商业城（600306）

投资评级：买入

报告日期：2014-06-27

当前价格（元）	7.19
目标价格（元）	12.13
目标期限（月）	12

股价走势：

主要数据

总股本(百万股)	178.00
A 股股本(百万股)	178.00
总市值（亿元）	12.82
A 股流通比例(%)	99.44%
第一大股东	深圳茂业商厦
第一大股东持股比例	68.06%

王俊杰
021-60951606
wjjhazq@163.com
S0010513100001

脉络逐步理清，等待业绩改善

——公告点评

主要观点：

公司今日发布重大资产重组公告，经过 4 个多月的停牌，公司今日发布重大资产重组预案，本次公司重大资产重组方案为：向关联方茂业商厦出售其所持有的辽宁物流 99.94%股权、安立置业 100%股权，辽宁物流股权预计转让价为 29,532.79 万元，安立置业预计转让价格为 4140 万元。

❑ **剥离房地产业务更专注于主业，解除退市危机，避免同业竞争。**

2013 年 11 月，公司控股股东发生变更，茂业系入主，以每股 9.9 元的价格收购公司股权成为控股股东。但是因茂业系在沈阳市同时拥有零售和房地产业务与公司主营业务形成同业竞争。2013 年公司亏损 2.7 亿元，被交易所出示退市警告。我们认为，本次公司资产出售是一举多得，首先，可以通过资产出售获得投资收益扭亏，避免退市；其次，剥离房地产业务使公司更加专注于零售业务；此外，有利于避免同业竞争。

❑ **本次资产出售增加投资收益约 2.4 亿元，预计今年公司净利润为小幅扭亏。**

公司所持有辽宁物流的股权成本约为 9345 万元，本次拟以 2.95 亿元的价格出售，可获得投资收益 2.01 亿元，公司出售安立置业的投资收益约 4000 万元，合计约 2.4 亿元。我们预计公司今年扭亏主要依靠费用控制和投资收益，公司 2013 年全年亏损 2.77 亿元，其中大项的费用支出主要为管理人员薪酬和财务费用，2013 年公司管理人员薪酬为 9927 万元，管理人员人均年薪为 32.25 万元，我们预计今年管理人员薪酬有一半的压缩空间，公司去年财务费用 1.6 亿元，多为房地产控股子公司借款利息支出，我们预计随着公司房地产业务的剥离和借款的归还，今年财务费用也有一定的压缩空间，但是因资产重组和资产过户尚需时日，因此今年财务费用压缩空间不大。我们认为，公司净利润为小幅扭亏。

❑ **主业逐渐清晰，改善空间巨大。**

我们认为公司本次剥离地产业务和之前收购辽宁物流持有的名品折扣公司股权，显示管理层依托商业城这一平台做好零售的战略思路清晰，公司 2013 年毛利率 12.43%，管理费用率高达 14.63%，显示公司过去在国企团队的管理下跑冒滴漏严重，此外，公司财务费用率高达 8.73%。我们认为公司盈利能力未来改善空间巨大，而且我们认为茂业系在零售行业管理经验丰富，具备对公司进行改造的实力，而且茂业系一直持有商业城股权，在商业城董事会派有董事，对公司经营过程中的问题非常清楚。公司在获得控股权之后，马上更换主管采购和财务的副总就是最佳例证。我们认为，公司过去几年业绩表现不佳原因很可能为在采购环节和财务部门存在比较严重的跑冒滴漏。且参考茂业收购成商集团和渤海物流之后对标的资产盈利能力的提升，我们有理由相

信公司盈利能力大幅改善是大概率事件。

- **盈利预测和估值。**

我们预计公司 2014 年净利润为小幅扭亏，2015 年随着公司对盈利能力的改善，业绩大幅增长，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.02 元、0.43 元、0.67 元，我们认为公司当前时点处于向上通道，而且当前股价低于大股东购买价 25%，公司当前 PS 仅为 0.72，参考成商集团 1.20PS，按照公司 2013 年 18 亿元的销售收入，我们预计公司合理市值为 21.6 亿元，对应当前股价还有 66%的上涨空间，长期给予“买入”评级。

盈利预测：

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1860	1953	2149	2364
收入同比(%)	16%	5%	10%	10%
归属母公司净利润	-277	4	77	121
净利润同比(%)	116%	-101%	1965%	57%
每股收益(元)	-1.56	0.02	0.43	0.68
P/E	-4.73	353.18	17.11	10.87
P/B	19.50	18.48	8.88	4.89
EV/EBITDA	-131	11	7	5

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,665	911	994	1,071
现金	697	699	788	863
应收账款	90	86	94	104
其他应收款	84	80	88	97
预付账款	79	74	64	56
存货	798	46	48	53
其他流动资产	(83)	(75)	(89)	(101)
非流动资产	1,873	1,753	1,642	1,532
长期投资	86	86	86	86
固定资产	1,387	1,299	1,211	1,123
无形资产	393	367	342	319
其他非流动资产	8	2	3	3
资产总计	3,538	2,664	2,635	2,603
流动负债	3,359	2,768	2,235	1,723
短期借款	2,524	2,020	1,446	820
应付账款	286	235	266	301
其他流动负债	550	514	523	601
非流动负债	5	7	11	15
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	7	11	15
负债合计	3,365	2,775	2,247	1,738
少数股东权益	106	106	107	108
股本	178	178	178	178
资本公积	184	184	184	184
留存收益	(295)	(291)	(214)	(94)
归属母公司股东权益	67	71	148	268
负债和股东权益	3,538	2,952	2,501	2,114

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	(192)	846	274	346
净利润	(286)	4	77	121
折旧摊销	87	114	112	111
财务费用	155	103	75	44
投资损失	0	(240)	(5)	(5)
营运资金变动	(145)	866	14	74
其他经营现金流	(3)	(1)	1	1
投资活动现金流	(90)	240	5	5
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	(0)	0	(0)
其他投资现金流	(90)	240	5	5
筹资活动现金流	104	(798)	(612)	(631)
短期借款	578	(504)	(573)	(626)
长期借款	(300)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(148)	0	0	0
其他筹资现金流	(25)	(294)	(39)	(5)
现金净增加额	(177)	288	(333)	(280)

利润表 单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,860	1,953	2,149	2,364
营业成本	1,615	1,696	1,762	1,938
营业税金及附加	33	35	21	24
销售费用	50	53	47	52
管理费用	272	254	107	118
财务费用	162	103	75	44
资产减值损失	4	(1)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	240	5	5
营业利润	(277)	53	140	192
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	50	50	50
利润总额	(275)	4	91	143
所得税	11	1	14	22
净利润	(286)	4	77	122
少数股东损益	(9)	0	1	1
归属母公司净利润	(277)	4	77	121
EBITDA	(28)	271	328	347
EPS（元）	(1.56)	0.02	0.43	0.68

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	16.29%	5.00%	10.00%	10.00%
营业利润	132.99%	-119.31%	162.26%	37.31%
归属于母公司净利润	115.92%	-101.34%	1964.58%	57.38%
获利能力				
毛利率(%)	13.19%	13.19%	18.00%	18.00%
净利率(%)	-14.91%	0.19%	3.57%	5.10%
ROE(%)	-165.14%	2.12%	30.43%	32.38%
ROIC(%)	-5.53%	3.98%	7.87%	12.55%
偿债能力				
资产负债率(%)	95.10%	94.00%	89.83%	82.20%
净负债比率(%)	-126.25%	-89.37%	-55.58%	-55.03%
流动比率	0.50	0.33	0.44	0.62
速动比率	0.26	0.31	0.42	0.59
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.63	0.81	0.90
应收账款周转率	145.71	340.39	382.38	382.38
应付账款周转率	7.82	7.50	8.58	8.33
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	(1.56)	0.02	0.43	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.08)	4.75	1.54	1.94
每股净资产(最新摊薄)	0.38	0.40	0.83	1.51
估值比率				
P/E	(4.7)	353.2	17.1	10.9
P/B	19.5	18.5	8.9	4.9
EV/EBITDA	(130.62)	11.24	7.42	5.17

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。