

南京中商 (600280)

房产结算致业绩暴增, 综合体项目延续高速扩张

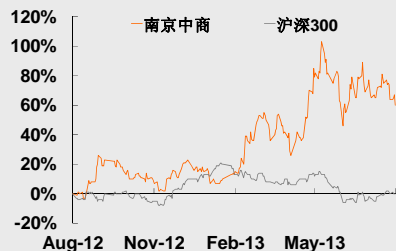
强烈推荐 (维持)

现价: 24.9 元

主要数据

行业	平安商贸
公司网址	www.njzysc.com
大股东/持股	祝义材/41.51%
实际控制人/持股	祝义材/69.31%
总股本(百万股)	287
流通 A 股(百万股)	287
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	71.48
流通 A 股市值(亿元)	71.48
每股净资产(元)	3.18
资产负债率(%)	90.1

行情走势图



相关研究报告

- 《私有化猜想》强烈推荐-20120911
- 《五获增持》强烈推荐-20120918
- 《最好的单季业绩表现》强烈推荐-20121024
- 《房地产进入结算带来业绩的提升》强烈推荐-20130303
- 《业绩实质提升, 商业地产成为未来看点》强烈推荐-20130415

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: 公司公布 1H13 中报, 实现收入 40 亿元, YoY=38%; 实现归属母公司净利润 2.72 亿元或 EPS=0.972(去年同期为 0.03 元), 扣非后 EPS=0.948 元。公司同时公布丰厚中期分配方案, 每 10 股派 7 股转增 3 股派 1 元。

平安观点: 公司今年通过房产结算、零售费用控制实现业绩大幅增长, 我们从 09 年至今的推荐逻辑兑现。公司向商业地产转型趋势明确: 一方面公司回报丰厚的徐州、宿迁盱眙等项目刚进入结算期, 未来业绩无忧; 另一方面公司重资产投入商业地产加速, 短期资产负债表压力仍然存在。我们对公司仍然非常看好, 我们建议投资者关注后续逐个商业地产项目能否成功推进。

■ 1H 地产贡献 35% 利润, 回报丰厚的综合体项目逐渐开始结算

1H 公司结算的房地产收入约 5.29 亿元, 对应的净利润约 9866 万元。我们根据报表披露推测, 此次结算项目大多数是 09 年以前南京中商储备并开发的独立住宅项目, 包括南京万豪和淮安金陵名府, 而 09 年之后开始动工的商业综合体配套地产项目仅有徐州项目的部分地下面积进入结算期。

从今年起, 包括徐州、淮安、宿迁、泗阳四地回报丰厚的综合体项目将进入销售结算期: 根据之前的调研测算, 预计至 2017 年底上述四个商业地产总共出售面积将达 88 万平, 结算收入 111 亿元; 13-17 年分别结算 4.0/12.0/56.9/31.8/6.5 亿元。地产结算将成为公司未来几年利润增量的主要来源。

■ 零售业务保持收入稳健增长, 净利率正常化至约 5.2%

1H 公司零售收入增长 19.37%, 其中主力店中央商场 1H 收入增长 14.79%, 表现抢眼; 在上半年黄金热销的情况下, 零售毛利率仍能提升 2.78 个百分点实属罕见, 外埠门店毛利率 2Q 环比飙升 4 个百分点至 28.4%, 我们估计与门店渡过培育期有关, 也可能是公司财务口径做了相应调整。

公司零售业务费率大降值得关注, 净利率回归正常化至 5.2%。剔除房地产业务的影响(实际上房地产相关费用微乎其微), 1H 公司零售业务的销售+管理费下降 2.63 个百分点至 11.90%, 其中人工费用绝对值、费率双降, 表征经营跑冒滴漏的其他费率也显著下降。我们判断未来费用率仍有进一步下降空间。

■ 综合体项目扩张马不停蹄, 短期资产负债表继续承压

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4,938	6,579	6,028	7963	9267
YoY(%)	17.3	33.2	-8.4	32.1	16.4
净利润(百万元)	46	53	58	508	678
YoY(%)	7.6	15.5	8.8	775.0	33.4
毛利率(%)	21.0	21.0	22.4	26.9	27.1
净利率(%)	0.9	0.8	1.0	6.4	7.3
ROE(%)	5.5	8.2	4.8	39.3	34.4
EPS(摊薄/元)	0.16	0.19	0.10	0.88	1.18
P/E(倍)	154.9	134.0	123.2	14.1	10.5
P/B(倍)	8.5	11.0	5.9	5.5	3.6

1H 公司财务费率下降 0.86 个百分点至 2.05%，主要由于财务费用资本化，而公司资产负债率仍维持在 89% 的高位，计息负债合计 50.45 亿元较年初增加 5.6 亿元。在我们看来，这主要由于公司不愿放缓商业地产扩张步伐所致。从去年年底至今，公司又新设新沂、嘉兴、句容、铜陵和济宁项目，并拟设长兴项目，这些项目基本都与宿迁、泗阳类似体量（20-30 万平），资本开支较大（20 亿量级）、投资期长。在这种扩张节奏下，我们判断资产负债表仍将继续承压。

■ 维持对公司长期看好, 建议投资者关注单个项目成功概率及进度, 上调 13-14 年 EPS 至新股本下 0.88、1.18 元

考虑到三四线城市对类万达模式的旺盛需求以及其强大的现金流&利润制造能力，我们仍然非常看好公司长期前景。但与以往关注公司制度红利释放不同的是，我们现在建议投资者更多跟踪后续大型商业地产项目的运营情况。

我们略上调公司 13-14 年 EPS 至 0.88 和 1.18（之前预测为 0.75 和 1.12 元），维持“强烈推荐”评级不变。

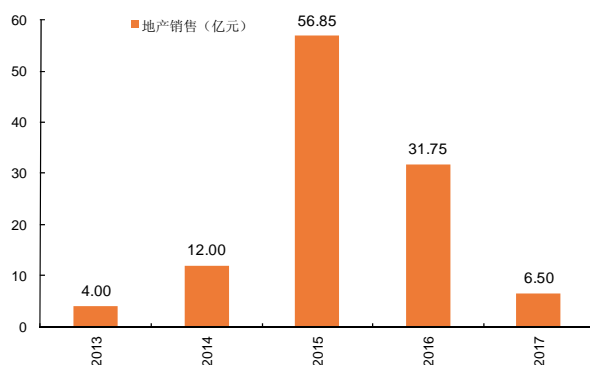
■ 风险提示： 商铺销售进度低于预期，消费需求下降等。

表1 南京中商目前在手商业地产项目未来开发情况

淮安、徐州、泗阳、宿迁四个项目	自用部分	商业	面积 (万平)	总销售额 (亿)
		酒店	48	
		停车场和储物间等	27.6	
	出售部分	商铺	13.2	37
		写字楼	14	20
		公寓	22.7	29
		住宅	38.4	26
合计				111

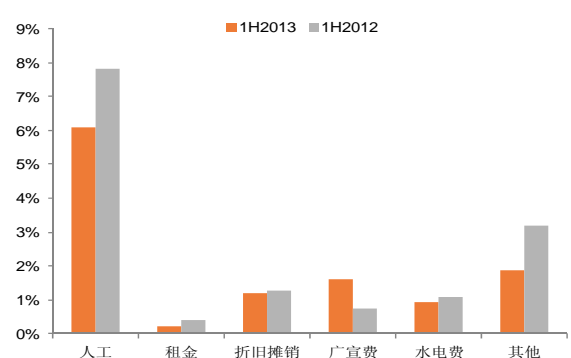
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 南京中商商业地产收入结算进度



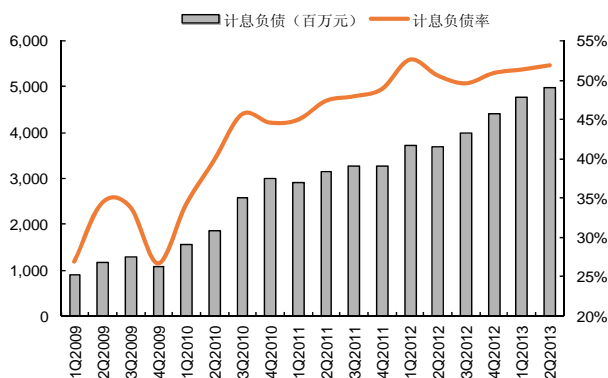
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 南京中商零售业务费用状况



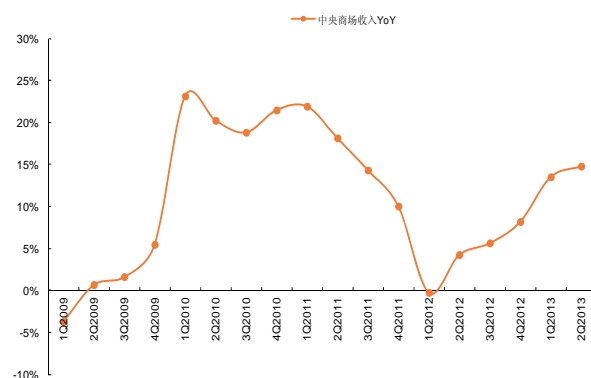
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图4 南京中商计息负债情况



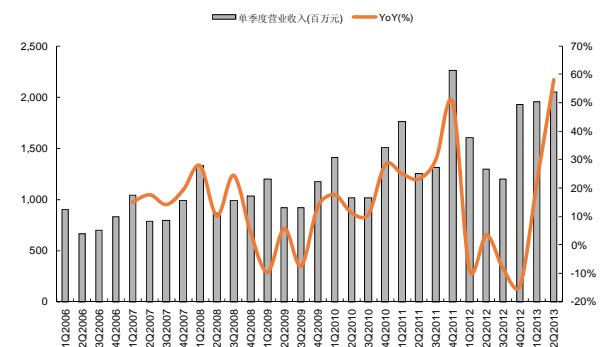
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图5 主力店中央商场收入增速稳健



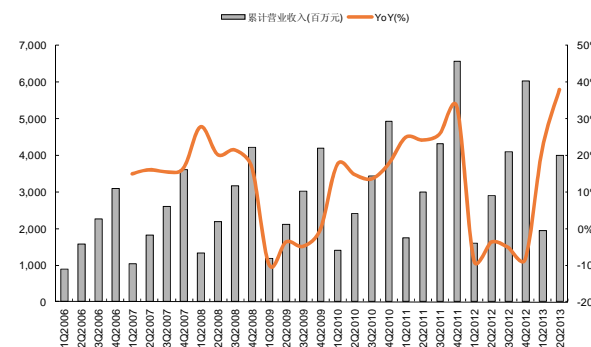
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图6 南京中商单季营业收入



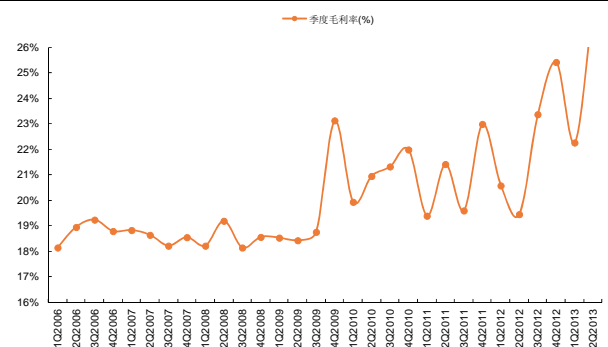
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图7 南京中商累计营业收入



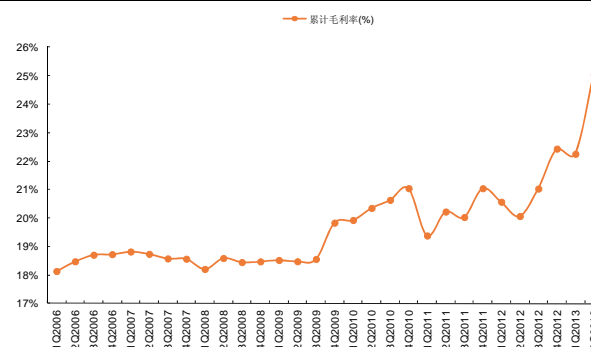
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图8 南京中商单季毛利率变化



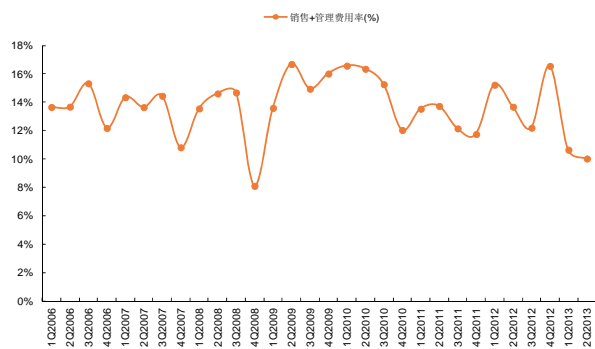
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图9 南京中商累计毛利率变化



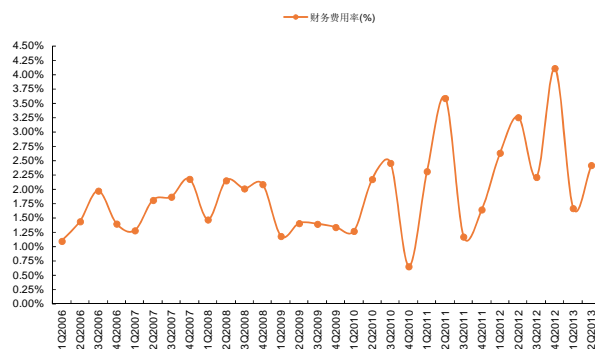
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 南京中商单季销售+管理费用率



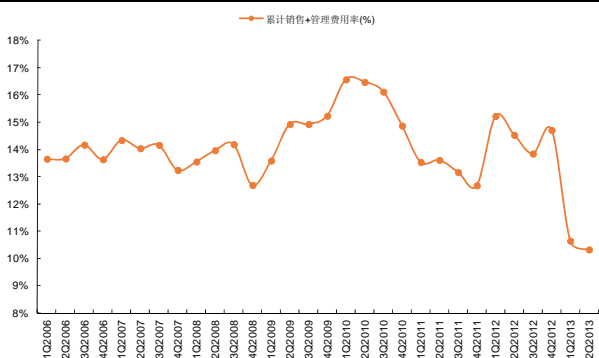
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 南京中商单季财务费用率



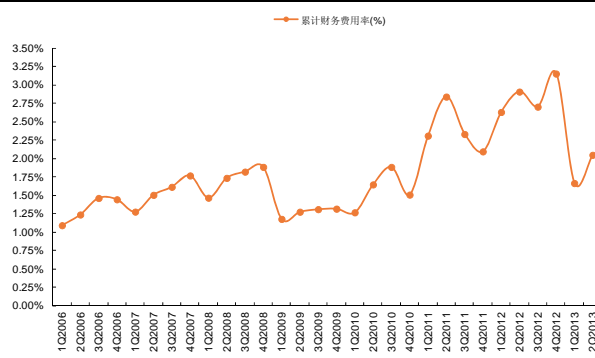
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 南京中商累计销售+管理费用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 南京中商累计财务费用率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	6,321	6,976	7,548	6,964
现金	1,607	1,593	1,853	2,730
应收账款	2	4	4	6
其它应收款	196	251	292	335
预付账款	111	233	270	348
存货	4,319	4,809	5,041	3,458
其他	86	87	87	87
非流动资产	2,806	2,852	3,239	3,560
长期投资	43	43	43	43
固定资产	1,566	1,773	2,195	2,553
无形资产	102	92	82	72
其他	1,094	943	918	891
资产总计	9,127	9,828	10,786	10,524
流动负债	6,374	6,988	7,253	6,009
短期借款	3,100	2,542	2,207	0
应付账款	674	873	1,013	912
其他	2,600	3,572	4,033	5,097
非流动负债	1,535	1,535	1,535	1,535
长期借款	1,254	1,254	1,254	1,254
其他	281	281	281	281
负债合计	7,910	8,523	8,789	7,545
少数股东权益	4	14	28	48
股本	574	574	574	574
资本公积	359	215	215	215
留存收益	281	501	1,179	2,142
归属母公司股东权益	1,218	1,305	1,997	2,979
负债和股东权益	9,127	9,828	10,786	10,524

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-303	1,301	1,228	3,614
净利润	58	508	678	963
折旧摊销	81	64	79	93
财务费用	165	186	167	115
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	631	480	284	2,380
其它	-1,233	63	20	63
投资活动现金流	-194	-397	-465	-415
资本支出	-187	-397	-465	-415
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-382	-794	-930	-830
筹资活动现金流	937	-918	-502	-2,322
短期借款增加	0	-558	-335	-2,207
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	-144	0	0
其他	937	-216	-167	-115
现金净增加额	440	-14	261	877

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,028	7,963	9,267	11,966
营业成本	4,675	5,823	6,755	8,689
营业税金及附加	157	223	245	297
营业费用	291	307	446	560
管理费用	596	631	727	951
财务费用	190	186	167	115
资产减值损失	14	52	6	43
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	109	740	922	1,310
营业外收入	3	10	8	5
营业外支出	16	10	8	5
利润总额	96	740	922	1,310
所得税	38	222	231	328
净利润	58	518	692	983
少数股东损益	0	10	14	20
归属于母公司净利润	58	508	678	963
EBITDA	374	1019	1195	1530
EPS (元)	0.10	0.88	1.18	1.68

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-8%	32%	16%	29%
营业利润	-60%	580%	25%	42%
净利润	9%	775%	33%	42%
获利能力				
毛利率	22%	27%	27%	27%
净利率	0.96%	6.38%	7.31%	8.05%
ROE	4.8%	39.3%	34.4%	33%
ROIC				
偿债能力				
资产负债率	87%	87%	81%	72%
净负债比率				
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	716.4	650.3	566.2	593.2
应付账款周转率	1.8	1.9	1.8	2.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.9	1.2	1.7
每股经营现金流	-0.5	2.3	2.1	6.3
每股净资产	2.1	2.2	3.4	5.1
估值比率				
P/E	123.2	14.1	10.5	7.4
P/B	5.9	5.5	3.6	2.4
EV/EBITDA	36	14	12	8

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 2013 版权所有。保留一切权利。



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