



## 商业城 (600036)

投资评级：买入

报告日期：2014-08-29

当前价格 (元)：8.62

目标价格 (元)：12.13

目标期限 (月)：12



王俊杰

联系电话：021-60956106

执业证书编号：S0010513100001

# 毛利率大幅改善，全面扭转值得期待

——2014 年半年报点评

### □ 上半年公司营收下降 17.09%，亏损 1.14 亿元。

2014 年上半年公司实现营业收入 8.22 亿元，比上年同期 9.91 亿元减少 1.69 亿元，同比下降 17.09%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.14 亿元，比上年同期 1.02 亿元的亏损扩大 1244 万元，公司上半年亏损在于其之内。

### □ 毛利率大幅提升彰显改善趋势，债务负担和并购重组活动致期间费用增加

上半年公司综合毛利率 14.60%，2013 年上半年综合毛利率为 10.96%，同比提升 3.64%，彰显公司在实际控制人变更和新管理团队入主之后，经营管理不断完善，在商品流通领域的跑冒滴漏现象正在逐步清除，但是，由于上半年公司启动资产收购和出售等一系列资产梳理活动，导致期间管理费用较去年同期增长 11.83%，管理费用率较去年提升 4.43%。此外，由于公司长期以来为控股房地产公司地产开发业务提供贷款，今年上半年公司累积财务费用达到 7354 万元，财务费用率 8.95%，较去年提升 2.41%。我们认为，随着大股东对公司供应链的整合的逐步开展，公司毛利率尚有较大的提升空间，此外，随着公司对地产资产的剥离和费用控制的实施，公司管理费用率和财务费用率也存在较大的下降空间。因此，公司未来盈利能力改善空间巨大。

### □ 地产剥离加紧推进，2014 年扭亏大概率

目前公司正在加紧辽宁物流和安立置业资产的出售进程，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。因此，我们预计 2014 年公司扭亏是大概率事件。

### □ 公司业务发展逐步清晰，未来改善空间巨大

我们认为，2014 年是公司业务梳理和保壳同时推进之年，公司通过收购控股子公司旗下的名品折扣以及托管茂业百货确立零售经营主业，同时通过资产剥离一方面增加投资收益确保 2014 年全年扭亏，另外也为未来资产整合少清障碍。我们认为，未来，公司业绩改善空间巨大，公司 2013 年中综合毛利率 12.43%，远低于行业平均水平，管理费用率和财务费用率均大幅超出行业平均水平，显示公司过去在国企团队的管理下跑冒滴漏严重，茂业系一直持有公司股权，对公司经营发展过程中存在的问题非常清晰，而且茂业系具备丰富的零售管理经验，具备对公司进行改造的实力，参造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，我们有充分理由相信公司盈利能力大幅改善是大概率事件。

### □ 公司业务发展逐步清晰，未来改善空间巨大

我们维持先前的盈利预测，预计 2014 年公司净利润小幅扭亏，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，我们认为公司当前处于向上渠道，当前PS仅为0.72，参照成商集团1.20倍PS，预计公司合计市值为21.60亿元，尚有40%的上涨空间，维持“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%
毛利率(%)	13.2%	13.2%	18.0%	18.0%
ROE(%)		2.1%	30.4%	32.4%
每股收益(元)	-1.56	0.02	0.43	0.68
P/E	-5.65	421.80	20.43	12.98
P/B	23.29	22.07	10.61	5.84
EV/EBITDA	-131	12	8	6

资料来源：华安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1,665	911	994	1,071	<b>营业收入</b>	1,860	1,953	2,149	2,364
现金	697	699	788	863	营业成本	1,615	1,696	1,762	1,938
应收账款	90	86	94	104	营业税金及附加	33	35	21	24
其他应收款	84	80	88	97	销售费用	50	53	47	52
预付账款	79	74	64	56	管理费用	272	254	107	118
存货	798	46	48	53	财务费用	162	103	75	44
其他流动资产	(83)	(75)	(89)	(101)	资产减值损失	4	(1)	0	0
<b>非流动资产</b>	1,873	1,753	1,642	1,532	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	86	86	86	86	投资净收益	(0)	240	5	5
固定资产	1,387	1,299	1,211	1,123	<b>营业利润</b>	(277)	53	140	192
无形资产	393	367	342	319	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	8	2	3	3	营业外支出	0	50	50	50
<b>资产总计</b>	3,538	2,664	2,635	2,603	<b>利润总额</b>	(275)	4	91	143
<b>流动负债</b>	3,359	2,768	2,235	1,723	所得税	11	1	14	22
短期借款	2,524	2,020	1,446	820	<b>净利润</b>	(286)	4	77	122
应付账款	286	235	266	301	少数股东损益	(9)	0	1	1
其他流动负债	550	514	523	601	<b>归属母公司净利润</b>	(277)	4	77	121
<b>非流动负债</b>	5	7	11	15	EBITDA	(28)	271	328	347
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	(1.56)	0.02	0.43	0.68
其他非流动负债	5	7	11	15					
<b>负债合计</b>	3,365	2,775	2,247	1,738					
少数股东权益	106	106	107	108	<b>主要财务比率</b>				
股本	178	178	178	178	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
资本公积	184	184	184	184	<b>成长能力</b>				
留存收益	(295)	(291)	(214)	(94)	营业收入	16.29%	5.00%	10.00%	10.00%
归属母公司股东权益	67	71	148	268	营业利润	132.99%	-119.31%	162.26%	37.31%
<b>负债和股东权益</b>	3,538	2,952	2,501	2,114	归属于母公司净利润	115.92%	-101.34%	1964.58%	57.38%
					<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	(5.6)	421.8	20.4	13.0
					P/B	23.3	22.1	10.6	5.8
					EV/EBITDA	(130.62)	12.18	8.20	5.90

资料来源: 华安证券研究所

## 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。