

南京中商 (600280)

私有化猜想

强烈推荐 (维持)

现价: 31.67 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	祝义材/37.11%
实际控制人/持股	祝义材/66.60%
总股本(百万股)	144
流通 A 股(百万股)	144
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	45.46
流通 A 股市值(亿元)	45.46
每股净资产(元)	4.6
资产负债率(%)	90.2

行情走势图



相关研究报告

20120716 南京中商中报点评: 长局兑现时

证券分析师

耿邦昊 投资咨询资格编号
S1060512070001
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

事项: 公司周末公告实际控制人祝义材先生于 9 月 4-5 日通过二级市场交易增持公司 30.9 万股, 持股比例上升 0.22 个百分点至 66.60%。同时, 祝义材先生拟在未来 3 个月内, 视市场情况择机增持股份, 累计增持不超过 5% 的股份。

■ 6 月至今, 四次增持 19.17% 股权

今年来祝先生已四次出手增持股权共 19.17%, 累计耗资 7.25 亿元, 平均成本约 26.34 元/股; 从 2004 年至今, 祝先生收购南京中商 66.6% 股权共耗资 12.95 亿元, 平均成本约 13.51 元/股, 以现价计算的 8 年累计收益率仅为 113%。

■ 不为融资、不为质押, 只因看好

我们找不到除看好公司发展以外的其他增持理由: 1、由于公司涉及房地产业务, 短期并无资本运作的可能; 2、虽然祝先生质押了 47.43% 的股权, 但年初至今公司股价上涨 15.6%, 近两年股价波幅很小, 质押部分没有风险。我们判断祝先生增持公司的理由很纯粹, 主要基于对公司长期前景的看好。

■ 私有化猜想一: 零售基本面修复完毕

祝先生进驻董事会后, 公司是所有零售企业中对基本面调整力度最大的企业, 09-11 年关店、裁员、处置坏账等产生的费用支出就超过 5.6 亿元。进入 2012 年后, 公司历史包袱基本处理完毕, 我们测算全年公司收入约 62.5 亿元 (纯百货), 正常化的零售主业净利润约 4 亿元或 EPS=2.78 元。

■ 私有化猜想二: 资金链柳暗花明

公司这两年一直维持 90% 左右的负债率和 1 亿左右的财务费用, 截止 11 年底的计息负债达 32.8 亿元, 引发投资者担忧和估值折价。不过据我们调研, 公司资金状况并没那么严峻。目前公司在徐、淮两地综合体项目已陆续进入结算期, 仅徐州项目的可租售面积就超 20 万平, 目前在售的地下商铺售价达 3-4 万元/平, 我们测算徐州项目在两年内可回笼资金超过 30 亿元, 基本覆盖所有负债。

■ 私有化猜想三: 定位三四线城市的“小万达”

公司已经确定了未来在三四线城市推进巨型商业地产项目的战略, 其体量和运营方式类似万达广场。目前上市公司体内除徐州淮安外, 已储备了包括宿迁、泗阳和扬中等多个大型项目。从雨润系历史来看, 凭借与当地政府的的良好关系, 公司往往能获得非常优质的物业资源, 而这也是商业综合体项目的关键, 加之越来越强的零售经营能力, 公司转型商业地产已经具备了良好的基础。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4,938	6,579	7,172	7,962	9,475
YoY(%)	17.3	33.2	9.0	11.0	19.0
净利润(百万元)	46	53	345	646	815
YoY(%)	7.6	15.5	546.0	87.4	26.2
毛利率(%)	21.0	21.0	21.3	22.9	22.1
净利率(%)	0.9	0.8	4.8	8.1	8.6
ROE(%)	5.5	8.2	34.6	39.3	33.2
EPS(摊薄/元)	0.32	0.37	2.40	4.50	5.68
P/E(倍)	89.5	77.5	12.0	6.4	5.1
P/B(倍)	4.9	6.3	4.2	2.5	1.7

■ **增持迫近私有化，引发价值重估，上调目标价至 40 元**

考虑到目前的持股比例，如果进一步增持 5%之后，大股东已经非常接近 75%的私有化线了，大股东对于公司的估值判断对股价影响更大。基于上述三个私有化猜想，我们认为公司股价低估，短、中、长期催化剂都较强。我们上调公司 12-13 年零售主业 EPS 至 1.5、3.0 元，今明年房地产部分结算收入超过 20 亿元，贡献净利润约 4 亿元，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：** 商铺销售进度低于预期，消费需求下降等。

公司于上周末公告，实际控制人祝义材先生于 9 月 4-5 日通过二级市场交易增持公司 30.9 万股，持股比例上升 0.22 个百分点至 66.60%。同时，祝义材先生拟在未来 3 个月内，视市场情况择机增持股份，累计增持不超过 5% 的股份。

从 6 月至今，祝义材先生已经四次出手增持公司，累计增持股权比例达到 19.17%，这样的增持密度和比例在 A 股历史上罕见。考虑到目前的持股比例，如进一步增持 5% 之后，大股东已经非常接近 75% 的私有化线了。考虑到南京中商未来以商业地产为主业的经营模式可能存在较强融资需求，我们认为祝义材先生增持并不一定以退市为目的，但其对公司的估值判断对股价影响更大。

从我们过去多年对公司的跟踪来看，无论短期、中期或长期角度，公司的价值都已经低估。我们上调公司 12-13 年零售主业 EPS 至 1.5、3.0 元，今明年房地产部分结算收入超过 20 亿元，贡献净利润约 4 亿元，上调公司目标价至 40 元，维持强烈推荐评级。

一、频繁增持，只因看好

今年以来，祝义材先生已经四次出手增持公司股权共 19.17%，我们测算累计耗资约 7.25 亿元，折合平均每股增持成本约 26.34 元。从 2004 年至今，祝先生收购南京中商 66.6% 股权共耗资 12.95 亿元，平均成本约 13.51 元/股，以现价计算的 8 年累计收益率仅为 113%。

而我们也的确找不到除看好公司发展以外的其他增持理由：1、由于公司涉及房地产业务，短期并无资本运作的可能；2、虽然祝先生质押了 47.43% 的股权，但年初至今公司股价上涨 15.6%，近两年股价波幅很小，质押部分没有风险。我们判断祝先生增持公司的理由很纯粹，主要基于对公司长期前景的看好。

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 万股	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 股对价
2009.05.27	2575.89 万股	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 万元	通过两次大宗交易
2012.08.09	1142 万股	24.78 元/股	2.83 亿元	通过两次大宗交易，收购三胞瑞宏及国盾物流
2012.09.04-09.05	30.9 万股	约 28 元/股	865.2 万元	同时披露拟在未来 3 个月内，视市场情况择机增持股份，累计增持不超过 5% 的股份

资料来源：公司公告，平安证券研究所

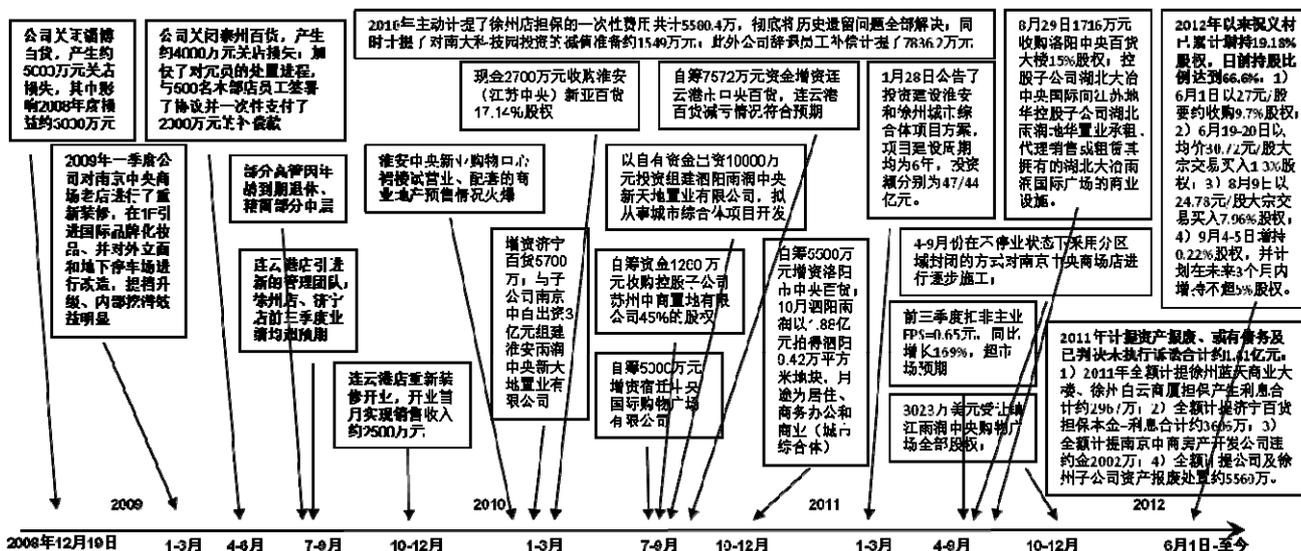
二、私有化猜想一：零售基本面修复完毕

自从 2008 年下半年进入董事会以后，祝义材先生立刻对公司进行了大刀阔斧的改革，这些改革基本上可以归纳为三方面：

- 1、改善经营效率：包括关闭非自有的、经营效率底下的外埠淄博、泰州店；处置冗员、降低人工费用等。
- 2、甩脱历史包袱：计提历史上的坏账、计提官司产生的预计负债等。
- 3、加强控制力度：收购或增持子公司门店的少数股东权益。

我们列出了公司 08 年底以来的大事记，相信投资者可以从密密麻麻的大事记当中看出祝义材先生的改革力度和成效。

图表2 南京中商大事记（2008.12-2012.09）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据我们测算，2009-2011年，公司在裁员补偿、坏账计提、预计负债计提、固定资产报废处置等的支出超过 5.6 亿元！进入 2012 年之后，公司的基本面基本修复完毕。

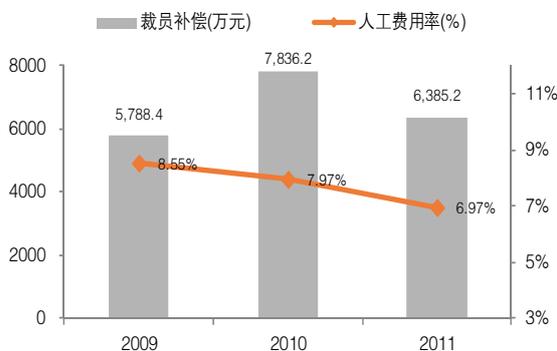
根据我们的调研，公司 2012 年外埠所有门店都已经实现盈利，我们预计零售主业门店净利润累计约 4 亿元左右。

图表3 南京中商门店收入及净利润预测（百万元）

门店	权益占比	收入（百万元）				净利润（万元）			
		2010	2011 此 前预期	2011 调整 后预期	2012E	2010	2011 此 前预期	2011 调整 后预期	2012E
南京中央商场	母公司	2,384	2,503	2,718	2,990	15,518	20,000	25,000	30,000
南京太平洋百货	99.96%	91	100	100	105	67	100	100	100
徐州店	91.55%	667	701	900	1,035	765	1,500	4,000	5,500
淮安店	84.95%	646	794	800	944	625	1,500	3,000	4,000
连云港店	90.74%	102	118	168	218	-1,018	-100	400	1,000
洛阳店	100%	112	121	152	148	-328	-100	300	500
济宁店	96.68%	179	193	205	212	459	600	600	720
其他零售子公司		28	20	20	20	-1,515	-1,500	-1,500	-1,500

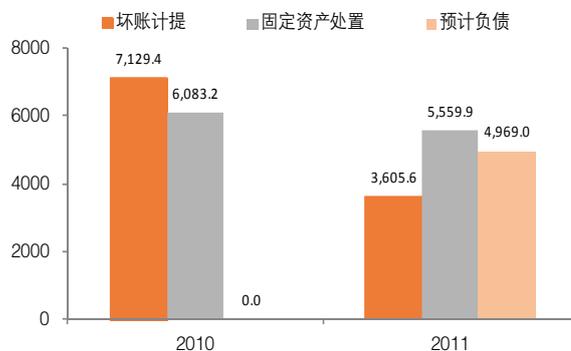
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2009-2011公司裁员补偿及人工费率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 2010-2011公司坏账计提、资产处置及预计负债计提



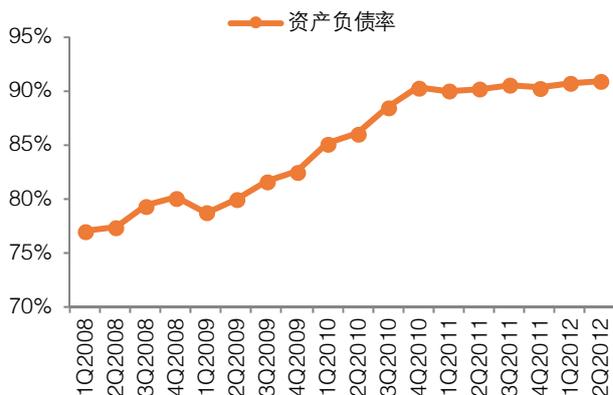
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、私有化猜想二：资金链柳暗花明

公司近几年资产负债率持续上升，这两年一直维持 90%左右的负债率和 1 亿左右的财务费用，截止 11 年底的计息负债达 32.8 亿元，引发投资者担忧和估值折价。不过据我们调研，公司资金状况并没有那么严峻。

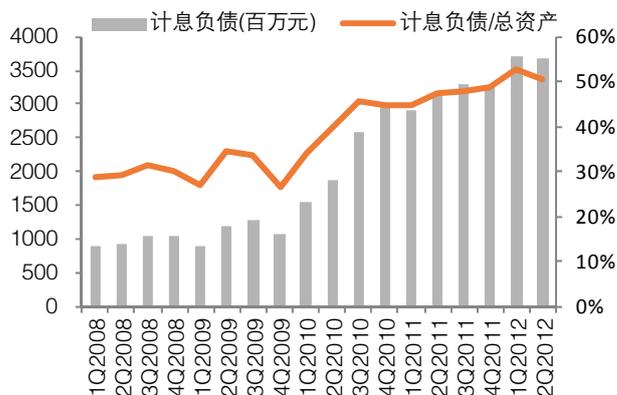
目前公司在徐、淮两地综合体项目已陆续进入结算期，仅徐州项目的可租售面积就超 23 万平，目前在售的地下商铺售价达 3-4 万元/平，如果按 10 万平方米的出售面积测算，仅徐州项目在两年内可回笼资金超过 30 亿元，基本覆盖所有负债。

图表6 2008-1H2012资产负债率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2008-1H2012计息负债情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 徐州综合体情况

地上部分	城市广场	酒店写字楼	商业部分	停车场	总计
B区	10				10
C区		12	16		28
地上部分			商业部分	停车场	
B区			2	2	4
C区			5	5	10
合计	10	12	23	7	52

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表9 徐州综合体情况2

地上部分	城市广场	酒店写字楼	商业部分	停车场	总计
B区					B区
C区		2013年预售/招租	2013年预售, 2013年底商业部分正式运营		C区
地上部分			商业部分	停车场	
B区			2012年初预售, 预计回笼资金2亿元		
C区			2013年初预售		

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

四、私有化猜想三：定位三四线城市的“小万达”

公司从 2009 年就已经确定了百货+商业地产一体两翼的发展战略，且目前的项目储备基本在三四线城市，其体量和运营方式类似万达广场。

目前上市公司体内除徐州淮安外，已储备了包括宿迁、泗阳和扬中等多个大型项目。从雨润系历史来看，凭借与当地政府的良好关系，公司往往能获得非常优质的物业资源，而这也是商业综合体项目的关键，加之越来越强的零售经营能力，公司转型商业地产已经具备了良好的基础。

图表10 公司储备外延扩张项目列表

时间	投资额	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，平安证券研究所

五、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，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。

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

单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,758	2,495	2,569	3,171
现金	983	717	637	1,142
应收账款	2	14	16	19
其它应收款	186	201	223	265
预付账款	102	226	246	295
存货	3,479	1,335	1,445	1,448
其他	6	2	2	2
非流动资产	1,961	2,697	3,408	4,100
长期投资	42	42	42	42
固定资产	1,481	1,945	2,788	3,499
无形资产	158	138	119	100
其他	280	571	460	459
资产总计	6,719	5,192	5,977	7,271
流动负债	5,634	3,757	3,862	4,298
短期借款	2,981	1,665	572	0
应付账款	621	593	645	775
其他	2,033	1,499	2,645	3,523
非流动负债	429	429	429	429
长期借款	179	179	179	179
其他	250	250	250	250
负债合计	6,063	4,185	4,291	4,726
少数股东权益	4	11	45	88
股本	144	144	144	144
资本公积	261	261	261	261
留存收益	247	591	1,237	2,052
归属母公司股东权益	655	1,007	1,686	2,544
负债和股东权益	6,719	5,192	5,977	7,271

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-934	1,994	1,890	1,909
净利润	53	345	646	815
折旧摊销	53	345	646	815
财务费用	138	137	72	28
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-1,119	1,361	1,029	900
其它	-57	-192	-503	-648
投资活动现金流	-183	-807	-805	-805
资本支出	-187	-807	-805	-805
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-370	-1,614	-1,610	-1,610
筹资活动现金流	1,840	-1,453	-1,165	-600
短期借款增加	0	-1,316	-1,093	-572
长期借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	1,840	-137	-72	-28
现金净增加额	1,411	-266	-80	505

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,579	7,172	7,962	9,475
营业成本	5,194	5,646	6,143	7,379
营业税金及附加	152	86	96	114
营业费用	289	265	248	313
管理费用	545	432	418	488
财务费用	138	137	72	28
资产减值损失	3	74	15	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	0	0	0
营业利润	269	532	971	1,144
营业外收入	3	10	0	0
营业外支出	144	40	0	0
利润总额	128	502	971	1,144
所得税	74	151	291	286
净利润	54	352	680	858
少数股东损益	1	7	34	43
归属于母公司净利润	53	345	646	815
EBITDA	489	783	1176	1304
EPS (元)	0.37	2.40	4.50	5.68

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	33.2%	9.0%	11.0%	19.0%
营业利润	127.9%	97.5%	82.4%	17.8%
净利润	14.3%	546.0%	87.4%	26.2%
获利能力				
毛利率	21.0%	21.3%	22.9%	22.1%
净利率	0.8%	4.8%	8.1%	8.6%
ROE	8.2%	34.6%	39.3%	33.2%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	90.2%	80.6%	71.8%	65.0%
净负债比率				
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	492.4	221.2	131.5	135.8
应付账款周转率	2.3	2.3	2.5	2.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	2.4	4.5	5.7
每股经营现金流	(6.5)	13.9	13.2	13.3
每股净资产	4.5	6.9	11.4	17.1
估值比率				
P/E	77	12	6	5
P/B	6	4	3	2
EV/EBITDA	19	10	7	6

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