

2013年5月28日

张露

zhanglu@e-capital.com.cn

目标价(元)

42

公司基本资讯

产业别	商业贸易
A 股价(2013/5/28)	38.13
上证综指(2013/5/28)	2321.32
股价 12 个月高/低	42.79/26.21
总发行股数(百万)	293.72
A 股数(百万)	293.72
A 市值(亿元)	111.99
主要股东	大连大商国际有限公司 (08.80%)
每股净值(元)	16.47
股价/账面净值	2.32
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.8 2.8 11.7

		近期评等
出刊日期	前日收盘	评等
2012-10-26	35.8	买入
2013-02-01	33.88	买入
2013-04-02	37.10	买入
2013-04-23	37.1	买入

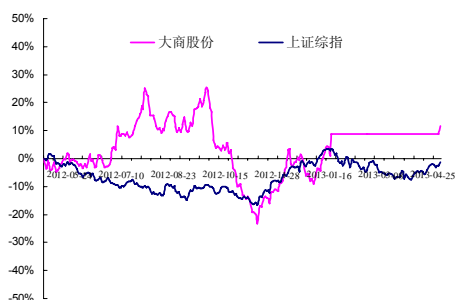
产品组合

百货	60.82%
超市	20.02%
家电连锁	11.04%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	42.7%
一般法人	22.2%

股价相对大盘走势



大商股份(600694.SH)

BUY (买入)

定增收购资产，公司治理将明显改善

结论与建议：

公司公布重组方案，拟向第一大股东大商国际的直接和间接控股股东大商集团定向增发购买零售类资产，同时配套非公开发行 3243 万股募集资金 12 亿元。此次注入的资产对价基本合理，实际控制人的持股比例由之前的 8.8% 大幅提高至 34.46%，长期来看有助于公司彻底解决管理层持股比例过低带来的管理和被收购风险，实现管理层和上市公司利益的统一。

■ **重组方案：**方案包括 3 部分：1) 向公司第一大股东大商国际的直接控股股东大商集团定向增发 6010 万股，交易价格 22.24 亿元，收购其持有的商业零售相关资产。2) 向间接控股股东大商管理定向发行股份 7190 万股，交易价格 26.6 亿元，收购大商管理持有的商业零售业务相关资产。3) 向不超过 10 名特定投资者非公开发行股 3243 万股，募集配套资金总额不超过 12 亿元。

■ **注入资产情况：**此次注入的大商集团和大商管理门店共 28 家，合计营业面积为 57 万平米，租赁和自有物业面积占比分别为 60.2%和 39.8%，2012 年的整体营业收入为 54 亿元，净利润 2.906 亿元，同时承诺 2013-2015 年的合计净利润分别为 3.866、4.109 和 4.621 亿元，增发价格对应承诺利润 2013-2015 年的 PE 为 12.6、11.9 和 10.57 倍，处于行业平均偏下的水准。大商集团部分下属部分未实现稳定盈利的百货、超市门店未纳入本次交易范围，未来成熟后有可能继续注入。

■ **对公司影响：**资产注入完成后大商集团、大商管理及其一致行动人合并共计持有本公司股份由之前的 8.8%大幅提高至 34.46%，彻底解决管理层持股比例过低带来的管理和被收购风险，同时经营范围由原来的东北 3 省、河南和山东扩展到广西、内蒙古等省份，成为跨区发展的大型零售企业，在国内上市的零售企业中销售规模仅次于苏宁、国美和友谊。

■ **盈利预测：**公司给出的重组完成后备考 2013 年每股收益为 3.25 元。我们预计合并后公司 2013 和 2014 年将实现净利润 14.91 和 16.5 亿元，分别同比增长 17.6%和 10.7%，对应的 EPS 为 3.25 和 3.6 元，目前股价对应的 PE 为 11.7 和 10.6 倍，维持买入的投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	-116	122	426	1267	1489	1648
同比增减	%	-150.16%	204.82%	249.95%	197.27%	17.53%	10.68%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	-0.395	0.415	1.451	2.765	3.249	3.596
同比增减	%	-150.16%	204.82%	249.95%	90.57%	17.53%	10.68%
A 股市盈率 (P/E)	X	-96.41	91.98	26.28	13.79	11.73	10.60
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.00	0.30	1.00	1.00
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.00%	0.00%	0.79%	2.62%	2.62%

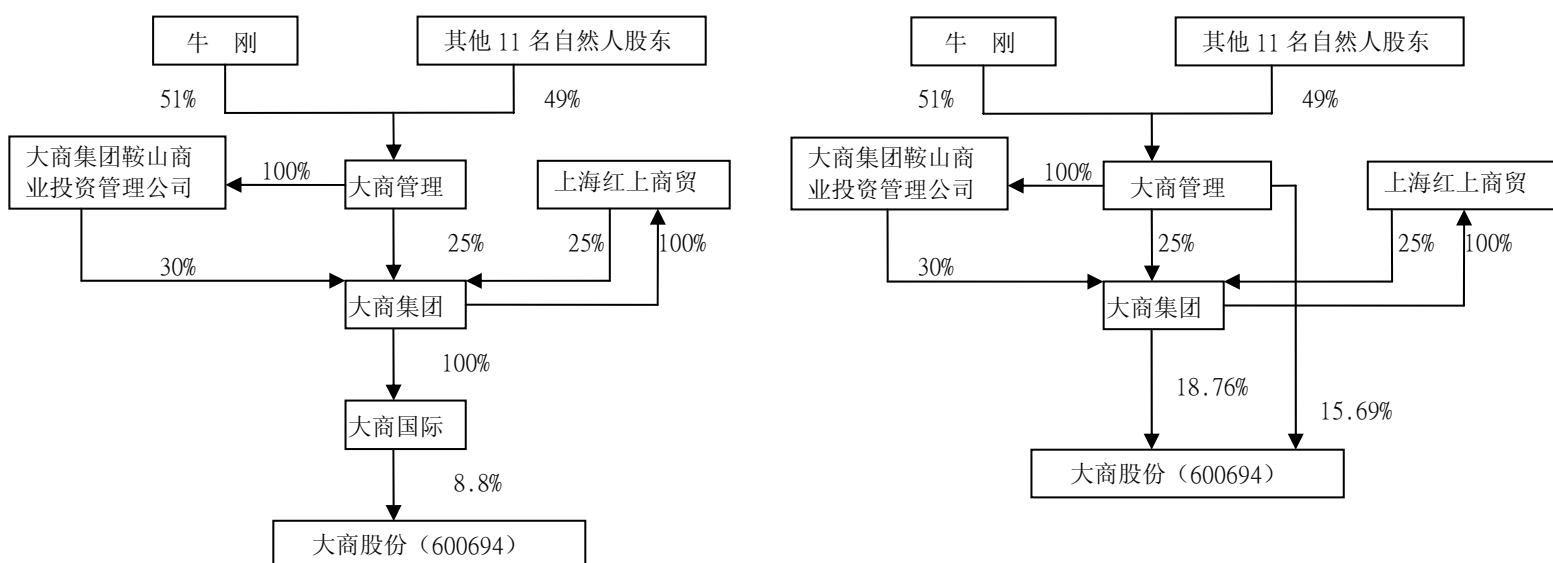
重组方案

公司今日公布资产重组计划具体方案，交易方案包括 3 部分：1) 向公司第一大股东大商国际的直接控股股东大商集团定向增发 6010 万股，交易价格 22.24 亿元，收购其持有的商业零售业务五家分公司的相关资产负债、一处商业物业、四家子公司的股权与六家参股公司的少数股权。2) 向间接控股股东大商管理定向发行股份 7190 万股，交易价格 26.6 亿元，收购大商管理持有的商业零售业务三家分公司的相关资产负债与一家子公司的股权。3) 拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股 3243 万股，募集配套资金总额不超过 12 亿元。

此次定向增发的对应股价为 37 元，和停牌前的收盘价相当，但是高于发行底价（即前 20 个交易日大商股份股票的交易均价 33.6512 元）。

资产注入完成后大商集团、大商管理及其一致行动人合并共计持有本公司股份由之前的 8.8% 大幅提高至 34.46%，彻底解决之前的管理层持股比例过低带来的管理风险和被茂业收购的风险，同时经营范围由原来的东北 3 省、河南和山东扩展到广西、内蒙古等省份，成为跨区发展的大型零售企业，销售规模仅次于苏宁、国美和友谊。

图 1、公司重组前后的股权结构



资料来源：公司公告

注入资产情况

此次注入的资产为大商集团和大商管理旗下较为优质资产，并承诺近期年复合约 10% 的利润增速

此次注入的零售业资产包括大商集团和大商管理旗下的百货、超市和电商分公司等资产（门店 28 家，包括辽宁省大连市 7 家、盘锦市 2 家、黑龙江省哈尔滨市 2 家、广西桂林市 2 家及内蒙古呼伦贝尔和满洲里地区 15 家），在当地基本处于核心商圈内，合计营业面积为 57 万平方米，其中租赁经营物业面积合计约为 34.3 万平方米，自有物业面积合计约为 22.7 万平方米，占比分别为 60.2% 和 39.8%。上市公司的经营范围从原来的东北 3 省、河南和山东等省，拓展至广西和内蒙古自治区。

注入资产 2012 年的整体营业收入为 54 亿元，净利润 2.906 亿元，净利率为 5.38%，高于上市公司 3.07% 的水准。

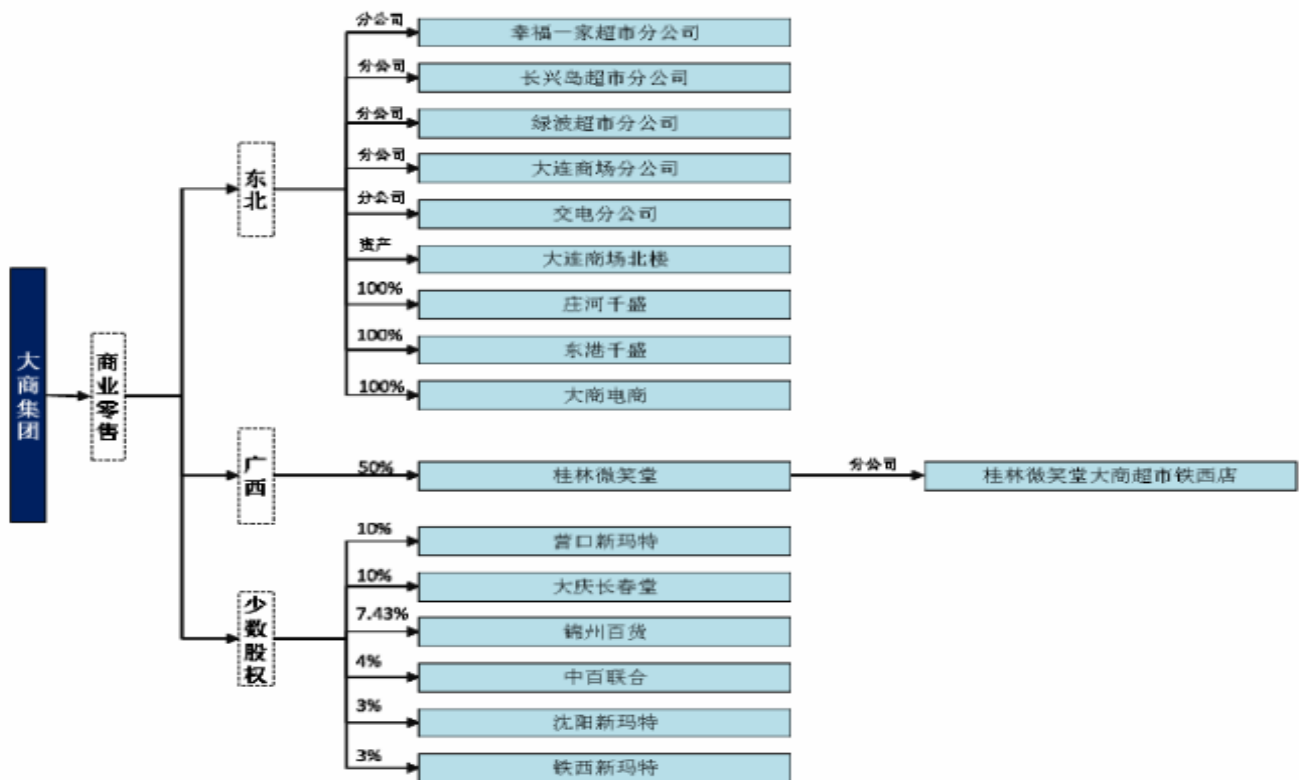
此次注入的直接和间接控股股东资产承诺 2013-2015 年的合计净利润分别为 3.866、4.109 和 4.621 亿元，增发价格对应承诺利润 2013-2015 年的 PE 为 12.6、11.9 和 10.57 倍，处于行业平均偏下的水准。若标的资产净利润未能达到盈利预测数，则上市公司可以总价人民币 1 元的价格，定向回购大商集团、大商管理持有的一定数量上市公司股份，获得对差额的补偿。

大商集团的部分未满足注入条件的门店未注入上市公司

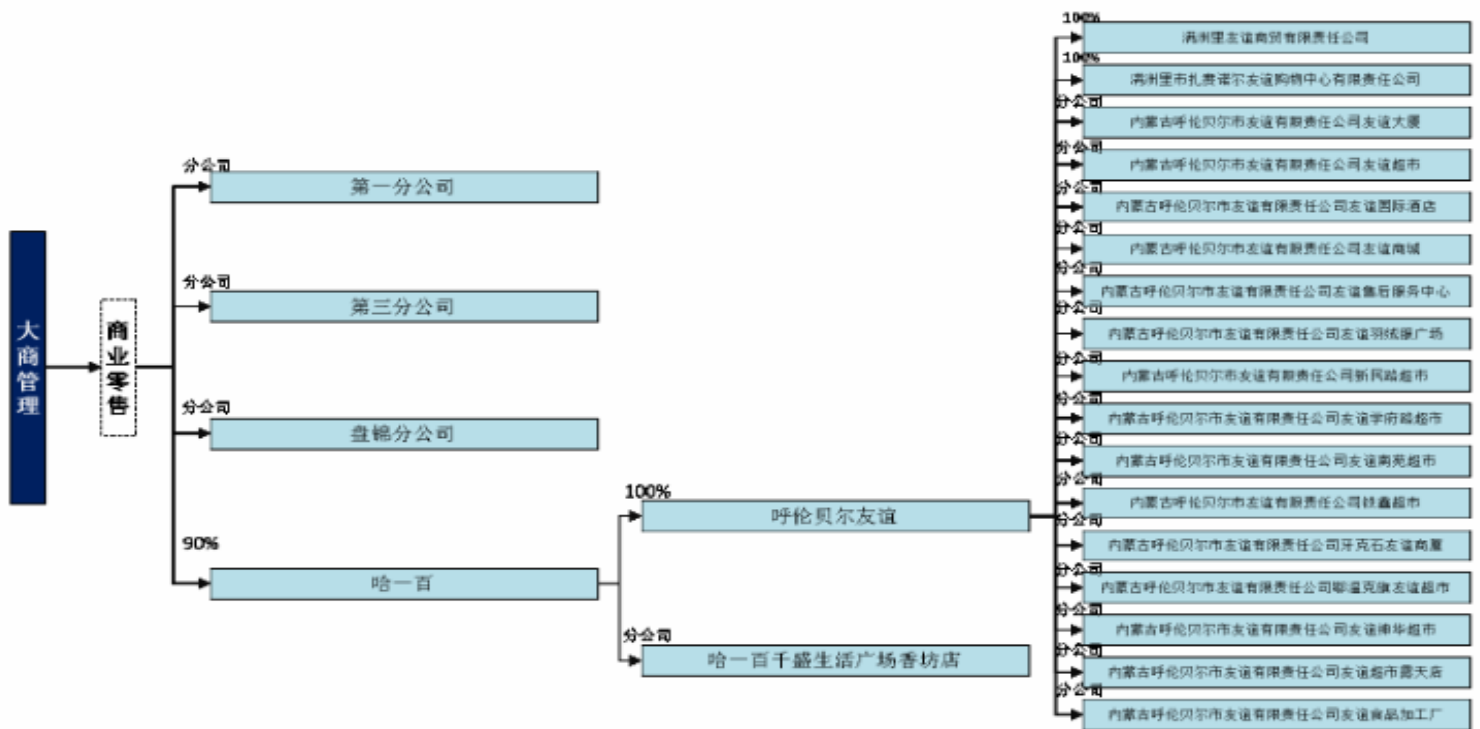
此次大商集团部分下属大商集团河南超市连锁发展有限公司等前述七家控股公司股权和信阳新玛特购物休闲广场有限公司等前述六家参股公司的股权，未实现稳定盈利且净资产为负，未作为标的资产纳入本次交易范围，门店分布于河南、四川和辽宁等省份。

该部分门店在本次交易的资产交割完成后的三年内，承诺在符合置入条件下优先以将上述控股公司的股权或其下属的全部商业零售业务资产、以及上述参股公司的股权全部出售给上市公司。如果到期仍不满足上市公司置入要求的，将出售给第三方、解散或清算，未来彻底消除公司内部同业竞争问题。

图 2、注入资产示意图



63



资料来源：公司公告

盈利预测

公司给出的重组完成后备考 2013 年每股收益为 3.25 元。我们预计合并后公司 2013 和 2014 年将实现净利润 14.91 和 16.5 亿元，分别同比增长 17.6%和 10.7%，对应的 EPS 为 3.25 和 3.6 元，目前股价对应的 PE 为 11.7 和 10.6 倍，维持买入的投资建议。

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 ($ER \leq -30\%$)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

附一：合并损益表

人民币百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业额	21163	24343	34072	36990	40690	44758
经营成本	17245	19732	27693	29551	32487	35740
营业税金及附加	222	261	418	448	448	492
营业费用	1209	1500	2011	1968	2157	2372
管理费用	2239	2341	3017	3204	3499	3849
财务费用	154	148	148	69	73	54
营业利润	69	309	692	1756	2031	2256
营业外收入	53	78	90	109	110	115
营业外支出	92	74	44	35	35	40
税前利润	30	313	738	1830	2106	2331
所得税	121	210	281	453	506	560
少数股东权益	25	-19	30	110	112	124
净利润	-116	122	426	1267	1489	1648

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
货币资金	2846	3361	5540	7148	10211	12835
应收帐款	69	159	989	702	787	865
预付帐款	387	331	150	131	157	188
存货净额	1437	1442	734	857	942	1037
流动资产合计	5221	5871	7414	8838	12097	14925
长期投资净额	49	118	269	274	301	331
固定资产合计	4054	3919	5068	4952	5051	5556
其他非流动资产合计	1709	2008	6996	8838	9280	9744
非流动资产合计	5811	6046	12333	12195	14632	15631
资产总计	11032	11917	19747	21033	26729	30556
流动负债合计	6181	7394	10132	10212	12790	14326
长期负债合计	1742	1326	883	1217	1241	1303
负债合计	7923	8720	11016	11429	14031	15630
少数股东权益	105	-68	383	291	403	527
归属母公司所有者权益	3004	3265	8348	9313	12294	14399
股东权益合计	3109	3197	8731	9604	12697	14926
负债和股东权益总计	11032	11917	19747	21033	26729	30556

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动产生的现金流量净额	1226	1730	2722	2333	3266	3527
投资活动产生的现金流量净额	-385	-807	-755	-419	-755	-793
筹资活动产生的现金流量净额	284	-447	-360	-683	552	-110
现金及现金等价物净增加额	1125	473	1602	1231	3063	2624

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使用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j @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j @。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。