

南京中商(600280)

长局兑现时

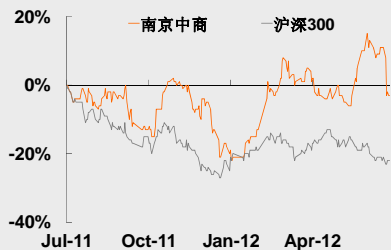
强烈推荐 (首次)

现价: 26.54 元

主要数据

行业	批发和零售贸易
公司网址	www.njzysc.com
大股东/持股	江苏地华实业集团有限公司/0.00%
实际控制人/持股	82.01 祝义材 /46.84%
总股本(百万股)	143.54
流通 A 股(百万股)	143.54
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	39.82
流通 A 股市值(亿元)	39.82
每股净资产(元)	4.6
资产负债率(%)	90.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

耿邦昊 投资咨询资格编号S1000510120052
0755-22625433
gengbanghao458@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- 我们维持对公司一贯判断, 即祝义材总对公司长线布局已进入收获期, 8年10亿元投入、累计133%的市值增长与公司基本面质变并不匹配。近期9.7%股权要约收购与1.3%股权大宗增持后, 公司业绩爆发期已经来临。
- 公司今日发出2012中报, 实现归母净利润843万元或EPS=0.059, 同比下降-4.84%; 扣非净利润1081万元或EPS=0.075, 同比下降78.8%, 低于预期。但考虑到中报披露与要约收购时点临近, 且预受方南京国资历史上公司大股东的特殊身份, 中报业绩背后因有诸多考量。
- 剔除超市剥离和房地产结算因素, 1H公司主业收入增速由1Q的3.1%升至10.7%, 其中中央商场收入由1Q的-0.25%升至1H的4.26%, 而济宁、洛阳增速更达到56%和154%, 新开的大冶店也实现6148万元收入。受益三四线市场的强劲需求, 公司是少数二季度收入明显回升的公司之一。
- 1H公司毛利率环比降50BP、同比降16BP至20.07%。公司房地产久不结算导致毛利额亏损约1940万元以及中央商场主楼毛利率骤降251BP均大幅拖累业绩。我们判断公司可能采用促销维持装修改造期间人气, 这一不正常降幅未来有望改善。
- 1H公司财务费用达8420万元, 目前6个处于开工阶段的商业综合体带来的资本开支压力巨大。我们判断公司的策略是通过项目再贷款和滚动出售/租赁其中商铺回笼现金流, 因此房地产项目结算进度对财务费用&业绩影响巨大。根据我们调研, 仅徐州综合体今年可售商铺面积就超13万平, 回笼资金超26亿元。单看二季度报表, 公司预售商铺获1.5亿资金。
- 公司1Q10起连续8季费率下降, 但今年1-2Q不降反升, 销售+管理费同比增长0.92%, 相比11全年更增加1.85%, 其中人工费率和表征跑冒滴漏的其他费率双增。从历史来看, 公司上半年通常会会计处理谨慎而多计费用, 下半年费率明显下滑, 1H业绩与公司费用确认进度也有一定关系。
- 值得注意的是, 除了要约收购的9.7%股权外, 祝义材总于6月19、20日又通过大宗交易分别增持100万股(均价30.47)和86万股(均价31.01), 目前持股比例达58.43%。持续的高位增持表明其对公司长期前景的认可。
- 总的来说, 公司中报仍呈冰火两重天的矛盾景象。大量坏账担保均在11年前处置完毕、10.7%收入增速与外埠门店爆发增长表明零售主业蒸蒸日上; 但陆续开工的综合体项目、2.9%的财务费率及91%的负债率说明公司资金压力巨大, 综合体内商铺结算进度将大幅影响业绩。从徐、淮项目看, 今明出售\出租的商铺和酒店面积分别达到25\20万平, 有望大幅改善公司现金流。充分把握公司发展节奏的大股东高位增持也应基于此理由。
- 我们预计公司12/13年主业EPS为1.44/2.0, 此外今明将有大量房地产结算EPS, 公司业绩拐点明确, 首次给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 商铺销售进度低于预期、宏观政策调控压力等。

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	6,579.00	6248.74	6748.64	8030.88
YoY(%)	33.2	-5.0	8.0	19.0
净利润(百万元)	53.33	206.60	287.04	318.61
YoY(%)	14.3	287.4	38.9	11.0
毛利率(%)	21	20	20	21
净利率(%)	1	3	4	4
ROE(%)	8	24	25	22
EPS(摊薄/元)	0.37	1.44	2.00	2.22
P/E(倍)	71	18	13	12
P/B(倍)	6	4	3	3

一、大股东 8 年投 10 亿

从 2004 年 5 月起开始通过二级市场陆续购入南京中商股权以来，公司大股东祝义材先后通过增持、收购等方式，共获得公司 58.43% 股权，我们测算举牌总共耗资约 10.03 亿元，折合每股成本约 11.96 元。相比现价，8 年增值率仅为 133%，应该说投入成本巨大，但回报率很低。

从我们长期对公司的跟踪判断，公司基本面已经发生明显的改善，不仅主力店档次大幅提升、外埠外延扩张启动，多个三四线零售门店收入爆发式增长，巨型综合体项目开始滚动开发，目前的市值及回报率与公司基本面的好转并不匹配。

公司目前最重要的关注点在于如何解决快速扩张过程中的巨大资金压力，如果几个商业综合体当中的商铺出售顺利、资金能够回笼，则公司财务费率下降，业绩拐点出现。因此商业地产项目结算的进度意义重大。从徐州和淮安这两个项目建设进度较快、成熟度较高的项目来看，今明出售出租的商铺和酒店面积分别达到 25\20 万平，有望大幅改善公司现金流。充分把握公司发展节奏的大股东高位增持也应基于此理由。

图表 1 祝义材对南京中商历次收购回顾

时间	交易量	交易价格	投资额	备注
2004.05-2006.01	3661.68 万	约 8.03 元/股	2.94 亿元	通过持续的二级市场增持以及参与配股等
2006.06				通过股改，流通股东获得 10 股送 1.56 股
2009.05.27	2575.89 万	11.05 元/股	2.74 亿元	收购南京国资公司持有股份
		9.95 元/股		收购中天投资持有股份
2012.02.23	1392 万股	27.00 元/股	3.76 亿元	向全体投资者部分要约收购
2012.06.19	186 万股	30.72 元/股	5700 万	通过两次大宗交易
	8386.7 万股		10.03 亿	持股成本约 11.96 亿元

资料来源：平安证券研究所

二、中报业绩，冰火两重天

公司今日发出 2012 中报，实现归母净利润 843 万元或 EPS=0.059，同比下降-4.84%；扣非净利润 1081 万元或 EPS=0.075，同比下降 78.8%，低于预期。但考虑到中报披露与要约收购时点临近，且预受方南京国资历史上公司大股东的特殊身份，中报业绩背后因有诸多考量。

总的来说，公司中报仍呈冰火两重天的矛盾景象。大量坏账担保均在 11 年前处置毕、10.7%收入增速与外埠门店爆发增长表明零售主业蒸蒸日上；但陆续开工的综合体项目、2.9%的财务费率及 91%的负债率说明公司资金压力巨大，综合体内部商铺结算进度将大幅影响业绩。短期来看，根据我们调研，仅徐州综合体今年可售商铺面积就超 13 万平，回笼资金超 26 亿元。单看二季度报表，我们判断徐州商铺部分已经开始预售，公司预售款增加的 1.5 亿元应来源于此。

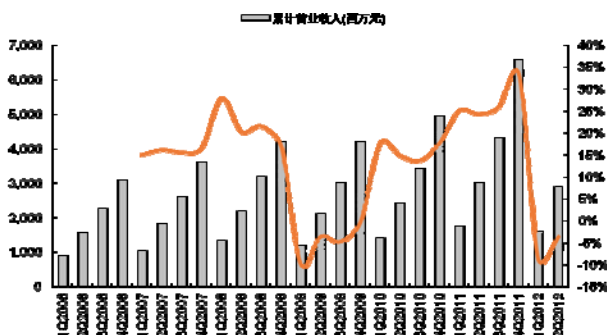
2.1 零售主业收入大幅增长

由于超市业务的剥离和房地产结算因素，1H 公司报表收入下降了 3.72%，但剔除这些不可比因素后，公司百货主业收入增速由 1Q 的 3.1%升至 10.7%，是行业内少数二季度收入明显回升的公司之一。

中央商场主力店二季度收入出现大幅回升，过去的四个季度（3Q11-2Q12）单季收入增速分别为 5.45%、0.38%、-0.25%和 10.79%，我们判断二季度的促销打折是拉高收入增速的原因，而装修改造完成后该店仍有望保持增长。

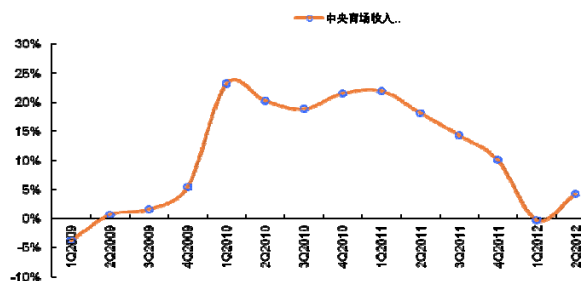
值得惊喜的是公司在外埠多个门店的爆发式增长，其中济宁、洛阳店收入达到 1.62 亿和 1.80 亿元，增速分别为 56%和 154%，考虑到两店面积仅为 2.8 万和 2.3 万平，如此平销和收入增长令人吃惊。我们判断这与三四线市场需求暴涨也有一定关系。公司去年下半年新开的大冶店也实现 6148 万元的收入，按照该店 4.7 万平建筑面积与租赁物业状况，我们判断这个量级的收入水平已经基本达到盈亏平衡点附近。

图表 2 公司累计收入增速



资料来源：平安证券研究所

图表 3 中央商场主力店收入增速



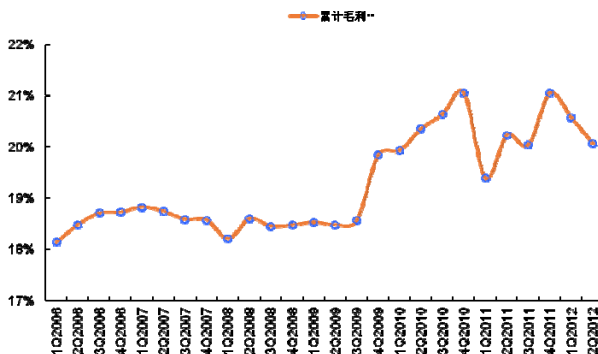
资料来源：平安证券研究所

2.2 毛利率骤降、财务压力拖累业绩

1H 公司毛利率环比降 50BP、同比降 16BP 至 20.07%，是导致业绩低于预期的原因之一，其中房地产久不结算导致毛利额亏损约 1940 万元，另外中央商场主楼毛利率骤降 251BP。我们判断公司可能采用促销维持装修改造期间人气，这一不正常降幅未来有望改善。

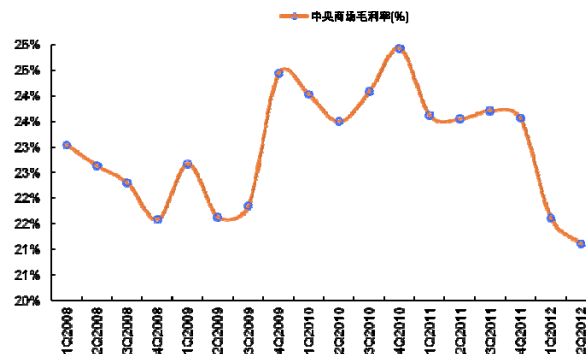
1H 公司财务费用达 8420 万元，或财务费用率高达 2.91%。公司目前处于开工阶段的商业综合体共 6 个，未来几年的资本开支压力巨大。我们判断公司的策略是通过项目再贷款和滚动出售/租赁其中商铺回笼现金流，因此房地产项目结算进度对财务费用&业绩影响巨大。

图表 4 公司累计毛利率



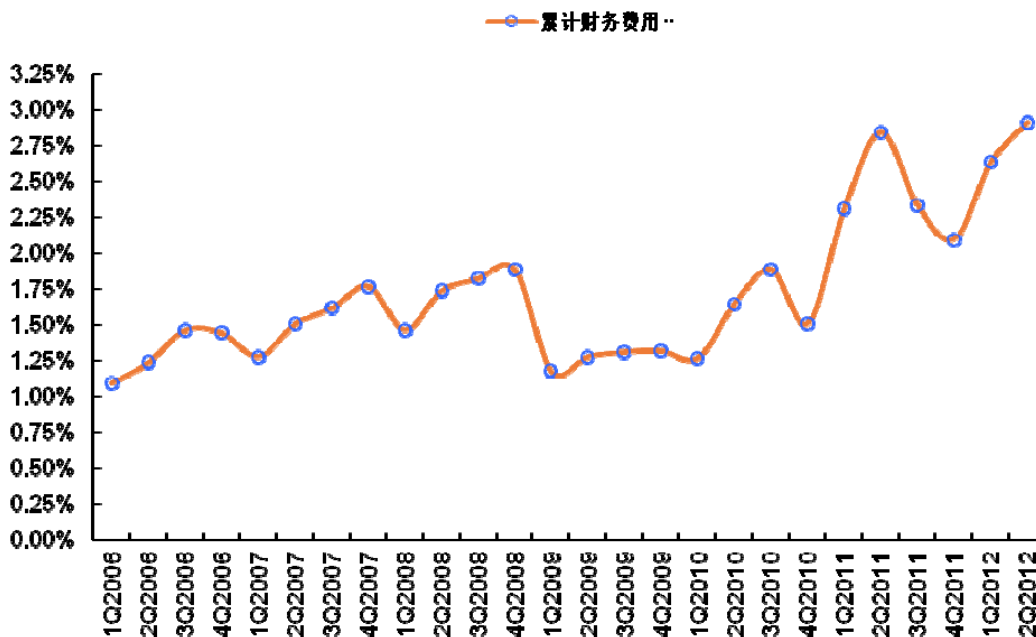
资料来源：平安证券研究所

图表 5 中央商场主力店毛利率



资料来源：平安证券研究所

图表 5 公司累计财务费用率明显上升



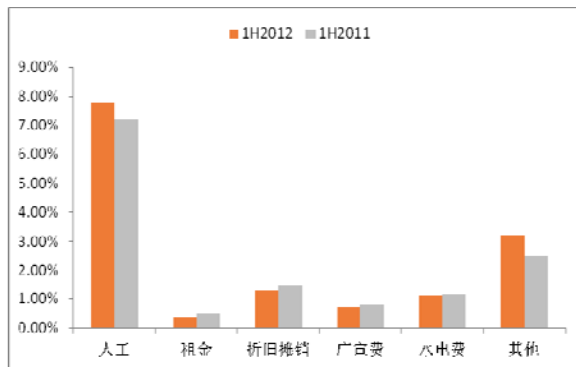
资料来源：平安证券研究所

2.3 费用率不降反升，或因报表季度调整

从 10 年起，公司在最近两年均处于费用率逐季下降趋势，这与我们调研了解到的减员增效、提高管理效率等措施相吻合，但今年前两个季度费用率不降反升，销售+管理费率相比去年同期增长 0.92%，相比 2011 全年更是增加 1.85%。分拆费用来看，人工费用率和表征跑冒滴漏的其他费率双增。

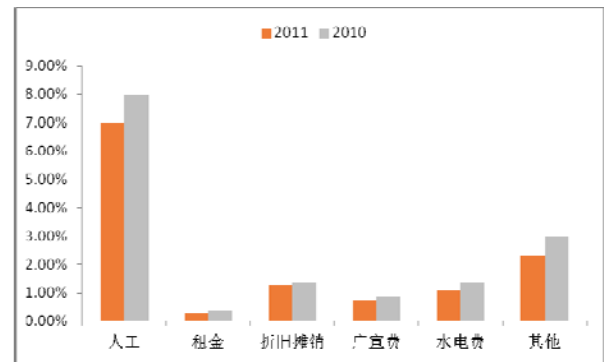
从历史来看，公司上半年通常会会计处理谨慎而多计费用，下半年费率明显下滑，我们判断今年上半年公司可能较充分的计提了费用，而 1H 业绩低于预期与公司费用确认进度也有一定关系。

图表 6 1H2012、1H2011公司费用率明细



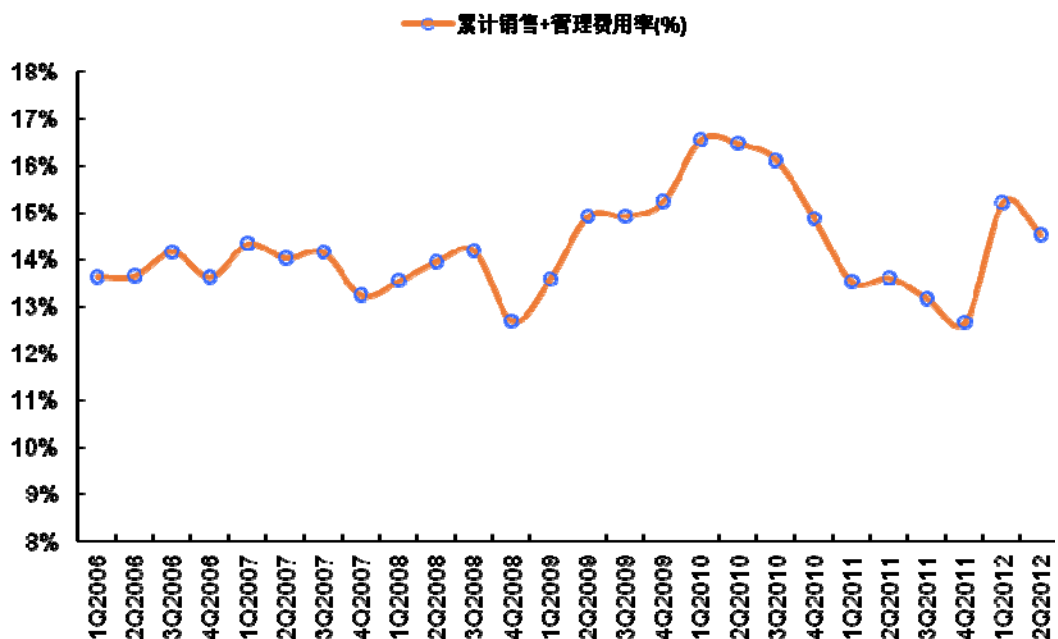
资料来源：平安证券研究所

图表 7 2010-2011公司费用率明细



资料来源：平安证券研究所

图表 7 公司历史费用率波动情况（今年以来费用率不降反升）



资料来源：平安证券研究所

三、商业地产滚动情况及结算进度至关重要

公司未来业务发展战略主要为百货+商业地产，从目前项目储备来看，包括徐州、淮安、宿迁、泗阳、镇江（扬中）和盱眙6个项目在建或即将建设，未来几年资本开支压力巨大。

考虑到这些项目投资周期较长，其中非商业配套部分为逐步确认，因此公司的开发进度以及项目确认时间都会较大程度的影响并表业绩，因此给我们的盈利预测带来较大的困难。但如果忽略项目开发过程确认进度导致的业绩波动性，未来这些项目进入成熟期后的盈利贡献是惊人的，而这也是公司在处理完历史包袱之后未有丝毫停歇就开始新项目扩张的原因。

这些项目当中以徐州和淮安项目最为关键，因这两个项目开发进度较快、且项目较为成熟，如果其

预售情况良好，则能够盘活公司整体资金链。我们认为徐州和淮安巨型综合体项目资金压力比市场预期的要好，2012年公司整体财务费用绝对值仍有可能小幅上升，但其财务费用率有望回落，而2013年公司的资产负债结构可能大幅改善，财务费用明显减少。

图表 8 公司储备外延扩张项目列表

时间	项目	备注
2010.8.10	宿迁雨润项目	2006年11月，公司出资5000万元成立宿迁中央国际广场有限公司，拟开发宿迁地区总面积13万平的大型商业城项目，除部分用于公司百货连锁的经营之外，将主要面向市场出售。但后来一直没有开工。2010年8月10日公司以自有资金对其增资5000万元，以便于项目尽早进入建设阶段。
2010.9.30	泗阳雨润项目	以18,806.20万元的价格竞得泗阳“2010E9”地块，“2010E9”地块位于泗阳北京路南侧、人民路东侧，用地面积为94266.67平方米，土地用途为居住、商务办和商业（城市综合体）用地，土地使用年限为70年和40年，容积率小于或等于6.5。
2011.1.28	淮安城市综合体项目	项目总投资47亿元，地块土地面积43403.2平方米；土地用途为商业、金融业、办公、居住用地，出让年限商业金融业办公40年，居住70年；容积率小于或等于8.0、建筑密度小于或等于55%、绿地率大于或等于20%。
2011.1.28	徐州城市综合体项目	项目总投资44亿元，地块土地面积40310平方米；土地用途为商业、办公、商务娱乐、餐饮、酒店式公寓，出让年限商业40年、酒店工式公寓65年、办公50年；容积率小于或等于7.5、建筑密度小于或等于71%。
2011.8.28	湖北大冶项目	公司控股子公司湖北大冶中央国际商业管理有限公司拟承租大冶雨润国际广场项目商业设施4.7211万平方（建筑面积）作为公司商业连锁大冶店的经营场所，并代理大冶雨润国际广场项目中的影院、超市、家电卖场的对外租赁事项以及商业街对外销售事项。
2011.10.26	扬中雨润项目	拟实际出资3022.8875万美元，获得镇江雨润中央购物广场有限公司100%的股权，进而得到目前正在建的扬中雨润综合体项目。扬中雨润综合体项目一期工程“扬中雨润中央国际广场”占地18.9亩，总建筑面积4.77万平方米，地下一层，地上七层，工程已于2011年7月中旬正式施工，项目地处扬中市中心商业圈，是扬中市商业核心区的标志性建筑。建成后的“扬中雨润中央国际广场”地下一层机动车停车场及超市；地上一至七层为综合型商场，经营面积3.78万平米，涵盖大型主力百货、精品超市、餐饮、国际数码院线、瑜伽、SPA、美容等一站式服务。

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

四、投资建议及风险提示

考虑到对公司发展节奏更为熟悉的大股东近期持续增持，我们判断公司业绩拐点应该出现，我们预计公司今明两年零售主业分别为1.44、2.00元，此外大量的商铺结算将对业绩形成补充。考虑到8年投入的回报即将释放，公司未来几年的市值因能迅速膨胀，因此我们首次给予强烈推荐评级。

公司的风险也是显而易见的，如果商铺销售进度低于预期导致现金流回笼缓慢，则巨大的财务费用压力将吞噬公司业绩，而包括宏观政策调控、经济下滑带来的商铺需求不旺、消费者投资意愿下降等均会产生负面影响。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,758	2,195	2,227	2,392	营业收入	6,579	6,249	6,749	8,031
现金	983	625	540	642	营业成本	5,194	4,994	5,385	6,377
应收账款	2	12	13	16	营业税金及附加	152	75	81	96
其它应收	186	175	189	225	营业费用	289	250	270	353
预付账款	102	200	215	255	管理费用	545	406	478	691
存货	3,479	1,181	1,267	1,251	财务费用	138	128	91	60
其他	6	2	2	2	资产减值损失	3	65	12	8
非流动资产	1,961	2,697	3,408	4,100	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	42	42	42	42	投资净收益	12	0	0	0
固定资产	1,481	1,945	2,788	3,499	营业利润	269	331	432	447
无形资产	158	138	119	100	营业外收入	3	10	0	0
其他	280	571	460	459	营业外支出	144	40	0	0
资产总计	6,719	4,892	5,635	6,492	利润总额	128	301	432	447
流动负债	5,634	3,597	4,038	4,559	所得税	74	90	129	112
短期借款	2,981	1,327	1,615	144	净利润	54	211	302	335
应付账款	621	524	565	670	少数股东损益	1	4	15	17
其他	2,033	1,746	1,858	3,745	归属于母公司净	53	207	287	319
非流动负债	429	429	429	429	EBITDA	489	573	656	639
长期借款	179	179	179	179	EPS (元)	0.37	1.44	2.00	2.22
其他	250	250	250	250					
负债合计	6,063	4,026	4,467	4,988					
少数股东权	4	9	24	40	主要财务比率				
股本	144	144	144	144	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
资本公积	261	261	261	261	成长能力				
留存收益	247	453	740	1,059	营业收入	33%	-5%	8%	19%
归属母公司	655	866	1,168	1,504	营业利润	128%	23%	30%	4%
负债和股东	6,719	4,892	5,635	6,492	净利润	14%	287%	39%	11%
					获利能力				
					毛利率	21%	20%	20%	21%
					净利率(%)	1%	3%	4%	4%
					ROE	8%	24%	25%	22%
					ROIC				
					偿债能力				
					资产负债率	90%	82%	79%	77%
					净负债比率				
					流动比率	0.8	0.6	0.6	0.5
					速动比率	0.2	0.3	0.2	0.3
					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	492.4	217.5	129.8	135.8
					应付账款周转率	2.3	2.2	2.5	2.6
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.4	1.4	2.0	2.2
					每股经营现金流	-6.5	15.5	3.6	17.0
					每股净资产	4.5	6.0	8.0	10.2
					估值比率				
					P/E	71	18	13	12
					P/B	6	4	3	3
					EV/EBITDA	18	13	12	13

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）

公司声明及风险提示：

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。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257