

商业城 (600306.SH)

业绩拐点已现，外延式扩张和内生增长同步提升

欧亚菲 分析师

电话: 020-87555888-8641 eMail: oyf@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511020002

曾猛 分析师

电话: 021-68825985 eMail: zimeng@gf.com.cn
SAC执业证书编号: S0260511050001

股权变更带来经营机制转变和效率提升

深圳琪创能通过拍卖、二级市场买入、受让等方式合计持有商业城股权为 26.58%，持股成本在 9.27-15.27（包括 3 亿元后续支持资金）之间，较高的持股成本彰显对公司的信心。公司期间费用高于行业水平，未来仍有压缩空间，09 年开始减员增效，发生费用 9979 万元，减员 2266 人，预计每年将节省各项费用 5645 万元，2010 年减少约 5000 万元。未来如果管理费用和财务费用下降后，加大营销投入将会有效促进公司销售收入提升和经营业绩改善。

商业城大厦改扩建后经营情况良好

商业城大厦一期投入使用后，产品结构调整幅度较大，中高档产品比例提升，从而导致顾客群体的变化，客流量与之前相比有所下降，但客单价明显提升，幅度在 100%左右，同期来看营业收入将会有所提升。二期年底前有望投入使用，届时将带来经营规模的明显扩大和经营效率的提升。

公司股价催化剂较多

公司已经处于经营拐点，未来催化剂较多，主要包括：1、商业城大厦二期开业；2、盛京银行上市；3、日神大厦投入使用。

盈利预测与投资建议

公司在改制后，经营效率有望有较大幅度提升。同时，商业城大厦改扩建后，产品结构调整幅度较大，预计毛利率和净利率有望提升。此外，随着后续商业城二期逐渐投入使用以及日神大厦的盘活，经营业绩有望逐步体现，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：0.23，0.43，0.60。考虑到公司为拐点型公司，且未来有大股东借商业城实现新宇亨得利在 A 股上市预期，我们首次给予买入评级，目标价 20 元。

风险提示：行业及区域的过度竞争，二期及日神大厦的建设存在不确定性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,556.11	1,306.79	2105.41	3054.64	3437.54
增长率(%)	-11.20%	-16.02%	61.11%	45.09%	12.54%
EBITDA(百万元)	64.73	72.53	127.61	207.47	256.06
净利润(百万元)	2.23	2.76	41.46	77.19	106.36
增长率(%)	-110.52%	23.88%	1403.51	86.16%	37.80%
每股收益(元)	0.013	0.016	0.23	0.43	0.60
市盈率	855.20	915.48	66.77	35.87	26.03
市净率	4.05	5.36	5.39	4.69	3.97
EV/EBITDA	34.69	40.00	26.90	16.11	12.38

数据来源: 沈阳商业城股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	15.17
目标价格(元)	20.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-15.72%	-21.19%	12.79%
沪深300	-10.00%	-10.59%	-4.11%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	178.14/151.95
主要股东:	
	沈阳商业城(集团)有限公司
主要股东持股比例	14.07%

财务比率

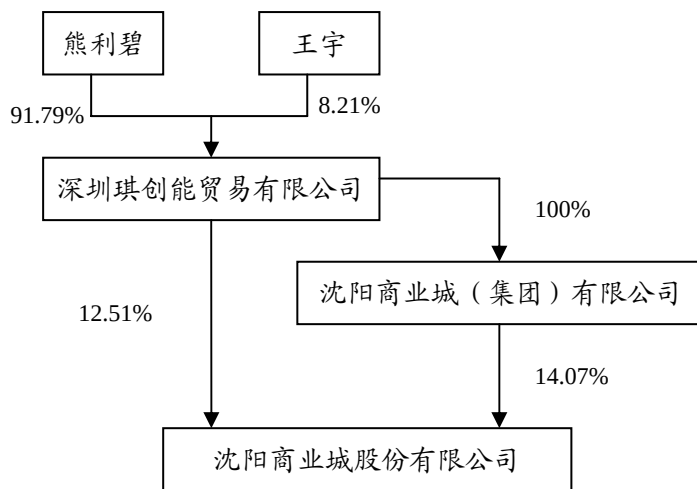
ROE	0.58%
ROA	2.39%
资产负债率	71.88%
每股净资产(元)	2.65
2010 年报数据	

一、股权变更带来经营机制的转变

从国企到民企的转变

商业城目前的第一大股东为深圳琪创能贸易有限公司，其通过交易所拍卖、二级市场买入以及整体受让的方式获得大股东地位，直接持有公司股权12.51%，同时全资控股的沈阳商业城（集团）有限公司持有公司14.07%的股权，合计持有股权26.58%。

表 1：商业城股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

股权获取成本相对较高，彰显大股东对公司信心

从历次琪创能购物商业城股权的均价来看，其获得成本不低，折合每股9.27元，如果考虑后续琪创能公司负责筹措不低于3亿元人民币资金支持商业城的发展，那么折合每股成本在15.27元。较高的持有成本充分显示了琪创能对公司未来发展的信心。公司未来发展仍将以百货为主，大股东将不断支持公司未来发展。同时，大股东的入驻有利于公司经营机制的改善和经营效率的提升，对盘活现有资产有着比较大的意义。

目前深圳琪创能还没有派驻董事到公司，2011年12月份董事会选举给琪创能提供了良好的机会，届时将会选举新的董事，有利于以后新的经营班子的调整。

表 2：深圳琪创能获取股权过程

日期	获取方式	股数(万股)	股权比例	每股价格(元)	累计股权比例
2007 年 8 月 10 日	拍卖	930	5.22%	6.50	5.225
2007 年 9 月 6 日	拍卖	1100	6.17%	6.26	11.39%
2008 年 9-11 月	二级市场买入	535.95	3.01%	5.03-7.28	14.40%
2009 年 4 月 13 日	受让商业城集团股权	2090.79	11.74%	12.88	26.14%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从经营看管理改善空间犹存

从整体上看，公司期间费用仍然高于行业平均水平，未来仍有压缩空间，尤其是管理费用率和财务费用率较高，2010年8.69%的管理费用明显高于百货行业6.01%的水平，未来下降空间较大。公司于2009年10月开始减员增效工作，对精减的人员发放职工安置费用后解除劳动合同，共发生安置费用9979万元，减少员工2266人，预计每年将节省公司、养老保险、医疗保险、住房公积金等费用共计5645万元。从2010年的减员增效效果来看，稍微低于预期，2010年管理费用比2009年扣除解除劳动关系费用后的管理费用年减少约5000万元，相比2008年减少约4000万元。虽然此举措低于预期，但对公司提升经营效率和长远发展有很重要意义。尤其是如果管理费用和财务费用下降后，公司若加大营销投入将会有效促进公司销售收入的提升和经营业绩的改善。

图 1：商业城期间费用与百货行业期间费用比较

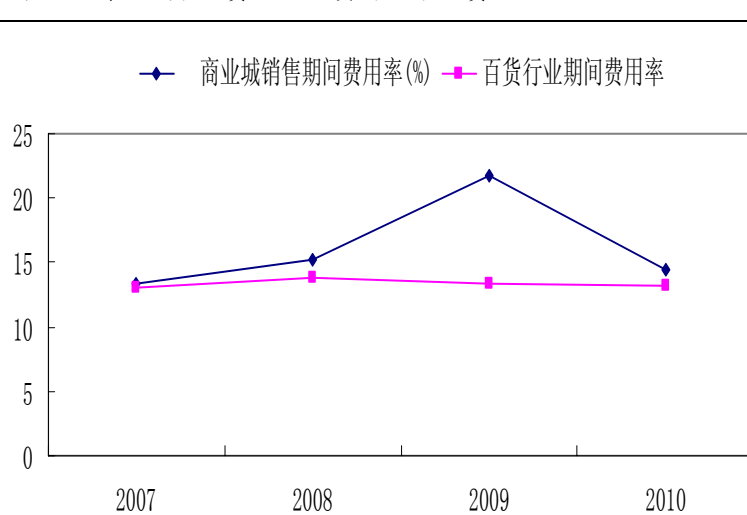
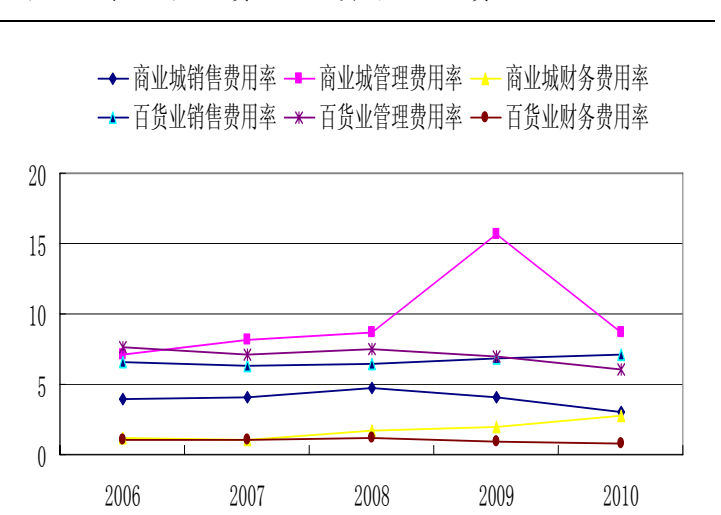


图 2：商业城三项费用与百货行业三项费用比较



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

长期看，市场有借商业城实现新宇亨得利在A股上市的预期

新宇亨得利通过深圳琪创能控股商业城，未来有望以此平台实现其主营业务到A股再融资。新宇亨得利控股有限公司于2005年9月26日起在香港联合交易所主板挂牌上市。致力于以下四个领域的发展：中高档进口手表的零售、批发、客户服务以

及配套业务。2010年全年营业额约82亿人民币。

新宇亨得利于中国大陆及香港拥有庞大的销售网络，在各主要城市拥有350家门店，为约50个国际知名手表品牌特约经销商。批发业务方面新宇亨得利与众多国际著名手表品牌商有着良好的合作关系，其中包括SWATCH 集团、LVMH 集团、RICHEMONT 集团、劳力士集团及达昌集团。集团透过遍布逾 40 个城市300多家特许经营商，在全国有效地分销由集团总代理的20个国际著名名牌手表，当中18个为独家代理。本集团自己亦拥有NIVADA(尼维达)， OLMA(奥尔玛)， NUMA JEANNIN(龙马珍)等著名瑞士手表品牌。

情景一：新宇亨得利目前港股价格为人民币2.7元，商业城股价前一个月均价为16.60元，按照中交股份吸收合并A股路桥建设，溢价23%，我们保守预测新宇亨得利溢价20%收购商业城少数股东权益，预计发行9.65亿股与港股43.96亿股合计共53.61亿股，保守预测新宇亨得利2011年净利润为7.5亿元，商业城2011年净利润为4100万元，摊薄后每股收益0.15元，对应目前港股价格PE为18倍，估值较低。

情景二：假设新宇亨得利在发行股份吸收合并商业城的基础上再发行5亿股进行融资，则摊薄后每股收益为0.135元，当前PE为20倍。

表 3：新宇亨得利财务数据（百万人民币）

项目	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
主营业务收入	8215.64	5899.42	5516.50	4578.74	2404.70	1396.53	1518.58	1496.40	1375.42
收入增速	39.26%	6.94%	20.48%	90.41%	72.19%	-8.04%	1.48%	8.80%	—
税前利润	815.66	513.76	618.98	551.69	293.83	196.66	158.76	99.69	34.43
净利润	553.99	364.81	460.09	417.52	199.10	121.01	97.55	55.44	20.59
净利润增速	51.86%	-20.71%	10.20%	109.70%	64.53%	24.05%	75.96%	169.26%	—
摊薄每股收益	0.13	0.09	0.07	0.11	0.03	0.05	0.04	0.02	0.01
毛利率(%)	24.94	23.89	23.91	22.50	23.41	26.08	20.29	14.99	8.17
净利率(%)	6.74	6.18	8.34	9.12	8.28	8.67	6.42	3.71	1.50

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

二、商业城大厦改扩建后经营情况良好

商业城大厦地处核心商圈，改建后经营情况良好

商业城大厦位于沈阳两大核心商圈之一的中街商圈，离地铁一号线出口只有10米左右，交通非常便利。建筑面积7.9万平方米，营业面积在5.6万平方米，地上1-6层经营百货，7层办公，地下负一层经营超市，目前还没有投入使用，预计在7月份可以投入使用，地下负二层为车库。近几年随着零售企业以及餐饮企业入驻，地铁一号线的开通，中街集客力明显增强，而且消费档次也有明显提升。

商业城大厦和铁西百货是公司两大盈利来源，正常情况下，各占一半的销售收入。由于近几年商业城周边竞争加剧，消费层次变化以及打折相对增加，导致经营业绩有所下滑。

商业城大厦经过一年的装修改造于今年4月份开业，由于装修之后产品结构调整幅度较大，增加了中高档产品的比例，大幅减少了打折、中低档等商品比例，从而导致顾客群体的变化，客流量与之前相比稍微有所下降。产品结构调整之后客单

价有了大幅提升，据了解，提升幅度在100%左右，客单价的增加将有效提升商业城毛利率和盈利能力。

目前刚经营一个多月时间还很难判断现在的经营情况，由于客户群体的变化，预计商业城的经营还要经过一段时间的磨合期，但按照同等时间段来看，经营收入应该比之前有所提升，提升幅度目前还难以判断。

图 3：商业城大厦收入及增速

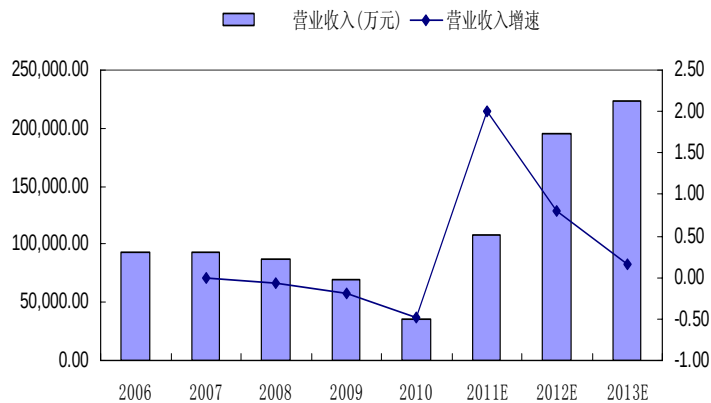
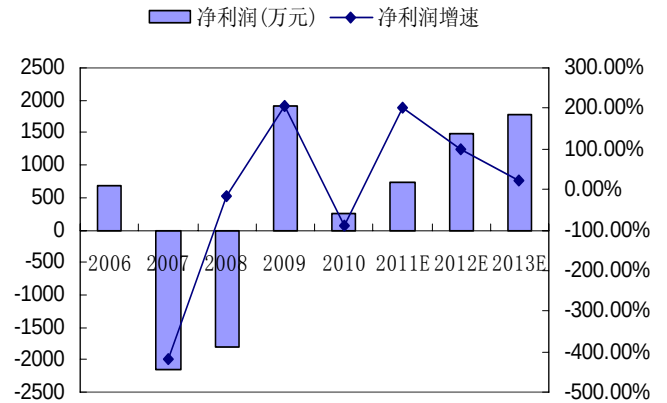


图 4：商业城大厦净利润及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

商业城大厦二期有望年底前投入使用，提升公司盈利能力

为扩大公司经营规模，提升公司竞争能力和经济效益，适应日益加剧的市场竞争需要。公司决定扩建营业楼，即将所属子公司安立置业公司的公司办公楼拆除，在原址新建不超过5.8万平方米营业楼，并使之与原营业楼连通。主要用途为购物、娱乐、餐饮、超市等，年底前有望投入使用。新建营业楼投入使用后，将有效扩大公司营业面积，提升规模优势以及核心竞争力。对扩大公司经营规模，增加营业收入和经济效益将产生积极影响。

二期的楼层及商品布局与一期相似，并适当增加新品及高档产品的比例。公司本次扩建成本较低，而且处于核心商圈的核心地段，客流量大，同时可以借助一期的集客力，培育期将远远低于一般百货店。

商业城大厦一二期改扩建后，总体上将大幅提升公司经营规模，营业收入。同时，改扩建后产品结构经过大幅调整，中高档商品比例将会明显增加，这将会明显提升公司平销和盈利能力，对公司经营业绩的提升作用明显。