

南京中商 (600280)

最好的单季业绩表现

强烈推荐 (维持)

现价: 33.73 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/29.49%
实际控制人/持股	祝义材/46.84%
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)	48.42
流通 A 股市值(亿元)	48.42
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

- 《长局兑现时》强烈推荐-20120716
- 《私有化猜想》强烈推荐-20120911
- 《五获增持》强烈推荐-20120918

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: 公司今日公告 2012 三季报, 1-3Q 收入 40.99 亿元, 实现归属母公司净利润 5852 万元或 EPS=0.408 元, 同比增长 24.10%, 扣非后 EPS=0.509, 同比增长 49.31%。业绩符合预期。

最好的单季业绩表现, 业绩释放趋势出现

此次三季报是公司近期系列增持行为后的第一个业绩报告点, 意义重大。虽然报表仍表现出资产负债率上升、资金压力的问题, 但瑕不掩瑜的是, 单季度 7.01% 的营业利润率和 5.17% 的扣非后净利率都是公司有史以来的最好表现。加上公司门店收入质量的改善及房地产预售的开始, 公司全年有望达到我们预计的主业 1.5 元 EPS 及合并报表 2.4 元的盈利预测。

收入增速放缓, 但毛利率大幅提升

由于年初公司剥离了超市业务, 所以今年以来公司逐季收入增速均为负, 但从增速的环比趋势来看, 1Q 最差 (单季-8.84%) 后, 公司在 2Q 通过大幅促销实现了单季 3.48% 的正增长, 但代价是毛利率大幅下降, 3Q 虽然收入回落至 -5.18%, 但毛利率大幅上升至历史最高的 23.37%。结合毛利额增速来看, 1-3Q 单季度毛利额增长分别为-3.26%、-6.02%和 9.12%, 收入质量明显改善。

本埠中央商场表现强劲, 成为定海神针

从母公司报表可体现本埠中央商场的经营情况, 在促销减少的情况下, 3Q 单季收入仍实现 9.27% 增长, 作为单体老店难能可贵, 说明近几年的品牌调整和改造成效显著。由于该店收入占全公司接近 50%, 良好表现成为公司的定海神针。

费用率环比改善

公司一贯的会计处理为前紧后松, 逐季费用率减少, 3Q 单季度管理+销售费用率为 12.19%, 虽略高于去年同期的 12.15%, 但较 1、2Q 明显下降, 我们预计四季度将继续下降; 由于资本开支的增加和资金压力加大, 财务费用率有一定恶化, 单季升至 2.21%, 短期内财务费用可能难以得到遏制。

房地产出售似为解决资金压力的唯一途径

目前困扰公司最大的问题是项目扩张过程中的资金压力, 3Q 单季公司进一步新增约 4.5 亿元长债, 且财务费用及费率双升。短期来看, 通过出售徐、淮项目的商业地产似乎为唯一途径。从今年 2Q 开始, 公司已经开始销售徐州项目地下商铺, 回笼资金约 4.16 亿元。根据我们的测算, 徐、淮项目累计今明年可出售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。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,209	4,938	6,579	6646.1	7907.5
YoY(%)	0.0	17.3	33.2	1.0	19.0
净利润(百万元)	43	46	53	344.6	645.5
YoY(%)	-1.1	7.6	15.5	546.2	87.3
毛利率(%)	20.1	21.0	21.0	21.9	22.9
净利率(%)	1.0	0.9	0.8	5.2	8.2
ROE(%)	6.4	5.5	8.2	34.6	39.3
EPS(摊薄/元)	0.30	0.32	0.37	2.40	4.50
P/E(倍)	112.9	104.9	90.8	14.1	7.5
P/B(倍)	7.2	5.7	7.4	4.9	3.0

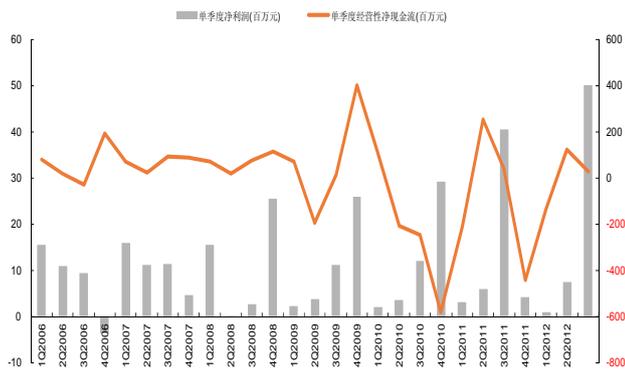
■ 绩释放情况良好，增持引发重估，维持目标价 40 元

三季报业绩释放了比较好的信息，考虑到 4Q 旺季收入的环比增加以及公司一贯的会计准则，我们预计四季度单季业绩表现更加良好。如商铺销售确认则将有大量一次性 EPS 补充报表。

维持 12-13 年零售主业 EPS 至 1.5、3.0 元的预测不变，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，则 12-13 年合并报表 EPS 分别为 2.40、4.50，对应 PE14、8 倍，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。

图表1 南京中商经营性净现金流与净利润表现



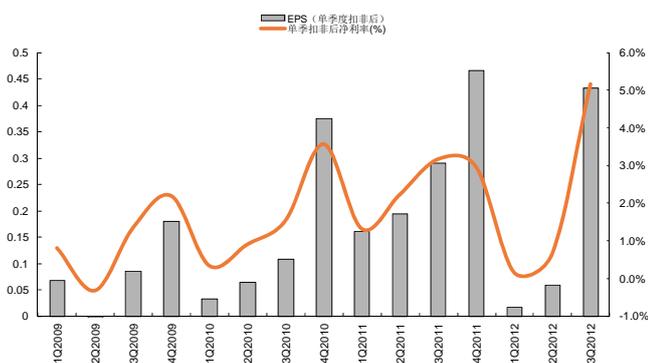
资料来源：平安证券研究所

图表2 南京中商逐季累计营业利润率



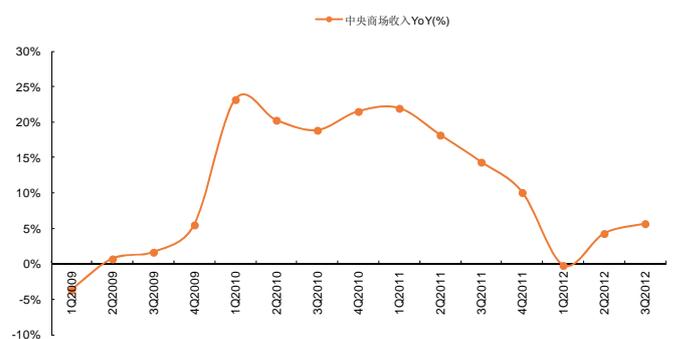
资料来源：平安证券研究所

图表3 南京中商单季EPS及扣非后净利率



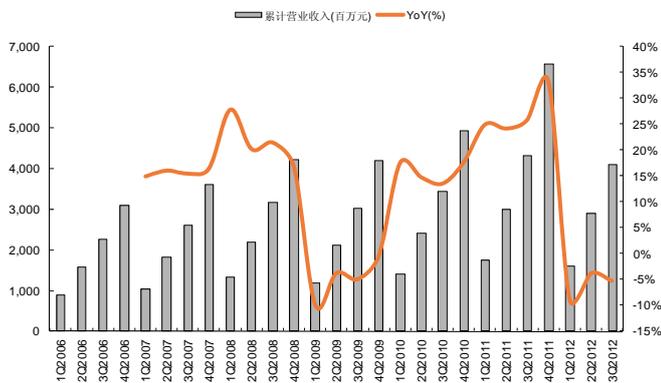
资料来源：平安证券研究所

图表4 本埠中央商场逐季累计收入情况



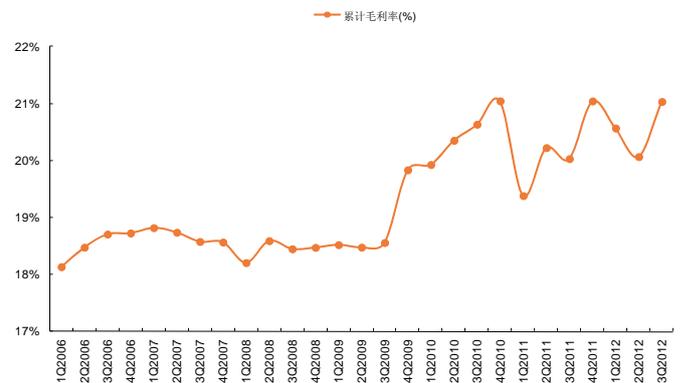
资料来源：平安证券研究所

图表5 南京中商季度累计收入增长情况



资料来源：平安证券研究所

图表6 南京中商季度累计毛利率



资料来源：平安证券研究所

图表7 南京中商累计销售+管理费用率



资料来源：平安证券研究所

图表8 南京中商季度累计财务费用率情况



资料来源：平安证券研究所

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	4,758	2,302	2,551	3,139
现金	983	665	633	1,123
应收账款	2	13	16	19
其它应收款	186	186	221	263
预付账款	102	208	244	293
存货	3,479	1,228	1,435	1,438
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	4,999	5,959	7,239
流动负债	5,634	3,563	3,844	4,272
短期借款	2,981	1,593	574	0
应付账款	621	545	641	769
其他	2,033	1,424	2,630	3,502
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	3,992	4,273	4,700
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	2,046
归属母公司股东权益	655	1,007	1,686	2,538
负债和股东权益	6,719	4,999	5,959	7,239

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-934	2,011	1,863	1,897
净利润	53	345	645	809
折旧摊销	53	345	645	809
财务费用	138	135	71	28
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-1,119	1,385	1,000	894
其它	-57	-198	-498	-643
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	-1,522	-1,090	-602
短期借款增加	0	-1,387	-1,020	-574
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	-135	-71	-28
现金净增加额	1,411	-318	-32	491

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,579	6,646	7,908	9,410
营业成本	5,194	5,194	6,101	7,328
营业税金及附加	152	80	95	113
营业费用	289	241	239	311
管理费用	545	396	412	485
财务费用	138	135	71	28
资产减值损失	3	69	20	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	1,136
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	1,136
所得税	74	151	291	284
净利润	54	352	679	852
少数股东损益	1	7	34	43
归属于母公司净利润	53	345	645	809
EBITDA	489	781	1174	1296
EPS (元)	0.37	2.40	4.50	5.64

主要财务比率

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	33%	1%	19%	19%
营业利润	128%	98%	82%	17%
净利润	14%	546%	87%	25%
获利能力				
毛利率	21%	22%	23%	22%
净利率	0.8%	4.8%	8.1%	1%
ROE	8%	35%	39%	33%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	90%	80%	72%	65%
净负债比率				
流动比率	0.8	0.6	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	219.2	135.8	135.8
应付账款周转率	2.3	2.2	2.6	2.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	2.4	4.5	5.6
每股经营现金流	-6.5	14.0	13.0	13.2
每股净资产	4.5	6.9	11.4	17.1
估值比率				
P/E	91	14	8	6
P/B	7	5	3	2
EV/EBITDA	20	10	7	7

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。客户并不能仅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