

活力日显 业绩迎来释放

增持

——南京中商（600280）深度研究报告——

内容摘要:

- **国资退出 民企控股。**2004年开始，雨润控股集团控股下的江苏地华实业集团有限公司在二级市场不断增持公司股票，并通过配股和改制送股，累计持股29.49%，成为公司第一大股东。2009年，祝义才先生通过二级市场购买和要约收购方式，至2013年3月19日，累计持有公司45.51%股份。祝义才通过直接和间接方式持有公司71%的股份，在公司股权结构中，国资基本退出。
- **鼎故革新 活力渐显。**从2005年开始，随着地华实业成为公司第一大股东，以及之后祝义才先生多次增持公司股票从而成为公司实际控制人开始，公司发展战略便受到高度重视。期间，公司逐步理清发展思路，通过剥离超市业务、关闭亏损门店、对百货门店进行提档升级、解决历史遗留问题、改善公司资产质量等手段，使得公司活力渐显。
- **双核驱动 主业突出。**公司主营业务清晰，分别为百货零售和房地产业，其中百货业为最核心发展平台，目前拥有门店8家，除大冶门店外，其余均为自有物业，所处位置均较为核心，优势较为明显，2013年零售业将迎来业绩释放，预计对净利润贡献达75%。同时，公司共计有10个房地产项目在开发，其中住宅和写字楼项目全部竣工，综合体均处于在建状态。2013年公司房地产业将进入收入确认的一轮高峰，预计确认金额为7-8亿元，将给利润带来较大增量。
- **内梳外扩 未来可期。**公司通过内梳外扩，为未来发展奠定牢固根基。一方面，公司通过继续梳理徐州百货、济宁百货等历史遗留问题，使得非经常性损失对公司净利润影响大幅降低。同时从2013年开始，公司将重点管控期间费率，按照计划公司未来期间费率控制在10%左右；另一方面，公司积极推进门店扩张，2013年公司将新开4家门店，由于物业自有和向集团租赁（三年免租），短期亏损压力较小，未来发展态势良好。
- **盈利预测和投资建议。**随着公司坏账问题逐步清理、预计负债计提大幅减少以及内部冗员问题得到有效解决，公司重点门店将迎来业绩释放。新开门店依托大集团支持，有望快速度过培育期，助力公司业绩不断提升。预计2013-2014年公司EPS分别2.78元（房地产贡献0.70元）和3.59元（房地产贡献0.71元），零售业EPS分别为2.08元和2.88元。由于公司商业项目储备丰富，后期业绩具备强大保障，给予零售部分22倍PE，给予房地产部分1倍PE，2013年对应目标价位为46.46元，给予“增持”评级。

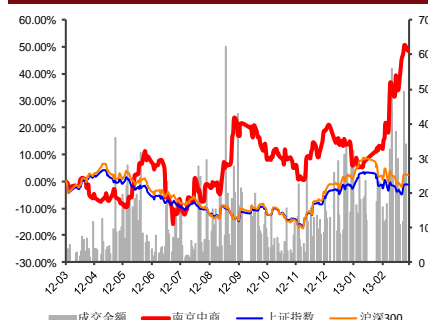
分析师

李辉
执业证号: S1250511010001
电话: 010-57631229
邮箱: lihui@swsc.com.cn

研究助理

刘正
电话: 023-63810475
邮箱: liuzh@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(万股)	14354
流通A股(万股)	14354
52周内股价区间(元)	24.48-44.99
总市值(亿元)	63.19
总资产(亿元)	80.84
每股净资产(元)	4.71
当前价(元)	44.00

目 录

一、公司背景介绍	1
1. 基本情况	1
2. 股权结构	1
二、国资退出 民企控股	2
1. 2005 年民间资本开始流入.....	2
2. 要约收购 国资基本退出.....	2
三、鼎故革新 活力渐显	3
1. 剥离超市业务	3
2. 关闭亏损门店	4
3. 对百货门店进行提档升级.....	4
4. 改善资产质量	4
四、双核驱动 主业突出	5
1. 百货业为公司业务核心平台	6
2. 地产业务为利润新增长点.....	9
五、内梳外扩 未来可期	10
1. 遗留问题对利润影响大幅减弱.....	10
2. 控制期间费率	11
3. 新开门店 力助公司业绩提升.....	12
六、收入预测	12
七、投资建议	14
八、风险提示	14

插图目录

图 1: 2011 年公司业务结构	1
图 2: 2011 年营业收入靠前百货业上市公司 (亿元)	1
图 3: 公司股权结构 (截止 2013 年 3 月 19 日)	1
图 4: 祝义才控制企业结构图	3
图 5: 公司收入结构	5
图 6: 公司利润结构	5
图 7: 中心门店营业收入情况 (亿元)	6
图 8: 中心门店利润情况 (亿元)	6
图 9: 中央商场所在新街口一览	7
图 10: 太平洋门店地理位置	7
图 11: 太平洋门店收入情况 (亿元)	7

表格目录

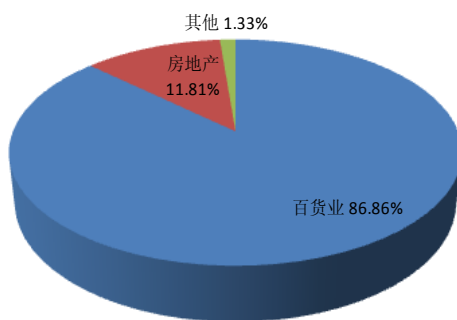
表 1: 地华实业增持公司股票情况	2
表 2: 公司百货门店	6
表 3: 公司地产项目介绍	9
表 4: 公司近几年来非经常性损益情况	10
表 5: 行业内公司期间费率 (%)	11
表 6: 2013 年新开门店计划	12
表 7: 公司收入预测分拆	13
利润预测 (单位: 百万元)	15

一、公司背景介绍

1. 基本情况

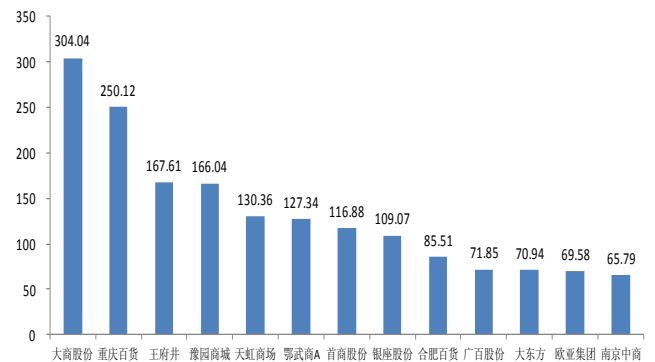
南京中商于1936年由32位社会知名人士为“振兴民族商业”而创，是民国时期南京组建的第一家综合商场。1992年通过改组设立股份有限公司，2000年在上海证券交易所上市。公司目前以百货零售业为最核心业务平台，施行多业态并存、跨地域经营，通过“内涵式增长与外延式扩张”同步推进战略，努力在2015年形成年收入规模在200-300亿元之间具有强大竞争实力的现代商业集团。

图1：2011年公司业务结构



数据来源：wind，西南证券研究发展中心

图2：2011年营业收入靠前百货业上市公司（亿元）

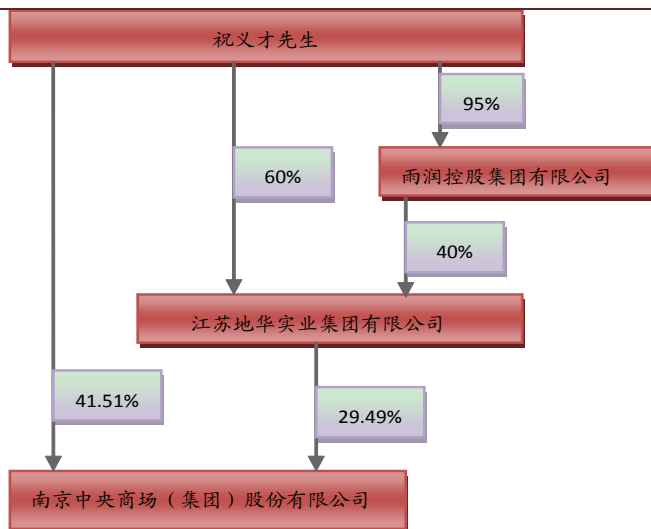


数据来源：wind，西南证券研究发展中心

2. 股权结构

公司第一大股东为祝义才先生，直接持有公司股份59585927股，占公司总股本的41.51%，第二大股东为祝义才先生控制的江苏地华实业集团有限公司，占股比例为29.49%，祝义才先生通过直接和间接方式持有公司71%的股份。

图3：公司股权结构（截止2013年3月19日）



资料来源：西南证券研究发展中心

二、国资退出 民企控股

1. 2005 年民间资本开始流入

2005 年以前，在公司股权结构中，第一大股东为南京国有资产经营有限公司，持股比例为 23.07%。2004 年 5 月开始，雨润控股集团（控制人为祝义才）控股下的江苏地华实业集团有限公司在二级市场不断增持公司股票，通过不断买入和参与 2004 年 10 月公司配股，到 2005 年 2 月，江苏地华实业集团有限公司已经持有公司股份 23.17%，成为公司第一大股东。

之后，地华实业继续增持公司股票，并在经过了 2006 年股改获赠 544.45 万股之后，累计持有公司股份 29.49%。至此，第一波民间资本进入公司完成。

表 1: 地华实业增持公司股票情况

时间	交易数量	交易方式	价格区间	平均金额
2004 年 5 月	37.99	买入	7.99-8.39	311.14
2004 年 6 月	156.63	买入	7.74-8.47	1268.66
2004 年 7 月	223.8	买入	7.94-8.72	1864.66
2004 年 8 月	42.02	买入	7.91-8.04	335.14
2004 年 10 月	29.02	买入	6.45-6.52	188.22
2004 年 10 月	138.1	配股	5.87	810.67
2004 年 11 月	107.31	买入	7.5-7.85	823.62
2004 年 12 月	945.11	买入	7.2-8.38	7362.44
2005 年 1 月	1421.99	买入	7.85-8.34	11510.99
2005 年 2 月	223.8	买入	7.83-8.92	1874.33
2005 年 9 月	151.03	买入	8.13-8.59	1262.62
2005 年 12 月	152.02	买入	7.62-7.9	1179.68
2006 年 6 月	544.45	送股	---	---

数据来源:公司公告,西南证券研究发展中心

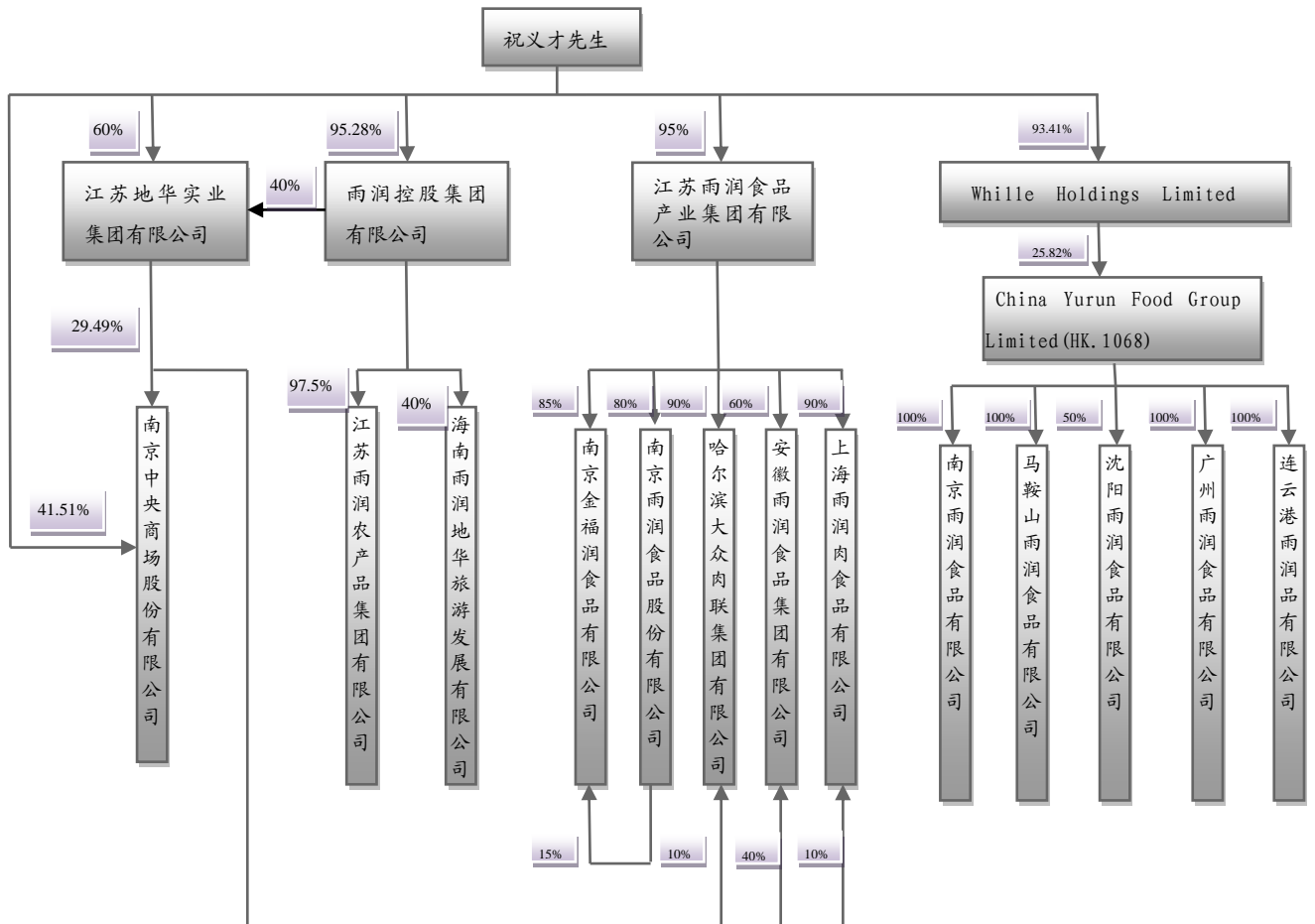
2. 要约收购 国资基本退出

2009 年，雨润控股集团的实际控制人祝义才先生开始购入公司股票，5 月，祝义才分别收购南京国有资产经营有限公司和南京中天所持有公司 11.15% 和 6.70% 的股份。至此，祝义才和其控制的江苏地华实业集团共计持有公司 47.43% 的股份，而南京国资基本退出公司（所剩股份为 0.02%）。

2012 年 2 月 25 日，祝义才向全体股东发出部分要约收购公告，拟以较停牌前价 25.01 元溢价 8% 的条件要约收购 1392 万股公司股票，约占股本的 9.70%。2012 年 6 月，要约收购完成，祝义才完成 1392 万股收购量，此时，祝义才个人持有公司股份达 27.64%，加上地华实业所持有公司 29.49% 的股份，祝义才直接和间接控股 57.13%。

之后，从 2012 年 8 月到 2013 年 3 月 19 日，祝义才通过个人名义共增持公司股票 10 次，合计增持公司股份 13.87%，累计持股比例增至 41.51%，加上地华实业间接控股比例，祝义才直接和间接控股达 71%。

图 4: 祝义才控制企业结构图



数据来源: 公司公告, 西南证券研究发展中心

三、鼎故革新 活力渐显

从 2005 年开始, 随着地华实业成为公司第一大股东, 以及之后祝义才先生多次增持公司股票从而成为公司实际控制人开始, 便对公司发展进行战略规划。期间, 公司逐步理清发展思路, 通过剥离超市业务、关闭亏损门店、对百货门店进行提档升级、解决历史遗留问题, 改善公司资产质量等手段, 使得公司活力渐显。

1. 剥离超市业务

公司零售业主要发展方向为连锁百货, 因此对于经营能力欠佳的大型仓储超市进行了大幅调整。2012 年 4 月, 公司对外发布公告称, 将控股子公司南京中商金润发超市所持有的南京中商金润发鼓楼购物中心 100% 股权以及南京中商金润发龙江超市 100% 股权分别以 1243.42 万元和 1842.08 万元转让给青岛润泰实业有限公司。南京中商金润发鼓楼购物中心位于丹凤街, 2003 年年底开业, 南京中商金润发龙江超市位于龙江路, 2003 年 1 月开业。此前两家超市经营模式为自营, 转让之后采取租赁模式, 年租金月为 2025 万元。在报表上, 公司不再对上述两家超市进行合并。公司超市门店目前已减至瑞金路超市 1 家, 瑞金路超市开业于 2005 年,

采用委托经营模式，由于规模不大，对公司业绩贡献有限。2012 年下半年，公司成立南京中商超市有限公司，目的是对今后城市综合体中涉及超市板块的业务进行统一运作。

2. 关闭亏损门店

公司 2009 年 3 月和 4 月分别关闭位于淄博和泰州的两家百货门店，对淄博中央国际购物有限公司和泰州中央国际购物有限公司分别进行了注销。淄博百货店为公司全资子公司，经营物业采用租赁当地商业地产（淄博市新天地购物广场）形式，2007 年 9 月开业，建筑面积为 4.1 万平米，但由于经营方面原因导致亏损，于 2008 年关闭。泰州百货门店为控股孙公司，经营同样采用租赁当地物业（泰州商城商业有限公司房产）形式，建筑面积约为 3.4 万平米，2006 年开业，之后长期处于亏损状态，2009 年后关闭。

3. 对百货门店进行提档升级

随着南京几大核心商圈的提档升级，公司所属门店为保持与商圈整体发展规划协调一致以及门店自身竞争优势和长期经营能力，不断利用淡季时间进行改造升级工作。2011 年 5 月到 9 月，公司最大和最重要中心门店利用分区域封闭的方式，在不闭店经营情况下对经营设施进行全面改造，包括电梯移位，动线规划，外立面装潢，广场改造，品牌优化等，设计和装修效果达到国内较高水平。虽然改造升级工程对当年收入产生了一定影响，但是改造之后，门店外观焕然一新，对提升公司品牌形象，门店重新定位以及之后的招商工作都产生了积极影响。此外，公司也适时对旗下另一家门店——南京太平洋百货进行了较大调整，2012 年 3 月正式将门店命名为“中央商场”，与中心主力店形成有机的结合，发挥 VIP 积分卡、中央消费卡的联动使用作用，提升该店的人流量和销售额。我们发现，该门店品牌、铺货都进行大规模的调整，改造后人气明显上升。

4. 改善资产质量

由于历史原因，祝义才先生实际控制公司以后，便开始对公司进行了大刀阔斧的改革，通过与地方政府合作，不断清理不良资产，摒弃报废和低效益资产，使得公司资产质量大为改观，预计在 2013 年以后由于上述原因所致的非经常性损失对公司净利润影响将大为降低，影响公司净利润因素将逐步正常化。

1) 应收账款坏账准备计提

2003 年公司收购徐州百大之前，徐州百大先后拆借给徐州蓝天商业大楼、古彭商业大厦（含妇女儿童购物中心）货币资金，2009 年形成欠款本金 4044.55 万元，利息 1950.35 万元，公司在收购徐百大之后，到 2009 年已陆续计提应收账款坏账准备 2649.74 万元，尚剩余 3345 万元。2010 年，经过徐州市政府协调和沟通，徐州市政府承诺公司在徐州后续项目土地出让和征地拆迁方面给予公司政策支持，公司对 2009 年尚未计提的 3345 万元欠款和利息进行了全部计提。至此，徐州百货大楼应收账款问题得到彻底解决。

2) 债务担保问题

公司收购的徐州百货大楼在改制之前曾为徐州蓝天大楼和徐州白云商厦股份有限公司分

别提供债务担保，至 2010 年末两家公司分别有 366.85 万元、2424 万元本金和 2789.54 万元利息，合计 5580 万元未归还。同年，徐州市政府承诺公司在徐州后续项目土地出让和征地拆迁方面给予公司政策支持，公司对 5580 万元未还款计提预计负债，转入当期营业外支出。

2003 年，公司收购济宁百货前，济宁百货对外提供债务担保，至 2011 年，被担保公司亏损严重，资不抵债，公司出于谨慎，对本金 2509 万元和利息 1096.58 万元共计 3605.58 万元，计提预计负债，转入同期营业外收入。同时公司对济宁百货已判决但是未执行诉讼事项 2613.46 万元计提预计负债，两项共计提 6219 万元。

3) 拆迁补偿

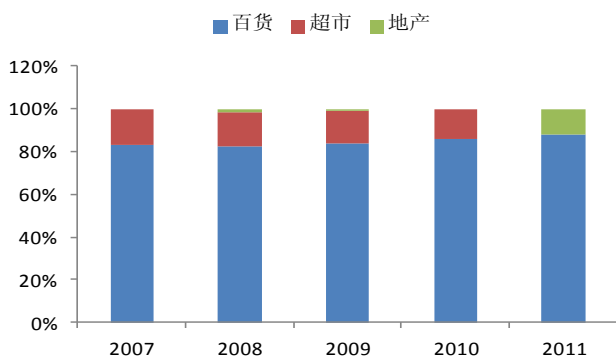
新亚商城家电城拆迁，影响当年经营业绩。财务上根据协议规定，江苏中央新亚百货股份有限公司应收拆迁补偿安置费用计 1.25 亿元。因该事项符合政策性搬迁条件且公司有意进行固定资产重置，将当年已收到拆迁补偿款 4250 万元记入递延收益，剩余款项将在收到后记入递延收益中，另与拆迁有关的固定资产、无形资产账面损失计 1460 万元，当年记入营业外支出，同时将该项拆迁损失自递延收益转入营业外收入，因此对该门店当年净利润影响为 0，结转后期末递延收益余额为 2790 万元。

2010 年徐百大家电城广场进行拆迁，根据协议规定，徐州中央百货大楼股份有限公司应收拆迁补偿安置费计 9409.56 万元。因上述事项符合政策性搬迁条件且公司有意进行固定资产重置，2010 年公司将收到的拆迁补偿款 9409.56 万元记入递延收益中，另与拆迁有关的固定资产、无形资产账面损失计 3589 万元记入营业外支出，同时将拆迁资产损失自递延收益转入营业外收入，因此对该门店当年净利润影响为 0，结转后期末递延收益余额为 5821 万元。若递延收益按平均 20 年摊销，我们简单计算，从 2011 年起将增加公司大约 290 万元营业外收入。

四、双核驱动 主业突出

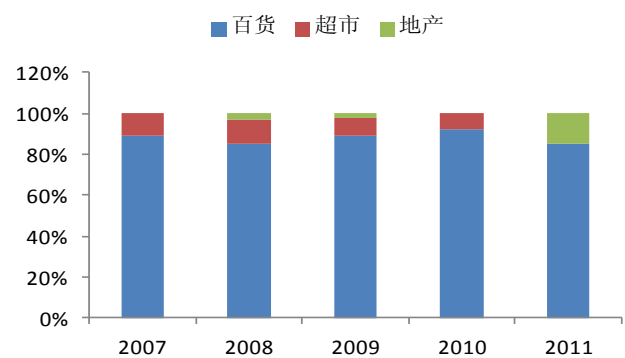
经历了一系列内部梳理之后，公司目前主营业务清晰，分为百货零售和地产两大业务，但地产项目多数处于开发建设中，尚未进行大量结算期，百货零售业务成为公司收入主要来源，2011 年公司零售业收入为 57.15 亿元，占比 86.90%，2012 上半年为 28.49 亿元，占比 99.8%。未来随着地产业务逐步进入结算期，公司房地产业将成为利润贡献的增长点，2013 年预计结算 7-8 亿元，2014 年预计结算 8 亿元。

图 5: 公司收入结构



数据来源: wind, 西南证券研究发展中心

图 6: 公司利润结构



数据来源: wind, 西南证券研究发展中心

1. 百货业为公司业务核心平台

公司目前拥有 8 家百货门店，其中南京 2 家，分别是南京中心门店和南京太平洋门店；江苏省内南京外的其他地区 3 家，分别是淮安店、徐州店和连云港店，省外 3 家，地处山东、河南和湖北，分别是济宁店、洛阳店和大冶店。8 家门店的经营物业中，除大冶门店为，其余均为自有物业，而且所处位置均较为核心，优势较为明显，大冶门店所租物业为祝义才先生控制的江苏地华地产开发有限公司所开发的大型城市综合体项目。总体来说，公司自有物业比例较高，稳定性强，基本不存在物业产权纠纷、租金高比例上涨等风险。

表 2: 公司百货门店

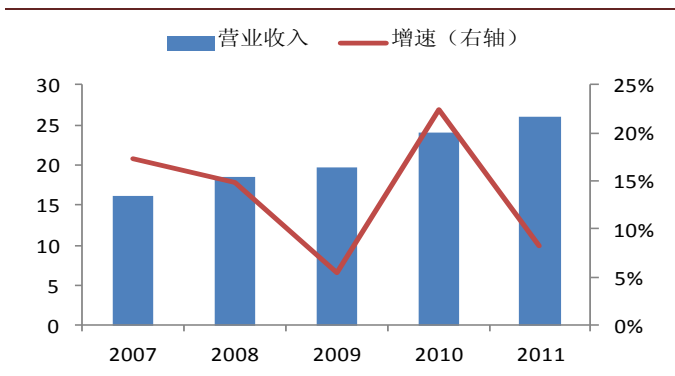
门店名称	地点	开业时间	物业情况	营业面积 (万平方米)
南京中心门店	江苏南京	1936 年	自有	6.3
南京太平洋门店	江苏南京	2001 年	自有	2.0
淮安门店	江苏淮安	2003 年	自有	10.0
连云港门店	江苏连云港	2004 年	自有	2.4
徐州门店	江苏徐州	2004 年	自有	2.2
济宁门店	山东济宁	2004 年	自有	2.5
洛阳门店	河南洛阳	2006 年	自有	2.0
大冶门店	湖北大冶	2011 年	租赁	4.7

数据来源：公司公告，西南证券研究发展中心

1) 中央商场中心门店

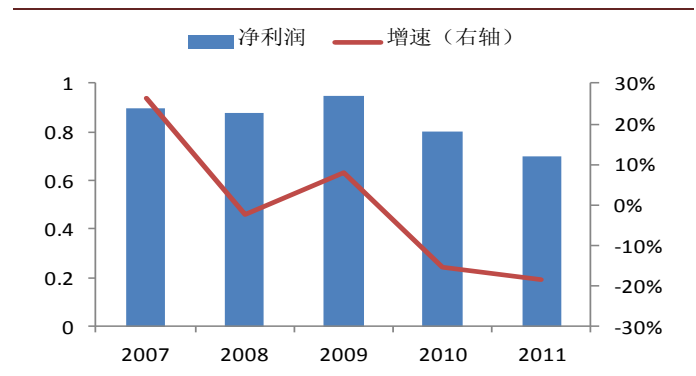
1936 年建店，为南京第一家大型综合商场，目前该店建筑面积 11 万平方米，营业面积为 6.3 万平方米，其中 1.6 万平方米为向南京市房产经营公司租赁，年租金 309 万元。中心门店为公司绝对主力门店，2011 年收入为 26.23 亿元，净利润约为 6500 万元。

图 7: 中心门店营业收入情况 (亿元)



数据来源：西南证券研究发展中心

图 8: 中心门店利润情况 (亿元)



数据来源：西南证券研究发展中心

中心门店地处南京新街口商圈，该商圈素有中华第一商圈之称，是南京市最核心、规模最大的商圈，商圈规模在 300 亿级。商圈面积约为 0.275 平方公里，聚集有中央商场、金洋国际购物中心、东方商城、大洋百货、基德广场，南京新百、时尚莱迪购物广场等众多知名商贸企业，由此吸引了众多的市民和外地游客前来游玩购物。目前商圈日均人流达 50 万人次，高峰期达百万，南京市规划的一小时核心都市圈在此得到了充分体现，而公司中心门店又处于核心商圈的核心位置，发展环境极佳。

图 9: 中央商场所在新街口一览



数据来源: 西南证券研究发展中心

由于之前中央商场基本定位于中低端,在商圈升级以及门店自身提档下,公司品牌结构不断向中高端转变,但由于当地金鹰和德基广场高端定位已为人们所熟知,消费者习性造成门店尚难以与两家高端商场抗衡;同时 2012 年公司对门店外立面进行了较长时间的装修改造,门店营业遭受一定影响。短期来说,门店营业增速将保持温和态势,预计 2012 年增速约为 7.5%,2013 年预计为 15%。

2) 南京太平洋百货门店

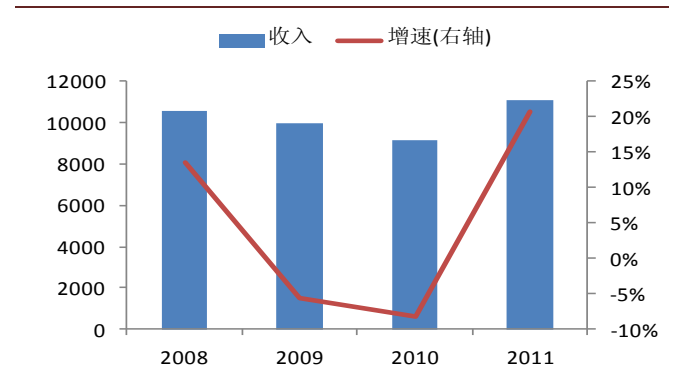
太平洋百货门店地处山西路商圈,是南京市第二大商圈,规模为 200 亿级,门店于 2001 年 5 月开业,经营面积 2 万平米,5 层。由于定位重复和市场竞争激烈,2006-2009 年,门店一直处于亏损状态,2010 年,公司对该门进行重新定位,以 0-24 岁新新人类和新型家庭为主要客户,2010 年门店经营开始扭亏,2011 年实现营业收入 1 亿多元,利润 294.7 万元。但是由于市场竞争激烈,加上门店体量较小,未来几年预计该门店对公司利润贡献不大。

图 10: 太平洋门店地理位置



数据来源: 西南证券研究发展中心

图 11: 太平洋门店收入情况(亿元)



数据来源: 西南证券研究发展中心

3) 江苏淮安门店

新亚百货（前身淮安供销大厦）和新亚国际购物中心合并而成，总建筑面积 18 万平米，经营面积 10 万平米。2011 年合计营业收入 12.6 亿元，净利润约 5000 万。其中新亚百货为公司并购的第一家南京外门店，经营面积为 3.2 万平米，定位于中低端。由于该门店在当地经营多年，深得当地消费者认可，门店经营情况较好。近几年，门店收入稳定在 5 亿以上，2010 该门店净利润 626 万元，较 2011 年的 1563 万元出现较大幅度下降，主要是由于该门店中的家电城拆迁导致营业受到较大影响。

新亚国际购物中心项目于 2005 年开工建设，总建筑面积 13.3 万平米，其中购物中心百货面积 5 万多平米，2010 年 9 月项目正式投入运营，营业当年实现收入 1832 万元。2011 年为便于管理，公司将新亚百货与新亚国际购物广场合并，形成目前淮安门店。

4) 江苏徐州门店

原名徐州百货大楼股份有限公司，1950 年建店，是徐州市最早的国有零售企业，建筑面积 2.6 万平米，经营面积 2.2 万平米。2004 年公司以受让方式开始接手该门店，之后通过增资，公司共持有其 96% 的股权。

由于历史遗留问题，徐州门店存在较多不良资产，江苏地华实业成为公司第一大股东之后，开始对原徐州百货大楼历史问题进行梳理，到 2010 通过计提减值准备和预计负债，基本肃清门店包袱，2011 年又对收入门店的大量报废资产进行了集中处理。至此，徐州门店内外部问题基本解决。2013 年徐州门店将实现正常化发展，预计净利润为 4500 万元-5000 万元。

5) 山东济宁门店

原名济宁百货大楼，始建于 1956 年，地处济宁是较为核心地段，总建筑面积 3.2 万平米，营业面积 2.5 万平米，2004 年公司零价格受让其全部股份，之后通过增资对其进行重组。收购该门店时，济宁百货大楼同样存在历史遗留问题，2011 年公司通过计提预计负债共计 6219 万元，门店包袱得到大幅清除。2012 年，济宁门店预计实现营业收入 3.22 亿元，同比增长 54%。实现净利润约 800 万元。

6) 江苏连云港店

原名连云港市百货大楼有限公司，1951 年建店，2004 年公司通过受让方式接手其 80.2% 股份，后通过增资方式使股权控制比例增至 99.10%，目前经营面积为 2.4 万平米。2010 年改收租金为联营模式后，开始实现盈利，2011 年收入 1.52 亿元，贡献利润 129 万元。由于该门店经营设施较为落后，基本定位于低端，预期业绩贡献有限。

7) 河南洛阳店

原名洛阳市百货大楼，1957 年建店，2006 年公司出资 1975 万元收购其 85% 股权，之后通过增持、受让等方式拥有其百分之百股权，目前建筑面积 4.4 万平米。2011 年收入约为 1.52 亿元，净利润 168 万元。2012 年预计实现营业收入 3.67 亿元，净利润约 550 万元。

8) 湖北大冶店

湖北南部地区规模最大、档次最高、最时尚的大型城市综合体，由公司实际控制方江苏地

华房地产开发有限公司开发，总投资 10 亿，总建筑面积 30 万平方米，商业部分 12.12 万平方米，其中百货大楼 4.7 万平方米，综合卖场 2 万平方米，超市 1.2 万平方米，商业街区 3.4 万平方米，公司承租其中百货部分 4.7 万平方米（三年），年租金分别为 515.8 万元、528.55 万元、543.21 万元，2011 年 12 月 31 日开业，目前处于培育期，如发展顺利，2013 年预计将实现盈亏平衡。

2. 地产业务为利润新增长点

公司从 2003 年开始涉足房地产项目，目前共计有 10 个项目在开发，其中住宅项目 4 个，写字楼 1 个，城市综合体 5 个。10 大项目中住宅部分的南京万豪国际中心、徐州黄河丽景花园、淮安金陵名府和苏州云深处花园以及写字楼淮安新亚国际大厦已全部竣工，其余城市综合体项目均处于建设开发中。

表 3: 公司地产项目介绍

项目名称	类型	开始建设时间	完工时间	项目简介
南京万豪国际中心	住宅	2003.12	2011.02	项目位于南京中山北路 215 号，总投资 5 亿元，由公司子公司南京中商房产开发有限公司和江苏乾康房地产实业有限公司联合开发，土地面积 4221.8 平米，总建筑面积 10.3 万平方米，是一栋 54 层的超高层商住综合楼。
徐州黄河丽景花园	住宅	2008.7	2010.12	项目位于徐州苏堤北路 60 号，占地 18.38 亩，总建筑面积为 3.6 万平方米，总投资额约 1.4 亿元，为徐州中央国际广场建设用地拆迁安置的居民建造舒适的居住用房，由公司子公司徐州中央国际广场投资有限公司开发建设。
淮安新亚国际大厦	写字楼	2008.11	2011.8	淮安新亚国际大厦位于淮安新亚国际购物中心楼上，项目总投资额约 2.26 亿元。项目为高端写字楼，建筑面积约 3.8 万平方米。
淮安金陵名府	住宅	2006.10	2012.12	项目为住宅用房，位于淮安楚州新老城区接合部，紧邻楚州区新的行政中心，占地 124772.9 平方米（约合 187.15 亩），规划总建筑面积约 18.6 万平方米，项目总投资额约 5.5 亿元公司子公司淮安中央新亚置业有限公司投资建设。
苏州云深处花园	住宅	2009.01	2012.06	项目位于吴中区东山镇雨花胜境公园南侧，规划用地面积 66513 平方米，大约由 56 栋别墅组成，总投资额约 2.1 亿元，由公司子公司苏州中商置地有限公司投资建设。
镇江雨润中央广场	城市综合体	2011.07	2013.06	项目地处扬中市城区商业圈的核心，占地面积 18.9 亩，总建筑面积 4.77 万平方米，总投资额约 4 亿元。目前该项目仍在建设中，建成后八层综合商场将涵盖百货、精品超市、餐饮、国际数码院线、瑜伽、SPA、美容等多种服务项目。
淮安雨润新天地	城市综合体	2010.09	2016.09	项目位于淮安核心商业地段淮海广场中心商业区东南片区，土地面积 4.34 万平方米，建筑面积约 35 万平方米，总投资额约 47 亿元。主体建筑高度 258 米，项目集超五星级酒店、高档时尚主题百货、超市卖场、高档服务式公寓、5A 甲级写字楼及配套设施等物业于一体，建成后将成为淮安地标性建筑和城市名片。
泗阳雨润新天地	城市综合体	2011.12	2016.12	项目为城市综合体项目，地处泗阳县城电视塔东南片区，紧靠繁华的人民路和北京路，占地面积 9.43 万平，总投资额约 20 亿元。

项目名称	类型	开始建设时间	完工时间	项目简介
徐州中央广场	城市 综合体	2011.01	2015.01	该项目为城市综合体项目，位于徐州中心商圈的核心地段，总建筑面积为 34.3 万平方米，总投资额约 47 亿元，建成后将成为徐州地区第一、淮海经济区最具影响力、具有国际一流水平的大型地标性城市商业综合体。
宿迁国际购物广场	城市 综合体	2011.12	2015.12	项目位于宿迁老商业中心幸福路商业圈内南部区域，占地 5.43 万平米，总建筑面积 31.60 万平米，总投资额约 25 亿元。该综合体集高星级酒店、主题百货、超市卖场、高档公寓及配套设施等物业于一体，将提供购物、住宿、餐饮、文化、娱乐、休闲、健身等一站式服务。

数据来源：公司公告，公司年报，西南证券研究发展中心

公司 10 大地产项目总投资约 160 亿元，而大体量的城市综合体项目目前均处于开发建设中，住宅和写字楼项目已完全竣工，并在逐步确认收入和对外招商。2009-2011 年，房地产业务确认收入总计为 8.06 亿元，其中 2011 年确认 7.77 亿元。2012 年上半年确认 460.35 万元，从利润亏损局面来分析，上半年确认的项目基本可以确定为徐州丽景花园项目。徐州黄河丽景花园属于拆迁安置项目，虽然对收入将产生一定贡献，但是对利润贡献为负，预计项目总共将亏损近 4000 万元。

南京万豪国际中心和淮安国际大厦属于正常开发项目，还有部分面积未出售，结算进度将视市场情况而定，到 2012 年，两大项目尚有留有较大部分收入可以确认，随着淮安金陵名府和苏州云深处花园的出售，2013 年预计确认金额将达到 7-8 亿元。

五、内梳外扩 未来可期

1. 遗留问题对利润影响大幅减弱

公司自接收徐州百货大楼和济宁百货大楼以来，对其历史遗留问题进行了不断梳理，通过计提坏账减值准备和预计负债，虽然问题在逐步解决，但是对当期利润的影响非常大，这也是为什么近年来盈利偏离正常轨道的主要原因。2007 年到 2012 年上半年，非经常性损失高达 1.6 亿元，扣非后的净利润和净利润比例也比较高。

表 4：公司近几年来非经常性损益情况

南京中商	2007	2008	2009	2010	2011	2012H1
归属于母公司净利润（万）	4295	4336	4288	4664	5333	843
非经常性损失（万）	66	951	168	3637	10619	274
影响当年 EPS（元）	-0.005	-0.066	-0.01	-0.25	-0.74	-0.02
扣非后归属于母公司净利润（万）	4361	5286	4456	8301	15952	1117
扣非后净利润/净利润	102%	122%	104%	178%	299%	133%

数据来源：公司年报，西南证券研究发展中心

从我们调研得到的信息来看，2012 年公司非经常性损益已经大为减少，随着原来徐州百货和济宁百货历史问题的逐步解决，相对于 2010 年和 2011 年高峰期，2012 年和 2013 年非经常性损失大幅降低，预计未来此项目对利润影响将大大减弱。

2. 控制期间费率

长期以来,由于内部管理和部门协调方面存在一定滞后性,公司期间费率一致维持在较高水平,在行业中处于中上游位置,利润吞噬现象较为严重。祝义才先生成为公司董事长之后,亲自掌控公司未来发展,将对公司内部管理进行一系列必要改革。调研中公司高层表示将从2013年开始,对之前管理较为松散的管理费用和销售费用进行狠抓。从公司财务信息看,2008-2011年,公司销售和管理费用率14.58%、16.50%、16.38%和14.78%,而行业中费用控制较强公司,期间费率基本8%-10%,公司存在较大改善空间,公司制定的目标是期间费率控制在10%左右,我们认为,祝义才先生从事商业运作多年,经验颇为丰富,对于企业管理、费用控制,效率提升有着一套强有力的举措,我们看好公司未来的费用控制能力。三大费用中,公司销售和管理费用改善空间较为确定,财务费用由于项目资金需求较大,预计将会持续承压。

表 5: 行业内公司期间费率 (%)

股票代码	股票名称	2008	2009	2010	2011
000416.SZ	民生投资	9.70	10.64	8.62	8.57
000417.SZ	合肥百货	10.17	9.82	9.41	9.26
000419.SZ	通程控股	18.59	18.95	17.57	17.22
000501.SZ	鄂武商 A	14.75	14.54	14.29	14.50
000516.SZ	开元投资	10.34	9.38	11.70	10.50
000560.SZ	昆百大 A	21.31	21.03	23.34	25.48
000564.SZ	西安民生	12.88	15.95	18.27	19.41
000715.SZ	中兴商业	15.66	12.65	14.71	12.54
000785.SZ	武汉中商	16.51	15.17	16.02	16.12
000889.SZ	渤海物流	18.68	18.26	12.50	11.23
000987.SZ	广州友谊	9.90	8.79	8.38	9.61
002187.SZ	广百股份	15.48	14.85	14.71	13.84
002277.SZ	友阿股份	12.31	10.82	9.35	9.48
002419.SZ	天虹商场	18.15	16.90	16.44	16.28
002561.SZ	徐家汇	11.84	12.35	12.14	11.42
600280.SH	南京中商	14.58	16.50	16.38	14.78
600327.SH	大东方	8.60	7.37	7.20	9.02
600515.SH	海岛建设	31.50	31.24	25.68	46.28
600628.SH	新世界	20.41	18.36	18.74	17.59
600682.SH	南京新百	18.73	17.80	15.63	16.11
600693.SH	东百集团	14.11	12.84	12.51	12.79
600694.SH	大商股份	18.03	17.02	16.39	15.61
600697.SH	欧亚集团	10.65	10.71	9.96	11.13
600712.SH	南宁百货	13.49	13.45	14.11	11.92
600723.SH	首商股份	21.05	19.24	18.40	13.89
600729.SH	重庆百货	12.45	12.91	11.52	10.99
600774.SH	汉商集团	30.75	31.25	28.37	27.96
600778.SH	友好集团	16.65	17.18	15.47	16.04

股票代码	股票名称	2008	2009	2010	2011
600785.SH	新华百货	11.53	10.08	11.29	11.18
600814.SH	杭州解百	12.43	13.71	13.75	12.99
600821.SH	津 劝 业	22.40	27.23	22.62	23.51
600827.SH	友谊股份	18.58	18.03	18.52	17.81
600828.SH	成商集团	15.29	13.58	13.07	12.56
600838.SH	上海九百	48.37	65.67	69.92	64.73
600856.SH	长百集团	26.45	24.19	22.30	21.79
600858.SH	银座股份	13.74	14.92	15.39	15.53
600859.SH	王 府 井	12.52	13.19	12.50	12.53
600861.SH	北京城乡	15.75	18.07	16.36	14.18
600865.SH	百大集团	12.84	13.89	13.74	12.81
600891.SH	秋林集团	30.81	32.50	22.94	8.94
601010.SH	文峰股份	7.95	8.05	7.89	8.13
603123.SH	翠微股份	13.61	15.32	15.46	14.21

数据来源: wind, 西南证券研究发展中心

3. 新开门店 力助公司业绩提升

按照公司发展规划,未来新增加门店主要来源于三方面:一是公司自行开发的综合体;二是公司采用租赁方式获取集团旗下的商业物业;三是公司根据市场发展采用收购方式获取一批门店。2013年,公司预计将新开4家门店,分别为南京河西店、镇江扬中店、泗阳店和铜陵门店,所需物业分别来源于租赁和自建。租赁部分均来自于集团旗下的商业地产,前三年给予租金免除。我们认为,计划新开门店在物业方面,一则自有物业可以规避市场租金上涨从而吞噬利润的风险,二则租赁部分前三年租金给予直接免除,对于新门店来说无疑去除了一项主要费用,二者使得公司在折旧摊销和租金方面不存在太多压力。预计公司四大新门店培育期将大大缩短,后期盈利增收前景良好。

表 6: 2013 年新开门店计划

新开门店	面积	物业来源	说明
南京河西门店	9 万平米	集团租赁	三年免租
镇江扬中门店	4 万平米	自有物业	---
泗阳门店	20 万平米 (部分开业)	自有物业	---
铜陵门店	5 万平米	集团租赁	三年免租

数据来源: 西南证券研究发展中心

六、收入预测

公司几大门店中,南京中央商场中心门店、江苏淮安门店(新亚百货和新亚国际广场)、和徐州门店是目前公司百货业务中收入和利润的主要贡献者。其余门店中太平洋百货门店、连云港百货门店、济宁百货门店、洛阳百货门店由于存在体量较小、经营档次偏低、购物环境尚未进行优化等方面原因,短期对业绩贡献有限,大冶门店目前还处于培育期,预计2013年将

实现盈亏平衡，甚至出现微利。2013 年计划新开的南京河西路门店、镇江扬中店、泗阳门店和铜陵门店正式投入运营时间基本为下半年，我们预计短期对公司营业收入增量将产生一定贡献，但程度有限，利润贡献基本为负，但由于物业为自有和向集团租赁，在折旧摊销和租金上（集团承诺三年免租）压力不大，预计亏损不大。此外，地产业务 2013 年预计结算金额在 7-8 亿元之间，净利润贡献预计为 1 亿元。具体预测如下：

1、重点门店中，中心门店为公司第一主力门店，2011 年门店全年收入约为 26.23 亿元，承担总部费用后，门店净利润约为 6500 万元。2012 年，由于外部消费环境出现低迷，外加门店着手装修进行定位升级，预计全年收入增速在 7.5% 左右。2013 年，装修改造工程的完成将不再对门店正常营业产生影响，随着提档升级工作的推进和外围消费环境的好转，预计收入将出现 15% 左右的增长。

2、淮安门店经历了 2011 年的合并之后，随着管理成本的降低，门店经营日趋成熟。优越的地理环境和良好的聚客能力使得门店收入具备较强的保障性，预计 2013 年门店收入增速在 15% 以上，净利润约为 7000 万元。徐州百货随着坏账的完全解决和预计负债金额的逐步减少，2013 年将走上健康的发展道路，预计 2013 年收入增速约为 15%，净利润按照公司预计将达到 5000 万元。我们认为徐州百货占据着当地核心商圈的核心位置，收入增速上具有较强保障，从百货行业 4%-5% 的营业净利率来估算，门店 10 多亿元的营业收入对应 5000 万元净利润属于正常情况，但需要指出的是徐州百货债务担保问题尚未完全解决，预计负债问题依然存在，谨慎估算，我们预计净利润在 4500 万元-5000 万元之间。

3、其余门店中，太平洋百货门店、连云港百货门店、济宁百货门店、洛阳百货门店由于营业面积较小，购物设施尚待改进等方面原因，对利润贡献不如前三大门店，预计五大门店合计净利润为 5600 万元（收入预测情况见下表），大冶门店由于正在培育，低基数将使其收入增速保持在高位，利润贡献预计为零，计划新开的 4 家门店短期将不会贡献利润。

4、房地产项目中，南京万豪国际中心、徐州黄河丽景花园、淮安国际购物广场、淮安金陵名府和苏州云深处花园基本完工，2013 年将进入一波收入确认高峰，确认金额在 7-8 亿元这一区间，净利润约为 1 亿元，其中徐州黄河丽景花园将继续处于亏损状态。

5、超市业务自剥离之后，采用租赁形式经营（润金路超市也采用托管形式经营），每年收入约 2000 万元的租金，计入公司其他业务收入中。

表 7: 公司收入预测分析

分拆项目		2012E	2013E	2014E
南京中心门店	营业收入（百万）	2820	3243	3762
	增速	7.5%	15%	16%
南京太平洋门店	营业收入（百万）	122	137	153
	增速	10%	12%	12%
淮安门店	营业收入（百万）	1201	1524	1799
	增速	24%	18%	18%
徐州门店	营业收入（百万）	907	1086	1271
	增速	12%	16%	17%
济宁门店	营业收入（百万）	322	402	474

分拆项目		2012E	2013E	2014E
	增速	54%	21%	18%
洛阳门店	营业收入(百万)	367	481	577
	增速	148%	24%	20%
连云港门店	营业收入(百万)	179	219	263
	增速	18%	21%	20%
大冶门店	营业收入(百万)	150	318	477
	增速	3571%	120%	50%
南京河西门店	营业收入(百万)	---	30	200
	增速	---	---	567%
镇江扬中门店	营业收入(百万)	---	10	800
	增速	---	---	790%
泗阳门店	营业收入(百万)	---	20	150
	增速	---	---	650%
铜陵门店	营业收入(百万)	---	15	120
	增速	---	---	700%
房地产业	营业收入(百万)	300	780	800
	增速	---	160%	3%
其他收入	营业收入(百万)	20	20	20
	增速	0	0	0
营业收入合计(百万)		6382	8285	10866

数据来源：西南证券研究发展中心

七、投资建议

公司在祝义才先生入主之后，将以零售业为最核心平台，从外部扩张和内部管理两方面入手，根据行业最前沿动态对公司内外发展进行强力设计。我们认为，随着公司坏账问题逐步清理、预计负债计提大幅减少和内部冗员问题得到有效解决，一直压制公司业绩的主要因素将日趋弱化，公司重点门店将迎来业绩释放。同时依托大集团支持，新开门店有望快速度过培育期，助力公司业绩不断提升。预计 2013-2014 年公司 EPS 分别 2.78 元（地产贡献 EPS 约 0.7 元）和 3.59 元（地产贡献 EPS 约 0.71 元），零售业 EPS 分别为 2.08 元和 2.88 元。由于公司商业项目储备丰富，后期业绩具备强大保障，给予零售部分 22 倍 PE，房地产部分给予 1 倍 PE，2013 年对应目标价位为 46.46 元，给予“增持”评级。

八、风险提示

消费环境持续低迷，消费者信心下滑；公司期间费率控制未能达到目标；外扩项目进展缓慢甚至受阻；项目投资资金累计需求较大，财务费用吞噬较多利润。

利润预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	6579	6382	8285	10866
减: 营业总成本	6322	6244	7755	10116
营业成本	5194	5038	6435	8548
营业税金及附加	152	127	133	152
销售费用	289	300	346	462
管理费用	545	613	659	761
财务费用	138	164	182	193
资产减值损失	3	1	0	0
加: 投资收益	12	1	8	9
营业利润	269	139	538	759
加: 其他非经营损益	-141	-40	-5	-5
利润总额	128	99	533	754
减: 所得税	74	26	128	230
净利润	54	73	405	524
减: 少数股东损益	1	1	4	8
归属母公司股东净利润	53	72	401	516
每股收益 (EPS, 元)	0.37	0.50	2.78	3.59

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业