

短期估值合理，长期仍有空间

增持 下调

报告摘要:

- **历史遗留问题清理接近尾声与民营机制引入提高运营效率公共共振，迎业绩 V 形反转。** 正公司 2013 年将完全引入民营机制，对于公司经营效率指标进行严格考核。我们判断净利率未来稳态情况下将达到 6% 以上（零售行业平均净利率 4.15%，目前公司净利率 2.45%）。随着公司 2013 年销售和管理费用率的下降，以及毛利率进一步提升。同时，公司冗余人 员辞退补偿、担保诉讼等历史遗留问题清理进程接近尾声，公司业绩将迎来 V 字形反转。
- **短期股价基本位于合理估值区间，动态 PE21.3X。** 2013 年，中心店和淮安店仍是净利润的主要贡献门店，我们假设门店净利率能够提升到 4.5%，2013 年公司商业部分 EPS 可达 1.84 元，若给予 25 倍 PE，则目标价 46 元，当前股价已经达到 43 元，同时考虑到公司涉房，不可能进行定向增发，短期内对于股价诉求并不强烈，我们认为目前公司股价基本合理。
- **长期看公司业绩增长空间仍然巨大，城市综合体将显著贡献业绩。** 未来公司大型综合体项目总建筑面积可达 162 万平米，我们粗略测算若 70% 为商业出租，则出租面积可达 113 万平米，假设 10 万平米的商业物业出租可以实现 5000 万净利润/年，则未来成熟情况下，商业综合体大概可实现每年 5.6 亿元租金净利润，折合 EPS 约 3.9 元。按照可类比的香港上市公司华润置地的 10X PE 估值水平，这部分租金 EPS 折合股价 39 元，商业部分稳定情况下约实现 EPS3 元，给予 20X PE，对应商业部分股价 60 元，则长期稳定情况下公司股价合理价位可达 100 元（至少 2016 年以后）。
- **盈利预测和投资建议。** 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.77、2.11 和 2.84 元。按短期股价看，基本到达合理估值区间，但长期公司业绩改善空间仍然较大，此外多个城市综合体项目在未来长期也将为公司贡献显著业绩，长期仍然看好公司发展，维持公司“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	4,937.82	6,579.00	6,799.52	8,257.11	9,291.01
增长率 (%)	17.31%	33.24%	3.35%	21.44%	12.52%
归母净利润(百万)	46.64	53.33	115.05	306.13	408.39
增长率 (%)	8.77%	14.34%	115.74%	166.08%	33.40%
每股收益	0.3249	0.3715	0.77	2.11	2.84
市盈率	137.3	120.08	58.56	21.36	15.85

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

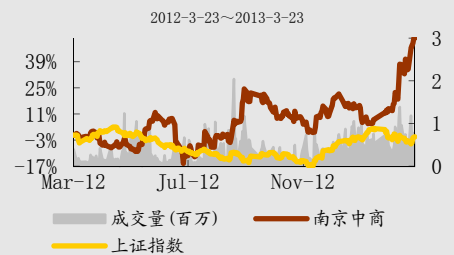
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

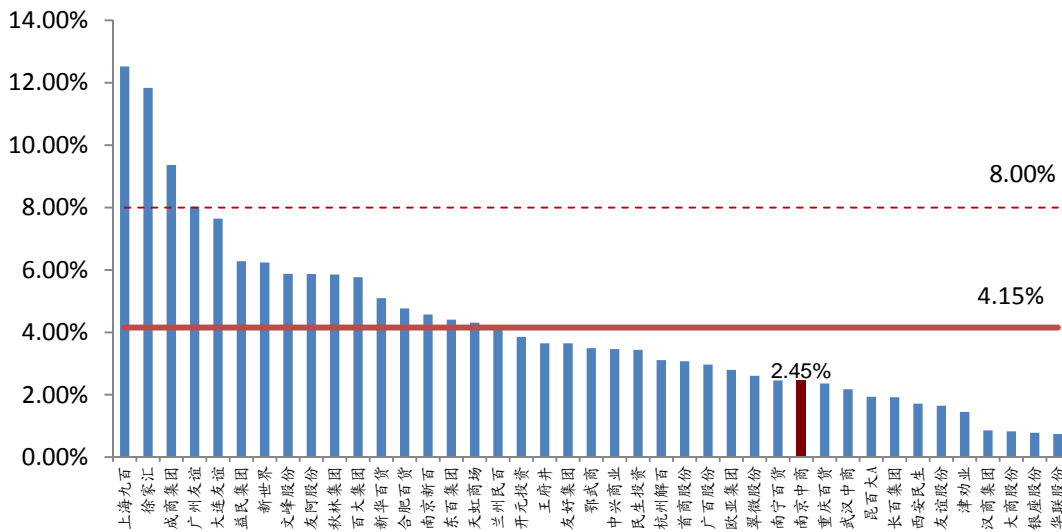
市场表现



相关研究

- 尘埃落定，12 年扣非 EPS0.30 元
2013-3-21
- 银座股份：地产结算致业绩增长 200%
2013-3-09
- 昆百大：股权激励可行性分析
2013-2-21
- 昆百大：股权激励要求未来 4 年 CAGR46%
2013-2-19
- 银座股份：地产结算贡献业绩高速增长
2013-1-23
- 友好集团：地产结算超预期业绩高速增长
2013-1-22
- 移动通信转售试点孕育投资机遇
2013-1-14
- 大连友谊：收购辽阳项目渠道下沉起步
2013-1-8
- 年度策略_消费增速或下降，拐点需等待
2012-12-24

图 1: 南京中商净利率 2.45%，引入民营机制后，未来提升空间大



资料来源: wind, 宏源证券

表 1: 我们认为按 2013 年业绩衡量，南京中商目前价位较为合理

门店	2012	2013	2014
南京中央商场中心店	0.58	1.11	1.54
中央商场 (山西路店)	0.02	0.02	0.03
淮安店	0.26	0.53	0.76
连云港中央百货	0.01	0.02	0.02
徐州中央百货	0.07	0.09	0.11
山东济宁中央百货	0.05	0.06	0.07
河南洛阳中央百货	0.03	0.04	0.06
湖北大冶中央百货	-0.09	-0.04	0.00
南京河西店	0	0.00	0.01
百货业务合计	0.94	1.84	2.59
给予目标 PE	25	25	25
目标价	23.61	46.01	64.77

表 2: 未来公司城市综合体发展情况

项目名称	建设时间	完工时间	项目投入	项目面积
镇江雨润中央购物广场	2010 年 11 月	2013 年 6 月	3.5 亿元	占地面积 1.26 万平方米，总建筑面积 6.7 万平方米 (含地下室、车库)，地上一至八层为综合型商场，经营面积 4.4 万平方米
淮安雨润中央新天	2010 年 9 月	2016 年 9 月	47 亿元	43403.2 平方米，容积率小于或等于 8.0，地上总建筑面积小于 34.7 万平米

地				
泗阳雨润 广场城市 综合体	2011年12月	2016年12月	18亿元	占地面积9.43万平，容积率小于或等于6.5，建筑面积55万平方米
宿迁国际 购物广场	2011年12月	2015年12月	25亿元	占地5.4万平方米，总建筑面积31.6万平方米
徐州中央 国际广场	2011年1月	2015年1月	44亿元	地面积40300平方米，容积率小于或等于7.5，总建筑面积为34.3万平方米

作者简介:

陈炫如: 商贸零售行业高级分析师, 消费服务组组长, 就读香港大学、中山大学、厦门大学, 金融学硕士, 5 年证券行业从业经验, 2010 年 8 月加盟宏源证券研究所。曾服务于中金公司投资银行部、华泰联合研究所。

主要覆盖公司: 永辉超市、上海家化、友好集团、红旗连锁、苏宁电器、友阿股份、银座股份、新华百货、吉峰农机、王府井、东方金钰、友阿股份、大连友谊、飞亚达、老凤祥、昆百大 A

机构销售团队

区域	姓名	手机号	座机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。