

华泰联合证券
2010-06-03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 /更新报告

大商股份 (600694)

诸神之战

买入/维持评级

股价: RMB44.09

分析师

吴红光

SAC 执业证书编号:S1000207030103

+755-82492069 wuhg@lhzq.com

联系人

耿邦昊

+755-82080081 gengbh@lhzq.com

李珊珊

+755-82364411 liss@lhzq.com

相关研究

《恐惧与贪婪》

2010/04/30

《新的春天》

2010/04/21

《后改制时代，你是否可以期待？》

2010/04/20

《虚幻的报表与缥缈的业绩》

2010/04/08

《王者何时归》

2010/03/08

《改制进入关键时期》

2009/11/02

《三季报巨亏的背后是什么？》

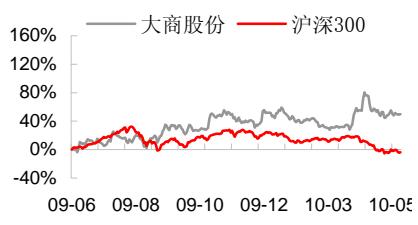
2009/10/19

基础数据

总股本 (百万股)	294
流通 A 股 (百万股)	294
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)	12680

- 体制问题是我国本土消费品业尤其是零售业公司业绩释放的最大束缚，这种情况下，许多公司的账面收益与实际业绩存在显著背离，企业价值与市值严重背离，而大商股份只是行业中具有代表性的公司之一。
- 对于包括大商股份在内的积极进取和处于扩张期的优秀公司，企业长期发展和短期业绩回报之间的矛盾一直是产业资本和金融资本的争议点之一。而简单的 PE 估值，不仅会严重打击公司的进取心，也会使我们在对公司价值判断上出现失误。
- 大商股份历史上与投资者之间的诸神之战，其实质一方面归结为体制桎梏的后遗症，另一方面也在于产业资本和金融资本对于回报周期的不同追求。
- 鉴于上述两种情况的复杂性，在体制扭曲和利益双方博弈的大背景下，我们不仅要把握公司的短期业绩(EPS)，更需要深入挖掘公司真正的企业价值(EV)，因为这有助于我们拨开迷雾、正确判断。
- DCF 折现是最经典的企业价值判断标准体系之一，而零售企业拥有持续稳定的现金流，也是最适宜利用 DCF 折现判断企业价值的行业之一。公司 06-09 年 FCFF 达到 2.29 亿元、0.92 亿元、2.64 亿元和 1.09 亿元。根据二阶段、三阶段折现及联合 DCF 模型假设，三种测算方法下公司真实企业价值区间在 100-113.6 元，二级市场股价折价率已经达到 60%。
- 我们完全认同大商股份未来发展中的诸多不确定性，也认可市场对于公司体制问题能否解决的担心和对公司治理结构风险所给予的折价，但 60% 的折价幅度是否过度，值得我们思考。
- 我们仍维持此前的判断，在大商集团改制真正完成、核心管理层股权激励落实的情况下，建议投资者以更长的回报周期等待公司质变。在集团改制获批、新管理团队激励推进、潜在融资需求推动下、公司即便是短期业绩在今年出现拐点也是一个大概率事件。
- 我们微调了盈利模型，但仍维持公司 10-12 年 EPS1.2、1.8、2.5 预测不变，根据华泰联合证券更新后股票评级标准，我们给予大商股份买入评级！

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	21163.2	6600.3	23466.4	27242.9	30871.3
(+/-%)	12.3	19.7	10.9	16.1	13.3
归属母公司净利润(百万元)	-116.2	26.1	356.0	534.3	741.1
(+/-%)	-150.2	2539.9	-403.4	50.1	38.7
EPS(元)	-0.40	0.09	1.20	1.80	2.50
P/E(倍)	-109.2	486.7	36.0	24.0	17.3

资料来源：华泰联合证券

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

三种估值方法总结

我们以 DCF 估值，主要目的在于 DCF 为最正统的公司估值方法，而零售公司由于现金流稳定，是最适宜利用 DCF 折现判断企业价值的行业之一。

我们根据联合 DCF 模型、FCFF 两阶段模型和 FCFF 三阶段模型测算的大商股份合理企业价值分别为 113.64、100.45 和 111.94 元，目前二级市场股价与 DCF 贴现结果差异巨大。

我们完全认同大商股份未来发展中的诸多不确定性，也认可市场对于公司体制问题能否解决的担心和对公司治理结构风险所给予的折价，所以我们并不以 DCF 估值的股价作为我们对大商股份的目标价。但我们提示投资者，对于大商股份这样一个国内百货竞争力最强的公司，以 60% 的折价补偿公司的不确定性是否过度。

我们同时在全文最后，以附录的形式附上我们此前以邮件形式与大家沟通的《企业价值与选时的悖论》，以飨读者。

DCF 模型假设

我们根据联合 DCF 模型，预测了大商股份 2010-2019 年的三表状况，进而预测了十年的 FCFF，通过 DCF 折现，我们认为公司真实企业价值为 113.64 元。

表 1：DCF 模型下 WACC 值计算

假设	比率	假设	比率
行业平均资产 Beta	0.92	Kd	6.00%
无风险利率	2.50%	T	25.00%
风险溢价	9.00%	Ka	10.82%
		股票 Beta	0.96
公司股价	43.2	Ke	11.15%
发行在外股数	293.7		
股票市值(E)	12,679.8	E/(D+E)	60.00%
		D/(D+E)	40.00%
有息负债总额(D)	1,517.3	WACC	8.49%
现金和投资	2,588.3	TV 增长率%	1.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

表 2：大商股份自由现金流 FCF 及 DCF 折现

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	599.2	630.5	205.1	224.0	547.4	735.8	981.1	1,812.7	2,084.0	2,396.6	2,756.1	3,048.9	3,353.8	3,689.2
所得税率	0.4	0.4	0.4	4.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

EBIAT	349.3	356.3	117.2	-679.3	383.2	544.5	735.8	1,359.6	1,563.0	1,797.4	2,067.1	2,286.7	2,515.3	2,766.9
折旧和摊销	268.9	292.2	763.7	458.4	439.1	502.0	564.9	587.8	502.9	436.8	454.9	460.8	460.8	356.8
运营资金的追加	-205.3	-127.9	-33.4	-754.9	221.4	-553.1	-159.2	-437.2	-462.2	-531.5	-611.2	-472.8	-518.1	-416.7
资本性支出	594.3	685.0	650.5	425.2	280.0	500.0	500.0	300.0	180.0	180.0	180.0	40.0	0.0	0.0
FCF	229.23	91.5	263.85	108.71	320.8	1,099.6	959.9	2,084.6	2,348.1	2,585.8	2,953.1	3,180.3	3,494.3	3,540.4
折现现值					308.00	973.11	782.99	1567.34	1627.36	1,651.86	1,738.93	1,726.15	1,748.17	1,632.63
终值现值														21,139.83
企业价值								34,896.37						
债务价值									1,517.32					
股权价值									33,379.06					
总股数										293.72				
每股价值											113.64			

资料来源：华泰联合证券研究所

表 3：大商股份 DCF 敏感性分析表

		TV 永续增长率						
WACC	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	
	5.5%	167.4	178.8	192.4	209.0	229.8	256.5	292.2
	6.5%	138.6	146.1	154.9	165.3	177.8	193.1	212.2
	7.5%	117.2	122.4	128.4	135.4	143.5	153.0	164.5
	8.5%	100.7	104.5	108.8	113.6	119.2	125.5	133.0
	9.5%	87.7	90.5	93.7	97.2	101.1	105.5	110.6
	10.5%	77.2	79.4	81.7	84.3	87.2	90.4	94.0
	11.5%	68.6	70.2	72.0	74.0	76.2	78.5	81.2

资料来源：华泰联合证券研究所

DCF 两阶段模型

我们以简单的二阶段 DCF 模型计算大商股份的企业价值。在这种模型下，我们假设大商股份在未来的十年期间保持平稳增长。

我们对第一阶段的 FCFF 增速假设源于联合证券 DCF 模型中计算的大商股份 2010-2019 年 FCFF 的复合增长率。根据我们的模型，大商股份 2010-2019 年 FCFF CAGR=41.67%，则我们第一阶段 FCFF 增速取 40%；第二阶段 FCFF 永续增速参考长期通胀率，取 3%。

DCF 两阶段模型假设，

第一阶段 FCFF 增速=40%

第二阶段 FCFF 增速=3%

折现股价=100.45 元

根据两阶段模型，以 FCFF 折现计算的大商股份企业价值折合每股 =100.45 元。

表 4：DCF 两阶段模型下的假设

	2009FCFF	第一阶段 FCFF 增长率	第二阶段 FCFF 增长率	WACC
二阶段模型假设	108.71 亿元（报表数据）	40%	3%	8.49%

资料来源：华泰联合证券研究所

表 5：大商股份自由现金流 FCF 及 DCF 折现

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020+
FCFF	108.71	152.19	213.07	298.30	417.62	584.67	818.54	1,145.95	1,604.33	2,246.06	3,144.49	4,402.28
折现年份		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5	10.5
FCFF 折现因子		0.96	0.88	0.82	0.75	0.69	0.64	0.59	0.54	0.50	0.46	0.43
FCFF 折现终值												59,007.19
FCFF 折现现值		146.12	188.56	243.33	314.00	405.21	522.90	674.78	870.77	1,123.69	1,450.08	25,081.93
企业价值		31,021.37										
债务价值		1,517.32										
股权价值		29,504.05										
总股数		293.72										
每股价值		100.45										

资料来源：华泰联合证券研究所

DCF 三阶段模型

我们以简单的三阶段 DCF 模型计算大商股份的企业价值。在这种模型下，我们假设经过体制变革之后，大商股份在未来的五年期间处于高速增长，而在五年至十年间处于平稳增长。

我们对第一阶段、第二阶段的 FCFF 增速假设源于联合证券 DCF 模型中计算的大商股份 2010-2014 年 FCFF 的复合增长率。根据我们的模型，大商股份 2010-2014 年 FCFF CAGR=84.88%，2015-2019 年 FCFF CAGR=8.56%。则我们第一阶段 FCFF 增速取 80%；第二阶段 FCFF 增速取 8%，第三阶段永续增速参考长期通胀率，取 3%。

根据三阶段模型，以 FCFF 折现计算的大商股份企业价值折合每股 =111.94 元。

**DCF 三阶段模型假设，
第一阶段 FCFF 增速=80%
第二阶段 FCFF 增速=8%
第三阶段 FCFF 增速=3%
折现股价=111.94 元**

表 6: DCF 三阶段模型下的假设

	2009FCFF	第一阶段 FCFF 增长率	第二阶段 FCFF 增长率	第三阶段 FCFF 增长率	WACC
三阶段模型假设	108.71 亿元 (报表数据)	80%	8%	3%	8.49%

资料来源：华泰联合证券研究所

表 7: 大商股份自由现金流 FCF 及 DCF 折现

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020+
FCFF	108.71	195.68	352.22	634.00	1,141.19	2,054.15	2,218.48	2,395.96	2,587.64	2,794.65	3,018.22	3,259.68
折现年份		0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	5.5	6.5	7.5	8.5	9.5	10.5
FCFF 折现因子		0.96	0.88	0.82	0.75	0.69	0.64	0.59	0.54	0.50	0.46	0.43
FCFF 折现终值												56,637.73
FCFF 折现现值		187.87	311.70	517.16	858.05	1,423.64	1,417.22	1,410.83	1,404.48	1,398.15	1,391.85	24,074.75
企业价值		34,395.69										
债务价值		1,517.32										
股权价值		32,878.37										
总股数		293.72										
每股价值		111.94										

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5,221	5,050	6,239	7,513	营业收入	21,163	23,466	27,243	30,871
现金	2,846	2,476	3,553	4,555	营业成本	17,245	19,045	22,089	25,062
应收账款	69	45	26	29	营业税金及附加	222	235	272	309
其它应收款	482	446	460	432	营业费用	1,209	840	951	1,031
预付账款	387	381	442	501	管理费用	2,239	2,813	3,182	3,452
存货	1,437	1,680	1,732	1,965	财务费用	154	53	31	10
其他	0	23	27	31	资产减值损失	24	(15)	13	37
非流动资产	5,811	5,702	5,725	5,660	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	(1)	1	0	0
固定资产	4,054	3,876	3,748	3,602	营业利润	69	496	705	971
无形资产	967	976	1,051	1,121	营业外收入	53	25	25	25
其他	781	840	916	928	营业外支出	92	12	8	8
资产总计	11,032	10,753	11,964	13,174	利润总额	30	509	722	988
流动负债	6,181	5,546	6,223	6,691	所得税	121	153	188	247
短期借款	599	0	0	0	净利润	(91)	356	534	741
应付账款	2,373	2,666	3,093	3,258	少数股东损益	25	4	5	7
其他	3,210	2,879	3,131	3,433	归属于母公司净利润	(116)	352	529	734
非流动负债	1,742	1,742	1,742	1,742	EBITDA	726	1,112	1,324	1,484
长期借款	1,517	1,517	1,517	1,517	EPS (元)	(0.40)	1.20	1.80	2.50
其他	225	225	225	225					
负债合计	7,923	7,288	7,965	8,433					
少数股东权益	105	109	114	122					
股本	294	294	294	294					
资本公积	1,454	1,454	1,454	1,454					
留存收益	1,256	1,608	2,137	2,871					
归属母公司股东权	3,109	3,465	3,999	4,740					
负债和股东权益	11,032	10,753	11,964	13,174					
现金流量表									
单位: 百万元									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	1226	561	1608	1512					
净利润	(116)	352	529	734					
折旧摊销	(116)	352	529	734					
财务费用	123	53	31	10					
投资损失	1	(1)	0	0					
营运资金变动	755	(221)	553	159					
其它	579	25	(34)	(124)					
投资活动现金流	(385)	(279)	(500)	(500)					
资本支出	(425)	(280)	(500)	(500)					
长期投资减少	0	0	0	0					
其他	(810)	(559)	(1000)	(1000)					
筹资活动现金流	284	(652)	(31)	(10)					
短期借款增加	0	(599)	0	0					
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	284	(53)	(31)	(10)					
现金净增加额	1125	(370)	1077	1002					
P/E									
P/B									
EV/EBITDA									

资料来源：华泰联合证券研究

附录：《企业价值与选时的悖论》——2010-5-4 邮件摘要

企业价值和期间收益率预期匹配更为重要

从 2001 年入行并从 2003 年正式从事零售行业研究至今，挖掘并持续跟踪股票一直是我们团队的强项，我们对于王府井、成商集团、鄂武商、重庆百货、合肥百货、南京中商等个股，不仅跟踪跨度时间长、大部分品种一直推荐到现在，且均累计了惊人的收益，包括我们在 2008 年 11 月在大商股份股价处于 15 元时强烈推荐该股至今。在这一过程中，对于研究、尤其是零售行业的研究心得体会颇多，也想借此机会与大家做一些分享：

1、积极进取的发现优秀投资标的和为客户创造价值才是我们研究员的职责。

我们的零售研究团队是一个进取的团队，我们期望为我们的客户创造价值，这体现为我们愿意积极的去做个股挖掘这样存在风险的工作，而不仅是简简单单做一些白马公司的跟踪和点评。在业内，我们更侧重对公司真实价值的挖掘，强调研究员和研究成果对公司的影响力，重视对公司和投资机构利益的合理引导和平衡；或者换言之我们更希望研究和投资机构能够勇于承担一些对公司外部监督和引导的类股东职责。我们对很多股票的推荐都已经长达 5-6 年，累计的超额收益惊人（我们推荐的个股大部分都是区域龙头，其推荐收益率 5 年内累计普遍都超过 10 倍），对于价值的挖掘是我们和投机、短线追逐者的重要分别。

2、体制问题是我国本土消费品业尤其是零售业公司业绩释放的最大束缚。

中国许多零售企业的真实盈利能力远超出报表反映的净利率水平，但由于背负冗员、激励缺失等众多包袱，“戴着镣铐舞蹈”。从多年的跟踪、实地调研当中，相信大家都已经发现这一点：基本上所有区域的零售龙头公司真实价值都与市价存在严重的背离，账面收益和价值与实际存在显著背离。但是，从另一个角度思考，市场化程度提高和民企入主后行业体制桎梏正面临着全面的破除，国内零售企业一旦回归真实收益，其潜在价值极为惊人，相应的则是公司业绩和市值的大幅提升。这种现象已经在一些国有零售企业民营化过程中得到了非常显著的体现，如成商集团，在 2004 年被茂业国际收购后，其股价从 2 元多涨到近 30 元，短短 3 年就超过 15 倍收益，而其业绩也是大幅增长，从亏损到预期未来 3 年年均复合增长率超过 40%，这一过程中茂业国际做的事情其实就是裁员、处置非主业资产和盘活现有商业物业。其实我们推荐的公司无一例外都面临了这一问题的困扰，也都在过程中存在多次的反复和怀疑，但其最终结果大家其实可以有目共睹，价值回归才是最终的大势所趋。相对于传统对公司价值的理解，我们似乎可以总结一个规律，那就是对于国有零售公司优秀投资标的选择都必须经历体制问题的煎熬，如果一个公司不存在这个过程，那么其应该是白马或者已丧失这样的投资机会，如果处于此过程，那么实际反映其存在超额收益是必然的方向。换句话而言，历史总是会重复，我们曾经经历过的苦恼和困惑其实都预示着我们的方向是正确的，坚持总是在我们觉得已经很难忍受的最后一瞬间决定着胜利与否。

3、在企业价值严重折价的基础上坚持和执着对消费品研究和投资更为重要。

如同零售公司业绩释放被产权制度约束雷同，我们投研人员的困境在于，作为研究和投资机构，即使对一个公司的企业价值了解非常充分，但是我们另外还存在更为现实的一个工作束缚那就是选时，我们必须行走在企业价值和个股选时二者相互平衡的钢丝上，这决定着我们推荐个股的命运，由此造成大家在推荐零售股的过程中都疲于奔命，压力重重。但是从实际情况来看，这种工作状态的效果似乎并非那么理想：从实际收益结果看，将一个市价与企业价值严重背离的长线价值投资标的当成一个强周期股进行操作，在大多数情况下很难获取超额收益，反而是对公司长期坚守的投资者却获取了惊人的收益，并远远超越了大盘，即使是对于大商也是如此。我们可以看到的案例很多，如华安基金、招商基金、嘉实基金、华夏基金、易方达基金等分别在银座股份、成商集团、王府井、重庆百货等个股上的坚持使得其获得极高的超额收益。由此我想表达的一个观点就是对于自己理念的坚持和执着更为重要。

作为一个一直以来充满激情和不断完善和坚守自己信念的研究人员，虽然我们的很多观点可能存在误差，但是我们对工作的热情和执着应该是称职的。回顾历史不仅是想和大家分享下我们在零售业研究上的心路里程，同时更想和大家分享一些我们自己一直以来的坚持的信念，那就是企业价值和区间收益预期才是一个研究员关注的重点，因为价值回归其实是迟早的过程，虽然其过程存在艰辛和苦恼甚至绝望，但是其匹配的收益也是如此巨大，与此同时我们可以发现以下现象：

1、 反身性非常明显并造成公司业绩释放和投资收益率是远超市场预期的。

我们可以看到的现象是在企业体制问题在逐渐解决过程中公司业绩释放的程度远远超出市场预期，其带来的投资收益也是远超我们预期。这种结果可以用索罗斯所说的反身性来解释，即我们对于公司预期会反过来影响公司的发展。以王府井为例，我们在 2005 年推荐时其股价只有 4 元多，PE400 多倍，因为业绩只有 0.01 元，我们当时根据对其门店的调研认为其实际业绩已存在拐点，门店利润汇总数据显示该公司业绩保守估计应该在 4 毛钱以上，我们认为其合理估值应在 15 元，但是推荐后半年时间里，王府井股价就突破此估值，并在 2 年不到时间超过 50 元最高达到 57 元附近，而其业绩释放的程度也超过我们当时的业绩预期，该公司目前已成为白马股。

2、 在利益博弈的背景下投研人员研究应重点集中在对于企业价值的挖掘。

这并非表明研究员可以摆脱业绩预测的责任，说此的目的其实是想说明业绩预期本身是一个充满不确定性但又是一个非常基础的工作，原因是业绩预期的前提假设存在很多不确定性。在体制约束背景或者在产业资本与金融资本博弈过程中，我们认为假设前提的复杂性和不确定性大部分是我们无法掌控的，尤其是在我国对于上市公司有效监管缺乏、体制问题严重的证券市场中，这一问题更为严重。零售公司更是集中体现了这点，原因在于相对其它行业公司而言，零售公司业绩调控的手段更多且更容易操作如费用一次性计提、跑冒滴漏等、非常规促销等等，所以换句话而言，这些年对于零售研究历史经验告诉我们一个事实那就是准确做到盈利预期的精确性实在太难，因为这实际要求研究员必须做到深入调研了解公司实际经营；对产业深刻理解；同时还能和公司建立相互影响的战略关系，这决定着研究员和其研究成果的价值，也决定着研究

员所处的成长阶段。换言之，我们可以认为对产业和公司理解处于更高层次，其重要性远高于仅作盈利预测。最优秀的研究员应该是对企业价值有深刻理解并具有投资眼光、且能影响上市公司行为，而做到这一层次的前提是对公司真实企业价值的深刻理解和能够从产业与金融资本利益的平衡角度出发做出合理化的建议和引导。

3、企业价值确定背景下折价率高低和我们的区间收益率预期则更为重要。

虽然选时也是非常重要，但是在市价与公司价值折价率无比巨大的背景下，其重要性似乎并不会特别突出，并且这取决于我们对投资对象的年化收益率的预期。换句话说，当企业价值折价率与我们的期间收益率预期匹配时，那么我们的选择其实就是正确的，我们需要做的就是评价企业的价值和了解我们的预期。不同的机构对于收益的要求并不相同，因此我们对于标的的选择实际应该是不同的，尤其是对于零售股的投资更是如此。但是如我们在行业报告《黑马、斑马和白马》中所言，我们将零售公司形象的分为黑马、斑马、白马三类。黑马公司的投资机会来自于收购、整合后资产价值的重估；斑马公司在经历体制改革等拐点性事件后有望迎来业绩增长和估值提升的戴维斯双击；白马公司经营专业性强、市场认同度高，市场犯错和估值修复可能成为其投资机会。而从投资的收益率角度出发，我们可以明显发现零售公司的超额收益大部分来自黑马和斑马公司，而其背后的本质则是体制问题的合理化解决。因此，既然我们面临的研究对象群体本身就是如此，我们研究员无法回避的矛盾其实就是对于企业价值的理解、折价率高低的判断和区间收益率的预期。

4、采用 PS、市现率和 EV/EBITDA 等综合指标比 PE 单一指标估值方法更为有效。

相对于市场主流采用 PE 估值方法选股和定价方法不同，从入行以来，我个人一直认为这一简单指标在对零售股标的选择和定价上非常容易使我们陷入误区，而灵活采用 PS、EV/EBITDA 和市现率等指标则可以让我们发现优秀的投资标的。其案例很明显如我们推荐王府井时其 PE 是 400 倍，而按照最近的股价 35 元左右，其估值则下降为 29 倍，而其最佳的投资时间无疑是在 $PE=400$ 倍时。对于成商集团的推荐也能对此做个印证，我们推荐成商时其业绩处于亏损状态，股价在 2 元附近，而其目前按照 2011 年动态业绩预期，估值只有 20 倍左右，而其最佳的投资时间则是 PE 为负数的时间段。我们由此希望和同行分享的是简单使用 PE 估值经常会打击积极进取和处于扩张期的优秀公司，更容易使我们错失处于体制性变革的优秀国有零售公司。

大商股份已经发生体制性变化并存在巨大折价率

1、是企业核心竞争力、而不是道德风险和不确定性等确定大商股份的企业价值。

我们从不否认这么多年来，大商股份由于体制缺陷、管理层激励难以落实等较多因素影响下，不确定性和道德风险频发。而由于与资本市场的沟通较差、信息披露存在缺陷，资本市场对大商股份的真实经营情况也不甚了解。应该说，

目前我们与大商股份的沟通，是资本市场比较密切的，而也正是基于对其实际情况的了解，使得我们在长期以来一直不愿意放弃它。

大商股份真实的企业价值不应以公司的道德风险和不确定性来衡量，而应以公司在零售行业的经营情况、规模、资产、在业内公司的地位、或简言之其核心竞争力来衡量。无论是从行业地位、销售规模、资产质量、现金流等指标行业对比，公司目前股价和估值相对其它品牌消费品公司而言都处于显著的低位，结合我们此前的经验，我们也相信从一个较长周期来衡量，大商都是一个可以获取较高绝对收益的品种，也是零售行业甚至是品牌消费品行业最具潜力和爆发力的个股。

2. 体制变革的确定性 vs 择时的不确定性

对于大商股份而言，我想在此刻我们大家实际面临的情况其实都一样，我们认为，今年大商股份最核心的关注点是其能不能实现改制后的华丽转身，公司是否会出现业绩“拐点”并开始逐渐释放其真实的业绩；相对于此，我们认为我们对于公司一季报具体业绩能释放多少，不宜过度关注，原因在于其只是一个短期的刺激因素而并非决定公司价值的核心。特别是在目前概念和主题投资甚嚣尘上背景下，我们坚信如此低估的品牌消费品龙头公司的投资价值和机会尤为显著，长期业绩趋势和公司内在的真实价值比短期的业绩更应该值得我们关心。

3. 大商股份的大幅折价已经为现有的风险提供了超强的安全边际

正如我们此前所说，任何的不确定性都会以折价来补偿，但关键在于折价的程度和预期投资收益回报之间的关系。对于大商股份来说，对其折价的判断取决于估值方式，虽然市场普遍以 PE 方式对零售企业估值，但沿袭我们上文的估值体系，我们从市销率、市现率、EV/EBITDA 和隐蔽资产价值多个角度对大商进行了估值/折价判断：

(1)、市销率：从零售公司目前的销售规模和行业地位来看，大商股份无疑已成为本土百货零售业的领导者，09 年收入为 211 亿元，几乎为行业第二名王府井（110 亿元）的一倍，公司目前的市销率（PS）仅为 0.61 倍，远低于行业的平均的 1.5 倍水平。而相对香港百货零售业 2-2.5 倍 PS 水平，公司的投资价值则更为显著。

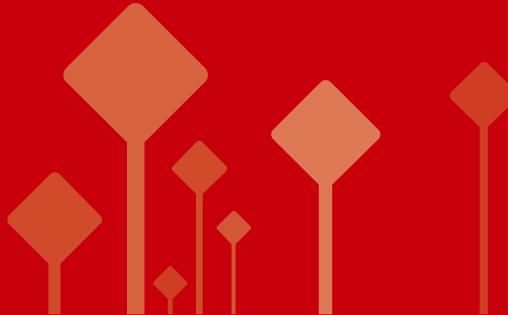
(2)、市现率：零售公司的现金流状况是最不易操作、并且最能反映公司真实盈利情况的指标之一，目前行业平均的市现率（市值对经营性净现金流）为 19.79 倍，而大商股份仅为 10.67 倍，估值水平仅高于欧亚集团、鄂武商两家。

(3)、EV/EBITDA：对于零售公司来说，尤其是拥有自有物业公司而言，还原折旧摊销，以 EV/EBITDA 方式估值可能是对传统 PE 方法的最好的补充和替代，原因在于其资产在会计上的折旧摊销实际是体内循环，并没有外流，这与租赁物业的零售公司支付租金的体外循环存在很大差异。而相对市场价值的提升，我们将折旧摊销其还原回其业绩进行估值就更为客观。我们更新了行业

EV/EBITDA 情况，目前行业估值均值为 18.1，而大商股份估值仅为 8.26，位列所有上市公司中最低水平。

(4)、**隐蔽资产价值**：截止 2009 年，公司的门店数达 70 家，经营面积 250 万平方米，自有物业达 150 万平方米，几乎垄断了东北的百货市场、在河南、青岛等地区也极具影响力。在优质商业资产日益稀缺和市价快速提升背景下，对于大商连锁网络的物业价值和战略价值，我们即使通过简单的物业市价重估都可以测算出其巨大的商业价值。而从目前该公司业绩调控的手段看，对于资产折旧摊销费用的快速计提是其业绩调控的主要手段之一，而弹簧压的越低则意味着反弹空间更大，公司按照其折旧角度分析，其大部分资产折旧已基本完成，虽然其看似一个重资产公司，但实际已是一个轻资产公司，这一转换过程成功完成预示其相对于百盛、王府井等租赁扩张的竞争对手而言，更具有竞争优势。

综合多个指标衡量，我们认为公司的合理股价应在 130 元左右。但对于大商股份这样在历史上极具争议、且未来存在不确定性的公司来说，二级市场必然以大幅折价来进行风险补偿。相对于百盛等销售收入在 130 亿左右，且自有物业稀少，市值却高达 400 亿而言，我们认为按照大商股份这样的资质，其企业价值也应再在 400 亿以上，其巨大的折价已经充分反映了市场对其的所有担心。而且我们认为对于业绩调控边际效应递减规律将在大商股份上得到体现，5 年的超预期业绩压制其造成的结果必然是反弹的迅猛也会超过我们的预期。因此，我们认为在目前的价位上增持公司股票，不仅具有安全边际、更有可能获得超额收益。考虑到产业资本和金融资本的利益博弈，我们希望投资者应该以更为长线的眼光去看待公司的投资。



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：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