

2015年04月29日

中央商场 (600280.SH)

## 14年业绩下滑，风雨过后或现彩虹

■14全年营收、净利下降，15Q1营收改善：公司14年实现营收68.71亿，同比下降6.11%，15Q1实现营收19.55亿，同比增长6.32%；14年归母净利润4.08亿，同比下降28.53%，15Q1实现归母净利润0.93亿，同比下降5.44%；14年扣非后归母净利润3.22亿，同比下降42.52%，15Q1扣非后归母净利润0.94亿，同比下降5.32%；14年EPS为0.71，同比下降28.50%，15Q1EPS为0.16元，同比下降5.23%。公告每10股派现金2.50元（含税），并全体股东按每10股派发红股10股。

■房地产项目工程及结算放缓导致营收下降，15年或加快推进：14年公司实现营收68.71亿元，同比下降6.11%，主要是多个房地产项目尚处于工程期未能进行销售结算导致；2015Q1实现营收19.55亿元，同比增长6.32%。公司14年末存货中开发成本及开发产品合计为82.30亿元，较年初大幅增加31.09亿元，预期15年将加快推进盱眙、宿迁、沐阳、泗阳等项目销售工作。

■存量资产价值丰厚，市值成长潜力巨大，风雨过后或现彩虹：我们统计，公司已经经营自有商业面积46万平，在建城市综合体总面积300万平（其中自有商业面积80万平，待结算地产面积220万平），我们测算公司重估价值220亿市值（考虑货币资金及有息负债），公司当前市值仅108亿，至少存在翻倍空间。我们认为，如果存在变更股权结构及改组董事会的可能，无论是从未来业绩增长或资产价值重估的角度，中央商场潜在市场价值均可被重新激活！

■给予“增持-A”评级。我们预计公司15-17年EPS为0.74、0.81、0.88元，当前股价对应PE为26倍、23倍、21倍。给予评级至“增持-A”。

■风险提示：地产确认不达预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	7,318.6	6,871.3	7,421.0	8,014.7	8,575.7
净利润	570.3	407.6	422.2	462.6	507.2
每股收益(元)	0.99	0.71	0.74	0.81	0.88
每股净资产(元)	2.26	2.92	3.26	3.97	4.77
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	19.0	26.6	25.7	23.4	21.4
市净率(倍)	8.3	6.5	5.8	4.7	4.0
净利润率	7.8%	5.9%	5.7%	5.8%	5.9%
净资产收益率	43.9%	24.3%	22.6%	20.3%	18.5%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.5%	0.5%
ROIC	21.6%	9.0%	7.4%	6.7%	7.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 公司快报

证券研究报告

百货

投资评级

**增持-A**

调低评级

6个月目标价

**22.23元**

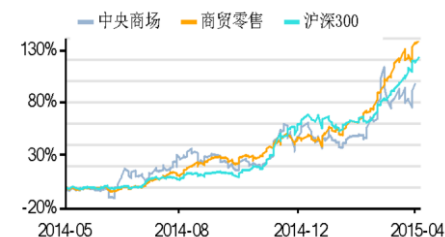
股价(2015-04-28)

**18.87元**

交易数据

总市值(百万元)	10,834.54
流通市值(百万元)	10,834.54
总股本(百万股)	574.17
流通股本(百万股)	574.17
12个月价格区间	8.28/19.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-18.26	7.80	-34.15
绝对收益	1.13	42.31	87.95

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

安全边际+市值诉求+转型 2015-01-06

预期推动公司价值回归

**14 全年营收、净利下降，15Q1 营收改善。**公司 14 年实现营收 68.71 亿，同比下降 6.11%，15Q1 实现营收 19.55 亿，同比增长 6.32%（14Q1-Q4 增速分别为-5.93%、-5.31%、-16.98%、+3.26%）；14 年归母净利润 4.08 亿，同比下降 28.53%，15Q1 实现归母净利润 0.93 亿，同比下降 5.44%（14Q1-Q4 增速分别为-23.58%、+50.34%、+13.55%、-161.60%）；14 年扣非后归母净利润 3.22 亿，同比下降 42.52%，15Q1 扣非后归母净利润 0.94 亿，同比下降 5.32%；14 年 EPS 为 0.71，同比下降 28.50%，15Q1EPS 为 0.16 元，同比下降 5.23%。公告每 10 股派现金 2.50 元（含税），并全体股东按每 10 股派发红股 10 股。

**房地产项目工程及结算放缓导致营收下降，15 年或加快推进。**14 年公司实现营收 68.71 亿元，同比下降 6.11%，主要是多个房地产项目尚处于工程期未能进行销售结算导致；2015Q1 实现营收 19.55 亿元，同比增长 6.32%。分行业看，商业板块实现营收 63.87 亿元（营收占比 95.31%），同比增长 3.40%；房地产板块实现营收 3.07 亿元（占比 4.58%），同比下降 69.48%；旅游服务板块实现营收 740.79 万元（占比 0.11%），同比下降 3.79%。分地区看，公司主营地区江苏省实现营收 59.29 亿元（占比 88.48%），同比下降 8.44%；其他地区中，河南省、山东省营收有所下滑，分别同比下降 9.92%和 1.80%。湖北省实现营收 1.37 亿元（占比 2.05%），同比增长 2.18%；安徽省实现营收 0.90 亿元（占比 1.35%）。公司 14 年末存货中开发成本及开发产品合计为 82.30 亿元，较年初大幅增加 31.09 亿元，预期 15 年将加快推进盱眙、宿迁、沐阳、泗阳等项目销售工作，加快在建项目工程及结算进度，提高房地产收入；同时或利用 Reits 等方式盘活资产。

**受商业、房地产景气度下行影响，整体毛利率下降，15Q1 期间费用率环比略有改善。**公司主营业务毛利率为 21.42%，同比下降 4.09 个百分点。其中，受区域竞争加剧和劳动成本增加等影响，商业板块毛利率为 18.99%（-1.49pp）；房地产为 33.58%（-8.85pp），下降主要原因在于房地产经济下行，公司项目多处于三四线城市受宏观调控影响较大；旅游服务 23.82%（-20.64pp）；15Q1 毛利率为 21.01%，同比下降 1.48 个百分点。14 年期间费用率为 13.35%，同比增长 1.10 个百分点，其中销售费率为 4.26%（-0.15pp），主要系房地产销售进度放缓所致广告宣传费用下降；管理费率为 6.73%（+0.71pp），主要由人工成本刚性上涨引起；财务费率为 2.36%（+0.54pp）。15Q1 期间费率为 12.85%，同比减少 1.12 个百分点，费率减少主要由于公司借款及融资所需支付利息降低所致，其中销售费率为 4.77%（+0.58pp），管理费率为 6.79%（-0.32pp），财务费用（-1.38pp）。14 年和 15Q1 净利率分别为 5.95%和 4.81%，受毛率下降影响其净利率分别下降 1.87 个百分点和 0.59 个百分点。

**存量资产价值丰厚，市值成长潜力巨大，风雨过后或现彩虹。**公司前期公告 3 月 23 日检察机关对董事长、实际控制人祝义财先生执行指定居所监视居住的强制措施；后续公告部分高管因个人原因辞职；公司董事会及管理层稳定性存在不确定性，14 年净利润下滑或与此有一定关系（房地产结算进度问题），当前公司处于重大事项停牌阶段。我们统计，公司已经经营自有商业面积 46 万平，在建城市综合体总面积 300 万平（其中自有商业面积 80 万平，待结算地产面积 220 万平），我们测算公司重估价值 220 亿市值（考虑货币资金及有息负债），公司当前市值仅 108 亿，至少存在翻倍空间。我们认为，如果存在变更股权结构及改组董事会的可能，无论是从未来业绩增长或资产价值重估的角度，中央商场潜在市场价值均可被重新激活！

**给予“增持-A”评级。**公司是国企转民营标的，商业重估价值与市值比严重倒挂。公司 15 年将加快百货业态调整，升级门店软硬件，增强体验业态，促进坪效提升。同时地产项目工程及销售进度或将加快，回收现金流并确认业绩。公司 14 年存在重大不确定性的状况或在 15 年得以改变，公司市值存在重估的可能与空间。我们预计公司 15-17 年 EPS 为 0.74、0.81、0.88 元，当前股价对应 PE 为 26 倍、23 倍、21 倍。给予评级至“增持-A”。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年04月29日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>7,318.6</b>	<b>6,871.3</b>	<b>7,421.0</b>	<b>8,014.7</b>	<b>8,575.7</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,451.9	5,399.5	5,829.2	6,251.5	6,689.1	营业收入增长率	21.4%	-6.1%	8.0%	8.0%	7.0%
营业税费	207.6	109.0	117.7	160.6	148.0	营业利润增长率	622.1%	-39.3%	12.5%	7.5%	7.7%
销售费用	322.4	292.6	326.5	352.6	373.3	净利润增长率	882.6%	-28.5%	3.6%	9.6%	9.6%
管理费用	440.8	462.5	497.2	529.0	566.0	EBITDA 增长率	166.1%	-25.0%	13.5%	2.5%	2.9%
财务费用	133.5	162.5	206.2	185.3	163.4	EBIT 增长率	207.8%	-30.4%	16.2%	2.6%	2.9%
资产减值损失	-5.7	0.6	3.0	-0.7	1.0	NOPLAT 增长率	272.4%	-32.8%	23.2%	2.6%	2.9%
加:公允价值变动收益	13.3	10.2	66.4	22.1	-36.9	投资资本增长率	61.0%	50.1%	13.6%	-10.0%	12.4%
投资和汇兑收益	4.9	22.9	30.0	19.3	24.1	净资产增长率	66.0%	29.1%	11.4%	22.1%	20.1%
<b>营业利润</b>	<b>786.4</b>	<b>477.7</b>	<b>537.5</b>	<b>577.9</b>	<b>622.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-4.7	100.3	27.7	41.1	56.4	毛利率	25.5%	21.4%	21.5%	22.0%	22.0%
<b>利润总额</b>	<b>781.6</b>	<b>578.0</b>	<b>565.3</b>	<b>619.0</b>	<b>678.6</b>	营业利润率	10.7%	7.0%	7.2%	7.2%	7.3%
减:所得税	209.3	169.3	141.3	154.8	169.7	净利润率	7.8%	5.9%	5.7%	5.8%	5.9%
<b>净利润</b>	<b>570.3</b>	<b>407.6</b>	<b>422.2</b>	<b>462.6</b>	<b>507.2</b>	EBITDA/营业收入	13.8%	11.0%	11.6%	11.0%	10.5%
						EBIT/营业收入	12.6%	9.3%	10.0%	9.5%	9.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	90	113	106	95	86
货币资金	1,351.2	1,404.0	1,335.8	1,442.6	1,543.6	流动营业资本周转天数	112	216	285	270	257
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	331	458	506	488	477
应收帐款	136.6	138.1	179.9	152.1	209.3	应收帐款周转天数	8	7	8	7	8
应收票据	-	0.2	0.9	0.4	0.4	存货周转天数	235	355	408	398	385
预付帐款	338.3	217.8	365.1	229.6	439.3	总资产周转天数	463	621	662	630	609
存货	5,226.6	8,322.7	8,517.2	9,195.2	9,158.6	投资资本周转天数	200	328	390	364	343
其他流动资产	92.6	244.5	140.7	159.3	181.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	16.1	29.7	20.8	22.2	24.2	ROE	43.9%	24.3%	22.6%	20.3%	18.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	3.0%	3.1%	3.2%	3.5%
长期股权投资	44.9	16.5	16.5	16.5	16.5	ROIC	21.6%	9.0%	7.4%	6.7%	7.7%
投资性房地产	333.3	404.4	444.8	489.3	538.2	<b>费用率</b>					
固定资产	2,079.0	2,228.7	2,154.4	2,069.2	2,011.4	销售费用率	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
在建工程	67.4	76.8	76.8	76.8	76.8	管理费用率	6.0%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%
无形资产	235.4	233.7	244.2	254.0	262.9	财务费用率	1.8%	2.4%	2.8%	2.3%	1.9%
其他非流动资产	218.1	246.7	232.6	216.4	204.9	三费/营业收入	12.3%	13.4%	13.9%	13.3%	12.9%
<b>资产总额</b>	<b>10,139.5</b>	<b>13,563.9</b>	<b>13,729.8</b>	<b>14,323.6</b>	<b>14,667.7</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	3,657.7	5,174.6	5,921.1	6,122.8	6,309.8	资产负债率	87.1%	87.6%	86.3%	84.0%	81.2%
应付帐款	1,366.1	1,450.4	1,325.3	1,688.9	1,610.9	负债权益比	676.3%	704.7%	631.1%	524.9%	432.7%
应付票据	98.0	173.8	164.2	199.6	171.7	流动比率	1.07	1.14	1.18	1.07	1.17
其他流动负债	1,533.6	2,270.5	1,484.5	2,428.2	1,802.5	速动比率	0.29	0.22	0.23	0.19	0.24
长期借款	1,768.4	2,370.6	2,539.9	1,170.4	1,593.6	利息保障倍数	6.89	3.94	3.61	4.12	4.81
其他非流动负债	409.6	438.3	416.8	421.6	425.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>8,833.4</b>	<b>11,878.3</b>	<b>11,851.8</b>	<b>12,031.4</b>	<b>11,914.1</b>	DPS(元)	0.15	-	0.13	0.09	0.09
少数股东权益	5.9	7.0	8.7	10.3	12.1	分红比率	15.1%	0.0%	18.2%	11.1%	9.8%
股本	574.2	574.2	574.2	574.2	574.2	股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.5%	0.5%
留存收益	726.1	958.7	1,295.1	1,707.7	2,167.3						
<b>股东权益</b>	<b>1,306.1</b>	<b>1,685.7</b>	<b>1,878.0</b>	<b>2,292.2</b>	<b>2,753.6</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.99	0.71	0.74	0.81	0.88
净利润	572.4	408.7	422.2	462.6	507.2	BVPS(元)	2.26	2.92	3.26	3.97	4.77
加:折旧和摊销	92.3	125.7	113.8	115.5	118.8	PE(X)	19.0	26.6	25.7	23.4	21.4
资产减值准备	-5.7	0.6	-	-	-	PB(X)	8.3	6.5	5.8	4.7	4.0
公允价值变动损失	-13.3	-10.2	66.4	22.1	-36.9	P/FCF	-55.7	55.8	60.5	58.6	58.2
财务费用	111.2	137.3	206.2	185.3	163.4	P/S	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
投资损失	-4.9	-22.9	-30.0	-19.3	-24.1	EV/EBITDA	11.0	18.7	20.4	18.5	18.5
少数股东损益	2.1	1.1	1.8	1.6	1.8	CAGR(%)	-6.7%	7.6%	93.6%	-6.7%	7.6%
营运资金的变动	-1,651.0	-2,423.3	-1,135.5	775.1	-955.5	PEG	-2.8	3.5	0.3	-3.5	2.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-734.0</b>	<b>-1,754.9</b>	<b>-355.2</b>	<b>1,543.0</b>	<b>-225.3</b>	ROIC/WACC	3.2	1.3	1.1	1.0	1.1
投资活动产生现金流量	-391.6	-177.7	-51.6	-66.6	-96.9	REP	0.7	1.4	1.9	2.1	1.7
融资活动产生现金流量	927.9	1,588.7	338.6	-1,369.6	423.2						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测



## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

