

双底夯实安全边界 期待业绩复苏惊喜

——商业城（600306）投资价值分析报告

要点：

- 为什么在这个时候关注商业城？** 重估资产净值和大股东持股成本为投资者提供双重安全边界。按照资产重估净值法，保守计算，公司每股净资产 16.51 元，以 0.7 倍净资产值为可投资的安全边界，公司可投资的安全边际在 11.57 元。巧合的是，我们计算的大股东持股成本是 11.55 元，这说明 0.7 倍资产重估值正是产业资本愿意出手的心理价位，而目前价位恰好在公司安全边界之上。
- 公司未来的看点？** 公司为典型的底部复苏型公司，前期已采取许多改善业绩努力，比如 09 年完成的员工改制可直接节约人工成本 5000 多万，未来两年又有商业城 1 期改造、2 期扩建，日神大厦项目相继完成。根据工程进度判断，公司业绩释放时点应从 2011 年开始，未来业绩弹性高。预计未来三年每股收益分别为 0.006 元、0.252 元和 0.742 元。
- 投资建议：** 重估资产净值和大股东持股成本为公司构建双重安全边界。从二级市场表现看，公司股价从前期高点调整下来 33%，调整充分。在经济转型的大背景下，消费股将持续成为市场关注重点。基于以上三点，给予公司“推荐”评级，建议以现价介入，等待公司业绩的华丽转身。
- 风险提示。** 宏观经济反复，甚而影响国民消费，消费行业整体估值下移；业绩复苏进程晚于预期。
- 股价催化因素。** 商业城招商情况强于市场预期，投资者认可公司改善的经营能力和意愿；日神大厦销售情况超预期，对 2011 年业绩产生实质影响；单季财务报表有明显改善，盈利预测逐步兑现。

分析师

姚雯琦：

☎(86-755) 83515144

✉ yaowenq@cgws.com

执业证书编号：S1070208080274

投资评级：推荐（首次）

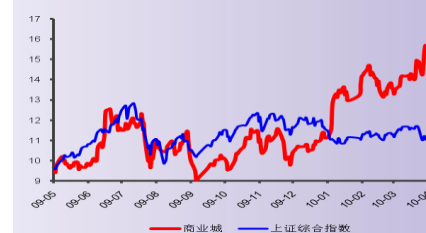
市场数据

总市值（百万元）	1,904
流通市值（百万元）	1,204
总股本（百万股）	178.14
流通股本（百万股）	151.95
12个月最高/最低	16.20/8.79
十大流通股（%）	24.13%
股东户数	17,356

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	155611	129514	192410	253714
(+/-%)	-11.2%	-16.8%	48.6%	31.9%
净利润（万元）	223	106	4486	13225
(+/-%)	-110.5%	-52.3%	4123.7%	194.8%
摊薄 EPS	0.012	0.006	0.252	0.742
市盈率	928.3	1945.5	46.1	15.6

股价表现



相关报告

一、治理结构悄然发生改变

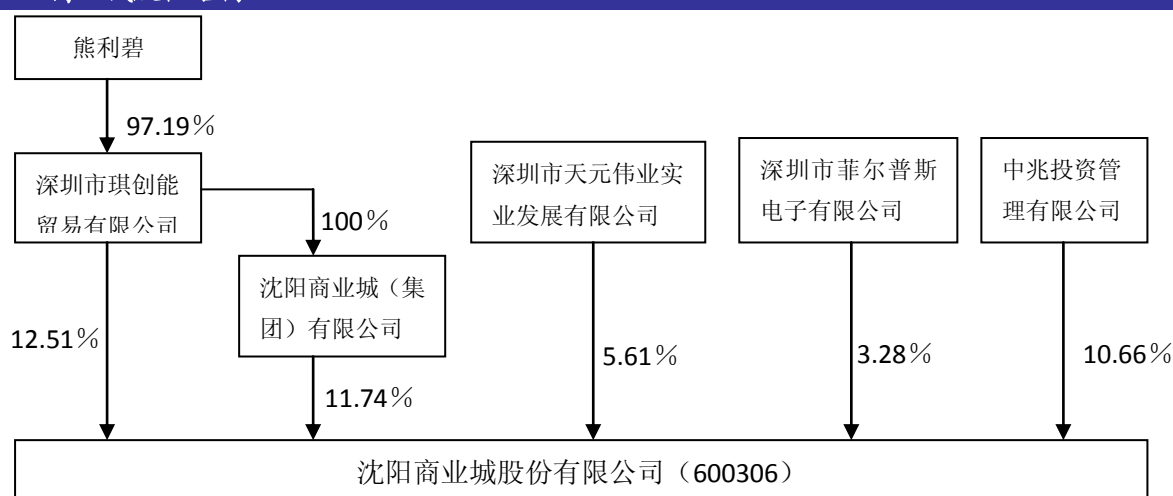
沈阳商业城股份有限公司于 2000 年 12 月发行、上市，发行总股本 1.37 亿元，2001 年因资本公积转增股本，公司股本增加至 1.78 亿元。公司原控股股东为沈阳商业城（集团）有限公司，初始持股比例为 53.76%，但股权全部被抵押给银行，因银行借款难以偿还，股权多次强行拍卖，持股比例逐渐下降。到 2008 年中期，公司前三大股东分别为商业城（集团）（14.07%）、深圳市琪创能贸易有限公司（11.39%）、深圳市天元伟业实业发展有限公司（6.73%）。2008 年 8 月，商业城集团股权在沈阳联合产权交易所挂牌，拟整体转让，但由于拍卖价格和受让方资质的原因，此次挂牌以流拍告终。

2008 年 8 月，商业城股价开始了一次深幅调整，到了 10 月份，茂业系旗下的中兆投资管理有限公司突然对公司举牌，10 月 1 日 - 16 日间，通过二级市场增持商业城股票 1538 万股（8.63%）。与此同时，公司第二大股东深圳琪创能也在二级市场上积极买入公司股票，2008 年 9 月 - 11 月间，深圳琪创能在 5.03 - 7.28 元的价格区间增持公司股份 535.94 万股，至 2008 年 11 月 12 日，合计持有公司股票 2565.94 万股（14.4%），以微弱优势超越商业城集团，成为公司第一大股东。

产业资本的争夺，让市场重新开始关注商业城的价值，也让沈阳市政府和商业城管理层必须在此时选择方向，最终促成了商业城改制进程的加快。2008 年 12 月 30 日，商业城集团股权二次挂牌，拍卖底价从 2.99 亿元降至 2.69 亿元，之前受让方年营业额超过 10 亿、所有者权益不低于 5 亿的资质要求也都取消。2009 年 2 月，深圳琪创能顺利拿到这笔股权，稳固了自己的控股股东地位，公司所有制身份从国有控股转变为民营。

目前，商业城的股权结构如下图所示：

图 1、商业城股权结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所，持股比例均为扣除须偿还的股改对价后数

表 1: 沈阳商业城集团股权拍卖情况					
时间	受让方	拍卖数量(万股)	拍卖价格(元/股)	收购成本(万元)	备注
2005 年 11 月	惠州时俊投资发展公司	1385	1.35	1869	已减持
2005 年 11 月	惠州惠雄贸易发展公司	1100	2.71	2981	已减持
2006 年 6 月	深圳市天元伟业实业发展有限公司	1200	2.81	3379	近期部分减持
2007 年 6 月	深圳市琪创能贸易有限公司	930	6.5	6045	持有
2007 年 7 月	深圳市琪创能贸易有限公司	1100	6.26	6886	持有
2007 年 7 月	深圳市菲尔普斯电子有限公司	700	6.26	4382	持有

资料来源：公司公告，长城证券研究所

二、大股东持股成本引来市场各种猜测

深圳琪创能主要股东为自然人熊利碧(出资 97.19%)与王宇(出资 2.81%)，公司成立于 2007 年 5 月 28 日，初始注册资本 50 万，至 2009 年 3 月，注册资本已增至 2.24 亿元。但从屡次增资时点看，均为已经或者即将竞拍商业城股权时；同时，虽然公司主业为钟表及配件、纺织品的购销及其他国内贸易，但 2008 年全年及 2009 年 1 季度主营业务收入均为零，说明公司并没有主营业务。因此，不难猜测琪创能仅仅是一家为收购股权而创立和存在的影子公司，从琪创能的成立时点看，背后的大股东在 2007 年或者更早时候就已经关注商业城股权了。

表 2: 深圳琪创能历次增资情况	
时间	增资情况
2007 年 06 月	熊利碧 30 万，王宇 20 万，注册资本 50 万
2007 年 07 月	熊利碧 2050 万，王宇 200 万，增资到 2300 万
2007 年 08 月	熊利碧 2150 万，王宇 250 万，增资到 4700 万
2007 年 09 月	熊利碧 1440 万，王宇 160 万，增资到 6300 万
2009 年 03 月	熊利碧 16105 万，增资到 22405 万

资料来源：公司公告，长城证券研究所

截至 2010 年 4 月 26 日，深圳琪创能共持有 4319 万股商业城股权，持股比例为 24.25%，其获得的商业城股权来自三部分：1、**股权拍卖**。2007 年 6 月和 7 月，深圳琪创能以 6.25 元/股和 6.5 元/股的价格分别接拍商业城集团因资不抵债而强行拍出的商业城股权 1100 万股和 930 万股。2、**二级市场增持**。2008 年 9 月 - 11 月，琪创能在 5.03 元 - 7.28 元的价格区间增持了 535.94 万股。3、**因整体受让商业城集团资产，间接获得的商业城股权**。2009 年，公司接拍沈阳国资挂牌转让的商业城集团股权，从而间接持有商业城 2090 万股，为得到商业城控股权，其实际付出成本包括 2.69 亿元的股权拍卖款，替商业城集团偿付的 5310 万银行借款

和 7187 万特定应付款,另外还提供了 3 亿元股东借款,支持企业改扩建项目建设。

表 3: 深圳琪创能持股成本				
来源	时间	股权数量(万股)	价格(元/股)	成本(万元)
股权拍卖	2007 年 6 月	1100 扣除股改对价: 918	6.25	6875
	2007 年 7 月	930 扣除股改对价: 775	6.50	6045
二级市场增持	2008 年 9 - 11 月	535.94	6.42	3440
受让商业城集团股权	2009 年 2 月	2090	16.03	33515 (26934 + 5310 + 7187 - 1503 - 4413) 集团账面有 1503 万固定资产, 4413 万无形资产(棋盘山培训中心土地 64621 平方米)
合计		4318.94	11.55	49875

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

综合计算, 琪创能的持仓成本在 11.55 元/股, 再考虑到为上市公司提供的 3 亿元股东贷款, 琪创能在目前的价位上还未脱离其成本区, 高昂的控股成本引起市场种种猜疑, 但无论何种结果, 我们都有理由相信大股东对商业城的未来充满信心。

三、资产重估提供安全边际

大股东敢于以高价拿到商业城控股权, 一方面是看好公司未来发展, 另一方面也是看到了公司的重估资产价值, 经过计算, 公司每股重估价值达到 16.51 元, 这是公司可投资的安全边际。

公司资产包括物业资产和股权投资, 四处物业分别是商业城、铁西百货、安利置业综合楼和拥有 51% 股权的日神大厦, 股权投资则是指 8550 万股盛京银行股权。

1、商业城主楼

商业城主楼地处中街核心地段, 靠近朝阳路, 主楼是一幢 8 层建筑, 长 120 米, 宽 100 米, 内部为回字形结构, 负 1、负 2 停车场, 1-6 楼经营百货。近期, 商业城发布公告, 向下属公司收回办公楼土地物业 4437 平米, 拟建成一个 3 万平米的商业物业, 并与商业城主楼打通, 工程完工后商业城总建筑面积将提高到 10 万平米。

图 2、商业城主楼



资料来源：长城证券研究所

图 3、商业城二期场址



资料来源：长城证券研究所

2、铁西百货大楼

铁西新区是沈阳市最大城区，也是核心城区之一，总面积 126 平方公里，人口 102 万，人口规模相当于一个中型城市。铁西区分为三部分：国家级开发区、商贸生活区（原为老工业城区）和民营工业城。商贸生活区原为老工业区，在沈阳机床、沈阳化工等工业企业搬迁后，商贸生活区的生态环境有了很大改善，良好的居住环境和低廉的房价吸引了很多年轻人到铁西置业。随着新铁西的兴起，兴华街商圈逐渐成型，万达广场、兴隆摩尔、铁西茂业都在建设中。

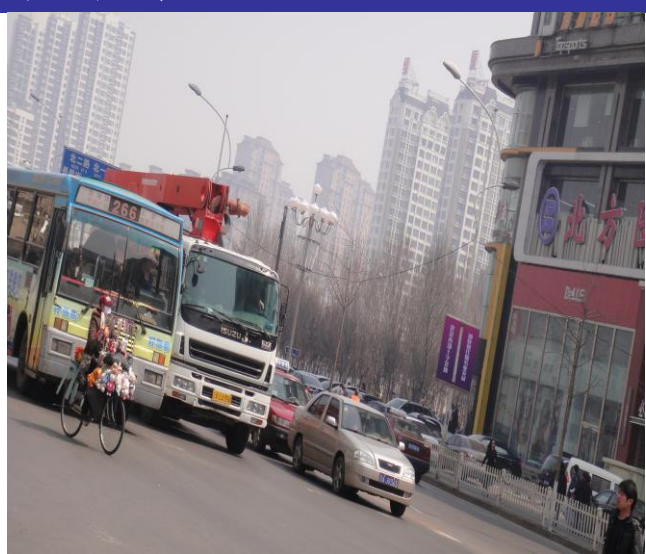
铁西百货建筑面积 2.7 万平米，5 层高，大楼位于铁西区兴华南街和建设路交界处，处在整个兴华街商圈的核心位置，物业升值潜力巨大。

图 4、铁西百货实景



资料来源：长城证券研究所

图 5、今日新铁西



资料来源：长城证券研究所

图 6、兴华街商圈示意图



资料来源：长城证券研究所

3、安利置业综合楼

安利置业综合楼地处朝阳街和中街交界处，总建筑面积 2.2 万平米，共有 22 层，地下 2 层停车场，地上 20 层，1-5 层为商业物业，与商业城主楼连通，共有商铺 414 套，2007 年公司为解决现金流问题，将其中 373 套出售返租，出售面积约为 9800 平米，6-20 层为天伦酒店管理集团管理的四星级酒店天伦瑞格。

图 7、天伦瑞格酒店实景



资料来源：长城证券研究所

图 8、天伦酒店商业部分已与商业城主体连通



资料来源：长城证券研究所

4、日神大厦

2004 年，公司与巴林右旗欧亚投资发展有限公司、深圳日神实业集团有限公司合资成立辽宁物流有限公司，并以辽宁物流有限公司的名义用 9488 万拍得日神大厦产权。该大厦原为一处烂尾楼，物业用途为商业综合体，位处沈阳中街沿线，总建筑面积 17 万平米，由 3 座塔楼和 1 座裙楼组成，土建工程基本完工，未来可能定位为五星级酒店+酒店公寓，在经营五星级酒店的过程中，通过为酒店公寓



客户提供五星级服务提高其售价。

5、盛京银行股权

盛京银行前身为沈阳市商业银行，且是继上海银行、北京银行之后全国第三家实现跨省设立分支机构的城市商业银行。2005 年沈阳市商业银行（即盛京银行）增资扩股时，公司以 1 元/股的价格认购了 1.2 亿股，占其股权的 4%。截至 2008 年底，盛京银行总股本 30 亿，净资产 56 亿元，净利润 16 亿元。2009 年，为改善公司现金流状况、支付员工安置补偿费，公司以 4 元/股的价格出售了 3450 万股盛京银行股权，目前还余 8550 万股。

综上所述，公司重估资产净值 = 净资产 - (固定资产 + 在建工程 + 无形资产 + 长期股权投资) + 物业重估值 + 股权重估值 = $5.14 - (3.48 + 1.21 + 2.11 + 1.2) + (16.51 + 2.7 + 1.22 + 7.55) + 4.27 = 29.29$ 亿元

每股重估价值 = $29.29 / 1.78 = 16.51$ 元/股

表 4：商业城重估价值明细

物业	建筑面积(平方米)	市场价格(元/平方米)	成本	重估价值(亿元)	备注
商业城主楼	10 万	1 层 10 万, 2-6 层 1.5 万, 负 1 楼 0.4 万, 负 2 楼 0.2 万	1 期 1.5 亿 2 期 1.8 亿, 其中建安成本 0.4 万, 装修成本 0.2 万	16.51	中街低层商铺租金价格 1 万元/平米, 安利综合置业楼 1-5 层出售价格 1.2 万-1.5 万, 2-6 层按 70%实用率计算
铁西百货大楼	2.7 万	1 万/平米		2.7	铁西区的普通楼盘均价 5000 左右, 高端楼盘已突破 1 万元。铁百位于兴华街商圈核心位置。
安利置业综合楼	2.2 万(所有权面积 1.22 万)	1 万/平米		1.22	
日神大厦	15.2 万 A 座面积 35370 平米, B、C 座面积 36130 平米, 地上总建筑面积 14 万平米, 地下车库面积 1.2 万平米	A 座及裙楼价格 1 万/平米 B、C 座价格 2 万/平米	2.8 亿 平均装修成本 0.2 万/平米	7.55	权益比例 51%

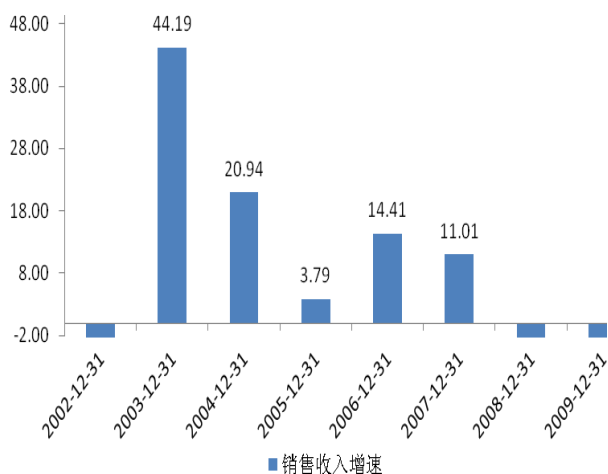
股权	股权数（万股）	净资产（08）	总股本(亿股)	市场价值 （亿元）	城商行平均 PB
盛京银行股权	8550	56	30	4.27	2.7

资料来源：长城证券研究所

四、业绩复苏值得期待

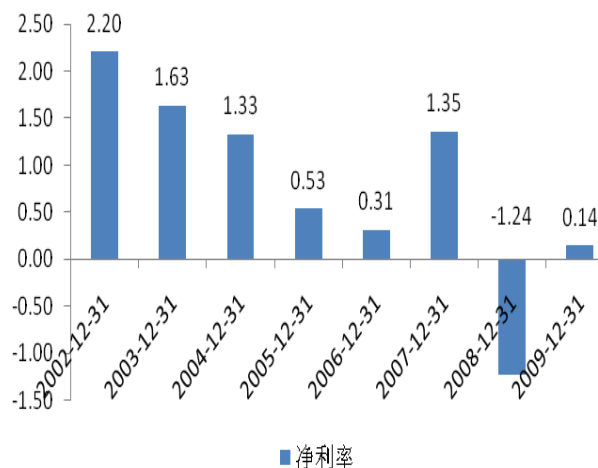
1996 年的一场大火使商业城损失惨重，为解决资金问题，在政策扶持下，公司于 2000 年上市，上市以来一直在消化历史包袱，受此影响，公司业绩始终差强人意，2002 年至今年平均收入增长 7.33%，平均净利率 1.04%，净资产收益率 2.83%，远低于行业平均水平。由于管理不善，公司冗员严重且招商能力极低，在顾客中的品牌形象也越来越差，出现了收入负增长（2009 年收入下降 11.2%）、毛利率低（2009 年毛利率仅为 14.84%）、而费用率高（即使扣除职工安置费，期间费用率仍高达 15.35%）的奇怪现象，经营在谷底徘徊。

图 9、销售收入增长



数据来源：wind, 长城证券研究所

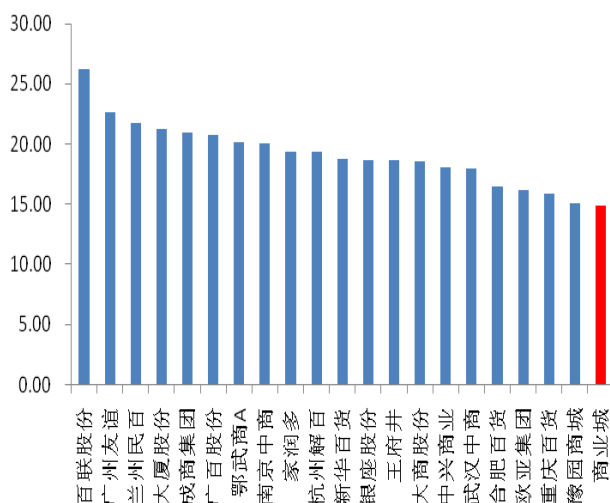
图 10、净利率水平



数据来源：wind, 长城证券研究所

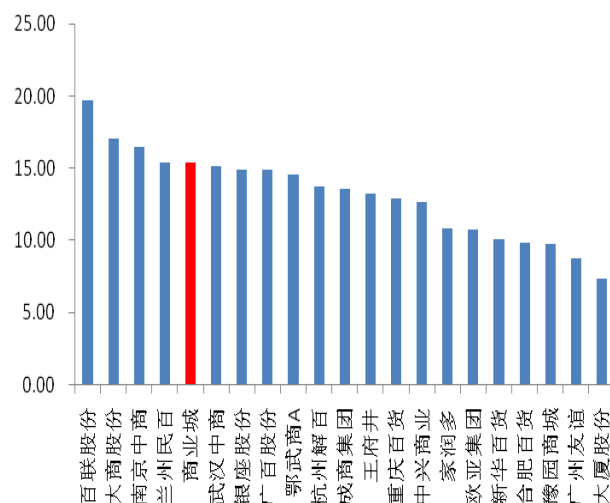


图 11、各公司毛利率水平比较



数据来源: wind, 长城证券研究所

图 12、各公司费用率水平比较



数据来源: wind, 长城证券研究所

2009 年 4 月, 深圳琪创能对公司完全控股后, 不仅提供 3 亿元股东借款为上市公司输血, 而且出台了系列措施, 以期改善公司经营管理效率:

- ✓ 2009 年 8 月-12 月, 制定和出台了《费用管理制度》、《差旅费管理制度》、《用电管理制度》、《考勤管理制度》等 13 个管理制度, 从制度上严格管理;
- ✓ 2009 年 11 月, 隶属安利置业综合公司的四星级酒店 - 天伦瑞格酒店开业;
- ✓ 2009 年 12 月, 出售 3450 万股盛京银行股权, 用于支付员工安置费用, 经过此次员工安置, 减少在职员工 2266 人, 每年减少人工成本 5645 万元;
- ✓ 2010 年 5 月 - 10 月, 对商业城主楼进行闭店改造, 改造的内容包括更新现有内外地面、步行梯、滚梯、天棚、墙面、抱柱, 改造对外台阶、外舞台、消防设备、空调设备、采暖设备、用电设备、办公设备等。
- ✓ 2010 年 4 月, 公司通过董事会决议, 向安利置业公司收回办公楼 4437 平米的土地使用权, 拟在 1 期改造完成后, 将办公楼翻建为 3 万平米的商业城二期, 该项目预计 2012 年竣工。
- ✓ 同时, 日神大厦项目在暂行 3 年后亦有可能重新启动, 未来仍将定位于五星级酒店 + 酒店公寓的商业综合体项目。

我们认为, 即使不考虑日神大厦酒店公寓出售给公司带来的利益, 公司未来仍有很大的业绩改善空间。

1、2 年打造一个全新商业城

沈阳的商圈一共有四处, 中街商圈、太原街商圈、铁西商圈和北航商圈。由于历史原因, 中街与太原街是沈阳人最爱逛的两个商圈, 在新铁西的快速发展中, 铁西商圈亦有后来居上之势。

中街背靠沈阳故宫，旁边就是声名显赫的刘老根大舞台。沿街从西到东分布着佳缘商厦、沈阳春天、国美电器、文化大楼、兴隆大家庭、利民商场、商业城、新玛特、时代美美、沃尔玛，近期中粮大悦城也即将开业。从商场定位和旅游景点吸引的客群可以看出，中街适合大众消费。

沈阳的高端百货包括中兴商业、新世界、长春卓展、西武。由于太原街容纳了中兴商业和新世界两大高端百货，传统上，中高端顾客更愿意到太原街购物。

图 13、中街商圈示意图



资料来源：长城证券研究所

商业城地处中街核心地段，靠近朝阳路。改造前 1-5 楼经营服装、鞋帽、化妆品，6 楼经营电器，商场内商品结构差且品类低端，2009 年销售收入 8.53 亿元，每平米实现销售收入 1.22 万元。经过改造，负 1 楼将由停车场变为有效经营面积，定位精品超市，1-6 楼品类结构全部调整，经营定位提升到高中档，扩大男、女装销售区，二期完成后还将引入儿童娱乐、美食餐饮特色项目，目标是打造适合各年龄段人群消费的购物广场。

对于新品牌的引入，我们认为市场不必担心：一是原有管理体制下，跑、冒、滴、漏现象严重，出现了小品牌比大品牌更有竞争力的怪现象，管理规范后，大品牌的竞争优势突显出来；二是商业城的地理位置决定了它的渠道价值，地铁一号线的直接引入，提高了商业城的物业价值，对品牌供应商更有吸引力；三是大股东如此看重公司股权，一定会在公司最关键也是最薄弱的招商环节提供鼎力支持。

我们认为，2011 年运营满 1 年的商业城一期每平方米销售收入可提高到 1.4 万元，全年销售收入达到 9.8 亿，2012 年 2 期的加入将使每平方米销售收入提高到 1.55 万元，整体销售收入达到 15.5 亿。2011 年、2012 年销售收入将分别比 2009 年增加 15% 和 81.7%。

表 5：各公司主力门店平效和毛利率比较

	建筑面积	经营面积	销售收入	每平方米销售额（建筑面积）	毛利率
中兴商业大厦	14.50		22.00	1.52	18.08%
广百北京路店	7.01		19.98	2.85	19.00%
无锡商业大厦	12.40		18.20	1.47	20.36%
重庆百货解放碑店	2.60		4.03	1.55	17.07%
兰州民百亚欧商厦	3.60		6.57	1.83	18.25%
成商集团盐市口店	5.38		4.70	0.87	16.95%
新华百货总店	3.14	2.20	4.90	1.56	18.50%
沈阳商业城	7.00		8.53	1.22	14.65%

数据来源：长城证券研究所

2、铁西百货大楼净利率提升

目前铁西百货的品类结构为负 1 楼超市，1 楼化妆品和电器，2 楼小电器和珠宝首饰，3-4 楼服装。电器和珠宝是铁西百货主营产品，服装基本沦为杂牌折扣卖场。2009 年铁西百货销售收入 7.87 亿元，由于主要销售家电和珠宝首饰，坪效可达到 2.91 万元，净利润 2024 万，净利率 2.59%。

根据沈阳市政府规划，新华街将定位为新铁西的名品商业街，随着万达广场、铁西茂业、兴隆摩尔的陆续开业，以及宜家、红星美凯龙的陆续引入，铁西商圈的功能日趋完善，留在铁西消费的顾客也会越来越多。与周边商业环境改善相适应，铁西势必进行品牌调整和品类升级，一旦高毛利率的服装鞋帽比重增加，净利率水平可随之提升。

3、天伦酒店盈亏平衡

天伦瑞格酒店于 2009 年 11 月开业，6 层为酒店宴会厅和会议室，7 层前台、咖啡吧、西餐厅，8-22 层酒店房间，共 253 个客房，开业初期平均客房单价在 250 元/间，近期提高到 350 元/间，入住率 60%，以此推算年销售收入 1939 万，加上餐饮、会议服务收入，估计酒店每年收入在 2200 万-2400 万。2009 年，安利置业有限责任公司（天伦酒店的项目公司）因前期投入亏损了 1538 万，2010 年正常营业后，可实现盈亏平衡。

4、期间费用压缩空间大

公司毛利率低，但期间费用率在行业内处于较高水平，其中最大项开支为人工费用，2008 年人工费用 8792 万，占了销售及管理费用的 37%，2009 年，公司施行了减员增效，裁减员工 2266 人，支付安置补偿共 9979 万，但裁员后每年人工费用减少 5645 万，另一方面，公司管理规范后费用控制明显，估计新管理措施的施行每年可带来 2000 万的费用节约（新管理制度于 2009 年 8 月出台，但当年的广告、业务宣传和修理费合计数即比 2008 年减少 1394 万）。因此，不考虑改造成本摊销，公司一年正常的管理费用应该在 7000 万。

2010 年与 2011 年为项目投入期，假设 1 期投资额 1.5 亿、2 期投资额 1.8 亿，日神大厦投资额 2.8 亿，未来 2 年的总投资额在 6.1 亿元，但若日神大厦酒店公



寓部分出售，新增固定资产估计在 4.3 亿，以 15 年折旧摊销期计，公司每年新增折旧摊销 3000 万，充分考虑第 1、2 年与改造扩建相关的一次性费用，预计 2010 年、2011 年的新增费用在 6500 万。

综上所述，预计公司 2010 年、2011 年管理费用为 1.35 亿，2012 年开始管理费用降至 0.92 亿。

为考察对公司费用情况的估算是否合理，我们对比了部分引入市场化机制、人员精简的上市公司的费用配比情况，可以看出，除了大厦股份由于核算科目的不同，管理费用较高，其他公司的管理费用在 0.6 亿到 0.94 亿，同时，与销售收入相匹配的销售费用率在 5.08% - 7.67%。

表 6：部分上市公司费用配比情况比较					
	商业城	新华百货	大厦股份	兰州民百	广州友谊
员工数（人）	552	594	712	1044	1374
管理费用（亿元）	0.92	0.82	2.26	0.59	0.94
销售费用（亿元）	0.63	2.48	1.58	0.37	1.92
销售收入（亿元）	15.56	32.35	55.59	7.29	29.59
销售费用率	4.05%	7.67%	2.84%	5.08%	6.49%

数据来源：wind, 长城证券研究所

五、盈利预测

通过对公司收入、毛利、费用的分析，我们的盈利预测假设如下：

1、假设 2010 年 10 月完成商业城主楼 1 期改造，2011 年 1 期恢复正常经营，品类调整完成以及营业面积扩大（增加负一楼 1 万平米的营业面积）的作用下，平效提高至 1.4 万/平米。

2011 年 2 期扩建完成，2012 年商业城主楼扩大到 10 万平米，品类结构的完善加之地铁人流的引入，使得平效提高至 1.55 万/平米。

铁西百货大楼每年收入增长 5%。

2、服装、鞋帽等高毛利率产品的比重增加，电器比重下降，2011 年、2012 年毛利率水平从改造前的 14.65% 提高到 17%、18%。

3、2010 年和 2011 年是资本投入高峰，每年新增的费用化的资本性支出在 6500 万，2012 年之后为每年 3000 万。2010 年、2011 年的管理费用分别为 1.35 亿，2012 年之后为 1 亿。销售费用与销售收入配比，2010 年销售费用率提升至 4.5%，2012 年为 5%。

按照以上假设，公司 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.006 元、0.252 元和 0.742 元。

六、公司估值与投资建议

1、按照资产重估净值法，保守计算，公司每股净资产 16.51 元，以 0.7 倍净



资产值为可投资的安全边界，公司可投资的安全边际在 11.57 元。巧合的是，我们计算的大股东持股成本恰好是 11.55 元，这说明 0.7 倍资产重估值正是产业资本愿意出手的心理价位。

2、使用市盈率法计算公司百货业务价值。目前行业合理 PE 为 30 倍，公司为底部复苏型公司，应从更长时间上考虑公司业绩复苏的程度，以 2012 年 25 倍 PE 为百货业务合理估值。

同时，持有 1 股公司股权相当于持有 0.48 股盛京银行股权，即 1 股公司股权隐含了 2.5 元的盛京银行股权。

因此，以持有 12 个月为期限，公司合理股价 = $0.742 \times 25 + 2.5 = 21.05$ 元

3、重估资产净值和大股东持股成本为公司构建双重安全边界，从二级市场表现看，公司股价从前期高点调整下来 33%，调整充分。在经济转型的大背景下，消费股将持续成为市场关注重点。基于以上三点，给予“推荐”评级，建议以现价介入，期待业绩复苏带来的惊喜。

七、风险提示与股价催化因素

风险提示：宏观经济反复，甚而影响国民消费，消费行业整体估值下移；业绩复苏进程晚于预期。

股价催化因素：商业城招商情况强于市场预期，投资者认可公司改善的经营能力和意愿；日神大厦销售情况超预期，对 2011 年业绩产生实质影响；单季财务报表有明显改善，盈利预测逐步兑现。

附：盈利预测表

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	155611	129514	192410	253714	成长性				
营业成本	132524	108921	159700	208045	营业收入增长	-11.2%	-16.8%	48.6%	31.9%
销售费用	6355	2914	8658	12686	营业成本增长	-11.0%	-17.8%	46.6%	30.3%
管理费用	24401	13599	13469	10149	营业利润增长	-122.6%	-68.6%	4123.7%	194.8%
财务费用	3118	2731	2773	2730	利润总额增长	-163.7%	-84.7%	4123.7%	194.8%
投资净收益	12750	0	0	0	净利润增长	-110.5%	-52.3%	4123.7%	194.8%
营业利润	454	142	6018	17742	盈利能力				
营业外收支	478	0	0	0	毛利率	14.8%	15.9%	17.0%	18.0%
利润总额	932	142	6018	17742	销售净利率	0.1%	0.1%	2.3%	5.2%
所得税	708	36	1505	4435	ROE	0.4%	0.2%	7.4%	17.4%
少数股东损益	1	1	28	81	ROIC	-2.7%	2.5%	6.8%	14.4%
净利润	223	106	4486	13225	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	4.1%	2.3%	4.5%	5.0%
流动资产	99899	76388	95653	136431	管理费用/营业收入	15.7%	10.5%	7.0%	4.0%
货币资金	33086	25162	20392	38201	财务费用/营业收入	2.0%	2.1%	1.4%	1.1%
应收帐款	808	648	962	1269	投资收益/营业利润	2809.3%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	76.0%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	52341	43019	63075	82169	应收帐款周转率	213.85	160.93	172.52	200.00
非流动资产	82471	94948	110659	112260	存货周转率	2.78	2.05	2.20	2.28
固定资产	51769	65177	81819	84351	流动资产周转率	1.77	1.51	1.66	#DIV/0!
资产总计	182370	171337	206313	248691	总资产周转率	0.88	0.69	0.85	#DIV/0!
流动负债	121763	108574	136957	163981	偿债能力				
短期借款	47700	47700	47700	47700	资产负债率	71.6%	68.6%	70.7%	69.5%
应付款项	42947	35298	51753	67420	流动比率	0.82	0.70	0.70	0.83
非流动负债	8888	8888	8888	8888	速动比率	0.39	0.31	0.24	0.33
长期借款	8888	8888	8888	8888	每股指标 (元)				
负债合计	130650	117462	145844	172869	EPS	0.012	0.006	0.252	0.742
股东权益	51719	53875	60468	75822	每股净资产	2.90	3.02	3.39	4.26
股本	17814	17814	17814	17814	每股经营现金流	-0.27	0.43	0.82	1.32
留存收益	29290	31432	37985	53246	每股经营现金/EPS	-21.7	71.9	3.3	1.8
少数股东权益	4616	4629	4669	4763	估值				
负债和权益总计	182370	171337	206313	248691	PE	928.3	1945.5	46.1	15.6
现金流量表 (万元)					PEG	3.20	1.92	0.24	-
经营活动现金流	-4838	7637	14657	23581	PB	4.0	3.8	3.4	2.7
其中营运资本减少	4798	2398	4348	4055	EV/EBITDA	-40.50	44.18	21.05	10.68
投资活动现金流	5350	-15561	-19427	-5772	EV/SALES	1.69	2.03	1.37	1.04
其中资本支出	-6674	-15561	-19427	-5772	EV/IC	3.26	2.98	2.50	2.43
融资活动现金流	11343	0	0	0	ROIC/WACC	-0.34	0.32	0.85	1.80
净现金总变化	11855	-7924	-4770	17808	REP	-9.69	9.33	2.93	1.35

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

姚雯琦: 管理学硕士, 拥有证券投资咨询执业资格, 商业零售行业分析师。

承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明: 本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:**公司评级**

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16、17 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>