

华泰联合证券  
2010-02-25华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

批发和零售贸易/日用百货零售业

公司研究 /点评报告

## 大商股份 (600694)

增持/ 维持评级

股价: RMB41.25

## 分析师

吴红光

+0755-82492069

wuhg@lhzq.com

耿邦昊

+0755-82080081

gengbh@lhzq.com

李珊珊

+0755-82364411

liss@lhzq.com

## 相关研究

《改制进入关键时期》

2009/11/02

《三季报巨亏的背后是什么?》

2009/10/19

《静候改制,期待春天》

2009/08/01

《不要在后天黎明到来前倒下》

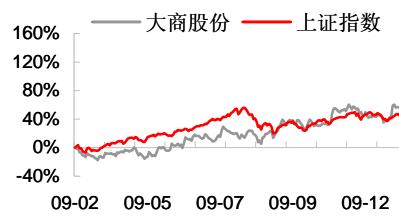
2009/02/05

## 基础数据

总股本 (百万股)	294
流通 A 股 (百万股)	268
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	11060

- 收购集团麦凯乐部分物业及改制最新动向点评
- 大商股份今日公告,以 10,865.016 万元收购大商集团哈尔滨房地产开发有限公司拥有的哈尔滨麦凯乐地下二层至地上一层部分物业,共计建筑面积 5453.61 平方米。
  - 目前集团公司的改制已进入尾声,我们了解到此次物业出售目的是为了缓解集团紧张的资金状况,出售物业获得的资金将用于支付改制最后阶段所需的部分开支。
  - 此次上市公司购买的物业中,地下二层建筑面积 748 平方米,单价 2 万元/平;地下一层建筑面积 4705 平方米,单价 9643 元/平;地上一层 547 平,单价 8.42 万元/平;平均购买均价约 1.99 万元/平。
  - 根据我们查询的资料,目前哈尔滨市民宅平方米均价在 7000 元左右,最高档民宅在 1.2 万左右,麦凯乐物业所在的道里区尚志大街作为哈尔滨最老的商圈,商圈内较好地段商铺合理每平米售价约为 2 万元,而地上一层的售价在 4-5 万元较合理,尽管公司收购的整体均价约为 2 万元/平,但首层部分购买单价达到 8.42 万元,这一价格并不便宜。
  - 根据此前集团和股份签订的麦凯乐租赁协议及此次收购的资本支出测算,保守假设第五年哈尔滨麦凯乐平销达到 1.5 万,税前净利率 5% (税后净利率 4%),则对应的租金与此次收购后产生的年折旧费用相同(约为 362 万元),考虑到原租金期限为 20 年,第五年后的折旧费用将低于原协议下的租金支出。因此从长期来看此次收购将增厚麦凯乐公司业绩。
  - 根据我们对公司的跟踪,公司在近期以买断工龄的方式解聘了约 20%(6000 人)员工,我们按买断每个员工平均补偿支出 5 万元估算,10 年的裁员补偿费用将达到约 3 亿元,因此我们相应下调了公司 10 年业绩。但从长期来看,裁员有助于公司经营效率的提升和费用的控制。
  - 我们预计大商股份 10-12 年 EPS 分别为 **1.20、1.80 和 2.50 元**,3 年复合增长率为 44%,维持增持评级。另我们的大商股份深度报告《王者何时归》将于近期发出,敬请关注!

## 与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	18849.7	15432.9	20602.7	22949.3	26345.8
(+/-%)	25.9	6.3	9.3	11.4	14.8
归属母公司净利润(百万元)	231.6	-11.7	-23.0	352.8	529.2
(+/-%)	-23.7	-104.7	-90%	-1534%	50%
EPS(元)	0.79	-0.04	-0.10	1.20	1.80
P/E(倍)	52.4	-1036.8	N.A	34.5	23.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**表 1：大商股份收购麦凯乐部分物业情况**

收购标的	建筑面积(平方米)	单价(元/平方米)	总金额(万元)
地上一层 1-16 号商铺	574.08	84,155.15	4,831.18
地下一层 1-62 号商铺	4,705.40	9,643.00	4,537.42
地下二层 1-28 号商铺	748.21	20,000.00	1,496.42
<b>总计</b>	<b>5453.61</b>	<b>19922.61</b>	<b>10865.00</b>

资料来源：公司公告

**表 2：大商股份租赁大商集团物业一览**

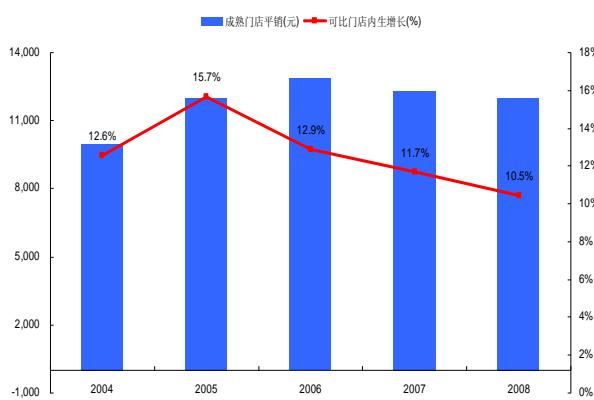
百货门店	建筑面积(万平方米)	开业时间	租赁条约
哈尔滨麦凯乐	7.9	2008.12	根据公司 2007 年 6 月 1 日与大商集团签订的补充协议，公司租赁哈尔滨麦凯乐购物广场大厦中的商场部分，建筑面积 84164.43 平方米，其中国贸大厦直接承租哈尔滨房地产 78731.43 平方米，从哈尔滨房地产销售商铺的买受人处承租 5433.19 平方米。双方协定租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.2 元/天/m <sup>2</sup> ，停车场 0.6 元/天/m <sup>2</sup> ；浮动租金为哈尔滨麦凯乐上年税前收益的 30%，租赁期为 20 年。
鞍山新玛特	7.5	2009.10	2007 年 7 月 12 日，公司与大商集团签订协议，租赁大连大商集团鞍山房地产开发有限公司开发建设的位于鞍山市的大商鞍山新玛特购物休闲广场大厦中的商场部分，房屋面积 7.5 万平方米（商场营业面积 6 万平方米）。租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.0 元/天/m <sup>2</sup> ，停车场 0.6 元/天/m <sup>2</sup> ；浮动租金为鞍山新玛特上年税前收益的 30%，租赁期为 20 年。
齐齐哈尔新玛特	7.5	2008.10	2005 年 8 月 25 日，公司与大商集团签订合同，承租位于齐齐哈尔市的大商新玛特休闲广场大厦中的地下二层至地上六层，建筑面积约 7.5 万平方米。租金包括基础租金和浮动租金两部分，其中基础租金以大商股份实际租用面积为准，经营部分 1.0 元/天/m <sup>2</sup> ，停车场 0.6 元/天/m <sup>2</sup> ；浮动租金为鞍山新玛特上年税前收益的 30%，租赁期 20 年。
大连二百大楼	0.6	2003	公司租赁大商集团位于沙河区长兴街 165 号二百大楼资产，租赁期 10 年，年租金 120 万元。根据公司与大连大商集团有限公司签订的合同，公司承租大连市中山区青四街 30 号的大连商场北楼房产，建筑面积合计 31294.52 平方米，月租金总额 495 万元人民币；租赁期限均为 1 年，自 2007 年 7 月 1 日起至 2008 年 6 月 30 日止。
大连商场	3.1	1993	2009 年 12 月 3 日，公司与大商集团签订合同，租赁盘锦大商城市广场中约 43000 平方米房产。租金包括基础和浮动两部分，基础租金经营部分 1.0 元/天/m <sup>2</sup> ，停车场 0.6 元/天/m <sup>2</sup> ；浮动租金为盘锦城市广场上年税前收益的 30%。租赁期为 20 年。
<b>总计</b>	<b>30.9</b>		

资料来源：公司公告

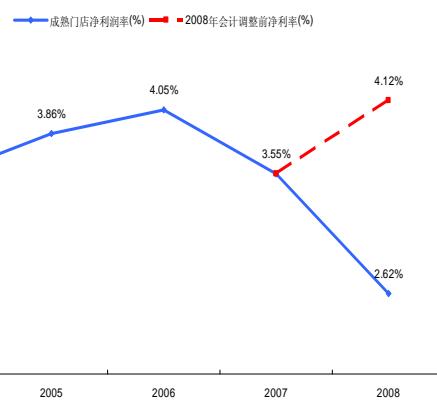
**表 3：大商股份收购哈尔滨麦凯乐部分物业损益测算**

收购资本支出(万元)	年折旧费用(万元)	基础租金(万元)	平衡点浮动租金(万元)	平衡点税前利润(万元)
10865.0	362.2	238.9 ( $=0.54536 \times 1.2 \times 365$ )	123.3	411.0

资料来源：华泰联合研究部。参考大商股份成熟门店经营情况，假设第五年哈尔滨麦凯乐平销达到1.5万，税前净利率5%（税后净利率4%），则第五年收购部分面积的税前利润达到411万元。

**图 1：大商股份成熟门店内生增长情况**


资料来源：华泰联合证券研究

**图 2：大商股份成熟门店盈利能力**


资料来源：华泰联合证券研究



#### 华泰联合证券股票评级标准

- |     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

#### 华泰联合证券行业评级标准

- |     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

#### 免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券投资等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码：518001  
电 话：86 755 8249 3932  
传 真：86 755 8249 2062  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电 话：86 21 5010 6028  
传 真：86 21 6849 8501  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)