

动态报告

商业贸易

商业城 (600306)
推荐

零售

深度点评

(维持评级)

2010年11月3日

自有物业价值高，盛京银行上市可成催化剂

分析师： 孙菲菲

sunff@guosen.com.cn

0755-82130722

SAC 执业证书编号：S0980209070360

评论：

公司的投资要点在于：

1) 公司物业价值突出，公司共有五处自有物业，物业重估每股 12.8 元，其中拥有两个百货门店，分别在沈阳的中心步行街及铁西区；公司的百货主业 2010~2012 年可分别贡献 0.01 元、0.24 元及 0.50 元，**2011 年可视为公司百货业务的拐点，加之地产业务利润，业绩逐年提升；**

2) 公司的大股东琪创能持股比例在 26.58% 以上，持股成本为 10 元~16 元。我们预期大股东现在主业外，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，折合公司股权 3.2 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；

假设日神地产 2011 年及 2012 年各结算一半的可出售面积，则公司 2011~2012 年的业绩预测为 0.01 元、0.39 元及 0.65 元，**公司目前 13.6 元的股价，扣除每股盛京银行股权 3.2 元外，合 10.4 元，对应 2012PE 为 21 倍，考虑到公司物业价值较高，且大股东持股成本距离现价也不远，加之盛京银行的股权价值在上市的催化剂，首次给予“谨慎推荐”的评级。**继续关注公司的业务及资本进展。

股价的主要催化剂包括：1) 2011 年商业城百货春节前将重新装修开业；2) 盛京银行上市获批。

■ 盛京银行可能是城商行上市 1 号，公司持有之股权折合 3.2 元/股

根据财政部等五部委近日发布的《关于规范金融企业内部职工持股的通知》，城商行有望重启。而据 21 世纪报道，盛京银行有望在城商行上市重启之后拔得头筹。根据公开资料，盛京银行前身系沈阳城市商业银行，07 年 2 月经批准可进行跨区域经营，综合经营实力居东北城商行首位，全国城商行前列。公司于 2005 年 12 月以 1 元/股的价格认购沈阳市商业银行 1.2 亿股，占总股本的 4.00%，目前还有商业城还拥有 8500 万股盛京银行股权（占 2.52%）；**截止 2009 年 12 月末，盛京银行总资产达 1578.6 亿元，各项存款余额 1086.9 亿元，不良贷款率 0.9%，资本充足率 12.0%，当期实现利润 16.8 亿元，即每股收益 0.56 元（30 亿总股本），我们简单按照 09 年的 12 倍 PE 估值，则公司目前持有的 8550 万股盛京银行股权市值 5.7 亿元，即该股权折合公司股价 3.2 元/股。**

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)	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	5.7	57456	3.2

资料来源：国信证券经济研究所

■ 公司物业价值突出，五处物业折合每股 12.8 元

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 21800 万元，09 年末总资产 40084 万元，净资产 18867 万元。09 年营业收入 4481 万元，净利润-1538 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 5000 平方）、天伦酒店（占地 2400 平方）；两者均位于繁忙的商业街——中街上，位置相连，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，明年 6 月开始销售，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：公司物业的重估价格

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

资料来源：国信证券经济研究所

■ 主力门店——商业城百货重新装修，将于春节前开业

公司的主力门店——商业城百货占地18000平方，建筑面积79000平方，09年收入6.9亿，位于中街。中街全长1.5公里，是沈阳最繁华的商业步行街，现有商业城百货、大商新玛特（建筑面积10万平米）、中粮大悦城（全部商业面积为34万平方米，目前开业的A、B馆12万平米）、恒隆中街广场（总建筑面积为13.5万平方米）等，覆盖中、高端百货，业态齐全。

据公司披露，2010年要完成商业城百货的老营业楼的初步改造，盘活负一层的仓库作为卖场，营业面积延伸至6层；第二步是待营业楼装修改造完成后，拆掉现有的办公楼（占地5000）、翻建一个约3万米的新营业楼与现有营业楼连接，至此，商业城百货的面积增至16万平方（在现在7.9万平方面积基础上增加1倍，主要经营定位调整到高中档，增加扩大精品超市、儿童娱乐、美食餐饮等，延伸消费人群的年龄跨度，适合儿童到老年所有人群，在计划两年内打造一个全新的商业城。

据我们现场调研，商业城百货正在进行大规模的装修改造，外立面基本不存在，预计2010年底该百货的建筑面积

积将由7.9万平方扩大至12.3万平方（含天伦瑞格3万），面积扩大61%；2011年再在12万方的基础上增长至16万方，增长33%。

公司另一百货门店铁西百货位于铁西区，铁西区间荣获“老工业基地调整改造暨装备制造业发展示范区”的称号，还荣获联合国全球宜居城区示范奖¹。铁西百货的建筑面积2.7万，09年收入7.8亿元、净利润2024万元，09年末资产56386万元，净资产13184万元。现场调研：装修陈旧，以售金饰为主，老城居民有认可度。沈阳铁西百货大楼有限公司是公司的控股子公司，公司拥有其99.82%的股权。

图 1：商业城百货（老店，正在装修）



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：铁西百货



资料来源：国信证券经济研究所

图 3：商业城门店位置图



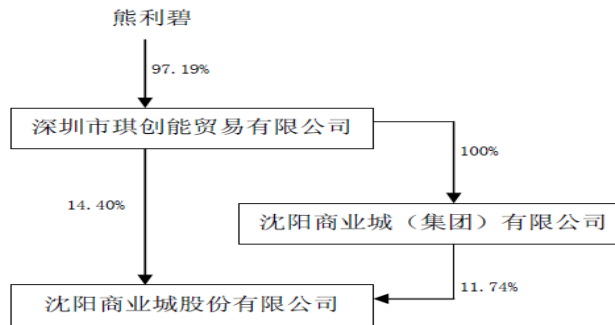
资料来源：国信证券经济研究所

■ **大股东琪创能持股比例在 26.58%以上，持股成本为 10 元~ 16 元**

根据我们的简单测算，大股东深圳市琪创能除持有公司 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）。除此之外，根据《商业城关于沈阳商业城(集团)产权转让相关情况的公告》，深圳琪创能若要成功入主，琪创能还要“负责筹措 3 亿元资金支持改扩建工程项目建设”，目前未到位，如果考虑 3 亿元的资金，则琪创能的持股成本应在 16 元/股。

图 4: 大股东股权关系图



资料来源：国信证券经济研究所

表 3: 大股东

受让人	出让方式	万股	单价	成交金额 (万元)	占商业城股 比 (%)
2008-11-13 中兆投资	二级市场	1900	4.35 元/股—5.39 元/股	9253	10.7
2007-7-30 深圳市琪创能	拍卖	1100	6.26	6886	6.2
2009-9-1 深圳市琪创能	拍卖	2090.29	12.88	26923	11.7
2009-12-30 深圳市琪创能支付银行负债				5310	
2009-12-31 深圳市琪创能支付特定应付款项				7187	
			琪创能合计	46306	

资料来源：国信证券经济研究所（注第二大股东——中兆投资为茂业国际控股子公司）

另外，琪创能公司还要与职工代表大会通过的《职工安置方案和办法》予以执行和落实，维护职工权益，保持企业稳定。

表 4： 2010 中报前十大流通股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
沈阳商业城(集团)有限公司	25,068,010	14.07
深圳市琪创能贸易有限公司	22,290,664	12.51
中兆投资管理有限公司	19,000,064	10.66
沈阳中兴商业集团有限公司	8,962,508	5.03
交通银行-科瑞证券投资基金	3,955,506	2.22
深圳市天元伟业实业发展有限公司	3,551,804	1.99
全国社保基金一零四组合	2,999,942	1.68
张昀辉	2,850,000	1.6
王裕珍	2,500,000	1.4
张惠忠	2,500,000	1.4
合 计	93,678,498	52.56

资料来源：国信证券经济研究所

■ 盈利预测与评级

由于公司目前的主力门店自 09 年 5 月开始装修，今年业绩较低，预计 2010 年业绩预计 0.01 元左右，2011 年商业城百货开业后，假设日神地产于 2011 年及 2012 年各结算一半的可出售面积，**则公司 2011~2012 年的业绩预测为 0.01 元、0.39 元及 0.65 元**，其中百货主业的业绩分别为 0.01 元、0.24 元及 0.50 元，公司目前 13.6 元的股价，扣除每股盛京银行股权 3.2 元外，合 10.4 元，对应 2012PE 为 21 倍。考虑到公司物业价值较高，且大股东持股成本距离现价也不远，加之盛京银行的股权上市的催化剂，首次给予“谨慎推荐”的评级。继续关注公司的业务及资本进展。

表 4： 2010 中报前十大流通股东

	2009Y	2010	2011	2012	2013
商业城	69200	48200	79083	106336	168015
铁西百货	78000	80340	82750	86888	91232
百货收入合计	147200	128540	161834	193224	259247
YOY		-13%	26%	19%	34%
百货净利	3940	1205	4196.6	8815.1	15131.3
百货折合 EPS	0.22	0.07	0.24	0.50	0.85
日神地产			28000	28000	
净利			3589.6	3589.6	
折合 EPS			0.202	0.202	
收入合计	147200	128540	189834	221244	259280
净利合计	361	805	6986	11561	14283
公司 EPS 合计	0.02	0.01	0.39	0.65	0.80

资料来源：国信证券经济研究所

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

分析师承诺:

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。

免责条款:

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。