

牵手多方引战投，谋求转型谱新篇

■ **协议转让股权，引入战略投资者。**5月11日，公司公告，控股股东地华实业签订《股份转让协议》，将转让5330万股公司股份(9.28%)。其中，中信证券将以15.13元/股价格受让公司2000万股(3.48%)，新余星辰以15.58元/股受让2000万股(3.48%)，安徽铁路基金以15.13元/股受让1000万股(1.74%)，和熙投资以15.58元/股受让330万股(0.58%)。且中信证券与铁路基金承诺以上股份锁定期为6个月。本次转让后，地华实业持公司股份合计20.21%。

■ **完善治理结构，提升经营效率。**本次转让前，公司实际控制人祝义财持有公司股份合计71%；完成后下降至61.72%，多方战略投资者合计持股9.28%。引入战投投资者将有效促进公司治理结构的完善，一方面，未来中信证券等战投或将向公司派出董事，降低大股东在董事会中的席位，有利于加强内部控制、健全规章制度和加强制度执行力；另一方面，将有利于提高公司经营效率，提升长期核心竞争力，从而实现可持续发展。

■ **借力探索新模式，谋求转型谱新篇。**本次引入战投后，公司或将加速转型进程，如通过股权合作、Reits等方式盘活资产；更重要在于公司将借力中信证券等强大战投，谋求转型发展。未来公司或存在业务转型升级可能，探索全新商业模式，推动重资产向轻资产方向发展。不排除公司将进军电子商务探索互联网+，升级门店软硬件，增强体验业态，探索新商业模式实现全面转型。

■ **维持盈利预测，上调评级至“买入-A”。**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。上调评级至“买入-A”。

■ **风险提示：地产结算不达预期**

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

投资评级

买入-A

调高评级

6个月目标价

22.23元

股价(2015-05-11)

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	-6.84	5.72	-31.86
绝对收益	1.13	42.31	87.95

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515050001
liuzm@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

14年业绩下滑，风雨过后或现彩虹 2015-04-29

安全边际+市值诉求+转型预期推动公司价值回归 2015-01-06

协议转让股权，引入战略投资者。5月11日，公司公告，控股股东地华实业签订《股份转让协议》，将转让5330万股公司股份（9.28%）。其中，中信证券将以15.13元/股价格受让公司2000万股（3.48%），新余星辰以15.58元/股受让2000万股（3.48%），安徽铁路基金以15.13元/股受让1000万股（1.74%），和熙投资以15.58元/股受让330万股（0.58%）。且中信证券与铁路基金承诺以上股份锁定期为6个月。本次转让后，地华实业持公司股份合计20.21%。

完善治理结构，提升经营效率。本次转让前，公司实际控制人祝义财持有公司股份合计71%；完成后下降至61.72%，多方战略投资者合计持股9.28%。引入战投投资者将有效促进公司治理结构的完善，一方面，未来中信证券等战投或将向公司派出董事，降低大股东在董事会中的席位，有利于加强内部控制、健全规章制度和加强制度执行力；另一方面，将有利于提高公司经营效率，提升长期核心竞争力，从而实现可持续发展。

盘活存量资产，改善业绩质量。中央商场作为资产价值型公司，旗下经营商业资产价值优秀，广泛分布于江苏所有核心城市的核心商圈，价值相对优势显著。本次与中信证券等达成股权转让协议未来或将进一步加强战略合作，进一步盘活资产、加速资金回流，优化资产负债结构，改善未来盈利质量。公司14年末存货中开发成本及开发产品合计为82.30亿元，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。我们统计，公司已经营自有商业面积近50万方，在建城市综合体总面积近300万平（其中自有商业面积约74万平，待结算地产面积约221万平），经测算，公司重估价值超过240亿元，较当前市值仍有120%的上升空间。

图 1：资产重估

门店	省市	商园	物业	建筑面积 (万㎡)	重估单价 (万/㎡)	重估价值 (亿元)
百货店：						
南京中心店	江苏南京	南京新街口	自有	8.19	6	49.14
南京山西路店	江苏南京	南京山西路	自有	2.6	6	15.6
新亚百货	江苏淮安	淮安广场	自有	5.6	3	16.8
中央新亚	江苏淮安	淮安广场	自有	9	3	27
徐州店	江苏徐州	徐州中山南路	自有	2.6	3	7.8
连云港店	江苏连云港	连云港解放中路	自有	3.6	2	7.2
济宁店	山东济宁	济宁太白楼中路	自有	3.2	2	6.4
洛阳店	河南洛阳	洛阳中州路	自有	4.5	2	9
大冶店	湖北大冶	大冶新城中心	关联租赁	4.72	-	-
河西店	江苏南京	南京江东中路	关联租赁	8.25	-	-
杨中店	江苏杨中	杨中扬子中路	自有	6.7	2	13.4
铜陵店	安徽铜陵	铜陵市长江中路	关联租赁	8	-	-
自有百货门店重估价值小计				45.99		152.34
综合体项目：						
句容雨润中央购物广场	江苏镇江句容		自建	22.74		
海安雨润中央购物广场	江苏南通海安		自建	42.04		
沐阳雨润中央购物广场	江苏宿迁沐阳		自建	30.71		
盱眙雨润中央购物广场	江苏淮安盱眙		自建	16		
新沂雨润中央购物广场	江苏徐州新沂		自建	19.49		
镇江雨润中央购物广场	江苏镇江扬中		自建	6.7		
徐州中央国际购物广场	江苏徐州		自建	30		
泗阳雨润广场城市综合体	江苏宿迁		自建	56		
淮安雨润中央新天地城市综合体	江苏淮安		自建	35		
宿迁中央国际购物广场城市综合体	江苏宿迁		自建	32.16		
淮安国际购物广场	江苏淮安		自建	3.8		
综合体面积小计				294.64		
假设自有百货面积（假设除镇江扬中和淮安国际外，每家门店7万㎡百货物业）				73.5	1.5	110.25
剩余地产面积				221.14	0.6	132.7
地产净利润（25%净利率）						33.2
15Q1现金资产（货币资金+金融资产）						15.24
长期股权投资						0.27
长期+短期借款						70.71
重估价值终值（百货物业重估+地产利润+现金资产+长投-有息负债）						240.6
公司市值（20140512）						108
成长空间						123%

数据来源：安信证券研究中心

借力探索新模式，谋求转型谱新篇。本次引入战投后，公司或将加速转型进程，如通过股权合作、REITs 等方式盘活资产；更重要在于公司将借力中信证券等强大战投，谋求转型发展。未来公司或存在业务转型升级可能，探索全新商业模式，推动重资产向轻资产方向发展。不排除公司将进军电子商务探索互联网+，升级门店软硬件，增强体验业态，探索新商业模式实现全面转型。

维持盈利预测，上调评级至“买入-A”。公司是国企转民营标的，商业重估价值与市值比严重倒挂。根据相关测算，公司重估价值约 240 亿（考虑货币资金及有息负债），公司当前市值仅 108 亿，安全边际较高。本次引入战投，将有效完善公司治理结构，提高经

营效率，加快盘活存量资产，改善业绩治理。同时，公司或将在多方向探索新商业模式，助力业务转型。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。上调评级至“买入-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
营业收入	7,318.6	6,871.3	7,421.0	8,014.7	8,575.7	成长性					
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%
营业利润	786.4	477.7	537.5	577.9	622.2	利润率					
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%
利润总额	781.6	578.0	565.3	619.0	678.6	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%
净利润	570.3	407.6	422.2	462.6	507.2	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%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	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	投资回报率					
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	费用率					
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%
资产总额	10,139.5	13,563.9	13,729.8	14,323.6	14,667.7	偿债能力					
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	分红指标					
负债总额	8,833.4	11,878.3	11,851.8	12,031.4	11,914.1	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						
股东权益	1,306.1	1,685.7	1,878.0	2,292.2	2,753.6						
						现金流量表					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E						
净利润	572.4	408.7	422.2	462.6	507.2	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	92.3	125.7	113.8	115.5	118.8	EPS(元)	0.99	0.71	0.74	0.81	0.88
资产减值准备	-5.7	0.6	-	-	-	BVPS(元)	2.26	2.92	3.26	3.97	4.77
公允价值变动损失	-13.3	-10.2	66.4	22.1	-36.9	PE(X)	19.0	26.6	25.7	23.4	21.4
财务费用	111.2	137.3	206.2	185.3	163.4	PB(X)	8.3	6.5	5.8	4.7	4.0
投资损失	-4.9	-22.9	-30.0	-19.3	-24.1	P/FCF	-55.7	55.8	60.5	58.6	58.2
少数股东损益	2.1	1.1	1.8	1.6	1.8	P/S	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
营运资金的变动	-1,651.0	-2,423.3	-1,135.5	775.1	-955.5	EV/EBITDA	11.0	18.7	20.4	18.5	18.5
经营活动产生现金流量	-734.0	-1,754.9	-355.2	1,543.0	-225.3	CAGR(%)	-6.7%	7.6%	93.6%	-6.7%	7.6%
投资活动产生现金流量	-391.6	-177.7	-51.6	-66.6	-96.9	PEG	-2.8	3.5	0.3	-3.5	2.8
融资活动产生现金流量	927.9	1,588.7	338.6	-1,369.6	423.2	ROIC/WACC	3.2	1.3	1.1	1.0	1.1
						REP	0.7	1.4	1.9	2.1	1.7

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

刘章明声明, 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

