

**证券研究报告—动态报告**

商业贸易

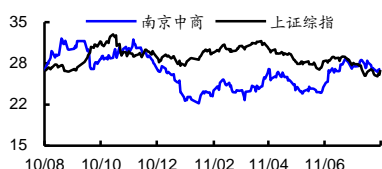
零售

**南京中商(600280)**
**推荐**

2011年半年报点评

(维持评级)

2011年8月29日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本(百万股)	143.5/134.7
总市值(百万元)	3,897.2/3,657.5
沪深300/深圳成指	2,615.26/11,598.93
12个月最高/最低(元)	31.98/21.74

**相关研究报告:**

《南京中商-600280-积淀七年,破茧重生》—2011-6-29

《南京中商-600280-积淀七年,破茧重生》—2011-6-28

**证券分析师: 孙菲菲**

电话: 0755-82130722

E-mail: sunff@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120031

**独立性声明:**

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。

**半年报点评**

## 业绩改善将近, 百货地产齐发力

**●期间费用率控制得当, 扣非后实现 EPS0.34 元/股**

2011年上半年,公司实现营业收入30亿元(+24%),营业利润0.83亿元(+163%),净利润0.08亿元(+60%),对应的EPS0.062元。扣非后净利润0.51亿元(+270%),对应的EPS0.34元。净利润增速快于收入增速,主要原因是三项费用率下降所致。上半年实现毛利率20%,净利率0.3%(扣非后2.69%);销售费用率和管理费用率分别为4.6%、9.15%,分别比上年同期下降0.6、2.2个百分点。

**●商业零售仍是主体业务, 外埠门店仍待改善**

上半年,百货业务实现收入25.7亿元,仓储超市业务3.7亿元,房地产业务0.11亿元,占总收入的比重分别为87%、12%和0.4%,占营业利润贡献率分别为92%、8.1%和-0.3%。目前公司共有8家百货店和3家超市,合计经营面积48万平方米,全部是自有物业。百货门店中,最重要的是南京中央商场总店,09年及10年两年,外地的7个零售店和2家停业店合计分别亏损4,323万元及5,155万元(包含徐州公司历史担保损失共计5,580万元)。截止2010年,7家外部门店中有3家盈利,4家亏损,2家停业。

**●地产业务规模大, 部分项目年末或将进入结算期**

目前公司下属8个地产子公司,在建或拟建项目8个,土地面积44万平方,全部完工后建筑面积可达218万方,2010年末地产存货价值23亿。另外,8个地产项目中还有4个项目未动工或未进入结算期。

**●百货业务即将走出调整期, 地产业务后续发力, 维持“推荐”评级**

目前主体业务尚处于调整改善期,在完成整体裁员后,公司主楼与今年4-9月份进行装修改造,预计9月底重新开业后业绩可出现较大幅度弹升。另外,公司地产业务体量庞大,预计下半年部分项目或可进入结算期,将对业绩产生显著增厚。基于谨慎原则,在不考虑地产业务结算的情境下,我们预计2011/12/13年EPS分别为0.70/1.05/1.80,对应的PE为41/27/16倍,维持“推荐”评级。

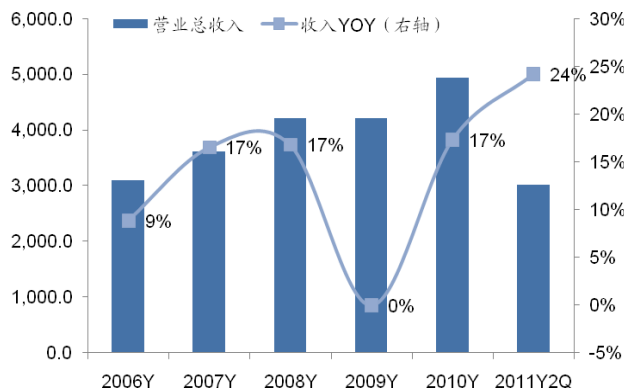
**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,209.16	4,937.82	10,616	15,924	22,772
(+/-%)	-0.03%	17.31%	115.0%	50.0%	43.0%
净利润(百万元)	42.88	46.64	101	150	258
(+/-%)	-1.10%	8.77%	116.9%	48.5%	72.0%
每股收益(元)	0.30	0.32	0.70	1.05	1.80
EBIT Margin	3.50%	2.55%	2.2%	1.9%	2.0%
净资产收益率(ROE)	6.41%	7.24%	17.8%	33.2%	101.0%
市盈率(PE)	90.89	83.56	40.6	27.3	15.9
EV/EBITDA	21.79	34.12	40.3	41.5	38.2
市净率(PB)	5.83	6.05	7.24	9.07	16.05

## 期间费用率控制得当，扣非后实现 EPS0.34 元/股

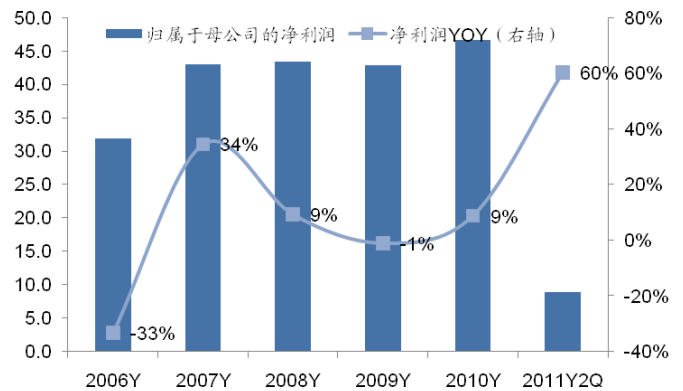
2011年上半年,公司实现营业收入30亿元(+24%),营业利润0.83亿元(+163%),净利润0.08亿元(+60%),对应的EPS0.062元。扣非后净利润0.51亿元(+270%),对应的EPS0.34元。净利润增速快于收入增速,主要原因是三项费用率下降所致。上半年实现毛利率20%,净利率0.3%(扣非后2.69%);销售费用率和管理费用率分别为4.6%、9.15%,分别比上年变动-0.6、-2.2个百分点。其中,非经常性损益项目包括非流动资产处置损失(-0.35亿元)和或有事项损失(-0.2亿元)。

图 1: 06-11 年上半年公司营业收入及增速



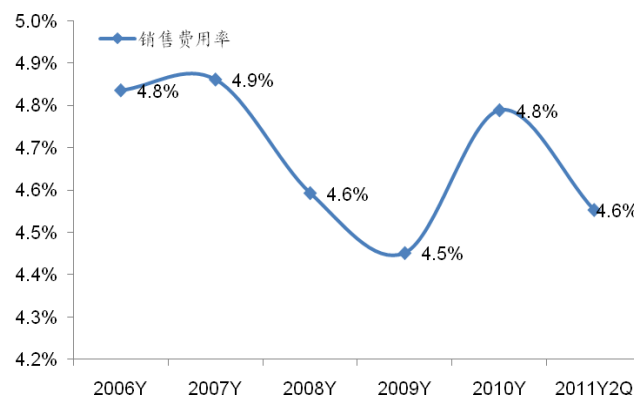
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 06-11 年上半年公司净利润及增速



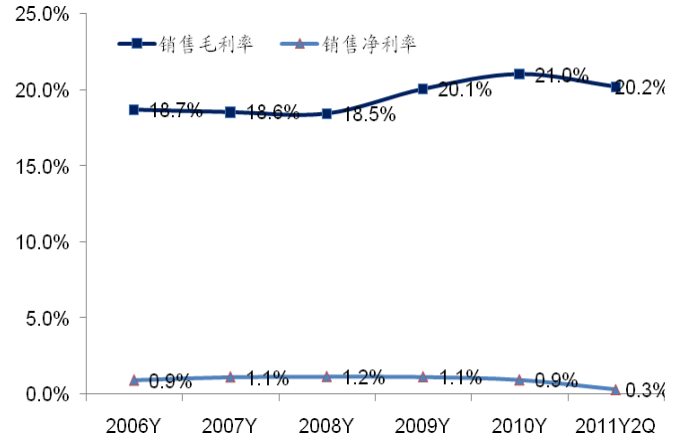
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 3: 06-11 年上半年公司销售费用率变动情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 4: 06-11 年上半年公司毛利率及净利率变动情况



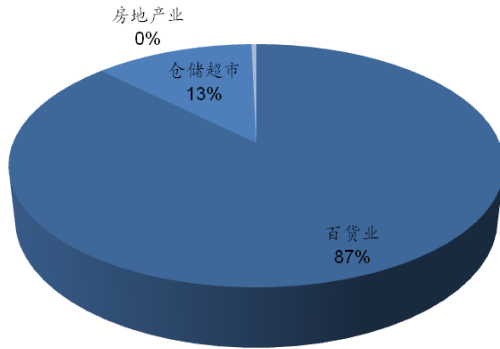
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

## 商业零售仍是主体业务，外埠门店仍待改善

分业务方面,上半年百货业务实现收入25.7亿元,仓储超市业务3.7亿元,房地

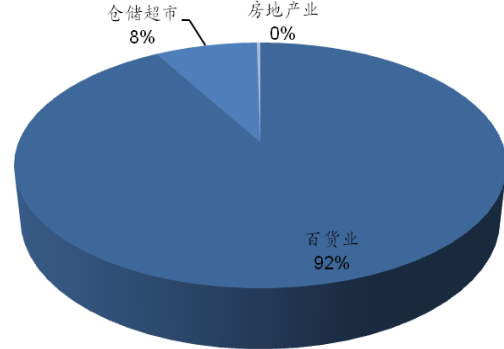
产业业务 0.11 亿元，占总收入的比重分别为 87%、12%和 0.4%，占营业利润贡献率分别为 92%、8.1%和-0.3%。

图 5: 2011 年上半年分业务收入贡献情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2011 年上半年分业务营业利润贡献情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

从收入和利润贡献率角度看, 商业零售业务目前仍是公司的主要业务。目前公司共有 8 家百货店和 3 家超市, 合计经营面积 48 万平米, 全部是自有物业。百货门店中, 最重要的是南京中央商场总店, 据我们分析, 总店的收入和外埠 7 家店的收入加总差不多, 但外埠店合计不盈利, 公司目前在零售业上相当于单体百货。

表 1: 公司主要百货门店详细情况列表

门店名称	股权	开业时间	经营面积(万平)	物业类型	权益面积	2009		2010	
						收入(万元)	净利润(万元)	收入(万元)	净利润(万元)
南京中央商场	母公司	1993	11	自有	6.3	196,000	9,476	238,407	8,018
洛阳百货大楼	85%	2006	2	自有	1.7	9,710	-119	11,234	-328
济宁百货大楼	100%	4-Sep	2.5	自有	2.5	16,170	89	17,860	459
连云港百货	97%	4-Sep	2.8	自有	2.71	2,324	-1,841	10,172	-1,018
淮安中央新亚百货	96.71%	2002	3.2	自有	3.09	53,264	1,563		
淮安中央新亚国际购物广	100%	2010	3	自有	3	0	-788	1,832	-1,159
太平洋百货店	100%	2001	2	自有	1.99	10,010	-730	9,108	67
徐州百货大楼	92%	4-Sep	3.2	自有	2.93	59,880	944	66,723	-4,815
泰州中央国际购物	100%			自有		1,750	-2,006	0	-20
淄博国际购物	100%			自有		148	-1,149	0	-28
合计			29.7		24.23	347,358	8,594	355,336	1,223

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

09 年及 10 年两年, 外地的 7 个零售店和 2 家停业店合计分别亏损 4,323 万元及 5,155 万元 (包含徐州公司历史担保损失共计 5,580 万元)。截止 2010 年, 7 家外部门店中有 3 家盈利, 4 家亏损, 2 家停业。

## 地产业务规模大, 部分项目年末或将进入结算期

目前公司下属 8 个地产子公司, 在建或拟建项目 8 个, 土地面积 44 万平方, 全部完工后建筑面积可达 218 万方, 2010 年末地产存货价值 23 亿。另外, 8 个地产项目中还有 4 个项目未动工或未进入结算期。

**表 2: 公司地产项目详细情况列表**

地产项目	权益	土地面积 (万平)	建筑面积 (万平)	预计开工	预计完工	假设销售单价	销售金额 (百万元)	净利润 (假设净利润率 15%)	EPS(元)
南京万象国际中心	70%	0.4	10.3	2003 年 12 月	2010 年 12 月	10,000	1,030	155	1.08
淮安金陵名府	92%	12.5	18.6	2006 年 10 月	2010 年 10 月	4,000	744	112	0.78
徐州黄河丽景花园	100%	1.2	3.6	2008 年 7 月	2010 年 12 月	4,000	144	7	0.05
苏州云深处花园	100%	6.7		2009 年 1 月	2011 年 12 月	10,000	-	-	-
淮安国际购物广场	100%		18	2008 年 11 月	2011 年 8 月	5,000	900	135	0.94
淮安雨润中央新天地	100%	4.3	47	2010 年 9 月	2016 年 9 月	5,000	2,350	353	2.47
徐州中央国际购物广场	100%	4	46	2011/1/11	未确定	4,000	1,840	276	1.93
宿迁国际购物广场	100%	5.5	13	未确定	未确定	4,000	520	78	0.55
泗阳雨润新天地城市综合	100%	9.4	61.3	未确定	未确定	4,000	2,452	368	2.57
<b>合计</b>							<b>9,980</b>	<b>1,483</b>	<b>10</b>

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

## 百货业务即将走出调整期, 地产业务后续发力, 维持“推荐”评级

我们维持此前对公司的基本判断, 即目前主体业务尚处于调整改善期, 在完成整体裁员后, 公司主楼与今年 4-9 月份进行装修改造, 预计 9 月底重新开业后业绩可出现较大幅度弹升。另外, 公司地产业务体量庞大, 预计下半年部分项目或可进入结算期, 将对业绩产生显著增厚。基于谨慎原则, 在不考虑地产业务结算的情境下, 我们预计 2011/12/13 年 EPS 分别为 0.70/1.05/1.80, 对应业绩增速为 115%/50%/52%, 对应的 PE 为 41/27/16 倍。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1434	1434	1434	1434
应收款项	119	256	385	550
存货净额	2886	6308	9509	13598
其他流动资产	248	533	800	1144
<b>流动资产合计</b>	<b>4688</b>	<b>8532</b>	<b>12128</b>	<b>16726</b>
固定资产	1608	1680	1685	1678
无形资产及其他	163	158	152	147
投资性房地产	204	204	204	204
长期股权投资	41	27	12	(2)
<b>资产总计</b>	<b>6704</b>	<b>10600</b>	<b>14181</b>	<b>18753</b>
短期借款及交易性金融负债	2729	3114	3471	4008
应付款项	547	1196	1803	2579
其他流动负债	2294	5097	7692	11011
<b>流动负债合计</b>	<b>5569</b>	<b>9407</b>	<b>12967</b>	<b>17598</b>
长期借款及应付债券	258	258	258	258
其他长期负债	225	359	494	629
<b>长期负债合计</b>	<b>482</b>	<b>617</b>	<b>752</b>	<b>887</b>
<b>负债合计</b>	<b>6052</b>	<b>10024</b>	<b>13719</b>	<b>18485</b>
少数股东权益	9	9	10	12
股东权益	644	567	452	256
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6704</b>	<b>10600</b>	<b>14181</b>	<b>18753</b>

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.32	0.70	1.05	1.80
每股红利	0.57	1.24	1.84	3.17
每股净资产	4.48	3.95	3.15	1.78
ROIC	7%	4%	5%	7%
ROE	7%	18%	33%	101%
毛利率	21%	20%	20%	20%
EBIT Margin	5%	2%	2%	2%
EBITDA Margin	6%	3%	3%	3%
收入增长	17%	115%	50%	43%
净利润增长率	9%	117%	49%	72%
资产负债率	90%	95%	97%	99%
息率	2.0%	4.3%	6.4%	11.1%
P/E	88.0	40.6	27.3	15.9
P/B	6.4	7.2	9.1	16.1
EV/EBITDA	31.9	40.3	41.5	38.2

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>4938</b>	<b>10616</b>	<b>15924</b>	<b>22772</b>
营业成本	3899	8491	12755	18197
营业税金及附加	59	128	192	274
销售费用	236	648	1011	1446
管理费用	498	1120	1670	2408
财务费用	74	(17)	(17)	(17)
投资收益	3	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(56)	(56)	(56)	(56)
其他收入	(0)	(0)	0	0
营业利润	118	194	262	412
营业外净收支	(54)	(54)	(54)	(54)
<b>利润总额</b>	<b>65</b>	<b>140</b>	<b>208</b>	<b>358</b>
所得税费用	18	40	59	102
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(2)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>47</b>	<b>101</b>	<b>150</b>	<b>258</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>47</b>	<b>101</b>	<b>150</b>	<b>258</b>
资产减值准备	44	(56)	0	0
折旧摊销	73	121	133	145
公允价值变动损失	56	56	56	56
财务费用	74	(17)	(17)	(17)
营运资本变动	(933)	(313)	(258)	(369)
其它	(44)	56	1	2
<b>经营活动现金流</b>	<b>(758)</b>	<b>(34)</b>	<b>81</b>	<b>92</b>
资本开支	(268)	(187)	(187)	(187)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(254)</b>	<b>(173)</b>	<b>(173)</b>	<b>(173)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(10)	0	0	0
支付股利、利息	(82)	(178)	(265)	(455)
其它融资现金流	1923	386	357	537
<b>融资活动现金流</b>	<b>1739</b>	<b>208</b>	<b>92</b>	<b>82</b>
<b>现金净变动</b>	<b>727</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	708	1434	1434	1434
货币资金的期末余额	1434	1434	1434	1434
企业自由现金流	(886)	(215)	(101)	(92)
权益自由现金流	1027	183	269	457

### 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

### 风险提示

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。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏 宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦 戡</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑 毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林 莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>刘 塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘 墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原 祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐 冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>郑 灿</b> 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn