

南京中商 (600280)

大股东公布后续增持计划

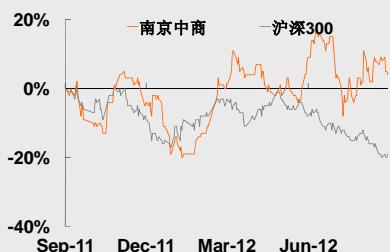
强烈推荐 (维持)

现价: 32.82 元

主要数据

行业	平安批发和零售贸易
公司网址	www.njzysc.com
大股东/持股	祝义材/37.89%
实际控制人/持股	祝义材/67.38%
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)	46.05
流通 A 股市值(亿元)	46.05
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

《长局兑现时》-20120716

《私有化猜想》-20120911

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完成前次增持计划, 于 9 月 8 及此后 3 个月期间通过上海证券交易所交易系统累计增持本公司股份 431.4 万股或总股本的 3.01% (此前公告计划累计增持不超过 5%); 此外后祝义材先生计划于 12 月 8 日至 2013 年 3 月 7 日累计增持不超过 2%, 截止 12 月 21 日此次增持计划已实施增持 82.98 万股或总股本的 0.58%。

■ 年内 8 次增持共耗资约 8.77 亿元

加上此次公告增持的 0.58%, 今年以来祝义材先生已经 8 次出手增持, 累计增持股权比例达到 22.54%, 累计持股达到 69.96%。按此次增持的价格区间来看, 增持耗资 2738 万元, 今年累计增持耗资约 8.77 亿元, 平均成本 27.08 元/股。从 2004 年至今, 祝义材先生累计收购 69.39% 股权耗资 14.47 亿元, 平均成本约 13.94 元/股。

■ 明确持续增持预期, 但我们预计其不以私有化为目的

按照公告, 祝义材先生拟在未来 3 个月内继续增持不超过 2% (现已增持 0.58%), 如果增持基本顺利的话, 届时大股东累计持股将接近 71%, 逼近 75% 的全面要约收购线。

但是考虑到公司作为资本市场运作平台, 一旦零售涉房再融资的限制解禁, 则其仍具备融资价值。此外私有化 30% 股权, 如按 40 元/股的私有化价格来看, 尚需 17 亿资金, 而实际操作资金可能更多。所以我们判断其不以私有化为目的。

■ 公司商业地产结算回笼现金流, 有望修复资产负债表

我们预计公司各区域商业地产情况如下: 1、徐州项目整体回笼资金可能在 20-30 亿元, 今年结算部分地下商铺, 明年开始预售部分地上商铺, 后年进入结算高峰期; 2、淮安项目回笼资金 20-30 亿元, 与徐州体量相当, 其中住宅部分进度较快 (我们预计明年可能能预售或结算), 后年开始商铺预售; 3、此外泗阳、宿迁等项目今、明年已进入大量结算期。

	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	13.3	7.1	5.6
P/B(倍)	4.9	6.3	4.6	2.8	1.9

■ 维持目标价 40 元和强烈推荐评级

我们判断大股东增持的原因因是抢在现金流大量回笼之前获得足够股权；公司未来在三四线市场渠道下沉、开设大体量购物中心的模式符合区域的富裕程度或竞争格局。不过实际运营效果也需要继续观察。

我们维持此前预测，预计 12-13 年零售主业 EPS=1.5、3.0 元，大幅增长一方面来自历史遗留问题解决后利润正常化、另一方面来自地产结算后财务费用的减少。12-13 年仅徐州项目结算房地产超过 20 亿元，贡献净利润约 4 亿元。综合考虑，我们预计 12-13 年公司 EPS 分别为 2.4、4.5 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。

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	13	7	6
P/B	6	5	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