

中央商场 (600280. SH)

大集团小公司，市值空间巨大

评级: 买入
前次: 买入
目标价 (元):
24.3-24.3

分析师

联系人

胡彦超

彭毅

S0740512070001

021-20315176

18516129253

huyc@r.qlzq.com.cn

pengyi@r.qlzq.com.cn

2015年7月20日

基本状况

总股本(百万股)	1148.33
流通股本(百万股)	1148.33
市价(元)	10.71
市值(百万元)	12298.67
流通市值(百万元)	12298.67

业绩预测

指标	2013A	014A	2 15E	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%	25.44%	9.09%
摊薄每股收益 (元)	0.99	0.71	0.37	0.47	0.51
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	28.73	22.90	21.00
PEG	0.01	—	5.72	0.90	2.31
每股净资产 (元)	2.06	2.67	1.46	1.73	2.04
每股现金流量	-1.28	-3.06	1.26	2.02	1.31
净资产收益率	48.16%	26.59%	25.57%	27.10%	25.06%
市净率	6.22	5.39	7.35	6.21	5.26
总股本 (百万股)	574.17	574.17	1,148.3	1,148.3	1,148.3

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **事件:** 公司于 2015 年 7 月 20 日公告第一期员工持股计划; 自有物业资产证券化计划; 收购利安人寿部分股权计划, 我们的点评如下:
 - 1) **大集体小公司, 管理层思路转变引领企业发展新格局:** 中央商场预计收购雨润集团旗下利安人寿股份有限公司 4.90% 股权, 未来将进一步注入金融资产。同时, 雨润集团旗下资源丰富, 包括食品集团、地产集团、商业集团、物流集团、旅游集团、金融集团、建筑集团等七大业务板块, 企业综合实力位列中国企业 500 强第 112 位, 中国民营企业 500 强第 8 位。未来中央商场将以百货零售为基础, 积极并购雨润集团内优质资产, 实现整个集团的资产效益最大化。
 - 2) **打造合伙人文化, 员工利益共享。** 员工持股计划中, 员工自筹资金 3000, 融资规模 3000 万, 1:1 的杠杆, 购买股价不高于 18.37 元/股, 保障参与者的风险收益比。本次参与中央商场员工持股计划的员工总数不超过 1000 人, 以 2014 年年底公司总人数 3623 人计算, 有望惠及公司 28% 左右的员工。
 - 3) **REITS 计划盘活资产, 提供充足现金流。** 目前公司的资产负债率较高 (以 2015 年一季度资产负债表计算, 资产负债率高达 88%), 现金流紧张, 通过 REITS 计划将有效盘活公司存量优质资产, 降低资产负债率, 提供充足现金流支撑公司未来的业务转型。
- **盈利预测及短期估值。** 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 分别为 0.37 元、0.47 元、0.51 元, 考虑到中央商场大集团小公司的背景, “互联网家” 业务转型稳步推进, 参照公司资产重估价值, 目标价 24.3 元, 维持 “买入” 评级。
- **风险及不确定性。** 1) 电商开发超支; 2) 集团资产注入低于预期; 3) 短期人事调整的公司管理风险。

图表目录

图表 1: 4 个物业的基本情况	- 3 -
图表 2: 中央商场资产负债率	- 4 -
图表 3: 经营性现金流量净额	- 4 -

中央商场于 2015 年 7 月 20 日公告第一期员工持股计划；自有物业资产证券化计划；收购利安人寿部分股权计划，具体内容如为：

1)、第一期员工持股计划

以员工合法薪酬、自筹资金为来源,资金上限总额为 3000 万元,委托给北京协利投资管理合伙企业(有限合伙)管理,并全额认购由协利投资设立的协利增益 1 号证券投资基金的份额,协利增益 1 号主要投资范围包括购买和持有中央商场股票和债券逆回购、银行存款、货币市场基金等现金类产品,约定由中信证券提供 3000 万元的融资额度,共计不超过 6000 万元的规模开展以中央商场为标的证券的股票收益互换交易,中信证券根据资产管理人的指令买卖标的股票。为控制本员工持股计划的投资风险,协利增益 1 号成立后 6 个月内所购买标的股票价格不高于中央商场审议本员工持股计划董事会决议公告前 30 个交易日收盘价算术平均值的 110%,即不高于 18.37 元/股。若要对购买标的股票的价格上限进行调整,则须另行召开持有人会议和董事会对相关事项进行审议。员工持股计划的存续期为不超过 18 个月,自草案通过股东大会审议之日起计算。锁定期为 12 个月,自中信证券根据协利增益 1 号管理人指令购入股票之日起计算。

2)、收购利安人寿部分股权

中央商场与雨润控股集团有限公司签订《股权合作意向书》,公司就收购利安人寿股份有限公司 4.90% 股权(暂定)与雨润集团达成了初步意向。

3)、REITS 计划,盘活存量

为盘活存量资产,提高资产使用效率,降低资产负债率,公司计划将淮安店等 4 个自有物业资产证券化,4 家门店合计账面价值 7.6 亿,以 2015 年 6 月 30 日为基准日的评估结果确定,预计总金额不超过人民币 30 亿元。

图表 1: 4 个物业的基本情况

序号	名称	区位	建筑面积(万平方米)
1	淮安店	江苏省淮安市	12.4
2	济宁店	山东省济宁市	3.2
3	洛阳店	河南省洛阳市	4.41
4	连云港店	江苏省连云港市	3.12

来源:公司公告 齐鲁证券研究所

■ 我们的点评如下:

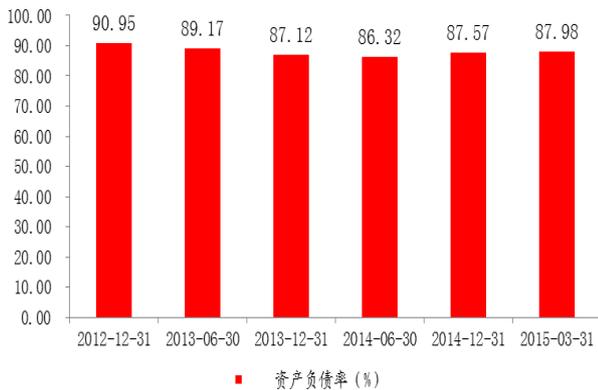
2) 大集体小公司,管理层思路转变引领企业发展新格局:中央商场预计收购雨润集团旗下利安人寿股份有限公司 4.90% 股权,未来将进一步注入金融资产。同时,雨润集团旗下资源丰富,包括食品集团、地产集团、商业集团、物流集团、旅游集团、金融集团、建筑集团等七大业务板块,企业综合实力位列中国企业 500 强第 112 位,中国民营企业 500 强第 8 位。未来中央商场将以百货零售为基础,积极并购雨润集团内优质资产,实现整个集团的资产效益最大化。

2) 打造合伙人文化,员工利益共享。员工持股计划中,员工自筹资金 3000,融资规模 3000 万,1:1 的杠杆,购买股价不高于 18.37 元/股,保障参与者的风险收益比。本次参与中央商场员工持股计划的员工总数不超过 1000 人,以 2014 年年底公司总人数 3623 人计算,此次员工持股计划有望惠及公司 28% 左右的员

工，实现大部分员工资本利益共享，责任担当。

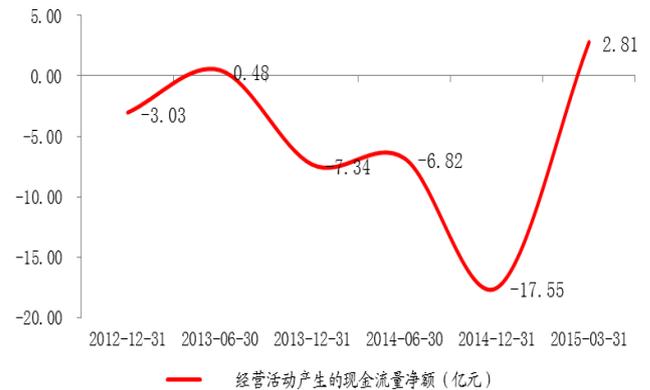
3) REITS 计划盘活资产，提供充足现金流。目前公司的资产负债率较高（以 2015 年一季度资产负债表计算，资产负债率高达 88%），现金流紧张，（2014 年，经营性现金流净额为-17.55 亿元/2014 年营业收入为 68.71 亿元），通过 REITS 计划将有效盘活公司存量优质资产，降低资产负债率，提供充足现金流有效支撑公司未来的业务转型。

图表 2: 中央商场资产负债率



来源：公司公告 齐鲁证券研究所

图表 3: 经营性现金流量净额



来源：公司公告 齐鲁证券研究所

■ **盈利预测及短期估值。**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（股本 11.48 亿元）分别为 0.37 元、0.47 元、0.51 元，考虑到中央商场大集团小公司的背景，“互联网家”业务转型稳步推进，参照公司资产重估价值（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），目标价 24.3 元，维持“买入”评级。

■ **报告附录。**

2015 年 6 月 10 日《低估区域型百货龙头，“+互联网”提质增效》

■ **风险及不确定性。**

1) 电商开发超支；2) 集团资产注入低于预期；3) 短期人事调整的公司管理风险。

损益表 (人民币亿元)

	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	69	77	86	92
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%	2.4%	1.9%
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	6	6	8	8
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	4.08	4.28	5.37	5.86
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	0.7
营运资金变动	-23.9	7.6	15.5	6.9
经营活动现金净流	-17.5	14.5	23.2	15.1
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
投资活动现金净流	-1.8	-0.5	-2.2	-3.1
股权募资	0.0	0.0	0.0	0.0
债权募资	20.9	-11.0	-14.3	-5.9
其他	-5.0	-3.0	-5.3	-4.5
筹资活动现金净流	15.9	-14.0	-19.6	-10.4
现金净流量	-3.4	0.0	1.4	1.6

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%
资产总计	136	128	123	122
短期借款	55	43	28	21
应付款项	33	33	38	40
其他流动负债	3	5	5	5
流动负债	91	81	71	66
长期贷款	24	25	26	27
其他长期负债	4	4	4	4
负债	119	110	101	98
普通股股东权益	15	17	20	23
少数股东权益	0	0	0	0
负债股东权益合计	134	127	121	121

比率分析

	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
每股收益 (元)	0.710	0.373	0.468	0.510
每股净资产 (元)	2.670	1.458	1.725	2.035
每股经营现金净流 (元)	-3.056	1.262	2.021	1.310
每股股利 (元)	0.250	0.250	0.200	0.200
回报率				
净资产收益率	26.59%	25.57%	27.10%	25.06%
总资产收益率	3.04%	3.37%	4.43%	4.84%
投入资本收益率	5.66%	7.48%	10.82%	12.25%
增长率				
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%	25.44%	9.09%
总资产增长率	33.87%	-5.41%	-4.46%	-0.09%
资产管理能力				
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
偿债能力				
净负债/股东权益	419%	317%	190%	129%
EBIT利息保障倍数	3.7	2.9	4.0	4.9
资产负债率	88.52%	86.74%	83.55%	80.58%

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。