

2012 年 07 月 30 日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

目标价(元) 45

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2012/7/27)	38.15
上证综合指数(2012/7/27)	2128.77
股价 12 个月高/低	47/25.62
总发行股数 (百万)	293.72
A 股数 (百万)	293.72
A 市值 (亿元)	112.05
主要股东	大连大商国际有限公司 (08.80%)
每股净值 (元)	13.14
股价/账面净值	2.90
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	14.05 2.09 -7.77

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-4-9	29.24	买入
2012-4-25	35.2	买入

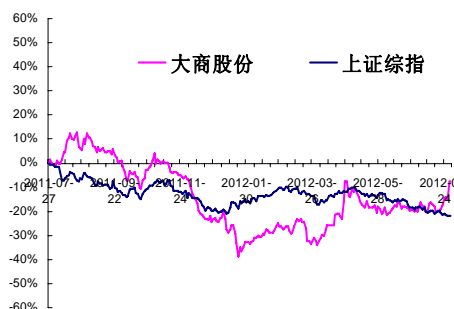
产品组合

百货	58.6%
超市	19.5%
家电连锁	13.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	27.89%
券商集合理财	1.65%

股价相对大盘走势



大商股份(600694.SH)

BUY (买入)

茂业购股或成公司业绩释放导火索

结论与建议:

茂业国际此次收购大商股份股权可以看成产业资本对于公司价值的认可,我们预计公司控制人大连大商国际努力维持公司控股权的可能性非常大,因此收购或可成为大商国际提高控股比例并开始释放公司业绩的直接导火索。

■ **事件介绍:** 7 月 27 日茂业国际公告在 6 月 5 日至 7 月 25 日期间,耗资 4.5 亿元,累计买入 1332.5 万大商股份(600694.SH)的股票,占其总股本的 4.5%。按照公司的说法为看好国内零售行业的发展而进行的战略投资,但没有公布是否有进一步增持的计画。

■ **茂业历次收购情况:** 公司曾多次成功控股的 A 股零售企业并使其实现了业绩的大幅增长,未实现控股的公司也通过股价上涨获利颇丰。作为零售行业经营多年的企业,我们有理由相信茂业对于公司的价值和可改善程度判断准确性较高,茂业系 4 次收购的企业均持有较多的自有物业,资产的安全性较高且和公司自身的商业加地产的经营理念高度吻合,也是上述这 4 家公司成为茂业收购标的的一个重要原因。

■ **此次收购的原因猜想:** 1、认为大商股份目前的业绩有较大的改善空间,希望通过控股公司来深入挖掘内部的盈利能力,但是我们认为这种策略成功的可能性很小,如果茂业系持续买入公司股票则发生股权争夺的可能性较大。2、茂业系认为大商股份的价值被严重低估,未来股价反弹的可能性大,作为财务投资而买入公司股份,如果这样也从一个侧面佐证了大商股份的价值被严重低估。3、茂业国际的重要战略发展区域东北和华北地区是大商股份的主要经营区域,因此也不排除茂业希望同大商合作实现在该地区突破的可能。

■ **盈利预测:** 我们预计 2012 和 20113 年公司将实现净利润 6.83 和 8.96 亿元,同比增长 149%和 31%,对应的 EPS 为 2.33 和 3.05 元,目前股价对应的 PE 为 16.4 和 12.5 倍。公司未来的业绩弹性较大且存在超预期可能,资产安全边界较高,目前的 PS 等指标均处于行业最低位置,维持买入的投资建议。

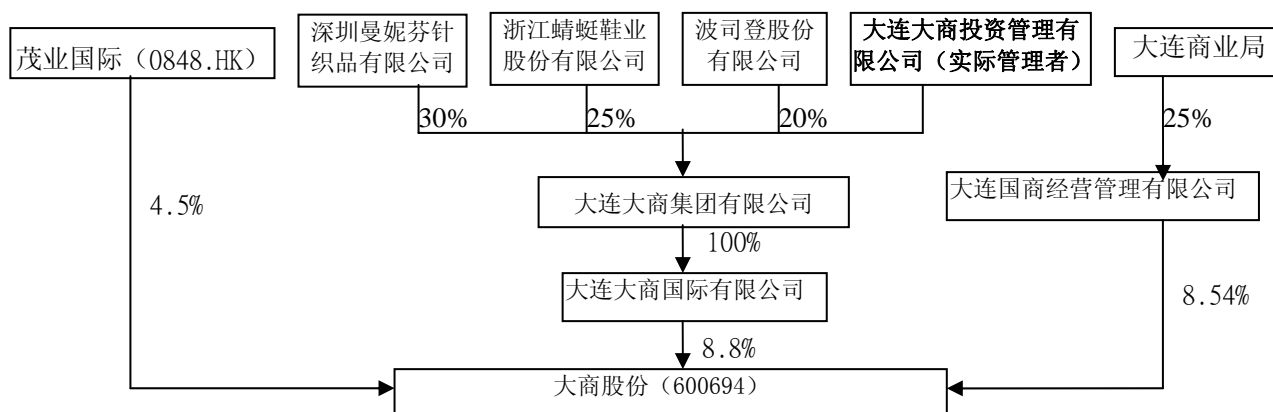
..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	232	-116	122	274	683	896
同比增减	%	-23.57%	-150.16%	204.82%	125.02%	149.25%	31.23%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.788	-0.396	0.415	0.933	2.325	3.051
同比增减	%	-23.57%	-150.16%	204.82%	125.02%	149.25%	31.23%
A 股市盈率(P/E)	X	48.39	-96.46	92.02	40.90	16.41	12.50
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.00	0.30	0.30	0.50
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.79%	0.79%	1.31%

事件介绍

7月27日茂业国际公告在6月5日至7月25日期间，耗资4.5亿元，累计买入1332.5万大商股份（600694.SH）的股票，占其总股本的4.5%。按照公司的说法为看好国内零售行业的发展而进行的战略投资，但没有公布是否有进一步增持的计划。

图1、公司于实际控制人之间的控制关系



资料来源:公司公告

茂业国际历次收购情况

公司曾多次通过二级市场收购零售类企业

在此之前茂业系（茂业国际、中兆投资、大华投资等）曾经多次在A股市场上收购百货类企业，收购企业一般有：股价位于较低位置、公司利润水准较低且可改善幅度大、公司持有的物业面积较多等特征。每次收购公司都是逐渐在二级市场买入并尽可能控股上市公司，由于公司收购时基本处于公司价格的底部因此即使没有完成收购也能在二级市场获得较好的投资回报。

在过去的几次收购中公司成功控股的有成商集团和渤海物流，此后借助自身丰富的物业管理经验通过剥离非商业资产和提高原有门店经营效率实现了业绩的大幅增长。而在收购深国商和商业城的过程中遇到了控股股东较大的抵制未实现控股，但也通过公司股价上涨过程中获利颇丰。

作为零售行业经营多年的企业，我们有理由相信茂业对于公司的价值和可改善程度判断准确性较高，茂业系4次收购的企业均持有较多的自有物业，资产的安全性较高且和公司自身的商业加地产的经营理念高度吻合，也是上述这4家公司成为茂业收购标的的一个重要原因。

图2、茂业国际几次收购情况

公司名称	完成收购时间	持股比例	收购前净利率	2011净利率	自有物业面积 (万平米)	自有物业占比	收购后最高涨幅
成商集团	2005.8	67% (控股)	0.84%	9.59%	42(百货)	89%	900%
渤海物流	2009.12	29.91% (控股)	-5.09%	4.15%	4.27(百货)	40%	80%
深国商	2009.05	13.18%(已减持至8.19%)	-92.59%	-636.02%	13(百货)+10(工业)+35万亩(林地)	100%	300%
商业城	2008年底	12.3%(已减持至10.23%)	0.27%	0.23%	10.6(百货)+23.7(商业)	100%	200%
大商股份	截至2012年7月	4.50%	0.90%	0.90%	150(百货)	43%	
行业平均				3.74%			

资料来源:公司公告

此次收购的几种猜想

大商股份的实际控制人大连大商国际目前仅持有公司总股本的 8.8%，绝对优势并不强，而目前茂业已经持有大商股份 4.5% 的股权。截至 2011 年底茂业拥有帐面现金 14.25 亿元，7 月 26 日公司完成发行第 2 期本金额为 8 亿元人民币、期限为 365 天的融资券，按照大商股份目前的 112 亿的市值还能收购 7.14% 的股权，此外也不排除黄茂如控制的中兆投资等也加入收购行列的可能。

关于茂业国际此次的收购的目的我们认为出于以下几方面考虑：

1、认为大商股份目前的业绩有较大的改善空间，希望通过控股公司来深入挖掘内部的盈利能力。但是我们认为这种策略成功的可能性很小，首先，大商股份利润水准较低不是由于管理者的门店运营能力较差而造成，而是由于无释放业绩动力所致，且规模也明显大于其他几家，以小食大的几率较低；其次，大商股份的实际控制人相对比较强势且持有 8.54% 股权的大连国商经营管理有限公司也有可能成为一致行动人，如果茂业系持续买入公司股票则发生股权争夺的可能性较大，而国资第二大股东的在这件事上的态度非常重要。

2、茂业系认为大商股份的价值被严重低估，未来股价反弹的可能性大，作为财务投资而买入公司股份。我们认为从茂业以往收购的风格来看，控股的意图较为明显，而通过股价上涨获得投资收益是次优方案。但是作为产业资本的茂业国际的增持也从一个侧面佐证了大商股份的价值被严重低估。

3、茂业国际近期的门店发展开始深入到大商股份的主要经营区域山东和沈阳地区。在原有根据地华南和西南的发展进入瓶颈后，华北地区成为公司的重要战略发展区域，但是作为后来者在招商及和供应商谈判等方面存在一定的劣势，因此也不排除茂业希望同大商合作实现在该地区突破的可能。

图 3、茂业国际门店分布



资料来源：公司公告

公司经营情况

茂业国际：受到消费不振和地区竞争加剧的影响同店增长速度慢

茂业国际 2011 年实现销售收入 104.3 亿元，YOY 增长 43.53%，同店增长为 19.07%，由于新店实现净利润 6.4 亿元，YOY 增长 11.05%。

进入 2012 年由于经济和消费持续低迷的影响以及公司主要的门店位于发展较竞争比较激烈的深圳、四川和江苏等地，因此公司第一季度同店增长仅 1.45%，5 月份同店销售同店下降，而 6 月份同店持平，公司的经营情况并不理想，因此突破目前的经营瓶颈也是公司亟待解决的问题。

大商股份：公司 2011 年之前业绩始终较差，2011 年和 2012

大商股份 2011 年实现销售收入 304 亿元，YOY 增长 24.9%，实现净利润 2.74 亿元，YOY 增长 125%。从公司的经营情况来看由于公司调整折旧年限对于公司业绩的负面影响已经逐渐缓解，此外从国资退居第二大股东等方面看来公司的实际控制

年 1 季度公司净利润出现大幅增长，公司的估值水准处于行业最低位

人大连大商国际有限公司未来控股地位加强的可能性进一步增大，释放业绩的意愿也将提高，因此公司 2012 年 1 季度营收 88.9 亿元，YOY 增长 1.21%，实现净利润 4.09 亿元，YOY 增长 191%。但是从目前来看大商国际的实际控制地位并不突出，持股比例仍然偏小，因此此次茂业的购股行为可能成为大商国际提高控股比例的导火索，届时上市公司的业绩释放将有望加速。

从目前公司估值的行业横向比较来看，由于公司的利润我们认为未能完全体现因此 PE 水准从表面上看来较高，但是从可操作性较小的 PS 和 P/经营性现金流入净额两个指标来看公司估值水准基本处于行业最低位。

图、部分跨省发展的百货企业情况

公司名称	总市值 (亿元)	门店数量	总建筑面积	PE (2011)	净利率 (2011)	PS (2011)	2011 年营收 (亿元)	P/经营性现金 净流入 (2011)
友谊股份	165	38 (百货) + 5320 (超市)	180 (未统计联 华超市面积)	11.8	4.1%	0.35 (由于持有 联华超市 55.2%的 股权因此较低)	470	4.61
王府井	124	33(百货)	130	21.3	3.7%	0.74	167	7.4
首商股份	51	17(百货)	54	14.8	4.6%	0.44	117	5.79
天虹商场	85	46 (百货+超市)	110	14.8	4.4%	0.65	130	4.95
金鹰商贸	211	22 (百货)	88	17.4	8.5%	1.48	143	10.17
银泰百货	116	28(百货)	121	14.1	7.1%	1.00	116	6.75
茂业国际	53	37(百货)	112	8.3	6.2%	0.51	104	6.57
大商股份	112	128 (百货)	360	40.9	0.9%	0.37	304	4.11

资料来源：公司公告

盈利预测

我们预计 2012 和 20113 年大商将实现净利润 6.83 和 8.96 亿元，同比增长 149% 和 31%，对应的 EPS 为 2.33 和 3.05 元，目前股价对应的 PE 为 16.4 和 12.5 倍。

公司未来的业绩弹性较大且存在超预期可能，目前的 PS 等指标均处于行业最低位置，拥有自有物业 150 万平米，资产的安全边界较高，此次茂业的购股可能成为控制人提高持股比例和公司业绩释放的直接导火索，维持公司买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业额	18850	21163	24343	30404	34495	41739
经营成本	15181	17245	19732	24749	27701	33600
营业税金及附加	202	222	261	367	391	438
营业费用	744	1209	1500	1818	2090	2546
管理费用	2479	2239	2341	2793	3139	3631
财务费用	175	154	148	135	94	125
资产减值损失	39	24	51	83	20	20
营业利润	31	69	309	459	1067	1378
营业外收入	413	53	78	87	63	60
营业外支出	24	92	74	43	76	60
税前利润	420	30	313	503	1054	1378
所得税	180	121	210	220	314	452
少数股东权益	8	25	-19	9	57	30
净利润	232	-116	122	274	683	896

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
货币资金	1450	2846	3361	4883	6797	9374
应收帐款	450	69	159	244	268	295
预付帐款	290	387	331	126	145	174
存货净额	1820	1437	1442	575	747	1121
流动资产合计	4125	5221	5871	6535	8358	11365
长期投资净额	15	49	118	257	283	312
固定资产合计	4361	4054	3919	4368	4805	5286
无形资产合计	950	967	1023	1072	1126	1182
资产总计	9451	11032	11917	13209	15289	18833
流动负债合计	5970	6181	7394	8646	10118	13012
长期负债合计	1038	1742	1326	750	462	318
负债合计	7008	7923	8720	9396	10580	13329
少数股东权益	131	105	-68	274	301	346
股东权益合计	3216	3109	3197	3813	4408	5157

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	1211	1226	1730	2722	2994	3593
投资活动产生的现金流量净额	-802	-385	-807	-755	-792	-872
筹资活动产生的现金流量净额	60	284	-447	-360	-288	-144
现金及现金等价物净增加额	462	1125	473	1602	1914	2577

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。