

# 商业城：等待业绩好转

## ——商业城调研报告

### 报告关键点：

- 📖 改制后业绩改善
- 📖 商业城扩建开业

### 报告摘要：

- **改制将给公司带来新貌，完成了职工精简，减轻了负担。**2009年8月31日全面完成了企业改制工作。商业城由国有控股转变为民营控股。目前的大股东为深圳琪创能贸易，直接持有公司12.51%，并通过沈阳商业城集团间接持有14.07%，共持有公司26.58%的股权。深圳琪创能目前还没有在公司派驻董事，2011年12月份董事会换届，将会选举新的董事。公司已经完成了员工安置工作，减轻了公司负担。职工从2800人左右减少至500多人，每年将节省工资、养老保险、医疗保险、住房公积金等费用5645万元。
- **公司持有资产优良，但盈利能力弱，提升主要取决于资产回报率提升。**公司目前旗下的主要资产是百货店商业城大厦、铁西百货、安立置业大厦、日神大厦，且都取得了土地使用权和房屋产权。此外持有盛京银行2.52%的股权。商业城大厦、安立置业大厦、日神广场均位于沈阳第二大商圈中街商圈核心地带，铁西百货位于铁西商圈。另外持有少量盛京银行股权。
- **业绩释放主要在2012年。**商业城大楼重装扩建是短期利润增加的主要来源，商业城大楼主楼部分建筑面积79000平米，2010年5月闭店装修，2011年3月开业；新建部分建筑面积30000平米，2011年12月开业。
- **投资看点。**资产价值虽然为公司提供安全边际，但是不足以构成股价持续上涨的动力。(1) 琪创能为获得公司控制权，投入在4亿元左右，折合每股9元左右，后续陆续投入有4个多亿，前后投入8个多亿。但目前商业城不能进行再融资，也没法带来稳定的现金流。(2) 费用有较大压缩空间。冗员和体制因素导致员工成本和其他弹性较大的管理费用畸高。员工安置基本上解决了冗员问题。(3) 业绩转折型公司，弹性较大。2011年商业城主楼的重新开业，销售收入将有比较明显的提升；而随着琪创能对于公司管理的介入，公司高企的后台运营成本将逐渐得到改善。(4) 盛京银行上市进程加快，增加公司价值2.3元左右。
- **盈利预测与投资评级。**保守预计2011年、2012年每股收益0.16元和0.4元，从PS和PB估值看，公司估值基本合理。给予公司增持-A的投资评级，另外考虑到盛京银行给公司带来的价值增加，给予公司6个月目标价17.3元。

评级：**增持-A**

上次评级：

目标价格：**17.30 元**

期限：6个月 上次预测：

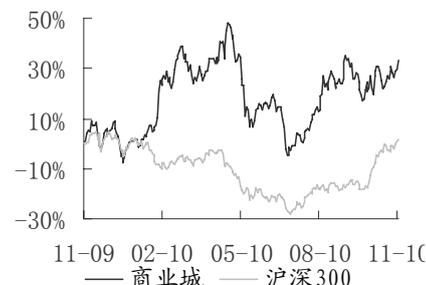
现价：14.11元

报告日期：**2010-11-15**

### 市场数据

总市值(百万元)	2,513.54
流通市值(百万元)	2,143.95
总股本(百万股)	178.14
流通股本(百万股)	151.95
12个月最高/最低	9.66/16.20元
十大流通股东(%)	47.94%
股东户数	9,424

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(11.91)	(16.71)	31.44
绝对收益	4.66	4.89	32.95

### 研究员

储丽雯

行业分析师

021-68765335  
证书编号

chulw@essence.com.cn  
S1450210010311

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,752.3	1,556.1	1,267.1	1,629.7	2,093.0
Growth(%)	-4.6%	-11.2%	-18.6%	28.6%	28.4%
净利润	-21.2	2.2	0.8	28.9	70.4
Growth(%)	-181.6%	-110.5%	-65.5%	3660.0%	143.3%
毛利率(%)	15.0%	14.8%	15.6%	15.7%	15.5%
净利率(%)	-1.2%	0.1%	0.1%	1.8%	3.4%
每股收益(元)	-0.12	0.01	0.00	0.16	0.40
每股净资产(元)	2.89	2.90	2.91	3.04	3.35
市盈率	-118.8	1,129.2	3,267.9	86.9	35.7
市净率	4.9	4.9	4.9	4.6	4.2
净资产收益率(%)	-4.2%	0.4%	0.1%	5.3%	11.8%
ROIC(%)	1.2%	4.3%	4.2%	7.6%	11.5%
EV/EBITDA	115.1	54.0	35.1	27.1	18.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%

### 前期研究成果

我们于10月底调研了商业城。

## 1. 改制后资产回报率将得到改善

### 1.1. 持有资产优良，但是盈利能力较弱

公司目前旗下的主要有形资产是百货店商业城大厦、铁西百货、安立置业大厦（1-5层原为名品折扣店，6-20层现在为四星级酒店天伦瑞格酒店）、日神大厦，且都取得了土地使用权和房屋产权。此外还持有盛京银行2.52%的股权。

商业城大厦和安立置业大厦土地面积合计18000平方米，铁西百货土地面积约为4691平方米，日神广场占地2万平方米（公司拥有一半所有权）。

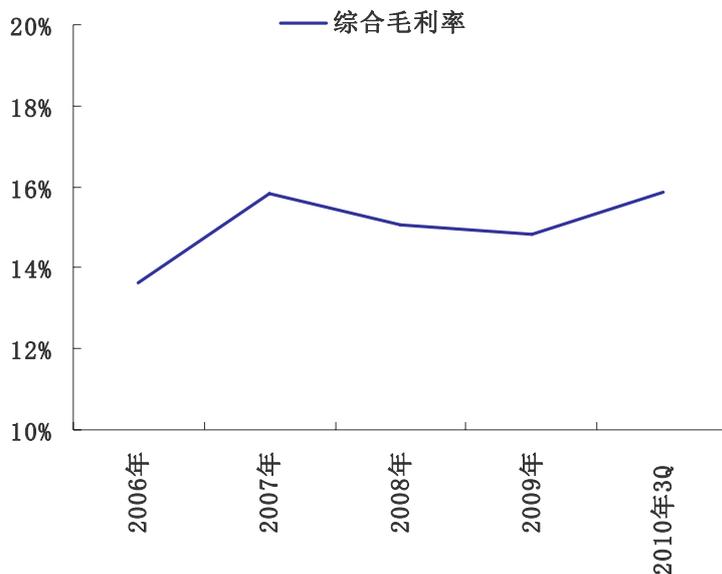
表2 主要资产盈利情况（万元）

			2006年	2007年	2008年	2009年
公司营业收入		收入	165494	183711	175232	155611
母公司商业城		收入	92623	92987	86674	69203
子公司	持股比例		2006年	2007年	2008年	2009年
铁西百货大楼	99.82%	收入	67285	77615	81914	78030
		净利润	1200	1600	2124	2024
安立置业	99.94%	收入	/	12685	3634	4481
		净利润	-1215	164	-2125	-1538
辽宁物流（持有日神大厦50%的股权）	99.08%	收入		/	/	/
		净利润	28	-462	-272	-110

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

百货业务毛利率相对较低，公司整体费用较高导致盈利能力弱。公司的主营为百货业务，家电占比并不高，但是公司的综合毛利率约在15%左右，但是国有机制冗员导致费用很高。

图2 综合毛利率率情况



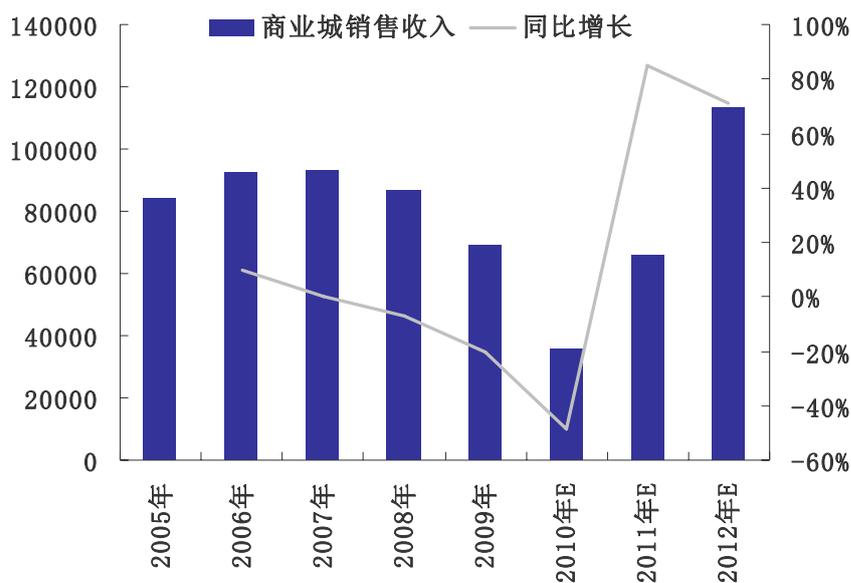
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

## 1.2. 明年3月商业城改建开业，销售收入将提升

商业城大厦和铁西百货是公司目前盈利的主要来源。公司的销售收入基本上都由母公司商业城和子公司铁西百货大楼贡献。

商业城大厦位于沈阳中街商圈，近几年随着外埠百货和商业地产进入沈阳市主要商圈，商业城大厦原来的定位已经不能满足消费者和市场需要，经营情况每况愈下。商业城大厦原来建筑面积约为79000平方米，营业面积约5万多平方米，地下2层，地面6层，定位中低档；2006年销售收入曾达到9.3亿，2009年销售收入下滑到6.9亿。

图3 商业城销售收入（万元）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

商业城大厦从2010年5月开始闭店装修，预计明年3月份开业，将提高经营档次，重新进行品牌招商并改善购物环境，装修改造计划投资1.5亿。1-6层为百货，负1层做成超市，负2层为停车场。此外商业城大厦旁边的一部分物业收回将扩建到3万平方米左右，与商业城主楼打通，这部分将于2011年12月开业。商业城改造完成后，建筑面积将达到10万平方米。

安立置业大厦1-5层原来为名品折扣店，商业城大厦重新开业之后，名品折扣店将搬到商业城主楼，原安立置业1-5层将经营家电。

有利因素：商业城大厦位于地铁1号线出口边上。商业城大厦定位提升和面积扩大将对商业城的销售额有明显提升，而且地铁1号线开通使得商业城位置的有利地位更加突出，有助于吸引人流。

不利因素：但从目前来看，商业城周边的竞争形势相对严峻。相比中兴商业大楼在太原街商圈大而全的优势，商业城目前面临的压力比较大。中街商圈大型商场较多，兴隆大家庭建筑面积约20万平方米，销售额11亿元左右，沈阳大上新玛特建筑面积10万平方米；大悦城商业总建筑面积30万平方米，地理位置不是太好；在商业城附近，浙江盾安地产公司正在建一个新的大型商业地产项目，定位为集购物、餐饮、休闲、娱乐为一体的休闲商业广场（即Shopping Mall），总建筑面积近27万平方米，总投资人民币30亿元，该项目处于前期设计施工阶段。大型商业地产项目供给的速度要快于购买力和需求增长的速度，将导致新门店培育期的延长和原有门店销售收入增长。在兴隆大家庭的附近，恒隆广场已经开业，商业面积在10.97万平方米左右。

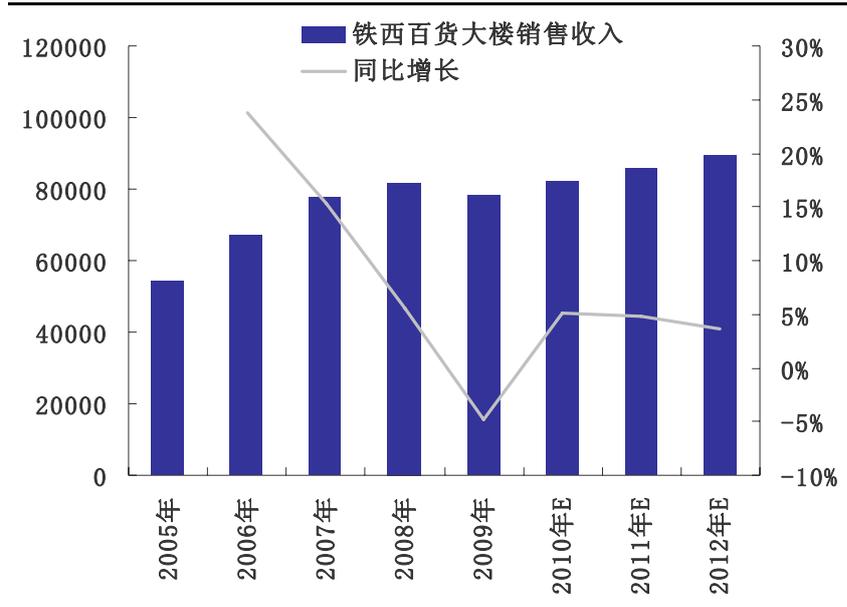
商业城大厦原来营业面积约为5.5万平方米，2006-2007年销售情况较好的时候，坪效达

到 1.68 万元/平米；2009 年销售收入下滑后，约为 1.26 万元/平米。预计扩建后的营业面积将达到 7.5 万平米，因为档次提升后客单价会提高，我们假设重新开业后第一年坪效回升至 1.5 万元/平米，则预计 2011 年所有面积完工后销售收入将达到 11.25 亿；因为 2010 年商业城原来部分 3 月份开业，我们估计 2010 年可贡献销售收入在 6.5 亿左右。

### 1.3. 铁西百货增长稳定

铁西百货营业面积 23000 平米，位于铁西商圈。2009 年销售收入 7.8 亿，净利润 2000 多万，员工 200 多人；铁西百货今年上半年净利润约在 1900 万左右。铁西百货增长相对稳定，但是随着竞争的加剧，销售收入增长趋缓。

图 4 铁西百货大楼销售收入（万元）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.4. 安立置业-天伦瑞格酒店已经重新开业

天伦瑞格酒店是由商业城与子公司安立置业共同投资组建的委托天伦国际酒店集团管理的一家四星级豪华商务酒店，位于安立置业公司综合楼的 6-20 层，共有客房 243 间（套）。天伦瑞格国际酒店于 2009 年 11 月 18 日开业经营。1-6 月份酒店收入为 550 万元，旺季的时候能达到 90% 的入住率。安立置业综合楼曾经一度闲置，酒店有一定的培育期，近 2 年对公司利润的贡献有限。安立置业的收入主要由 1-5 层名品折扣店贡献。

### 1.5. 日神大厦项目因缺乏资金短期搁置

公司的子公司辽宁物流公司（公司持有其 51% 的股权）拥有日神大厦的产权。日神广场位于中街沃尔玛超市南侧，占地面积 2.08 万平方米，建筑面积 18 万平方米。日神广场的前身是闲置 8 年的原龙腾大厦烂尾楼，沈阳商业城集团和深圳日神实业集团于 2006 年 4 月初兴建，项目的规划为五星级酒店+公寓。由于该项目需要投入较大的资金，公司目前资金不足，发展重点是商业城大楼的扩建项目，日神大厦状态还是在建工程。

### 1.6. 盛京银行上市进程加快

公司原来持有盛京 4% 的股权，以 1 元/股的价格认购了 1.2 亿股，2009 年因为员工安置需要资金，公司为解燃眉之急，出售了一部分股权，还剩 8550 万股，目前持有盛京银行 2.52% 的股权。

根据网上公开资料，盛京银行 2008 年总资产 1134.8 亿，净资产 56 亿，净利润 16.09 亿，注册资本 30 亿元，2009 年总股本 33.9 亿股，按照目前 A 股市场中小银行的平均 PB2.5 倍，计算盛京银行总市值约在 161 亿，公司持有 2.52% 的股权，则公司持有盛京银行的股权折合每股价值约为 2.3 元。

城市商业银行上市进程将加快。200 人的股东限制 2006 年以来一直是挡住城商行上市的关键障碍。银监会和证监会目前拟通过“新老划断”的方式弱化城商行股东超 200 人的限制。根据公开资料，排队上市中的上海银行、杭州银行、大连银行、盛京银行、重庆银行股东人数目前均远远超过 200 人，但内部职工股均已经清理完毕，符合财政部等五部委印发的《通知》中关于“公开发行新股后内部职工持股比例不得超过总股本的 10%，单一职工持股数量不得超过总股本的 1% 或 50 万股（按孰低原则确定）”的规定。如果城市商业银行 IPO 启动，作为东北地区规模最大的城市商业银行，盛京银行可能会享有政策倾斜。

## 2. 2010 年业绩将明显好转

### 2.1. 业绩释放在 2012 年

从公司目前项目的进度来看，日神广场项目到 2012 年将得到推进。主要的盈利单位铁西百货增长平稳，商业城大厦主楼部分于 2011 年 3 月开业，由于折旧和长期待摊费用摊销和财务费用增加，2011 年的利润增量也将比较有限。2012 年商业城主楼和扩建部分全年营业，对业绩有明显的贡献。

### 2.2. 主要盈利假设

如前面的假设计算，收入方面，假设商业城主楼 2010 年、2011 年、2012 年销售收入分别为 3.57 亿元、6.9 亿元、11.3 亿元；公司总的营业收入 2010 年、2011 年、2012 年分别为 12.67 亿、16.29 亿、20.92 亿；公司的毛利率比较稳定，假设 2010 年、2011 年、2012 年分别为 15.6%、15.7%、15.5%

主要费用方面：

员工成本：自从员工安置后，2010 年比 2008 年节省 3700 万左右，（2009 年一次性员工安置多支出 8000 多万，不具备可比性）；从 2010 年已经公布的数据看，每年实际节约的人工成本要略低于公司原来估计的 5645 万元；

折旧和长期待摊费用：公司的折旧和租赁费用原来占费用比率较低，商业城大楼改扩建后这一比重将提高，按照公司原计划的商业城大楼改扩建投入 1.5 亿左右，假设固定资产按照 30 年折旧，装修费用按 10 年摊销，2011 年折旧和摊销增加 700 万左右。

其他费用：广告费用随着商业城重新开业 2011 年大约在 2000 万左右，其他杂费假设在现有水平上保持不变。

财务费用：公司财务费用较高，一直拖累业绩；公司目前的资产负债率为 70% 左右，其中 2010 年三季度短期借款 6.81 亿，应付票据 4.82 亿，流动比率（流动资产/流动负债）0.8，2008 年以来财务费用都在 3000 万左右。

投资收益：主要来自于盛京银行红利。公司参股的盛京银行分红并不稳定，2009 年收到盛京银行 2400 万左右，之前几年都无分红，2010 年也未收到，我们假设 2011 年和 2012 年各收到 1200 万元。

所得税：公司的所得税主要是盈利单位铁西百货和商业城大楼缴纳。

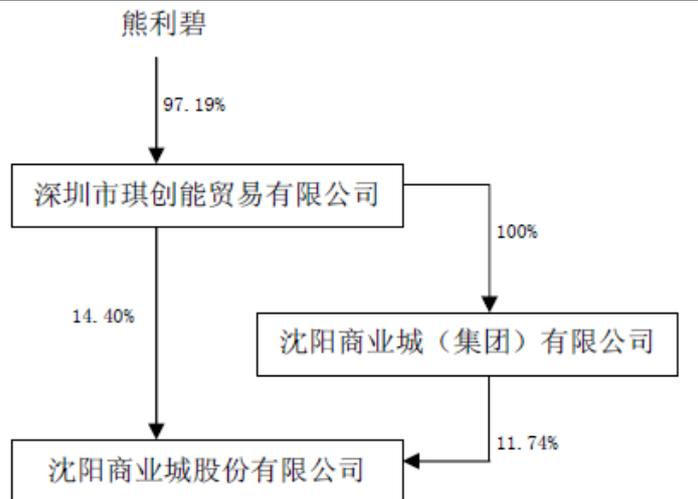
综上所述，预计 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.004 元、0.16 元、0.4 元。

## 3. 改制逐渐给公司带来新的面貌

### 3.1. 国有企业机制转为民营企业，深圳琪创能入主

公司目前的大股东为深圳琪创能贸易有限公司，直接持有公司 12.51%，并通过沈阳商业城集团间接持有 14.07%，共持有公司 26.58% 的股权。深圳琪创能贸易有限公司的控制人为熊利碧和王宇。

图 1 公司控股股东情况 (截至 2009 年 12 月 31 日)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 1 前 4 名股东 (截至 2010 年 11 月 3 日)

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	股本性质
总股本	17814	/	
流通股	15195	/	
沈阳商业城(集团)	2507	14.07%	限售流通 A 股
深圳市琪创能贸易	2229	12.51%	A 股流通股
中兆投资管理	1900	10.66%	A 股流通股
沈阳中兴商业集团	891	5%	A 股流通股
合计	6636	37.24%	

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2005 年 11 月, 公司控股股东沈阳商业城集团将所持有的 1150 万股 (占当时总股本的 7.77%) 以 1.53 元/股的价格转让给了惠州市时俊投资发展有限公司;

2005 年 11 月, 沈阳商业城集团将所持有的 1100 万股 (占当时总股本的 6.17%) 以 2.71 元/股拍卖给惠州市惠雄贸易发展有限公司。惠州市时俊投资发展有限公司和惠州市惠雄贸易发展有限公司均为香港上市公司新宇亨得利的下属公司。

2006 年 3 月, 沈阳商业城股份有限公司将所持有的限售流通股 930 万股, 以 6.50 元/股拍卖给深圳市琪创能贸易有限公司。

2006 年 6 月, 沈阳商业城集团将所持有的 1200 万股以 2.81 元/股拍卖给深圳市天元伟业实业发展有限公司。

2007 年 7 月, 沈阳商业城集团将其持有的公司 1100 万股和 700 万股以 6.26 元/股的价格分别转让给琪创能和深圳菲尔普斯电子有限公司。

2008 年 10 月, 公司公告茂业旗下的中兆投资管理有限公司通过上海证券交易所共买入商业城股票 1537 万股, 全部为无限售条件流通股, 占商业城总股本的 8.63%。中兆投资管理在其持有股份达到总股本 5% 时, 未及时停止买卖并按规定报告和信息披露, 违反了《证券法》以及《股票上市规则》的规定, 被上海证交所处以通报批评, 限制其一个月时间不再购入商业城股票。

2008 年 11 月公司发布公告, 深圳市琪创能贸易有限公司公司共持有商业城股份 25659477 股, 占商业城总股本的 14.40%, 其中, 之前通过股权拍卖受让了限售流通股 2030 万, 后通过二级市场增持了 536 万股, 成为商业城第一大股东。

2008年8月,沈阳商业城集团持有公司的全部国有产权(持有2090.8万股,占11.74%)开始挂牌转让,考虑到土地增值的因素,挂牌价格为2.69亿。

对受让方的要求:全流通过后三年内持股比例不低于全流通前股比,保持对上市公司控制力;负责筹措3亿元资金支持改扩建工程项目建设;避免标的企业与公司发生同业竞争情况;接受沈阳商业城(集团)整体改制方案和职代会审议通过的职工安置办法,妥善安排员工就业,保持企业稳定;在受让标的企业产权并支付转让价款的同时,一次性偿付银行负债5310万元,支付特定应付款项7187万元。

2009年8月18日产权的出让方沈阳恒信国有资产经营有限公司与受让方深圳市琪创能贸易有限公司在沈阳联合产权交易所正式办理了产权交割手续。

2009年8月31日全面完成了企业改制工作。商业城由国有控股的上市公司转变为民营控股的上市公司。

深圳琪创能目前还没有在公司派驻董事,但是公司大的投资项目都要报给琪创能审批。2011年12月份董事会换届,将会选举新的董事。管理层目前仍然较为稳定。

### 3.2. 职工安置是第一步,减轻公司负担

公司于2009年10月开始进行减员增效职工安置工作。商业城此次职工安置减少人员2266名,对精减人员按规定发放职工安置费用后,解除劳动合同,共发生安置费用9979万元。职工精减后,职工由2800人左右减少至500多人,每年将节省工资、养老保险、医疗保险、住房公积金等费用5645万元,对公司的长远发展,提高经济效益、保障投资者利益具有重大意义。

## 4. 投资看点

### 4.1. 股东的持股成本不低,未来有想象空间

公司现有资产的清算价值可能能为公司提供一个股价上的安全边界,但无法提供持续上涨的动力。公司的价值更多的还是体现在公司利用现有的资产为股东创造现金流的能力的改善。

由于琪创能为获得商业城的控股权代价不菲(目前持股比例26.58%),如果不计算惠州市时俊投资和惠雄贸易以极低成本获取的商业城少量股权后的转让收益,琪创能先期投资在商业城的资金大约在8.2亿(包括股权接拍1.29亿,整体受让2.69亿,一次性支付银行负债5310万,支付特定应付款项7187万,3亿元资金支持改扩建工程项目建设)。琪创能获取公司控制权的每股成本约在9元钱左右,后续陆续投入已经有4个多亿。目前商业城无论从再融资条件或是稳定的现金流方面,都难以给股东带来可观的回报。

### 4.2. 费用有较大的压缩空间

从公司费用的构成来看,其他管理费用有较大的压缩空间。一般百货公司正常的固定的运营成本主要是员工成本、折旧装修费用摊销和租金以及广告费用,公司因为自有物业且近年无扩张使得折旧等摊销费用占比不是很高,但是随着扩建完成折旧、长期待摊费用上升是必然趋势。可以看出在公司改制之前,员工成本占比超过5%,高于行业一般水平,水电费等较为正。

而广告费、业务宣传费、招待费以及其他没有明确用途的费用约占公司费用的4.95%,而同类百货上市公司这些费用只占公司销售收入的1.85%。我们认为这部分费用弹性较大,压缩空间要大于其他固定成本。

**表3 各项费用构成**

商业城	2008年	占销售收入比重	某家百货上市公司	2008年	占销售收入比重
员工成本	41.38%	5.57%	员工成本	35.80%	3.99%
折旧等各种摊销	9.54%	1.28%	折旧	17.96%	2.00%
水电	7.24%	0.97%	长期待摊和无形资产摊销	11.75%	1.31%
租赁费用	5.02%	0.68%	租赁费	8.41%	0.94%
广告费	13.11%	1.76%	水电费	9.49%	1.06%
宣传招待等杂费	14.30%	1.92%	广告及宣传费	3.38%	0.38%
其他为列明的经营费用	9.42%	1.27%	其他各项经营费用	13.22%	1.47%
合计		13.46%	合计		11.14%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.3. 业绩转折型公司，弹性较大

从公司本身具备的资产来看，商业零售业务仍然会是公司的主要业务。公司的根本价值仍然在于管理能力和激励机制改善后，资产回报率的提升。公司属于业绩转折型公司，弹性较大。如果就 PS 和 PB 估值来看，股价较为合理。从 2011 年开始随着商业城主楼的重新开业，销售收入将有比较明显的提升；而随着琪创能对于公司管理的介入，公司高企的后台运营成本将逐渐得到改善。

给予公司增持-A 的投资评级，另外考虑到盛京银行给公司带来的价值增加，给予公司 6 个月目标价 17.3 元。催化剂：明年 3 月商业城重建开业及盛京银行 IPO 进程加快。

表 4 估值比较 (股价日期: 2010 年 11 月 9 日)

代码	公司名称	销售收入 (亿元)	销售收入 (亿元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TTM)
		2009 年	2010 年 E				
002419	天虹商场	80.57	101.47	195	24	6.21	2.43
600859	王府井	110.99	136.49	195	195	6.87	1.75
600785	新华百货	32.36	39.82	69	69	7.13	2.14
000987	广州友谊	29.59	36.67	108	108	7.53	3.66
600697	欧亚集团	39.14	46.99	46	45	5.46	1.17
600858	银座股份	52.43	86.56	81	65	3.77	1.54
002277	友阿股份	27.47	35.22	98	58	5.98	3.55
600631	百联股份	102.74	177.34	194	194	3.25	1.89
000417	合肥百货	58.85	71.54	93	92	7.93	1.57
600280	南京中商	42.09	46.93	43	38	6.70	1.01
600628	新世界	27.30	31.20	77	65	4.11	2.82
600693	东百集团	15.59	19.31	46	40	6.84	2.94
600778	友好集团	20.00	28.07	51	50	5.01	2.54
000715	中兴商业	26.42	27.31	44	44	4.60	1.67
000516	开元控股	23.15	28.06	47	36	4.55	2.03
000564	西安民生	12.33	24.50	28	20	3.53	2.27
<b>600306</b>	<b>商业城</b>	<b>15.56</b>	<b>13.07</b>	<b>25</b>	<b>21</b>	<b>5.32</b>	<b>1.61</b>
<b>均值</b>						<b>5.58</b>	<b>2.15</b>

数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

## 5. 风险提示

商业城重装开业业绩不达预期; 沈阳市商业竞争过于惨烈。

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-9

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>1,752.3</b>	<b>1,556.1</b>	<b>1,267.1</b>	<b>1,629.7</b>	<b>2,093.0</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,488.8	1,325.2	1,069.8	1,374.1	1,768.6	营业收入增长率	-4.6%	-11.2%	-18.6%	28.6%	28.4%
营业税费	15.9	14.5	14.1	16.8	20.1	营业利润增长率	-157.1%	-122.6%	95.4%	312.8%	118.1%
销售费用	83.1	63.6	40.5	62.1	68.4	净利润增长率	-181.6%	-110.5%	-65.5%	3660.0%	143.3%
管理费用	152.7	244.0	100.6	120.3	136.3	EBITDA 增长率	-62.7%	114.4%	52.4%	29.6%	40.9%
财务费用	30.2	31.2	33.2	30.0	30.0	EBIT 增长率	-81.7%	252.0%	17.8%	58.3%	64.9%
资产减值损失	1.7	0.6	-	-0.2	-0.2	NOPLAT 增长率	-81.0%	290.1%	1.6%	73.4%	57.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.4%	2.4%	-2.9%	3.4%	-8.8%
投资和汇兑收益	-	127.5	-	10.0	10.0	净资产增长率	-4.0%	0.4%	0.1%	4.5%	10.4%
<b>营业利润</b>	<b>-20.1</b>	<b>4.5</b>	<b>8.9</b>	<b>36.6</b>	<b>79.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5.5	4.8	1.0	1.0	1.0	毛利率	15.0%	14.8%	15.6%	15.7%	15.5%
<b>利润总额</b>	<b>-14.6</b>	<b>9.3</b>	<b>9.9</b>	<b>37.6</b>	<b>80.9</b>	营业利润率	-1.1%	0.3%	0.7%	2.2%	3.8%
减: 所得税	7.0	7.1	9.1	8.7	10.5	净利润率	-1.2%	0.1%	0.1%	1.8%	3.4%
<b>净利润</b>	<b>-21.2</b>	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>28.9</b>	<b>70.4</b>	EBITDA/营业收入	1.4%	3.4%	6.3%	6.4%	7.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>5.2%</b>
货币资金	212.3	330.9	445.1	375.5	402.7	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	100	136	100	77
应收帐款	34.5	95.0	85.9	92.3	95.0	流动营业资本周转天数	2	-4	5	14	15
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	158	210	302	237	180
预付帐款	62.8	49.7	58.0	59.4	61.1	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
存货	504.5	523.4	538.7	489.4	523.0	存货周转天数	99	119	151	114	87
其他流动资产	0.0	-	-	0.0	-	总资产周转天数	311	399	523	398	298
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	155	183	224	175	132
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	120.0	85.5	86.5	80.1	20.0	ROE	-4.2%	0.4%	0.1%	5.3%	11.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	-1.3%	0.1%	0.0%	1.7%	4.1%
固定资产	348.3	514.9	445.5	459.8	437.2	ROIC	1.2%	4.3%	4.2%	7.6%	11.5%
在建工程	121.1	2.8	2.3	2.0	1.8	<b>费用率</b>					
无形资产	211.2	204.8	191.2	178.6	166.8	销售费用率	4.7%	4.1%	3.2%	3.8%	3.3%
其他非流动资产	9.0	16.7	7.6	8.0	8.2	管理费用率	8.7%	15.7%	7.9%	7.4%	6.5%
<b>资产总额</b>	<b>1,623.7</b>	<b>1,823.7</b>	<b>1,860.8</b>	<b>1,745.0</b>	<b>1,715.7</b>	财务费用率	1.7%	2.0%	2.6%	1.8%	1.4%
短期债务	412.0	477.0	681.0	615.0	515.0	三费/营业收入	15.2%	21.8%	13.8%	13.0%	11.2%
应付帐款	380.8	415.6	155.0	181.5	190.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	222.7	241.7	482.0	364.0	350.0	资产负债率	68.3%	71.6%	72.2%	69.0%	65.2%
其他流动负债	9.7	10.5	-3.0	17.5	18.0	负债权益比	215.3%	252.6%	259.4%	222.6%	187.3%
长期借款	70.5	88.9	25.0	25.0	25.0	流动比率	0.78	0.82	0.86	0.86	0.99
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.30	0.39	0.45	0.45	0.51
<b>负债总额</b>	<b>1,108.7</b>	<b>1,306.5</b>	<b>1,343.0</b>	<b>1,204.1</b>	<b>1,118.5</b>	利息保障倍数	0.34	1.15	1.27	2.22	3.66
<b>少数股东权益</b>	<b>46.2</b>	<b>46.2</b>	<b>46.2</b>	<b>46.2</b>	<b>46.2</b>	<b>分红指标</b>					
股本	178.1	178.1	178.1	178.1	178.1	DPS(元)	-	-	0.00	0.03	0.08
留存收益	290.7	292.9	293.5	316.6	372.9	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>515.0</b>	<b>517.2</b>	<b>517.8</b>	<b>540.9</b>	<b>597.2</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	-21.7	2.2	0.8	28.9	70.4	EPS(元)	-0.12	0.01	0.00	0.16	0.40
加: 折旧和摊销	22.5	26.2	38.2	37.5	36.7	BVPS(元)	2.89	2.90	2.91	3.04	3.35
资产减值准备	1.7	0.6	-	-0.2	-0.2	PE(X)	-118.8	1,129.2	3,267.9	86.9	35.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.9	4.9	4.6	4.2
财务费用	15.7	24.8	26.0	33.2	30.0	P/FCF	52.7	19.8	24.2	-39.4	60.9
投资收益	-	-127.5	-	-10.0	-10.0	P/S	1.4	1.6	2.0	1.5	1.2
少数股东损益	-0.5	0.0	-	-	-	EV/EBITDA	115.1	54.0	35.1	27.1	18.4
营运资金的变动	83.8	23.9	-48.9	-13.9	-23.1	CAGR(%)	-210.1%	215.5%	456.3%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>94.7</b>	<b>-48.4</b>	<b>23.3</b>	<b>72.2</b>	<b>103.7</b>	PEG	0.6	5.2	7.2	-0.9	-0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-144.7</b>	<b>53.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>14.3</b>	<b>68.0</b>	ROIC/WACC	0.1	0.5	0.5	0.8	1.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>97.8</b>	<b>113.4</b>	<b>46.7</b>	<b>-101.8</b>	<b>-144.1</b>	REP	27.1	7.4	7.6	4.1	2.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

储丽雯，北京大学世界经济专业硕士，曾就职于泰达荷银基金管理公司机构理财部，2008年3月加入安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律焯	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编：518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编：200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编：100034