

证券研究报告—动态报告

商业贸易

零售

商业城(600306)

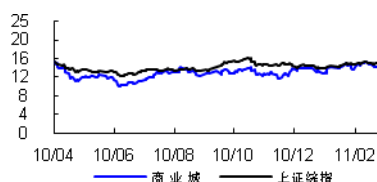
2010 年报点评

推荐

(维持评级)

2011 年 4 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	178.1/151.9
总市值(百万元)	3,641.2/3,105.8
沪深 300/深圳成指	2,964.95/12,508.01
12 个月最高/最低(元)	20.44/10.11

相关研究报告:

《商业城-6000306-自有物业价值高,盛京银行上市可成催化剂》——2010-11-2

证券分析师: 孙菲菲

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S090510120031

年报点评

中街老店升级 盛京银行价值高

●实现 EPS 0.02 元/股, 主楼停业改造对当期业绩影响较大

公司 2010 年实现营业收入 13.1 亿元, 同比减少 16.0%; 利润总额 0.1 亿元, 同比增长 23.4%; 归属于母公司所有者的净利润 0.03 亿元, 同比增长 23.9%, 因中街主楼 2010/5 起装修, 对公司 2010 年的影响较大。公司旗下另一百货——铁西百货收入增长 9.4%至 85307 万元, 净利润 44.5%至 2925 万元。一季报 EPS 为 0.007 元/股。

●主楼位于地铁一号线中街出口, 增长潜力巨大

公司的商业城百货大楼改建后面积增至 9.1 万平方米, 已于 4 月 15 日已经重新开业, 今年公司仍计划继续扩大经营面积。我们非常看好中街的定位与规划, 目前已经有大商新玛特、中粮大悦城、恒隆中街广场等进驻, 未来将成为沈阳的新商业中心, 而且扩建后的主楼正位于中街的地铁一号线的出口, 发展空间巨大。

●“大股东运作+盛京银行上市”预期强烈

我们测算大股东琪创能持股的持股成本为 12 元~15 元, 实力较强, 在商业城招商、运营走上正轨后, 不排除大股东将进行其他的运作; 另外, 公司持有盛京银行 8550 万股, 折合公司股权 4.6 元/股 (2010 年 12 倍 PE 计算); 盛京银行如能 IPO, 将对公司股价形成利好。

●自有物业价值突出

公司物业价值突出, 公司共有五处自有物业, 物业重估每股 12.8 元, 其中拥有两个百货门店, 分别在沈阳的中心步行街及铁西区。

●盈利预测、估值及投资评级

我们认为 2011 年可视为公司百货业务的拐点, 加之地产业务利润, 业绩逐年提升。我们维持对公司的“推荐”评级, 2011/12/13 年 0.42/0.78/1.00 元/股, 其中百货主业 2010~2012 年可分别贡献 0.01 元、0.30 元及 0.63 元盈利预测。

盈利预测和财务指标

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,307	1,960	2,842	3,667	4,216
(+/-%)	-16.0%	50.0%	45.0%	29.0%	15.0%
净利润(百万元)	3	75	140	179	183
(+/-%)	23.9%	2632.6%	85.2%	28.0%	2.6%
每股收益(元)	0.02	0.42	0.78	1.00	1.03
EBIT Margin	2.9%	7.6%	10.0%	10.8%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	0.6%	-255.9%	-14.6%	-8.3%	-5.4%
市盈率 (PE)	1320.4	48.3	26.1	20.4	19.9
EV/EBITDA	81.1	32.3	21.5	18.9	18.7
市净率 (PB)	7.72	(123.66)	(3.80)	(1.70)	(1.08)

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

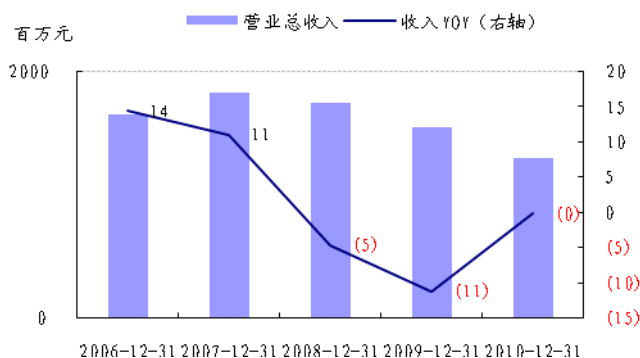
主楼停业改造，EPS 0.02 元/股

公司 2010 年实现营业收入 13.1 亿元，同比减少 16.0%；利润总额 0.1 亿元，同比增长 23.4%；归属于母公司所有者的净利润 0.03 亿元，同比增长 23.9%，扣除非经常性损益的净利润-0.04 亿元；基本 EPS 为 0.02 元/股，同比增加 24.0%；扣除非经常性损益后 EPS 为-0.02 元/股。2010 年 5 月到 12 月期间公司主楼停业改造对当期业绩影响较大。

公司同时公布一季报实现净利润 123 万元，实现 EPS0.007 元/股。

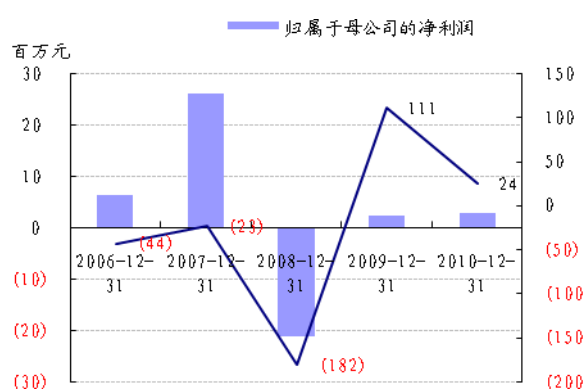
公司旗下另一家百货店-----沈阳铁西百货大楼，公司拥有其 99.82%的股权，年末总资产 37841 万元，实现营业收入 85307 万元，营业利润 3766 万元，净利润 2925 万元，比 09 年的 2024 万元增长 44.5%。

图 1: 06-10 年营业总收入 单位: 百万



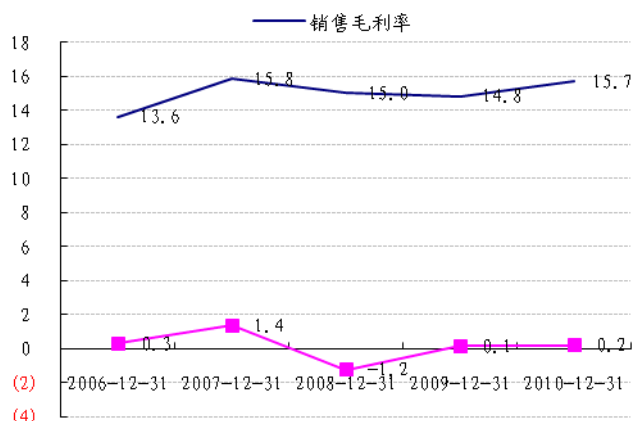
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 2: 06-10 年归属于母公司所有者的净利润



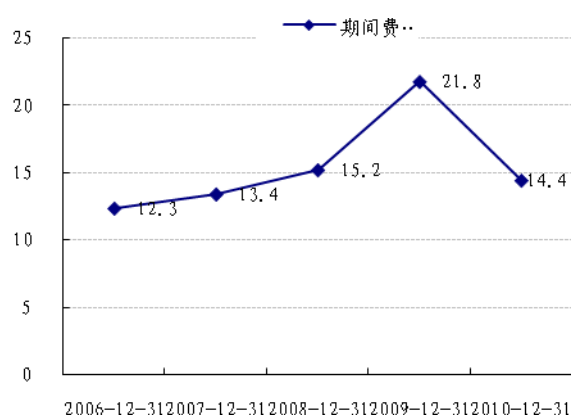
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 3: 06-10 年公司净利率和毛利率对比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 4: 06-10 年公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

主楼改扩建工程，改善实际业绩空间

公司于 2010 年 5 月开始，拥有 19 年经营历史的商业城重新装修改建。

2011 年 4 月 15 日，“按照五星级酒店标准打造的，在服务上、管理上，商业城同样要做到“五星级”的新商业城重新开业。经过改造升级后，商业城一期的经营面积增至 9.1 万平方米，划分都会名品、名媛淑女、时尚流行、绅士精品、动感青春、家居生活、家电数码等七大板块。在商品布局上，充分考虑消费者的购物习惯，商品归类清晰，购物路线简捷。

改建工程对原有店面进行了全面改造，基本完成了商业城主楼的定位升级。同时，公司计划在原有子公司安立置业公司的办公楼原址基础上，并使之与原营业楼连通，预计 2012 年完工并投入运营。由于主楼位于沈阳地铁一号线的出口，预计完成改建、扩建后的商业城主楼，将充分分享定位升级和客流量提升的利好。

图 5：商业城主要百货资产在沈阳市的分布情况

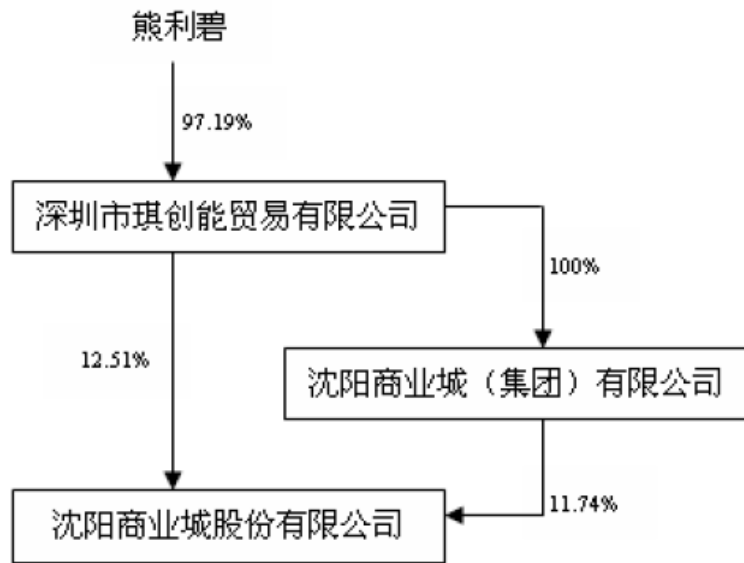


数据来源：国信证券经济研究所

“大股东运作+盛京银行上市”预期强烈

根据我们的原来的测算，大股东深圳市琪创能原来除了持有公司 12.51%股权外，还 100%控股了商业城集团，即间接持有公司 14.07%股权，两者合计深圳琪创能共持有公司 26.58%股权。为此，深圳市琪创能共付出成本约 4.6 亿，折合每股 9.8 元（不考虑任何其他股东是一致行动人）。而本次公司在年报中指出“琪创能因偿还股改垫付对价持有商业城股份的比例由 26.14%变为 24.25%”（见下图）

图 6: 大股东股权关系图



数据来源：国信证券经济研究所

综合考虑到其他情况，我们判断大股东综合持股成本在 12~15 元左右，未来在现在主业外，未来仍期待公司的其他运作。

另外，公司持有盛京银行 8550 万股，盛京银行 2010 年业绩简报显示，该行总资产达 2000 亿元，同比增长约 26%；各项存款余额突破 1400 亿元，同比增长约 28%；实现利润近 24 亿元，同比增长约四成，我们重新测算后，盛京银行股权折合公司每股合 4.6 元/股；盛京银行据报道可能成为城商行上市 1 号，成为公司股价的催化剂。

表 1: 盛京银行股权价值简估

所持股权	持有数量 (万股)	占该公司 股权比例 (%)	期末账面价 值 (万元)	盛京银行净 利润 亿元	假设盛京银行价值 (元@12X)	盛京银行股权 价值 (万元)	折合每股商业 城 (元)
盛京银行	8550	2.52	8550	24	9.6	82080	4.61

资料来源：国信证券经济研究所

自有物业价值突出

公司物业价值突出，五处物业折合每股 12.8 元：公司于 2000 年底上市，公司原控股股东为沈阳商业城（集团）有限公司，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。目前公司的主要资产是五处物业和两个门店。百货门店均在沈阳市，分别位于沈阳市中心黄金商业——中街，以及铁西核心区。四处物业，其中三处位于中街（老商业城百货的附近）。

公司拥有两个百货的自有物业：

- 1) 商业城百货: 占地 18000 平方, 建筑面积 79000 平方, 为公司最主要的门店;
 2) 铁西百货: 位于铁西区, 旁边的百货竞争主要有大商, 建筑面积 27000, 以黄金珠宝销售为特色。

公司还拥有两个地产公司, 分别是安立路业和力神路业, 共拥有三处物业:

3) 安立路业: 公司拥有其 99.08% 的股权, 注册资本 21800 万元, 09 年末总资产 40084 万元, 净资产 18867 万元。09 年营业收入 4481 万元, 净利润-1538 万元; 安立路业共有两处物业, 物业重估价值为 5.4 亿元。其物业分别是综合楼(占地 5000 平方)、天伦酒店(占地 2400 平方); 两者均位于繁忙的商业街——中街上, 位路相连, 未来将与商业城百货联成一体;

4) 日神置业: 主要物业是日神广场(在建), 51.28% 的股权, 建筑面积合计 18 万平方, 重估价值 8.3 亿元。其中 A、B、主楼是写字楼及公寓, 共计 7 万平方, 明年 6 月开始销售, 现场调研周边的写字楼目前单价约 9000 元/平方; 裙楼 1-8 楼是假日酒店, 预计 2011 年底开业。

表 2: 公司物业的重估价格

物业名称	占地面积 (平方)	建筑面积 (平方)	单价 (元/平方)	重估价值 (百万 元)
商业城百货	18000	79000	9000	711
综合楼 (安立置业)	5000	30000	9000	270
天伦酒店 (安立置业)	2400	30000	9000	270
铁西百货		27000	7000	189
日神广场 (51.28%)		180000	9000	830.7
			合计	2270.7
折合公司每股价值	12.8/元			

数据来源: 国信证券经济研究所

盈利预测、估值及投资评级

我们认为 2011 年可视为公司百货业务的拐点, 加之地产业务利润, 业绩逐年提升。我们维持对公司的“推荐”评级, 给予 2011/12/13 年 0.42/0.72/1.00 元/股的盈利预测, 其中百货贡献 2011 年 2012 年分别贡献 0.30 元及 0.63 元。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	452	452	452	452
应收款项	29	44	64	83
存货净额	539	771	1089	1396
其他流动资产	92	138	200	258
流动资产合计	1113	1405	1806	2190
固定资产	675	846	997	1130
无形资产及其他	198	191	185	178
投资性房地产	20	20	20	20
长期股权投资	86	86	86	86
资产总计	2091	2549	3093	3604
短期借款及交易性金融负债	710	1272	2176	3293
应付款项	712	1018	1439	1845
其他流动负债	82	117	164	210
流动负债合计	1503	2407	3779	5348
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	1503	2407	3779	5348
少数股东权益	116	171	272	402
股东权益	472	(29)	(958)	(2147)
负债和股东权益总计	2091	2549	3093	3604

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.02	0.42	0.78	1.00
每股红利	0.17	3.24	6.00	7.68
每股净资产	2.65	-0.17	-5.38	-12.05
ROIC	1%	8%	14%	18%
ROE	1%	-256%	-15%	-8%
毛利率	16%	19%	21%	21%
EBIT Margin	3%	8%	10%	11%
EBITDA Margin	5%	10%	12%	13%
收入增长	-16%	50%	45%	29%
净利润增长率	24%	2633%	85%	28%
资产负债率	77%	101%	131%	160%
息率	0.8%	15.8%	29.3%	37.5%
P/E	1320.4	48.3	26.1	20.4
P/B	7.7	-123.7	-3.8	-1.7
EV/EBITDA	81.1	32.3	21.5	18.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1307	1960	2842	3667
营业成本	1102	1582	2248	2883
营业税金及附加	15	19	28	36
销售费用	39	53	59	65
管理费用	114	156	223	286
财务费用	35	49	89	145
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	3	3	3	3
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	6	104	197	254
营业外净收支	6	6	6	6
利润总额	11	110	203	260
所得税费用	9	40	74	94
少数股东损益	(1)	(5)	(10)	(13)
归属于母公司净利润	3	75	140	179

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3	75	140	179
资产减值准备	(4)	3	0	0
折旧摊销	26	38	62	79
公允价值变动损失	(3)	(3)	(3)	(3)
财务费用	35	49	89	145
营运资本变动	114	52	68	68
其它	10	52	101	130
经营活动现金流	145	216	368	452
资本开支	(175)	(202)	(202)	(202)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(175)	(202)	(202)	(202)
权益性融资	72	0	0	0
负债净变化	(89)	0	0	0
支付股利、利息	(31)	(577)	(1068)	(1367)
其它融资现金流	319	563	903	1118
融资活动现金流	152	(14)	(165)	(249)
现金净变动	122	(0)	0	0
货币资金的期初余额	331	452	452	452
货币资金的期末余额	452	452	452	452
企业自由现金流	2	(18)	108	196
权益自由现金流	232	514	954	1222

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	谭权胜	0755-82136020
		吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	