



买入

25% ↑

目标价格:人民币 14.00

原目标价格:人民币 12.00

600306.CH

价格:人民币 11.19

目标价格基础:产业资本成本价

板块评级:中立

*ST 商城

4 季度有望结算出售地产的收益 2.4 亿元, 摘帽预期强

2014 年前三季度公司实现营业总收入 11.34 亿元, 同比下降 19.49%; 归属母公司净利润-1.63 亿元, 折合每股收益-0.916 元, 公司扣非后净利润为-1.64 亿元。业绩略低于我们-0.83 元/股的预期。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。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。我们维持 2014-16 年每股收益预测为 0.01、-1.22 和-1.15 元, 维持买入评级, 目标价格上调至 14.00 元。

支撑评级的要点

- 3 季度单季度收入同比下滑幅度未见收窄, 3 季度单季度实现营收 3.12 亿元, 同比下滑 25.18%, 与 2 季度单季度营收增速-26.56% 基本持平。净利润亏损 4,857 万元, 亏损幅度略有收窄。
- 综合毛利率大幅增长 3.34 个百分点, 期间费用率大增 6.77 个百分点, 毛利率方面, 2014 年前三季度毛利率为 16.94%, 同比增加 3.34 个百分点。费用率方面, 公司期间费用率为 30.08%, 同比增加 6.77 个百分点, 其中销售费用率同比减少 0.48 个百分点至 1.90%, 销售费用率接近近两年低点, 管理费用率同比提升 4.57 个百分点至 18.31%, 管理费用率的提升, 主要是营收同比大幅下滑, 但人力、租金、水电费等刚性成本同比增加较大。财务费用率增加 2.96 个百分点至 9.88%, 主要是利息支出增加。

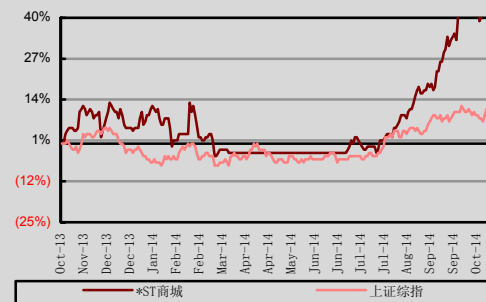
评级面临的主要风险

- 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。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。我们维持 2014-16 年每股收益预测为 0.01、-1.22 和-1.15 元, 维持买入评级, 目标价格由 12.00 元上调至 14.00 元。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	37.6	1.1	43.3	47.2
相对上证指数	24.3	(0.1)	33.7	36.6

发行股数(百万)	178
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	1,984
3 个月日均交易额(人民币 百万)	26
净负债比率(%) (2014E)	1,226
主要股东(%)	
中兆投资管理有限公司	29

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2014 年 10 月 30 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易: 商业物业经营

唐佳睿, CFA / CAIA / FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

林琳

(8621)20328527

lin.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090005

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(%)	n.a.	16	5	8	6
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(%)	n.a.	533.9	(100.5)	(15,244.9)	(5.4)
市场预期每股收益(人民币)			(1.360)	(1.150)	(1.150)
全面摊薄市盈率(倍)	(45.6)	(7.2)	1,390.6	(9.2)	(9.7)
价格/每股现金流量(倍)	254.3	(10.4)	(21.7)	1,157.5	74.6
每股现金流量(人民币)	0.04	(1.08)	(0.52)	0.01	0.15
企业价值/息税折旧前利润(倍)	94.0	(137.0)	16.5	90.3	62.1
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

图表 1.业绩摘要表

(人民币, 百万)	2013 年前 3 季度	2014 年前 3 季度	同比变动(%)
营业收入	1,408.23	1,133.80	(19.49)
-营业税及附加	19.73	17.92	(9.18)
净营业收入	1,388.51	1,115.88	(19.63)
营业成本	1,216.78	941.75	(22.60)
销售费用	33.47	21.53	(35.66)
管理费用	193.43	207.55	7.30
营业利润	(157.13)	(158.24)	0.71
非经常性项目	0.64	0.61	(5.05)
经常性投资收益	0.00	0.00	
净财务费用	101.48	112.00	10.37
利润总额	(156.27)	(157.42)	0.74
所得税	8.46	6.67	(21.11)
少数股东损益	(0.49)	(0.88)	79.60
归属母公司股东净利润	(164.23)	(163.21)	--
扣除非经常性损益的净利润	(164.87)	(163.82)	--
每股收益(元)	(0.922)	(0.916)	--
扣非后每股收益(元)	(0.926)	(0.920)	--
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	13.60	16.94	
经营利润率	--	--	
净利润率	--	--	
扣非后净利率	--	--	

资料来源: 公司数据, 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	(184)	(273)	(6)	(254)	(263)
息税折旧前利润	38	(28)	250	48	72
折旧及摊销	(57)	(87)	(97)	(98)	(99)
经营利润(息税前利润)	(19)	(114)	152	(50)	(27)
净利息收入/(费用)	(94)	(141)	(146)	(161)	(174)
其他收益/(损失)	(64)	(90)	(99)	(99)	(100)
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	(127)	(279)	1	(217)	(205)
每股收益(人民币)	(0.246)	(1.557)	0.008	(1.219)	(1.153)
核心每股收益(人民币)	(0.243)	(1.564)	0.008	(1.219)	(1.153)
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	16	5	8	6
息税前利润增长(%)	n.a.	511	(233)	(133)	(47)
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(173)	(995)	(81)	51
每股收益增长(%)	n.a.	534	(101)	(15,245)	(5)
核心每股收益增长(%)	n.a.	543	(101)	(15,245)	(5)

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	(899)	(1,864)	(2,068)	(1,951)	(2,109)
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	447	404	(400)	67	37
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	140	165	182	173	183
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	407	395	376	357	339
其他长期资产	86	90	97	102	107
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	145	106	105	103	102
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)	8.82	10.25	11.92	12.94	13.88

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
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(%)	246.1	1,054.4	1,225.9	(5,073.9)	(980.3)
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率(倍)	(45.6)	(7.2)	1,390.6	(9.2)	(9.7)
核心业务市盈率(倍)	(46.0)	(7.2)	1,390.6	(9.2)	(9.7)
目标价对应核心业务市盈率(倍)	(57.5)	(9.0)	1,739.8	(11.5)	(12.1)
市净率(倍)	4.0	29.6	29.0	(13.4)	(5.6)
价格/现金流(倍)	254.3	(10.4)	(21.7)	1,157.5	74.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	94.0	(137.0)	16.5	90.3	62.1
周转率					
存货周转天数	195.7	173.6	173.3	169.8	170.9
应收帐款周转天数	4.4	1.2	0.9	2.1	3.5
应付帐款周转天数	43.2	56.1	42.6	30.3	30.3
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	n.a.	0.0	n.a.	n.a.
净资产收益率(%)	(26.1)	(412.5)	2.1	544.5	81.8
资产收益率(%)	(0.6)	(3.2)	4.6	(1.6)	(0.8)
已运用资本收益率(%)	(0.4)	(3.7)	5.9	(1.9)	(1.0)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测