

百货零售  
署名人: 徐晓芳  
S0960511030019  
0755-82026826  
xuxiaofang@china-invs.cn

### 6-12个月目标价: 48.81元

当前股价: 37.10元

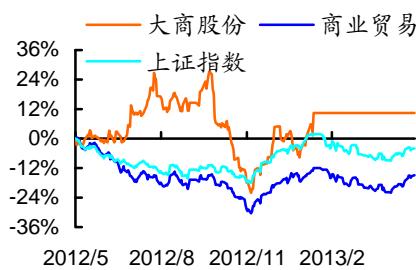
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2293.08
总股本(百万)	294
流通股本(百万)	294
流通市值(亿)	109
EPS	1.39
每股净资产(元)	16.47
资产负债率	66.3%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
大商股份	0.00%	0.00%	28.20%
商业贸易	8.87%	1.19%	16.83%
上证指数	5.29%	-0.87%	15.16%



### 相关报告

《大商股份: 高基数下业绩基本与去年持平, 稳定性增强—2013年1季报点评》  
2013-4-22  
《大商股份-分红创公司历史记录, 业绩稳定性将增强》2013-4-3  
《大商股份-预计2012年业绩同比增260%左右, 超市场预期》2013-1-30

## 大商股份

**600694**

**强烈推荐**

### 资产重组意义深远; 注入资产估值较贵

公司公告《大商股份发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》, 拟向大商集团和大商管理分别发行6011万股和7191万股, 用于收购其部分优质商业资产, 发行价37元/股; 同时, 拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过12亿元, 发行底价37元/股。

#### 投资要点:

- **资产注入:** 大商集团将其在辽宁的大部分门店(幸福一家超市、大连商场北楼等)、广西的全部门店(桂林微笑堂商厦、铁西超市)和电子商务平台注入上市公司, 交易金额22.24亿元; 大商管理将其在辽宁的大部分门店(盘锦新玛特总店、麦凯乐盘锦店)和黑龙江、内蒙古的全部门店注入上市公司, 交易金额26.6亿元。
- **溢价发行, 注入资产估值较高, EPS略有摊薄:** 1、定增价38元/股(分配实施后37元), 较定价基准日前20个交易日交易均价33.65元溢价12.92%; 2、注入资产对应2012年PS、PE、PB分别为0.9、16.81和12.33倍; 对应2013年预测PS、PE分别为0.76、12.79倍, 估值较高; 3、重组完成后2013年备考预测的EPS为3.25元(未考虑非经常性损益因素和配套融资, 考虑配套融资为3.02元); 低于2012年的EPS3.33元, 高于2012年扣非后的EPS3.13元。
- **公司对拟注入资产估值较高的原因:** 1) 拟注入资产质地优良, 主要为盈利能力强的明星店和刚渡过盈亏平衡点、业绩处于快速释放期的次新门店。2) 注入资产主要采用轻资产、租赁运营的商业模式, 且主要是注入的优质门店, 其会计核算的账面净资产没有反映公司其他门店对其在管理、招商等内部资源上的输出。
- **业绩承诺与门店托管:** 1、大商集团和大商管理对2013-15年业绩均进行了承诺, 3年CAGR16.72%, 任何一年不达预期上市公司均会以股份补偿方式回购股票; 2、未注入门店由上市公司托管, 托管费为净利润增长额的5%。
- **资产重组具有深远意义:** 1、管理层与二级市场股东利益更为一致: 重组后大商系持有34.46%股权(考虑了配套融资), 牛钢将成为公司的实际控制人, 部分管理人通过大商集团和大商管理持有上市公司股份。2、解决同业竞争, 发挥协同效应: 大商系所有商业资产(批发市场等除外)均以直接持有或托管的方式汇聚在上市公司, 只有上市公司才可开设新门店; 规模效益、协同效应增强; 创业团队回归上市公司; 3、依托重组后的规模优势, “自销直营”等行业变革更加可行。
- **盈利预测与估值:** 2013年, 公司投资逻辑切换为资产注入带来的治理结构改善、规模效益提升、业绩稳定性增强。因重组尚有不确定性, 维持原盈利预测: 预计2013-2015年归属净利润增长12.9%、13.9%和15.1%, 对应EPS3.75、4.28和4.92元。给予2013年13倍PE, 目标价48.81元; 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 1、重组方案遭遇股东否决; 2、原上市公司门店出现业绩负增长等

#### 主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	31859	35532	39917	45226
收入同比(%)	4.8%	11.5%	12.3%	13.3%
归属母公司净利	977	1103	1256	1445
净利润同比(%)	257%	13%	14%	15%
毛利率(%)	19.9%	19.7%	19.9%	19.9%
ROE(%)	22.1%	19.9%	19.5%	19.2%
每股收益(元)	3.33	3.75	4.28	4.92
P/E	11.15	9.88	8.68	7.54
P/B	2.46	1.97	1.69	1.45
EV/EBITDA	3	3	3	2

资料来源: 中投证券研究所

## 一、重组草案：资产注入+配套融资，EPS 略有摊薄

停牌 3 个多月后，大商股份发布重组草案《大商股份发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，核心内容如下：

### 1、购买资产：

- 1) 向公司第一大股东大商国际的直接控股股东大商集团发行 60,108,918 股，发行价 37 元/股，即以 222,403 万元收购其持有的商业零售业务：5 家分公司的相关资产负债、一处商业物业、4 家子公司的股权和 6 家参股公司的少数股权。
- 2) 向公司间接控股股东大商管理发行 71,908,918 股，发行价 37 元/股，即以 266,063 万元收购其持有的商业零售业务 3 家分公司的相关资产负债与 1 家子公司的股权。

### 2、配套融资

拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票，募集配套资金总额不超过 120,000 万元，发行价格不低于 37 元/股，定价原则为询价发行，股份发行数量不超过 32,432,432 股。

根据该草案，重组完成后大商国际、大商集团、大商管理和牛钢分别持有上市公司 5.64%、13.12%、15.69% 和 0.01% 的股权，合计持有上市公司 34.46% 的股份，牛钢将成为公司的实际控制人（假设配套融资按 37 元/股的价格发行股份且全额募足）。

表 1 发行股份购买资产数据资料

资产注入方	定增股份 (股)	定增价格 (元/股)	交易金额 (元)
大商集团	60,108,918	37	2,224,029,966
大商管理	71,908,918	37	2,660,629,966
合计	132,017,836	37	4,884,659,932

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

限售期：(1) 大商集团和大商管理本次重组取得的股份锁定 36 个月；(2) 配套资金对应的股份锁定 12 个月。

2012 年，大商股份 EPS 为 3.33 元，扣除非经常性损益后的 EPS 为 3.13 元；按该草案重组完成后 2013 年备考预测的 EPS 为 3.25 元（未考虑非经常性损益因素和配套融资，考虑配套融资为 3.02 元）。重组对 EPS 略有摊薄，扣除非经常性损益后的 EPS 略有增厚。

关于发行股份的定价：向大商集团和大商管理发行股份购买资产的股价和配套资金发行底价定为 38 元/股，较定价基准日前 20 个交易日大商股份股票的交易均价 33.65 元溢价 12.92%。2012 年利润分配方案实施后，定增价调整为 37 元/股。

## 二、注入资产质地优良，估值较高

### 1、注入资产的内容

**大商集团注入资产包括：**幸福一家超市分公司、长兴岛超市分公司、绿波超市分公司、大连商场分公司、交电分公司的相关资产和负债、大连商场北楼物业、庄河千盛 100% 股权、东港千盛 100% 股权、大商电商 100% 股权、桂林微笑堂 50% 股权与营口新玛特 10% 股权、大庆长春堂 10% 股权、锦州百货 7.43% 股权、中百联合 4% 股权、沈阳新玛特 3% 股权、铁西新玛特 3% 股权。

**大商管理注入资产包括：**第一分公司、第三分公司、盘锦分公司的相关资产和负债、哈一百 90% 股权。

### 2、注入资产质地优良，估值较高

以大商集团拟注入资产 22.24 亿元和大商管理拟注入资产 26.6 亿元的交易价格测算，对应 2012 年 PS、PE、PB 分别为 0.9、16.81 和 12.33 倍；对应 2013 年预测 PS、PE 分别为 0.76、12.79 倍。而重组前，上市公司 2012 年静态 PS、PE、PB 分别为 0.34、11.16 和 2.37 倍，注入资产估值较高。

公司对拟注入资产估值较高的原因：

1) 拟注入资产质地优良，主要为盈利能力强的明星店和刚渡过盈亏平衡点、业绩处于快速释放期的次新门店，故享有较高的 PS、PE。

2) 注入资产主要采用轻资产、租赁运营的商业模式，且主要是注入的优质门店，其会计核算的账面净资产没有反映公司其他门店对其在管理、招商等内部资源上的输出，故造成 PB 较高。

表 2 对大商集团和大商投资拟注入资产的合并分析

指 标		2012 年度	2013 年
资产结构、盈利指标	资产负债率	77.98%	
	毛利率	22.22%	
	净利率	6.05%	
	ROE	82.41%	
估值指标	PS	0.90	0.76
	PB	12.33	
	PE	16.81	12.79

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表 3 大商集团拟注入资产财务情况（单位：万元）

项目	2013 预测	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
资产总额		89,090.55	84,815.31	86,646.96
负债总额		54,325.46	49,577.31	51,052.58
归属母公司的所有者权益		25,471.20	26,590.19	27,691.78
资产负债率		61.0%	58.5%	58.9%
项目	2013 预测	2012 年度	2011 年度	2010 年度

营业收入	260,792.07	161,891.67	153,442.80	121,482.50
增长率	61.1%	5.5%	26.3%	
营业成本	211,354.28	127,757.02	121,323.84	95,247.11
利润总额	21,267.24	11,050.61	7,728.89	2,866.42
净利润	16,340.04	8,398.82	5,807.34	1,679.15
增长率	94.6%	44.6%	245.8%	
归属母公司所有者净利润	94.6%	6,373.18	4,704.68	1,556.42
毛利率	13,361.28	21.1%	20.9%	21.6%
净利率	19.0%	5.2%	3.8%	1.4%
ROE		33.0%	21.8%	6.1%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

表 4 大商管理拟注入资产财务情况（单位：万元）

项目	2013 预测	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
资产总额		142,142.90	122,550.16	19,226.06
负债总额		125,995.74	116,215.25	19,119.27
归属母公司的所有者权益		14,156.17	5,486.89	106.78
资产负债率		88.6%	94.8%	99.4%
项目	2013 预测	2012 年度	2011 年度	2010 年度
营业收入	379,889.66	378,241.79	255,416.51	131,373.05
增长率	0.4%	48.1%	94.4%	
营业成本	294,473.94	292,369.51	205,994.13	112,940.86
利润总额	35,869.32	32,435.56	15,532.49	6,126.74
净利润	26,886.62	24,258.51	11,485.47	4,578.03
增长率	10.8%	111.2%	150.9%	
归属母公司所有者净利润	24,835.19	22,687.79	10,737.44	4,578.03
毛利率	22.5%	22.7%	19.3%	14.0%
净利率	7.1%	6.4%	4.5%	3.5%
ROE		171.4%	209.3%	4287.3%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

### 三、业绩承诺：3年CAGR16.72%，完不成股份补偿

大商集团、大商管理同意，如果其下属标的资产 2013 年度、2014 年度、2015 年度任一会计年度的经审计的扣除非经常性损益后的净利润未能达到盈利预测数，则不足部分由大商集团、大商管理分别在其下属标的资产当年审计报告出具后，以股份补偿方式向上市公司全额补偿。

具体方法为：上市公司以总价人民币 1 元的价格，定向回购大商集团、大商管理持有的一定数量上市公司股份（各年度累计回购股份数量的上限为本次交易大商集团、大商管理认购的股份数量），获得对差额的补偿。各年已经补偿的股份不冲回。

公式为：

盈利承诺期内各年回购股份数量 = (截至当期期末累积盈利预测数 - 截至当期期末累积实际盈利数) × 认购股份总数 ÷ 承诺期内各年盈利预测数的总和 - 已补偿股份数量。

表 5 对拟注入资产在 3 年承诺期的净利润承诺 (单位: 万元)

	2012 年(已审计)	2013 年	2014 年	2015 年	合计
大商集团下属 标的资产	6,373.18	13,834	20,120	22,577	<b>56,531</b>
大商管理下属 标的资产	22,687.79	24,835	20,974	23,633	<b>69,442</b>
合计	29,061	38,669	41,093	46,211	125,974
增速		33.06%	6.27%	12.45%	

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

#### 四、资产重组具有深远意义

尽管从各个角度来看，此次资产注入估值较贵，但重组本身意义深远：

##### 1、管理层与二级市场股东利益更为一致

本次重组完成后，大商集团和大商管理将成为公司前两大股东和控股股东；大商集团、大商管理及其一致行动人（包括牛钢直接持有的 26,371 股）合并共计持有本公司 34.46% 股份（假设配套融资按 37.00 元/股的价格发行股份且全额募足）；牛钢将成为公司的实际控制人，部分管理人员通过大商集团和大商管理持有上市公司股份。管理层与二级市场股东的利益更为一致。

表 6 重组前后股权结构对比

股东名称	发行前		发行后		发行后	
			(不考虑配套融资)		(考虑配套融资)	
	股份数量 (股)	持股比例	股份数量 (股)	持股比例	股份数量 (股)	持股比例
大商国际	25,859,580	8.80%	25,859,580	6.07%	25,859,580	5.64%
大商集团			60,108,918	14.12%	60,108,918	13.12%
大商管理			71,908,918	16.89%	71,908,918	15.69%
牛钢	26,371	0.01%	26,371	0.01%	26,371	0.01%
特定投资者					32,432,432	7.08%
国商公司	25,043,382	8.53%	25,043,382	5.88%	25,043,382	5.47%
其他股东	242,789,320	82.66%	242,789,320	57.03%	242,789,320	52.99%
合计	<b>293,718,653</b>	<b>100.00%</b>	<b>425,736,489</b>	<b>100.00%</b>	<b>458,168,921</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

##### 2、解决同业竞争，发挥协同效应

1) 此次重组将大商集团和大商管理的优质资产注入上市公司，其他商业资产由上市公司托管，解决了同业竞争问题。

**只有上市公司才可开设新店：**根据大商集团、大商管理与上市公司签订的《委托管理协议》，大商集团和大商投资未来不开新门店，各项商业资源让渡给上市公司。

**托管费与业绩挂钩：**委托管理期限内，每一管理年度委托管理费用的金额为：委托方各自拥有的各托管公司和托管分公司当年度截至 12 月 31 日经审计的合计税后净利润比前一年度经审计的合计税后净利润增长额的 5%。

2) 2009 年改制期间，公司最优秀的创业团队留在了大商集团和大商管理，此次重组创业团队回归上市公司，重组后大商股份的经营管理能力有望更上一层楼。

3) 重组后，公司的市场份额和议价能力将大为提高，有利于发挥在招商、采购、物流配送等各方面的协同作用，进一步增强公司的盈利能力。

3、重组后，上市公司规模扩大，市场影响力和在产业链中的议价能力增强，有利于公司推动“自销直营”，压缩中间环节，引领行业变革。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	7639	11033	14724	16798
应收账款	6098	9556	13066	14919
其它应收款	241	68	76	86
预付账款	468	554	623	706
存货	115	285	320	362
其他	712	570	640	725
	6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6594	6190	5781	5423
长期投资	33	20	20	20
固定资产	4281	4025	3778	3541
无形资产	1029	1034	1039	1044
其他	1250	1111	944	818
<b>资产总计</b>	14233	17224	20505	22220
<b>流动负债</b>	8670	9458	11302	11709
短期借款	817	900	2000	1500
应付账款	3217	2852	3198	3623
其他	4636	5705	6103	6586
<b>非流动负债</b>	968	2038	2516	2716
长期借款	458	-42	436	636
其他	510	2080	2080	2080
<b>负债合计</b>	9638	11496	13818	14425
少数股东权益	167	197	231	270
股本	294	294	294	294
资本公积	1455	1455	1455	1455
留存收益	1455	1455	1455	1455
归属母公司股东权益	2680	3783	4708	5777
<b>负债和股东权益</b>	4429	5531	6457	7525
	14233	17224	20505	22220

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	2333	3714	2747	3015
净利润	1053	1133	1290	1485
折旧摊销	591	592	607	587
财务费用	60	73	101	106
投资损失	-9	0	0	0
营运资金变动	613	1960	729	813
其它	25	-45	20	24
<b>投资活动现金流</b>	-419	-351	-383	-379
资本支出	335	60	78	99
长期投资	-16	-7	0	0
其他	-100	-298	-305	-280
<b>筹资活动现金流</b>	-683	95	1146	-782
短期借款	98	83	1100	-500
长期借款	151	-500	478	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-932	512	-432	-482
<b>现金净增加额</b>	1231	3458	3510	1854

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	31859	35532	39917	45226
营业成本	25529	28522	31982	36226
营业税金及附加	380	426	527	565
营业费用	1683	1823	2044	2311
管理费用	2884	3191	3533	3998
财务费用	60	73	101	106
资产减值损失	6	50	55	66
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
<b>营业利润</b>	1326	1447	1676	1954
营业外收入	105	100	85	80
营业外支出	34	45	50	65
<b>利润总额</b>	1397	1502	1711	1969
所得税	344	370	421	484
<b>净利润</b>	1053	1133	1290	1485
少数股东损益	76	30	34	39
<b>归属母公司净利润</b>	977	1103	1256	1445
EBITDA	1977	2113	2384	2647
EPS (元)	3.33	3.75	4.28	4.92

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.8%	11.5%	12.3%	13.3%
营业利润	188.9	9.1%	15.8%	16.6%
归属于母公司净利润	256.6	12.9%	13.9%	15.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.9%	19.7%	19.9%	19.9%
净利率	3.1%	3.1%	3.1%	3.2%
ROE	22.1%	19.9%	19.5%	19.2%
ROIC	25.5%	24.5%	26.0%	28.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	67.7%	66.7%	67.4%	64.9%
净负债比率	13.38	12.68%	21.97	18.97%
流动比率	0.88	1.17	1.30	1.43
速动比率	0.80	1.11	1.25	1.37
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	2.32	2.26	2.12	2.12
应收账款周转率	124	218	529	531
应付账款周转率	8.28	9.40	10.57	10.62
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.33	3.75	4.28	4.92
每股经营现金流(最新摊薄)	7.94	12.64	9.35	10.27
每股净资产(最新摊薄)	15.08	18.83	21.98	25.62
<b>估值比率</b>				
P/E	11.15	9.88	8.68	7.54
P/B	2.46	1.97	1.69	1.45
EV/EBITDA	3	3	3	2

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-4-22	《大商股份：高基数下业绩基本与去年持平，稳定性增强— 2013 年 1 季报点评》
2013-4-3	《大商股份-分红创公司历史记录，业绩稳定性将增强》
2013-1-30	《大商股份-预计 2012 年业绩同比增 260% 左右，超市场预期》
2012-10-26	《大商股份 - 毛利率下滑、实际所得税率陡增、净利率大幅回落—2012 年 3 季报点评》
2012-10-17	《大商股份 - 业绩拐点确立，价值逐步回归》
2012-8-24	《大商股份 - 上半年归属净利润增长 233%，业绩拐点进一步确立 — 2012 年中报点评》

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上  
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%  
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上  
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳，中投证券百货零售、奢侈品分析师，中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司：欧亚集团、步步高、大商股份、友好集团、银座股份、重庆百货、友阿股份、天虹商场、广州友谊、新华百货、南京中商、通程控股以及潮宏基、东方金钰、飞亚达A、千足珍珠等。

樊俊豪，连锁零售行业分析师，中山大学金融学硕士。重点覆盖公司：海宁皮城、永辉超市、吉峰农机、苏宁电器、农产品等。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也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的相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务  
中心A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际  
大厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434