

大商股份 (600694)

买入/维持评级

股价: RMB46.79

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:S1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《再奏凯歌》

2010/10/30

《初显峥嵘》

2010/08/20

《诸神之战》

2010/06/04

《恐惧与贪婪》

2010/04/30

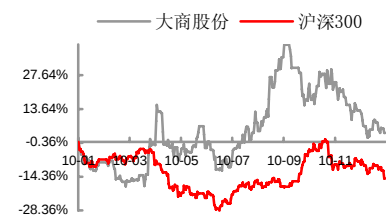
《王者何时归》

2010/03/08

基础数据

总股本 (百万股)	294
流通 A 股 (百万股)	294
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,743

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

收购淄博商厦 布局华北店网

- 公司今日发出公告, 拟投资 6 亿元收购淄博股份持有的淄博商厦有限公司 60% 股权。公司 2007 年定向增发方案中曾提出拟收购该部分股权 (当时作价 5 亿元), 后因证监会审核未通过而放弃。
- 由于此次收购的历史渊源较多、目前资产的经营情况及盈利归属划分较为复杂, 简单的报表解读可能产生误解。结合公告信息及我们与公司的沟通情况, 我们判断此次收购整体价格合理、有利于公司拓展华北店网。
- 公司此次收购的淄博商厦有限公司下辖资产与 07 年收购公告中的资产情况基本相同, 共包含了淄博商厦母店、铝城购物中心、博山店、周村家电商场等 8 块资产及 08 年底开业的淄博新玛特 (为淄博商厦和大商集团合作经营)。这部分资产情况详见正文表一。
- 公司在本次收购之前, 淄博商厦将旗下除淄博新玛特以外的大部分经营性资产无偿租赁给大股东淄博股份, 因此淄博商厦的资产负债表里包含了收购物业的资产情况、但损益表里却只包含了淄博新玛特的收入、费用情况, 以及其余经营性资产的折旧。即公告中淄博商厦 2010 年 1-11 月份 1.49 亿收入仅为淄博新玛特收入, 4552 万元的亏损仅为淄博新玛特店的经营性亏损+其余无偿租赁给大股东的经营性资产的日常折旧摊销。
- 根据 2007 年的收购公告, 淄博商厦下辖的包括淄博商厦母店、铝城购物中心、博山店、周村家电商场等是目前淄博市最主要的百货零售门店, 其中淄博商厦母店为淄博当地盈利第一大店, 2007 年前三季度这些门店收入已经达到 7.4 亿元, 净利润 1847.87 万元。据我们了解, 2010 年 1-11 月份该部分门店收入在 9 亿元左右, 且盈利能力较 2007 年有大幅提升。
- 目前我们最需要关注的是, 如公司按计划收购淄博商厦后, 目前无偿租赁给大股东经营的母店、铝城购物中心等能否由大商股份经营。从公司以往收购经历来看, 仅收购资产而不进行经营可能性很小, 并且很难获得股东投票通过, 发生这样赔本买卖的概率不大。
- 风险提示: 地区竞争加剧; 公司收购后无法收回自行经营。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21163.2	23466.4	27242.9	30871.3
(+/-%)	12.3	10.9	16.1	13.3
归属母公司净利润(百万元)	-116.2	207.1	415.8	594.4
(+/-%)	-150.2	-276.5	100.8	43.0
EPS(元)	-0.40	0.70	1.40	2.00
P/E(倍)	-118.3	66.8	33.4	23.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1：收购淄博商厦 60%股权对应的资产情况（参考 07 年定增方案及公司沟通）

门店	物业性质	占地面积	建筑面积	2006 年收入	2006 年净利润	目前经营情况
淄博新玛特	自有		56,000	2010 年 1-11 月份 收入 1.49 亿元	预计 2010 年 1-11 月 份亏损约 1000 万元	由淄博商厦自行经营，收入体现在利润表中（亏损额剔除了其余资产的折旧）
淄博商厦母店	自有	18,000	51,045.44	7.6 亿元	168 万元	淄博第一大盈利门店，08 年重新装修改造，无偿租赁给大股东经营，其门店收入并未体现在收购利润表中
铝城购物中心	自有	7,500	14,357.73	6,675.91 万元	100 万元	淄博市十大零售商场之一，无偿租赁给大股东经营，其门店收入并未体现在收购利润表中除主营业楼外，还拥有隆福、雅地两个现代化的大型超市。
远方运动休闲服饰广场	自有	1,800	4,776.37		300 万元	山东省大型运动休闲服饰广场之一
东源电子商务大厦	自有	7,533.7	20,939.42			无偿租赁给大股东经营，其中 4840 平方米由大股东租赁给汉庭星空酒店管理有限公司，租金为前三年 135 万元，以后每三年递增 5%
博山店	租赁		20,000	2006 年 9 月开业， 收入 1335 万元		由大股东经营管理的综合性大型商场
开发区店	租赁		51,000			租约 20 年，由大股东经营
周村家电商场	租赁		1,500	2,512.83 万元	36 万元	可能已经租约到期，未知是否续约
远方车业	租赁		2,232.09			可能已经租约到期，未知是否续约

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

此次收购最核心的问题是：如果公司按计划收购淄博商厦后，目前无偿租赁给大股东经营的母店、铝城购物中心等能否由大商股份经营。如果不仅收购资产且收回经营，则此次收购的价格优惠，极大利于公司华北店网的拓展。

考虑到公司以往的多次收购经历，仅收资产而不进行经营可能性很小，并且很难获得股东投票通过，发生这样赔本买卖的概率不大。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn