



业绩巨增, 看好长期发展机会

买入 维持

报告摘要:

- **半年报摘要。**公司8月23日晚间发布2013年半年度报告。报告期内, 公司实现营业总收入39.996亿元, 较上年同期增长38.05%; 营业利润3.95亿元, 利润总额3.92亿元, 归属上市公司股东的净利润2.79亿元, 较上年同期分别增长1269.98%、1415.12%、3,212.72%。基本每股收益0.972元, 同比增长3,140.00%。
- **综合毛利率显著上升, 地产业务贡献巨大。**2013年上半年公司综合毛利率25.04%, 比去年同期增长24.75%。其中商业毛利率22.39%, 比上年增加2.78个百分点, 房地产毛利率33.31%, 比去年增加455.35个百分点, 旅游服务业毛利率49.56%, 比去年增加22.20个百分点。房地产毛利率的大幅提升对业绩贡献巨大。
- **期间费用率普遍下滑反映门店运营效率提升。**报告期间公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.9%、6.5%、2.0%, 分别比上年同期减少1、3.2、0.9个百分点。期间费用率12.4%, 同比减少29.03%。费用率的普遍下降反映了公司在引入民营机制和先进管理技术后管理水平与经营效率的提升。
- **大股东免租助力发展, 城市综合体是未来增长点。**过去两年大股东以免租或低租的形式将开发物业租给公司经营支持公司发展。此外, 公司的城市综合体项目在稳步推进, 报告期内, 集团新开南京河西门店。未来公司新建的城市综合体项目中, 都将以体验为主, 体验占70%, 购物占30%, 公司在体验方面做足功夫, 能够抵御电商冲击。按目前已公告项目看, 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, 大概可实现每年6亿元租金净利润, 折合EPS至少2元。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计公司2013-2015年EPS分别为1.61、2.26和2.89元。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。

消费服务研究组

分析师:

陈炫如 (S1180511080001)

电话: 010-8808 5961

Email: chenxu@hysec.com

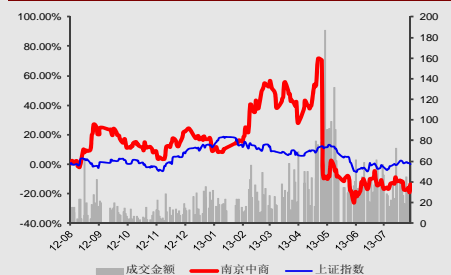
研究助理:

姜天骄

电话: 010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



相关研究

南京中商: 免租支持发展, 业绩改善空间巨大

2013-07-02

南京中商: 轻装上阵, 一季度业绩爆发

2013-04-18

南京中商: 短期估值合理, 长期仍有空间

2013-03-25

南京中商: 严控费用增绩效, 股东增持强信心

2012-10-25

南京中商: 非经常性损益支出接近尾声

2012-07-15

南京中商: 百货经营良好, 资金压力抑制业绩

2012-05-14

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	6579.00	6027.83	8089	9723	11240
增长率(%)	33.24%	-8.38%	34.20%	20.20%	15.60%
归母净利润(百万)	53.33	58.04	463	650	831
增长率(%)	14.34%	8.83%	698.00%	40.34%	27.83%
每股收益	0.19	0.20	1.61	2.26	2.89
市盈率	131.05	124.5	15.47	11.02	8.62

表 1: 损益表分季度指标

财务指标	2012 Q1	2013Q1	Q1 变动	2012 Q2	2013Q2	2013Q2 相对 2012Q2 变动
营业收入	1,603.99	1,955.02	351.03	1,293.30	2,044.57	751.27
营业收入增速 YOY	-8.84%	21.88%	30.72%	3.48%	58.09%	54.61%
营业成本	1,274.03	1,519.91	245.88	1,041.81	1,478.31	436.50
综合毛利率	20.57%	22.26%	1.68%	19.45%	27.70%	8.25%
综合毛利率变动幅度	1.19%	1.68%	0.50%	-1.97%	8.25%	10.22%
营业税金及附加	26.55	27.83	1.28	19.31	94.26	74.95
销售费用	76.75	66.95	-9.80	65.64	87.99	22.35
销售费用增速	1.70%	-12.77%	-14.47%	6.69%	34.05%	27.36%
管理费用	167.44	141.19	-26.25	111.18	116.95	5.78
管理费用增速	2.94%	-15.68%	-18.62%	1.02%	5.20%	4.18%
财务费用	42.17	32.52	-9.65	42.03	49.36	7.33
期间费用率	0.18	0.12	-0.06	0.17	0.12	-0.04
销售费用率	4.79%	3.42%	-1.36%	5.08%	4.30%	-0.77%
管理费用率	10.44%	7.22%	-3.22%	8.60%	5.72%	-2.88%
财务费用率	2.63%	1.66%	-0.97%	3.25%	2.41%	-0.84%
资产减值损失	4.23	2.88	-1.35	-1.74	-0.17	1.56
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	10.50	10.50
投资净收益	0.64	0.73	0.09	0.31	2.36	2.04
其中: 对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	1.55	1.55
营业利润	13.46	164.47	151.01	15.39	230.73	215.34
加: 营业外收入	0.42	0.60	0.18	0.37	0.36	-0.01
减: 营业外支出	2.19	0.33	-1.85	1.55	3.46	1.91
其中: 非流动资产处置净损失	0.00	0.02	0.02	0.22	0.18	-0.04
利润总额	11.70	164.74	153.04	14.20	227.62	213.42
减: 所得税	10.64	34.80	24.15	6.27	77.73	71.46
净利润	1.05	129.94	128.89	7.93	149.89	141.96
减: 少数股东损益	0.11	0.61	0.51	0.45	0.05	-0.39
归属于母公司所有者的净利润	0.95	129.33	128.38	7.48	149.83	142.35
归母净利润增速	-69.08%	13553.94%	13623.01%	27.86%	1903.17%	1875.30%
销售净利率(右)	0.06%	6.62%	6.56%	0.58%	7.33%	6.75%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

表 2: 主营业务分行业情况

分行业	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年同期增减(%)	营业成本比上年同期增减(%)	毛利率比上年同期增减(%)
商业	3,401,185,981.70	2,639,684,753.11	22.39	19.37	15.25	增加 2.78 个百分点
房地产行业	529,192,244.96	352,929,925.20	33.31	11,395.53	1,368.57	增加 455.35 个百分点
旅游服务业	3,614,094.71	1,822,809.37	49.56	570.75	365.78	增加 22.20 个百分点

资料来源：公司公告，宏源证券

表 3: 销售费用中差旅费、促销费增长最大

项目	2013 年上半年	2012 年上半年	同比增长
职工薪酬	50,682,834.68	61,405,653.60	-17%
办公费	625,230.92	359,823.27	74%
差旅费	1,310,888.35	467,896.36	180%
保险费	626,488.24	7,902,429.68	-92%
水电费	31,823,181.11	31,702,360.28	0%
邮电通讯费	324,376.10	354,333.70	-8%
包装运输费	991,167.15	1,248,469.49	-21%
业务宣传广告促销费	55,278,173.02	21,308,601.89	159%
其他费用	13,275,413.89	17,641,186.79	-25%
合计	154,937,753.46	142,390,755.06	9%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 2: 管理费用中长期待摊费用摊销增速最快

项目	2013 年上半年	2012 年上半年	同比增长
职工薪酬	161,270,969.97	165,203,279.84	-2%
办公费	950,189.08	838,870.37	13%
差旅费	3,629,282.74	2,739,990.83	32%
租赁费	7,991,462.23	11,822,164.19	-32%
折旧费	36,608,472.13	33,655,709.60	9%
邮电通讯费	1,382,507.19	1,156,341.89	20%
修理费	6,439,373.76	9,532,767.69	-32%
费用性税金	12,573,553.89	10,049,871.80	25%
招待费	5,656,663.20	5,802,197.63	-3%
低值易耗品摊销	1,010,926.29	452,823.97	123%
无形资产摊销	2,296,114.48	2,646,652.93	-13%
长期待摊费用摊销	1,734,279.67	185,073.70	837%
劳动保护费	908,932.70	2,041,182.19	-55%

聘请中介机构费	3,019,123.32	12,209,124.10	-75%
警卫消防费	885,226.40	1,173,669.76	-25%
其他费用	11,789,018.39	19,108,898.25	-38%
合计	258,146,095.44	278,618,618.74	-7%

资料来源：公司公告，宏源证券

表 3: 财务费用情况

项目	2013 年上半年	2012 年上半年
利息支出	90,727,701.55	85,739,605.82
减：利息收入	35,689,631.67	21,716,199.26
汇兑损益		
其他	26,842,947.36	20,181,201.53
合计	81,881,017.24	84,204,608.09

资料来源：公司公告，宏源证券

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。

姜天骄: 商贸零售行业分析师，复旦大学经济学学士，上海财经大学数量经济学硕士。2012年加入宏源证券。

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、新华都、欧亚集团

机构销售团队

		姓名	电话1	电话2	邮箱
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。