

中央商场 (600280)

零售业务略有下滑，业绩增长依赖房地产结算

推荐 (维持)

现价：11.21 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)	64.36
流通 A 股市值(亿元)	64.36
每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	86.6

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

研究助理

王晴 一般从业资格编号
S1060114080032
0755-22628888-101020
Wangqing944@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 三季报,1-3Q 实现收入 51.33 亿元,YoY=-8.91%;实现归属母公司净利润 4.94 亿元或 EPS=0.86, YoY=15.20%;扣非后净利润 4.05 亿元, YoY=-3.91%,非经常性损益为二季度公司确认的子公司拆迁补偿款。业绩符合预期。

平安观点：公司是零售上市公司当中少数仍处于战略扩张的企业，这主要由于公司前几年已经制定的长期规划，并陆续投入了大量资金，另外公司所处的江苏安徽三四线城市仍然存在扩张空间。对于公司来说，在扩张过程当中保持资金链稳健至关重要，不过相比前几年目前公司的资产负债率、计息负债率和财务费用率已经有改善迹象。公司在接下来三年内都将因地产业务实现利润增长。

■ 零售业务下滑，房地产尚未结算

3Q 公司收入下滑 16.98%，弱于 2Q 的收入表现（下滑-5.31%），拖累 1-3Q 累计收入下滑 8.91%，我们估计这一方面与公司去年三季度房地产销售导致基数较高有关，另外也表明公司三季度零售业务有下滑，三季度占公司零售收入约一半份额的本埠中央商场收入下滑 7.2%，但上半年只下滑了 0.34%。三季度公司存货增加超过 5 亿元，我们估算主要是部分房地产项目开发完成进入库存，但考虑到预收款增长很少，因此三季度公司应只有少量结算房地产业务。

■ 毛利率上升，但投入增加，费用率同向上升

3Q 公司毛利率提升 5.4 个百分点至 30.76%，应与公司零售业务促销减少及少量结算高毛利房地产业务有关。但公司费用率同样有所上升，销售+管理费用率增加了 1.41 个百分点，此外为了满足后续的资金开支而增加了贷款，公司新增短期、长期贷款近 10 亿元，虽然这笔贷款暂未使用（账面现金同向增加 10 亿元），但产生了约 2800 万元的财务费用。最终使得三季度期间费用率增加 2.6 个百分点，部分抵消了毛利率上升的利好。

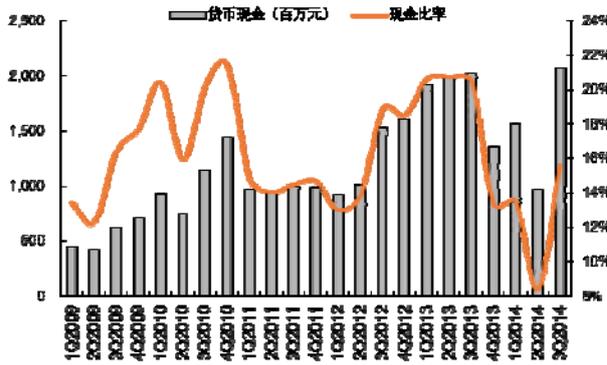
■ 业绩增长将依赖房地产结算进度，维持 14-16 年 EPS 预测 1.25/1.80/2.33 元不变，维持“推荐”评级

虽然公司有少量的外延扩张（铜陵店、湖北店、河西店），但零售业务基本难有太大波动，未来业绩增长主要来自于房地产业务。我们预计今年四季度房地产有超过 10 亿结算，而未来三年房地产结算将达到 80 亿元。维持 14-16 年 EPS 预测 1.25/1.8/2.33 不变，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。

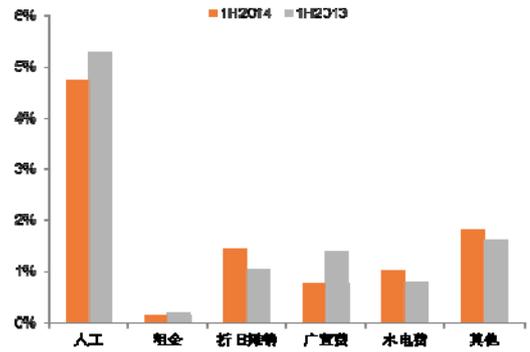
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,028	7,319	8,146	11,118	14,356
YoY(%)	-8.4	11.2	11.3	36.5	29.1
净利润(百万元)	58	570	721	1,034	1,339
YoY(%)	8.8	969.4	26.3	43.5	29.5
毛利率(%)	22.4	25.5	29.9	30.1	29.8
净利率(%)	1.0	7.8	8.8	9.3	9.3
ROE(%)	7.4	43.9	35.7	33.8	30.5
EPS(摊薄/元)	0.10	0.99	1.25	1.80	2.33
P/E(倍)	112.1	11.3	8.9	6.2	4.8
P/B(倍)	4.9	5.0	3.2	2.1	1.5

图表1 中央商场货币现金情况



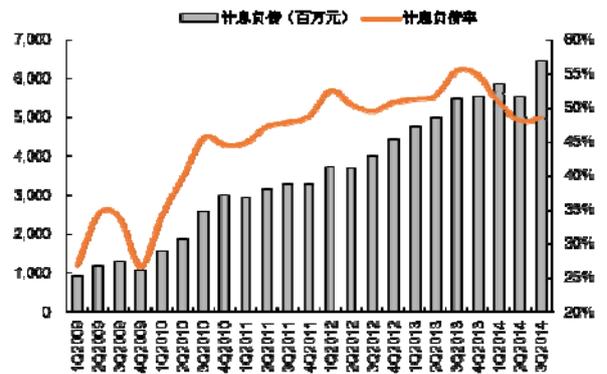
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 中央商场零售业务费用状况



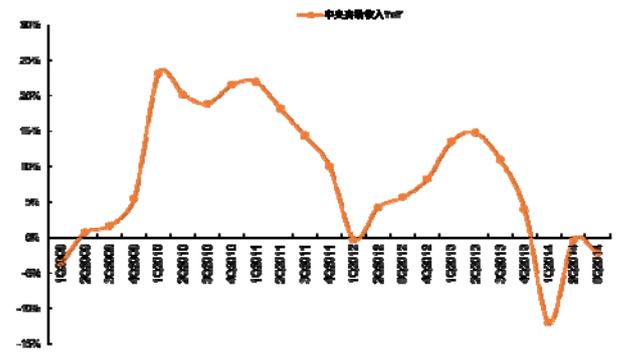
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 中央商场计息负债情况



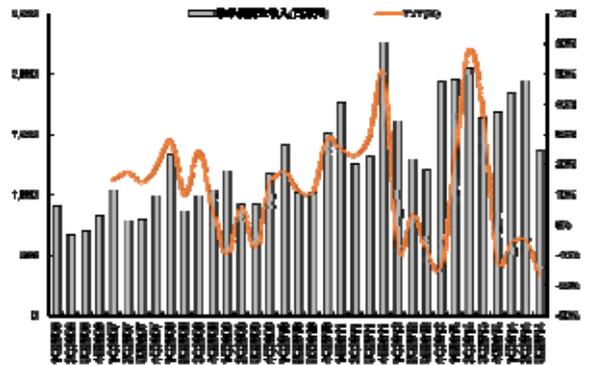
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 主力店中央商场收入增速稳健



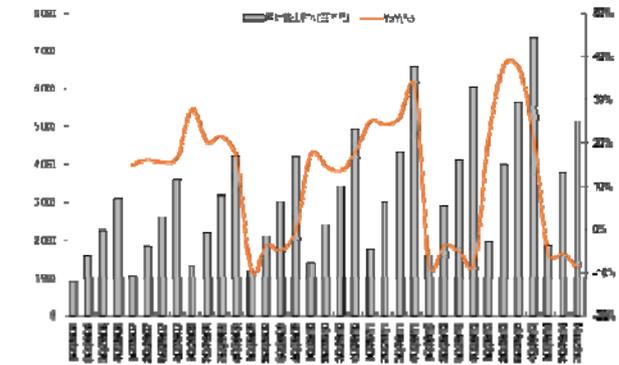
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 中央商场单季营业收入



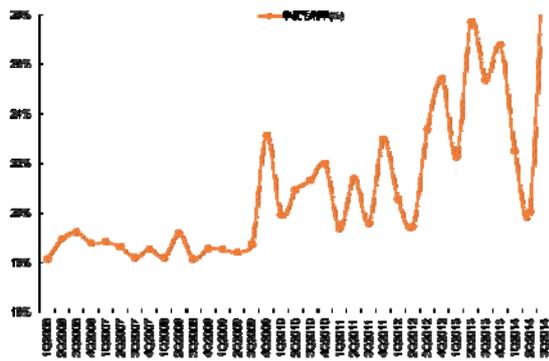
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 中央商场累计营业收入



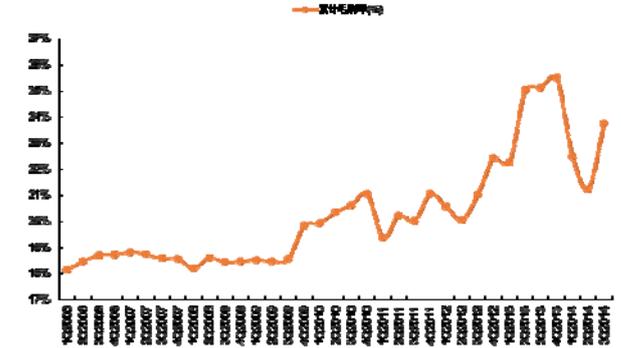
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 中央商场单季毛利率变化



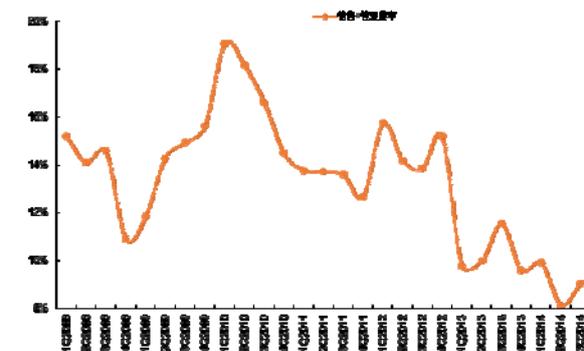
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 中央商场累计毛利率变化



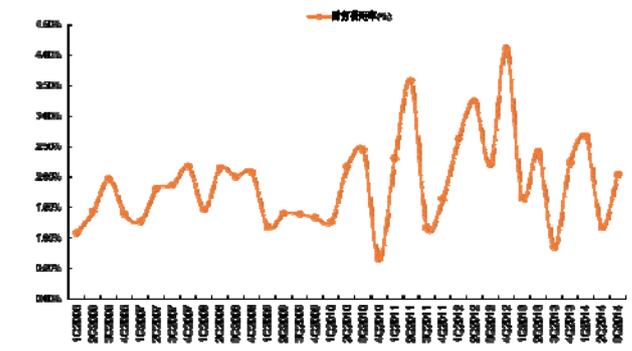
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 中央商场单季销售+管理费用率



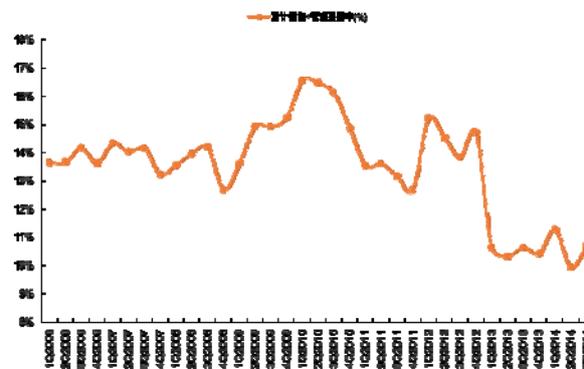
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 中央商场单季财务费用率



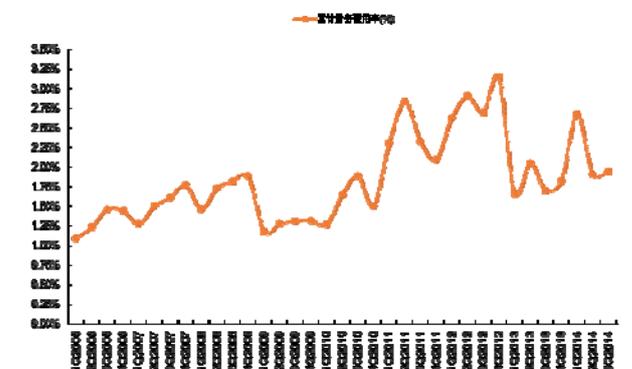
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 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12 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

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

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	11.3	8.9	6.2	4.8
P/B	5.0	3.2	2.1	1.5
EV/EBITDA	13.8	10.6	8.1	5.4

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	