

股权收购只是开始

买入首次评级

投资要点:

- 📖 溢价收购显示控股股东对未来发展的信心
- 📖 项目拓展情况良好
- 📖 公司将逐步进入利润释放期

报告摘要:

- **事件:** 2月25日,南京中商发布公告,公司实际控制人祝义材向全体股东发出收购部分股份的要约。要约收购价格为27元,较公告前三十个交易日价格的算术平均值溢价13.73%。
- **产业资本增持着眼于长期发展前景。** 2004年以来,祝义材先生通过不同方式收购增持公司股份,如果本次股权收购成功完成,祝义材将从47.43%增持到57.13%的股权。公司大股东持续投入资金收购股份并逐步解决历史包袱,显示了对公司未来发展的信心。
- **门店经营情况良好。** 公司目前共有11家百货门店,其中2家位于南京,9家外埠。公司最主要的南京中商本店营业面积达6.3万平米,2010年实现营业收入23.8亿,净利润8018万,预计2011、2012年净利润可达1.4亿和1.7亿,折合每股0.97和1.18元。另外,由于公司外埠门店布局在二三线城市,商业供给少,居民消费潜力大,具备业绩超预期可能。
- **资金压力低于预期。** 公司大量的外延式扩张导致公司资金链紧张,2010年财务费用已达7438万元,同比增长34%,2011年前三季度财务费用超过1亿元,预计全年同比增速超过50%。公司目前有徐州和淮安两个城市综合体项目,资本开支巨大。但据了解,公司前期铺底资金均已到位,后续可通过滚动开发方式保证项目进行。
- **我们对此次资产注入的看法:** 对于此次收购的目的,公告披露是控股股东欲进一步提高控股权。从公司前十大股东来看,前十大股东的另外八名股东持股比例为20.52%,实际控制人的控股权优势明显。即使实际控制人要绝对控股,也可通过二级市场逐步增持,而不用以相对收盘价溢价8%的价格收购9.7%的股权。此举证明公司实际控制人极为重视南京中商这一上市公司平台,后续将有再融资以及资产整合和注入等资本运作可能。
- **投资建议:** 我们预计,不考虑非经常性损益,2011-2012年商业EPS为1.36和2.43元,考虑经常损益EPS为1.06和2.04元。目前股价对应11、12年商业主业21和12倍PE,公司控股股东资产雄厚、具备资产注入想象空间;公司各门店的经营情况良好;历史包袱内部消化后将进入利润释放期;首次给予“买入”评级。

消费服务研究组

高级分析师:

陈旭 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-8808 5963

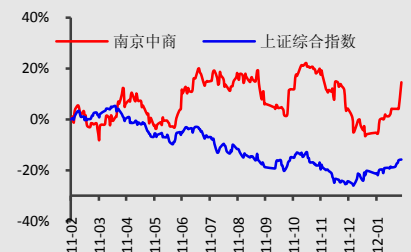
Email: xingbo@hysec.com

联系人:

姜天骄

电话: 010-88083235

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券*行业报告*2012年度策略报告:防御中寻找成长*商业贸易行业*陈旭, 2011.12
- 2 《宏源证券*行业报告*2011年4季度策略报告:后通胀时代,名义增速及利润率下行*商业贸易行业*陈旭》, 2011.10
- 3 《宏源证券*行业报告*周报报告:悲观市场中坚守成长*商业贸易行业*陈旭》, 2011.9
- 4 《宏源证券*行业报告*周报报告:奢侈品或分层调税,高端消费行情可延续*商业贸易行业*陈旭》, 2011.9
- 5 《宏源证券*行业报告*深度报告:高端品牌消费崛起的黄金十年*商业贸易行业*陈旭》, 2011.9
- 6 《宏源证券*行业报告*周报报告:弱势市场中,板块难有作为*商业贸易行

一、要约收购内容

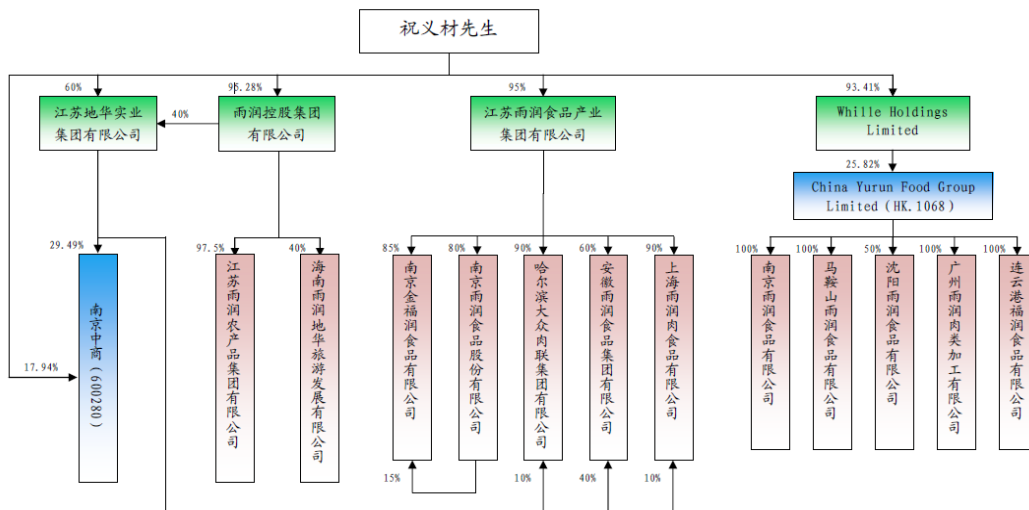
2月25日，南京中商发布公告，公司实际控制人祝义材向全体股东发出收购部分股份的要约。本次要约收购的目的是提高收购人在南京中商的控股比例，增强收购人对南京中商的控制权，不以终止南京中商股票交易为目的。要约收购价格为27元，较公告前三十个交易日价格的算术平均值溢价13.73%。本次要约收购数量为1392万股，占总股本的9.7%。目前收购人已将收购所需最高金额的20%存入中国证券登记结算有限公司指定账户，作为本次要约收购的履约保证。

二、评论

(一) 公司实际控制人致力于提高公司控制权

目前，公司实际控制人祝义材先生通过江苏地华实业集团有限公司间接持有公司29.49%股权，直接持有17.94%股权，合计持有47.43%股份。2004年以来，祝义材先生通过不同方式收购增持公司股份，如果本次股权收购成功完成，祝义材将持有公司57.13%的股权。公司大股东持续投入资金收购股份并逐步解决历史包袱，显示了对公司未来发展的信心。

图1：南京中商及其关联企业情况



资料来源：宏源证券

民营资本入主南京中商后，公司经营效率得到极大提升。但由于处理历史遗留问题，每年非经常性损益较多，业绩无法体现公司经营绩效的改善。2008年，祝义材进入公司董事会后，公司经营导向发生变化，如图2所示，2009年以来，公司毛利率快速提升2个百分点左右。图3显示由于公司大量的营业外支出，导致公司净利润增速慢于营业利润增速。

对于此次收购的目的，公告披露是控股股东欲进一步提高控股权。从公司前十大股东来看，前十大股东的另外八名股东持股比例为20.52%，实际控制人的控股权优势明显。即使实际控制人要绝对控股，也可通过二级市场逐步增持，而不用以相对收盘价溢价8%

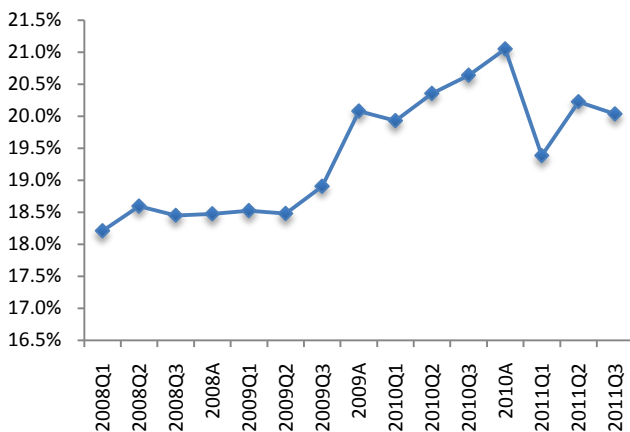
的价格收购 9.7% 的股权。此举证明公司实际控制人极为重视南京中商这一上市公司平台，后续将有再融资以及资产整合和注入等资本运作可能。

表 1: 南京中商前十大股东

| 股东名称 | 持股数量(股) | 持股比例(%) |
|--------------------------------------|------------|---------|
| 江苏地华实业集团有限公司 | 42,329,002 | 29.49 |
| 祝义材 | 25,758,890 | 17.95 |
| 南京市国有资产经营(控股)有限公司 | 7,177,103 | 5 |
| 中国建设银行股份有限公司-农银汇理中小盘股票型证券投资基金 | 6,000,000 | 4.18 |
| 全国社保基金一零九组合 | 4,558,263 | 3.18 |
| 中国工商银行-易方达价值精选股票型证券投资基金 | 3,100,000 | 2.16 |
| 中国光大银行股份有限公司-泰信先行策略开放式证券投资基金 | 2,314,624 | 1.61 |
| 交通银行-华安策略优选股票型证券投资基金 | 2,287,218 | 1.59 |
| 光大证券有限责任公司-中国光大银行股份有限公司-光大阳光集合资产管理计划 | 2,033,681 | 1.42 |
| 中国工商银行-金泰证券投资基金 | 1,979,662 | 1.38 |
| 合计 | 97,538,443 | 67.96 |

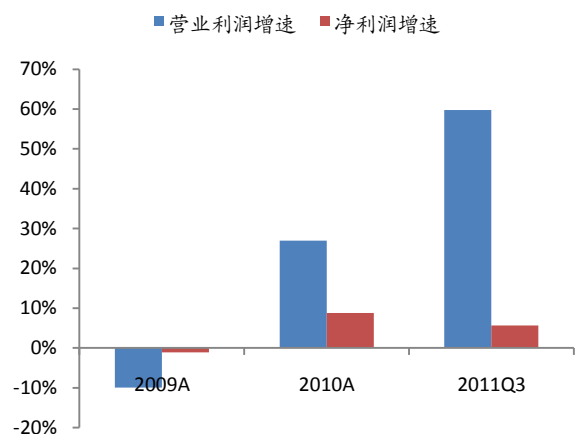
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 09 年来公司毛利率快速提升



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 净利润增速慢于营业利润增速



资料来源: 公司公告, 宏源证券

(二) 零售业绩增长有保证

公司目前共有 11 家百货门店, 其中 2 家位于南京, 9 家外埠。公司最主要的南京中商本店营业面积达 6.3 万平米, 2010 年实现营业收入 23.8 亿, 净利润 8018 万, 预计 2011、2012 年净利润可达 1.4 亿和 1.7 亿, 折合每股 0.97 和 1.18 元。另外, 由于公司外埠门店布局在二三线城市, 商业供给少, 居民消费潜力大, 具备业绩超预期可能。

各门店中, 未来增长潜力最大的是徐州和淮安店。徐州市区人口 300 多万, 地处区域要塞, 实业发达, 经济体量较大, 中高端消费群体正迅速崛起, 但供给非常有限, 导致徐州店的坪效显著高于其他门店, 未来的增速也高于其他门店, 主要因为徐州的消费需求迅速增加。

淮安店刚经历了翻新改造, 未来的增速也较高, 但由于淮安整个的经济体量、消费力

弱于徐州，所以坪效相对较低。

(三) 项目拓展资金压力低于预期

公司大量的外延式扩张导致公司资金链紧张，2010年财务费用已达7438万元，同比增长34%，2011年前三季度财务费用超过1亿元，预计全年同比增速超过50%。公司目前有徐州和淮安两个城市综合体项目，资本开支巨大。根据公司公告，徐州项目共投资47亿，先其投资资金（3亿元贷款，1亿元注册资本，2亿元商铺出售款）已经到位，而未来则可滚动开发，资金压力低于预期。至于淮安项目，前期铺底资金已经到位，但由于淮安经济体量低于徐州且商业供给充分，后续商铺出售款的到位将存在疑虑。对于其他的新拓展的项目，由于投资额较小，可以使用银行贷款等融资，资金压力的相对较小。

三、业绩预测

我们预计，不考虑非经常性损益，2011-2012年商业EPS为1.36和2.43元，考虑经常损益EPS为1.06和2.04元。目前股价对应11、12年商业主业21和12倍PE，公司各门店的经营情况良好，后续的储备项目丰富，未来的成长性有保证，首次给予“买入”评级。

表 2: 南京中百盈利预测

| 万元 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 421,050.47 | 420,915.61 | 493,782.44 | 617,293.36 | 885,442.72 |
| 增长率 | 16.78% | -0.03% | 17.31% | 25.01% | 43.44% |
| 营业利润 | 10,349.51 | 9,316.78 | 11,825.52 | 23,389.30 | 43,375.24 |
| 净利润 | 4,865.71 | 4,772.87 | 4,622.48 | 12,224.24 | 30,870.17 |
| 净利率 | 1.16% | 1.13% | 0.94% | 1.98% | 3.49% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4,335.55 | 4,287.97 | 4,663.96 | 15,252.83 | 29,326.66 |
| 增长率 | 0.95% | -1.10% | 8.77% | 227.04% | 92.27% |
| EPS | 0.3 | 0.3 | 0.32 | 1.06 | 2.04 |

资料来源：宏源证券

分析师简介:

陈旭: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 5 年证券行业从业经验。2011年新财富最佳分析师商贸零售行业排名第9。

邢波: 商贸零售分析师, 北京大学经济学学士, 2009年加入宏源证券研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、欧亚集团、新华百货、吉峰农机、中兴商业、东百集团、王府井、秋林集团、东方金钰、友阿股份、东百集团、大连友谊

机构销售团队

| | 郭振举 | 牟晓凤 | 孙利群 | 王艺 |
|-------------|--|---|--|--|
| 华北区域 | 010-88085798 guozhenju@hysec.com | 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com | 010-88085756 sunliqun@hysec.com | 010-88085172 wangyi1@hysec.com |
| 华东区域 | 张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com | 王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com | 赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com | 奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com |
| 华南区域 | 曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com | 贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com | 罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com |
| QFII | 方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com | 胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com | | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|---------------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。