

公司研究 / 深度报告

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

## 目 录

十年制霸，牛气冲天.....	3
“硬实力”，庞大店网塑造竞争优势 .....	3
“软实力”，铁血团队引领公司发展 .....	4
真实业绩，究竟几何.....	7
成熟门店为业绩提供坚实保障 .....	7
新门店粗放经营或是公司战略 .....	9
费用控制薄弱，改善空间巨大 .....	14
后改制时代，何去何从.....	16
大商集团，是贡献者还是索取者？ .....	16
大商股份，期待更加辉煌的明天！ .....	19

大商股份作为 A 股零售百货最早上市的企业之一，近年来一直是资本市场最争议的公司之一：一方面，大家津津乐道于公司十多年来牛气冲天的规模扩张和咄咄逼人的区域发展，另一方面，公司粗放式经营、业绩连续低于预期以及与资本市场的交恶也广为诟病。由于与资本市场的沟通闭塞，许多投资者不禁对大商股份的未来发展产生巨大怀疑。

凭借多年对公司的持续跟踪，我们一直认为大商股份是国内最好的百货公司之一，公司历史上治理结构的缺陷和业绩费用化之瑕不能掩盖公司管理层战略上的高瞻远瞩和优秀的经营管理能力。公司目前的价值水平与其在零售业的领导地位、零售资产价值存在严重背离，在集团改制顺利完成，公司未来发展正处于微妙时期，我们认为公司很有可能实现向“好公司好股票”的转变，进而给投资者带来超额回报。

## 十年制霸，牛气冲天

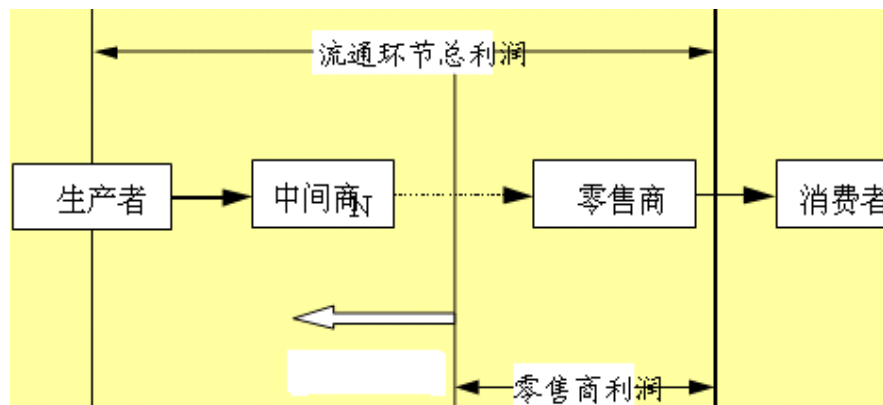
### “硬实力”，庞大店网塑造竞争优势

从本质上来说，零售公司的核心在于对渠道的控制力，零售商的利润来源于流通环节的总利润减去中间商利润。因此，零售商对上游生产商、中间商以及下游消费者的控制能力成为我们选择优质企业的标准，收入规模越大、门店数量越多的企业，其对于渠道的控制力就越强，获取利润的能力也越强。

1998 年前，大商股份仍只有大连商场一处门店，与国内其他百货公司相比并无太大区别，但在仅仅十多年时间里，大商股份完成了质的飞跃：截止 2009 年底，大商股份销售收入约 200 亿元，11 年间增长近 24 倍，复合增长率为 34%，占全国百货行业市场份额由 1998 年的不到 0.5% 上升到 2008 年的 2.5%，份额增长 5 倍。百货门店数由 1998 年初的 1 家增至 09 年底的 68 家，经营面积达 253 万平方米；不仅如此，大商在各地门店大多地处核心商圈的黄金位置，在当地极具影响力。

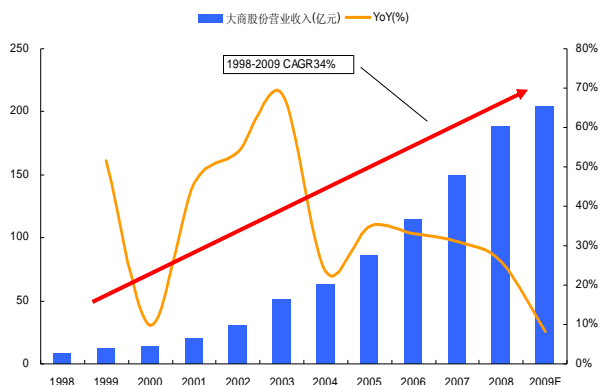
遍观目前国内百货企业，无论从门店知名度、总量和分布广度来说，即便是王府井和百联这样的老牌国企也难以与大商股份相比。在进入壁垒较高和规模效应很强的百货行业，大商股份凭借庞大的零售网络的优势，不仅在与供应商议价中占据了有利地位，同时在与同行对手竞争当中占得了先机，而这一优势很有可能随着公司继续发展而更加扩大。

图 1：市场控制力是我们选择优质零售公司的主要标准



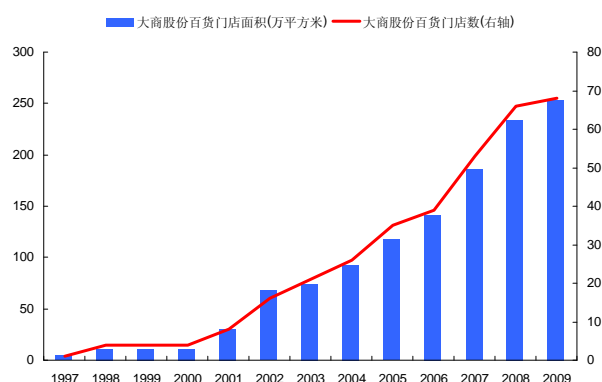
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：1998-2009E 大商股份收入



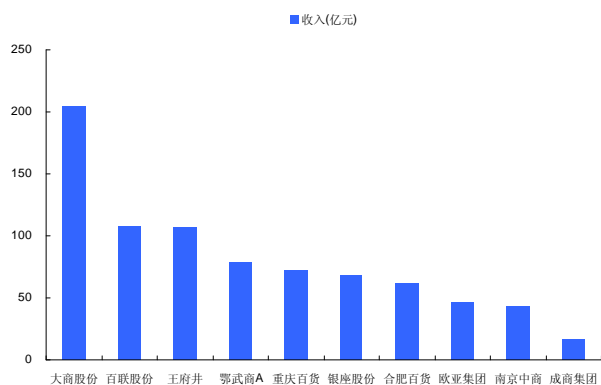
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3：1998-2009E 大商股份百货门店数及经营面积



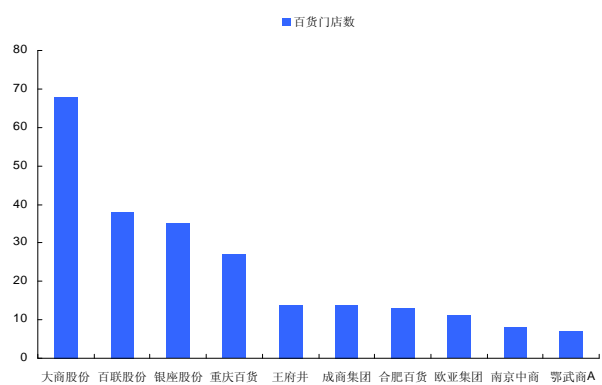
资料来源：华泰联合证券研究所

图 4：截止 2009 年底 A 股主要百货类公司收入比较



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5：截止 2009 年底 A 股主要百货类公司门店规模比较



资料来源：华泰联合证券研究所

### “软实力”，铁血团队引领公司发展

如果说零售网络的广度和深度是衡量零售公司“硬实力”的指标，那么管理层的经营管理能力则是公司“软实力”的重要体现。而从某种程度上来说，软实力之于公司的重要性远甚于硬实力，这一点从 A 股众多零售公司的发展历程中多次得到印证。

我们认为公司管理层的高明之处，首先在于对零售行业的深刻理解和独到判断；其次，以牛钢为核心的强势领导者的存在，使得公司执行力强，经营效率高；最后，公司人才培育体系成熟，培育积累了一大批业务水平极高的中层经营团队。

客观的评价，不可否认其在历史上的道德风险的确对流通股东利益存在一定损害，但大商股份能够脱颖而出，成为百货行业十年间成长速度最快的公司，管理层卓越的经营能力却是功不可没。

## 高速扩张源于高瞻远瞩与强执行力

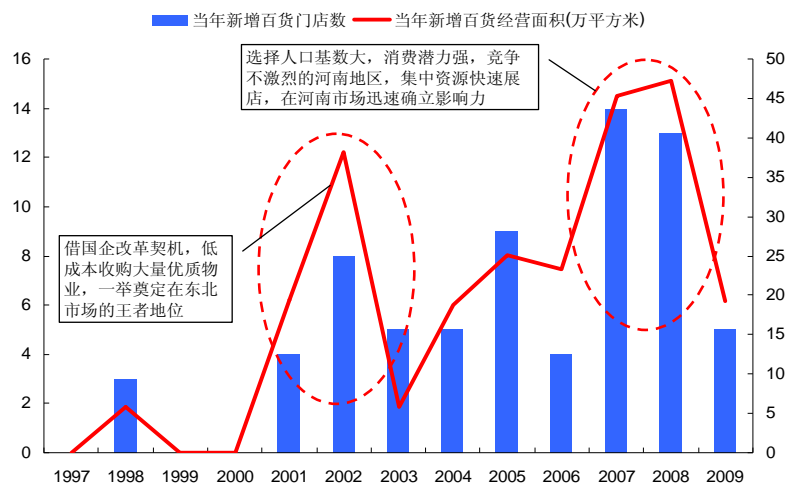
与所有行业的成功者相同，大商股份的快速成长源于管理层对行业的深刻理解和前瞻性判断，在关键时点和机遇面前过人的胆识，以及强势企业文化指引下的强大执行力。

从 1998 年至今，公司的发展可以划分为两阶段：

第一阶段是 1998 到 2005 年，此时期大商股份借改制、收门店，利用东北国企改制的契机，在行业并不景气的严峻形势下，大商股份坚决果断的介入了行业整合进程，以低廉成本收购了许多东北老百货，从而获得了大量地处核心商圈的门店资源；

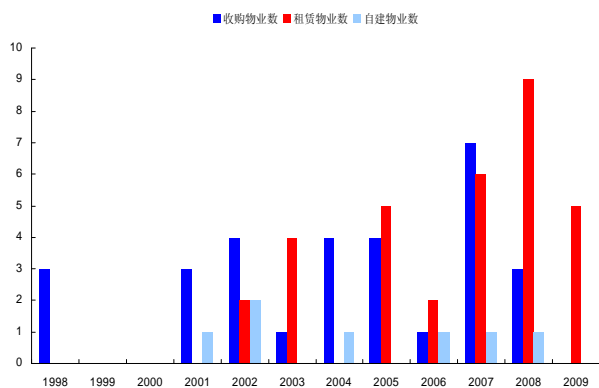
第二阶段是 2006 年以后，随着东北地区可收购企业的减少和地区竞争相对饱和，大商股份开始实施跨区域，攻河南的发展战略，仅两年间在河南地区新开 10 家百货门店，共计面积 34 万平方米，在河南地区收入复合增长率达到 129%。

图 6：借改制、收门店；跨区域，攻河南



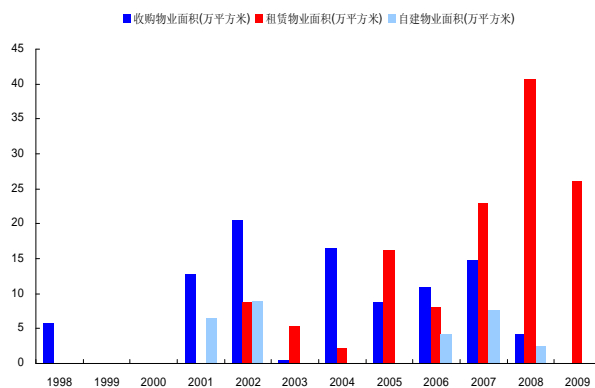
资料来源：华泰联合证券研究所

图 7：2002-2009 大商股份收购、租赁、自建门店数



资料来源：华泰联合证券研究所

图 8：2002-2009 大商股份收购、租赁、自建门店面积



资料来源：华泰联合证券研究所

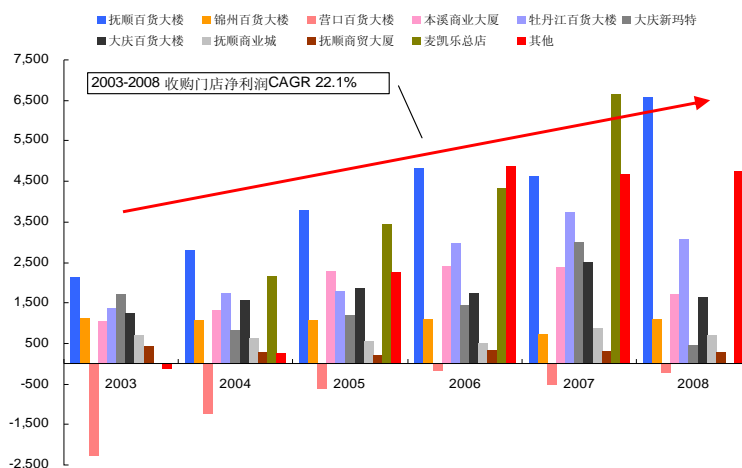
### “收购-培育-盈利”源于专业化经营

从 1998 年至 09 年底，大商股份共成功开设百货门店 67 家，新增面积超过 248 万平方米，而期间仅有 3 家收购的儒商百货门店关闭。如此高频率开店情况下，公司还能够保持极高的开店成功率，在业内实属罕见。

根据我们持续的调研访谈，我们认为公司良好的经营平和人才培养体系为公司源源不断的输送了大量中层经营人才，而公司灵活的激励机制（如经营层参股门店股权）将员工与公司利益绑定，极大的调动了员工的积极型，这是公司多年来门店保持极高成功开店率的重要原因。

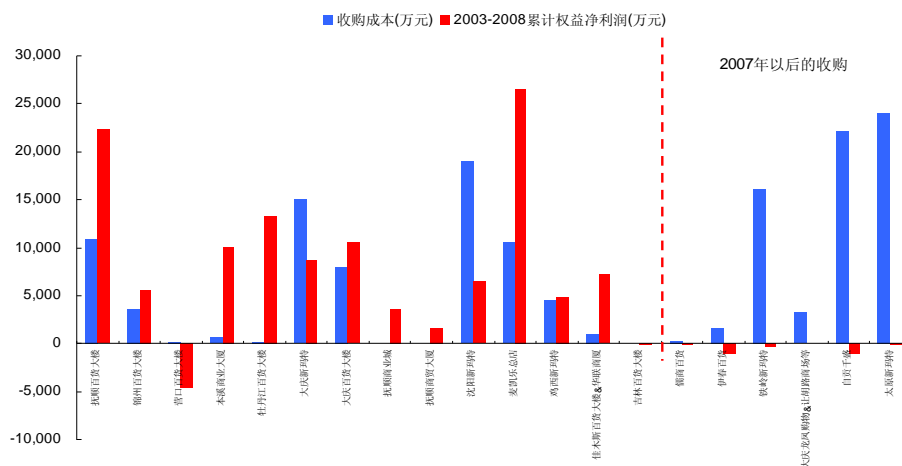
据我们测算，2003-2008 年间，公司收购门店净利润总和复合增长率为 22.1%。公司历史上收购门店总支出约 21.07 亿元，带来的权益净利润达 10.06 亿元，其中 07 年之前公司耗资 12.07 亿元收购的 11 家门店贡献的净利润已经达到 10.32 亿元，09 年公司即可全部收回对这 11 家门店的投资。

图 9：2003-2008 年间大商股份收购门店净利润增长情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 10：大商股份收购门店支出与门店累计贡献净利润比较



资料来源：华泰联合证券研究所

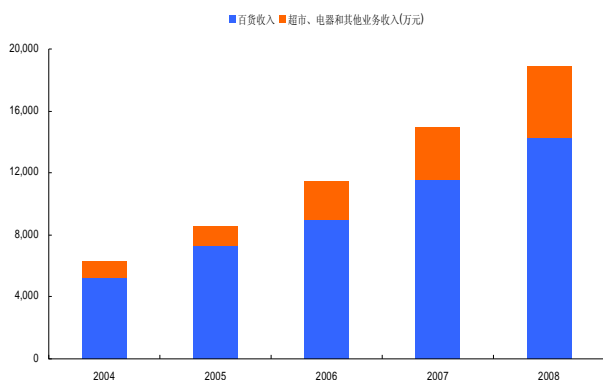


## 真实业绩，究竟几何

与大商股份国内第一大百货门店规模和最高百货销售收入不匹配的是，公司近年来的报表业绩波动过大，显著低于行业平均水平，大商股份的真实业绩究竟如何成为投资者愈发关注的一个问题。

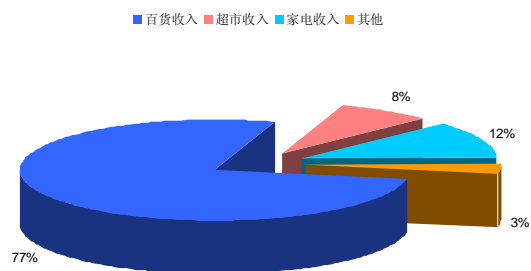
目前大商股份主营业务包括百货、超市、家电三大块，其中百货门店 68 家，独立超市和电器卖场超过 20 家。2008 年公司销售收入中，百货收入占比达到 77%，因此公司百货业务经营状况将极大的影响公司的最终业绩表现。

图 11：2002-2008 大商股份收入构成



资料来源：华泰联合证券研究所

图 12：2008 年大商股份收入构成

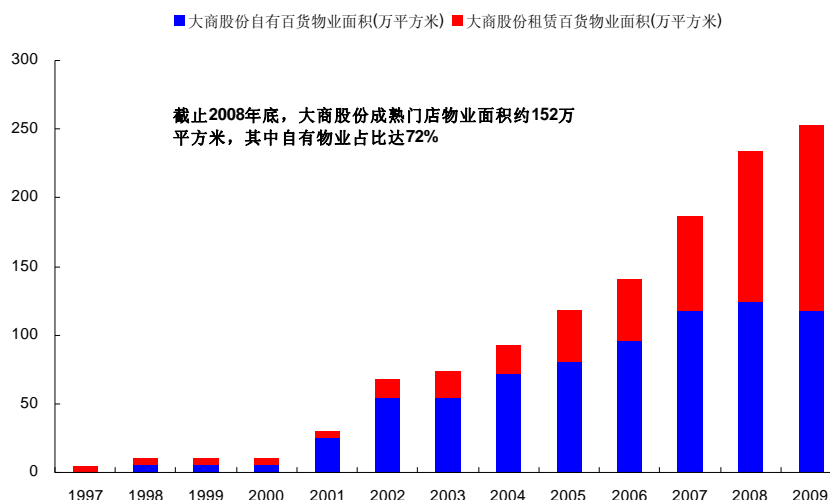


资料来源：华泰联合证券研究所

## 成熟门店为业绩提供坚实保障

我们以经营超过一年，且门店平销增长相对平稳作为成熟门店标准，则大商股份成熟门店数为 41 家，绝大多数在东三省内。截止 2008 年底，成熟门店收入约 133.6 亿元，占百货总收入的 94%，建筑面积约 152 万平方米，其中自有物业比例达 72%。

图 13：1997-2009 大商股份自有物业及租赁物业面积



资料来源：华泰联合证券研究所

我们认为对于大商股份这种自有物业占比高、成熟门店众多的企业，其业绩的增长相对其他企业更具稳定性和持续性，这主要因为以下三点：

由于百货门店的成本相对固定，当门店收入超过盈亏平衡点后，收入增长对净利润增长的拉动是杠杆化的，大商股份已经具备了规模庞大的成熟店网，一两个门店经营状况的下滑难以撼动整体业绩的提升；

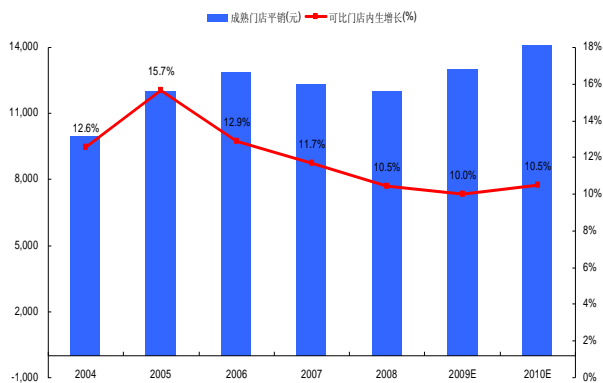
大商股份的成熟门店在东北区域拥有绝对垄断地位，这使得大商股份在品牌招商和采购上具备了很强的话语权，即便在消费不景气的情况下，大商股份也可以通过向上游供应商转嫁成本以保证门店的平稳增长；

在自有物业占比很高的情况下，大商股份场地经营的费用其实已经大部分被锁定，不必担心租金上涨导致的门店费用上升，同时门店可以自行对物业进行装修改造，以更好的符合经营需要，从而刺激经营效益的提升。

大商股份从 2002 至 2008 年成熟门店一直保持两位数的同店增长，而成熟门店的净利润率也保持上升趋势，2008 年回溯会计准则调整前的净利率达到了 4.5%，考虑到我们将郑州金博大店、青岛麦凯乐这两个经营时间超过一年，但仍有亏损的门店也计为成熟门店，其余成熟门店的净利率更高。

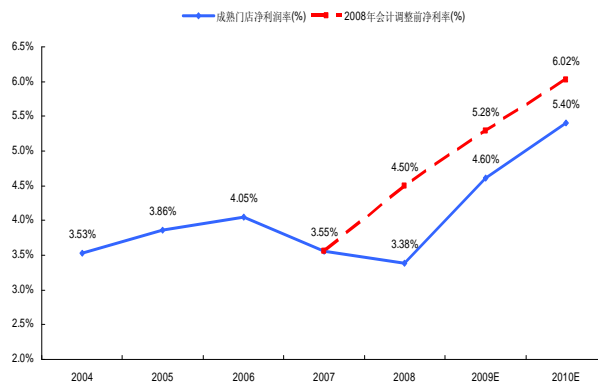
根据我们的测算，在未剔除少数股东权益，并将 08 年公司会计调整对门店业绩影响还原后，2004-2009 年大商股份成熟门店的真实净利润分别为 2.72、3.47、3.99、6.01、7.76 亿元，CAGR=36.10%。

图 14：2004-2010E 大商股份成熟门店同店增长及平销



资料来源：华泰联合证券研究所

图 15：2004-2010E 大商股份成熟门店净利率



资料来源：华泰联合证券研究所

我们预计公司目前的成熟门店 2009-2010 年收入增长分别为 10%和 10.5%，按新折旧摊销准则下的真实净利润率分别为 4.6%和 5.4%，则成熟门店 2009 年和 2010 年真实权益净利润分别为 6.444 和 8.355 亿元，折合两年 EPS 分别为 2.194 和 2.845 元。



### 新门店粗放经营或是公司战略

如我们在大商股份发展阶段部分的描述，2006 年之后大商股份的门店扩张已经开始从收购转向租赁为主，而在门店布点上，公司也跨出了东三省，开始往华北和河南发展。目前来看，大商股份在 2007 年底和 2008 年底跨区域扩张过程中开设的许多门店现在均处于培育期，因此对这些门店经营状况分析同时不可避免的要对大商异地扩张的战略进行评判。

首先，不可否认的是，跨区域扩张情况下会在短期内会影响公司的业绩，但是我们仍然对公司这种魄力和胆识表示欣赏，毕竟区域市场的容量有限，而对于大商这样狼性十足的企业来说，向全国性连锁百货企业变身也是迟早的事，在稀缺资源越来越少的情况下，先于竞争对手扩张不仅能抢占到好物业，而且往往会节约很多成本。以青岛麦凯乐店为例，2006 年公司仅投资 6 亿元（4.7 亿收购、1.3 亿装修）就获得了该门店，折合每平方米物业成本 5700 元，而目前这一物业成本至少在 20000 元以上。

其次，大商在区域扩张时往往采取集中资源快速展店的方式，这一特点在河南地区表现尤为突出，也尤引人争议。我们认为公司采取这样极端的方式，与 07-08 年其对业绩无诉求、不重视费用控制确有很大关系；但另一方面，大商采取的是一种最吸引“眼球”的营销战略，天价租金、一年十店、非常规促销等，都在消费者中引起很大反响。虽然目前来看河南地区仍处于亏损状态，但是在短短三年间，公司在河南地区的百货门店已经达到十家、收入超过 10 个亿，俨然已有霸主之象。

目前公司培育期门店中，处于亏损状态的主要包括河南店网、青岛麦凯乐、哈尔滨麦凯乐及齐齐哈尔和锦州等，我们逐一对其分析。

#### 争议的河南店网：市场地位巩固、短期亏损延续

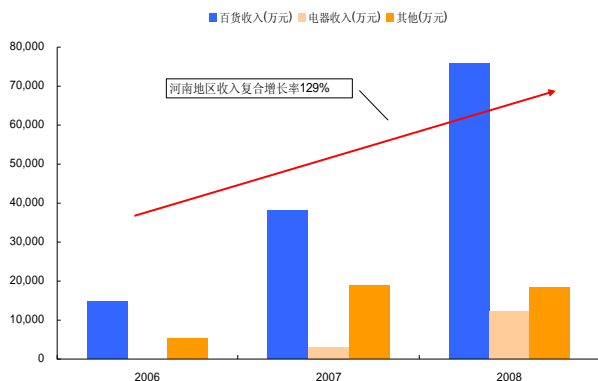
河南地区人口基数大、零售市场发展潜力巨大，但除台资零售商丹尼斯以外，现代百货较少，竞争对手较弱。正是基于此，大商将河南省定为继华北扩张后的第二站。

自 2006 年公司以天价租赁金博大店起，截止 2009 年大商股份在河南的百货门店共有十家，此外公司股东大商集团旗下也有两家千盛百货位于河南。我们认为从收入规模来看，大商股份和丹尼斯百货在河南两强争霸的格局已经形成，并且基本垄断了当地的百货市场，这可以从以下一些信息中得到印证：

“据河南省商务厅监测，2010 年春节黄金周期间，全省社会消费品零售额达 173 亿元……49 家大型商场春节期间销售 4.23 亿元……其中郑州 7 家大型商业企业共实现销售额 2.6 亿元，……零售业龙头企业丹尼斯百货和大商新玛特继续保持强劲销售增长势头，两家企业黄金周累计实现销售额 2.2 亿元，同比增长 19.5%”（摘自河南省政府信息公告）

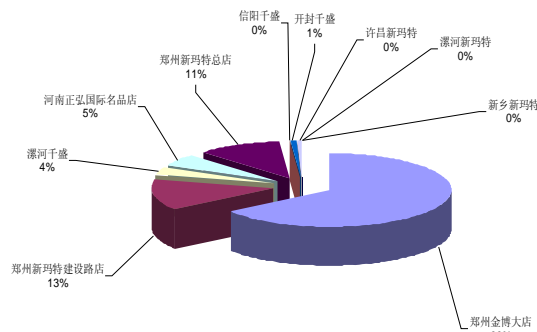
“2009 年是郑州有史以来百货竞争最激烈的一年……花园路丹尼斯在 2009 年取得了 6.5 亿元的业绩……2009 年，新玛特总店在刚刚成立一年的时间里创下了销售过 7 亿元的成绩”（摘自联商网专访花园路丹尼斯百货及大商新玛特总店后的报道）

图 16：大商股份河南地区收入构成



资料来源：华泰联合证券研究所

图 17：截止 2008 年大商股份河南区百货门店收入占比



资料来源：华泰联合证券研究所

### 金博大店，2009 年已开始盈利

2006 年 6 月，公司以三年 4.21 亿元的天价租金拍下金博大店经营权，目前金博大店是河南区收入规模最大的百货门店，我们预计门店 09 年主营业务收入将超过 6 亿元。

由于河南金博大开发建设总公司在 06 年出租物业给大商之前，已经将门店分区域租给许多小业主，公司在接手物业后延续之前的合同，仍将部分面积出租给小业主收取租金，这部分租金接近 1.4 亿元，与公司每年支付的租金正好抵消，因此金博大店的综合毛利率较高，我们预计其综合毛利率在 30% 左右。

根据我们的跟踪，金博大店在 09 年三年租约到期后已经重新洽谈了租金，我们预计新租金约在 1 亿元/年左右，在此租金下，我们预计 09 年金博大店的真实盈利情况已经大幅改善，全年真实净利润约在 1400 万元左右。

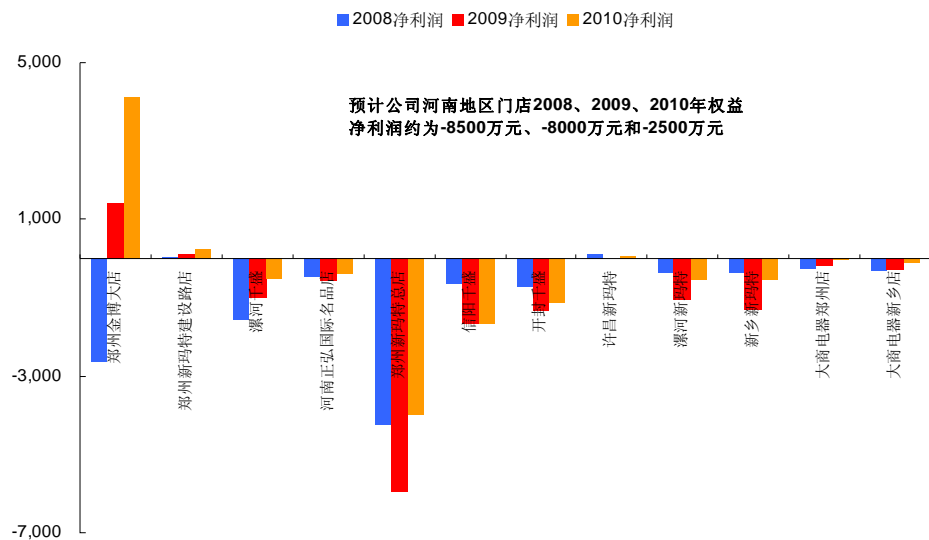
### 新玛特总店，2009 营销年&亏损扩大

新玛特总店所处的花园路商圈竞争较为激烈，此前在与竞争对手丹尼斯花园店竞争时稍落下风，但门店在 09 年通过大力的营销，实现收入快速增长，我们预计 09 年门店收入近 6 亿元，已经与丹尼斯百货不分伯仲。

我们认为大商的这种非常规促销是在对业绩无所诉求的前提下，为了迅速打击竞争对手和提高自身品牌效应之举，这样做的结果一方面导致门店亏损过大，但另一方面却使门店收入快速增长。我们预计 09 年新玛特总店真实收入约在 6 亿元左右，亏损约 6000 万元。不过由于公司持有新玛特总店的股权比例仅为 45%，因此最终的权益亏损额将会有所减少。

“9 月 19 日，新玛特总店发起了“顶尖·私属，时尚盛典”的 VIP 闭店活动，除了只接待 VIP 客户以外，还接受丹尼斯百货的代金券，当日门店实现零售额 8100 万元、团购销售 3600 万元，总计销售过亿”……摘自《河南商报》

图 18：2008-2009 大商股份河南区域门店盈利状况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 1：大商股份河南区域门店简介

门店	开业时间	建筑面积 (平方米)	物业归属	备注
郑州金博大店	2006. 09. 23	65774	租赁河南省金博大开发建设总公司物业	三年租期，租金总计 4.21 亿元
郑州新玛特建设路店	2007. 09. 30	24000	租赁河南盛润置业有限公司物业	二十年租期，地下一层每平方米每天 0.8 元；地上一层至三层每平方米每天 1.25 元；租金每 4 年递增 4%
漯河千盛	2007. 12. 29	29700	租赁漯河市华东房地产开发有限公司	二十年租期，地下一层至地上三层每年 840 万元，每三年递增 5%；地上四层年租金 110 万元，每三年递增 5%
河南正弘国际名品店	2008. 07. 16	8000	自有物业	2008 年 7 月 16 日，公司与河南正弘国际品牌销售有限公司股东李向清、冯涛签署《股权转让协议》，以人民币 500 万元的价格受让河南正弘国际品牌销售有限公司 100% 股权  二十年租期，租金费用为保底抽成租费，自起租日起，甲方按乙方含税营业额的 5% 提取抽成租金，乙方每年均按“营业额×5%”的计算方式向甲方支付抽成租金，如果按上述方法计算的抽成租费低于保底租费标准的，按保底租费标准缴纳租费；其中，第 1 年到第 3 年的保底租费分别为 800、1000、1200 万元，第 4-8 年的保底租费为 1300 万元，第 9-13 年的保底租费为 1400 万元，第 14-20 年的保底租费为 1500 万元
郑州新玛特总店	2008. 09. 24	40690	租赁河南新田置业有限公司物业	二十年租期，租金为每年 300 万元，物业管理费每年 200 万元，租金和物业管理费自开业之日起，每 5 年递增 5%
信阳千盛	2008. 12. 20	28150	租赁信阳市亚兴集团有限责任公司物业	二十年租期，第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.36 元/平方米/天；第五至第九计租年度为 0.54 元/平方米/天；第十计租年度为 0.60 元/平方米/天，以后年度的租金以第十计租年度租金为基础，每三年递增 3%。物业管理费为第一计租年度为 0 元，第二至第四计租年度为 0.24 元/平方米/天；第五至第九计租年度为 0.36 元/平方米/天；第十计租年度为 0.40 元/平方米/天，以后年度的物业管理费以第十计租年度物业管理费为基础，每三年递增 3%
开封千盛	2008. 12. 21	24172	租赁开封市瑞信房地产有限公司物业	二十年租期，租金为每年 560 万元，租金递增率为每 4 年递增 4%
许昌新玛特	2009. 01. 10	20000	租赁许昌鸿宝百货有限公司、河南鸿宝集团有限公司物业	

漯河新玛特	2009.06.26	36097	租赁漯河市小胖量贩有限公司物业	二十年租期，租金为每年800万元，每5年递增4%
新乡新玛特	2009.09.24	64987	租赁河南新乡置业发展有限公司物业	二十年租期，租金包括保底和抽成租金，租赁物业地上一层至五层抽成租金为每年不含税销售总额的4.5%（公司保底销售额5000万元）；地下一层抽成租金为每年不含税销售总额的2%（公司保底销售额4000万元）。保底租金：第一年800万元；第二年960万元；第三年1152万元；第四年1300万元，以后年度保底租金以第四年保底租金为基础，每5年递增5%。保底租金是公司交纳的最低租金标准，抽成租金低于保底租金的，按照保底租金标准缴纳租金

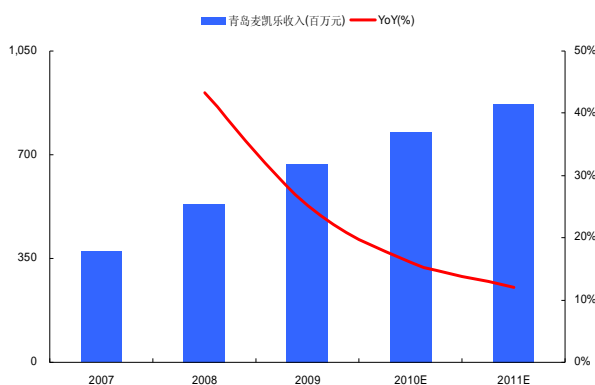
资料来源：公司公告，华泰联合研究部整理

### 青岛麦凯乐：2010年扭亏年

2006年2月15日，公司以4.7亿元收购青岛新城市广场大楼9.37万平方米物业，并投资1.3亿元对其装修改造，2006年9月30日正式开业。作为大商异地扩张的第一个门店，在开业初期由于当地对手对其打压和阻挠，经营状况一直不佳，人气不旺，2007年下半年大商从总部调派品牌之后，门店情况已有改善。

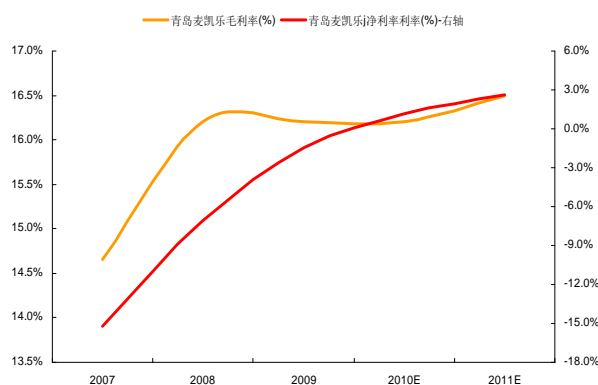
由于品牌结构调整和人气逐渐上升，麦凯乐的收入和毛利率均保持增长趋势，在经历06、07年两年亏损后，08年门店的实际经营情况已经大幅好转，但公司调整会计政策导致门店每年增加摊销费用约800万元，导致门店扭亏时间增加。我们预计09年门店仍有约1000万元的亏损，2010年起门店真实盈利约800万元。

图 19：大商股份青岛麦凯乐店收入及增速



资料来源：华泰联合证券研究所

图 20：大商股份青岛麦凯乐店毛利率与净利率



资料来源：华泰联合证券研究所

### 哈尔滨麦凯乐：品牌引进到位，短期仍将亏损

哈尔滨麦凯乐是大商股份租赁集团公司物业所经营的百货门店之一，门店位于哈尔滨百年老商圈中央大街商圈的核心地段，与大商集团下辖的哈尔滨新一百购物广场相连。大商股份将哈尔滨麦凯乐定位为仅次于奢侈品百货的最高端百货，因此门店品牌引进力度很大，包括LV、Dior、Hermes等品牌相继入驻，尽管开业仅一年时间，但目前该店在哈尔滨已有了很高人气。

2008年该店亏损超过4000万元，主要是由于开办费当年一次性摊销，此外公司计提了约1700万元左右的资产减值准备。由于高端品牌在2009年下半年才基本进驻完毕，因此09年上半年门店基本处于非正常经营状况，而引进高端品牌所需的代价不菲，且短期内门店毛利率会有下滑，因此门店2009年业绩亏损较08年有大幅增加，

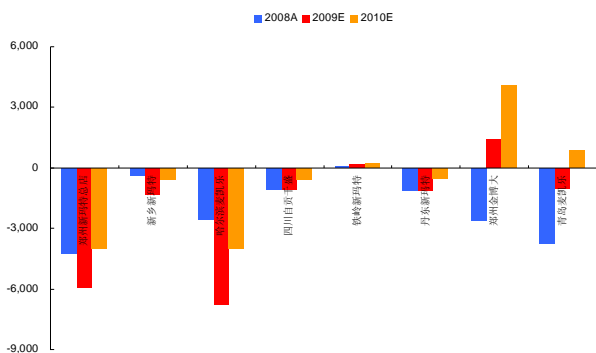
我们预计全年该门店亏损在 7000 万元左右。

由于门店在 09 年产生了较多装修开支,在公司摊销费用计提比较充分的情况下,我们认为该店仍将需要至少 2 年左右的培育期,预计门店 09-11 年实际亏损分别为 -7000 万元、-4000 万元和-2000 万元。

#### 其他门店: 亏损额均有减少

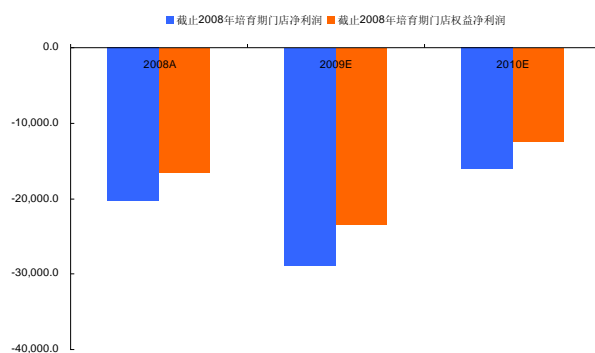
根据我们的跟踪,公司在 2008 年底新开的其他门店如齐齐哈尔新玛特、锦州新玛特等均有不同程度减亏,我们预计到 2010 年剩余的这些培育期门店将开始陆续产生利润或实现盈亏平衡。

图 21: 2008-2010E 大商股份部分培育期门店经营状况



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 22: 2008-2010E 大商股份培育期门店净利润预测



资料来源: 华泰联合证券研究所。注: 郑州金博大店和青岛麦凯乐店不计入最后培育期门店所加总的净利润

根据我们上述分析,公司目前的大多数培育期门店在 2009 年和 2010 年会逐渐走出培育期,但考虑到哈尔滨麦凯乐和郑州新玛特两个大店在 2009 年亏损额扩大,我们预计公司培育期门店整体扭亏还需要一定时间。预计 2009 年和 2010 年培育期门店真实权益净利润分别为-2.346 和-1.240 亿元,折合两年 EPS 分别为-0.799 和-0.422 元。

### 费用控制薄弱，改善空间巨大

众所周知，大商股份在费用控制方面相对薄弱，未来公司是否会通过压缩费用提升业绩、以及这一进程的拐点和业绩提升空间取决于公司管理层对公司的整治力度。但是根据我们的逻辑判断，我们认为这一切的发生应该是大概率时间，不过出于谨慎角度出发，我们没有预计这一进程会很快来临。

通过比较零售公司的费用构成，我们认为大商股份折旧、租金，待摊费用以及人工费用显著高于行业平均水平，是导致公司费用率高企的主要原因。

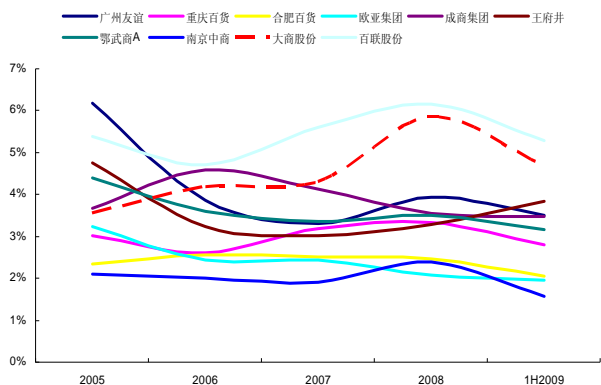
### 会计政策调整导致折旧摊销费用高企

公司折旧+租金费用以及摊销费用占收入平均比例约为 4.5% 和 0.33%，在所有零售上市公司中分列第二、三位，如此高的物业成本对于大商股份这样自有物业占比接近 50% 的公司来说实属异常，而这主要是由于公司在 08 年调整了部分资产折旧和摊销年限，我们测算这一调整将影响公司 EPS=0.98 元。

对于零售公司来说，包括折旧、摊销等的资本化处理时其实并不影响公司现金流，不同的会计政策对公司最终业绩的影响其实只是在于将当期利润延后集中兑现，并不影响公司价值。大商之所以在 08 年调整会计准则，主要是由于 08 年其对公司业绩无所诉求。我们在当时的点评报告中指出，这一做法不影响公司价值但降低相对估值。

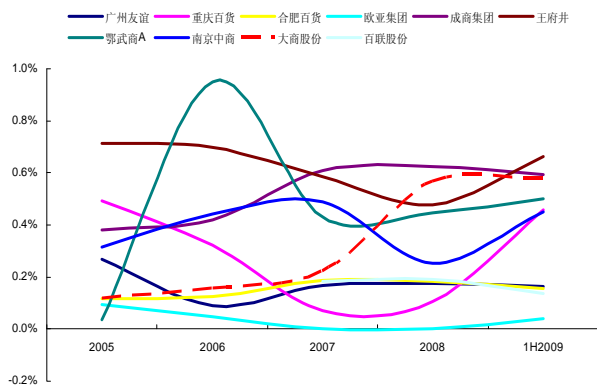
除此之外，公司在 06 年扩张过程中以三年 4.21 亿元天价租赁金博大店，也导致公司租金费提升较快。目前此项租金已经到期，根据我们的预计，新租金在 1 亿/年左右，则仅此项租金费用的减少就将增厚公司 EPS 约 0.1 元。

图 23：零售公司折旧、租金费用占收入比例



资料来源：华泰联合证券研究所

图 24：零售公司待摊费用占收入比例



资料来源：华泰联合证券研究所

### 改制后人工费用有望大幅下降

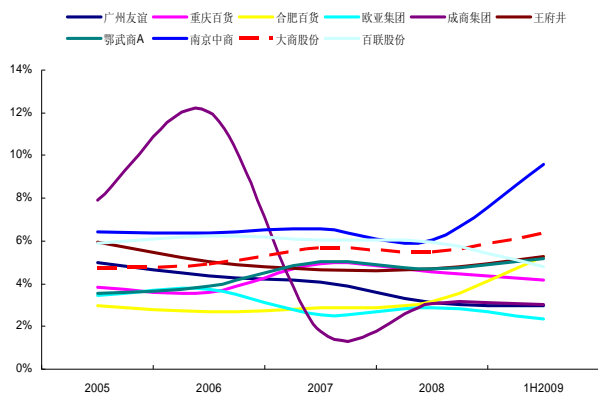
公司 09 年员工总数约为 30000 人，人工费用占收入比例平均约在 5.4% 左右，在上市公司中排第二位。历史上公司作为东北地区龙头企业，一直背负着较重的社会责任，因此员工负担很重，对公司业绩影响很大。

2010 年初公司股东大商集团进行改制后，这一状况有了很大改观。根据我们了解，仅在 2010 年一季度，公司共裁员约 6000 人，这部分员工中，大连地区员工由公司大股东国商公司出资安置补偿；大连以外地区员工由大商集团出资安置补偿。此



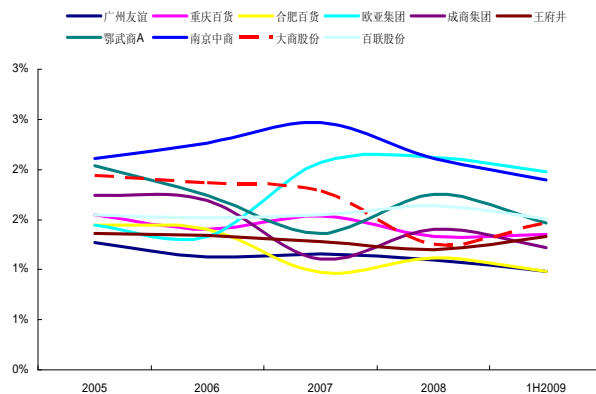
次裁员完毕后，公司剩余员工待遇将有小幅提升，但尽管如此公司整体人工费用仍将大幅下滑。我们以 3 万元/年/人的人工费用测算，并考虑剩余员工费用增加后，预计 10 年公司人工费用将减少 1-1.5 亿元。

图 25：零售公司人工费用占收入比例



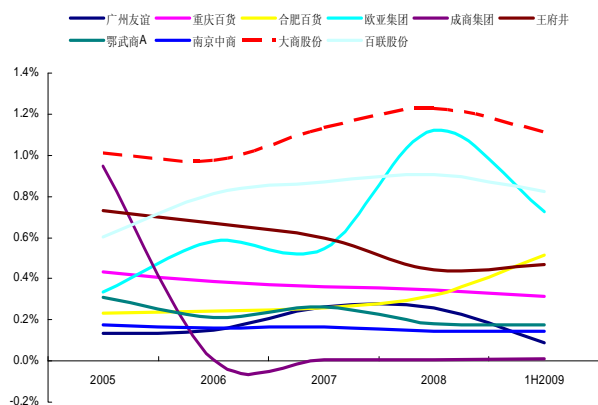
资料来源：华泰联合证券研究所

图 26：零售公司水电费用占收入比例



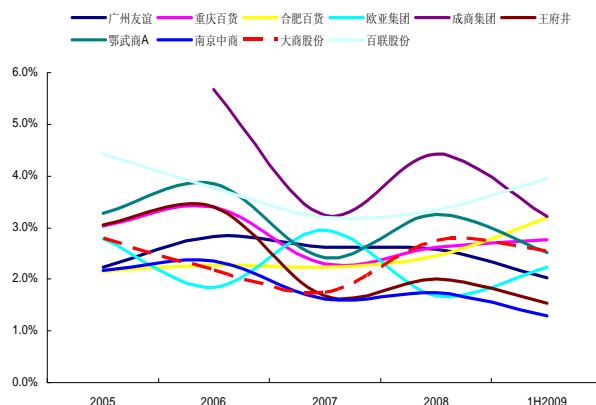
资料来源：华泰联合证券研究所

图 27：零售公司广告费用占收入比例



资料来源：华泰联合证券研究所

图 28：零售公司其他费用占收入比例



资料来源：华泰联合证券研究所



团公司以关联交易损害大商股份的可能性较小。

目前除大商股份 8.8% 股权以外，大商集团的资产主要包括上述出租给大商股份的物业，不在上市公司体内的经营性资产（5 家千盛百货，西安新玛特百货，哈尔滨新一百等，此外大商集团还拥有天客隆超市 92% 股权），以及一些非经营性资产，包括大商集团房地产公司、大商集团哈尔滨、鞍山房地产开发有限公司、以及集团在黑龙江省内的一些酒店、土地资产等。

尽管集团公司除大商股份股权以外的资产价值不菲，但其中的经营性资产与大商股份相比相差甚远，我们认为公司管理层抛开大商股份，另谋大商集团发展这一战略的可行性很小。回顾大商股份的历史发展过程，大商集团也一直将其所有的优质资产如大商秋林女店、大庆地区门店、盘锦辽河商业城等注入公司。我们认为即使是在集团改制过后，大商股份仍将成为公司管理层的发展中心。

**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。
大连交电广场	0.53	2002.09	根据公司与大连大商集团有限公司签订的合同，承租位于大连市中山区中山路 113 号的房产，建筑面积合计 5288.14 平方米，月租金总额 33 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	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。
盘锦大商城市广场	4.3	建设中，未开业	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。
总计	31.4		

资料来源：公司公告

**表 3：大商集团主要资产列表**

	开业时间	面积（万平米）	简介
<b>租赁给上市公司物业</b>			
哈尔滨麦凯乐		7.9	市场化定价，出租给大商股份
鞍山新玛特		7.5	市场化定价，出租给大商股份
齐齐哈尔新玛特		7.5	市场化定价，出租给大商股份
大连二百大楼		0.6	市场化定价，出租给大商股份
大连交家电广场		0.53	以高租金租给上市公司
大连商场		3.1	以高租金租给上市公司
盘锦大商城市广场		4.3	市场化定价，出租给大商股份
<b>经营性资产</b>			
千盛百货成都店(购物中心)	2007.12	6.2	总建筑面积约 6.2 万平方米，地上 4 层经营百货和家电，地下 1 层为超市
千盛百货成都店(生活广场)	2008.01	2.0	
千盛百货新乡店	2008.12	3.0	以百货经营为主，其中地下 1 层，地上 6 层。
千盛百货庄河店	2008.12	3.0	
千盛百货东港店	2009.05	2.0	大商集团投资 1.2 亿元建立，地上 3 层，地下 1 层，涵盖大商超市、大商电器、时尚百货和精品超市，是东港经营品类最齐备和业态最丰富的的综合百货店
哈尔滨新一百	2006.12	10.0	2006 年初，大商集团以 5.5 亿收购当地最老的国有百货哈尔滨第一百货并对其停业改造，2006 年 12 月门店开业，营业楼层为地上 6 层，地下 1 层，总营业面积 10 万平方米，紧邻大商股份哈尔滨麦凯乐店。
西安新玛特百货	2010.01	7.0	大商集团投资建设，2010 年 1 月 28 日试营业，门店建筑面积 7 万平方米，地上 9 层，地下 2 层，B1F 为精品超市，1-6F 为百货，6-7F 为影院和餐饮娱乐
天客隆超市	-	10.0	大商集团 92%控股。共有超市门店约 40 家，营业面积共计 10 万平，主要分布在北京(30 家)、河北(6 家)等地，目前处于微利经营。
<b>非经营性资产</b>			
大商集团房地产等			大商集团 34%控股

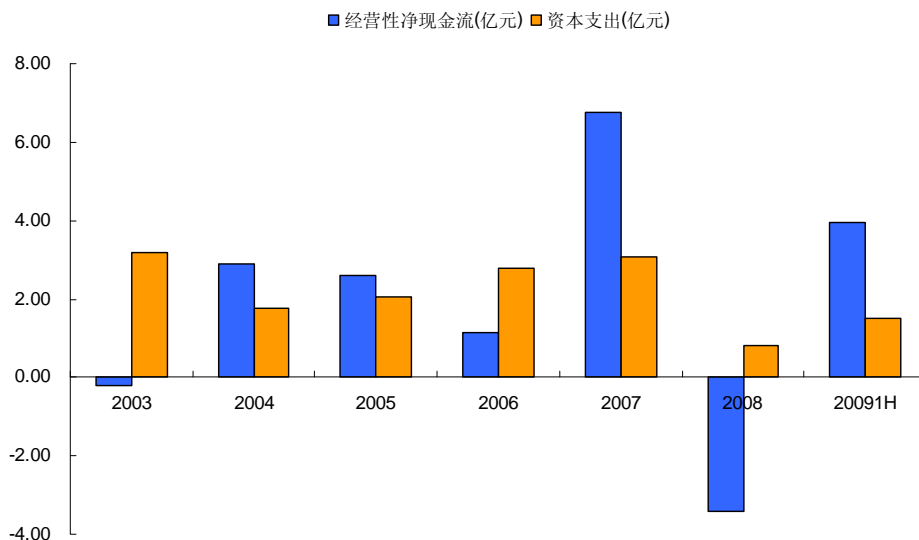
资料来源：公司公告，华泰联合研究所整理

从另一个角度出发，我们认为公司管理层一直致力于将大商发展成为大连、全国乃至全世界最大的百货公司。从这个角度出发，不论是以大商股份名义还是以大商集团名义来实现这样的梦想，并无太大区别，关键的是以何种方式来实现这一梦想。

从目前来看，借助席卷中国的国企改革东风，大商股份以低廉的成本席卷了东北的优质资产、实现公司发展的第一阶段；此后又凭借成熟门店源源不断贡献的净利润和现金流，公司跨出东北、实现了跨区域扩张，达到公司目前的第二阶段，可谓风光已极。但对于称霸世界这一雄伟目标来说，以大商现有的资源平台，如何才能快速实现呢？2003 至今，公司经营性净现金流合计 13.73 亿元，资本支出 15.22 亿元，仅凭内生融资，可能这一过程将会异常艰难和缓慢，而大商股份作为上市公司，拥有资

本市场融资平台，借力资本市场，也许会是公司精明的管理层的必然选择。真若如此，大商集团势必仍然是一个贡献者、而非索取者。

**图 30：2003-20091H 大商股份经营性净现金流与资本支出比较**



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

### 大商股份，期待更加辉煌的明天！

我们看好公司的主要原因，在于其为国内百货行业中最杰出的企业，公司治理结构的缺陷以及管理层在诉求利益过程中对流通股东的利益损害不能掩盖公司历史上卓著的发展成果。

公司目前正处于体制性变革过渡期，治理风险有望从根本上得到改善，根据我们的逻辑判断，未来股份公司仍将成为公司管理层的核心利益所在，从而获得更大发展。公司目前的价值水平与其在行业的领导地位、零售资产价值存在严重背离，在存在体制变革预期的关键时点，一旦公司发生体制根本性变化，其将成为行业内弹性最大的公司，从而使投资者获得超额回报。

**附表：大商股份门店简介**

门店	开业时间	建筑面积(平方米)	权益比例	物业归属
大连商场北楼	1993	50,000	分公司	租赁大商集团物业
抚顺百货大楼	1998	28,468	90%	收购
锦州百货大楼	1998	13,795	90%	收购
营口百货大楼	1998	15,600	90%	收购
大连新玛特青泥洼店	2001	65,000	分公司	自建
牡丹江百货大楼	2001	37,000	90%	收购
本溪商业大厦	2001	23,000	90%	收购
大庆新玛特	2001	68,500	100%	收购
大庆百货大楼	2002	67,832	100%	收购
抚顺商业城	2002	21,287	90%	收购
抚顺商贸大厦	2002	20,413	90%	收购
抚顺新玛特	2002	23,400	90%	自建
牡丹江新玛特	2002	65,832	88%	自建
沈阳新玛特	2002	95,410	97%	收购
大连开发区新玛特	2002	68,000	分公司	租赁
大商男店	2002	19,313	分公司	租赁
大连第二百货大楼	2003	5,916	分公司	租赁
锦州锦华商场	2003	12,752	90%	租赁
锦州家家广场	2003	5,000	90%	租赁
阜新新玛特	2003	30,000	90%	租赁
大商秋林女店	2003	4,897	分公司	收购
麦凯乐总店	2004	50,000	100%	收购
佳木斯百货大楼	2004	36,800	94%	收购
佳木斯华联商厦		32,000	94%	收购
鸡西新玛特	2004	47,000	90%	收购
麦凯乐大连商场西安路店	2004	21,147	分公司	租赁
吉林百货大楼	2005	19,000	90%	收购
盘锦新玛特	2005	36,330	分公司	租赁
新玛特(旅顺世达店)	2005	45,000	分公司	租赁
麦凯乐大连商场开发区店	2005	25,000	分公司	租赁
沈阳千盛北航店	2005	50,000	分公司	租赁
抚顺清原商场	2005	6,112	90%	租赁
儒商百货	2005	69,000	100%	收购
七台河新玛特	2006	42,000	85%	自建



郑州金博大	2006	65,774	85%	租赁
青岛麦凯乐（总店）	2006	110,000	100%	收购
阜新千盛百货有限公司	2006	15,300	90%	租赁
伊春百货大楼	2007	26,000	90%	收购
佳木斯桦南购物中心	2007	8,230	90%	租赁
让胡路商场、大庆龙岗商场、大庆乙 烯百货、大庆龙凤商场	2007	39,185	分公司	收购
金州新玛特	2007	46,500	分公司	租赁
佳木斯新玛特	2007	78,600	90%	租赁
大庆新东风购物广场	2007	41,600	分公司	租赁大商集团物业
铁岭新玛特	2007	53,028	100%	收购
郑州新玛特（建设路店）	2007	24,000	85%	租赁
铁西新玛特	2007	76,000	97%	自建
大连千盛和平广场店	2007	30,000	分公司	收购
漯河千盛购物广场	2007	29,700	98.2%	租赁
大庆千盛百货	2008	25,000	100%	自建
河南正弘国际名品店	2008	8,000	100%	收购
齐齐哈尔新玛特	2008	75,000	分公司	租赁大商集团物业
郑州新玛特（花园路总店）	2008	40,690	45%	租赁
朝阳新玛特	2008	75,009	55%	租赁
丹东新玛特	2008	31,727	100%	租赁
双鸭山新玛特	2008	17,683	90%	租赁
锦州新玛特	2008	30,000	90%	租赁
哈尔滨麦凯乐总店	2008	84,164	100%	租赁大商集团物业
信阳千盛	2008	28,150	60%	租赁
开封千盛	2008	24,172	90%	租赁
自贡千盛百货(生活广场+购物中心)	2008	33,420	100%	收购
许昌新玛特	2009	20,000	90%	租赁
延吉千盛	2009	45,602	85%	租赁
漯河新玛特	2009	36,097	94.2%	租赁
新乡新玛特	2009	64,987	90.75%	租赁
本溪新玛特	2009	95,000		租赁
新玛特信阳店	筹备中	55,000	分公司	租赁
鞍山新玛特	筹备中	75,000		租赁大商集团物业

资料来源：公司公告，华泰联合研究所整理

## 盈利预测

### 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	3,780	4,066	4,642	5,540
现金	1,721	1,854	2,214	2,685
应收账款	20	20	23	28
其它应收款	497	391	415	418
预付账款	241	273	399	484
存货	1,300	1,507	1,566	1,896
其他	1	21	25	30
<b>非流动资产</b>	5,709	5,773	5,543	5,471
长期投资	10	10	10	10
固定资产	3,951	3,989	3,774	3,610
无形资产	1,030	1,004	1,010	1,081
其他	717	770	750	769
<b>资产总计</b>	9,489	9,839	10,185	11,011
<b>流动负债</b>	5,497	5,843	5,824	6,102
短期借款	939	883	560	166
应付账款	1,967	2,563	2,796	3,144
其他	2,591	2,397	2,469	2,792
<b>非流动负债</b>	779	779	779	779
长期借款	620	620	620	620
其他	159	159	159	159
<b>负债合计</b>	6,276	6,623	6,604	6,881
少数股东权益	93	93	106	125
股本	294	294	294	294
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454
留存收益	1,372	1,375	1,728	2,257
归属母公司股东权益	3,213	3,217	3,582	4,130
<b>负债和股东权益</b>	9,489	9,839	10,185	11,011

### 现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	1211	840	1066	1440
净利润	240	4	353	529
折旧摊销	240	4	353	529
财务费用	139	117	102	76
投资损失	(1)	(1)	0	0
营运资金变动	33	266	72	196
其它	559	451	186	110
<b>投资活动现金流</b>	(802)	(534)	(280)	(500)
资本支出	(650)	(535)	(280)	(500)
长期投资减少	0	0	0	0
其他	(1452)	(1069)	(560)	(1000)
<b>筹资活动现金流</b>	60	(173)	(426)	(469)
短期借款增加	0	(56)	(323)	(394)
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	60	(117)	(102)	(76)
<b>现金净增加额</b>	462	133	360	471

### 利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	18,850	20,603	24,602	29,832
营业成本	15,181	17,089	19,969	24,185
营业税金及附加	202	185	258	313
营业费用	744	751	854	1,013
管理费用	2,479	2,513	2,859	3,392
财务费用	175	117	102	76
资产减值损失	39	(17)	16	48
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	0	0
<b>营业利润</b>	31	(34)	542	806
营业外收入	413	50	25	0
营业外支出	24	10	5	0
<b>利润总额</b>	420	6	562	806
所得税	180	3	197	258
<b>净利润</b>	240	4	365	548
少数股东损益	8	0	13	19
<b>归属于母公司净利润</b>	232	4	353	529
EBITDA	714	654	1,280	1,425
EPS (元)	0.79	0.01	1.20	1.80

### 主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26%	9%	19%	21%
营业利润	-94%	-210%	-1708%	49%
净利润	-24%	-98%	9621%	50%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19%	17%	19%	19%
净利率	1%	0%	1%	2%
ROE	7%	0%	10%	13%
ROIC				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66%	67%	65%	62%
净负债比率				
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	253.5	257.6	286.4	288.4
应付账款周转率	1.9	1.9	1.9	2.0
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.8	0.0	1.2	1.8
每股经营现金流	4.1	2.9	3.6	4.9
每股净资产	10.6	10.6	11.8	13.6
<b>估值比率</b>				
P/E	48	3093	32	21
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	22	25	12	11

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

### 免责声明

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、投资管理和证券咨询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@lhqz.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@lhqz.com