

**大商股份(600694)**
**强烈推荐**
**行业：多业态零售**

## 公司治理结构持续改善中，估值将不断修复

近日，公司公告拟修改公司章程：新增“公开征集投票权”和信息披露媒体；拟修订《股东大会议事规则》：“对中小投资者的表决应当单独计票”、“不得限制或者阻挠中小投资者依法行使投票权”等。这些变化意味着公司治理结构、投资者关系在不断改善中，制约公司估值的因素在不断消除；此外，天狗网APP上线以来运行良好，O2O战略快速推进也有利于估值的提升。

### 投资要点：

- ◆ **三大历史原因导致估值长期折价**：1、历史上业绩波动性大；2、集团业务与上市公司业务存在交集，市场存在同业竞争方面的疑虑；3、公司透明度与投资者的心理预期间存在落差。
- ◆ **站在历史新高度看待大商股份，抑制估值的因素在逐渐消除**：1、业绩稳定性增强：2004-2011年是我国城镇化快速推进、居民消费升级、社会消费品零售总额快速增长的阶段，公司采取了快速开店抢占市场份额的策略，相应业绩波动性较大；2012年以来，零售业形势急转直下，公司转变策略，放慢开店速度，重点在提升现有存量门店的运营能力，同时开拓线上业务，提升客户体验，公司业绩稳定性增强；2、集团零售资产注入上市公司，创业团队回归、充分发挥规模效益、推动直销直营变革、发挥协同效应发展O2O等符合集团、上市公司、管理层、投资者、监管者等各方利益，因此重启重组、解决同业竞争仅是时间问题，且预计不会太久；3、投资者关系不断改善中。
- ◆ **新增“公开征集投票权”“对中小投资者的表决应当单独计票”意义重大**：公司股权相对分散，截至2014年上半年末，公司有股东30,844名，平均持股比例0.003%。公开征集投票权、单独计票充分照顾到中小股东的利益，有利于中小股权聚沙成塔参与公司治理。
- ◆ **上调目标价，维持“强烈推荐”**：公司每股资本公积和未分配利润高达4.95、13.1元，具备高送转的能力。预计公司2014-2016年EPS4.67、5.40和6.11元，上调目标价至47.5元，对应2015年8.8倍PE，维持“强烈推荐”。

**风险提示**：行业低迷、反腐等导致营业收入大幅下滑；天狗网前期亏损超预期

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	33747	33342	36609	41991
收入同比(%)	5.9%	-1.2%	9.8%	14.7%
归属母公司净利润	1179	1373	1585	1795
净利润同比(%)	21%	16%	15%	13%
毛利率(%)	20.6%	21.6%	21.7%	21.7%
ROE(%)	22.2%	21.7%	21.1%	20.3%
每股收益(元)	4.01	4.67	5.40	6.11
P/E	8.71	7.48	6.48	5.72
P/B	1.93	1.62	1.37	1.16
EV/EBITDA	2	2	2	1

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

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

6-12个月目标价： 47.5

当前股价： 35.34  
 评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	294
流通股本(百万股)	294
总市值(亿元)	104
流通市值(亿元)	104
成交量(百万股)	10.91
成交额(百万元)	382.95

### 股价表现



### 相关报告

- 《大商股份：2014年3报点评-行业低迷中突显龙头优势和优秀的运营管理能力季》2014-10-28
- 《大商股份：毛利率提升、资产负债管理有效对冲业绩增速放缓》2014-08-21
- 《大商股份-2013年3季报点评 经营效益提升，3季度业绩小幅超预期》2013-10-24

## 附一：《公司章程》拟主要修订内容：

修订前	修订后
第四十四条 公司召开股东大会的地点为：公司住所地或会议通知公告的其他具体地点。股东大会将设置会场，以现场会议形式召开。公司还将提供网络或其他方式为股东参加股东大会提供便利。股东通过上述方式参加股东大会的，视为出席。	第四十四条 公司召开股东大会的地点为：公司住所地或董事会认为便于股东参加会议的地点，或会议通知公告的其他具体地点。股东大会将设置会场，以现场会议形式召开。公司还应当提供网络或其他方式为股东参加股东大会提供便利。股东通过上述方式参加股东大会的，视为出席。
第七十八条 股东(包括股东代理人)以其所代表的有表决权的股份数额行使表决权，每一股份享有一票表决权。  公司持有的本公司股份没有表决权，且该部分股份不计入出席股东大大会有表决权的股份总数。	第七十八条 股东(包括股东代理人)以其所代表的有表决权的股份数额行使表决权，每一股份享有一票表决权。  <b>股东大会审议影响中小投资者利益的重大事项时，对中小投资者表决应当单独计票。单独计票结果应当及时公开披露。</b>  公司持有的本公司股份没有表决权，且该部分股份不计入出席股东大大会有表决权的股份总数。  董事会（董事局）、独立董事和符合相关规定条件的股东可以征集股东投票权。  <b>公司董事会、独立董事和符合相关规定条件的股东可以公开征集股东投票权。征集股东投票权应当向被征集人充分披露具体投票意向等信息。禁止以有偿或者变相有偿的方式征集股东投票权。公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制。</b>
第八十条 公司应在保证股东大会合法、有效的前提下，通过各种方式和途径，包括提供网络形式的投票平台等现代信息技术手段，为股东参加股东大会提供便利。	第八十条 公司应在保证股东大会合法、有效的前提下，通过各种方式和途径，优先提供网络形式的投票平台等现代信息技术手段，为股东参加股东大会提供便利。
第一百七十二条 公司合并，应当由合并各方签订合并协议，并编制资产负债表及产清单。公司应当自作出合并决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在《上海证券报》和《中国证券报》上公告三次。债权人自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自第一次公告之日起 45 日内，可以要求公司清偿债务或者提供相应的担保。 ”	第一百七十二条 公司合并，应当由合并各方签订合并协议，并编制资产负债表及产清单。公司应当自作出合并决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在《上海证券报》、《中国证券报》、《证券日报》和《证券时报》上公告三次。债权人自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自第一次公告之日起 45 日内，可以要求公司清偿债务或者提供相应的担保。 ”
第一百七十四条 公司分立，其产作相应的分割。公司分立，应当编制资产负债表及"产清单。公司应当自作出分立决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在《上海证券报》和《中国证券报》上公告三次。 ”	第一百七十四条 公司分立，其产作相应的分割。公司分立，应当编制资产负债表及"产清单。公司应当自作出分立决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在《上海证券报》、《中国证券报》、《证券日报》和《证券时报》上公告三次。 ”
第一百七十六条 公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在《上海证券报》和《中国证券报》上公告三次。债权人自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自公告之"日起 45 日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。	第一百七十六条 公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在《上海证券报》、《中国证券报》、《证券日报》和《证券时报》上公告三次。债权人自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自公告之日起 45 日内，有权要求

	公司清偿债务或者提供相应的担保。
第一百八十二条 清算组应当自成立之日起 10 日内通知债权人，并于 60 日内在《上海证券报》和《中国证券报》上公告。债权人应当自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自公告之日起 45 日内，向清算组申报其债权。	第一百八十二条 清算组应当自成立之日起 10 日内通知债权人，并于 60 日内在《上海证券报》、《中国证券报》、 <b>《证券日报》和《证券时报》</b> 上公告。债权人应当自接到通知书之日起 30 日内，未接到通知书的自公告之日起 45 日内，向清算组申报其债权。

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

#### 附二：《股东大会议事规则》拟主要修订内容：

修订前	修订后
<p>第二十二条 公司应当在公司住所地或公司章程规定的地点召开股东大会。</p> <p>股东大会应当设置会场，以现场会议形式召开。上市公司可以采用安全、经济、便捷的网络或其他方式为股东参加股东大会提供便利。股东通过上述方式参加股东大会的，视为出席。</p> <p>股东可以亲自出席股东大会并行使表决权，也可以委托他人代为出席和在授权范围内行使表决权。</p>	<p>第二十二条 公司应当在公司住所地或公司章程规定的地点召开股东大会。</p> <p>股东大会应当设置会场，以现场会议形式召开，<b>并应当按照法律、行政法规、中国证监会或公司章程的规定</b>，采用安全、经济、便捷的网络或其他方式为股东参加股东大会提供便利。股东通过上述方式参加股东大会的，视为出席。</p> <p>股东可以亲自出席股东大会并行使表决权，也可以委托他人代为出席和在授权范围内行使表决权。</p>
<p>第三十八条 股东与股东大会拟审议事项有关联关系时，应当回避表决，其所持有表决权的股份不计入出席股东大会有表决权的股份总数。</p>	<p>第三十八条 股东与股东大会拟审议事项有关联关系时，应当回避表决，其所持有表决权的股份不计入出席股东大会有表决权的股份总数。</p> <p><b>股东大会审议影响中小投资者利益的重大事项时，对中小投资者的表决应当单独计票。单独计票结果应当及时公开披露。</b></p> <p><b>公司董事会、独立董事和符合相关规定条件的股东可以公开征集股东投票权。征集股东投票权应当向被征集人充分披露具体投票意向等信息。禁止以有偿或者变相有偿的方式征集股东投票权。公司不得对征集投票权提出最低持股比例限制。</b></p>
<p>第六十二条 公司股东大会决议内容违反法律、行政法规的无效。</p> <p>股东大会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以自决议作出之日起 60 日内，请求人民法院撤销。</p>	<p>第六十二条 公司股东大会决议内容违反法律、行政法规的无效。</p> <p>公司控股股东、实际控制人不得限制或者阻挠中小投资者依法行使投票权，不得损害公司和中小投资者的合法权益。</p> <p>股东大会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以自决议作出之日起 60 日内，请求人民法院撤销。</p>

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

## 附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	8752	11621	15358	17678
现金	6945	10253	13857	15957
应收账款	237	63	70	80
其它应收款	480	520	571	655
预付账款	164	262	287	329
存货	920	523	573	657
其他	6	0	0	0
非流动资产	6245	5823	5428	5084
长期投资	40	20	20	20
固定资产	4079	3833	3598	3374
无形资产	999	1004	1009	1014
其他	1127	966	801	676
资产总计	14997	17445	20786	22762
流动负债	8588	9009	10656	11064
短期借款	604	900	2000	1500
应付账款	3409	2615	2867	3287
其他	4575	5494	5789	6277
非流动负债	909	1885	2363	2563
长期借款	305	-195	283	483
其他	605	2080	2080	2080
负债合计	9498	10894	13019	13626
少数股东权益	185	223	266	315
股本	294	294	294	294
资本公积	1455	1455	1455	1455
留存收益	3565	4580	5753	7072
归属母公司股东权益	5314	6328	7501	8821
负债和股东权益	14997	17445	20786	22762

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	1787	3694	2732	3097
净利润	1255	1410	1628	1844
折旧摊销	570	578	593	573
财务费用	6	-50	-74	-123
投资损失	-3	0	-15	-34
营运资金变动	-136	1598	585	813
其它	96	158	15	25
投资活动现金流	-252	-354	-368	-345
资本支出	230	60	78	99
长期投资	-5	-4	0	0
其他	-27	-298	-290	-246
筹资活动现金流	-677	-31	1240	-652
短期借款	-213	296	1100	-500
长期借款	-153	-500	478	200
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-311	173	-338	-352
现金净增加额	855	3309	3604	2100

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	33747	33342	36609	41991
营业成本	26793	26152	28673	32871
营业税金及附加	415	400	483	525
营业费用	1830	2007	2156	2498
管理费用	2995	2967	3207	3758
财务费用	6	-50	-74	-123
资产减值损失	39	50	55	66
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	15	34
营业利润	1671	1815	2124	2430
营业外收入	76	100	85	80
营业外支出	127	45	50	65
利润总额	1620	1870	2159	2445
所得税	365	460	531	602
净利润	1255	1410	1628	1844
少数股东损益	76	37	43	49
归属母公司净利润	1179	1373	1585	1795
EBITDA	2247	2344	2643	2880
EPS (元)	4.01	4.67	5.40	6.11
主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	5.9%	-1.2%	9.8%	14.7%
营业利润	26.0%	8.6%	17.0%	14.4%
归属于母公司净利润	20.7%	16.5%	15.4%	13.2%
获利能力				
毛利率	20.6%	21.6%	21.7%	21.7%
净利率	3.5%	4.1%	4.3%	4.3%
ROE	22.2%	21.7%	21.1%	20.3%
ROIC	25.5%	24.5%	26.0%	28.5%
偿债能力				
资产负债率	63.3%	62.4%	62.6%	59.9%
净负债比率	10.78%	11.98%	22.14%	18.95%
流动比率	1.02	1.29	1.44	1.60
速动比率	0.91	1.23	1.39	1.54
营运能力				
总资产周转率	2.31	2.06	1.92	1.93
应收账款周转率	137	220	523	534
应付账款周转率	8.09	8.68	10.46	10.68
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	4.01	4.67	5.40	6.11
每股经营现金流(最新摊薄)	6.09	12.58	9.30	10.54
每股净资产(最新摊薄)	18.09	21.55	25.54	30.03
估值比率				
P/E	8.71	7.48	6.48	5.72
P/B	1.93	1.62	1.37	1.16
EV/EBITDA	2	2	2	1

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-28	《大商股份：2014年3报点评-行业低迷中突显龙头优势和优秀的运营管理能力季》
2014-08-21	《大商股份：毛利率提升、资产负债管理有效对冲业绩增速放缓》
2013-10-24	《大商股份-2013年3季报点评：经营效益提升，3季度业绩小幅超预期》
2013-08-23	《大商股份：2013年中报点评-2季度经营情况较1季度明显改善》
2013-06-14	《大商股份-重组方案优化，2013年备考扣非EPS增长14%》
2013-05-28	《大商股份：资产重组意义深远；注入资产估值较贵》
2013-04-22	《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》
2013-04-03	《大商股份-分红创公司历史记录，业绩稳定性将增强》
2013-01-30	《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》
2012-08-24	《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，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

徐晓芳,中投证券品牌与渠道(商贸零售&纺织服装)分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:王府井、天虹商场、大商股份、欧亚集团、步步高、苏宁云商、友好集团、银座股份、重庆百货、广州友谊、新华百货、农产品、新华都、友阿股份以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠、海澜之家、罗莱家纺、富安娜、森马服饰、朗姿股份、七匹狼等。

## 免责条款

本报告由[中国中投证券有限责任公司](#)(以下简称“[中国中投证券](#)”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。[中国中投证券](#)是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经[中国中投证券](#)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[中国中投证券](#)认为可靠的公开信息和资料,但[我们](#)对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。[中国中投证券](#)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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

[中国中投证券有限责任公司研究总部](#)

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大  
厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434