

南京中商 (600280)

买入/维持评级

股价: RMB25.31

分析师

耿邦昊

SAC 执业证书编号:s1000510120052

(0755)8208 0081

gengbh@mail.htlhsc.com.cn

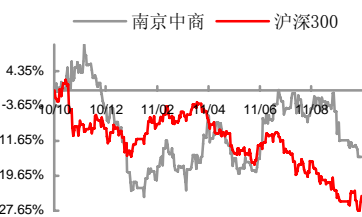
相关研究

- 《装修改造, 提档升级》-2011/04/27
- 《华丽转身》-2011-04-01
- 《挡不住的魅力》-2010-10-24
- 《不期而至的差业绩, 如期而至的基本面改善》-2010-08-09
- 《费用高企, 业绩下滑》-2010-04-16
- 《蜕变的阵痛》-2010-04-12
- 《发展路径愈发清晰》-2010-03-09
- 《控制力进一步加强》-2010-02-10
- 《2010 收获季》-2010-01-18
- 《收购资产及三季报点评》-2009-10-26

基础数据

总股本 (百万股)	144
流通 A 股 (百万股)	144
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,502

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

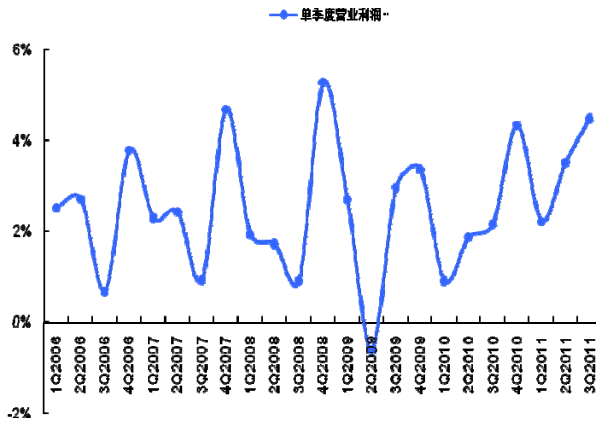
冰火两重天

- 公司今日公告三季度业绩, 1-3Q 公司实现收入 43.2 亿元, 增长 25.89%, 归属母公司净利润 4927 万元或 EPS=0.343 元, 扣非后经营性主业 EPS=0.645, 增长 168.52%, 不仅超市场预期, 也略超我们此前的预测。
- 与三季报同时公司披露拟以 3023 万美元受让大股东旗下 4.77 万平镇江雨润中央购物广场股权项目, 修改对子公司担保章程及为徐州、淮安等三家子公司提供担保的公告。
- 公司最近多期报表披露的信息可以用冰火两重天形容: 一方面, 自 08 年雨润系真正接手以来对公司的整合成效明显; 另一方面, 公司近几年主动上马的大量综合体项目 (淮安、徐州、宿迁、大冶、扬中、本部老楼) 资本开支巨大, 对公司资金面形成压力。考虑到公司正处于基本面拐点, 业绩释放与大额资本开支背后, 有可能是产业资本对公司深谋远虑的复杂表现。
- 公司 1-3Q 收入增长达到 25.89%, 考虑到公司新开门店不多, 内生增长惊人。根据母公司报表数据, 中央商场本部 1-3Q 投入约 4500 万进行逐层装修改造, 但收入依然增长达到 14.3%, 远超我们预期。1-3Q 毛利率 20.03%, 略降了 0.51 个百分点, 主要受老店品牌调整的影响。销售+管理费用率相比去年同期急速下滑达 2.95 个百分点, 但财务费用率上升 0.45 个百分点。
- 分季度看, 公司是三季度单季业内为数不多的收入增速环比上升的公司, 单季 EPS 贡献达 0.29。公司例行的会计政策为提前确认费用, 因此营业利润率逐季上升, 则全年净利润超我们此前预计的主业 0.95 可能性很大。
- 公司目前在手的淮安、徐州、宿迁、大冶、扬中项目均为三四线布局的大型综合体项目, 未来几年战略布局得当。公司与大股东关联交易的大冶项目租金极低、扬中项目收购均价约 4120 元/平, 都非常优惠合理。
- 公司近几个季度业绩频超预期, 业绩释放时点临近, 唯一不确定性在于公司如何解决资金紧张的问题。出于谨慎, 我们维持公司 11-13 年经营性主业 (不含非经常性损益、不含房地产) 0.95、1.2、2.0 预测, 维持买入。
- 风险提示: 内部变革牵扯多方利益; 资金压力大, 涉房项目导致融资困难。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4937.8	6118.7	6481.8	7454.1
(+/-%)	17.3	23.9	5.9	15.0
归属母公司净利润(百万元)	46.6	136.3	228.2	287.0
(+/-%)	8.8	192.5	67.4	25.8
EPS(元)	0.32	0.95	1.50	2.00
P/E(倍)	75.1	28.6	17.1	13.6

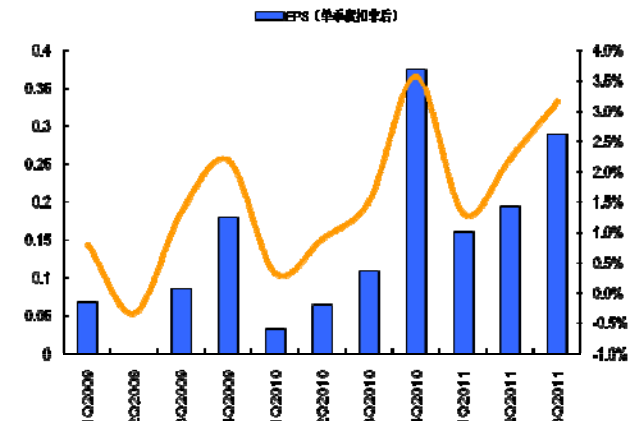
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 南京中商单季营业利润率



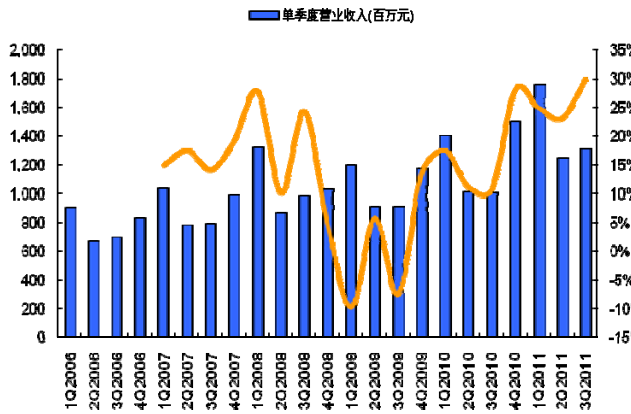
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 2: 南京中商单季扣非后 EPS 及扣非后净利率



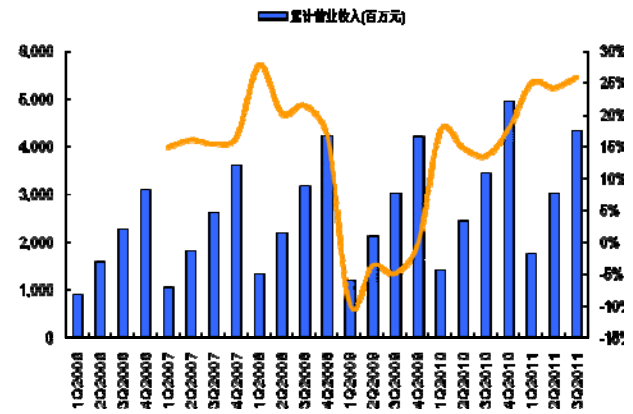
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 3: 南京中商单季收入增长情况



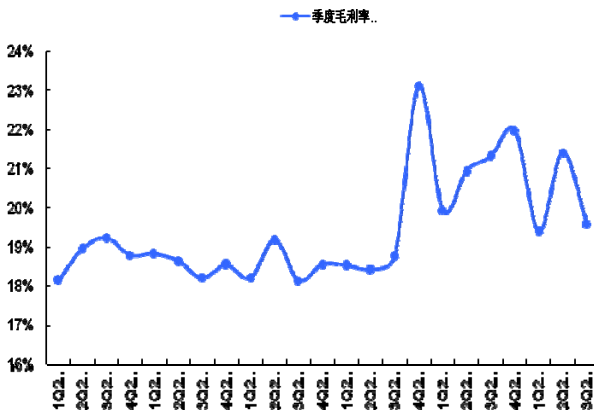
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 4: 南京中商季度收入累计增长情况



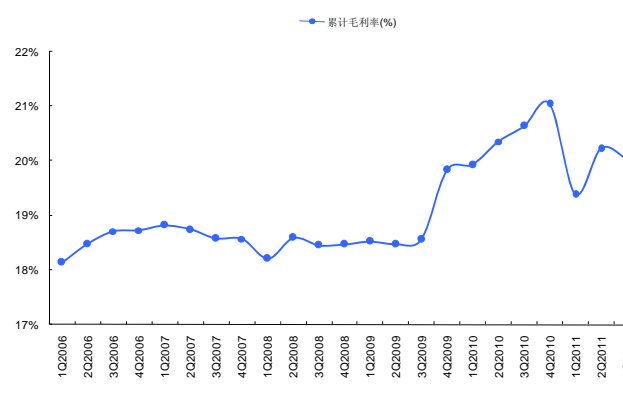
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 5: 南京中商单季毛利率变动情况



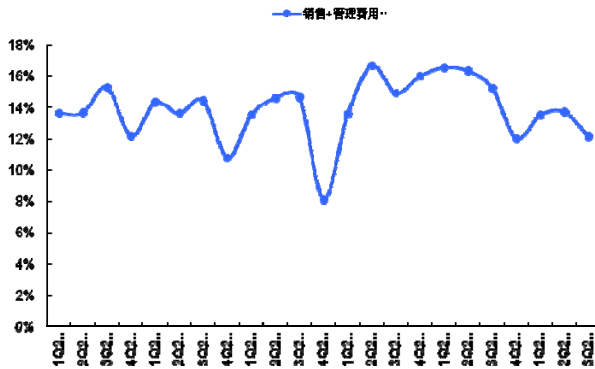
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 6: 南京中商季度收入累计增长情况



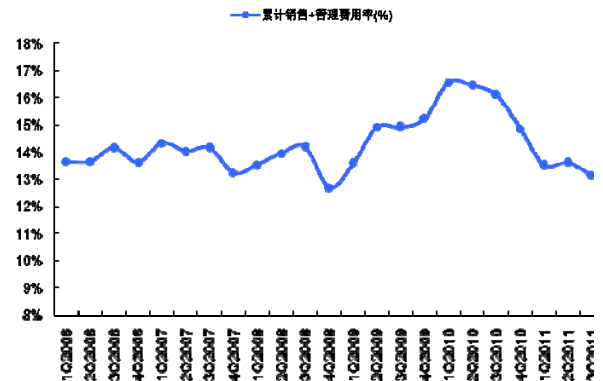
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 7: 南京中商单季费用率情况



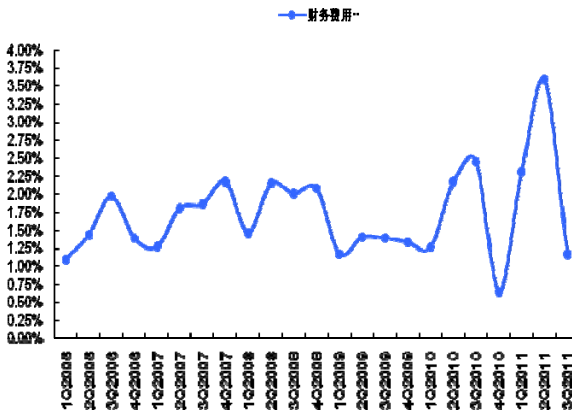
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 8: 南京中商累计季度费用率情况



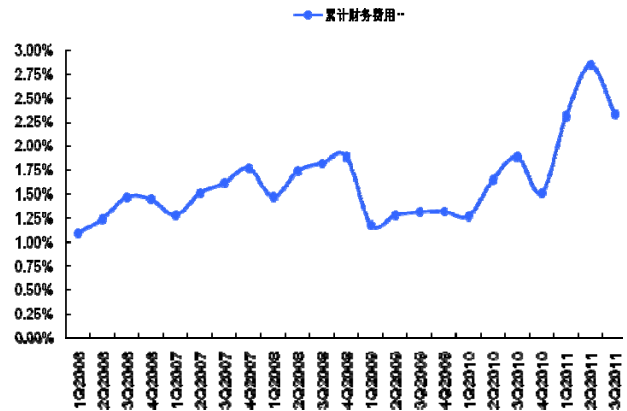
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 9: 南京中商单季财务费用率情况



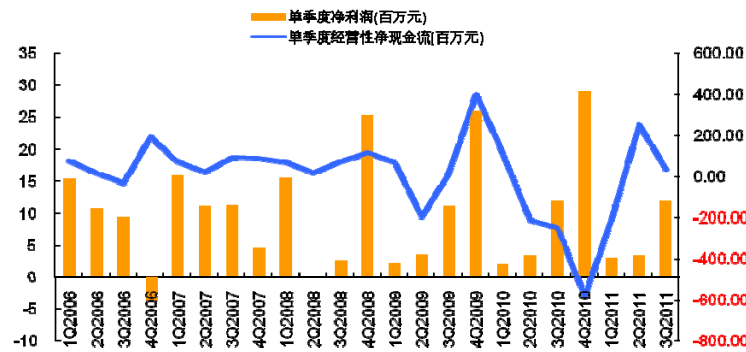
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 10: 南京中商累计季度财务费用率情况



资料来源: 华泰联合证券研究所

图 11: 南京中商逐季净利润 vs 经营性净现金流



资料来源: 华泰联合证券研究所

风险提示

内部变革牵扯多方利益；公司资金压力大，涉房地产项目导致融资推进困难。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012	2013
流动资产	4,688	2,163	2,126	2,445	营业收入	4,938	6,119	6, 82	7,454
现金	1,434	612	519	596	营业成本	3,899	4,934	5,121	5,889
应收账款	5	12	13	15	营业税金及附加	59	67	71	82
其他应收款	114	171	181	209	营业费用	236	214	220	327
预付账款	247	197	205	236	管理费用	498	367	486	641
存货	2,886	1,166	1,204	1,386	财务费用	74	131	104	121
其他流动资产	2	3	3	3	资产减值损失	56	64	10	10
非流动资产	2,016	2,752	3,464	4,155	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1,594	2,058	2,900	3,611	营业利润	118	341	469	384
无形资产	163	144	124	105	营业外收入	77	19	19	19
其他非流动资	219	510	399	398	营业外支出	131	0	0	0
资产总计	6,704	4,915	5,589	6,600	利润总额	65	361	489	404
流动负债	5,625	3,583	3,916	4,624	所得税	18	108	147	101
短期借款	2,729	1,500	1,718	2,137	净利润	46	252	342	303
应付账款	514	5 8	538	618	少数股东损益	(4)	5	17	15
其他流动负债	2,382	1,565	1,660	1,869	归属母公司净利	47	247	325	288
非流动负债	426	426	426	426	EBITDA	283	586	706	638
长期借款	258	258	258	258	EPS (元)	0.32	1.72	2.26	2.00
其他非流动负	169	169	169	169					
负债合计	6,052	4,010	4,342	5,051	主要财务比率				
少数股东权益	9	14	31	46	会计年度	2010	2011E	2012	2013
股本	144	144	144	144	成长能力				
资本公积	269	269	269	269	营业收入	17%	24%	6%	15%
留存收益	231	478	803	1,091	营业利润	27%	189%	37%	-18%
归属母公司股	653	905	1,247	1,5 0	归属母公司净利	9%	431%	31%	-11%
负债和股东权	6,704	4,915	5,589	6,600	获利能力				
					毛利率(%)	21%	19%	21%	21%
					净利率(%)	0.9%	0.0%	0.0%	1%
					ROE(%)	7%	28%	27%	19%
					ROIC(%)				
					偿债能力				
					资产负债率(%)	90%	82%	78%	77%
					净负债比率(%)				
					流动比率	0.8	0.6	0.5	0.5
					速动比率	0.3	0.3	0.2	0.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转率	292.4	179.4	128.6	133.7
					应付账款周转率	2.3	2.4	2.4	2.5
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊	0.3	1.7	2.3	2.0
					每股经营现金流	(6.5)	9.4	4.2	4.1
					每股净资产(最新	4.5	6.2	8.5	10.5
					估值比率				
					P/E	84	16	12	14
					P/B	6	4	3	3
					EV/EBITDA	30	12	11	13

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。