



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009年12月8日

零售行业

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.cn

审慎推荐

大商股份(600694.CH)

与集团合作，盘锦又添新网点

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	11,419	14,969	18,850	20,497	23,906
(+/-%)	33.1	31.1	25.9	8.7	16.6
毛利	2,368	3,048	3,668	4,007	4,812
(+/-%)	77.7%	28.7%	20.4%	9.2%	20.1%
净利润	301	303	232	0	302
(+/-%)	22.9%	0.7%	-23.7%	-	-
每股收益(元)	1.03	1.03	0.79	0.00	1.03
市盈率	39.1	38.9	50.9	-	39.1
经营现金流	900	889	1,211	1,546	1,705
股价/经营现金	13.1	13.3	9.7	7.6	6.9
市净率	4.4	4.1	3.8	3.8	3.4
净资产收益率(%)	11.9	10.9	7.7	0.0	9.2
股息收益率(%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0

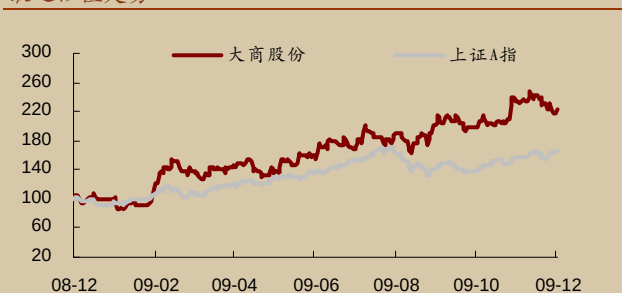
股票信息

当前股价	40.2
股票代码	600694.CH
日成交量(百万股)	3.5
总市值(百万)	11,796
52周最高价/最低价	45.80/15.16
总股数(百万股)	294
其中:流通股(百万股)	253
主要股东持股比例	大连国商资产经营管理有限公司(10%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
大商股份	-0.4	-4.7	8.2	123.6
上证指数	4.3	5.3	15.6	83.0
零售指数	5.9	11.6	29.1	93.9

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

大商发布公告：全资子公司大连商贸（麦凯乐门店经营公司）向大商集团下属地产公司租赁在辽宁盘锦的43000平方米物业，保底租金1元/平米/天+30%税前利润提成。

评论：

大商集团目前正处于改制期，改制完成后管理层和其战略投资者将通过持有大商集团而间接持有上市公司的股权。因此，双方的关联交易是否公允，并有利于上市公司的发展，是市场关心的重点。我们认为：

- 此次交易定价公允，且由于保底租金很低，上市公司的风险得到锁定。1) 预付8000万元，是此类低保底租金合同的业内惯常做法，将在今后几年抵扣租金费用。2) 仅按1万/平米/年的收入测算，年总租金为2元/平米/天，低于2.5-3.0元的同类城市平均水平，净利润可达到2641万元，即便剔除预付租金的时间成本（500万元/年），净利润率仍可达到5%，是不错的水平。
- 一些媒体在前期报道中称管理层会更加照顾集团利益，而此次租赁合同体现出了很好的合作关系，说明和上市公司利益没有本质冲突。同时，大商在东北地区扩张并未松懈，店网布局优化，优势更明显。
- 盘锦是辽宁重要的二线城市，石油、矿产资源优势明显。大商城市广场定位现代化城市综合体，位于最核心黄金商圈——中央商业街，后续发展潜力较大。

估值与建议：

大商股份拥有我国最大的百货零售网络，门店已遍及东北，且已成为河南第一大百货零售商。目前仅百货门店的营业面积就可达到266万平米（其中150万平米为自有商业物业）。如果商业物业假设为10000元/平米，则每股合理估值60元，而目前市值仅对应6061元/平米的商业物业价格，显著低于其实际市场价值和升值潜力。

大商管理层激励仍在等待批复，我们认为最终的落实是必然趋势，但我们不能分析出其改制获批的确切时间，这一不确定性是其近期股价下跌的原因。但我们更看重的是其资产和网络价值、行业突出地位、最低的股价/每股经营现金流（7.6x），这些都是其股价的有力支持。

盘锦大商城市广场项目简介

- 盘锦位于辽宁省西南部，距沈阳 150 公里，区域面积 4071 平方公里，总人口 129 万。该市位于辽东半岛开发区与辽西经济开发区的结合部，也是东北经济区与华北经济区的融汇处，地下蕴藏着丰富的石油、天然气、井盐等矿产，为我国第三大油田——辽河油田所在地。
- 盘锦大商城市广场是辽宁乃至全国地级市中迄今规模最大、功能最全的现代化城市综合体，项目位于盘锦市最核心的黄金商圈——中央商业街，占地面积 35724 平方米，总建筑面积约 35 万平方米，是一个集购物、休闲、餐饮、娱乐、居住于一体的大型购物中心。大商将租赁其中的 43000 平方米用于麦凯乐等业态的综合经营。

图表 1：盘锦大商城市广场项目效果图



资料来源：公司地区网站

定价公允，保底租金很低，上市公司的风险得到锁定，体现出了和集团很好的合作关系

我们认为，该关联交易定价公允，新网点应当能够获得好的收益。一些媒体在前期报道中称管理层会更加照顾集团利益，而此次租赁合同体现出了很好的合作关系。

公司租赁成本为保底租金 1 元/每平方米/天+30% 的税前利润提成，同时预付定金 8000 万元后续可冲抵应付租金。根据我们的测算，该水平是很合理的：

- 预付 8000 万元定金，是此类低保底租金合同的业内惯常做法，其水平也和同区域同类项目基本相同。
- 仅按 1 万/平方米/年的收入测算，该项目年总租金为 2 元/平方米，低于 2.5-3.0 元的同类城市平均水平，净利润可达到 2641 万元，即便剔除预付租金的时间成本（500 万元/年），净利润率仍可达到 5%，是不错的水平。
- 需要指出，我们对其假设非常保守，待其项目逐渐成熟后，盈利贡献将有显著提升。保底租金+浮动提成能够有助于公司在培育期有效地控制成本。

图表 2：项目成本和赢利情况测算

项目（单位：元）	金额测算
面积（平方米）	43,000
每平方米销售/年	10,000
销售收入	430,000,000
毛利率	20%
毛利	86,000,000
基础租金（1 元/天，年化）	15,695,000
其他销售、管理等相关费用	20,000,000
税前利润	50,305,000
浮动租金占比	30%
浮动租金	15,091,500
扣除浮动租金后的税前利润	35,213,500
所得税税率	25%
净利润	26,410,125
若扣除时间成本	5,000,000
净利润--若扣除时间成本	21,410,125
净利润率	5.0%
年化总租金成本（元/天）	2.0

资料来源：中金公司研究部

投资建议：资产和网络价值突出，目前市值仅对应 6061 元/平方米的商业物业价格，显著低于其实际市场价值和升值潜力

大商股份是我国最大的百货零售商，行业地位优势明显。目前拥有 69 家百货店、32 家大型综合超市和 37 家家电店，仅百货门店的营业面积就可达到 266 万平方米（其中 150 万平方米为自有商业物业）。

如果商业物业假设为 10000 元/平方米，则每股合理估值 60 元，可见其历史股价曾经达到过的较高价位是具备基本面支持的。目前市值仅对应 6061 元/平方米的商业物业价格，显著低于其实际市场价值和升值潜力。

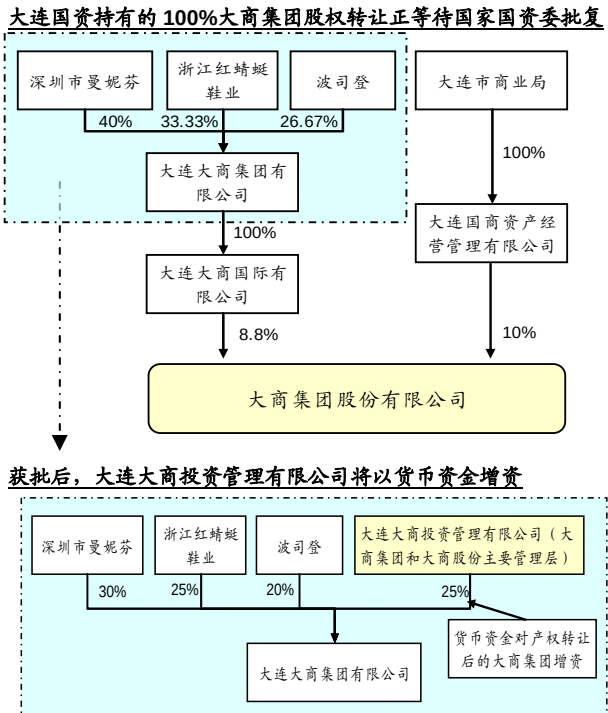
改制是投资大商的一大契机，但是并不是其唯一的价值所在。我们并不能分析出其改制获批的确切时间，这一不确定性是其近期股价下跌的原因。我们更看重的是，公司具备领先的资产存量和升值潜力、行业突出地位、最低的股份/每股经营现金流（7.6x），这些均为该股股价提供了有力的基本面支持。

图表 3: 大商 NAV 测算

物业价值+净现金+租赁经营商场目前盈利所能带来的市值		
自有物业市价假设:	元/平米	10,000
(1)自有物业商场价值:	亿元	150
(2)银行存款-银行负债:	亿元	2
租赁经营商场2008年净利润	亿元	1
(3)租赁商场2008年净利润*25倍市盈率	亿元	25
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	177
股价	元	40
股本	亿股	3
目前市值	亿元	118
NAV高出市值	-	50%
NAV对应每股	元	60
目前股价对应每平米价值	元	6,061

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部测算

图表 4: 大商股份股权结构变更示意图



资料来源: 公司公告, 中金研究部

图表 5: 大商各门店概况

序号	名称	开业时间	面积(平方米)	权属	序号	名称	开业时间	面积(平方米)	权属
1	抚顺百货大楼	1998	28,468	自有	33	大连商场	2001	50,000	租赁
2	锦州百货大楼	1998	13,795	自有	34	新玛特开发区店	2002.07	68,000	租赁
3	营口新玛特	1998	15,600	自有	35	大商男店	2002.1	19,313	租赁
4	麦凯乐大连总店	2001	50,000	自有	36	大连二百大楼	2003	5,916	租赁
5	新玛特青泥店	2001.09	168,000	自有	37	阜新新玛特	2003.09	30,000	租赁
6	本溪商业大厦	2001.1	37,726	自有	38	锦州锦华商场	2003.12	12,752	租赁
7	牡丹江百货大楼	2001.11	37,000	自有	39	锦州家家广场	2003.12	5,000	租赁
8	大庆新玛特	2001.12	68,500	自有	40	沈阳大连商场	2003-2005	104,000	租赁
9	大庆百货大楼	2002.11	67,832	自有	41	麦凯乐西安路店	2004.12	21,147	租赁
10	抚顺商业城	2002.12	21,287	自有	42	抚顺清原商场有限公司	2005	6,112	租赁
11	抚顺商贸大厦	2002.12	22,413	自有	43	千盛百货沈阳店	2005	50,000	租赁
12	抚顺新玛特	2002.12	23,400	自有	44	新玛特旅顺世达店	2005	45,000	租赁
13	沈阳新玛特	2002.12	95,410	自有	45	山东济南人民商场儒商百货	2005	50,000	租赁
14	牡丹江新玛特	2002.12	65,832	自有	46	儒商百货临沂店	2005	9,000	租赁
15	秋林女店	2003	4,897	自有	47	儒商百货莱芜店	2005	10,000	租赁
16	盘锦辽河商业城	2004-2005	15,000	自有	48	麦凯乐开发区店	2005.01	25,000	租赁
17	佳木斯百货大楼	2004	36,800	自有	49	盘锦新玛特	2005.1	36,330	租赁
18	吉林百货大楼	2004.07	19,000	自有	50	新玛特金州店	2006	46,500	租赁
19	佳木斯华联大厦	2004.07	32,000	自有	51	郑州新玛特金博大店	2006	65,774	租赁
20	鸡西新玛特	2004.11	47,000	自有	52	阜新千盛百货	2006	15,300	租赁
21	千盛百货和平广场店	2005	30,000	自有	53	郑州建设路	2007	24,000	租赁
22	麦凯乐青岛店	2006	110,000	自有	54	桦南购物中心	2007	8,230	租赁
23	七台河新玛特	2006	42,000	自有	55	漯河千盛	2007	29,700	租赁
24	沈阳新玛特铁西店	2007	95,088	自有	56	佳木斯新玛特购物广场	2007	78,600	租赁
25	大庆让胡路商场	2007	15,200	自有	57	成都千盛生活广场	2008	60,907	租赁
26	大庆龙岗商场	2007	3,185	自有	58	漯河千盛	2008	32,000	租赁
27	大庆龙凤商场	2007	12,000	自有	59	自贡千盛百货	2008	25,750	租赁
28	大庆乙炔商场	2007	8,800	自有	60	自贡千盛生活广场	2008	7,670	租赁
29	伊春百货大楼	2007	24,080	自有	61	新玛特郑州总店	2008	40,431	租赁
30	铁岭新玛特	2007	53,028	自有	62	丹东新玛特	2008	33,021	租赁
31	齐齐哈尔新玛特	2008	79,254	自有	63	信阳千盛百货	2008	24,550	租赁
32	麦凯乐哈尔滨总店	2008	101,020	自有	64	朝阳新玛特	2008	41,300	租赁
*	大连瑞士五星级酒店		53,476	自有	65	双鸭山新玛特	2008	17,683	租赁
合计			1,497,091		66	开封千盛百货	2008	19,349	租赁
					67	许昌弘宝百货	2008	14,000	租赁
					68	郑州正弘国际名店	2009	8,000	租赁
					69	郑州紫荆山百货	2009	22,000	租赁
合计								1,162,335	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。

图表 6：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			08年底-10年底 净利润CAGR	市净率	股价/经营现金流	PEG
					2008A	YoY	2009E	YoY	2010E	YoY	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2009E	2009E		
百货类公司																				
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.52	37,943	848	25.4%	950	12.1%	1148	20.7%	0.34	0.38	0.48	39.4	35.1	28.4	16.3%	8.5	24.3	2.41
	825 .HK	新世界	7.38	12,444	463	93.5%	498	7.7%	573	15.0%	0.28	0.30	0.34	26.6	25.0	21.7	11.3%	2.8	13.8	2.36
	600694.CH	大商股份	40.16	11,796	232	-0.2%	0	-	302	-	0.79	0.00	1.03	50.9	-	39.1	14.2%	3.8	7.6	3.59
	600859.CH	王府井	36.53	14,355	344	29.2%	367	6.7%	465	26.7%	0.88	0.93	1.18	41.7	39.1	30.9	16.3%	6.1	17.3	2.57
高档定位	000987.CH	广州友谊	25.71	9,229	257	34.6%	293	14.1%	367	25.1%	0.70	0.82	1.02	36.7	31.5	25.2	19.4%	7.1	22.1	1.89
区域型	600631.CH	百联股份	17.36	19,114	357	0.5%	386	8.2%	496	28.6%	0.32	0.35	0.45	53.6	49.6	38.5	18.0%	3.3	12.6	2.98
	600628.CH	上海新世界	14.25	7,578	163	6.4%	175	7.4%	217	24.0%	0.31	0.33	0.41	46.5	43.3	34.9	15.4%	4.5	13.2	3.02
	000417.CH	合肥百货	13.91	6,673	120	20.1%	180	49.7%	221	22.8%	0.25	0.38	0.46	55.5	37.1	30.2	35.6%	6.9	9.7	1.56
	000417.CH	合肥百货(考虑增发)	13.91	6,673	120	46.0%	180	49.7%	263	46.1%	0.21	0.32	0.46	65.9	44.0	30.1	47.9%	6.9	9.7	1.38
	1212.HK	利福国际	14.00	23,428	958	1.4%	856	-10.6%	996	16.4%	0.57	0.51	0.60	24.4	27.3	23.4	2.0%	4.2	14.7	12.2
	1833.HK	恒泰百货	6.80	11,901	272	-8.7%	314	15.4%	423	34.7%	0.18	0.20	0.28	38.5	33.4	24.2	24.7%	2.9	18.4	1.56
	3308.HK	金鹰商贸	14.00	27,138	480	35.0%	622	29.6%	800	28.6%	0.28	0.36	0.48	49.8	38.4	29.2	29.1%	9.5	23.3	1.71
	600858.CH	银座股份	25.15	5,912	137	16.7%	200	46.5%	256	28.0%	0.58	0.63	0.81	43.3	39.6	31.0	28.0%	4.1	24.2	1.55
	600697.CH	欧亚集团	24.80	3,945	106	36.6%	118	10.9%	148	25.4%	0.67	0.74	0.93	37.1	33.4	26.7	17.9%	4.6	19.8	2.07
	600693.CH	东百集团	10.89	3,738	99	66.6%	110	11.1%	136	23.6%	0.29	0.32	0.40	37.8	34.0	27.5	17.2%	4.0	16.9	2.19
	600785.CH	新华百货	28.69	4,959	108	32.8%	178	64.7%	205	15.2%	0.63	1.03	1.19	45.9	27.9	24.2	37.7%	6.1	9.6	1.22
	600729.CH	重庆百货	38.90	7,936	163	61.6%	440	-	518	17.7%	0.80	1.15	1.35	48.8	33.9	28.8	78.5%	8.2	17.5	0.62
	002187.CH	广百股份	31.40	5,024	142	29.4%	153	7.7%	192	25.5%	0.89	0.96	1.20	35.4	32.8	26.2	16.3%	4.8	-	2.17
	000501.CH	鄂武商	15.20	7,710	180	15.6%	218	20.8%	262	20.2%	0.36	0.43	0.52	42.7	35.4	29.4	20.5%	5.1	10.1	2.08
	600828.CH	成商集团	24.76	5,030	102	40.8%	124	21.6%	157	26.6%	0.50	0.61	0.77	49.3	40.6	32.0	24.1%	9.4	26.5	2.05
	002277.CH	家润多	34.66	6,724	120	31.0%	147	22.7%	175	18.6%	0.62	0.76	0.90	56.0	45.6	38.5	20.6%	4.4	26.7	2.71
金饰																				
	600612.CH	老凤祥	25.04	8,436	70	-32.1%	190	170.9%	285	50.0%	0.21	0.56	0.85	120.3	44.4	29.6	101.6%	4.2	20.7	1.18
	600655.CH	豫园商城	27.03	21,584	329	-56.8%	500	52.2%	630	26.0%	0.41	0.63	0.79	65.7	43.2	34.3	38.5%	5.1	19.9	1.71
商业地产开发																				
	000882.CH	华联股份	9.10	4,494	50	96.3%	103	104.8%	117	14.1%	0.10	0.21	0.24	89.5	43.7	38.3	52.9%	2.9	26.9	1.69
	600415.CH	小商品城	44.80	30,482	609	67.9%	850	39.7%	1056	24.2%	0.89	1.25	1.55	50.1	35.9	28.9	31.7%	3.4	7.7	1.58
超市类公司																				
大型综合超市																				
	600361.CH	华联综超	10.40	5,042	117	-48.4%	100	-14.6%	148	47.8%	0.24	0.21	0.30	43.1	50.5	34.1	12.3%	2.7	18.0	3.49
大、中、小型超市	000759.CH	武汉中百	12.57	7,045	172	36.6%	200	16.3%	247	23.5%	0.24	0.27	0.34	53.3	45.8	37.1	19.9%	4.0	15.1	2.68
	002251.CH	步步高	27.85	7,530	163	31.7%	188	15.5%	225	19.7%	0.60	0.70	0.83	46.3	40.1	33.5	17.6%	5.1	22.8	2.63
	002264.CH	新华都	34.19	3,654	65	43.2%	80	22.7%	101	26.3%	0.61	0.75	0.94	56.0	45.7	36.2	24.5%	6.0	17.9	2.29
	814.HK	京客隆	6.27	2,584	157	39.9%	158	0.5%	185	17.2%	0.43	0.43	0.52	14.5	14.4	12.0	8.5%	1.6	12.3	1.71
	980.HK	联华超市	20.40	12,689	388	44.7%	429	10.5%	507	18.0%	0.71	0.78	0.95	28.8	26.0	21.5	14.2%	3.7	6.4	2.02
	8277.HK	物美集团	13.32	16,255	361	26.8%	438	21.2%	551	25.8%	0.34	0.41	0.53	39.6	32.7	25.4	23.5%	5.6	21.0	1.69
家电及电子消费品																				
	493.HK	国美电器	2.87	43,209	1842	-2.2%	1,400	-24.0%	1,597	14.0%	0.12	0.09	0.10	24.6	32.3	27.7	-6.9%	4.2	13.6	-
	002024.CH	苏宁电器	19.79	88,788	2170	48.1%	2786	28.4%	3419	22.7%	0.46	0.59	0.73	42.7	33.3	27.1	25.5%	7.5	25.4	1.67

资料来源：Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。