

# 中央商场 (600280)

## 行业压力致收入下滑，商业地产继续扩张

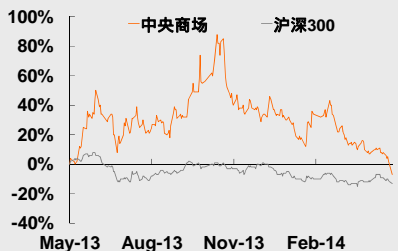
### 推荐 (下调)

现价：9.27 元

#### 主要数据

行业	平安商贸零售
公司网址	www.njzysc.com
大股东/持股	祝义财/41.51%
实际控制人/持股	祝义财/70.41%
总股本(百万股)	574
流通 A 股(百万股)	574
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	53.23
流通 A 股市值(亿元)	53.23
每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	87.1

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《五获增持》-20120918
- 《最好的单季业绩表现》-20121024
- 《房地产进入结算带来业绩质的提升》-20130303
- 《业绩实质提升，商业地产成为未来看点》-20130415
- 《房产结算致业绩暴增，综合体项目延续高速扩张》-20130828
- 《业绩逐渐兑现，扩张快马加鞭》-20131030
- 《费用管控见成效，未来将进一步向商业地产转型》-20140327

#### 证券分析师

**耿邦昊** 投资咨询资格编号  
S1060512070001  
0755-22625433  
gengbanghao458@pingan.com.cn

### 投资要点

**事项：**公司公布 2014 一季报，1Q 收入 18.39 亿元，微降 5.93%，归属净利润 9883 万元或 EPS=0.172 元，YoY =-23.58%，低于预期。

**平安观点：**今年是公司继续转型的一年，公司在传统业务百货&购物中心继续扩张，但更重要的是在江苏等地县级城市继续扩张 20 万平体量的大型城市综合体。由于去年零售主业的净利率回归正常化、加之行业需求压力，传统业务增长必然收敛，而综合体下的商业地产结算成为主要的利润贡献，但利润结构的变化对估值可能产生一定影响。另一方面，投资者一直对公司资产负债的压力表示担忧，平衡扩张速度和资金压力可能对公司市值产生积极因素。

#### ■ 行业压力下，公司延续收入下滑

1Q 公司收入单季下滑 5.93%，延续去年 4Q 的下滑趋势但有所收敛（4Q 单季收入下滑 12.73%）。其中本埠中央商场主力店收入下滑 12.05%，创历史最差记录；外埠门店收入略降 0.55%，剔除培育期&新开门店增量贡献，徐州、淮安等外埠主力店也应有中个位数收入下滑。行业需求压力在公司同样有所体现。

#### ■ 促销致毛利率下滑，费用绝对值基本稳定，但费率上升

公司 1Q 毛利率同比去年 1Q 小幅下滑，其中本埠门店降至 18.88%，应与促销加强有关。公司费用有严格的控制，管理+销售费用绝对值下降 50 万元，基本到极限，但财务费用增加 1650 万元。由于收入的下降，费用率上升。

#### ■ 商业地产项目继续扩张，但资金压力仍未缓解

公司今年将继续徐、淮、宿迁、泗阳、盱眙等地产项目的扩张，商业地产项目的结算也将成为近几年公司主要利润贡献量。从 1Q 报表来看，公司并未结算房地产收入，但预收款增加 4.94 亿元，预计多为房地产预售款。由于扩张带来的资金压力，1Q 公司继续增加长、短债，计息负债继续增加至 58.65 亿元，虽然我们不认为公司资金链存在风险，但至少在今年计息负债增加的趋势难以改变，从而带来资金压力和财务费用压力（资本化只能部分化解对利润表的压力），这也是投资者所担忧的。

#### ■ 维持公司 14/15 年 EPS 预测 1.25/1.8 元，但下调评级至推荐

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,028	7,319	8,863	11,734	15,152
YoY(%)	-8.4	11.24	21.10	32.40	29.12
净利润(百万元)	58	570	719	1,034	1,339
YoY(%)	8.8	969	26	44	30
毛利率(%)	22.4	25.5	26.4	27.0	27.4
净利率(%)	1.0	7.79	8.11	8.81	8.84
ROE(%)	7.4	43.9	35.6	33.9	30.5
EPS(摊薄/元)	0.10	0.99	1.25	1.80	2.33
P/E(倍)	92.7	9.3	7.4	5.2	3.9
P/B(倍)	5.7	4.15	2.55	1.65	1.30

我们维持公司 14/5 年 EPS 预测 1.25/1.8 元，因商业地产项目是利润的主要贡献，而这一部分利润基本锁定。我们仍然建议投资者关注商业地产的开发进度以及现金流的改善情况。考虑到公司的资金压力以及投资者对商业地产利润的估值，我们认为公司继续上涨缺乏新的催化剂。我们建议关注公司在相应领域的投入。下调至“推荐”评级。

■ **风险提示** :房地产调控政策压力及商业地产销售情况不及预期带来的资金压力 ;消费需求低于预期 ;新业态冲击等。

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	7,145	8,843	12,606	12,886
现金	1,351	1,663	2,347	3,030
应收账款	12	4	6	7
其它应收款	125	304	402	520
预付账款	338	261	343	440
存货	5,227	6,517	9,413	8,794
其他	93	95	95	95
<b>非流动资产</b>	2,994	3,645	4,538	5,393
长期投资	45	45	45	45
固定资产	2,079	2,410	3,214	4,088
无形资产	235	209	182	155
其他	635	982	1,097	1,106
<b>资产总计</b>	10,140	12,488	17,144	18,279
<b>流动负债</b>	6,755	8,395	11,995	11,764
短期借款	3,658	4,391	4,584	4,351
应付账款	1,052	978	1,285	1,155
其他	2,046	3,025	6,126	6,258
<b>非流动负债</b>	2,054	2,054	2,054	2,054
长期借款	1,768	1,768	1,768	1,768
其他	285	285	285	285
<b>负债合计</b>	8,809	10,448	14,049	13,817
少数股东权益	6	21	42	69
股本	574	574	574	574
资本公积	129	129	129	129
留存收益	597	1,316	2,350	3,689
<b>归属母公司股东权益合计</b>	1,306	2,040	3,095	4,461
<b>负债和股东权益</b>	10,115	12,488	17,144	18,279

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	-734	605	1,663	2,149
净利润	570	719	1,034	1,339
折旧摊销	92	104	137	175
财务费用	111	132	142	202
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	1,510	-377	324	404
其它	-3,013	28	26	29
<b>投资活动现金流</b>	-392	-755	-1,030	-1,030
资本支出	-395	-755	-1,030	-1,030
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-787	-1,510	-2,060	-2,060
<b>筹资活动现金流</b>	928	571	51	-435
短期借款增加	557	733	193	-233
长期借款增加	514	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-143	-162	-142	-202
<b>现金净增加额</b>	-198	421	684	683

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	7,319	8,863	11,734	15,152
营业成本	5,452	6,523	8,566	11,003
营业税金及附加	208	248	310	376
营业费用	322	372	590	845
管理费用	441	526	715	902
财务费用	134	132	142	202
资产减值损失	(6)	13	5	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	773	1,048	1,407	1,822
营业外收入	3	10	8	5
营业外支出	8	10	8	5
<b>利润总额</b>	768	1,048	1,407	1,822
所得税	209	314	352	455
<b>净利润</b>	559	734	1,055	1,366
少数股东损益	2	15	21	27
<b>归属于母公司净利润</b>	570	719	1,034	1,339
EBITDA	1039	1355	1749	2224
EPS (元)	0.99	1.25	1.80	2.33

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	11	21	32	29
营业利润(%)	187	36	34	30
净利润(%)	969	26	44	30
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	26	26	27	27
净利率(%)	1.0	6.4	7.3	7.79
ROE(%)	43.9	35.6	33.9	30.5
ROIC				
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	87.1	83.7	81.9	75.6
净负债比率				
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	273.1	281.5	599.7	593.2
应付账款周转率	1.6	1.6	1.9	2.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.99	1.25	1.80	2.33
每股经营现金流	-1.3	1.1	2.9	3.7
每股净资产	2.3	3.5	5.3	7.6
<b>估值比率</b>				
P/E	9.3	7.4	5.2	3.9
P/B	4.15	2.55	1.65	1.30
EV/EBITDA	13.5	11.3	10.5	7.8

## 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	