

大商股份 (600694.SH)

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

公司改制已步入重要时刻

——公司产权转让点评

主要事件

公司近日发布提示性公告，经大连市人民政府批准，大连市国资委已与深圳市曼妮芬针织品有限公司、浙江红蜻蜓鞋业股份有限公司、波司登股份有限公司签订了大商集团100%国有产权转让合同，上述三家公司分别受让40%、33.33%、26.67%的大商集团国有产权。在获得国家相关部门批准后，大连大商投资管理有限公司还将对产权转让后的大商集团增资。至此大商投资及上述三家公司在股份制改造完成后的大商集团持股比例依次为30%、25%、20%、25%，各方间接持有的公司权益也将变更为2.64%、2.2%、1.76%、2.2%。

投资要点

I 若改制成功，意义非凡

我们认为大商股份的改制完成将是其未来发展进程中的关键一步，同时上市公司也将从真正意义上成为管理层利益的最终落实平台。主要从两方面来看，一方面大商股份拥有中国最大的百货零售网络、跨区域发展和省份渗透的双重经验以及价值较高的商业物业和较好的现金流能力；而另一方面，公司却一直存在着激励不足以及与投资者关系不畅的问题，这在很大程度上也影响着公司业绩的表现，近期，我们看到管理层谋求激励之路的决心。如今终于获得了突破，这对于管理层、投资者、上市公司以及集团本身的利益统一是颇为有利的，同时公司业绩释放的意愿也必然会得以提升。

I 审批获得通过的可能性较大

需要看到的是年初至今，大商股份先后经历了国商公司受让大商国际10%股权、大商集团股权产权交易所挂牌公示、战略投资者受让大商集团股权等一系列重要事件。伴随于此，公司改制也在今年进入了历史性时刻。从之前的事件来判断，我们认为国资委对整个公司的改

商业贸易-零售

评级

推荐(首次)

上次评级:

目标价格

上次预测:

当前价格

¥ 41.45

2009.11.2

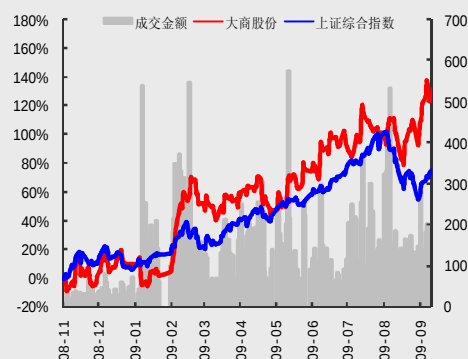
基础数据

总市值(百万元)	12,174
总股本/流通 A 股(百万股)	294/268
流通市值(百万元)	12,174
每股净资产(元)	10.58
净资产收益率(%)	7.71

交易数据

52 周内股价区间(元)	14.51-41.45
静态市盈率(倍)	52.57
动态市盈率(倍)	121
市销率	0.64

52 周内股价走势图



侯佳林

行业研究员

电话

021-32229888*3509

邮箱

houjialin@ajzq.com

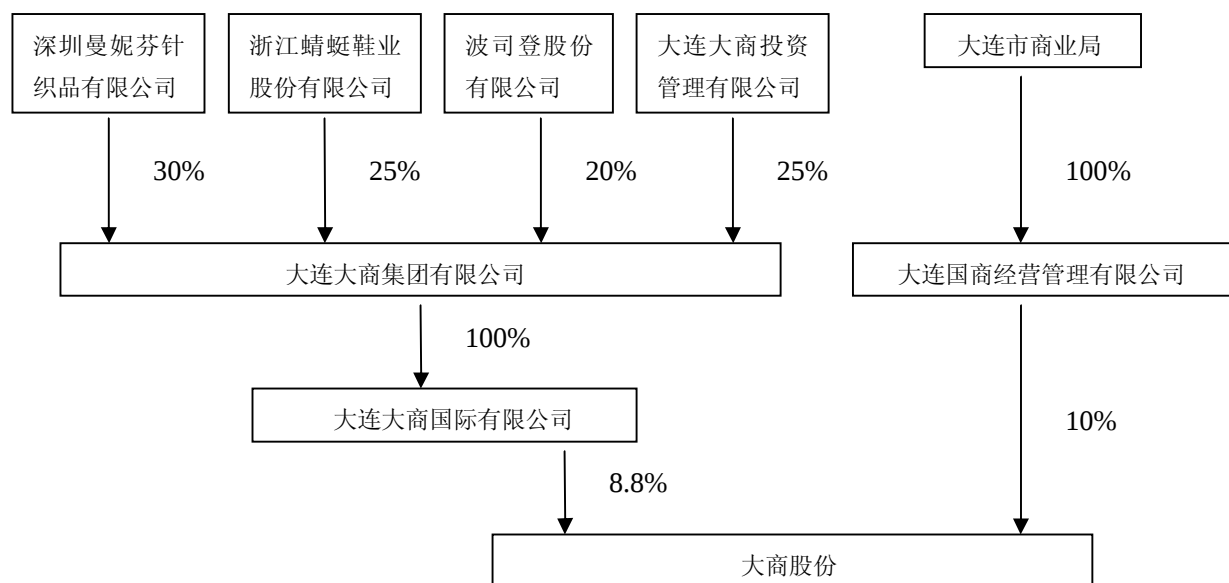
相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

制和激励方案已有了充分认识，因此这次股权受让通过的可能性较大。

在产权转让通过后，所剩下的其它三个步骤分别是：大商投资管理公司现金增资大商集团、国务院国资委就大商集团股权转让备案以及大连工商管理总局就大商集团股东变更审批。如改制进程顺利，我们预计公司将会在年内完成企业改制。

图1 完成改制后的大商股份股权变动情况



数据来源：爱建证券研发部

I 现有业绩并不能完全反映公司情况

客观上说，公司仍是中国最大、最强的百货零售商，在东北三省和河南市场均建立起了第一大百货零售商的龙头地位，其网络、品牌和经营优势明显。目前，公司共拥有69家百货店、32家大型综合超市和37家电器店，其中仅百货门店营业面积就至少达到260万平方米以上。虽然公司本期1-9月份业绩出现1170万元的亏损，但要看到的是目前公司的百货门店规模在国内众多百货公司中仍处在领先地位。同时，公司近期的经营所得现金流已达到公司自身历史和可比公司间的较高水平，其14.1亿元的经营所得现金流也显著高于其净利润水平。我们认为，通过企业改制公司管理层的利益将得到最终落实，实现与流通股东利益的统一，今后的业绩释放值得期待。

I 改制后公司具备投资机会

我们认为通过这次改制，公司在明年的业绩会得以改善，从而带来一定的投资机会。目前公司的优势与机遇还在于一方面大商通过多年的经营在百货业中已形成了固有的网络、管理和品牌优势，其自身

的商业物业价值也较高。同时,值得注意的是公司是较早的具备跨区域发展和省份渗透双重经验的公司,这在我国零售业是为数不多的。相信随着公司利益目标的一致,业绩今后增长的可能较大;另一方面,借鉴国外百货业的发展经验,中国百货业目前正处在高速成长期。作为中国最大的百货零售企业,公司后续业绩成长的空间仍然较大。

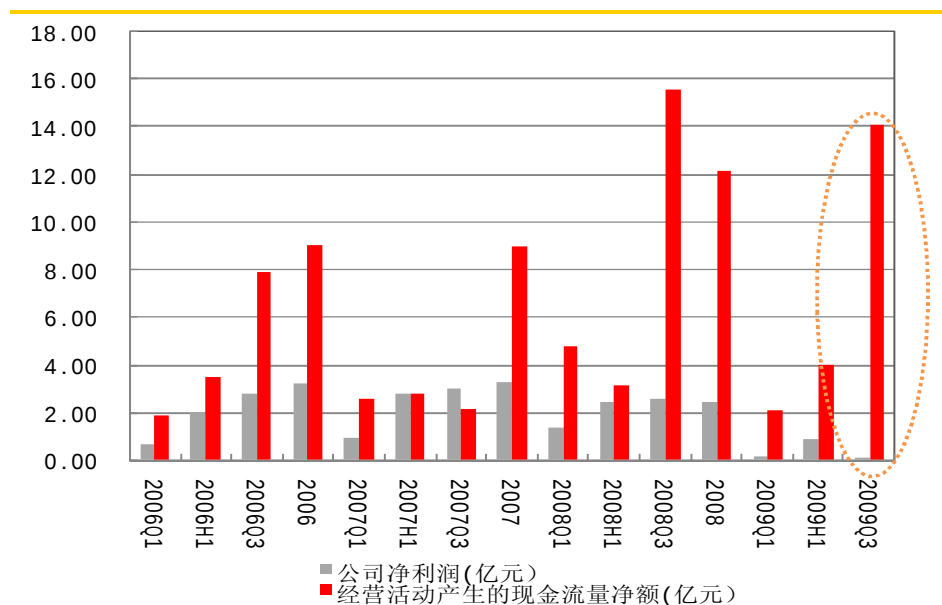
此外,虽然公司目前的市盈率偏高,但我们看到作为一家零售类公司,其市销率目前只有0.64,处于行业的较低水平。因此,我们仍给予其“推荐”的投资评级。

表1 08年度主要百货公司规模与比值情况

公司	门店数	自有物业(万平方米)	总面积	市销率	经营现金流/净利润
大商股份	69	150	266	0.6	5.2
百联股份	22	81	109	1.7	3.1
王府井	16	19	55	1.3	2.4
合肥百货	13	18	31	1.0	2.5
广州友谊	4	4	9	2.9	1.2

资料来源:爱建证券研发部

图2 公司近年各期净利润与现金流比



数据来源: WIND, 爱建证券研发部

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我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服务或其他服务。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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。