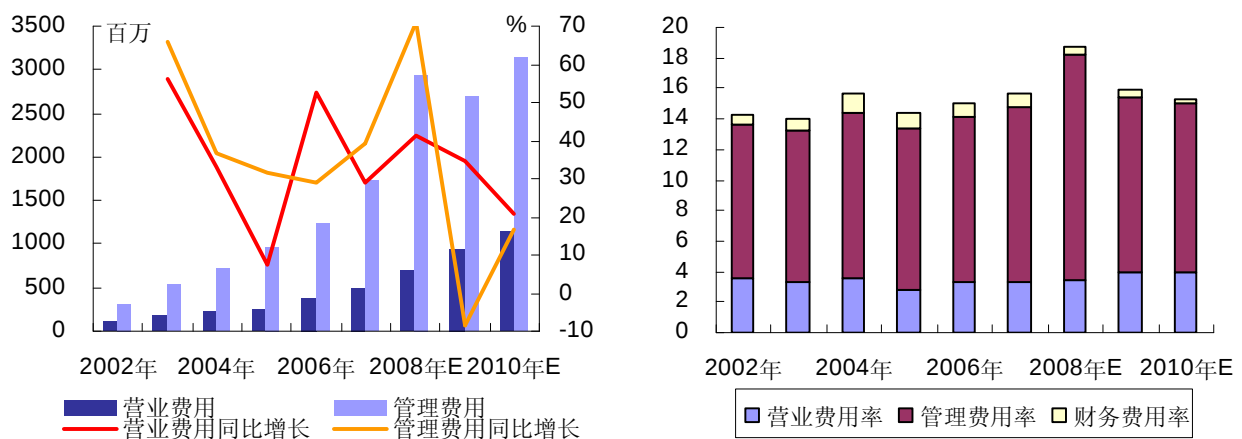
资料来源：联合证券研究所估算

管理费用率大幅下降托起业绩增长的大旗

管理费用率的下降是公司业绩增长的核心动力

我们预计 2008 年公司期间费用率将达到 18.68% 历史高点，但由于管理费用率在 2009 年的逐渐正常化，公司期间费用率将在 2009 年、2010 年分别下降至 15.89% 和 15.33%，费用率的下降抵消销售增速和毛利率下滑不利影响，并成为推动公司业绩增长的主要动力。其中：

图 7：公司期间费用增长情况一览



资料来源：联合证券研究所整理

- 由于促销力度加大带来公司销售费用率大幅上升，预计 2008-2010 年公司销售费用将分别同比增长 41%、35% 和 21%，均高于销售增速。
- 由于装修费用资本化计提时间由原来的 10 年缩短为 5 年，而对历史 3 年追溯费用计提全部在 2008 年体现，加之 2008 年扩张较快带来的相应费用快速提升，由此造成公司 2008 年管理费用率由去年同期的 11.5% 大幅上升至 14.66%，并造成 08 年 EPS 至少减少 0.9 元左右。
- 2009 年，由于装修费用资本化等费用的计提大幅下降，公司管理费用率将大幅下降，预计 2009-2010 年，公司管理费用率将分别下降至 11.4% 和 11%。

华北店网扩张战略得当且盈利已快速改善

华北店网扩张战略合理并富有灵活性

公司要从区域性的强势零售商最终走向全国性的零售龙头，必须以更强的管理能力、谈判能力和更充沛的资金实力来做支撑。为此，我们始终坚信在已成功巩固其在东北地区相对控制地位后，公司在华北地区主要是河南地区的扩张和采取的战略是符合公司发展的最佳选择。

我们认为公司在扩张区域上有重点、有选择地进行突破，同时也兼顾了现实性和灵活性。所以我们可以看到公司战略可能更倾向于市场集中度不高的零售市场，比如河北的石家庄、山东的胶东地区（青岛、烟台、威海）和河南地区。战略的前瞻性和策略上灵活性保证了现代百货的管理模式在异地扩张中具备复制可行性落地生根的成长性。

对公司华北地区的扩张不应短视

不可否认由于优质商业物业租金和市价成本的上升，公司收购、租赁扩张模式面临巨大的成本压力，新建门店可能面临较长盈利期，由此造成公司在华北地区的扩张并不如公司在东北一样顺利，但这并不能说明公司走出东北战略的失败。相反，通过对公司青岛店和郑州店的运营的具体状况，我们可证明公司在华北地区的扩张效果一直处于改善之中。

青岛麦凯乐店 2010 年有望扭亏

连续 3 年亏损其实并不离谱

该门店投资约在 6 亿多元（4.7 亿收购+1.3 亿装修），作为异地扩张第一个门店，虽然公司投入较多资源如人力、广告，但由于竞争对手的打压（当地很多对手以驱逐品牌为要挟，阻挠麦凯乐招商，因此到了 2007 年下半年大商从总部强行压过来很多品牌，品类更换力度加大），加之当年开办费一次性摊销、较高的资产折旧和部分优质品牌期望在 1 年培育期满后进入等因素影响，2006-2007 年分别亏损 3400 万、5704 万。

2010 年青店将扭亏为盈

由于品牌结构调整和人气的逐渐上升，即使考虑收入增速的放缓和 2008 年装修费用资本化计提政策的变更。我们认为青岛麦凯乐店的盈利仍将逐步得到改善。预计 2008-2010 年该门店利润分别为-5073 万、-1701 万和 53 万。

表 5：公司青岛麦凯乐店盈利预期

	2007	2008E	2009E	2010E
收入(亿)	3.85	5.78	6.81	8.18
平效（元/平米）	6417	9625	11358	13629
扣点率（%）	16.50%	17.50%	16.80%	16.80%
毛利额(万)	1059	10106	11448	13738
员工人数（人）	800	800	800	800
平均月工资(元)	2300	2369	2440	2513
员工成本(万)	2208	2429	2672	3360
折旧摊销（万）	2500	5500	3500	3500
电费（万）	1440	1483	1528	1574
水费（万）	48	49	51	52
气（万）	480	494	509	525
营销费（万）	1500	1000	1200	1300
物业费（万）	204	204	204	204
租金（万）	780	780	780	780

地产税（万）	460	460	460	460
其他（万）	980	900	800	800
营运费用合计（万）	10600	13299	11703	12555
利息（万）	1450	1880	1446	1112
税前利润（万）	-5704	-5073	-1701	71
税后利润（万）	-5704	-5073	-1701	53
净利率（%）	-14.82%	-8.78%	-2.50%	0.07%

资料来源：联合证券研究所整理

河南地区门店

公司大举进入河南的战略具有前瞻性

河南零售市场目前的基本情况是落后、业态原始、没有强者。除郑州和洛阳有几家真正意义上的现代百货店以外，其他都是以一些地方性的单体店、老国企，管理落后，盈利能力差。除台资零售商丹尼斯以外，其他竞争对手几乎不成气候。在此背景下，我们对公司大举进入河南并将河南市场作为公司扩张的重中之重战略非常认同。

公司已迅速成为河南区域最具控制力的零售商

从目前网点布局上看，我们认为公司借助金博大店已迅速在河南地区打开局面，并直接支持了其在河南地区的迅速展店，从而迅速成为河南地区最有市场控制力的公司。从这个角度看，我们可以发现公司高租金拿下金博大店虽然短期利润上吃亏，但在战略上是非常具有前瞻性的。

图 8：公司在河南地区网点分布



资料来源：联合证券研究所整理

目前公司在河南地区的主力门店主要是郑州新玛特金博大店、郑州新玛

河南地区市场规模与收益将快速提升

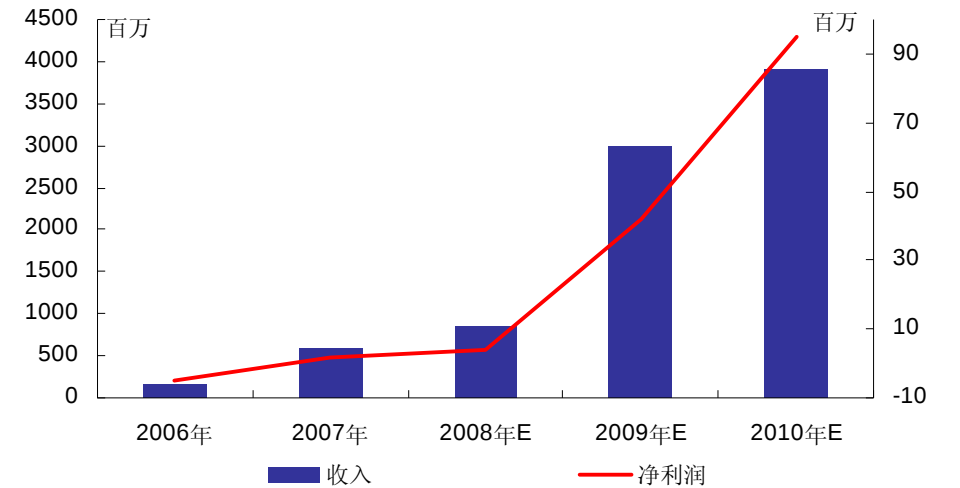
特总店和新乡新玛特，根据我们调研，我们认为公司在河南地区主力门店物业位置、管理和招商等竞争均较为显著，因此，即使考虑装修费用资本化处会计政策变更和金融危机影响，网点布局日趋完善、市场控制力的增强和规模效应的逐渐显现将使得其在河南地区的零售业务盈利迅速改善。保守估算，我们预计河南地区 2008-2010 年门店收入将分别达到 8.5 亿、30 亿和 39 亿，净利润分别为 400 万、4200 万和 9700 万。

表 6：公司河南地区下属百货门店一览

门店名称	门店地址	开业时间	建筑面积 (平米)
郑州新玛特金博大店	郑州市二七路 200 号	2006.06.01	65774
郑州建设路店	迎宾大道花园路行政大道农业路交汇处	2007.10.01	24000
漯河千盛百货	源汇区交通路与人民路交叉口	2007.12.29	29700
漯河新玛特	源汇区交通路与滨河路交叉口	2008.11.29	36097
新乡新玛特	人民路与解放路交叉口东北角	2008.12.22	64987
郑州新玛特总店	花园路东农业路西	2009.01.18	70000
信阳千盛	新华东路 121 号和中山北路 87 号	2008.12.20	28150
开封千盛	开封市商业街中山路和御街风景区的交汇处新都汇广场	2008.12.21	24000
新乡千盛	新乡市黄金商圈平原路商圈	2008.12.22	30000
信阳新玛特	信阳市东方红大道与胜利北路交叉口西北角	2009 年	55000

资料来源：联合证券研究所整理

图 9：公司河南地区门店盈利预期



资料来源：联合证券研究所整理

不要在后天的黎明到来前倒下

虽然公司治理风险逐渐释放多次对投资者造成困扰，但或许我们可以用一句话来表达我们对投资公司的看法即“今天是残酷的，明天或许也是残酷的，但是后天则是美好的，我们不应在后天的黎明到来前倒下”。对于投资者而言，我们还是强调我们更需要关心的是公司内在价值安全边际和体制风险的匹配。

公司合理价值在 25.89-34.18 元之间

根据对公司资产价值的估算和综合与同行业估值的比较,我们认为公司合理价值应在 25.89 元-34.18 元之间,维持“增持”投资评级。

- **PE 相对估值法:** 目前同行业 09 年加权平均 PE 为 20.55 倍,以此测算,公司合理价值应在 36.99 元。即使给予 10-30%折价,其合理价值也应在 25.89-33.29 元之间。
- **PEG 估值法:** 目前公司 PEG 为 0.81 倍,远低于同行业加权平均 1.11 倍水平,按照同行业水平,公司合理价值应在 29.92 元。
- **PS 相对估值法:** 该估值指标非常适合选择投资标的时使用,目前百货行业 08 年加权 PS 为 0.80 倍,考虑到公司治理风险,我们给予百货股收购评估时产业资本经常采取 0.5 倍 PS 作为评估公司价值的标准,其合理价值也应在 34.18 元。
- **EV/EBITDA 估值法:** 我们认为该指标最适合评估百货股的真正价值,目前同行业加权平均值为 9.09 倍,以此测算,公司合理价值应在 30.19 元。

但同时我们需要提醒投资者注意的是由于大股东大商集团改制还未成功,公司体制性风险仍未完全消除,因此,虽然我们对公司的业绩预期已非常保守,但仍不排除其业绩预期与实际仍存在较大差距的可能,而这是我们认为目前投资公司最大的风险。

表 7: 重点百货公司估值对比

证券 代码	公司 名称	PE(倍)			PEG (倍)	PS (倍)	EV/EBITDA (倍)
		2007 年	2008 年 E	2009 年 E	2008E	2008 年 E	2008 年 E
600828	成商集团	35.06	25.76	18.84	0.64	1.11	7.71
600859	王府井	31.59	23.87	19.53	0.80	0.67	10.37
000501	鄂武商 A	0.73	21.16	16.93	1.06	0.41	4.39
600858	银座股份	29.72	25.91	19.81	0.86	0.98	11.14
600729	重庆百货	31.74	21.70	17.14	0.87	0.42	10.61
600694	大商股份	21.36	32.35	18.33	0.81	0.27	4.66
600631	百联股份	30.06	27.49	25.32	1.37	0.95	7.40
600280	南京中商	28.43	28.43	21.33	0.95	0.26	3.50
600697	欧亚集团	32.02	24.14	18.57	1.07	0.68	9.23
000417	合肥百货	30.67	23.66	18.40	1.53	0.67	9.31
600327	大厦股份	28.96	18.10	13.92	0.91	0.51	7.51
000987	广州友谊	23.36	20.77	17.31	1.38	1.58	11.83
002187	广百股份	22.75	23.82	18.75	1.19	0.90	12.40
加权平均		28.31	26.17	20.55	1.11	0.80	9.09

资料来源: 联合证券研究所整理

注: 收盘价数据取自 2009 年 2 月 5 日

表：公司 2008-2010 年盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3494	4577	4875	5650	营业收入	14969	20058	23669	28639
现金	1260	1500	1200	1215	营业成本	11921	16079	19077	23112
应收账款	17	22	27	32	营业税金及附加	156	201	236	284
其它应收款	477	740	901	1073	营业费用	497	702	947	1146
预付账款	262	305	362	439	管理费用	1722	2941	2698	3150
存货	1478	2010	2385	2889	财务费用	122	104	117	96
其他	0	0	1	2	资产减值损失	42	30	40	40
非流动资产	5596	6980	7321	7740	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	13	12	12	12	投资净收益	1	329	1	1
固定资产	4042	4589	4867	5196	营业利润	510	331	555	813
无形资产	945	1811	1828	1845	营业外收入	86	5	1	1
其他	596	568	614	687	营业外支出	17	10	10	10
资产总计	9089	11558	12197	13390	利润总额	578	326	546	804
流动负债	5367	7628	7910	8620	所得税	251	95	160	235
短期借款	790	1545	1097	814	净利润	327	231	387	570
应付账款	2059	2814	3329	4021	少数股东损益	24	31	35	36
其他	2518	3270	3484	3785	归属于母公司净利润	303.50	200.11	352.51	534.09
非流动负债	739	714	714	714	EBITDA	923	728	999	1265
长期借款	714	714	714	714	EPS (元)	1.03	0.68	1.20	1.82
其他	25	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	6105	8342	8624	9334	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	100	131	166	202	成长能力				
股本	294	294	294	294	营业收入	31.1%	34.0%	18.0%	21.0%
资本公积	1450	1450	1450	1450	营业利润	0.5%	-35.0%	67.7%	46.5%
留存收益	1140	1340	1663	2109	净利润	0.7%	-34.1%	76.2%	51.5%
归属母公司股东权益	2884	3084	3407	3853	获利能力				
负债和股东权益	9089	11558	12197	13390	毛利率	20.4%	19.8%	19.4%	19.3%
现金流量表					净利率	2.0%	1.0%	1.5%	1.9%
单位: 百万元					ROE	10.5%	6.5%	10.3%	13.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	17.6%	9.4%	13.7%	17.5%
经营活动现金流	889	605	880	1166	偿债能力				
净利润	327	231	387	570	资产负债率	67.2%	72.2%	70.7%	69.7%
折旧摊销	292	293	326	356	净负债比率				
财务费用	122	104	117	96	流动比率	0.65	0.60	0.62	0.66
投资损失	-1	-329	-1	-1	速动比率	0.38	0.34	0.31	0.32
营运资金变动	128	198	10	39	营运能力				
其它	22	108	41	107	总资产周转率	1.78	1.94	1.99	2.24
投资活动现金流	889	-1282	-586	-685	应收账款周转率	749	877	833	842
资本支出	685	679	503	601	应付账款周转率	6.32	6.60	6.21	6.29
长期投资	0	-1	0	0	每股指标 (元)				
其他	1574	-604	-83	-83	每股收益	1.03	0.68	1.20	1.82
筹资活动现金流	-38	118	-1426	-1281	每股经营现金流	3.03	2.06	3.00	3.97
短期借款	-221	755	-448	-283	每股净资产	9.82	10.50	11.60	13.12
长期借款	390	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	21.29	32.29	18.33	12.10
资本公积增加	-21	0	0	0	P/B	2.24	2.10	1.90	1.68
其他	-186	-637	-978	-998	EV/EBITDA	8	10	7	6
现金净增加额	213	-560	-1132	-799					

数据来源：联合证券研究所。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。