



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

公司动态

2009年12月31日

零售

研究部

郭海燕

分析员

guohy@cicc.com.cn

钱炳

分析员

qianbing@cicc.com.c

审慎推荐

大商股份(600694.CH)

改制成功，迎来新的发展局面

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	42.6	42.3	55.4	-	42.5
经营现金流	900	889	1,211	1,546	1,705
股价/经营现金	14.3	14.4	10.6	8.3	7.5
市净率	4.7	4.4	4.1	4.1	3.7
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

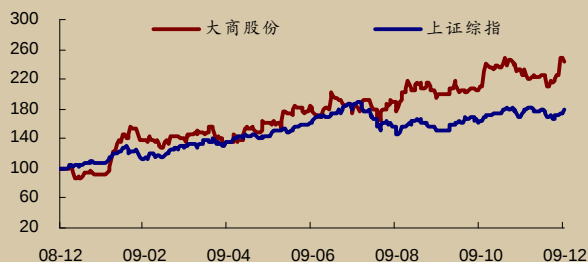
股票信息

当前股价	43.7
股票代码	600694.CH
日成交量(百万股)	5.5
总市值(百万)	12824
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)	231
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

	一周变化	一个月变化	三个月变化	年初至今
大商股份	11.6	8.3	21.6	143.1
上证综指	6.1	2.1	17.4	79.2
零售指数	3.3	9.9	32.0	101.4

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:

大商公告显示, 国务院国资委已批准管理层和其战略投资者收购大商集团 100% 的股权, 集团的新股东们间接持有大商股份 8.8% 的股权。近期由于消息面的不确定性, 公司股价呈震荡态势, 该公告将消除改制难以成功的顾虑。历史上公司压业绩、投资者关系不佳, 都是为了降低管理层激励成本, 今后这些不良做法的动因可得以消除。管理层将有更大动力和精力投入业务发展之中, 公司有望迎来新的局面, 投资价值值得关注。

评论:

- 虽然目前公司业绩释放和投资者关系转变的程度仍不是十分明朗, 但基本面的改善是可以期待的:

- 1) 管理层虽是间接持有上市公司股权, 但这部分股权价值是集团最主要的资产, 管理层和流通股股东利益具备一致性。
- 2) 大商第一大股东仍是国资, 渡过这段非常时期后, 国资对业绩表现和市值管理也会提出相应要求。
- 3) 即便在改制最艰难时期, 大商也没有停下发展步伐, 今后其网络扩张仍需要资金支持, 终会对资本市场有所诉求。
- 4) 目前业绩基数很低, 未来改善空间大。

- 公司目前股价具备很强的基本面支持:

- 1) 资产价值雄厚, 拥有 266 万平米百货店物业, 当前市值仅对应 6747 元/平米的商业物业价格。
- 2) 实际盈利能力至少 6 亿元, 经营现金流达到 14 亿元, 按行业平均经营现金流应是净利的 1.5-2 倍。

估值与建议:

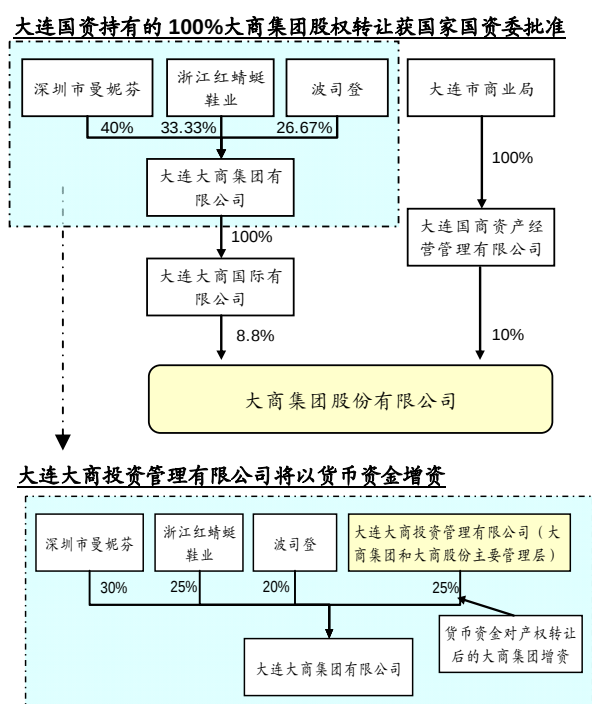
在改制获批的好消息、显著高于市值的资产价值和其强大的赚取现金流能力的支撑下, 公司股价有望继续向我们 35-60 元[5 千-1 万元/平米]资产价值估值区间的上端靠拢, 所用时间将取决于上述不明朗因素的逐步释放。如果 2010 年能够顺利实现业绩的释放和投资者关系的改进, 大商有望找回 2007 年之前的雄风, 真正体现出第一百货零售商的板块领军地位。

集团股权转让获国务院国资委批准，改制成功

大商公告其股东大商国际于 2009 年 12 月 30 日获悉，国务院国资委已批复大商集团 100% 股权转让事宜(3 家战略投资者分别为深圳市曼妮芬、浙江红蜻蜓、波司登顺利)。后续，由大商集团和大商股份主要管理层组成的大连大商投资管理有限公司将以货币资金对产权转让后的大商集团增资，持股 25%。

国务院国资委批复标志着公司改制获得成功，是其发展进程中的转折点。管理层股权激励是公司 2007 年以来一直追求的目标，也是公司历史上业绩表现不佳、投资者关系不畅的主要原因。改制成功为改善治理结构及中长期业绩释放打下基础，公司有望迎来新的发展局面。

图表 1：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 2：年初以来公司改制进程一览

时间	进程
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变，仍有地方政府持有
2009-6-5	大商国际与国有全资子公司大连国商资产经营管理公司签订了《国有股权无偿划转协议》，拟将其持有的本公司10%股权无偿划转给国商公司。划转完成后，大商国际仍持有公司总股份的8.8%，国商公司持有10%，成为公司第一大股东
2009-7-10	国务院国资委同意大商国际持有股权的划转
2009-7-17	相关10%股权划转完成过户
2009-9-1	大连市国资委将持有大商集团100%股权挂牌出让，价格1.85亿元
2009-9-27	大商集团100%股权挂牌公示结束
2009-10-31	大连市国资委于2009年10月28日与深圳市曼妮芬、浙江红蜻蜓鞋、波司登签订大商集团100%国有产权转让合同，分别受让40%、33.33%、26.67%国有产权，上报国家国资委
2009-12-30	国务院国资委同意大商集团股权变更

资料来源：公司数据，中金公司研究部

资产和网络价值突出，目前市值仅对应 6747 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，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 6747 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。

此外，公司历史上获取物业成本低廉，这也为未来业绩释放和增长打下坚实基础。

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*40倍市盈率	亿元	25
NAV合计 (1)+(2)+(3)	亿元	177
股价	元	44
股本	亿股	3
目前市值	亿元	128
NAV高出市值	-	38%
NAV对应每股	元	60
目前股价对应每平米价值	元	6,747

资料来源：公司数据，中金公司研究部测算

中国最大、最强的百货零售商，真实净利润至少在 6 亿元以上

大商股份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，网络、品牌和经营优势明显。

历史上，公司管理层激励不到位抑制了业绩释放的动力，事实上公司在 2006 年已有 3 亿元净利润。我们认为，公司真实的盈利能力至少将在 6 亿元之上，主要依据是：

- 大商销售收入 200 多亿元，其中 120 亿为百货、80 亿为超市和家电，将百货业务按 4% 的行业净利润率平均水平，其它业务按保守 1.5% 的水平测算（行业在 2%-3%），公司净利润也能够达到 6 亿元。况且大商自有商业物业较多，净利润率应当更高。

- 目前公司拥有 69 家百货店，其中 13 家左右为新店，剩余 56 家为老门店。假设公司新店亏损 2 亿元（亏损较大的青岛店、郑州总店和哈尔滨店亏损 1.3 亿元），老店平均盈利 1500 万元，则净利润也可达到 6.4 亿元。
- 公司经营现金流达到 14 亿元，一般零售类公司在 1.5x-2x 左右。
- 事实上，大商在销售规模和网络上都处于行业中处于领先水平，而同业的百盛 2008 年实现销售收入 106 亿元(大商百货销售也已达百亿)，净利润已达到 8.5 亿元。

图 4：大商的总体规模和网络优势行业领先(08 年)

公司	收入 (百万)	净利率 (%)	经营现金流 (百万)	股价/每股经 营现金流	市销比	经营现金流 /净利润
大商股份	18850	1.2	1211	10.6	0.7	5.2
合肥百货	5044	2.4	297	23.1	1.4	2.5
广州友谊	2620	9.8	315	31.6	3.8	1.2
百联股份	9177	3.9	1118	17.6	2.1	3.1
百盛集团	10691	7.9	1292	25.6	3.1	1.5
王府井	10174	3.4	828	17.3	1.4	2.4
华联综超	8618	1.4	242	19.2	0.5	2.1

公司	门店数 量	进入省 份	自有物业 (万平米)	租赁物业 (万平米)	总面积 (万平米)
大商股份	69	5	150	116	266
合肥百货	13	1	18	13	31
广州友谊	4	2	4	5	9
百联股份	22	2	81	28	109
百盛集团	35	22	8	72	80
王府井	20	11	26	56	82
华联综超	72	21	-	91	91

资料来源:公司数据

图 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	新玛特旅顺万达店	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	佳木斯华联商厦	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	许昌泓宝百货	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
								1,162,335	

资料来源:公司数据, 中金公司研究部

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			09年底-11年底 净利润CAGR	市净率	09年底-11年底 市净率	股价/经营现金流	PEG
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E		
百货类公司																					
跨区域发展	3368.HK	百盛集团	13.40	37,607	950	12.1%	1148	20.7%	1440	25.5%	0.38	0.48	0.63	34.8	28.2	21.4	23.1%	8.4	24.1	1.2	
	825 .HK	新世界	6.98	11,769	498	7.7%	573	15.0%	690	20.4%	0.30	0.34	0.41	23.6	20.5	17.1	17.7%	2.7	13.1	1.2	
	600694.CH	大商股份	43.66	12,824	0	-	302	-	500	65.6%	0.00	1.03	1.70	-	42.5	25.7	-	4.1	8.3	-	
	600859.CH	王府井	36.35	14,285	367	6.7%	465	26.7%	591	27.0%	0.93	1.18	1.50	38.9	30.7	24.2	26.9%	6.1	17.2	1.1	
高档定位	000987.CH	广州友谊	27.75	9,961	293	14.1%	367	25.1%	452	23.1%	0.82	1.02	1.26	34.0	27.2	22.1	24.1%	7.7	23.9	1.1	
区域型	600631.CH	百联股份	17.90	19,708	386	8.1%	496	28.7%	615	24.0%	0.35	0.45	0.56	51.1	39.7	32.0	26.3%	3.4	13.0	1.5	
	600631.CH	百联股份(考虑出售资产收益)	17.90	19,708	386	8.1%	549	42.4%	699	27.2%	0.35	0.50	0.63	51.1	35.9	28.2	34.6%	3.4	13.0	1.0	
	600628.CH	上海新世界	14.81	7,876	175	7.4%	217	24.0%	260	20.0%	0.33	0.41	0.49	45.0	36.3	30.2	22.0%	4.6	13.7	1.7	
	000417.CH	合肥百货	14.30	6,860	180	49.7%	221	22.8%	290	31.2%	0.38	0.46	0.60	38.1	31.0	23.7	26.9%	7.1	10.0	1.2	
	000417.CH	合肥百货(考虑增发)	14.30	6,860	180	49.7%	263	46.1%	334	27.0%	0.32	0.46	0.59	45.3	31.0	24.4	36.2%	7.1	10.0	0.9	
	1212.HK	利福国际	13.86	23,196	856	-10.6%	996	16.4%	1166	17.1%	0.51	0.60	0.70	27.0	23.2	19.8	16.7%	4.1	14.5	1.4	
	1833.HK	银泰百货	7.16	12,535	314	15.4%	423	34.7%	540	27.7%	0.20	0.28	0.38	35.1	25.5	19.0	31.1%	3.0	16.2	0.8	
	3308.HK	金鹰商贸	15.68	30,394	622	29.6%	800	28.6%	1040	30.0%	0.36	0.48	0.65	43.0	32.7	24.0	29.3%	10.7	23.9	1.1	
	600858.CH	银座股份	25.72	6,046	200	46.5%	256	28.0%	325	27.0%	0.63	0.81	1.38	40.5	31.7	18.6	27.5%	4.2	24.7	1.2	
	600697.CH	欧亚集团	23.82	3,789	118	10.9%	148	25.4%	186	26.0%	0.74	0.93	1.17	32.1	25.6	20.3	25.7%	4.4	19.1	1.0	
	600693.CH	东百集团	11.54	3,961	110	11.1%	136	23.6%	172	26.5%	0.32	0.40	0.50	36.0	29.1	23.0	25.0%	4.3	17.9	1.2	
	600785.CH	新华百货	28.31	4,894	178	64.7%	205	15.2%	252	22.9%	1.03	1.19	1.46	27.5	25.0	19.4	19.0%	6.0	9.5	1.3	
600729.CH	重庆百货	39.83	8,125	395	-	488	23.5%	589	20.7%	1.03	1.28	1.54	38.5	31.2	25.8	22.1%	8.4	17.9	1.4		
002187.CH	广百股份	31.12	4,979	153	7.7%	192	25.5%	238	24.0%	0.96	1.20	1.49	32.5	25.9	20.9	24.7%	4.8	-	1.0		
000501.CH	鄂武商	14.70	7,457	218	20.8%	262	20.2%	328	25.2%	0.43	0.52	0.65	34.2	28.5	22.7	22.7%	4.9	9.7	1.3		
600828.CH	成商集团	22.92	4,656	124	21.6%	157	26.6%	198	26.1%	0.61	0.77	0.97	37.5	29.7	23.5	26.4%	8.7	24.5	1.1		
002277.CH	家润多	33.55	6,509	147	22.7%	182	23.5%	223	22.5%	0.76	0.94	1.15	44.2	35.8	29.2	23.0%	4.3	25.8	1.6		
金饰	600612.CH	老凤祥	24.92	8,396	190	170.9%	285	50.0%	345	21.1%	0.56	0.85	1.02	44.2	29.5	24.3	34.8%	4.2	20.6	0.8	
	600655.CH	豫园商城	26.71	21,328	500	52.2%	630	26.0%	773	22.7%	0.63	0.79	0.97	42.7	33.9	27.6	24.3%	5.0	19.7	1.4	
商业地产开发	000882.CH	华联股份	8.96	4,425	103	104.8%	117	14.1%	166	41.3%	0.21	0.24	0.34	43.0	37.7	26.7	27.0%	2.9	26.5	1.4	
	600415.CH	小商品城	44.59	30,339	850	39.7%	1121	31.9%	1433	27.8%	1.25	1.65	2.11	35.7	27.1	21.2	29.8%	3.4	7.7	0.9	
超市类公司																					
大型综合超市	600361.CH	华联综超	9.57	4,640	90	-23.4%	148	64.7%	188	27.3%	0.18	0.30	0.39	51.8	31.4	24.7	44.8%	2.6	18.8	0.7	
	000759.CH	武汉中百	12.90	7,230	200	16.3%	247	23.5%	312	26.3%	0.29	0.36	0.46	44.1	35.7	28.3	24.9%	4.1	15.5	1.4	
大、中、小型超市	002251.CH	步步高	27.70	7,489	188	15.5%	225	19.7%	286	27.1%	0.70	0.83	1.06	39.8	33.3	26.2	23.3%	5.0	22.7	1.4	
	002264.CH	新华都	34.90	3,730	80	22.7%	101	26.3%	132	30.7%	0.75	0.94	1.24	46.6	36.9	28.3	28.5%	6.1	18.2	1.3	
	814.HK	京客隆	6.40	2,638	158	0.5%	185	17.2%	218	18.0%	0.43	0.52	0.64	14.7	12.3	9.9	17.6%	1.6	12.6	0.7	
	980.HK	联华超市	22.90	14,244	429	10.5%	507	18.0%	596	17.7%	0.78	0.95	1.17	29.2	24.2	19.6	17.8%	3.7	7.2	1.4	
	8277.HK	物美集团	12.18	14,864	438	21.2%	551	25.8%	695	26.1%	0.41	0.53	0.57	29.9	23.2	21.4	26.0%	5.2	19.2	0.9	
	家电及电子消费品																				
手机分销	493.HK	国美电器	2.80	42,155	1,400	-24.0%	1,597	14.0%	1,844	15.5%	0.09	0.10	0.13	31.5	27.0	22.3	14.8%	4.1	13.3	1.8	
	002024.CH	苏宁电器	20.60	92,422	2786	28.4%	3419	22.7%	4255	24.4%	0.60	0.73	0.91	34.5	28.1	22.6	23.6%	7.8	26.4	1.2	
手机分销	000829.CH	天音控股	13.63	12,906	178	28.5%	442	147.6%	682	54.5%	0.19	0.47	0.72	72.4	29.2	18.9	95.6%	7.7	20.7	0.3	
	000829.CH	天音控股(考虑出售资产收益)	13.63	12,906	282	103.5%	562	98.9%	682	21.5%	0.30	0.59	0.72	45.7	23.0	18.9	55.4%	7.7	20.7	0.4	

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。