

大商股份(600694)/13.2元

受益百货行业复苏，业绩增长超过预期

胡鸿轩
 86-021-68407302
 huhk@ccs.com.cn

非周期性服务·零售

估值区间：约 15.4 元/股

谨慎推荐 A(维持)

8月16日大商股份公布中期报告，05年上半年，公司实现主营收入42.86亿元，同比增长45.58%，实现利润总额2.04亿元，同比增长61.92%，实现净利润1.37亿元，同比增长62.01%。

投资要点

- **百货行业复苏推动公司业绩迅猛增长：**经过10余年的惨烈竞争，各城市百货商之间竞争格局趋于稳定，家电、家居等商品也已基本让位于新兴专业连锁卖场，行业内、外竞争趋于缓和，在此背景下，百货行业开始受益于零售总额的稳步增长，05年上半年，我国零售总额同比增长13.2%，是近5年的高点，作为百货行业的龙头企业，公司充分分享了行业的复苏。
- **调高盈利预期：**百货行业复苏对公司业绩增长的推动力度超过了我们的预期，如果宏观经济不发生较大波动，我们判断百货行业的本轮复苏将持续2年以上，基于此，我们调高了对公司未来的盈利预期，05年EPS由0.7元/股，调高至0.77元/股。
- **对股权分置改革的判断：**时间上，我们判断股权分置改革需要等到与百联集团重组工作完成后进行，初步预计将拖延至年底；送股比例上，如果假设非流通股股东价值在送股前后保持不变，以公司与百联集团重组对国有股的评估值作为价值中枢，再考虑送股后大股东的控股比例，以及非流通股股东持有期二级市场的波动风险，我们预计公司最终的送股比例可能会落在10送2到2.68之间。
- **估值：**公司未来三年的复合增长率为26.37%，海外市场对于未来复合增长率超过20%的零售公司，一般给予20—25倍的动态市盈率，作为百货行业的龙头公司，我们认为给予公司20倍的动态市盈率不为过，照此，公司的价值为15.4元/股，如果股权分置改革能够实现10送2到2.68股，那么公司价值提升至18.48—19.53元/股。
- **投资策略：**不考虑股权分置送股的影响，公司15.4元/股的价值高于13.20元/股的市价，具有一定的投资价值，如果考虑股权分置送股，那么公司具有很高的投资价值，由于股权分置改革在时间以及送股比例上存在较大不确定性，分置改革的超额价值具有较强的“时间换空间的概念”，综合上述分析，我们仍维持谨慎推荐—A的投资评级，建议长期持有。

上证指数：1187.01

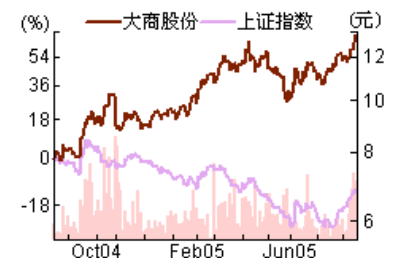
股本数据

| | |
|----------|----------|
| A股总股本(万) | 29371.86 |
| 流通A股(万) | 17178.85 |
| 流通市值(亿) | 22.68 |

股价表现

| | 绝对值 | 相对上证 |
|----------|-----------|-------|
| 3个月(%) | 18.17 | 9.82 |
| 6个月(%) | 22.22 | 29.41 |
| 1年(%) | 70.54 | 82.91 |
| 52周波动(元) | 7.5—13.22 | |

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

百货行业出现复苏迹象

5/13/2005

公司不存在重大财务造假风险

4/18/2005

现阶段公司资金链断裂风险很小

12/15/2004

主要财务指标

| 会计年度 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E | 会计年度 | 2004 | 2005E | 2006E | 2007E |
|----------|---------|---------|---------|---------|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 主营收入(万元) | 635,445 | 783,121 | 828,715 | 855,496 | 每股收益(元) | 0.53 | 0.77 | 0.89 | 0.97 |
| 同比增长率(%) | 23.67% | 23.24% | 5.82% | 3.23% | 每股净资产(元) | 6.70 | 6.71 | 7.42 | 8.19 |
| 营业利润(万元) | 22,818 | 35,938 | 40,190 | 42,113 | 净资产收益率(%) | 7.88% | 11.47% | 12.01% | 11.82% |
| 同比增长率(%) | 28.94% | 57.50% | 11.83% | 4.79% | 每股股息(元) | 0.10 | 0.15 | 0.18 | 0.19 |
| 净利润(万元) | 14,098 | 22,589 | 26,164 | 28,448 | 股息收益率(%) | 0.78% | 1.20% | 1.39% | 1.51% |
| 主营利润率(%) | 15.05% | 15.75% | 15.96% | 16.07% | P/E(倍) | 25.00 | 16.63 | 14.36 | 13.21 |
| 净利润率(%) | 2.22% | 2.88% | 3.16% | 3.33% | P/B(倍) | 1.97 | 1.91 | 1.72 | 1.56 |

一、05 年上半年公司经营情况回顾

05 年上半年，公司实现主营收入 42.86 亿元，同比增长 45.58%，实现利润总额 2.04 亿元，同比增长 61.92%，实现净利润 1.37 亿元，同比增长 62.01%。

05 年上半年，公司业绩出现快速增长，我们认为主要动力来自**百货行业的复苏**，我们在今年 5 月 13 日《百货行业出现复苏迹象》，以及 7 月 1 日《零售行业下半年投资策略》报告中，明确提出了百货行业进入恢复成长期，主要理由如下：

- **行业内竞争趋稳**，经过 10 余年惨烈的洗礼，目前各主要城市的百货商之间已经形成比较稳定的竞争格局，行业内竞争缺乏继续恶化动因。
- **行业间竞争趋缓**，目前大多数百货商已经将家电、家居等专业化商品让位于专业连锁商场，行业间竞争正趋于缓和。
- **零售总额稳步提高**，居民收入稳步提高，促使零售总额稳步提高，05 年上半年社会消费品零售总额同比增长 13.2%，是近 5 年的高点，在行业内、外竞争趋缓的情况下，百货行业将充分分享零售总额的增长。

展望未来，百货行业的复苏有可能会吸引新的资本进入，导致竞争加剧，最终影响到行业利润的增长，但是新进入者从考察网点，到投资，再到开业，一般需要 2 年以上的时间，这样，百货商之间现有稳定的竞争格局就很难在 2、3 年内被打破，基于此，我们判断，在宏观经济不发生较大波动的前提下，百货行业这一轮复苏期将持续 2、3 年的时间。

二、调高盈利预期

百货行业复苏对大商股份（600694）业绩增长的促进作用超过我们的预期，我们调高了对公司的盈利预期（表 1）。

表 1 公司盈利预测

单位：万元

| | 04A | 05E | 06E | 07E |
|------------|--------------|--------|--------|--------|
| BPS (原预测) | 0.5280 | 0.6973 | 0.7858 | 0.8818 |
| BPS (调整后) | 0.5280 | 0.7691 | 0.8906 | 0.9687 |
| 子公司 | 净利润贡献 | | | |
| 抚顺百货大楼 | 2529 | 3150 | 3465 | 3638 |
| 锦州百货大楼 | 974 | 945 | 1040 | 1091 |
| 营口新玛特 | 0 | -315 | 0 | 450 |
| 本溪商业大厦 | 1190 | 1035 | 1139 | 1195 |
| 牡丹江百货大楼 | 1580 | 1305 | 1436 | 1507 |
| 抚顺商业城 | 559 | 405 | 446 | 468 |
| 抚顺商贸大厦 | 256 | 180 | 198 | 208 |
| 锦州锦华商场 | -1 | 450 | 518 | 569 |

| | | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 佳木斯百货大楼 | 9 | 850 | 978 | 1075 |
| 佳木斯华联商厦 | 148 | 500 | 575 | 633 |
| 吉林百货大楼 | 24 | -300 | 200 | 500 |
| *盘锦辽河商业城* | -578 | 0 | 0 | 0 |
| 抚顺新玛特 | 2039 | 2610 | 2871 | 3015 |
| 牡丹江新玛特 | -871 | -679 | 0 | 194 |
| 沈阳新玛特 | 468 | 1552 | 1707 | 1793 |
| 香港新玛特 | 534 | 50 | 55 | 58 |
| 鸡西新玛特 | -362 | 225 | 270 | 297 |
| 中百联合发展有限公司 | 8 | 14 | 14 | 14 |
| 迈凯乐物业管理公司 | 164 | 179 | 179 | 179 |
| 国贸大厦 | 1180 | 1375 | 1430 | 1430 |
| 长春堂连锁药店 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 衬衫厂 | 213 | 250 | 250 | 250 |
| 东洲超市 | -7 | 270 | 311 | 326 |
| 锦州家家广场 | 0 | 270 | 297 | 312 |
| 大福珠宝 | 0 | -20 | 0 | 0 |
| 本溪超市 | 0 | 0 | 60 | 69 |
| 子公司净利润贡献合计 | 10145 | 14390 | 17525 | 19360 |
| 母公司营业利润 | 8869 | 14500 | 15225 | 15986 |
| 其它(营业外收支等) | -198 | -500 | -500 | -500 |
| 母公司所得税 | 4718 | 5800 | 6090 | 6395 |
| 母公司净利润 | 14098 | 22590 | 26160 | 28452 |
| 同比 | 68.55% | 60.24% | 15.80% | 8.76% |
| 总股本 | 26701.69 | 29371.86 | 29371.86 | 29371.86 |
| EPS | 0.5280 | 0.7691 | 0.8906 | 0.9687 |

注：盘锦辽河商业城存在一定法律纠纷，本期及以后未计算利润

三、重要事项分析

股权分置改革分析

- **分置改革时间：**公司目前正在进行与百联集团的重组事项，估计股权分置需要等到与百联集团重组工作完成后进行，初步预计将拖延至年底。
- **送股比例：**如果假设非流通股股东价值在送股前后保持不变，那么我们预计送股比例将是10送2.68股，但是，考虑到送股后大股东的控股比例，以及非流通股股东持有期二级市场的波动风险，我们预计公司最终的送股比例可能会落在10送2到2.68之间。

1) 国家股价值分析

2005年7月20日大商股份(600694)发布公告称，公司控股股东——大连市国有资产管理办公室，以上市公司86,646,986股份(29.5%股权)作为出资与百联集团共同成立新的控股公司——大商国际。

本次收购,对上市公司 86,646,986 国家股的评估值为 6.4 亿元,股份价值为 7.3863 元/股,这是国家股东认可的股份价值,略高于 6.3021 元/股(05 年一季度)的净资产。

2) 以国家股价值为基准估算送股比例

如果假设非流通股股东在股权分置改革前后所拥有的价值量不变,那么非流通股股东送股后的股份总量乘以股票市价(自然除权后)应该等于 7.3863 元/股乘以送股前的股份总量:

- 送股前非流通股份总量: 12,193.01 万股。
- 送股前非流通股份每股价值: 7.3863 元/股。
- 从目前的市场情况看,自然除权后,二级市场股价的跌幅一般在 10%以内,如果以大商股份(600694)目前 13.20 元/股的市价推算,自然除权后,股价应该在 11.88 元/股左右。
- 按照上述假设,非流通股向流通股送股完成后,剩余的股份应该为:(7.3863 乘以 12193.01)除以 11.88,结果为 7581 万股。
- 非流通股股东需向流通股送 4612 万股。
- 目前流通股股份总量为 17178.85 万股,照此推算的送股比例为 10 送 2.68 股。

公司未来扩张情况分析

“东北店网”基本构建完毕后,公司的战略发展重点已经转移至华北,以公布的收购计划——“石家庄北人项目”预计将会拖至 05 年年末。

除了北人项目,公司在天津、郑州等地也有一些投资项目正在洽谈。

公司走出东北进行异地扩张,能否成功确实存在一定的风险,但是由于东北与华北的人文环境非常相似,都属于北方文化圈,借助公司近 10 年的并购扩张经验,我们认为扩张成功的概率高于失败的概率。

我们也不否认,随着购并领域竞争的加剧,政府优惠政策的减少,购并的成本会有所增长,购并项目的效益可能会不如在东北那么高,但是保持购并项目正常的盈利水平问题并不大(龙头企业应该享受行业平均以上的利润水平)。

四、估值及投资策略

按照对公司最新的盈利预测,公司未来三年的复合增长率为 26.37%,海外市场对于未来复合增长率超过 20%的零售公司,一般给予 20—25 倍的动态市盈率,作为百货行业的龙头公司,我们认为给予公司 20 倍的动态市盈率不为过,照此,公司的价值为 15.4 元/股,如果股权分置改革能够实现 10 送 2 到 2.68 股,那么公司价值提升至 18.48—19.53 元/股(图 1)。

图 1 海外公司估值对比

| 类型 | 名称 | 代码 | 股价 (0805) | 2004E | 2005E | 2006E | 2007E | 04-07 复合增长率 | 04年净资产收益率 | 2005年净资产收益率 |
|--------|--------------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------------|-----------|-------------|
| 国际超市公司 | WALMART | WMT US | 49.32 | 2.41 | 2.66 | 3.04 | 3.43 | 12.48% | 20.79% | 20.46% |
| | CARREFOUR | CA FP | 38.56 | 2.72 | 2.89 | 3.12 | 3.33 | 6.98% | 18.12% | 13.34% |
| | TARGET | TGT US | 55.47 | 2.07 | 2.58 | 2.99 | 3.5 | 19.15% | 14.48% | 21.5% |
| | TESCO | TESO LN | 332.2 | 18.3 | 20.9 | 23 | 25.8 | 12.12% | 15.08% | 15.89% |
| 香港超市公司 | 华润超市 | 980 HK | 8.30 | 0.36 | 0.43 | 0.53 | 0.64 | 21.14% | 12.47% | 19.30% |
| | 物美超市 | 3277 HK | 12.85 | 0.39 | 0.56 | 0.74 | 0.97 | 35.49% | 9.25% | 22.95% |
| 连锁家电公司 | BestBuy | BBY US | 50.40 | 1.96 | 2.22 | 2.55 | 3.08 | 16.25% | 20.99% | 22.68% |
| | Circuit City | CC US | 17.68 | 0.31 | 0.6 | 0.8 | 1.09 | 52.06% | 2.95% | 29.47% |
| | 国美电器 | 493 HK | 4.86 | 0.22 | 0.34 | 0.41 | 0.6 | 39.71% | 42.68% | 14.34% |
| 美国百货公司 | 西尔斯控股 | SHELD US | 146.57 | 5.05 | 6.25 | 7.95 | 9.31 | 22.62% | | 23.45% |
| | 彭尼 | JCP US | 51.93 | 2.31 | 3.21 | 3.76 | 4.53 | 25.17% | 10.79% | 16.38% |
| | 梅西 | FD US | 71.33 | 3.86 | 4.86 | 5.28 | 5.9 | 15.29% | 11.17% | 15.30% |
| | 五月 | MAY US | 40.35 | 1.74 | 1.89 | 1.8 | 2.09 | 6.30% | 11.71% | 21.35% |
| | 迪克逊 | DDS US | 22.30 | 1.41 | 0.71 | 0.89 | 1.03 | -9.94% | 5.06% | 31.41% |

数据来源: Bloomberg, FirstCall, 公司年报, BBY进行了除权

不考虑股权分置送股的影响, 公司 15.4 元/股的价值高于 13.20 元/股的市价, 具有一定的投资价值, 如果考虑股权分置送股, 那么公司具有很高的投资价值, 由于股权分置改革在时间以及送股比例上存在较大不确定性, 分置改革的超额价值具有较强的“时间换空间的概念”, 综合上述分析我们仍维持谨慎推荐——A 的投资评级, 建议长期持有。

附表 1: 公司资产负债表

| 会计年度: | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 62,323 | 27,785 | 75,643 | 122,426 |
| 应收票据 | 32 | 117 | 124 | 128 |
| 应收帐款 | 2,303 | 2,898 | 3,066 | 3,165 |
| 其他应收款 | 8,524 | 9,789 | 10,359 | 10,694 |
| 预付帐款 | 21,372 | 21,481 | 22,716 | 23,440 |
| 存货 | 70,035 | 86,246 | 91,049 | 93,879 |
| 待摊费用 | 2,984 | 3,916 | 4,144 | 4,277 |
| 流动资产合计 | 167,573 | 146,016 | 200,535 | 251,238 |
| 长期投资合计 | 12,819 | 12,819 | 12,819 | 12,819 |
| 固定资产净值 | 439,001 | 447,272 | 429,293 | 410,481 |
| 固定资产净额 | 439,001 | 447,272 | 429,293 | 410,481 |
| 在建工程 | 13,744 | 13,744 | 13,744 | 13,744 |
| 固定资产合计 | 452,745 | 461,016 | 443,037 | 424,225 |
| 无形资产 | 998 | 978 | 958 | 938 |
| 长期待摊费用 | 1,822 | 1,458 | 1,093 | 729 |
| 无形资产及其他资产合计 | 2,820 | 2,436 | 2,052 | 1,667 |
| 资产总计 | 635,957 | 622,287 | 658,443 | 689,948 |

| | | | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 短期借款 | 146,207 | 80,000 | 80,000 | 80,000 |
| 应付票据 | 23,464 | 28,202 | 29,773 | 30,698 |
| 应付帐款 | 108,277 | 132,812 | 140,382 | 144,924 |
| 预收帐款 | 4,574 | 5,575 | 5,885 | 6,068 |
| 应付工资 | 891 | 1,124 | 1,196 | 1,242 |
| 应付福利 | 6,352 | 7,911 | 8,423 | 8,740 |
| 应付股利 | 32 | 0 | 0 | 0 |
| 应交税金 | 9,681 | 9,000 | 9,000 | 9,000 |
| 其他应交款 | 78 | 50 | 50 | 50 |
| 其他应付款 | 89,825 | 98,380 | 103,859 | 107,087 |
| 预提费用 | 143 | 177 | 187 | 194 |
| 流动负债合计 | 394,772 | 363,231 | 378,756 | 388,003 |
| 长期借款 | 37,123 | 37,123 | 37,123 | 37,123 |
| 长期负债合计 | 37,123 | 37,123 | 37,123 | 37,123 |
| 负债合计 | 431,895 | 400,354 | 415,879 | 425,126 |
| 少数股东权益 | 25,191 | 24,991 | 24,691 | 24,191 |
| 股本 | 26,702 | 29,372 | 29,372 | 29,372 |
| 资本公积金 | 110,440 | 107,770 | 107,770 | 107,770 |
| 留存收益 | 41,729 | 59,800 | 80,731 | 103,490 |
| 股东权益合计 | 178,871 | 196,942 | 217,873 | 240,632 |
| 负债和股东权益总计 | 635,957 | 622,287 | 658,443 | 689,948 |

附表 2: 公司损益表

| 会计年度: | 2,004 | 2,005 | 2,006 | 2,007 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 635,445 | 783,121 | 828,715 | 855,496 |
| 减: 主营业务成本 | 536,545 | 655,864 | 692,391 | 713,911 |
| 主营业务税金及附加 | 3,295 | 3,916 | 4,057 | 4,149 |
| 主营业务利润 | 95,605 | 123,342 | 132,267 | 137,435 |
| 加: 其他业务利润 | 32,115 | 36,611 | 38,784 | 39,781 |
| 营业费用 | 23,479 | 27,801 | 28,881 | 29,857 |
| 管理费用 | 72,706 | 89,902 | 95,717 | 99,323 |
| 财务费用 | 8,717 | 6,311 | 6,263 | 5,923 |
| 营业利润 | 22,818 | 35,938 | 40,190 | 42,113 |
| 加: 投资收益 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收入 | 536 | 600 | 600 | 600 |
| 减: 营业外支出 | 1,012 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 利润总额 | 22,387 | 35,538 | 39,790 | 41,713 |
| 减: 所得税 | 8,442 | 13,149 | 13,927 | 13,765 |
| 减: 少数股东损益 | (152) | (200) | (300) | (500) |
| 净利润 | 14,098 | 22,589 | 26,164 | 28,448 |

附表 3: 现金流量表

| 会计年度: | 2,004 | 2,005 | 2,006 | 2,007 |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 71,420 | 97,779 | 84,355 | 83,395 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 0 | (50,000) | (25,000) | (25,000) |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 64,422 | (82,318) | (11,496) | (11,612) |
| 现金期末余额 | 160,374 | 27,785 | 75,643 | 122,426 |
| 现金期初余额 | 24,532 | 62,323 | 27,785 | 75,643 |
| 现金净增加额 | 135,842 | (34,538) | 47,858 | 46,783 |

附表 4: 基本财务比率表

| 会计年度: | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | | | | |
| 销售毛利率 | 15.56% | 16.25% | 16.45% | 16.55% |
| 销售净利率 | 2.22% | 2.88% | 3.16% | 3.33% |
| 净资产收益率 | 7.88% | 11.47% | 12.01% | 11.82% |
| 负债能力 | | | | |
| 流动比率 | 0.42 | 0.40 | 0.53 | 0.65 |
| 速动比率 | 0.25 | 0.18 | 0.30 | 0.42 |
| 资产负债比率 | 0.68 | 0.64 | 0.63 | 0.62 |
| 现金流量 | | | | |
| 每股经营现金流 | 2.67 | 3.33 | 2.87 | 2.84 |
| 净利润现金含量 | 5.07 | 4.33 | 3.22 | 2.93 |
| 营运能力 | | | | |
| 应收账款周转率 | 353.43 | 328.66 | 326.96 | 323.02 |
| 存货周转率 | 9.12 | 8.63 | 8.22 | 8.13 |
| 发展能力 | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 23.67% | 23.24% | 5.82% | 3.23% |
| 净利润增长率 | 68.54% | 60.23% | 15.82% | 8.73% |
| 净资产增长率 | 31.53% | 10.10% | 10.63% | 10.45% |
| 总资产增长率 | 47.14% | -2.15% | 5.81% | 4.78% |

附：招商证券公司投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------|------|----------------------------|
| 短期评级 | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间 |
| | 中性 | 预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间 |
| | 回避 | 股价跌幅为 10%以上 |
| 长期评级 | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平 |
| | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平 |

附：招商证券行业投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|----|----|--------------------------------|
| 评级 | 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数 |

重要说明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归招商证券所有。