

商业贸易

报告原因: 公司公告

2013年5月28日

市场数据: 2013年2月8日

收盘价(元)	37.1
一年内最高/最低(元)	43.87/25.3
市净率	2.3
A股流通市值(亿元)	111

基础数据: 2013年3月31日

每股净资产(元)	16.47
资产负债率%	66.3%
总股本/流通A股(万)	29372/29372
流通B股/H股(百万)	-/-

近一年股价走势图



■ 成交金额 ■ 大商股份 ■ 上证指数

研究员: 樊慧远

执业证书号 S0760511040001

010-82190307

fanhuiyuan@sxzq.com

联系人: 孟军

010-82190365

mengjun@sxzq.com

地址: 北京市海淀区大柳树路17号 富海大厦808

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

大商股份 (600694)

增持

迈上新平台

维持评级

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

年度	主营收入	增长率	归属母公司		每股收益	市盈率	市净率
			净利润	增长率			
2011A	30404	24.90	274	124.98	0.93	39.81	3.08
2012A	31859	4.79	977	256.60	3.32	11.16	2.46
2013E	35612	11.78	1108	13.36	3.77	9.85	2.08
2014E	40861	14.74	1271	14.74	4.32	8.58	1.67

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

公告内容

公司拟向第一大股东大商国际的直接控股股东大商集团和间接控股股东大商管理分别发行股份, 收购大商集团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, 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; 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, 募集配套资金总额不超过 12 亿元。公司发行股份购买资产的股份发行价格为 37.00 元/股; 非公开发行股票募集配套资金的股份发行价格不低于 37.00 元/股。交易完成后, 公司 2013 年度预测归属于母公司所有者的净利润为 138,422.55 万元。

投资要点:

- **注入资产估值较高。**公司拟向大商集团发行股份, 购买其持有的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、交电分公司等五家分公司的相关资产负债、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。大商集团持有少数股权的上述六家参股公司现均为公司所控股。公司拟向大商管理发行股份, 购买其持有的第一分公司、第三分公司、盘锦分公司等三家分公司的相关资产负债和哈一百90%股权。公司拟收购的大商集团下属商业零售业务标的资产的交易价格为22.24亿元, 拟收购的大商管理下属商业零售业务标的资产的交易价格为26.61亿元。大商集团和大商管理下属标的资产整体对应的2012年市盈率为16.81倍, 2013年预测市盈

率为 12.79 倍，整体估值对应的 2012 年市净率为 12.33 倍。收购资产估值较高的主要原因为：1) 部分资产属于轻资产、租赁运营的商业模式；2) 部分门店尚处于培育期。

- **资产重组对公司治理方面意义深远。**1) 消除同业竞争，明确上市公司地位。2) 明确控股股东、实现上市公司和控股股东利益的统一。3) 消除资本市场对于上市公司控制权不稳定的预期。
- **资产注入有助于完善公司网络。**本次交易完成后，公司将新增门店 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。上述门店的加入将进一步完善和深化公司于辽宁省的门店网络、加强黑龙江省的门店布局，并填补广西和内蒙古两自治区的空白，在新进入区域快速、系统化地建立起门店网络。根据大商集团和大商管理就彻底解决其与上市公司之间同业竞争问题而做出的承诺安排，上市公司未来还将考虑收购大商集团和大商管理在辽宁省、河南省、四川省和云南省的剩余几十家百货、超市门店。随着公司经营规模的跨跃式增长，规模效应和协同效应将逐步体现。
- **补偿协议提供安全边际。**交易完成后，本公司 2013 年度预测归属于母公司所有者的净利润为 13.84 亿元，对应的每股收益为 3.25 元。公司在交易完成后的基本每股收益略有摊薄，扣除非经常性损益后的每股收益略有增厚。根据《盈利预测补偿协议》，大商集团、大商管理与公司约定：在本次交易实施完成日当年及之后的连续两个会计年度中，如果公司以发行股份方式收购的大商集团或大商管理下属标的资产经审计的、扣除非经常性损益后的净利润值未能达到盈利预测数，则公司有权分别以总价人民币 1 元的价格，定向回购大商集团或大商管理持有的一定数量上市公司股份作为补偿。
- **投资建议。**考虑到公司资产重组方案仍有不确定性，我们维持对公司增发前的盈利预测，预计公司 2013 年、2014 年 EPS 分别为 3.77 元和 4.32 元，对应的动态 PE 分别为 10 倍和 9 倍，考虑到公司强大的区域龙头地位，给予公司“增持”评级。
- **风险因素。**1) 重组方案遭到股东否决。2) 公司成本增长过快。



表 1：盈利预测表

利润表 (单位: 百万元)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
一、营业总收入	24,343	30,404	31,859	35,612	40,861
二、营业总成本	24,032	29,945	30,542	34,045	39,063
营业成本	19,732	24,749	25,529	28,525	32,730
营业税金及附加	261	367	380	427	490
销售费用	1,500	1,818	1,683	1,852	2,125
管理费用	2,341	2,793	2,884	3,205	3,677
财务费用	148	135	60	36	41
资产减值损失	51	83	6	0	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	9	0	0
四、营业利润	309	459	1,326	1,567	1,798
加：营业外收入	78	87	105	0	0
减：营业外支出	74	43	34	0	0
五、利润总额	313	503	1,397	1,567	1,798
减：所得税	210	220	344	376	431
六、净利润	103	283	1,053	1,191	1,366
减：少数股东损益	-19	9	76	83	96
归属于母公司所有者的净利润	122	274	977	1,108	1,271
七、每股收益（元）：	0.41	0.93	3.32	3.77	4.32

资料来源：公司公告、山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。