

改制进入实质性进展，业绩释放有待观察

事件：2009年6月5日，大商国际与大连国商资产经营管理有限公司签订股权转让协议，以国有股权无偿划转的方式将所持大商股份10%股权，即2937万国有股无偿划转给国商公司，划转基准日为2008年11月30日。国商公司系大连市商业局于2009年6月出资成立的国有独资公司，本次权益变动后，国商公司将成为大商股份控股股东，大连市商业局成为公司实际控制人。

研究结论

- 本次股权转让后，一方面解有效决了大商股份与大股东非上市资产之前的同业竞争问题，由于公司是以商业零售为主业，是拥有百货、超市、家电连锁为主要业态的大型综合性百货公司，与国商公司不存在同业竞争的情况，本次股权划转不会导致同业竞争的发生；另一方面也预示了公司改制问题已经有了实质性的进展。
- 从公司基本面来看，公司未来两年经营的困难仍然主要来自新开门店亏损对原有门店的业绩拖累，并且短期内难以改善；另外公司由于2008年新劳动法实施，令公司用工成本上升，也拖累了公司的业绩增长。综合来看，尽管公司在经济危机背景下集中开店，显示公司较强的扩张能力和快速扩张的决心，但大环境对单店盈利能力的影响会影响公司本身整体业绩；同时若公司改制通过后，短期内主观上释放业绩的动力仍然不足，未来对公司业绩的把握上，还要重点关查集团改制的具体方案的实施。
- 维持09年公司盈利处于低谷，且大环境不好会延长公司新开店面的培育期，公司未来2年公司业绩也不会出现快速增长的研判，维持09、10年EPS分别为0.553元和0.857元的盈利预测，P/E分别为50.10倍和32.37倍，建议投资者关注风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王佳

商贸高级分析师
8621-63325888×6074
wangjia@orientsec.com.cn

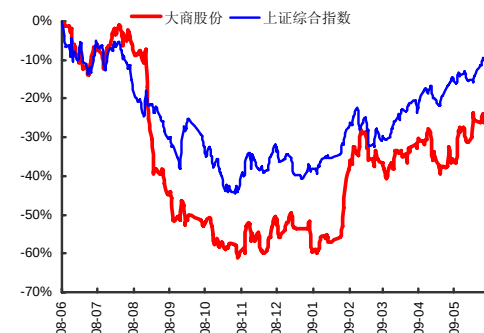
郭洋

商贸高级分析师
8621-63325888×6073
guoyang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价(2009年6月8日) 27.74元
目标价格(6个月) 30元
总股本/A股(万股) 29372 / 25304
A股市值(百万元) 82.39亿元
国家/地区 中国
行业 商贸零售行业
报告日期 2009年6月9日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	19.54	19.93	(24.10)
相对表现(%)	11.47	(11.65)	(14.84)

资料来源：WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	14967	18850	20735	23845
同比(%)	40.36%	25.94%	10.00%	15.00%
净利润	302	232	162	252
同比(%)	18.14%	-23.18%	-29.96%	55.12%
每股收益(元)	1.027	0.789	0.553	0.857
P/E	27.01	35.16	50.16	32.37

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

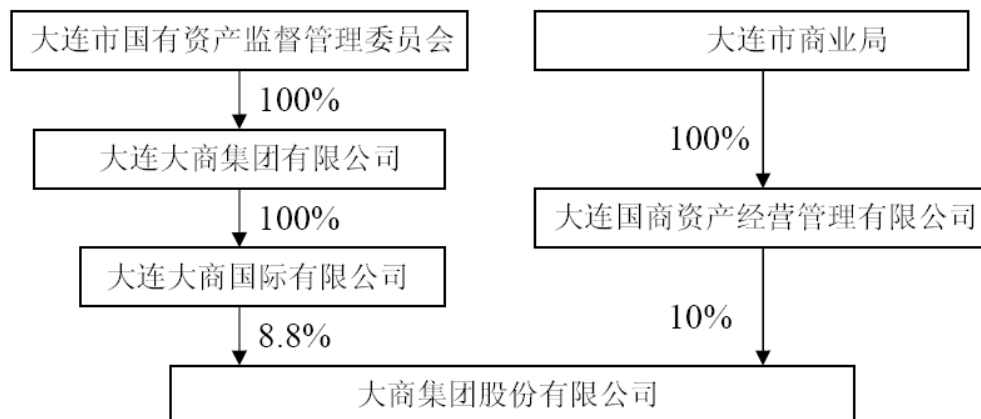
相关研究报告

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

本次股权划转完成后，信息披露义务人将持有大商股份2937.1865万股股份，持股比例将增加至10%，成为上市公司控股股东，其股权结构图如下：

图 1：公司目前股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司难以平衡新开店面对现有成熟门店业绩的拖累，由于公司在 08 年第四季度集中开 10 家门店，由于新开门店体量大、装修成本高且大多数物业是租赁形式，因此 09 年公司业绩将会严重受新开店面对拖累。经我们考察，09 年影响公司业绩的门店主要有哈尔滨麦凯乐、郑州新马特国贸总店、青岛麦凯乐及其他新开门店。预计店面共带来亏损在 1.7 亿左右，影响 EPS0.5 元左右，由于新开店需要 2~3 年的培育期，因此未来 2 年公司业绩将会受到严重拖累，我们认为 09 年是公司业绩的最低谷，预计 2011 年后公司业绩将会出现明显拐点。

表 1：大商百货 08 年新开店

单位：万平方米

		开业时间	物业面积	物业情况
1	哈尔滨麦凯乐	2008 年 12 月	7	租赁
2	齐齐哈尔新马特	2008 年	7.5	自有
3	朝阳新马特	2008 年 12.7	7.5	租赁
4	双鸭山新马特	2008 年 12.22		租赁
6	丹东新马特	2008 年 11.27	3.5	租赁
7	漯河新玛特	2008.11.29	3.6	租赁
8	信阳千盛	2008.12.20	2.82	租赁
9	开封千盛	2008.12.21	2.4	租赁
10	新乡千盛	2008.12.22	3	租赁
11	信阳新玛特	2009 年	5.5	租赁
12	郑州正弘国际名店	2008.7 月	1	租赁
13	郑州龙源新都汇项目	2009 年底	NA	自有
14	新乡新玛特	2009 年	6.5	租赁
15	本溪新马特	2009 年	7	租赁

资料来源：东方证券研究所

表 2：大商新开店 09 年亏损情况
单位：万元

	亏损情况
郑州金博大	-1000
郑州新马特国贸店	-4000
哈尔滨麦凯乐	-6000
郑州新乡新马特	-3000
青岛麦凯乐	-3000
其他	-3000
合计	17000

资料来源：东方证券研究所

表 3：公司财务预测
单位：百万元

	2007 年	2008 年	2009E	2010E
营收	14967	18850	20735	23845
主营成本	11921	15181	16861	19390
税金及附加	156	202	220	256
主营利润	2890	3467	3655	4200
其他利润	0	0	0	0
营业费用	497	744	805	920
管理费用	1722	2479	2345	2631
财务费用	122	175	204	234
投资收益	1	1	0	0
资产减值损失	42	39	4	4
营业利润	508	31	297	411
营业外收入	86	413	8	4
营业外支出	17	24	58	58
利润总额	577	420	247	357
所得税	251	180	74	89
少数股东损益	24	8	10	16
净利润	302	232	162	252
EPS	1.027	0.789	0.553	0.857

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王佳 商贸高级分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其它投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn