

中央商场 (600280)

现金回笼报表改善，房地产陆续结算贡献业绩

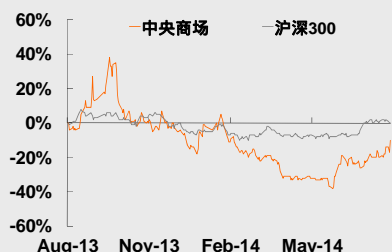
推荐 (维持)

现价：11.71 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)	67.24
流通 A 股市值(亿元)	67.24
每股净资产(元)	2.44
资产负债率(%)	87.9

行情走势图



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：中央商场今日公告 2014 中报，1H 实现收入 37.75 亿元，YoY=-5.61%；实现归属母公司净利润 3.24 亿元或 EPS=0.564，YoY=16.09%；扣非后净利润 2.327 亿元，YoY=-14.52%，非经常性损益主要来自于子公司拆迁补偿款。业绩符合预期。

平安观点：公司上半年延续了在江苏等省份三四线城市的扩张，前期储备的几个大型城市综合体也开始陆续结算。公司的资产负债率、计息负债率和财务费用率五年来首次出现改善，我们认为公司可能已经度过现金压力最大的阶段。随着未来三年公司地产进入结算期，利润增长和负债表改善将更加明显，不过公司利润结构和业务模式的变化可能会对估值体系产生一定影响。

■ 扩张和促销换取收入增长

1H 公司收入 37.75 亿元，同比下滑 5.61%。不过分业态来看，房地产上半年仅结算 2.34 亿元，同比下滑 55.73%，拖累整体收入增长，而公司零售收入 34.55 亿元，同比增长 1.60%，好于行业水平，其中占零售收入近一半比例的南京中央商场总店 1H 收入 16.27 亿元同比微降 0.34%，表现难能可贵。公司去年新开的湖北店和安徽铜陵店是拉动收入增长的因素之一，另一方面上半年公司采取了积极的促销，零售毛利率同比减少 2.97 个百分点，换得了收入的正增长。

■ 1H 房地产少量结算，下半年结算超过 15 亿元

按公司的规划，2014 年预计实现房地产销售 20 亿元，其中 1H 公司结算了 2.34 亿元的房地产，主要包括泗阳国际广场和泗阳星雨华府项目，此外另有约 4 亿元的房地产预收款体现在公司预收账款留待下半年结算。另外公司淮安雨润广场的住宅和公寓楼及地下两层商铺将于今年四季度开始销售。我们预计公司全年实现房地产销售约 17.5 亿元，略高于此前我们预计的 15 亿元，房地产项目净利率约 13%左右，贡献净利润约 2.4 亿元。

■ 现金流回流，负债表改善，费用管控进一步加强

伴随着房产销售现金回笼，公司过去五个季度资产负债率环比下降，从 90%以上降至 1H 的 86.3%，而计息负债率也降至 48.1%。随着负债的改善以及利息资本化，公司 1H 财务费用率下降 0.14 个百分点至 1.91%。我们相信此前投资者担忧和诟病最多的公司经营杠杆过度负债过高的问题正逐渐解决。另一方面公司零售业务的经营管理效率也在提升，1H 公司销售+管理费用率下降 0.33 个百分点至 9.94%，其中贡献最大的是人工费用绝对值下降 3260 万元或费率下降 0.55 个百分点。公司在前几年大幅裁员的举措持续产生成效（去年全年人工费用绝对值下降 8500 万元）。

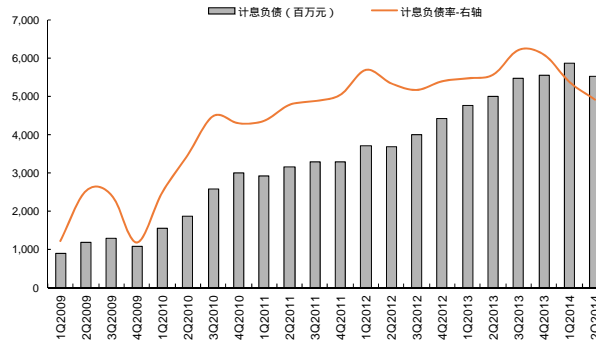
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7319	8146	11118	14356
YoY(%)	11.2	11.3	36.5	29.1
净利润(百万元)	570	721	1034	1339
YoY(%)	969.4	26.3	43.5	29.5
毛利率(%)	25.5	29.9	30.1	29.8
净利率(%)	7.8	8.8	9.3	9.3
ROE(%)	43.9	35.7	33.8	30.5
EPS(摊薄/元)	0.99	1.25	1.80	2.33
P/E(倍)	11.8	9.3	6.5	5.0
P/B(倍)	5.2	3.3	2.2	1.5

■ **维持 14-16 年 EPS 预测 1.25/1.80/2.33 元，维持“推荐”评级**

公司目前的发展轨迹和我们此前预测基本一致，存量房地产项目的结算将成为公司未来几年的主要利润增量来源。我们更新了公司 14-17 年房地产结算的收入预测至 17.5/40/30.75/10.9 亿元，明后年是公司房地产结算的峰值。另外公司将继续三四线城市的百货&购物中心布局，目前储备的项目包括 15 年拟开业的泗阳、宿迁店等。考虑到房地产项目利润的确定性较强，我们维持 14-16 年 EPS 预测 1.25/1.8/2.33 不变，但我们调降了公司的收入预测。维持推荐评级。

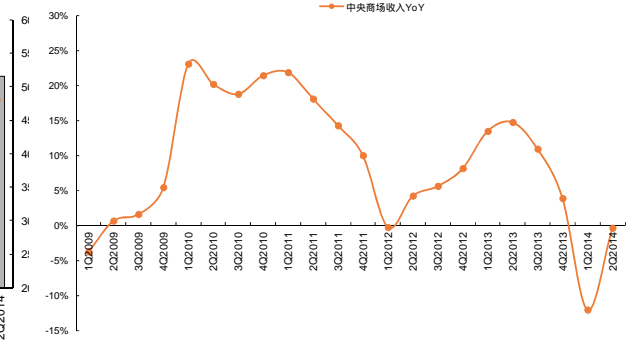
■ **风险提示**：房地产调控政策压力及商业地产销售情况不及预期带来的资金压力；消费需求低于预期；新业态冲击等。

图表 1 中央商场计息负债情况



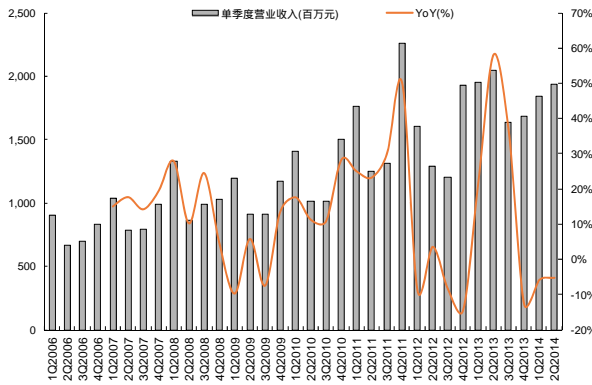
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 中央商场主力店收入增速回升



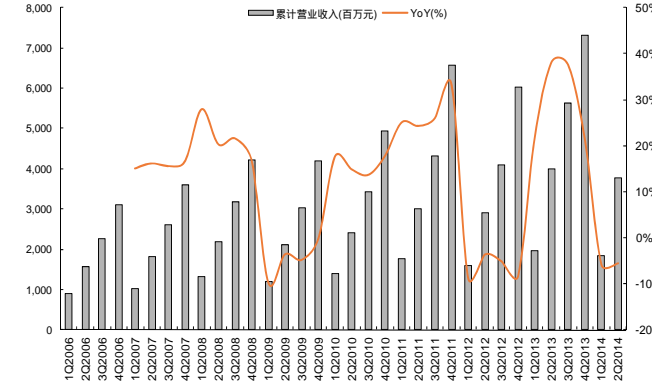
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 中央商场单季营业收入



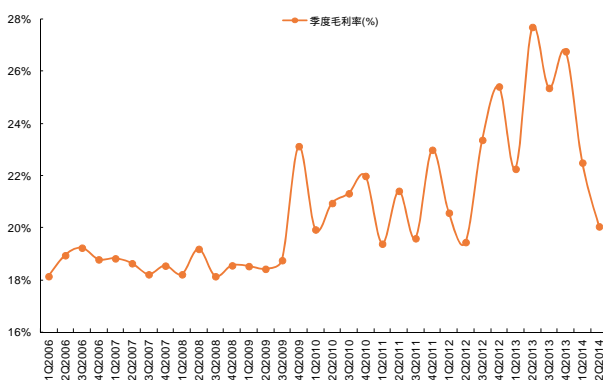
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 中央商场累计营业收入



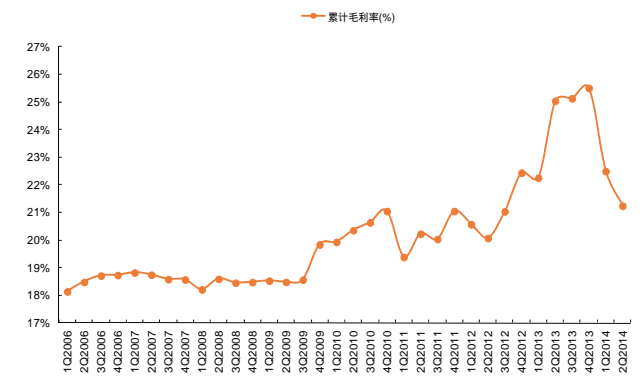
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 中央商场单季毛利率变化



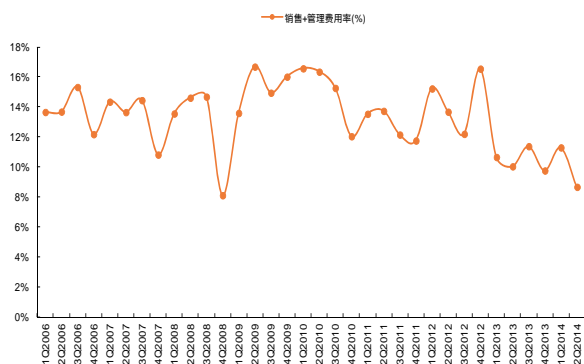
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 中央商场累计毛利率变化



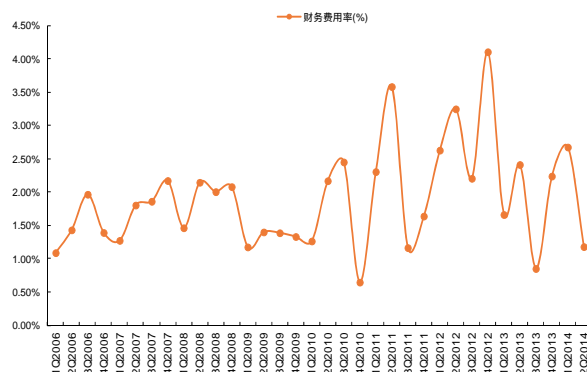
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 7 中央商场单季销售+管理费用率



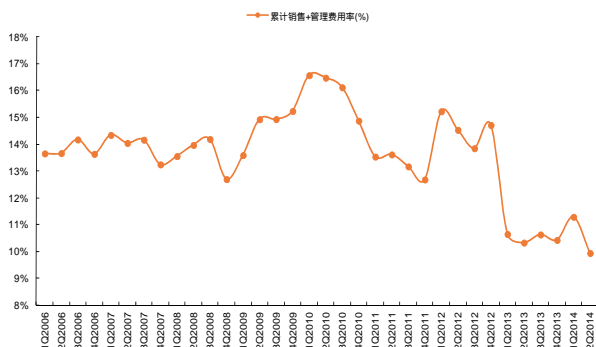
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 8 中央商场单季财务费用率



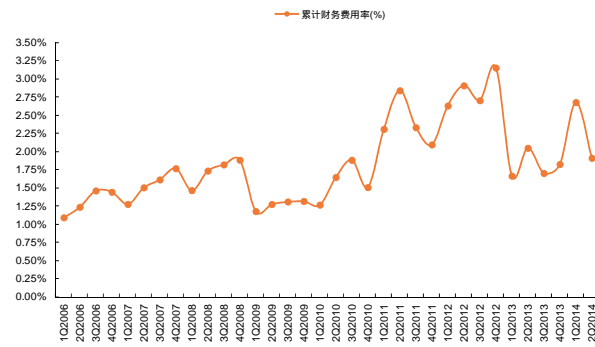
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 9 中央商场累计销售+管理费用率



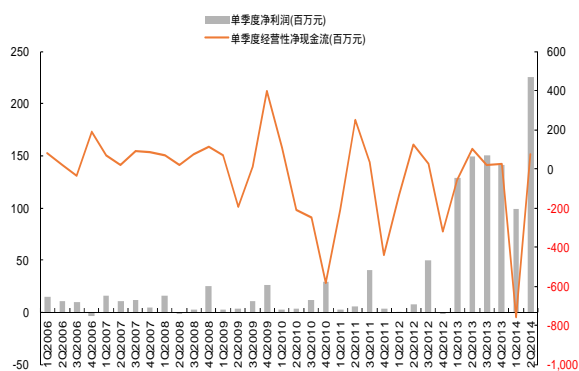
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 10 中央商场累计财务费用率



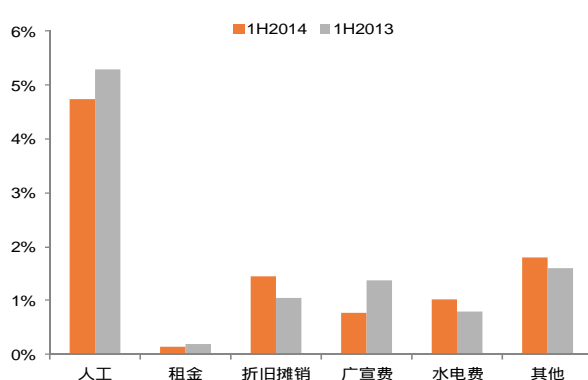
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 11 中央商场季度净利润及经营性现金流



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 12 中央商场费用构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	7,145	6,774	8,838	9,888
现金	1,351	1,430	2,224	4,863
应收账款	12	4	5	7
其它应收款	125	279	381	492
预付账款	338	229	311	403
存货	5,227	4,737	5,822	4,028
其他	93	95	95	95
非流动资产	2,994	3,295	3,651	4,228
长期投资	45	45	45	45
固定资产	2,079	2,245	2,628	3,115
无形资产	235	209	182	155
其他	635	797	797	914
资产总计	10,140	10,069	12,489	14,117
流动负债	6,780	5,974	7,339	7,600
短期借款	3,658	1,453	1,415	500
应付账款	1,052	857	1,166	1,058
其他	2,070	3,664	4,758	6,041
非流动负债	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
负债合计	8,833	8,028	9,392	9,653
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	1,318	2,352	3,691
归属母公司股东权益合计	1,306	2,041	3,096	4,463
负债和股东权益	10,140	10,069	12,489	14,117

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-734	3,067	1,420	4,396
净利润	572	721	1,034	1,339
折旧摊销	92	96	110	128
财务费用	111	160	123	137
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	1,510	2,068	129	2,764
其它	-3,015	23	25	28
投资活动现金流	-392	-395	-465	-705
资本支出	-395	-397	-465	-705
长期投资减少	0	0	0	0
其他	-787	-792	-930	-1,410
筹资活动现金流	928	-2,394	-161	-1,052
短期借款增加	0	-2,205	-38	-915
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	0	0	0
其他	928	-190	-123	-137
现金净增加额	-198	278	793	2,639

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	7,319	8,146	11,118	14,356
营业成本	5,452	5,713	7,770	10,081
营业税金及附加	208	301	422	517
营业费用	322	407	543	657
管理费用	441	607	849	1,141
财务费用	134	160	123	137
资产减值损失	-6	10	3	1
公允价值变动收益	0	2	0	0
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	773	948	1,407	1,822
营业外收入	3	110	8	5
营业外支出	8	10	8	5
利润总额	768	1,050	1,407	1,822
所得税	209	315	352	456
净利润	559	733	1,055	1,367
少数股东损益	2	15	21	27
归属于母公司净利润	570	721	1,034	1,339
EBITDA	1011	1236	1677	2107
EPS (元)	0.99	1.25	1.80	2.33

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	11.2	11.3	36.5	29.1
营业利润(%)	186.9	22.7	48.3	29.5
净利润(%)	969.4	26.3	43.5	29.5
获利能力				
毛利率(%)	25.5	29.9	30.1	29.8
净利率(%)	7.8	8.8	9.3	9.3
ROE(%)	43.9	35.7	33.8	30.5
ROIC				
偿债能力				
资产负债率(%)	87.1	79.7	75.2	68.4
净负债比率				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.8
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	273.1	261.7	596.9	593.2
应付账款周转率	1.6	1.5	1.9	2.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.99	1.25	1.80	2.33
每股经营现金流	-1.3	5.3	2.5	7.7
每股净资产	2.3	3.5	5.3	7.7
估值比率				
P/E	11.8	9.3	6.5	5.0
P/B	5.2	3.3	2.2	1.5
EV/EBITDA	14.1	10.8	8.3	5.5

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	