



买入

26% ↑

目标价格: 人民币12.00

ST商城

600306.CH

价格: 人民币 9.55

目标价格基础: 产业资本成本价

板块评级: 中立

专注主业，出售地产业务，摘帽预期较高

黄茂如以 9.9 元/股收购商业城集团 2,090.79 万股，成为公司实际控制人，停牌前公司股价为 7.74 元/股，溢价 27.9%。茂业入驻公司，为公司带来茂业丰富的零售管理经验。同时今年 7 月公司公告出售旗下地产业务，将专注于主营业务，出售地产业务获得投资收益 2.4 亿元，使得公司今年收益有望实现盈亏平衡，我们给予其首次买入评级，考虑到产业资本成本价格为 9.9 元/股，我们给予公司目标价为 12.00 元/股。

支撑评级的要点

- 黄茂如收购公司股权成为实际控制人，彰显对公司未来发展的信心和对公司价值的肯定。
- 公司今年 7 月发布资产重组公告，向关联方茂业商厦出售其所持有的辽宁物流 99.94% 的股权（预计转让价为 2.95 亿元）及安立置业 100% 的股权（预计转让价为 4,140 万元）。公司持有的辽宁物流股权成本约为 9,345 万元，因此此次出售资产预计获得投资收益 2.4 亿元。考虑到 2013 年公司亏损 2.7 亿元，我们预计今年公司业绩有望实现盈亏平衡。此外公司出售地产业务，有利于其专注于零售业务的经营。
- 公司的毛利率水平远低于行业平均水平，而费用率却远高于行业平均水平，我们认为此次引入黄茂如茂业系，有利于公司的毛利率和费用率水平的改善，有利于公司业绩提升。

评级面临的主要风险

- 负债率较高，公司目前负债 33 亿，其中短期负债 30 亿，负债率高达 87%，出售地产业务的投资收益 2.4 亿元，仅能缓解一时之急，难以解决公司长期负债率较高的问题。
- 公司历史上和资本市场交流较少，关注度不高，可能存在信息不对称。

估值

- 在黄茂如控股公司及公司出售地产业务专注主业的背景下，我们认为公司年底摘帽预期较强。此次资产重组方案，虽然无法彻底解决公司的问题，但是我们预计公司今年收益实现盈亏平衡是大概率事件，但长期业绩不容乐观。短期看点是公司 14 年底的摘帽预期，长期来看黄茂如控股后的盘活资产和资产注入预期。我们预计 2014-16 年每股收益为 0.01、-1.22 和 -1.15 元，我们给予其首次买入评级，考虑到产业资本成本价格为 9.9 元/股，我们给予公司目标价 12.00 元/股。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	1,600	1,860	1,953	2,110	2,236
变动 (%)	0.1	16.3	5.0	8.0	6.0
净利润(人民币 百万)	(128)	(277)	1	(217)	(205)
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.246)	(1.557)	0.008	(1.219)	(1.153)
变动 (%)	(3653.7)	115.9	(100.5)	(15,244.9)	(5.4)
市场预期每股收益(人民币)			0.531	0.046	0.185
核心每股收益(人民币)	(0.25)	(1.56)	0.01	(1.22)	(1.15)
变动 (%)	(3,653.7)	115.9	(100.5)	(15,244.9)	(5.4)
全面摊薄市盈率(倍)	(31.8)	(5.0)	970.6	(6.4)	(6.8)
核心市盈率(倍)	(31.8)	(5.0)	970.6	(6.4)	(6.8)
每股现金流量(人民币)	0.13	(1.08)	(0.52)	0.01	0.15
价格/每股现金流量(倍)	60.5	(7.2)	(15.1)	807.9	52.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	117.5	(143.9)	(403.0)	109.7	70.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

消费服务: 批发和零售贸易

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621) 2032 8511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

林琳

(8621) 2032 8527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090005

目录

投资摘要.....	3
公司简介.....	4
公司业务分析.....	6
财务分析.....	12
盈利预测.....	14
附录、沈阳市商业格局.....	15
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

投资摘要

黄茂如收购公司股权，彰显对公司发展的信心

黄茂如以 9.9 元/股收购商业城集团 2,090.794 万股权，成为商业城的实际控制人，停牌前公司股价为 7.74 元/股，溢价 27.9%，彰显黄对公司未来发展的信心和对公司价值的肯定。

今年业绩有望实现盈亏平衡

公司今年 7 月发布资产重组公告，向关联方茂业商厦出售其所持有的辽宁物流 99.94% 的股权以及安立置业 100% 的股权，预计转让价分别为 2.95 亿元和 4,140 万元。公司持有的辽宁物流股权成本约为 9,345 万元，因此此次出售资产预计获得投资收益 2.4 亿元。2013 年公司亏损 2.7 亿元，我们预计今年公司业绩有望实现盈亏平衡。此外公司出售房地产业务，有利于其专注于零售业务的经营。

商业物业均为自有物业

门店物业来看，商业城主楼一期 9 万平米和 2012 年底开业的主楼二期的 6 万平米（2012 年 1 月 18 日，公司以摘牌方式购买 2011-039 号，面积 7,313.3 平米土地使用权后构建成二期），合计 15 万平米物业，目前总市值才 15 亿，此外公司的铁西百货（3 万平米）、天伦瑞阁酒店（3 万平米）和尚在建设中的日神广场均为自有物业，从物业角度来讲，未来有提升空间。

持股盛京银行

公司拥有盛京银行 8,550 万股（2.09% 股权），2012 年公司分得红利 855 万元，2012 年盛京银行共实现营业收入 69.17 亿元，同比增加 14.94 亿元。全年实现利润总额 44.68 亿元，同比增加 12.02 亿元，其中净利润为 34.98 亿元，同比增加 8.93 亿元，增幅达 34.27%，2013 年公司未得到盛京银行的分红。按照目前 5 倍银行市盈率来算，盛京银行保守的市值为 175 亿元，按照 2.52% 股权，商业城享有 4.4 亿市值。

估值与投资评级

在黄茂如控股公司及公司出售房地产业务专注主业的背景下，我们认为公司年底摘帽预期较强。此次资产重组方案，虽然无法彻底解决公司的问题，但是我们预计公司今年收益实现盈亏平衡是大概率事件。短期看点是公司 14 年底的摘帽预期，长期仍需看黄茂如控股后的盘活资产和资产注入预期。我们预计 2014-16 年每股收益为 0.01、-1.22 和 -1.15 元，我们给予其首次 **买入** 评级，考虑到产业资本成本价格为 9.9 元/股，我们给予公司目标价为 12.00 元/股。

公司简介

国企到民企的转变

沈阳商业城股份有限公司于2000年12月发行上市,发行总股本1.37亿元。2001年10月26日经临时股东大会通过资本公积转增股本方案,转增后公司注册资本为1.78亿元。公司原控股股东为沈阳商业城(集团)有限公司,初始持股比例为53.76%,但股权全部抵押给银行,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。

2007年7月30日,控股股东沈阳商业城(集团)持有的公司1,800万股(占公司总股本的10.10%)限售流通股被依法拍卖,深圳市琪创能贸易有限公司以6.26元/股的价格买受1,100万股。深圳市菲尔普斯电子有限公司以6.26元/股的价格买受700万股。在此次股权转让完成后,商业城(集团)对商业城的持股数将减至2,506.80股(占商业城总股本的14.07%),仍为公司第一大股东。

2007年12月24日,沈阳商业城(集团)接到沈阳市市长办公会议纪要,该纪要明确表示:“沈阳商业城(集团)国有资产将实施整体转让”。自此拉开了商业城股改的大幕。

2008年9月至11月间,深圳琪创能在5.03-7.28元的价格区间增持公司股份535.94万股,至2008年11月12日,合计持有公司股票2,565.94万股(14.4%),以微弱优势超越商业城集团(持股2,506.80万股,占商业城总股本的14.07%),成为公司第一大股东。

2008年12月30日,商业城集团股权二次挂牌,拍卖底价从2.99亿元降至2.69亿元。2009年2月,深圳琪创能成功受让这笔股权。此次受让商业城集团所持的11.74%股份后,深圳琪创能已获得商业城26.14%的股份。2009年8月31日全面完成了企业改制工作。

2013年11月12日公司公告,中兆投资于2013年11月1-12日通过上海证券交易所共买入商业城股票4,054,309股(价格为7.48-8.45元/股),持股比例增至12.51%。

2013年11月-2014年2月期间中兆投资通过上海证券交易所买入商业城股票8,849,823股(价格为7.75-8.57元/股),持股比例增至17.48%。

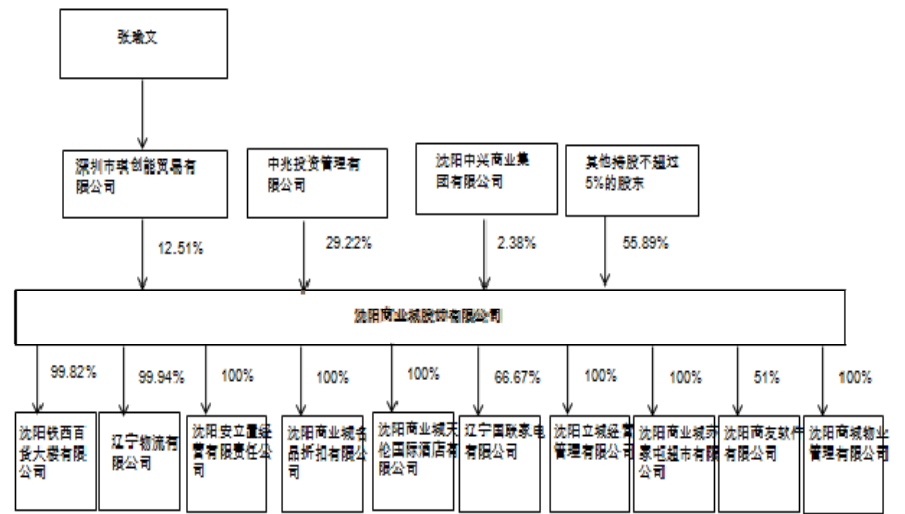
2014年2月16日,中兆投资买入沈阳商业城集团出让的2,090.794万流通股(价格为9.9元/股),持股比例增至29.22%,黄茂如成为商业城实际控制人。

图表 1. 中兆投资管理有限公司控股商业城过程

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(%)
2008年10月	二级市场买入	1,537.75	8.63	4.35-5.79	8.63
2008年报	二级市场买入	362.26	2.03		10.66
2011年报	二级市场卖出	76.37	0.43		10.23
2013年11月1-12日	二级市场买入	405.43	2.28	7.48-8.45	12.51
2013年11月-2014年2月	二级市场买入	884.98	4.97	7.75-8.57	17.48
2014年2月16日	商业城集团股权转让	2,090.79	11.74	9.90	29.22

资料来源:公司公告、中银国际研究

图表 2.截止至 2014 年 2 月，公司与实际控制人之间产权及控制关系图



资料来源：公司公告，中银国际研究

公司业务分析

商业城竞争格局

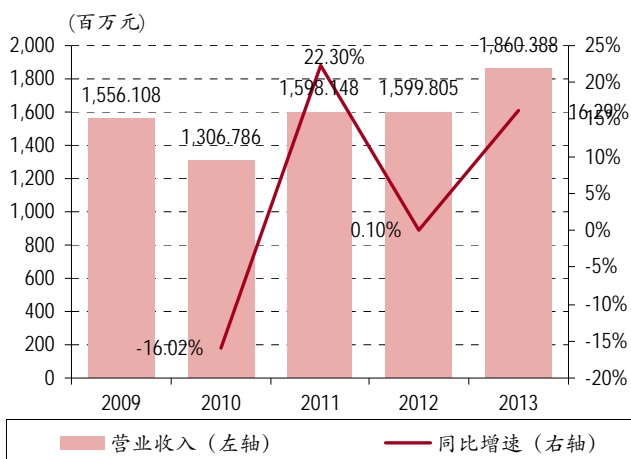
2012年沈阳零售市场创造了零售企业最密集开业的新纪录。盾安新一城、星摩尔沈阳购物广场、北一路万达广场、茂业东方时代广场等十余家大型、超大型零售企业均于2012年开业。零售业如此快速、密集地扩张，表明沈阳零售市场的竞争愈演愈烈。

商业城的两家门店沈阳商业城和铁西百货则分别位于中街商圈和铁西商圈之中。随着兴隆大家庭、新玛特、新世界、恒隆中街广场、大悦城和盾安新一城进驻中街，中街商圈的整体定位不断向中高端迈进。商业城一期工程完成后，也逐步完成了从中低端到中高端的跨越。但面对新世界、恒隆等大型购物中心，存在较大的竞争压力。而位于铁西商圈的铁西百货同样面临着兴隆大家庭、新玛特、茂业百货、友谊购物中心、万达广场和维华广场等的挤压，但铁西百货定位相对低端，差异化定位以服务周边消费群体为主，服务群体相对稳定，相对于位于中街的商业城，在一定程度上规避了定位中高端的百货和购物中心的影响，这也是铁西百货近年来平稳发展、盈利受到较小影响的原因所在。

公司主营业务分析

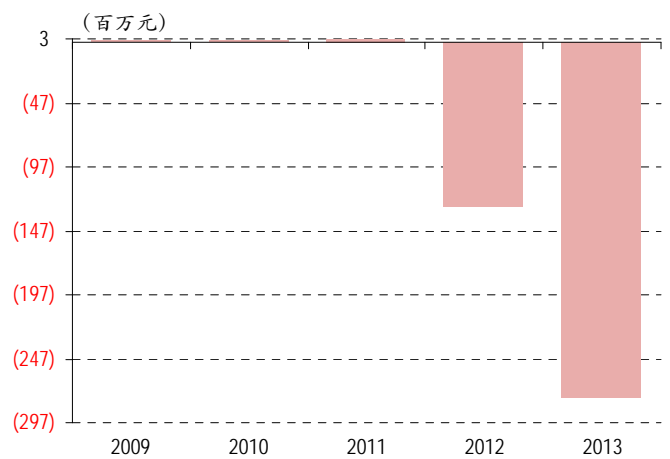
商业城现阶段有两处门店（商业城主楼、铁西百货）和五处物业（商业城一期、商业城二期、铁西百货、安立置业综合楼、日神广场）。收入主要来源于商业城主楼、铁西百货和天伦瑞格酒店（安立置业综合楼6-20层）。其中，商业城主楼和铁西百货的收入占到总收入的95%左右。商业城一期于2010年5月至2011年4月停业改造，2011年5月提档后的一期全新开业，面积增至9.1万平方米。2011年6月，商业城二期，在公司原安立置业办公楼开始新建，于2012年12月底开业试营业，面积为6万平方米。由于商业城一期的停业改造，及新建的二期折旧摊销的影响，进入2012年以来，受商业城主楼拖累，营业收入和净利润增速均有较大幅度的下滑。

图表 3.2009-2013 年公司营业收入及增速

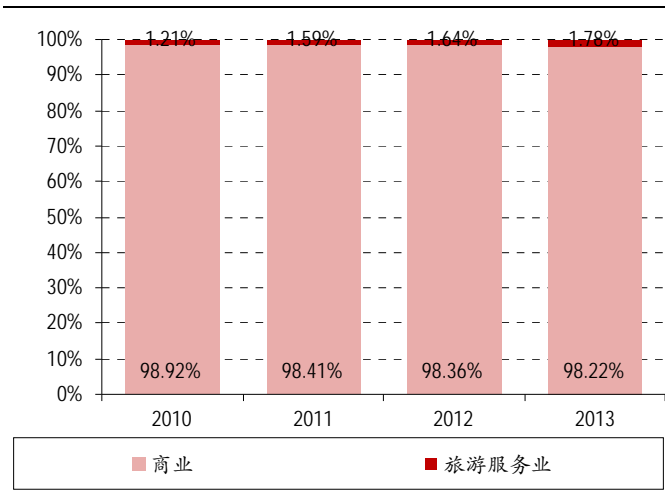


资料来源：公司资料及中银国际研究

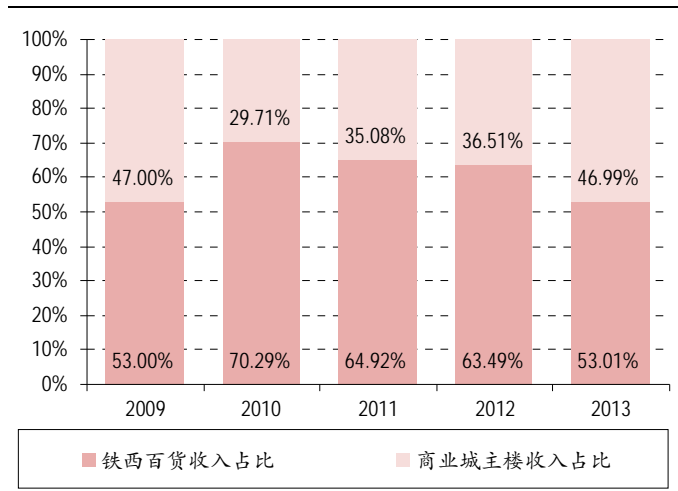
图表 4.2009-13 年公司净利润



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 5.2009-2013 年公司营业收入拆分


资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 6.2009-13 年公司商业城和铁西百货占零售收入比例


资料来源：公司资料及中银国际研究

商业城主楼 (母公司)

母公司利润表基本反映了商业城主楼的经营状况，从我们模拟的母公司利润表可以发现，除 2010 年之外，公司 2009-2013 年息税前利润均为亏损，主要原因是：1) 2009 年公司减员增效的工作，使得当年产生安置费用 9,970 万元，当年产生很高的管理费用；2) 2010 年主楼停业改造，2011 年扩建主楼二期，均产生较高的折旧摊销费用。这些原因使得主楼的期间费用率远高于行业的平均水平 (12-15%)。营业收入方面，由于 2010 年 5 月-2011 年 4 月主楼停业改造，使得 2010 年销售收入出现负增长。2012 年年底主楼二期开业，使得 2013 年销售收入增长 53.2%。此外，我们发现随着母店提档升级，毛利率水平逐年降低。

图表 7.2009-2013 年上半年商业城主楼模拟利润表 (母公司利润表)

(人民币, 百万)	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	692.03	360.53	526.96	550.14	842.79
增速(%)	(20.16)	(47.90)	46.16	4.40	53.20
商业收入	684.00	358.41	526.27	545.46	830.74
其他业务收入	8.03	2.12	0.692	4.68	12.05
营业成本	583.58	296.98	468.39	480.78	763.73
商业成本	583.58	296.98	468.39	480.78	763.73
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	4.03	2.23	1.22	1.71	6.02
占营业收入(%)	0.58	0.62	0.23	0.31	0.71
销售费用	24.7	6.18	16.1	11.35	22.60
占营业收入(%)	3.57	1.71	3.06	2.06	2.68
管理费用	190.44	39.91	64.09	105.37	177.54
占营业收入(%)	27.52	11.07	12.16	19.15	21.07
息税前利润	(110.72)	15.23	(22.84)	(49.07)	(127.10)
商业毛利率(%)	14.68	17.14	11.00	11.86	8.07

资料来源：公司资料，中银国际研究

铁西百货

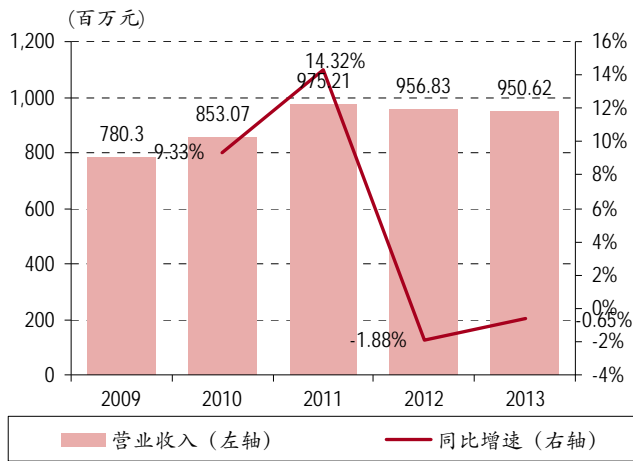
作为拥有 60 多年历史的百货店，面积约为 3 万平米，铁西百货定位于大众百货，拥有一批忠诚的消费者。与近年入驻铁西商圈的兴隆大家庭、新玛特、茂业百货、友谊购物中心、万达广场和维华广场形成差异化定位的铁百依然保持较为平稳的增长，是公司稳定的收入来源，2013 年铁西百货实现收入 950.62 亿元，坪效为 3.2 元/平米。

图表 8.2009-2013 年铁西百货净利润率变化

(%)	2009	2010	2011	2012	2013
铁西百货净利润率	2.59	3.43	3.23	2.92	2.79

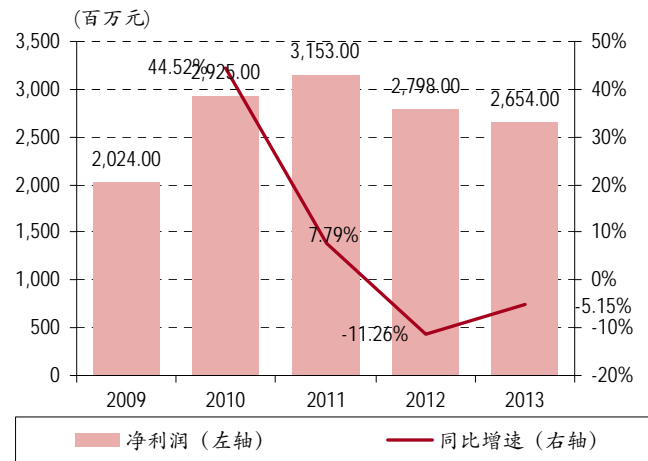
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 9.2009-2013 年铁西百货销售收入



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 10. 2009-2013 年铁西百货净利润收入



资料来源：公司资料及中银国际研究

天伦瑞格酒店

沈阳商业城天伦瑞格国际酒店于 2009 年 11 月 18 日开业经营，位于安立置业公司综合楼的 6-20 层，共有客房 243 间（套），开业至今该酒店一直处于亏损状态。

安立置业综合楼 1-5 层原为品牌折扣店，目前品牌折扣店移至商业城主楼，而商业城主楼的电器等产品搬至综合楼。一楼经营冰箱、洗衣机等，二楼经营小家电，三楼经营手机、电视等，四楼为男鞋商场，五楼为羽绒服商场。

图表 11.2009-2013 年上半年天伦瑞格酒店销售收入及净利润

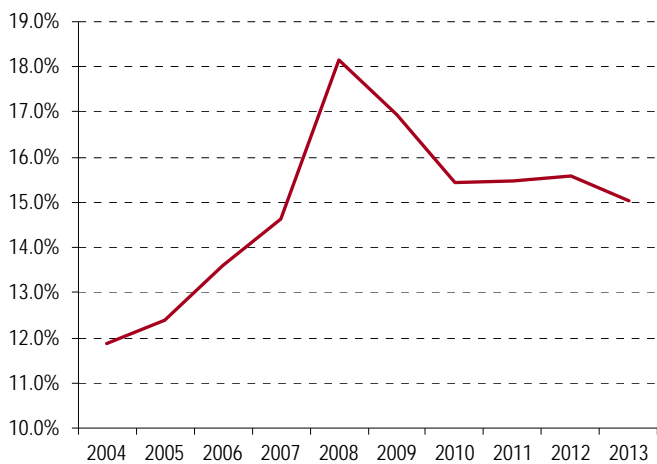
(人民币, 万元)	2009	2010	2011	2012	1H2013
销售收入	86	1,622	2,748	2,807	1,470
净利润	(513)	(1,515)	(976)	(1,059)	(519)

资料来源：公司资料，中银国际研究

有望借力茂业，实现扭亏

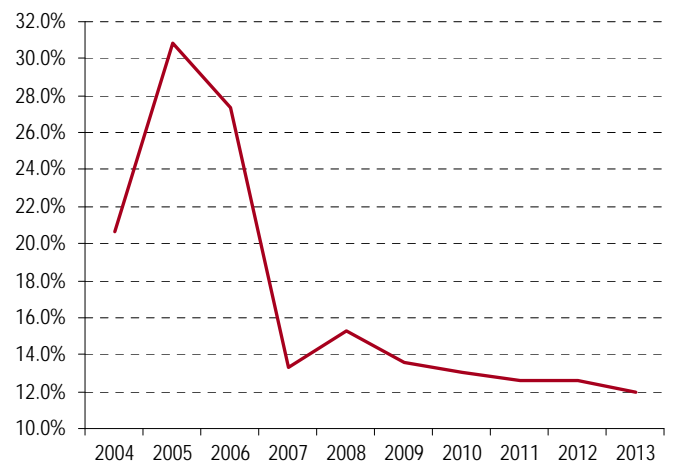
2014年2月16日，中兆投资买入沈阳商业城集团出让的2,090.794万流通股(价格为9.9元/股)，持股比例增至29.22%，黄茂如成为商业城实际控制人。我们认为引入黄茂如茂业系有利于公司业绩的改善。从2005年茂业控股成商集团的案例中我们可以发现，茂业以较低廉的成本获得成商西南地区的门店网络和物业资源，同时又为成商带来了较为先进的百货经营理念和经验。自2005年茂业控股成商后，成商百货业务的毛利率逐年提升，最后稳定于15%左右，而费用率由2005年后逐年降低并稳定在12%左右。

图表 12.2004-13 年成商集团百货业务毛利率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

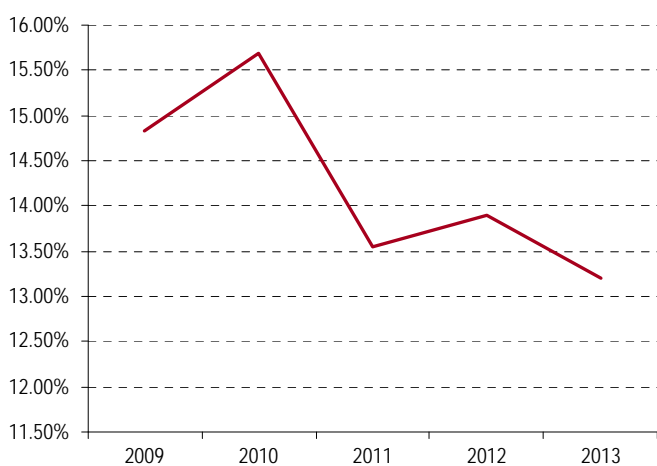
图表 13.2004-13 年成商集团费用率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

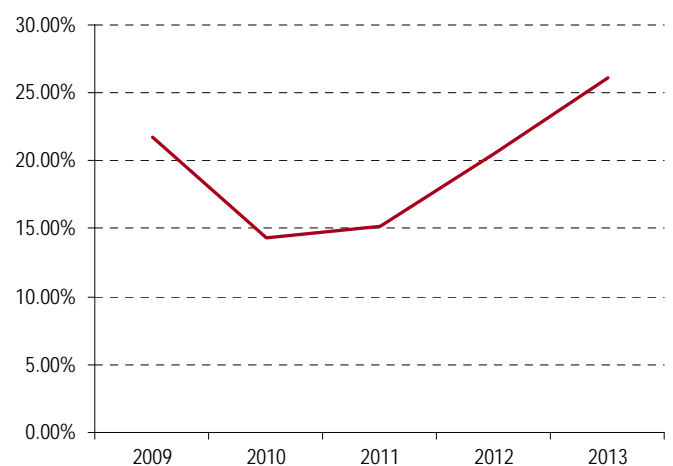
从历史数据看，商业城的毛利率水平远低于行业 15-18%的毛利率平均水平，而费用率则远高于行业 12-15%的费用率平均水平，由茂业控股成商的案例，我们认为茂业控股商业城，也将促使商业城的业绩有所改善。

图表 14. 2009-13 年商业城零售毛利率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 15.2004-2013 年 3 季度商业城费用率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

“自有物业+盛京银行股份”构成安全边际

自有物业

公司目前自有物业主要有五处，皆位于沈阳市核心商圈，其中中街商圈四处，分别为商业楼主楼（商业城一期）、安立置业办公楼（商业城二期）、安立置业综合楼和日神广场；铁西商圈一处，即铁西百货大楼。

商业城一期、二期、安立置业综合楼及铁西百货，皆为公司完全自有物业，日神大厦为公司控股子公司辽宁物流有限公司所有项目，控股比例 51%。“日神广场”项目取得时系沈阳市处理闲置 8 年的原龙腾大厦烂尾楼工程，位于中街沿线，总建筑面积 17 万平方米，由三座塔楼和 1 座裙楼组成，土建工程基本完工。规划为五星级酒店、商品房、写字楼一体的商业地产。自 2009 年企业改制以来基本处于停滞状态，由于商业城近期重点在商业城主楼的建设，同时负债率已经处于较高的水平，因而日神广场近期完成的可能性较小。

图表 16. 商业城自有物业价值估计（商业城自有物业价值 14.49 元/股）

	持股比例(%)	建筑面积 (万平方米)	权益建筑面积 (万平方米)	单价 (万元/平米)	重估价值 (亿元)
商业城一期	100	9.1	9.10	2	18.2
商业城二期	100	6	6.00	2	12
安立置业综合楼	100	3	3.00	1.5	4.5
铁西百货	99.82	3	2.99	1.5	4.49
日神置业	51	17	8.67	1.5	13.01
合计		38.1	29.76		52.20
负债					26.38
合理价值					25.82
每股合理价值					14.49 元

资料来源：公司公告，中银国际研究

盛京银行股权

盛京银行股份有限公司是沈阳市第一家总部银行，成立于 1997 年 9 月，其前身是沈阳市商业银行，2007 年 2 月经国家银监会批准更名为盛京银行。截至 2012 年末盛京银行全国共有 10 家分行，机构网点已达 131 家；截至 2011 年末，盛京银行总资产突破 2,211.70 亿元，净利润达到 26.05 亿元，资本充足率达到 12.88%。各项存款余额 1,714.74 亿元，同比增加 389.67 亿元，增幅 29.41%；沈阳地区对公存款继续保持全市首位，储蓄存款增量排名全市第一；各项贷款余额达 983.72 亿元，同比增加 154.30 亿元；实现净利润 26.05 亿元，同比增加 6.86 亿元，增幅 35.75%。年末不良贷款余额 6.17 亿元，不良贷款率 0.63%，分别下降 0.12 亿元和 0.13 个百分点；拨备覆盖率 261.20%，比年初增长 54.95 个百分点，抗风险能力进一步增强；流动性比率持续保持 40% 以上，超额备付金率 10.07%，充分满足监管要求。

中国证监会有关部门负责人宣布，从 2 月 1 日起，对发行监管部首次公开发行股票审核工作流程及申报企业情况予以公示。截至 2012 年 1 月 31 日，共有 14 家城商行提交了上市申请。其中江苏常熟农商行、盛京银行、大连银行、江苏银行、锦州银行、徽商银行、上海银行、贵阳银行目前处于初审状态，杭州银行、重庆市商业银行、张家港农商行、东莞银行、江苏吴江农商行和江苏江阴农商行目前处于落实反馈意见中。

盛京银行除了拨备覆盖率略显不足之外，从规模、盈利能力、经营安全性等方面来看，均处于这 14 家银行的前列。特别是相对于本省的大连银行和锦州银行，优势更为明显。除此之外，2011 年 9 月 7 日，方正证券公告称，拟以不超过 15 亿元，按每股 5 元的价格参股盛京银行不超过 3 亿股，占该银行增资后总股本的 8.12%。因而可以看出，盛京银行上市的可能性极大。

图表 17. 证监会公布的 14 家提交申请上市银行各项财务指标

银行名称	总资产	净利润	资产利润率(%)	资本利润率(%)	拨备覆盖率(%)	资本充足率(%)	不良贷款率(%)
上海银行	655,800,006	5,806,148	0.95	18.02	276.76	11.75	0.98
江苏银行	514,145,722	5,833,881	1.24	22.77	265.31	12.82	0.96
徽商银行	256,981,556	3,492,610	1.50	22.22	533.33	14.68	0.48
杭州银行	243,937,268	2,691,437	1.10	20.42	356.51	12.21	0.59
盛京银行	221,169,566	2,605,352	1.24	30.30	261.20	12.88	0.63
大连银行	187,893,266	1,722,883	0.96	21.14	292.14	11.57	0.98
重庆银行	127,216,648	1,463,158	1.24	25.76	526.74	11.96	0.35
东莞银行	122,622,976	1,325,244	1.15	24.40	317.64	13.74	0.80
锦州银行	106,469,604	1,074,268	1.11	12.04	240.09	14.01	0.91
贵阳银行	82,046,773	1,161,396	1.60	25.24	563.49	13.42	0.73
常熟农商行	71,648,158	785,288	1.29	18.03	432.60	13.69	0.69
张家港农商行	70,245,844	922,645	1.50	22.29	362.45	13.31	0.69
江阴农商行	56,327,109	1,918,948	1.54	23.53	633	13.12	0.48
吴江农商行	54,003,176	767,905	1.63	19.25	358.90	14.16	0.74

资料来源：公司公告，中银国际研究

财务分析

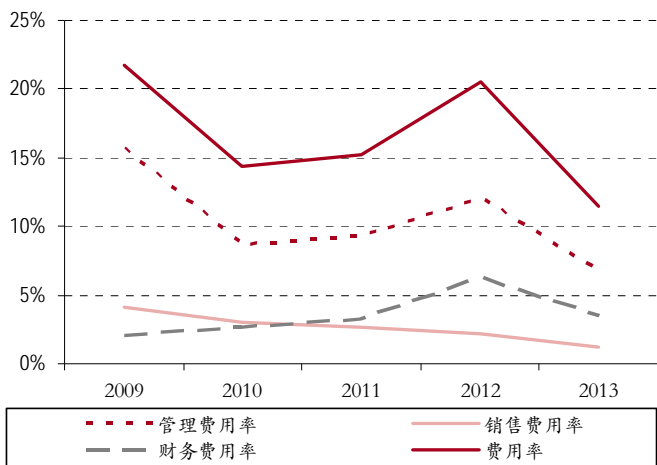
毛利率低于行业平均水平

公司的零售毛利率由 2010 年开始呈逐年下降态势，由 2010 年的 14.6% 下降至 2013 年上半年的 9.8%，我们认为主要原因为 2011 年提档升级的商业城主楼开业及 2012 年底主楼二期开业拉低了公司零售业务的毛利率。我们认为茂业控股公司，黄茂如承诺在未来 36 个月内公司将解决沈阳茂业置业、沈阳茂业百货、沈阳茂业时代置业三家公司与商业城存在同业竞争的问题，这些因素均会促使公司提高零售业务的毛利率。

费用率高于行业平均水平

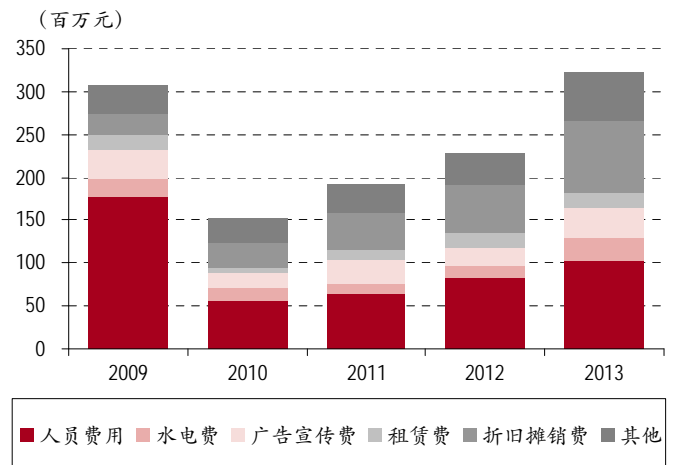
公司费用率由 2010 年起呈逐年上升态势，由 2010 年的 14.37% 上升至 2013 年的 26.06%，远高于行业平均水平。拆分费用结构，我们发现人员费用于 2009 年后有所下降，主要原因是公司于 2009 年 10 月开始减员增效工作，职工安置减少人员 2,266 名，当年共发生安置费用 9,979 万元。职工精减后，每年将节省工资、保险及住房公积金等费用 5,645 万元。但管理和销售费用率仍然处于较高的水平。此外 2011 年开始公司财务费用上升较快，主要原因是公司借款进行主楼升级改造，主楼二期工程及日神广场建设所致。

图表 18. 2009-13 年公司各项费用变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 19. 2009-13 年公司费用结构

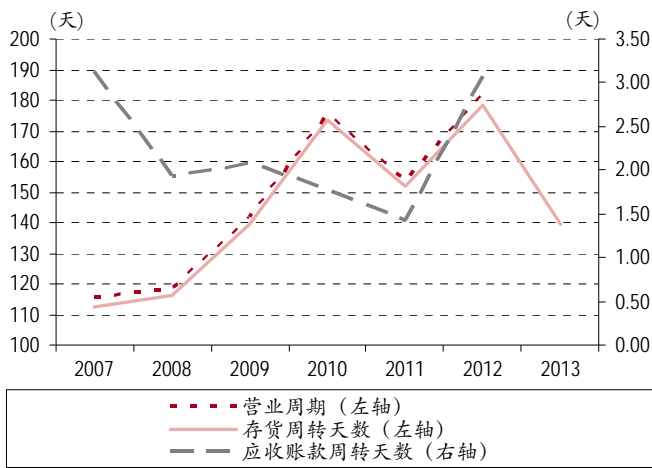


资料来源：公司资料及中银国际研究

营运能力

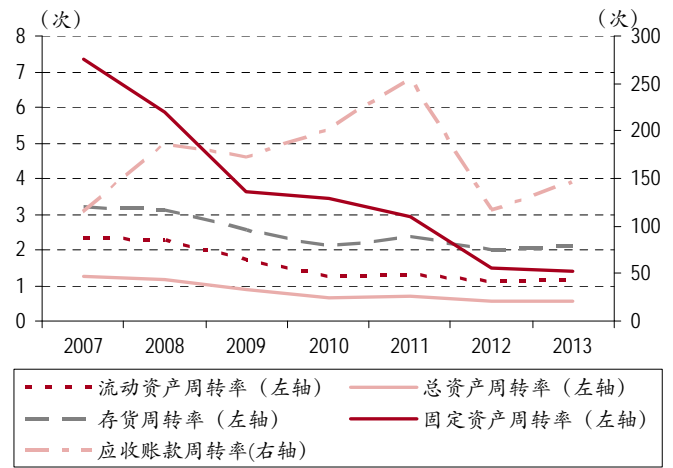
从存货、流动资产、总资产的周转状况来看，商业城的营运能力逐年下降，2011 年略有回升，并且均低于行业平均水平，特别是在存货周转上远低于行业平均水平。但应收账款控制较好，远高于行业平均水平。

图表 20. 周转天数逐年上升(2007-2012 商业城各项资产周转天数)



资料来源: 万得

图表 21. 周转率逐年下降(2007-2012 商业城各项资产周转率)



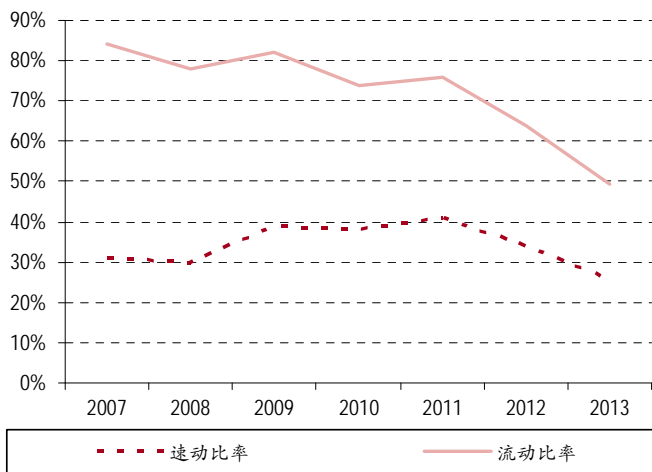
资料来源: 万得

偿债能力

无论是从短期还是从长期来看, 商业城的偿债能力均较弱, 特别是财务杠杆过高, 资产负债率已经达到了 90% 以上。

图表 22. 2007-2013 商业城各项短期偿债能力指标

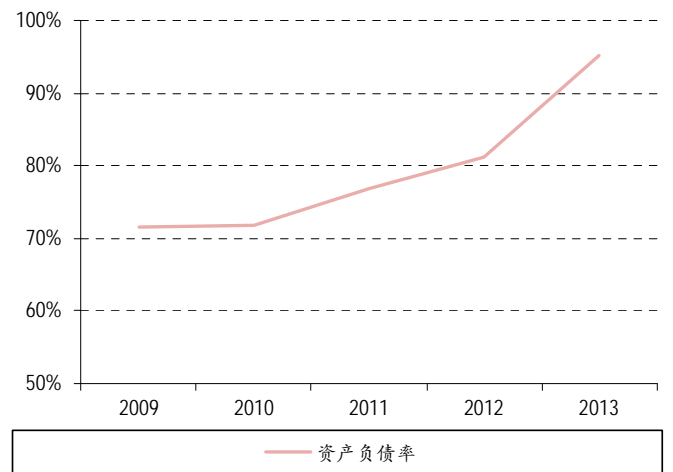
短期偿债能力处于较低水平



资料来源: 万得

图表 23. 2007-2012 商业城各项长期偿债能力指标

长期偿债能力处于较低水平, 并且逐年下降



资料来源: 万得

综上所述可以看出, 商业城的盈利能力虽然有小幅度上升, 但在大额期间费用的影响下, 表现不甚明显; 营运能力不断下滑, 处于行业较低水平; 杠杆水平不断提高, 2013 年资产负债率达到 90% 以上。因而, 09 年股改以来, 商业城的经营状况已经有所改善, 但在成本费用控制和资产周转上略显不足, 随着茂业的控股, 公司管理经营模式的转变, 成本费用会在一定程度上有所下降, 资产周转效率也会有所改善, 届时盈利能力会有较大幅度的提升。

盈利预测

我们将公司的业务分成零售业务、酒店业务。零售业务收入主要来自于商业城主楼及铁西百货。

图表 24.2009-16E 商业城及铁西百货营收等数据

(百万元, %)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
商业城							
销售收入	360.53	526.96	550.14	842.79	884.93	929.18	975.63
同比增长(%)	(47.90)	46.16	4.40	53.20	5.00	5.00	5.00
销售成本	296.98	468.39	480.78	763.73	800.15	838.30	878.26
毛利率(%)	17.63	11.11	12.61	9.38	9.60	9.80	10.00
铁西百货							
销售收入	853.07	975.21	956.83	950.62	1,007.66	1,068.12	1,132.20
同比增长(%)	9.33	14.32	(1.88)	(0.65)	6.00	6.00	6.00
净利润	29.25	31.53	27.98	26.54	27.12	27.68	28.21
净利润率(%)	3.43	3.23	2.92	2.79	2.69	2.59	2.49
天伦国际酒店							
销售收入	360.53	526.96	550.14	842.79	884.93	929.18	975.63
同比增长(%)	(47.90)	46.16	4.40	53.20	5.00	5.00	5.00
净利润	296.98	468.39	480.78	763.73	800.15	838.30	878.26
净利润率(%)	82.43	89.07	87.40	90.50	90.30	90.20	90.00

资料来源：公司资料，中银国际研究

在黄茂如控股公司及公司出售地产业务专注主业的背景下，我们认为公司年底摘帽预期较强。此次资产重组方案，虽然无法彻底解决公司的问题，但是我们预计公司今年收益实现盈亏平衡是大概率事件。短期看点是公司14年底的摘帽预期，长期仍需看黄茂如控股后的盘活资产和资产注入预期。我们预计2014-16年每股收益为0.01、-1.22和-1.15元，我们给予其首次买入评级，考虑到产业资本成本价格为9.9元/股，我们给予公司目标价为12.00元/股。

附录、沈阳市商业格局

目前沈阳市以和平区和沈河区为主要商业核心区域，形成了中街商圈、太原街商圈、铁西商圈、北行商圈、北站商圈、五爱商圈、三好街商圈、南塔商圈、西塔商圈等商业区域。其中中街商圈和太原街商圈是沈阳市两大主力商圈，辐射范围大，吸引力强；铁西商圈、北行商圈和北站商圈属于区域性商圈；五爱商圈、三好街商圈、南塔商圈是辐射东三省的专业批发商场；西塔商圈是服务于朝鲜族的特色商圈。同时，随着金廊开发和浑河两岸开发的启动，金廊商圈和浑河商圈也初具规模。

中街商圈横跨大东、沈河两区，是沈阳市历史最悠久的商业区。沈阳市政府将其定位为“4A级商贸文化旅游区”，着力打造“东北第一街”，建成辐射整个东三省的历史文化特色街。中街商圈以中街步行街为核心，西起西顺城、东至小什字街、北起北顺城、南至南顺城，由中街、小东路、北中街、南中街、沈阳路、正阳街、朝阳街、东顺城街等主要道路围合组成。中街商圈整体定位于中高端市场，以沈阳市及部分外地的中高端消费人群为目标客户群。

太原街商圈位于沈阳市和平区，是沈阳市最繁华的商业中心之一。太原街商圈以太原街、中华路“一横一竖”为主轴，西起胜利北街、东至和平北大街、北起北五马路、南至南五马路，由太原街步行街、中华路商业街、中山路景观街、体育用品街和南一风味美食街等街区组成。相对中街而言，太原街商圈主要由大中型、现代的独特建筑构成，彼此间缺乏连接，街铺少。整体定位于中高端市场，力图建成沈阳市最高端的商业中心。

铁西商圈、北行商圈和北站商圈属于区域性商圈。铁西商圈位于沈阳市铁西区建设东湖南侧，西起兴顺街、东至云峰街、北起建设大路、南至南十马路。其主要服务区域为铁西区，对周边其它区域的辐射范围较小。商圈主要以中偏低档产品，满足铁西区日常消费为主。北行商圈位于沈阳市皇姑区中心区域，以长江街为轴心向两侧扩展，西起珠江街、东至嘉陵江街、北起崇山路、南至公铁立交桥。整体定位于中低端客户、大众消费群体，客户以皇姑区居民为主。但随着近来不断的建设发展，这两大商圈也逐步向中高端市场过渡。北站商圈隶属沈河区，西起北京街、东接小北关街、北起北站路、南达市府大路，与大东区、皇姑区、和平区相接，是沈阳的CBD中心。整体定位为金融商务为主的中高端商圈，目标客户群主要是旅客以及商务人士。区域内主要以写字间和酒店为主，商业设施相对较少，主要是以满足商务人士需求以及提高商务的便利性为目的。

五爱商圈位于沈河区，以五爱市场为核心，东起大南街、北起热闹路、南至南关路、万寿寺街，是东北亚经济圈和环渤海经济圈最大的流转型轻工产品交易中心。目前已成为中国北方最大的商品集散地、全中国第二大小商品批发市场。商圈主力业种为服装、布料鞋帽和箱包四大类。三好街商圈位于和平区的东南部，与沈河区隔青年大街相望，西临东北大学、东至五里河街、北起文化路、南达文体路，商铺主要集中在三好街的两侧。三好街商圈以中国电脑软件城为核心并向外辐射，是沈阳乃至辽沈地区电脑与IT产品的经销集散地。南塔商圈位于东陵区，以文化东路为轴心，西起五爱街、东至江东街，北起万柳塘路，南至二环路。南塔商圈是依托中国鞋城、东北日杂、东北摩托车城、电子市场等形成的大型专业批发市场。

金廊商圈以沈阳南北向城市轴线“北陵大街-北京街-青年大街”为轴线向东西侧拓展。商圈主要以高档酒店、写字楼和高档商场等业态为主，主力目标客户群面向高级白领、企事业单位的中高层管理人员和个体工商户。区域定位为沈阳市行政文化中心、政治经济中心和金融文化产业中心，集文化、体育、科技、金融、商贸和行政办公于一体。浑南商圈位于沈阳苏家屯浑南新区内，以金水花城商业街、女人街、伊丽雅特湾商业街三条主要黄金商业街及浦江苑、朗日街两大社区商业中心的“三金街”、“两中心”及各大重点项目为载体，形成以沈阳奥体中心命名的居住、商业、休闲综合生活区的“奥体商圈”。

纵观整个沈阳整个商业格局，中街商圈和太原街商圈属于辐射全市乃至周边地区的市级商圈，铁西商圈、北行商圈和北站商圈属于区域性商圈，五爱商圈、三好街商圈、南塔商圈是专业批发商场，西塔商圈是服务于朝鲜族的特色商圈。太原街商圈、北站商圈以中高端市场为主，中街商圈、铁西商圈、北行商圈逐步从中端市场向中高端过渡，五爱商圈、三好街商圈和南塔商圈则做大做强集贸批发商场。

图表 25. 沈阳市主要商圈分布



资料来源：网络信息，中银国际研究

图表 26. 中街商圈各零售门店分布



资料来源：网络信息，中银国际研究

图表 27. 铁西商圈各零售门店分布



资料来源：网络信息，中银国际研究

图表 28. 太原街商圈各零售门店分布



资料来源：网络信息，中银国际研究

图表 29 北行商圈各零售门店分布



资料来源：网络信息，中银国际研究

图表 30. 北站商圈各零售门店分布



资料来源：网络信息，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,600	1,860	1,953	2,110	2,236
销售成本	(1,377)	(1,615)	(1,698)	(1,808)	(1,901)
经营费用	(241)	(360)	(104)	(352)	(362)
息税折旧前利润	(62)	(190)	97	(114)	(102)
折旧及摊销	57	87	97	98	99
经营利润(息税前利润)	(119)	(277)	(0)	(212)	(201)
净利息收入/(费用)	(94)	(157)	(151)	(161)	(173)
税前利润	(120)	(275)	(0)	(212)	(201)
所得税	(10)	(11)	(0)	(6)	(6)
少数股东权益	1	9	2	2	2
净利润	(128)	(277)	1	(217)	(205)
核心净利润	(128)	(277)	1	(217)	(205)
每股收益(人民币)	(0.25)	(1.56)	0.01	(1.22)	(1.15)
核心每股收益(人民币)	(0.25)	(1.56)	0.01	(1.22)	(1.15)
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	0.1	16.3	5.0	8.0	6.0
息税前利润增长(%)	n.a.	206.3	(151.2)	(217.3)	(10.6)
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	133.0	(100.0)	328,250	(5.4)
每股收益增长(%)	n.a.	533.9	(100.5)	(15,244)	(5.4)
核心每股收益增长(%)	n.a.	533.9	(100.5)	(15,244)	(5.4)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	(120)	(275)	(0)	(212)	(201)
折旧与摊销	57	87	97	98	99
净利息费用	(101)	(155)	(152)	(161)	(174)
运营资本变动	874	1,694	1,727	1,899	2,058
税金	(10)	(11)	(0)	(6)	(6)
其他经营现金流	(891)	(1,864)	(2,059)	(1,942)	(2,100)
经营活动产生的现金流	23	(192)	(92)	2	27
购买固定资产净值	0	0	(30)	(30)	(30)
投资减少/增加	94	86	(1)	(1)	(1)
其他投资现金流	(543)	(175)	258	9	9
投资活动产生的现金流	(449)	(90)	227	(22)	(22)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	110	(300)	(100)	(20)	(20)
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	540	561	(249)	227	209
融资活动产生的现金流	556	104	(500)	47	17
现金变动	131	(177)	(365)	27	22
期初现金	675	697	332	359	380
公司自由现金流	(418)	(267)	141	(20)	5
权益自由现金流	(410)	(739)	(115)	(201)	(188)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	675	697	332	359	380
应收帐款	19	6	4	21	22
库存	739	797	815	868	912
其他流动资产	835	868	518	554	586
流动资产总计	1,573	1,665	1,333	1,421	1,498
固定资产	1,322	1,387	1,333	1,279	1,224
无形资产	405	393	373	355	337
其他长期资产	89	93	100	106	111
长期资产总计	1,815	1,873	1,806	1,739	1,671
总资产	3,388	3,538	3,139	3,160	3,169
应付帐款	190	286	170	181	190
短期债务	1,946	2,524	2,555	2,783	2,994
其他流动负债	312	550	336	356	373
流动负债总计	2,448	3,359	3,060	3,320	3,556
长期借款	300	0	(100)	(120)	(140)
其他长期负债	2	5	5	5	5
股本	178	178	178	178	178
储备	315	(111)	(109)	(327)	(532)
股东权益	493	67	69	(148)	(354)
少数股东权益	(1)	(9)	(2)	(2)	(2)
总负债及权益	3,388	3,538	3,139	3,160	3,169
每股帐面价值(人民币)	2.77	0.38	0.39	(0.83)	(1.99)
每股有形资产(人民币)	0.48	(1.84)	(1.72)	(2.84)	(3.89)
每股净负债/(现金)(人民币)	2.33	2.62	6.39	6.42	6.50

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.4	(1.5)	12.8	2.3	3.2
息税前利润率(%)	(1.2)	(6.2)	7.8	(2.4)	(1.2)
税前利润率(%)	(7.5)	(14.8)	0.0	(10.1)	(9.0)
净利率(%)	(8.0)	(14.9)	0.1	(10.3)	(9.2)
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
利息覆盖率(倍)	(0.2)	(0.7)	1.0	(0.3)	(0.2)
净权益负债率(%)	318.7	2,716.5	3,091.3	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	(31.8)	(5.0)	970.6	(6.4)	(6.8)
核心业务市盈率(倍)	(10.9)	(5.0)	970.6	(6.4)	(6.8)
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(12.6)	(5.8)	1,118.5	(7.4)	(7.8)
市净率(倍)	2.8	20.7	20.3	(9.4)	(3.9)
价格/现金流(倍)	60.5	(7.2)	(15.1)	807.9	52.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	117.5	(143.9)	(403.0)	109.7	70.0
周转率					
存货周转天数	168.5	156.4	152.2	150.1	148.9
应收帐款周转天数	4.4	1.2	0.7	3.6	3.6
应付帐款周转天数	50.2	64.6	36.5	36.5	36.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	(26.1)	(412.5)	2.1	146.3	58.1
资产收益率(%)	(3.8)	(7.8)	0.0	(6.9)	(6.5)
已运用资本收益率(%)	(0.5)	(2.9)	4.3	(1.4)	(0.8)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

百联股份(600827.CH/人民币 12.33, 买入)
欧亚集团(600697.CH/人民币 19.98, 买入)
天虹商场(002419.CH/人民币 11.77, 买入)
老凤祥(600612.CH/人民币 28.69, 买入)
开元投资(000516.CH/人民币 7.82, 买入)
王府井(600859.CH/人民币 18.49, 买入)
南京新百(600682.CH/人民币 15.42, 谨慎买入)
步步高(002251.CH/人民币 13.76, 谨慎买入)
海宁皮城(002344.CH/人民币 14.58, 谨慎买入)
合肥百货(000417.CH/人民币 6.24, 谨慎买入)
成商集团(600828.CH/人民币 5.62, 谨慎买入)
鄂武商(000501.CH/人民币 13.10, 谨慎买入)
广州友谊(000987.CH/人民币 9.33, 谨慎买入)
新世界(600628.CH/人民币 9.73, 谨慎买入)
潮宏基(002345.CH/人民币 17.81, 谨慎买入)
中百集团(000759.CH/人民币 8.88, 谨慎买入)
明牌珠宝(002574.CH/人民币 11.63, 谨慎买入)
永辉超市(601933.CH/人民币 7.80, 谨慎买入)
大东方(600327.CH/人民币 6.23, 谨慎买入)
友阿股份(002277.CH/人民币 16.85, 持有)
豫园商城(600655.CH/人民币 8.55, 持有)
银座股份(600858.CH/人民币 8.33, 持有)
红旗连锁(002697.CH/人民币 8.31, 持有)
翠微股份(603123.CH/人民币 10.13, 持有)
新华百货(600785.CH/人民币 13.04, 持有)
文峰股份(601010.CH/人民币 8.78, 持有)
中兴商业(000715.CH/人民币 11.26, 持有)
苏宁云商(002024.CH/人民币 8.32, 持有)
友好集团(600778.CH/人民币 8.89, 持有)
首商股份(600723.CH/人民币 6.85, 持有)

以 2014 年 9 月 12 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371