

低估区域型百货龙头，“+互联网”提质增效

## 中央商场（600280）

评级：**买入**

前次：

目标价（元）：**49.00**

齐鲁互联网零售团队

分析师

彭毅

胡彦超

pengyi@r.qlzq.com.cn

S0740512070001

冯晨阳

021-20315176

fengcy@r.qlzq.com.cn

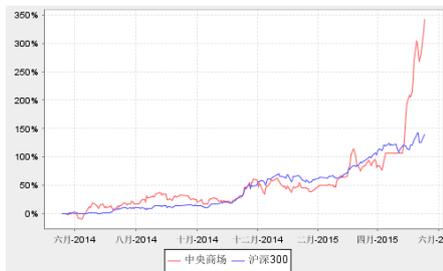
huyc@r.qlzq.com.cn

2015年6月10日

### 基本状况

总股本(百万股)	574.17
流通股本(百万股)	574.17
市价(元)	38.93
市值(百万元)	22443.96
流通市值(百万元)	22443.96

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	7,319	6,871	7,712	8,623	9,206
营业收入增速	21.41%	-6.11%	12.23%	11.82%	6.76%
净利润增长率	882.63%	-28.53%	5.03%	25.80%	9.59%
摊薄每股收益(元)	0.99	0.71	0.75	0.94	1.03
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	12.91	20.29	50.57	40.20	36.68
PEG	0.01	—	10.06	1.56	3.83
每股净资产(元)	2.06	2.67	3.17	3.90	4.73
每股现金流量	-1.28	-3.06	2.52	4.04	2.62
净资产收益率	48.16%	26.59%	23.55%	24.03%	21.73%
市净率	6.22	5.39	11.91	9.66	7.97
总股本(百万股)	574.17	574.17	574.17	574.17	574.17

### 投资要点

- 区域民营百货零售龙头，市值低于资产重估价值。**公司前身 1936 年成立，2004 年实际控制人祝义财（目前实际权益占比 57%）进驻，将公司性质由国企转为民营，主要通过自建和收购进行扩张，公司目前主营为商业（14 年占收入 95%）和房地产（14 年占收入 5%）。同时，公司的线下资产优越，主要经营模式为联营，我们认为采用资产重估可更有效衡量公司的实际价值。根据我们的测算，公司重估价值=商业资产+房地产+现金-有息负债+（应收+预付-应付-预收项目）+可供出售金融资产+长期股权投资=354+36+15-84-43+0.3+0.27=279 亿，以 5.74 亿股本计算，**2015 年第一目标价 49.00 元**，未来随着公司“+互联网”，管理层调整完毕，整体经营成效有望提质增效，市值空间仍然有进一步上升空间。
- 电商业务初显成效，商业业务将提质增效。**2013 年开始，公司发力线上业务，在年内组建云中央电子商务公司和电子支付公司，引进约 200 人电商团队，11 月上线“云中央”，12 月上线 APP。在构思一年后，于 2015 年 6 月 1 日上线“优润网”，实现与供货商、零售商联动。两大电商平台将助力商业业务提质增效。2015 年 6 月 10 日公司公告**新上任副总裁陈旭华将分管“互联网+”业务**，其曾供职于天猫、淘宝、聚划算、金蝶，对互联网+有较深的战略研究和落地经验。此外，股东雨润控股集团实力雄厚，2014 年为全国民企 500 强第 8，食品和物流资源将助力上市公司在电商快速消费品业务上突飞猛进。
- 资产优质，转型盘活可期。**公司现有 11 家门店中 8 家为自有物业，且均位于当地核心商圈，是当地商业核心和城市地标，资产极为优质。2015 年 5 月 28 日，中信产业并购基金与公司签订《战略合作协议》，在公司治理，股权激励等多方面提供咨询。鉴于目前公司资产负债率近 90%，有息负债高达 84 亿元，有较高降杠杆需求，我们预计公司后期极有可能与中信证券合作推出 REITS 计划（类似苏宁）盘活资产回笼资金，降低财务杠杆，投入 O2O 运营。

- **财务分析。**1) ROE 高于行业平均得益于高净利润率和高权益乘数；2) 存货周转较低主因大量储备项目在建未形成销售；3) 资产负债率近 90%，有降杠杆需求。
- **盈利预测。**我们预测 2015-2017 年公司归母净利润分别为 4.28 亿、5.39 亿、5.90 亿元，对应 EPS（增发摊薄后）分别为 0.75 元、0.94 元、1.03 元。
- **风险及不确定性。**1) 电商开发超支；2) 储备项目销售不确定性；3) 短期人事调整的公司管理风险。

## 内容目录

<b>公司概况：民营区域百货龙头，积极布局电商平台</b> .....	<b>4</b>
公司由国企转民企，灵活机制助力公司线上业务.....	4
实际控制人祝义财持有公司权益达 57%，股东雨润集团资源丰富.....	4
公司主要收入来自商业资产，9 成收入来自江苏地区.....	5
<b>电商平台初显成效，商业业务将提质增效</b> .....	<b>5</b>
电商业务构思已久，人事调整加深“互联网+”运营.....	5
股东雨润集团资源丰富，助力公司电商发展.....	8
“fi+互联网”，商业业务有望提质增效.....	8
<b>资产优质，转型盘活可期</b> .....	<b>9</b>
区域型百货龙头，资产优质.....	9
REITS 计划盘活资产，改善资产负债结构.....	10
<b>财务分析</b> .....	<b>10</b>
盈利能力：毛利率较高，ROE 高于行业平均.....	10
运营能力及资本结构：资产负债率较高，盘活资产可期.....	11
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>12</b>
分项收支假设及预测.....	12
公司估值：合理估值 279 亿，对应目标价 49.00 元.....	13
<b>风险及不确定性</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

<b>图表 1 公司历史沿革</b> .....	<b>4</b>
<b>图表 2：公司股权结构及业务结构(4 家战略投资者完成协议转让后)</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 3：公司 2014 年各业务收入占比</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 4：公司 2014 年收入分地区占比</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 5：中央商场线上业务体系结构</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 6：APP 商场差异化设计</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 7：云中央线下线上共享会员积分</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 8：优润运营结构</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 9：“喵街”公布对人流、车流影响</b> .....	<b>9</b>

图表 10 “喵街”公布对交易额影响 .....	- 9 -
图表 11 公司自有门店地理位置均位于核心商圈 .....	- 9 -
图表 12: 苏宁云商曾与中信证券合作 REITS 计划 .....	- 10 -
图表 13: 公司毛利率高于行业平均水平: % .....	- 10 -
图表 14: 杜邦分析: 权益乘数和净利润率是公司 ROE 高于同业的主要原因..	- 11 -
图表 15: 公司运营能力分析 .....	- 11 -
图表 16: 公司分项收支预测 .....	- 12 -
图表 17: 公司资产估值 .....	- 14 -
图表 18 财务报表及预测 .....	- 16 -

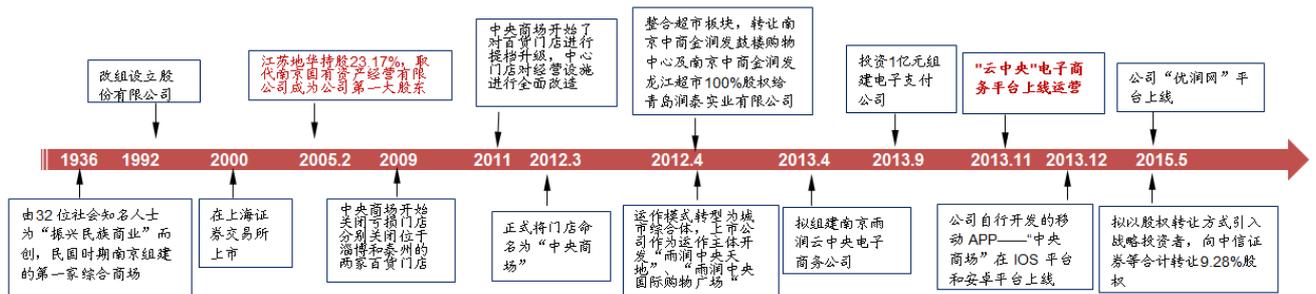
## 公司概况：民营区域百货龙头，积极布局电商平台

### ■ 公司由国企转民企，灵活机制助力公司线上业务

公司前身成立于 1936 年，由 32 位社会知名人士为“振兴民族商业”而创，于民国时期组建南京第一家综合商场。此后几经变革，在 2004 年之前由南京国资委控股，在政府主导下收购了淮安、连云港、徐州、济宁等地国有百货。2004 年之后，雨润集团子公司江苏地华进驻，实际控制人祝义财正式掌舵中央商场，公司性质由国有转变为民营企业，此后公司继续收购和自建若干门店，整合超市板块，升级运作模式为城市综合体（商住两用）。

2013 年开始，公司发力线上业务，在年内组建云中央电子商务公司和电子支付公司，引进约 200 人电商团队，11 月上线“云中央”，12 月上线 APP。在构思一年后，于 2015 年 6 月 1 日上线“优润网”，实现与供货商、零售商联动。此外公司引入中信证券等战投，帮助完善公司治理，推进股权激励。预计后续将推出 REITS 门店轻资产计划（类似苏宁云商），盘活资金继续做大线上业务。

图表 1 公司历史沿革

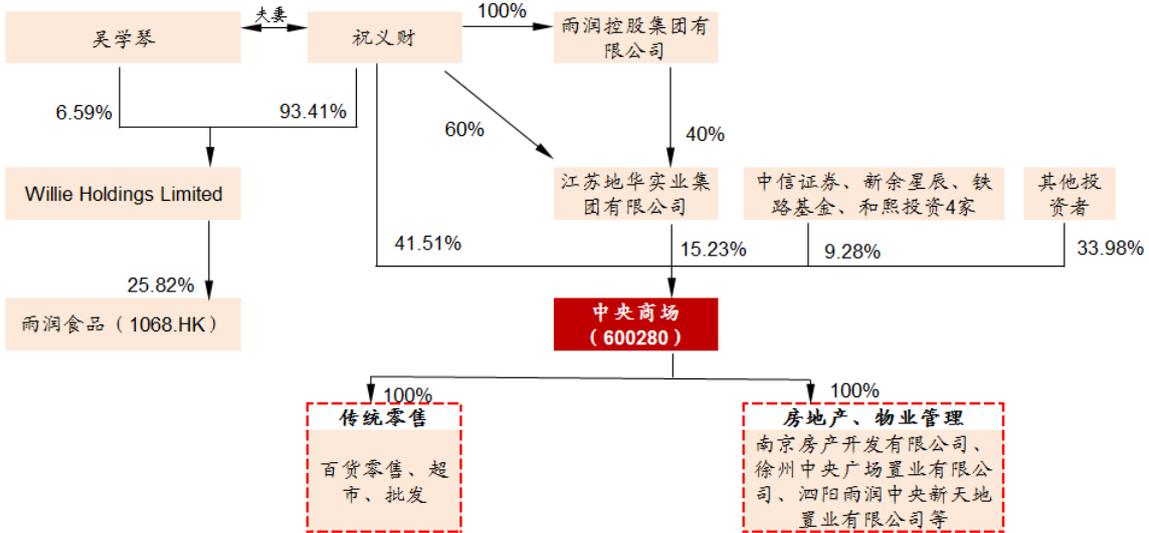


来源：招股书，重大事项公告，齐鲁证券研究所

### ■ 实际控制人祝义财持有公司权益达 57%，股东雨润集团资源丰富

公司股东江苏地华实业于 2015 年 5 月 12 日与中信证券等 4 家战略投资签订股权转让协议（转让 9.28% 股权），转让完成后，公司实际控制人祝义财通过直接和间接合计持有公司股权 56.74%。新进入的中信证券（3.48%）、新余星辰（3.48%）、铁路基金（1.74%）、和熙投资（0.57%）4 家战略投资者合计持有公司 9.28% 股权。

此外，祝义财夫妇为港股上市公司雨润食品（1068.HK）实际控制人。公司间接股东雨润控股集团是一家集食品、地产、商业、物流、旅游、金融和建筑等七大产业于一体的多元化企业集团。2014 年雨润控股集团实现收入约 1500 亿元，企业综合实力位列中国民营企业 500 强第 8 位。雨润控股集团具备丰富资源，尤其是其出色的食品和物流端能够较大程度助力上市公司在电商快速消费品业务上突飞猛进。

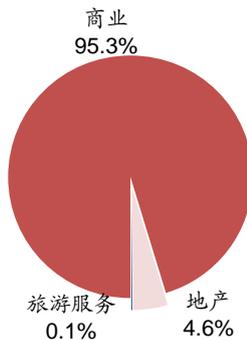
**图表 2: 公司股权结构及业务结构(4 家战略投资者完成协议转让后)**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

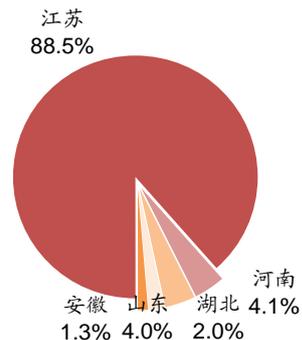
### ■ 公司主要收入来自商业资产，9 成收入来自江苏地区

2014 年公司营业收入 68.71 亿元，其中商业零售/地产/旅游服务分别贡献收入占比 95.3/4.6/0.1%，预计 2015 年随着地产项目收入结算增加，其收入占比或有提升。

2014 年江苏地区贡献收入占比 88.5%，公司拥有 11 家开业门店，其中 7 家位于江苏，河南、湖北、山东、安徽各 1 家门店，因此主要收入贡献来自江苏地区。公司现有 10 余个储备项目均在江苏地区，未来来自江苏地区收入占比将继续提升。

**图表 3: 公司 2014 年各业务收入占比**


来源：2014 年年报，齐鲁证券研究所

**图表 4: 公司 2014 年收入分地区占比**


来源：2014 年年报，齐鲁证券研究所

## 电商平台初显成效，商业业务将提质增效

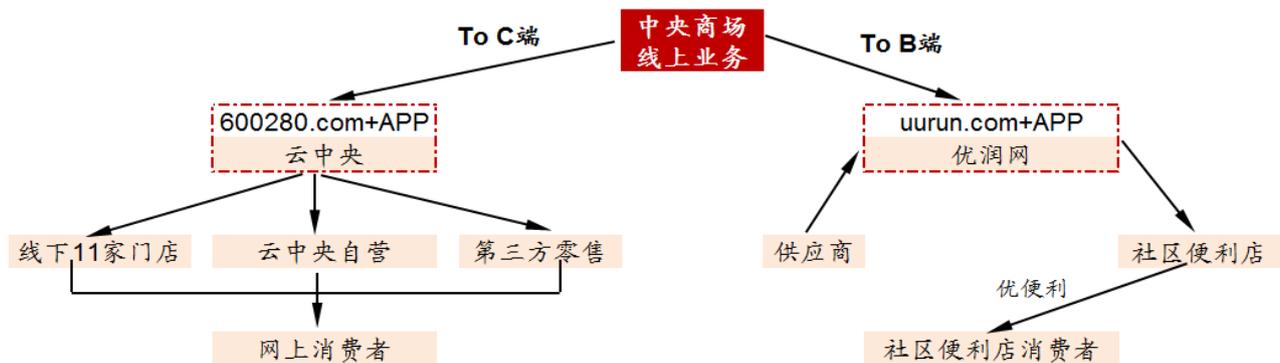
### ■ 电商业务构思已久，人事调整加深“互联网+”运营

2013 年开始，公司发力线上业务，在年内组建中央电子商务公司和电子支付公司，引进约 200 人电商团队，11 月上线“云中央”，12 月上线 APP。在构思一年后，于 2015 年 6 月 1 日上线“优润网”，实现与供货商、零售商联动。公司线上业务打造

了从高端百货门店到社区便利店触角较广的 O2O 闭环，其中“云中央”主要服务 C 端客户，“优润网”主要服务 B 端商户。“云中央”是雨润集团旗下唯一的电商平台，雨润肉制品、雨润农产品、房地产、金融等产品均将以“云中央”作为电商平台，是集团战略布局中的重要一环。

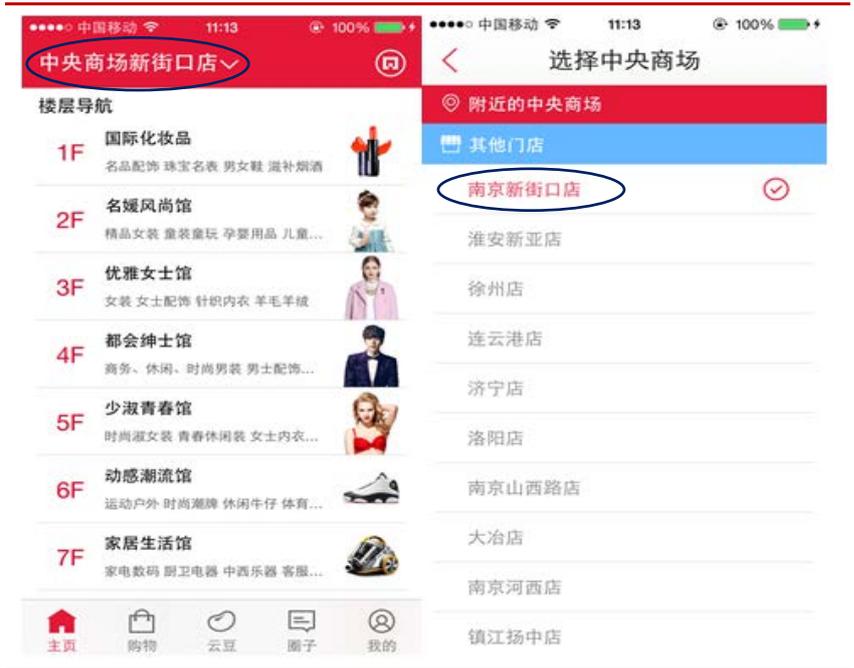
2015 年 6 月 10 日，公司公告聘任陈旭华为公司副总裁，分管公司互联网+等相关工作。陈旭华历任阿里巴巴集团聚划算事业部、天猫网站运营部和淘宝开放平台的高级专家，曾经主导了集团大数据创新业务团队，天猫品牌商运营策略团队和电子商务数据云（聚石塔）团队等；历任金蝶国际软件集团咨询总监，负责零售、商业流通及服装行业等；对互联网+的整体平台运作策略和大数据运营结合有较深的战略研究和落地经验。同时公司董事长祝义财、董事张化桥、独立董事徐康宁、董事会秘书陈新生辞职，拟聘任吴晓国为董事、刘宇袖为董事会秘书。公司短期内做出重大人事调整，我们判断，这次人事调整将改进和理顺公司互联网+业务管理制度，进一步保证公司在互联网+业务顺利运营，加速互联网转型力度。

**图表 5：中央商场线上业务体系结构**



来源：齐鲁证券研究所

**云中央 (600280.com+APP):** “云中央”于 2013 年 11 月首次上线，并于同年 12 月上线手机 APP。“云中央”以百货连锁店（11 家现有门店）及城市综合体（11 个城市综合体储备项目）为依托，充分共享会员、品牌、广告、促销、库存和员工资源，已经实现对联营商品的单品管理；第三方开放式平台则囊括其他商家的旗舰店以丰富商品 SKU。1) 手机 APP 实现门店差异化设计：对于不同门店设计成不同界面信息，加强特定商圈用户精准营销，提高用户体验和消费粘性。2) 线上线下实现融合：通过虚拟货币“云豆”打通线上线下会员积分并可兑换商品；通过扫一扫实现线下购物，线上支付。

**图表 6: APP 商场差异化设计**


来源：云中央 APP，齐鲁证券研究所

**图表 7: 云中央线上线下共享会员积分**
**中央商场会员卡积分转换比例**

中央商场门店	门店积分	云中央云豆	中央商场门店	门店积分	云中央云豆
中央商场新街口店	1积分	3云豆	中央商场山西路店	1积分	3云豆
中央商场淮安店	1积分	3云豆	中央商场大冶店	1积分	1.5云豆
中央商场徐州店	1积分	2云豆	中央商场河西店	1积分	3云豆
中央商场连云港店	1积分	1云豆	中央商场扬中店	1积分	2云豆
中央商场济宁店	1积分	1.5云豆	中央商场铜陵店	1积分	1云豆
中央商场洛阳店	1积分	1云豆			

来源：云中央官网，齐鲁证券研究所

**优润网 (uurun.com+APP):** 公司优润网平台于 2015 年 6 月 1 日正式上线, 主要由“优润”网上批发平台 (B2B/O2O) 和“优便利” (B2C/O2O) 社区综合服务平台两部分组成。优润平台是一个开放式平台, 邀请大型品牌供应商和社区零售商入驻, 公司利用网上平台对接上游供应商和下游零售商、便利店, 将原有零散化的线下“批发+经销”模式转移至线上, 1) 对于供应商而言: 可与客户保持互动, 渠道下沉; 2) 对于零售商、便利店而言: 进货便捷、便宜、更多选择, 无时间限制, 无分销, 增加话语权。

图表 8: 优润运营结构



来源：优润官网，齐鲁证券研究所

### ■ 股东雨润集团资源丰富，助力公司电商发展

**物流：**雨润集团农产品冷链物流在全国 50 强中排名前 3，雨润在全球采集高品质食材，在中国 30 个省、300 个地市、3000 个县设有冷库、工厂、养殖、种植基地，并拥有 20000 辆（架）冷链载具。因此，公司电商平台可受益于雨润所提供的专业及高性价比冷链物流，在低温肉制品及其他生鲜产品的物流时效和产品损耗上达到业内领先。

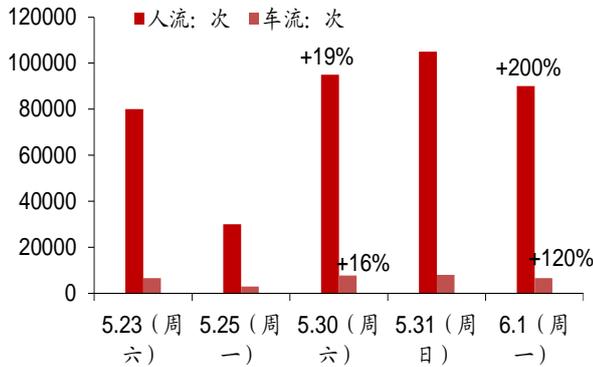
**丰富的供应商资源：**雨润与全球大型食品企业皆有合作，比如 AFFCO, SILVER FERNS, ALLIANCE 等。借助雨润集团自身的丰富食品品类及强有力的大型食品企业供应商合作关系，公司可保证电商平台具备较丰富的商品 SKU 数、产品质量及优秀的供应商资源。

**门店：**雨润高端低温产品在四星级以上酒店市占率为 67%，雨润专卖目前已拥有超过 12000 家雨润专卖连锁加盟店，遍布全国 30 个省、直辖市、自治区。雨润集团丰富的实体店网络资源将与公司“优便利”战略有机结合，弥补了公司线下网点偏少的软肋，帮助公司抓住社区用户场景需求，打造社区综合服务平台（B2C/O2O）。

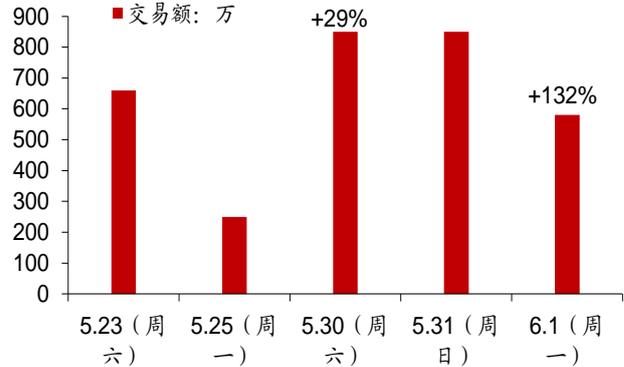
### ■ “+互联网”，商业业务有望提质增效

公司“云中央”将每个实体门店数字化并实施 APP 门店差异化设计，这将较大程度提升客户体验感与粘性。由于公司暂无“云中央”具体数据披露，我们可以借鉴近期阿里巴巴推出的“喵街”APP（一款帮助消费者于门店内购物、定

位、路径查询等多功能逛街工具) 试用效果, 以杭州城西银泰门店数据为例: 在喵街试用期间, 人流量(周六+19%, 周一+200%)、车流量(+16%, +120%)、交易额(29%, 132%) 同比前一周均有不小增长。鉴于公司“云中央”APP 的类似辅助逛街功能的设计, 我们判断随着公司线上用户数进一步增加, 线下门店坪效和客户流失率将进一步改善, 实现提质增效。

**图表 9: “喵街”公布对人流、车流影响**


来源: 联商网, 齐鲁证券研究所

**图表 10 “喵街”公布对交易额影响**


来源: 联商网, 齐鲁证券研究所

## 资产优质, 转型盘活可期

### ■ 区域型百货龙头, 资产优质

公司坚持开展以自有门店为主的战略, 门店选址地理位置优越, 除了南京 2 家自有核心商圈物业(新街口店和山西路店)外, 公司在淮安、徐州、连云港、扬中、山东济宁、河南洛阳等地 6 家自有门店均位于当地市区核心商圈, 皆为当地商业核心和城市地标, 资产极为优质。

**图表 11 公司自有门店地理位置均位于核心商圈**

地区	门店	商圈	商圈描述
江苏南京	新街口店	南京新街口	每逢节假日日均客流量峰值近百万人次, 其商贸集中度超过北京王府井、上海徐家汇并翘首中国, 为中国商贸密集度最高的地区, 被誉为“华东第一商圈”
江苏南京	山西路店	鼓楼区中山北路	紧靠新街口商圈
江苏淮安	淮安店	淮安广场	淮安广场为淮安第一商圈
江苏徐州	徐州店	中山南路古彭广场	古彭广场市中心商圈之于徐州, 就如同长安街之于北京, 滨海湾之于新加坡, 华尔街之于纽约
江苏连云港	连云港店	连云港解放中路	门店所在新浦区为连云港商贸业最发达城区
江苏扬中	扬中店	扬中江洲西路	江州路步行街为扬中核心商圈
山东济宁	济宁店	济宁太白中路	济宁两大核心商圈为太白路和金宇路
河南洛阳	洛阳店	洛阳中州中路	洛阳西工区核心商圈

来源: 2014 年年报, 齐鲁证券研究所

■ REITS 计划盘活资产，改善资产负债结构

公司于 2015 年 5 月 12 日，引入 4 家战略投资者（受让公司股权合计 9.28%），并在 2015 年 5 月 28 日与中信并购基金管理有限公司签署《全面战略合作协议》，双方主要在引入战略投资者、完善公司治理结构、制定战略规划、优化管理团队、建立激励机制、调整资产结构、推动 4R 管理的实施方案等方面进行合作。

公司 2015Q1 有息负债达 84 亿，资产负债率接近 90%，同期财务费用为 2500 万，占归母净利润近 30%，有较强的降杠杆压力。鉴于此前中信证券曾与苏宁云商合作开展 REITS 计划，我们预计此次公司与苏宁云商合作，在降杠杆压力下，亦极有可能与苏宁云商类似，实行“轻资产”计划，将盘活资产回笼的资金较好的投入到公司 O2O 转型升级相关的渠道建设、品类丰富拓展等业务中，有效夯实公司市场竞争力。

图表 12: 苏宁云商曾与中信证券合作 REITS 计划

门店出让方	受让方	资产支持计划	门店数	作价: 亿元
苏宁云商	中信金石基金	REITS 一期	11 家门店	43.42
苏宁云商	中信金石基金	REITS 二期	14 家门店	30.03

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

财务分析

■ 盈利能力: 毛利率较高, ROE 高于行业平均

毛利率: 得益于优秀的成本控制力和民营企业灵活管理机制, 公司 2011-2014 年整体毛利率高于行业平均水平, 亦使得公司近年来净利润率水平较高。

图表 13: 公司毛利率高于行业平均水平: %



来源: 各公司 2011-2014 年年报, 齐鲁证券研究所

杜邦分析: 公司 2013-2014 年 ROE 分别为 55%、27%，远高于行业平均水平。公司 2013-2014 年净利润率高于行业平均水平，部分原因是因为公司保持较高的毛利率水平；高资产负债率（约 88%）导致公司权益乘数高于所有行业可比公司；总资产周转率低于行业主要受公司房地产业务（低周转）及大量储备项目形成较大资产项影响。因此，公司 ROE 较高主要得益于权益乘数和净利润率

影响。

**图表 14: 杜邦分析: 权益乘数和净利润率是公司 ROE 高于同业的主要原因**

	中央商场	友阿股份	步步高	鄂武商 A	南京新百	广百股份	平均
<b>净利润率 (%)</b>							
2012	1.0	6.6	3.4	3.5	6.6	2.6	4.5
2013	7.8	6.7	3.6	3.6	3.9	2.7	4.1
2014	5.9	5.5	2.8	3.7	5.5	3.0	4.1
<b>总资产周转率 (次)</b>							
2012	0.8	1.1	1.8	1.4	0.8	1.6	1.4
2013	0.8	1.0	1.6	1.4	0.8	1.6	1.3
2014	0.6	0.8	1.4	1.2	0.8	1.6	1.2
<b>权益乘数 (倍)</b>							
2012	10.7	2.4	3.0	4.6	2.9	2.2	3.0
2013	9.0	2.4	2.7	4.4	3.1	2.2	3.0
2014	8.0	2.6	2.6	4.4	5.8	2.0	3.5
<b>归母净利润/净利润 (%)</b>							
2012	99.4	98.6	100.0	77.3	101.1	100.7	
2013	99.6	100.7	100.0	76.7	104.0	106.9	
2014	99.7	105.2	100.1	102.9	92.3	102.3	
<b>ROE (%)</b>							
2012	8.1	18.0	18.5	18.0	16.0	9.5	16.0
2013	54.7	16.7	15.7	17.5	10.2	10.2	14.0
2014	27.4	12.5	10.3	20.5	25.4	10.3	15.8

来源: 各公司 2012-2014 年年报, 齐鲁证券研究所

■ **运营能力及资本结构: 资产负债率较高, 盘活资产可期**

公司存货周转率较低, 主要是因为公司存货中大部分为商住储备项目开发支出项 (2014 年达 82 亿), 拉低整体存货周转率; 应收账款周转率较高则表现出公司较好的回款管理。资产负债率方面, 2012-2014 年, 公司资产负债率均达 90% 左右, 显著高于同业平均水平, 我们预计公司后期有望借助 REITS 工具盘活资产, 降低资本杠杆。

**图表 15: 公司运营能力分析**

	中央商场	友阿股份	步步高	鄂武商 A	南京新百	广百股份	平均
<b>存货周转率 (次)</b>							
2012	1.2	10.5	7.0	13.6	2.8	27.3	12.2
2013	1.2	7.1	6.6	14.8	3.0	24.1	11.1
2014	0.8	4.2	6.3	14.7	3.2	24.3	10.5
<b>应收账款周转率 (次)</b>							
2012	2908.4	262.6	202.9	1512.0	296.5	64.6	467.7
2013	1070.1	313.2	164.9	2013.2	272.4	83.4	569.4
2014	572.5	781.9	175.3	1762.4	138.4	97.1	591.0

总资产周转率 (次)							
2012	<b>0.8</b>	1.1	1.8	1.4	0.8	1.6	<b>1.4</b>
2013	<b>0.8</b>	1.0	1.6	1.4	0.8	1.6	<b>1.3</b>
2014	<b>0.6</b>	0.8	1.4	1.2	0.8	1.6	<b>1.2</b>
资产负债率 (%)							
2012	<b>90.95</b>	49.68	67.88	76.09	65.44	54.57	<b>62.7</b>
2013	<b>87.12</b>	52.81	60.48	75.25	68.05	54.01	<b>62.1</b>
2014	<b>87.57</b>	55.48	61.56	75.95	88.79	47.24	<b>65.8</b>

来源：各公司 2012-2014 年年报，齐鲁证券研究所

## 盈利预测及估值

### ■ 分项收支假设及预测

**分业务收入：**我们预计 2015-2017 年公司商业业务收入增速稳定在 10%；地产由于 2015 年有四个项目竣工，我们预计 2016 年结转收入约 7 亿，其余两年未 5 亿；旅游及其他业务收入增速为 5%。

**毛利率：**预计 2015-2017 年公司各业务毛利率基本保持与 2014 年持平。

**费用率：**我们预计 2015-2017 年，销售费用率维持在 4.25%，由于中信证券与公司签订战略合作协议，提供管理咨询等帮助，预计管理费用率将略降，分别为 6.53%、6.33%、6.13%，暂不考虑可能推行的 REITS 计划改善财务费用的影响。

**盈利预测：**我们预测 2015-2017 年公司归母净利润分别为 4.28 亿、5.39 亿、5.90 亿元，对应 EPS（增发摊薄后）分别为 0.75 元、0.94 元、1.03 元。

图表 16：公司分项收支预测

		2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入：亿	商业	48.30	57.15	55.85	61.77	63.87	70.26	77.28	85.01
	地产	0.02	7.77	3.43	10.05	3.07	5	7	5
	旅游服务		0.01	0.04	0.08	0.07	0.07	0.08	0.08
	其他	1.06	0.86	0.96	1.29	1.70	1.79	1.87	1.97
营业成本：亿	商业	38.83	46.02	44.71	48.51	51.74	56.91	62.60	68.86
	地产	0.01	5.80	1.91	5.89	2.04	3.25	4.55	3.25
	旅游服务		0.00	0.03	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率：%	商业	20%	19%	20%	21%	19%	19%	19%	19%
	地产	50%	25%	44%	41%	34%	35%	35%	35%
	旅游服务			25%	50%	14%	20%	20%	20%
营业总收入：亿		49.38	65.79	60.28	73.19	68.71	77.12	86.23	92.06
营业总成本：亿		38.84	51.82	46.65	54.44	53.84	60.22	67.21	72.17
综合毛利率：%		21.34%	21.23%	22.61%	25.62%	21.64%	21.91%	22.06%	21.60%
营收增速：%			33%	-8%	21%	-6%	12%	12%	7%

销售费用：%	4.26%	4.25%	4.25%	4.25%
管理费用：%	6.73%	6.53%	6.33%	6.13%
财务费用：万元	16249	24028	20105	16546

来源：2010-2014 年报，齐鲁证券研究所

### ■ 公司估值：合理估值 279 亿，对应目标价 49.00 元

我们认为公司的核心价值在于线下资产，而主要经营模式为联营，采用具体资产估值更有效衡量公司实际价值。

**商业资产估值：**我们对于新街口店（8 万/平）、徐州店（3 万/平）、淮安店（3 万/平）、山西路店（6 万/平）4 家门店以外的商业资产建筑面积给予 2 万元/平的估值。现有门店（42 万平方米）+储备门店估值（92 万平方米）=156+198=354 亿

**地产项目估值：**我们假设地产项目净利润率为 20%，重估单价为 0.5 万元/平，现有地产未售出项目（2014 年期末余额 4.27 亿）及在建地产项目（355 万平方米），则地产项目估值为 36 亿。

**电商平台估值：**公司目前“云中央”电商平台已积累一定流量和交易额，“优润网”则处于招商阶段，谨慎起见短期内暂时不给电商平台单独估值。

**公司估值：**公司估值=商业资产+房地产+现金-有息负债+（应收+预付-应付-预收项目）+可供出售金融资产+长期股权投资=354+36+15-84-43+0.3+0.27=279 亿，以 5.74 亿股本计算，对应目标价 49.00 元。我们首次覆盖，并给予“买入”评级。

**图表 17: 公司资产估值**

现有门店							
地区	门店	物业	首次开业时间	建筑面积: 万平	重估单价: 万/平	重估价值: 亿	
江苏南京	新街口店	自有	1992.4	8.64	8	69	
江苏南京	新街口店	租赁	1992.4	1.71			
江苏南京	山西路店	自有	2001.4	1.50	6	9	
江苏南京	河西店	租赁	2013.6	8.23			
江苏淮安	淮安店	自有	2003.3	12.40	3	37	
江苏徐州	徐州店	自有	2004.10	2.92	3	9	
江苏连云港	连云港店	自有	2004.4	3.12	2	6	
江苏扬中	扬中店	自有	2013.9	5.48	2	11	
山东济宁	济宁店	自有	2004.10	3.20	2	6	
河南洛阳	洛阳店	自有	2006.9	4.41	2	9	
湖北大冶	大冶店	租赁	2011.12	4.72			
安徽铜陵	铜陵店	租赁	2014.5	5.69			
<b>合计</b>				<b>42</b>		<b>156</b>	
综合体项目储备 (房地产+商业)							
项目	地区	预计竣工日期	建筑面积: 万平	商业面积: 万平	商业地产重估单价: 万/平	重估价值: 亿	
徐州国际广场	江苏徐州	2015.1	52	20	2	40	
新沂雨润广场	江苏徐州新沂	2015.5	20	5	2	10	
淮安雨润广场	江苏淮安	2016.9	52	20	2	40	
宿迁国际广场	江苏宿迁	2015.12	31	3	2	6	
盱眙雨润广场	江苏淮安盱眙	2015.10	21	5	2	10	
泗阳雨润广场	江苏泗阳	2016.12	56	20	2	40	
镇江雨润广场三期	江苏镇江	2015.12	6.5	2	2	4	
镇江雨润广场二期	江苏镇江	2016.12	6.5	2	2	4	
海安雨润广场	江苏南通海安	2017.6	36	11.84	2	23.68	
句容雨润广场	江苏镇江句容	2016.12	23	5	2	10	
沭阳雨润广场	江苏宿迁沭阳	2016.12	28	5	2	10	
<b>纯房地产项目储备</b>							
盱眙星雨华府	江苏淮安盱眙	2019.12	60				
泗阳星雨华府	江苏泗阳	2018.12	60				
苏州涵月楼花园	江苏苏州	2015.9	2				
<b>合计</b>			<b>454</b>	<b>99</b>		<b>198</b>	
现有房地产项目							
项目	物业类型	竣工时间	销售率: %	期初余额: 万	期末余额: 万		
黄河丽景花园	住宅	2010年12月	88	1986	1748		
淮安国际广场	写字楼	2011年8月	67	6815	6702		
南京万豪国际	住宅	2011年2月	97	8509	4787		
金陵名府一期	住宅	2010年10月	100	26	0		
金陵名府二期	住宅	2012年12月	80	3726	3249		
徐州国际一期	商铺	2013年4月	88	8634	8683		
泗阳雨润一期	住宅	2013年11月	70	29988	17512		
<b>合计</b>				<b>59684</b>	<b>42682</b>		
房地产重估单价: 万/平	0.5						
房地产净利润率: %	20%						
1.储备商业项目价值: 亿	198						
2.储备地产+现有地产价值: 亿	36						
3.现有门店重估价值: 亿	156						
<b>线下总价值: 亿</b>	<b>391</b>						
加:现金: 亿	15						
减:带息负债: 亿	84						
加:应收+预付项目: 亿	12						
减:应付+预收项目: 亿	55						
<b>线下NAV: 亿</b>	<b>278</b>						
加:可供出售金融资产: 亿	0.30						
加:长期股权投资: 亿	0.27						
<b>公司合理估值: 亿</b>	<b>279</b>						

来源: 2014 年年报, 齐鲁证券研究所

## 风险及不确定性

- 1) 由于公司开始加速对电子商务平台的开发、运营和维护，若资本开支超预期，则短期内公司业绩将承压；
- 2) 公司目前储备大量城市综合体项目，若项目完工后短期内地产端销售不景气将对公司高资产负债率下的现金流产生较大压力；
- 3) 公司近期董事长、董事、董事会秘书辞职，新上任董事、副总裁、董事会秘书，短期人事的调整或对于公司管理产生一定压力。

**图表 18 财务报表及预测**
**损益表 (人民币亿元)**

	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>69</b>	<b>77</b>	<b>86</b>	<b>92</b>
增长率	-6.1%	12.2%	11.8%	6.8%
营业成本	-54	-60	-67	-72
% 销售收入	78.6%	78.1%	77.9%	78.4%
毛利	15	17	19	20
% 销售收入	21.4%	21.9%	22.1%	21.6%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-2
% 销售收入	1.6%	2.2%	2.1%	2.0%
营业费用	-3	-3	-4	-4
% 销售收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
管理费用	-5	-5	-5	-6
% 销售收入	6.7%	6.5%	6.3%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	6	7	8	8
% 销售收入	8.8%	9.0%	9.4%	9.2%
财务费用	-2	-2	-2	-2
% 销售收入	2.4%	3.1%	2.3%	1.8%
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
% 税前利润	4.0%	5.0%	4.0%	3.6%
营业利润	5	5	7	7
营业利润率	7.0%	6.5%	7.6%	7.9%
营业外收支	1	1	1	1
税前利润	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
利润率	8.4%	7.8%	8.8%	9.0%
所得税	-2	-2	-2	-2
所得税率	29.3%	28.5%	28.7%	28.6%
净利润	4	4	5	6
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	<b>4.08</b>	<b>4.28</b>	<b>5.39</b>	<b>5.90</b>
净利率	5.9%	5.6%	6.2%	6.4%

**现金流量表 (人民币亿元)**

	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	4.1	4.3	5.4	5.9
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
非现金支出	1.3	1.2	1.4	1.6
非经营收益	1.0	1.3	1.0	0.6
营运资金变动	-23.9	7.6	15.5	6.9
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-17.5</b>	<b>14.5</b>	<b>23.2</b>	<b>15.1</b>
资本开支	2.0	0.7	2.5	3.4
投资	0.1	-0.2	-0.2	-0.2
其他	0.1	0.5	0.5	0.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1.8</b>	<b>-0.5</b>	<b>-2.2</b>	<b>-3.1</b>
股权募资	0.0	0.0	0.0	0.0
债权募资	20.9	-11.0	-15.7	-7.1
其他	-5.0	-3.0	-3.9	-3.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>15.9</b>	<b>-14.0</b>	<b>-19.6</b>	<b>-10.4</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-3.4</b>	<b>0.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>

**资产负债表 (人民币亿元)**

	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	14	14	15	17
应收款项	1	2	2	2
存货	83	74	64	59
其他流动资产	5	5	5	6
流动资产	103	95	87	84
% 总资产	76.1%	74.2%	71.1%	68.6%
长期投资	5	5	5	5
固定资产	23	24	26	28
% 总资产	17.0%	18.7%	21.1%	23.2%
无形资产	3	3	3	3
非流动资产	32	33	35	38
% 总资产	23.9%	25.8%	28.9%	31.4%
<b>资产总计</b>	<b>136</b>	<b>128</b>	<b>123</b>	<b>122</b>
短期借款	55	43	26	18
应付款项	33	33	38	40
其他流动负债	3	4	4	4
流动负债	91	79	69	63
长期贷款	24	25	26	27
其他长期负债	4	4	4	4
<b>负债</b>	<b>119</b>	<b>109</b>	<b>99</b>	<b>94</b>
普通股股东权益	15	18	22	27
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>134</b>	<b>127</b>	<b>121</b>	<b>121</b>

**比率分析**

	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	<b>0.710</b>	<b>0.746</b>	<b>0.938</b>	<b>1.028</b>
每股净资产 (元)	2.670	3.165	3.903	4.731
每股经营现金净流 (元)	-3.056	2.524	4.041	2.617
每股股利 (元)	0.250	0.250	0.200	0.200
<b>回报率</b>				
净资产收益率	26.59%	23.55%	24.03%	21.73%
总资产收益率	3.04%	3.37%	4.45%	4.88%
投入资本收益率	5.66%	7.32%	10.59%	11.97%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	-6.11%	12.23%	11.82%	6.76%
EBIT 增长率	-32.17%	13.69%	17.18%	4.45%
净利润增长率	-28.53%	5.03%	25.80%	9.59%
总资产增长率	33.87%	-5.41%	-4.46%	-0.09%
<b>资产管理能力</b>				
应收账款周转天数	0.6	0.5	0.6	0.6
存货周转天数	458.0	450.0	350.0	300.0
应付账款周转天数	67.8	64.5	65.6	65.2
固定资产周转天数	114.4	107.5	101.6	103.6
<b>偿债能力</b>				
净负债/股东权益	419%	293%	161%	101%
EBIT 利息保障倍数	3.7	2.9	4.0	5.1
资产负债率	88.52%	85.60%	81.41%	77.45%

来源: 公司 2014 年年报, 齐鲁证券研究所预测

#### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。