

批发和零售贸易

商业城 (600306)

推荐 (首次)

百废待兴

聂秀欣

研究员
S1060208050096
010-59734912
niexiuxin001@pingan.com.cn

何苗

联系人
S1060110070153
0755-22625790
hemiao160@pingan.com.cn

2010年12月8日，我们和公司高管就改扩建工程、未来的发展进行交流。我们认为，公司已经具备底部反转的条件，但未来的增长路线及时间进度仍不清晰，风险偏好型投资者可以关注。

- **业务百废待兴。**20世纪90年代，商业城和中兴、铁百、联营是沈阳市最具影响力的四家百货商场，1996年商业城的失火使其元气大伤，之后经营一直不佳。2010年5月开始，公司的主体楼停业进行内外装修，预计到2011年3月开业。目前的办公楼也要在12月底重新拆除重建，和主楼连接。2012年，公司本部的建筑面积可增长50%，达12万平方米。目前日神置业房地产公司和商业城天伦酒店公司，仍看不到盈利的时间表。铁西百货是公司目前唯一的盈利来源，虽然有4万多元的坪效和接近3%的净利率，但其不足以支撑其他业务的亏损。
- **新股东的介入或令公司二次腾飞。**国退民进改制之后，大股东深圳琪创能仍肩负着支持改建工程项目、避免发生同业竞争、全流通后三年内保证持股比例等支持公司发展的重任。我们认为，新股东对商业城的青睐或在于：一方面，看好公司的商业物业格局；另一方面，公司具备壳资源的特点，在业务上轨道之后，可以成为未来的融资平台。
- **人员包袱的卸下有利于公司发展。**较差的盈利能力和沉重的人员负担，使得06年以来公司的主营业务一直处于亏损状态，09年花费1亿元一次性安置2266名员工，每年可减少5000万元的工资费用，相当于降低08年管理费用率3个百分点（09年安置费的发生导致销售费用高达15.7%）。
- **融资压力大。**公司目前的资产负债率高达70%，还有诸多项目需要建设，资金压力较大。我们认为，未来不排除公司在证券市场或向大股东进行再融资的可能。
- **股价催化剂和风险因素均多。**股价因素包括：盛京银行上市、改扩建工程快于预期、新开业销售火爆、房地产公司的销售、大股东对公司的发展给予新的支持等。风险因素包括低于改建工程慢于预期、房地产公司销售不利、沈阳市商战升级等。
- **投资评级和盈利预测。**我们预计公司2010~2012年的EPS分别为0.01元、0.20元，对应PE分别为1195倍、59.8倍，估值偏高，但公司估值的意义不大，鉴于基本面具备底部反转的条件，2011年仍值得持续跟踪，首次给予“推荐”评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257