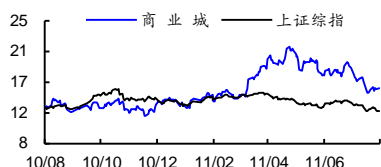


证券研究报告—动态报告
商业贸易
商业城(600306)
中性
零售
2011 年半年报点评

(下调评级)

2011 年 8 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	178.1/152.2
总市值(百万元)	2,825.3/2,413.1
沪深 300/深圳成指	2,515.86/11,112.64
12 个月最高/最低(元)	21.67/11.89

相关研究报告:

《商业城-600306-中街老店升级, 盛京银行价值高》——2011-4-26

《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: S0980510120031

半年报点评

商业再起步 地产未结算

●EPS 0.004 元/股, 主楼改造完成重新开业

2011 年上半年, 公司实现营业收入 6.9 亿元 (-16%), 营业利润 0.06 亿元 (-16.7%), 净利润 73 万元 (-34.9%), EPS0.004 元。营业收入同比下降主要系本部主楼停业改建导致, 上半年主楼已完成改造重新开业。受施工影响, 上半年公司实现毛利率为 15.5%, 同比下降 0.24 个百分点, 净利率 0.08%, 与去年基本持平。销售费用率下降 0.5 个百分点至 1.98%, 管理费用率与财务费用率基本与上年略高, 分别为 8.67%、2.9%。

●主楼开业, 附属扩建工程开始施工

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, 扩建后的主楼位于中街的地铁一号线的出口, 位置较佳。公司今年将继续扩大经营面积, 预计 2012 年 10 月份可投入运营, 短期内扩建工程仍旧会对主楼的盈利恢复造成一定影响。中街商圈目前已经有大商新玛特、中粮大悦城、恒隆中街广场等进驻, 是沈阳仅次于太原街的商圈, 未来仍有提升空间。

●大股东持股成本较高, 盛京银行 IPO, 公司将受益

我们测算大股东琪创能持股的持股成本为 12 元~15 元, 成本较高。我们预计在商业城招商、运营走上正轨后, 大股东可能在条件成熟后进行其他运作; 另外公司持有盛京银行 8550 万股, 折合公司股权 4.6 元/股(按 2010 年 12 倍 PE 计算); 盛京银行如 IPO, 公司将受益。

●地产项目结算期未定, 暂时下调至“中性”评级

考虑到今年前 4 个月新店装修, 且公司的地产项目目前尚未有相关的预售、出售及结算信息, 基于谨慎原则, 盈利预测不再考虑地产项目的结算收益, 下调盈利预测。而我们自 2010 年 8 月 30 日 13.18 元推荐起, 最高至 22.86 元, 至目前 15.86 元已经有 21% 的绝对收益。在不考虑地产项目结算的情境下, 我们下调 2011/12/13 年的盈利预测至 0.09/0.19/0.26 元, 对应的 PE 较高, 暂时下调至“中性”评级, 视动态再行调整。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,556.1	1,306.7	1,396.5	2,246.5	3,079.6
(+/-%)	-11.2%	-16.0%	6.9%	60.9%	37.1%
净利润(百万元)	2.2	2.7	35.0	75.4	103.5
(+/-%)	110.5%	23.8%	1169.1%	115.4%	37.2%
每股收益(元)	0.01	0.02	0.09	0.19	0.26
EBIT Margin	0.6%	3.3%	1,396.5	2,246.5	3,079.6
净资产收益率(ROE)	0.4%	0.5%	1.2%	2.9%	3.1%
市盈率(PE)	1,269.2	1,024.5	188.8	87.6	63.9
EV/EBITDA	95.5	48.5	50.7	26.8	22.2
市净率(PB)	6.0	5.9	5.8	5.4	5.2

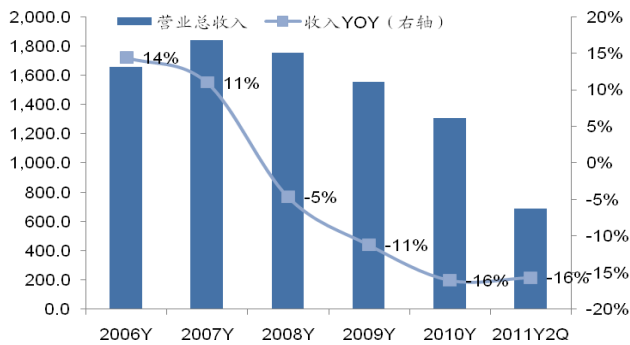
独立性声明:

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。

EPS 0.004 元/股，主楼改造完成重新开业

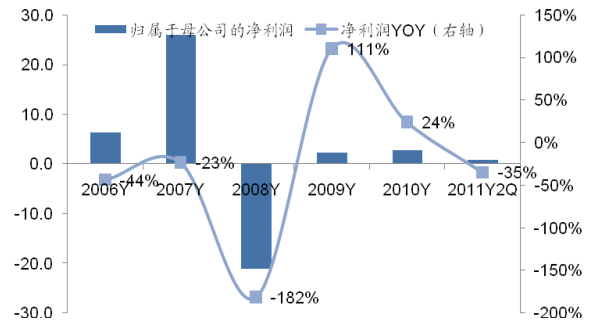
2011 年上半年, 公司实现营业收入 6.9 亿元(-16%), 营业利润 0.06 亿元(-16.7%), 净利润 73 万元(-34.9%), EPS0.004 元。营业收入同比下滑主要系本部主楼停业改建导致, 上半年主楼已完成改造重新开业, 另外非经常性大幅增长导致净利润下降幅度较大。

图 1: 06-11 年上半年公司营业收入及增速



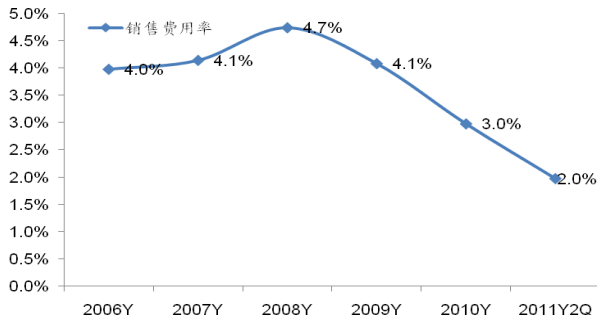
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 06-11 年上半年公司净利润及增速



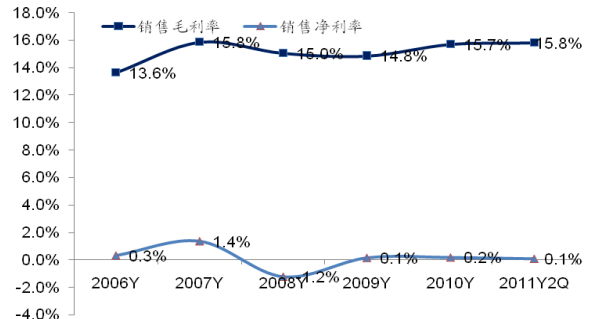
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 3: 06-11 年上半年公司销售费用率变动情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 4: 06-11 年上半年公司毛利率及净利率变动情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

上半年业绩下降主要系本部大楼停业改造所致, 受施工影响, 上半年公司实现毛利率为 15.5%, 同比下降 0.24 个百分点, 净利率 0.08%, 与去年基本持平。销售费用率下降 0.5 个百分点至 1.98%, 管理费用率与财务费用率基本与上年略高, 分别为 8.67%、2.9%。

上半年本部改扩建工程完毕并与 4 月 15 日重新开业, 预计下半年业绩将出现恢复性增长; 另外, 作为本部营业楼改扩建工程的一部分, 11 年 6 月份公司原办公楼已拆除, 并开始施工, 总改造期预计为 1.5 年, 预计 12 年 10 月份可投入运营。

主楼继续扩建, 仍有提升空间

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。

“大股东运作+盛京银行上市”存在预期

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2010年报“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%”。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：公司数据，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，分别是安立置业和力神置业，共拥有三处物业：

3) 安立置业：公司拥有其 99.08% 的股权，注册资本 21,800 万元，09 年末总资产 40,084 万元，净资产 18,867 万元。09 年营业收入 4,481 万元，净利润-1,538 万元；安立置业共有两处物业，物业重估价值为 5.4 亿元。其物业分别是综合楼（占地 5,000 平方）、天伦酒店（占地 2,400 平方）；两者均位于繁忙的商业街——中街上，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，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：公司物业的重估价值

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：公司数据，国信证券经济研究所

地产项目结算期未定，暂时下调至“中性”评级

考虑到 2011 年 1-4 月老店装修停业，且公司的地产项目（日神广场）至今未查阅至有关出售及结算信息，基于谨慎原则，2011 年的盈利预测不考虑地产项目的结算收益。考虑到我们自 2010 年 8 月 30 日 13.18 元推荐起，最高至 22.86 元，至目前 15.86 元已经有 21% 的绝对收益，暂时下调至中性评级。在不考虑地产项目结算的情境下，下调 2011/12/13 年的盈利预测至 0.09/0.19/0.26，对应的 PE 较高，暂时下调至“中性”评级。

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	32	51	70
存货净额	539	541	827	1133
其他流动资产	92	98	158	217
流动资产合计	1113	1123	1488	1872
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	2267	2775	3286
短期借款及交易性金融负债	710	1163	1854	2741
应付款项	712	715	1092	1497
其他流动负债	82	81	124	170
流动负债合计	1503	1959	3070	4408
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	1959	3070	4408
少数股东权益	116	189	346	561
股东权益	472	119	(641)	(1683)
负债和股东权益总计	2091	2267	2775	3286

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.02	0.09	0.19	0.26
每股红利	0.17	0.99	2.13	2.92
每股净资产	2.65	0.30	-1.63	-4.29
ROIC	1%	2%	4%	5%
ROE	1%	29%	-12%	-6%
毛利率	16%	20%	24%	24%
EBIT Margin	3%	9%	13%	14%
EBITDA Margin	5%	12%	16%	16%
收入增长	-16%	7%	61%	37%
净利润增长率	24%	1169%	115%	37%
资产负债率	77%	95%	123%	151%
息率	1.0%	12.9%	27.9%	38.3%
P/E	1086.5	188.8	87.6	63.9
P/B	6.3	55.4	-10.3	-3.9
EV/EBITDA	70.9	50.7	26.8	22.2

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	1396	2247	3080
营业成本	1102	1118	1715	2347
营业税金及附加	15	16	25	35
销售费用	39	25	40	55
管理费用	114	106	166	225
财务费用	35	(5)	(5)	(5)
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	140	309	426
营业外净收支	6	6	6	6
利润总额	11	146	314	431
所得税费用	9	118	255	349
少数股东损益	(1)	(7)	(16)	(21)
归属于母公司净利润	3	35	75	103

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3	35	75	103
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	(5)	(5)	(5)
营运资本变动	114	(5)	56	67
其它	10	70	157	215
经营活动现金流	145	137	347	461
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)	(388)	(835)	(1146)
其它融资现金流	319	453	691	887
融资活动现金流	152	66	(144)	(259)
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	(145)	(28)	23
权益自由现金流	232	309	664	911

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	
				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	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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 戡 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
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@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 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn