

充满预期的公司治理结构改善

——大商股份（600694）半年报点评

要点：

近期，大商股份公布半年报，报告期公司实现销售收入 102.2 亿元，同比增长 4.29%；实现营业利润 1.72 亿元，同比下降 50%；实现净利润 6127 万，同比下降 73%；每股收益 0.21 元，同比下降 73%。业绩符合预期，给与公司“谨慎推荐”评级。

- **单季销售逐渐转好。**公司二季度销售收入 47 亿，同比增长 11%，销售情况好于 1 季度，单季销售回暖迹象明显。百货、超市和家电三大业态的销售收入增速有较大幅度下滑，主力门店的销售增速下滑拉低大连和辽宁地区的销售业绩，但其他地区的销售收入仍保持平稳增长。
- **经营性现金流稳定，非付现成本冲抵公司利润。**上半年公司每股经营性现金流 1.34 元，同比上升 26.42%，经营性现金流情况良好；同时，公司毛利率水平仍能保持稳定，除超市外，百货、家电的综合毛利率均略有上升。期间费用的急剧攀升导致营业利润大幅下降，上半年公司销售管理费用率比去年同期增加 3.2 个百分点，绝对额同比增长 28.67%。
- **公司发展受资金瓶颈制约。**公司扩张所需资金主要来源于银行贷款，资产负债率较高，负债中有息债务额为 22.53 亿元，给公司带来较重的财务负担，在时间适合时，公司必会努力扩展资金来源，采用包括股权融资在内的多种融资方式，筹集公司规模扩张所需资金。
- **股权激励渐行渐近。**上半年，公司控股股东大商国际将持有的 10% 公司股权无偿转让给大连市商业局下的国商公司，国商公司由此成为公司第一大股东，我们认为大商国际向国商公司转让股权事件很有可能是公司体制创新和产权制度改革的组成部分，是公司启动股权激励计划的重要标志。在大商国际向国商公司转让部分股权后，公司将采取进一步的措施完成股权激励计划。
- **建议长期关注，给予“谨慎推荐”评级。**预计公司 09 年 EPS 为 0.6 元，同比下降 25%，PE 为 54.7 倍，从 PE 角度看，公司并无估值优势。但其市销率在可比 A 股和 H 股公司中最低，由于销售收入是支撑商业企业盈利能力的根基，一旦公司严控成本费用，其盈利能力能立即体现出现。综合考虑，给与公司“谨慎推荐”评级。

分析师

姚雯琦：

☎(86-755) 83515144

✉ yaowenq@cgws.com

投资评级：谨慎推荐（首次）

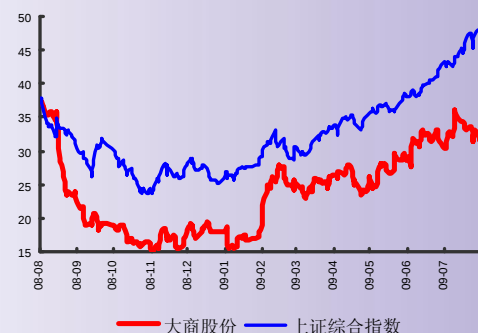
市场数据

总市值（百万元）	7,493
流通市值（百万元）	6,830
总股本（百万股）	293.72
流通股本（百万股）	267.73
12 个月最高/最低	47.18/14.51
十大流通股（%）	36.84%
股东户数	9,845

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（万元）	1884967	1979215	2177137
(+/-%)	25.9%	5.0%	10.0%
净利润（万元）	23156	17623	35246
(+/-%)	-23.7%	-23.9%	100.0%
摊薄 EPS	0.788	0.600	1.200
市盈率	41.6	54.7	27.4

近一年股价表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

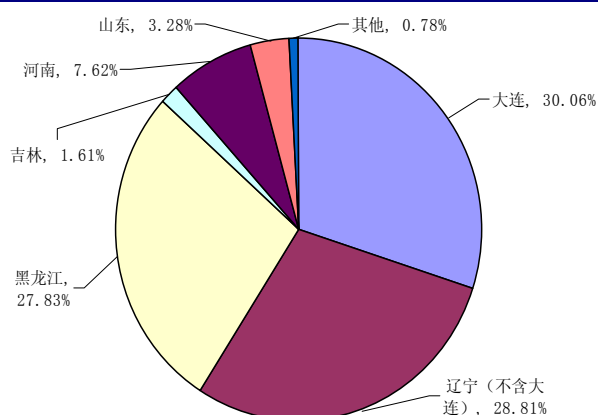


近期，大商股份公布半年报，报告期公司实现销售收入 102.2 亿元，同比增长 4.29%；实现营业利润 1.72 亿元，同比下降 50%；实现净利润 6127 万，同比下降 73%；每股收益 0.21 元，同比下降 73%，扣除非经常性损益后每股收益 0.13 元，同比下降 83%。业绩符合预期，给与公司“谨慎推荐”评级。

单季销售逐渐转好

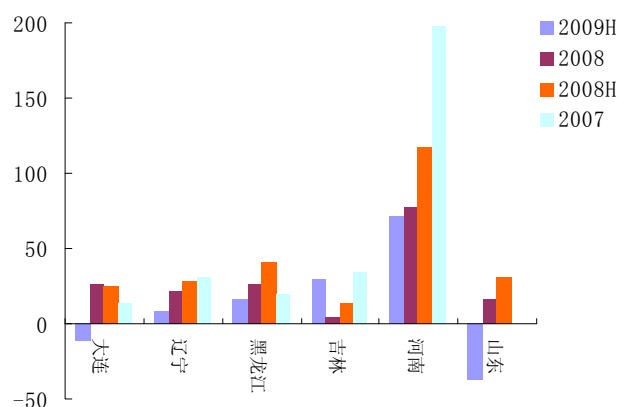
公司二季度销售收入 47 亿，同比增长 11%，销售情况好于 1 季度，1 季度销售增长为-0.8%，说明公司单季销售回暖迹象明显。从公司三大主力业态看，上半年百货、超市和家电的销售收入分别增长 2.60%、16.23%和 1.51%，与往年相比，销售增速有较大幅度下滑，特别是麦凯乐大连总店、大连商场百货、大连新玛特百货等主力门店的销售增速下滑拉低大连和辽宁地区的销售业绩，大连地区首次出现负增长，上半年销售增长为-11.66%，但除了大连、辽宁、山东以外，其他地区的销售收入仍保持平稳增长，黑龙江增长 15.74%、吉林增长 29.18%、河南增长 71.3%，正是由于辽宁以外地区的良好增长态势，支撑了公司上半年销售的正增长。

图 1、各地区市场份额



数据来源：公司公告、长城证券研究所

图 2、各地区销售收入变化



数据来源：公司公告、长城证券研究所

经营性现金流稳定，非付现成本冲抵公司利润

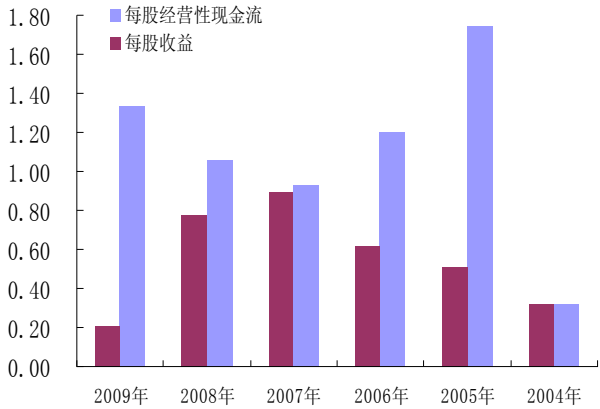
上半年公司每股收益 0.21 元，较去年同期下降 73%，但每股经营性现金流 1.34 元，同比上升 26.42%，经营性现金流情况良好；同时，公司虽有打折促销活动，但毛利率水平仍能保持稳定，综合毛利率为 20.3%，较去年同期增加 1.2 个百分点，分业态看，百货、超市、家电的综合毛利率分别为 18.1%、10.96%、5.25%，除超市外，综合毛利率均略有上升。

在销售收入增加、经营性现金流良好、综合毛利率稳定的情况下，公司营业利润出现大幅下降的主要原因在于期间费用的急剧攀升。上半年，公司销售费用率为 5.8%、管理费用率为 10.9%，销售管理费用率比去年同期增加 3.2 个百分点，绝对额同比增长 28.67%。主要原因：一是去年底公司缩短了固定资产折旧摊销年限，与去年同期相



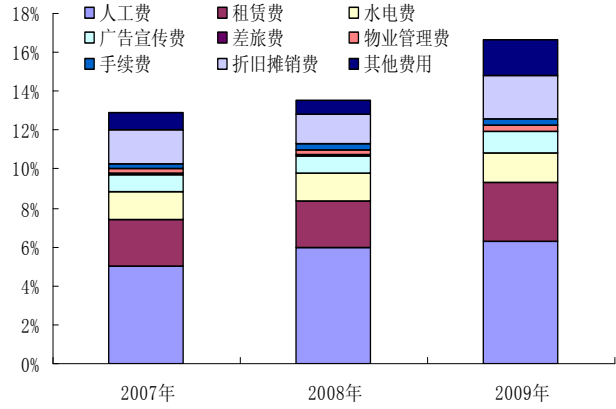
比，上半年的折旧摊销额增加 7371 万；二是 08 年新开的 33 家店带来费用增加，上半年人工、租赁、水电、广告宣传和物业管理五项费用比去年增加 1.80 亿元；三是其他费用大幅增加，电话费、维修费等其他费用增加了 1.28 亿元。

图 3、公司经营性现金流



数据来源：公司公告、长城证券研究所

图 4、各项费用占销售收入比例



数据来源：公司公告、长城证券研究所

公司发展受资金瓶颈制约

公司一直以来持续进行网点收购和新建，扩张所需资金主要来源于银行贷款，因此资产负债率较高，今年上半年已达到 67.3%，负债中有息债务为 22.53 亿元，数量庞大的有息债务给公司带来较重的财务负担，2008 年公司财务费用占利润总额的 41.79%。为减轻财务负担，筹集业务发展所需资金，08 年初公司拟进行定向增发，募集资金 20 亿，但未能成功，受此事件影响，公司计划中的淄博、自贡项目相继暂停。在时间适合时，公司必会努力扩展资金来源，采用包括股权融资在内的多种融资方式，筹集公司规模扩张所需资金。

表 1：百货类公司财务费用负担情况

证券简称	财务费用	利润总额	财务费用/利润总额
百联股份	250,011,120.89	561,720,556.25	44.51%
大商股份	175,486,010.38	419,902,957.57	41.79%
东百集团	38,517,316.70	121,475,059.30	31.71%
成商集团	31,844,437.14	115,432,345.23	27.59%
中兴商业	20,546,601.96	84,799,500.18	24.23%
银座股份	35,522,075.27	188,928,139.66	18.80%
鄂武商 A	61,459,256.12	375,123,493.55	16.38%
大厦股份	28,653,086.63	175,506,804.29	16.33%
欧亚集团	25,526,152.60	176,778,902.35	14.44%
合肥百货	23,139,743.03	241,834,416.88	9.57%
王府井	40,264,676.97	510,143,197.54	7.89%
重庆百货	10,193,246.51	180,997,800.76	5.63%
广百股份	6,231,684.09	193,963,419.38	3.21%



新华百货	-2,774,738.02	155,458,725.20	-1.78%
广州友谊	-32,795,484.64	341,252,022.66	-9.61%

注：数据取自 2008 年年报

股权激励渐行渐近

2009 年上半年，公司控股股东大商国际将持有的 10% 公司股权无偿转让给大连市商业局下的国商公司，国商公司由此成为公司第一大股东，大商国际仍留有 8.8% 的公司股权（2585.95 万股）。

对于此事件的解读可追溯到 2009 年 2 月 10 日公司发布的公告，公告称“自 2004 年起，大商集团就被大连市确定为体制创新和产权制度改革对象，大连市有关部门一直对大商集团股份制改革进行研究和推进，把大商集团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。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。”

因此，我们认为大商国际向国商公司转让股权事件很有可能是公司体制创新和产权制度改革的组成部分，是公司启动股权激励计划的重要标志。在大商国际向国商公司转让部分股权后，实现了大商集团间接持有小部分股权，地方政府相对控制地位未变的目标。接下来，公司将采取进一步的措施以期实现投资主体多元化、管理团队增量参股，对公司来讲，现阶段首先考虑的是能否尽快实施股权激励计划。

建议长期关注，给予“谨慎推荐”评级

半年报中公司预告“预计至本年末公司营业收入不会有大的增长，利润指标较上年同期将出现大幅下滑”，主要原因为受金融危机影响，主力门店的收入不增或微增、利润大幅下滑，新开门店仍处于培育期，增加公司运营费用而收入未能同步跟上导致亏损增加。预计公司 09 年 EPS 为 0.6 元，同比下降 25%，PE 为 54.7 倍，从 PE 角度看，公司并无估值优势。

但大商是国内第二大百货零售企业，公司 2008 年实现销售收入 188 亿，其市销率在可比 A 股和 H 股公司中最低，由于销售收入是支撑商业企业盈利能力的根基，一旦公司严控成本费用，其盈利能力能立即体现出现。综合考虑，给与公司“谨慎推荐”评级。

表 2：可比公司市销率

证券简称	市值	销售收入	市销率
大商股份	9,642,783,377.99	18,849,668,539.31	0.51
重庆百货	4,655,280,000.00	6,420,589,566.95	0.73
大厦股份	3,130,270,876.80	4,257,557,299.22	0.74



欧亚集团	3,025,855,186.50	3,420,611,778.78	0.88
鄂武商 A	5,868,866,186.30	6,629,716,356.35	0.89
合肥百货	4,523,786,004.00	5,043,735,031.26	0.90
王府井	11,125,066,366.06	10,174,043,117.91	1.09
银座股份	4,617,042,355.72	4,194,500,224.52	1.10
中兴商业	2,784,479,880.00	2,430,546,119.62	1.15
新华百货	3,292,971,570.00	2,824,592,180.97	1.17
广百股份	4,382,400,000.00	3,232,370,797.14	1.36
昆百大 A	1,757,952,000.00	1,176,223,122.02	1.49
百联股份	15,238,217,762.80	9,177,372,799.88	1.66
成商集团	4,091,401,243.64	1,425,514,567.57	2.87
广州友谊	7,699,651,395.15	2,619,755,422.73	2.94
平均			1.30
百盛集团	36,093,445,350.00	10,691,100,000.00	3.38
利福国际	19,953,668,760.00	7,647,699,000.00	2.61
平均			2.99

注：市值数据取自最近一个交易日，销售收入数据取自 2008 年年报



研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

研究员承诺:

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
		预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。



长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO., LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>