

上市公司简评报告

零售业

## 改制有望消除公司治理风险

## 事件

## 公司今日公告：

2009年1月下旬，大连市政府召开会议，原则确定了对大商集团进行股份制改革的方案思路，改制后的大商集团有望由地方国有独资商业企业改造为投资主体多元化的、管理团队增量参股的有限责任公司，并间接持有大商股份小部分股权，大商股份的国有相对控股地位不改变，仍由地方政府持有。但截至目前，大商集团尚未接到任何有关批准改制的正式文件或通知。

## 简评

## 公司是目前 A 股最具规模优势的百货类公司

公司 2008 年新开门店总数达到 29 家，其中百货类门店 13 家，进一步巩固和扩大了其在东北地区、华北的河南省以及西南的四川省竞争优势。目前，公司拥有百货门店达到 62 家，超市门店 39 家，电器门店 21 家，2008 年前三季度总营业收入超过 145 亿元，净利润 2.5 亿元，是目前 A 股最具规模优势的百货类公司。公司在华北地区以及四川地区的门店虽然短期内难以对公司业绩产生较大贡献，但随着这些门店的逐步成熟，公司的跨区域经营优势将更加明显。

## 公司三大业态相互补充，多层次占领零售市场空间

公司目前的零售业务涵盖百货、超市和电器三大业态，其中百货业态又有新玛特、麦凯乐、千盛、现代综合百货等基于不同市场定位的四种细分业态。我们认为，公司采取这种多业态同步扩张，尤其是在百货业态扩张中采取不同细分业态同步扩张的模式更有利于公司在扩张过程中全方位、多层次的占领当地市场，较快的培育竞争优势。另外，公司通过扩张成本较低的超市和电器业务率先进入拟扩张区域，有助于了解当地的零售市场的竞争情况，为百货主业的扩张提供第一手的市场信息。

## 公司治理风险造成公司低估值

由于投资者对公司治理风险的担忧，自 2008 年 8 月 21 日以来，公司股价最大累计下跌幅度达到 59.4%，估值水平持续低于我们重点关注的零售类公司估值水平。经过最近几天的补涨，公司的估值水平才有所回升。

## 大商股份（600694）

维持

增持

彭砚苹

pengyanping@csc.com.cn

陈乐华

chenlehua@csc.com.cn

010-85130996

分析日期：2009 年 02 月 10 日

当前股价：23.83 元

目标价格 6 个月：31.50 元

## 主要数据

## 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月           | 3 个月      | 12 个月      |
|----------------|-----------|------------|
| 56.7/39.9      | 60.3/41.7 | -56.6/-4.9 |
| 12 月最高/最低价 (元) |           | 55.80/0    |
| 总股本 (万股)       |           | 29,372     |
| 流通 A 股 (万股)    |           | 26,773     |
| 总市值 (亿元)       |           | 69.99      |
| 流通市值 (亿元)      |           | 63.80      |
| 近 3 月日均成交量 (万) |           | 471        |
| 主要股东           |           |            |
| 大连大商国际有限公司     |           | 4.96%      |

## 股价表现



## 相关研究报告

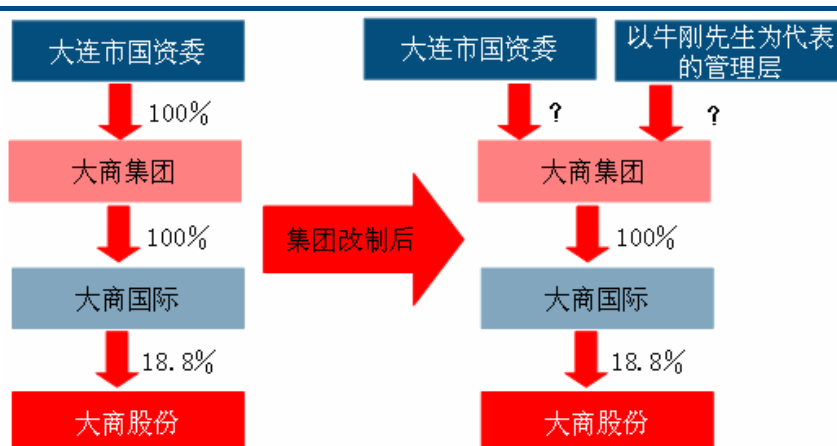
|          |                                 |
|----------|---------------------------------|
| 08.12.08 | 零售业 09 年投资策略报告—消费增速放缓，零售业难以独善其身 |
| 08.08.29 | 大商股份 08 中报简评-风雨过后是彩虹            |
| 08.03.25 | 大商股份 07 年报点评-公司业绩释放指日可待         |

[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)

## 集团改制有望消除公司治理风险

目前，大连市政府已经原则确定了对大商集团进行股份制改革的方案思路，改制后的大商集团有望由地方国有独资商业企业改造为投资主体多元化的、管理团队增量参股的有限责任公司。虽然目前具体的改制方案没有推出，但按照这种改制思路，以牛刚先生为代表的，对公司发展做出重大贡献的大商集团及公司管理层有望通过投资参股大商集团，从而间接持有大商股份的股权。如果按改制后每人参股大商集团 5% 股权计算，其间接持有大商股份的股权比例将达到 0.94%，按 2009 年 2 月 9 日收盘价计算的市值将达到 6600 万元。我们认为，如果大商集团改制正式实施，管理层参股价格合适，将对公司管理层起到较大的激励作用，投资者一直以来所担心的公司治理风险将有望得到消除，公司将无疑重新跃居 A 股最具有投资价值的零售业上市公司之一。

图 1：大商集团改制前后股权关系变化图



资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

## 盈利预测和投资建议

在综合考虑公司目前的门店结构以及公司所面临的宏观经济环境，我们重新调整我们前期的盈利预测，将公司 2008—2010 年的 EPS 由前期的 1.05 元、1.24 元和 1.45 元分别调整至 1.05 元、1.26 元和 1.58 元，并维持公司的“增持”评级，并给予公司 09 年 25X 的 PE 估值，6 个月目标价 31.5 元。

## 风险分析

公司股价短期涨幅较大，可能存在回调风险。另外，大商集团改制的具体实施时间以及实施方案尚未公布，具有一定的不确定性。

表 1：公司盈利预测表（单位：百万元）

|           | 2006A     | 2007E     | 增长率    | 2008E     | 增长率    | 2009E     | 增长率    |
|-----------|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| 一、总营业收入   | 14,968.77 | 19,645.01 | 31.24% | 23,841.19 | 21.36% | 30,821.89 | 29.28% |
| 二、总营业成本   | 14,459.79 | 19,498.42 | 34.85% | 23,311.00 | 19.55% | 30,154.99 | 29.36% |
| 营业成本      | 11,921.11 | 15,932.11 | 33.65% | 19,335.20 | 21.36% | 24,996.55 | 29.28% |
| 主营业务税金及附加 | 156.13    | 204.31    | 30.86% | 238.41    | 16.69% | 308.22    | 29.28% |
| 营业费用      | 497.25    | 726.87    | 46.18% | 834.44    | 14.80% | 1,078.77  | 29.28% |
| 管理费用      | 1,721.57  | 2,416.34  | 40.36% | 2,670.21  | 10.51% | 3,482.87  | 30.43% |
| 财务费用      | 121.50    | 176.81    | 45.52% | 190.73    | 7.88%  | 246.58    | 29.28% |
| 三、其他经营收益  |           |           |        |           |        |           |        |
| 公允价值变动净收益 | 0.00      | 0.00      | N/A    | 0.00      | N/A    | 0.00      | N/A    |

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

上市公司简评报告

|             |        |        |         |        |          |        |        |
|-------------|--------|--------|---------|--------|----------|--------|--------|
| 投资收益        | 0.76   | 8.00   | 952.63% | 8.40   | 5.00%    | 8.82   | 5.00%  |
| 四、营业利润      | 509.73 | 154.59 | -69.67% | 538.59 | 248.39%  | 675.72 | 25.46% |
| 营业外收支净额     | 578.01 | 379.44 | -34.35% | 0.00   | -100.00% | 0.00   | N/A    |
| 五、利润总额      | 578.01 | 534.03 | -7.61%  | 538.59 | 0.85%    | 675.72 | 25.46% |
| 减：所得税       | 251.38 | 197.59 | -21.40% | 134.65 | -31.86%  | 168.93 | 25.46% |
| 六、净利润       | 326.62 | 336.44 | 3.01%   | 403.94 | 20.06%   | 506.79 | 25.46% |
| 减：少数股东权益    | 24.25  | 29.10  | 20.00%  | 34.92  | 20.00%   | 41.90  | 20.00% |
| 归属母公司所有者净利润 | 303.50 | 307.34 | 1.27%   | 369.02 | 20.07%   | 464.89 | 25.98% |
| NOPLAT      | 379.85 | 133.81 | -64.77% | 594.67 | 344.43%  | 753.37 | 26.69% |
| EPS         | 1.03   | 1.05   | 1.27%   | 1.26   | 20.07%   | 1.58   | 25.98% |

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 2：大商股份百货门店地区分布

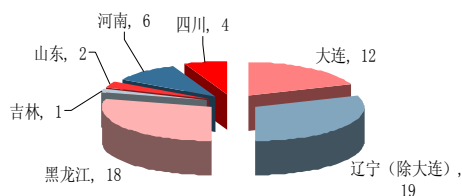
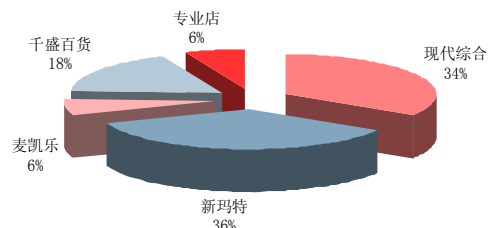


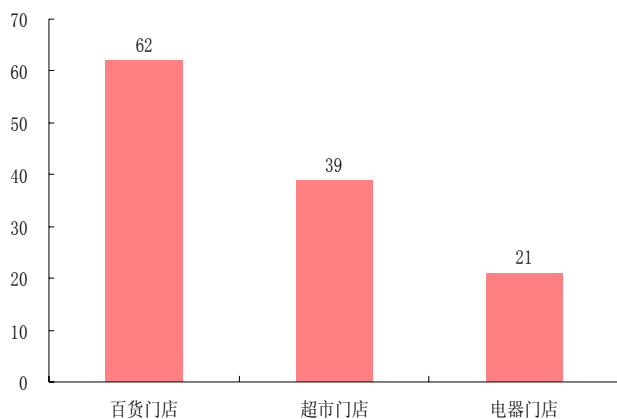
图 3：大商股份百货门店类型构成



资料来源：公司网站 中信建投研究发展部统计

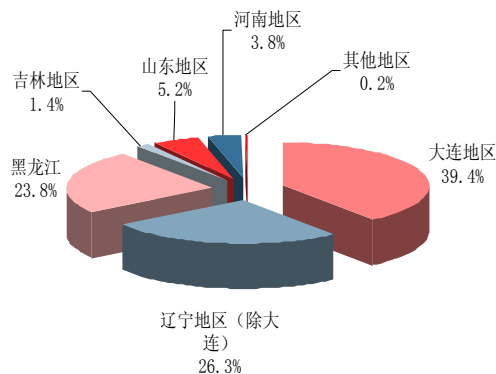
资料来源：公司网站 中信建投研究发展部统计

图 4：大商股份三大业态门店数统计



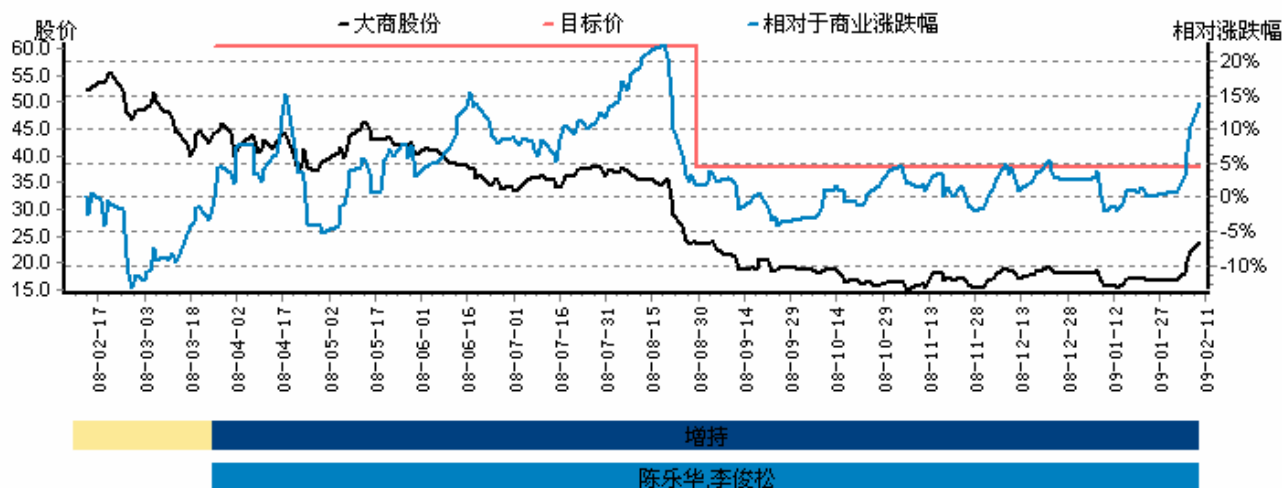
资料来源：公司网站 中信建投研究发展部统计

图 5：大商股份销售收入地区构成



资料来源：公司年报 中信建投研究发展部统计

附:



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展  
发扬敬业精神，发扬团队精神

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名  
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名  
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点  
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

## 作者简介

**彭砚华：**中信建投证券研究发展部总经理，消费行业首席分析师；  
**陈乐华：**中央财经大学金融学硕士，2006 年 11 月进入中信建投证券研究发展部，现任批发零售贸易行业分析师。

## 地址

|                     |                        |
|---------------------|------------------------|
| 北京 中信建投证券研究发展部      | 上海 中信建投证券研究发展部         |
| 中国 北京 100010        | 中国 上海 200120           |
| 朝内大街 188 号 4 楼      | 世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室 |
| 电话：(8610) 8513-0588 | 电话：(8621) 6880-5588    |
| 传真：(8610) 6518-0322 | 传真：(8621) 6880-5010    |