

中央商场 (600280. SH)

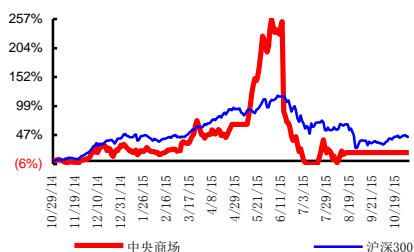
三费率过高拖累公司业绩

评级: **增持** 前次: **买入**
 目标价(元): **14.07—14.07**
 联系人: 分析师
 彭毅 胡彦超
 互联网零售团队 S0740512070001
 021-20315010 021-20315176
 pengyi@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2015年10月30日

基本状况

总股本(百万股)	1,148
流通股本(百万股)	1,148
市价(元)	13.1
市值(百万元)	15,043
流通市值(百万元)	15,043

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

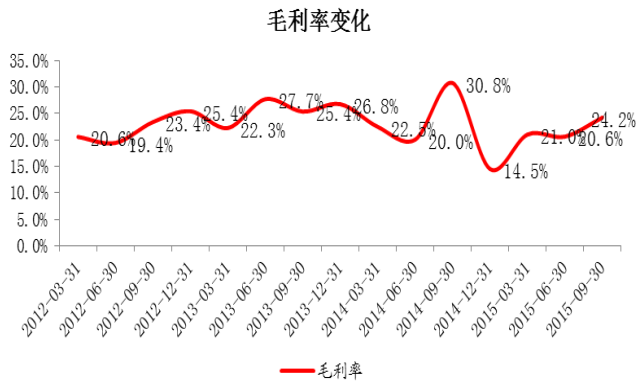
指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7,318.6	6,871.3	6,085.8	6,085.1	5,894.9
营业收入增速	21.41%	-6.11%	-11.43%	-0.01%	-3.13%
净利润增长率	882.63	-28.53%	-52.99%	29.85%	7.81%
摊薄每股收益(元)	0.99	0.71	0.17	0.22	0.23
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	12.91	20.29	78.50	60.46	56.08
PEG	0.01	—	—	2.03	7.18
每股净资产(元)	2.06	3.26	1.55	1.76	2.00
每股现金流量	-1.28	-3.06	1.67	1.88	0.89
净资产收益率	48.16%	21.76%	10.78%	12.28%	11.69%
市净率	6.22	4.41	8.46	7.42	6.56
总股本(百万股)	574.17	574.17	1,148.1	1,148.1	1,148.1

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

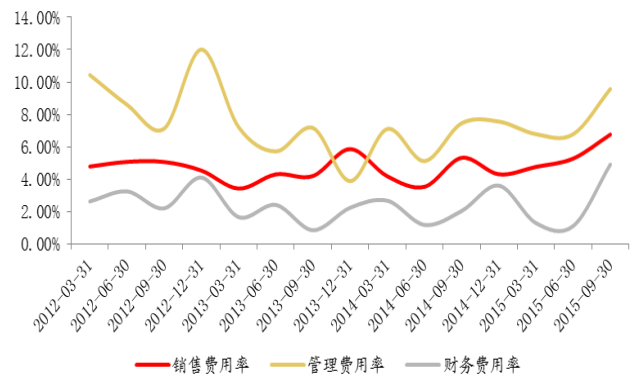
- **事件:** 公司发布 2015 年三季报, 公司 1-9 月实现营业收入 47.3 亿元, 同比增长-7.9%; 同期公司实现归属母公司股东净利润 1.72 亿元, 同比下滑 65.15%。其中, 公司三季度单季实现营业收入 12.5 亿, 同比增长-8.3%; 同期公司实现归属母公司股东净利润 0.07 亿, 同比下滑 96%, 主要原因为: A 上年同期子公司拆迁补偿款转收益增加上年同期净利润; B 本报告期房地产多数项目处于建设期, 未达到确认收入, 的条件; C 个别地产项目财务费用停止资本化。
- **业绩符合预期, 费用率提升拖累公司业绩。毛利率:** 2015Q3 公司毛利率为 24.2%, 比去年同期下滑 6.0pct。**费用率:** 公司各项费用率均有一定程度上升, 其中销售费用率上升 1.44pct 至 6.76%, 管理费用率上升 2.12pct 至 9.58%, 财务费用率上升 2.87pct 至 4.91%。**净利润率:** 由于毛利率、费用率均处于下滑通道中, 净利润率下滑 12pct 至 0.58%。整体来看, 公司业绩低于我们的预期。
- **盈利预测及估值。** 鉴于公司资产重组的不确定性, 以及公司目前百货业态所处行业的景气度较低, 我们在之前的盈利预测基础上, 下调 2015-2017 年公司归属母公司股东净利润分别为 1.92 亿、2.49 亿、2.70 亿, 分别增长-53.0%、29.8%、8.4%, 以停牌当天收盘价计算, 公司对应 2015-2017 年 PE 为 78.50、60.46、56.08 倍。估值方面, 参照同类可比公司, 鉴于公司优质的商业资产以及作为雨润集团旗下 A 股唯一上市公司地位, 给予 2016PEX65, 目标价 14.07 元, 给予公司“增持”评级。
- **风险及不确定性。** 1) 公司资产负债率过高, 现金流出现危机; 2) 公司资产运作状况低于预期。

图表 1: 毛利率变化



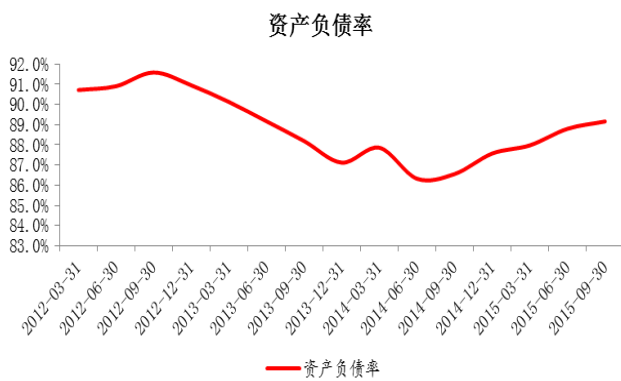
来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 2: 三费率的变化



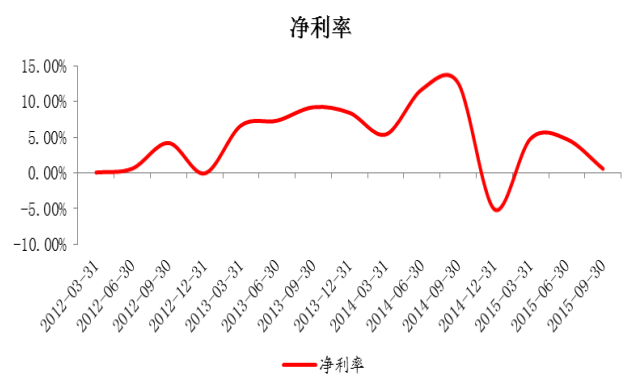
来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 3: 资产负债率



来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 4: 净利率



来源: 中泰证券研究所 公司公告

图表 5: 财务报表及预测

损益表 (人民币亿元)							资产负债表 (人民币亿元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	60	73	69	61	61	59	货币资金	16	14	14	17	14	14
增长率	-8.38%	21.4%	-6.1%	-11.4%	0.0%	-3.1%	应收款项	2	1	1	1	1	1
营业成本	-47	-55	-54	-48	-48	-46	存货	43	52	83	59	46	38
%销售收入	77.6%	74.5%	78.6%	78.6%	78.3%	78.1%	其他流动资产	2	4	5	5	5	5
毛利	14	19	15	13	13	13	流动资产	63	71	103	82	66	58
%销售收入	22.4%	25.5%	21.4%	21.4%	21.7%	21.9%	%总资产	72.7%	70.5%	76.1%	72.7%	68.6%	66.5%
营业税金及附加	-2	-2	-1	-1	-1	-1	长期投资	4	4	5	5	5	5
%销售收入	2.6%	2.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	17	21	23	22	21	20
营业费用	-3	-3	-3	-3	-3	-3	%总资产	19.2%	21.2%	17.0%	19.6%	21.9%	22.9%
%销售收入	4.8%	4.4%	4.3%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	2	3	3	3	3	3
管理费用	-6	-4	-5	-5	-5	-5	非流动资产	24	30	32	31	30	29
%销售收入	9.9%	6.0%	6.7%	7.7%	7.7%	7.7%	%总资产	27.3%	29.5%	23.9%	27.3%	31.4%	33.5%
息税前利润 (EBIT)	3	9	6	4	4	4	资产总计	87	101	136	112	96	87
%销售收入	5.1%	12.2%	8.8%	6.6%	6.9%	7.2%	短期借款	32	38	55	37	16	6
财务费用	-2	-1	-2	-2	-2	-1	应付款项	26	24	33	24	27	25
%销售收入	3.2%	1.8%	2.4%	3.7%	2.9%	2.5%	其他流动负债	5	4	3	5	2	2
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	63	65	91	66	46	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	13	18	24	26	28	30
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	6	2	2	2	2
%税前利润	4.4%	0.6%	4.0%	1.1%	0.9%	0.8%	负债	79	88	117	95	76	64
营业利润	1	8	5	2	3	3	普通股股东权益	8	12	19	18	20	23
营业利润率	1.8%	10.7%	7.0%	3.0%	4.1%	4.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	1	1	1	1	负债股东权益合计	87	100	136	112	96	87
税前利润	1	8	6	3	4	4	比率分析						
利润率	1.6%	10.7%	8.4%	4.6%	5.8%	6.5%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	0	-2	-2	-1	-1	-1	每股指标						
所得税率	39.5%	26.8%	29.3%	31.8%	29.3%	30.1%	每股收益 (元)	0.404	0.993	0.710	0.167	0.217	0.234
净利润	1	6	4	2	2	3	每股净资产 (元)	5.456	2.062	3.262	1.548	1.765	1.998
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	-2.112	-1.278	-3.056	1.671	1.880	0.886
归属于母公司的净利润	1	6	4	1.92	2.49	2.68	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
净利率	1.0%	7.8%	5.9%	3.1%	4.1%	4.5%	回报率						
现金流量表 (人民币亿元)							净资产收益率	7.41%	48.16%	21.76%	10.78%	12.28%	11.69%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	0.67%	5.69%	3.00%	1.70%	2.59%	3.07%
净利润	1	6	4	2	2	3	投入资本收益率	5.73%	13.01%	5.42%	4.51%	6.46%	7.37%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1	1	1	1	1	1	营业总收入增长率	-8.38%	21.41%	-6.11%	-11.43%	-0.01%	-3.13%
非经营收益	2	1	1	2	1	1	EBIT增长率	-22.39%	190.20%	-32.17%	-34.00%	5.39%	-0.10%
营运资金变动	-6	-15	-24	14	17	5	净利润增长率	8.83%	882.63%	-28.53%	-52.99%	29.85%	7.81%
经营活动现金净流	-3	-7	-18	19	22	10	总资产增长率	29.45%	15.25%	35.32%	-17.10%	-14.57%	-8.94%
资本开支	2	4	2	-1	0	-1	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	0.1	0.3	0.6	0.5	0.6	0.5
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	304.4	319.5	458.0	450.0	350.0	300.0
投资活动现金净流	-2	-4	-2	2	0	1	应付账款周转天数	50.6	57.8	67.8	62.8	65.3	64.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	92.3	90.9	114.4	130.4	123.8	120.9
债权募资	11	13	21	-15	-19	-9	偿债能力						
其他	-2	-3	-5	-3	-5	-2	净负债/股东权益	357.63%	370.02%	342.93%	261.64%	146.97%	90.90%
筹资活动现金净流	9	9	16	-18	-24	-11	EBIT利息保障倍数	1.6	6.7	3.7	1.8	2.4	2.9
现金净流量	4	-2	-3	2	-2	0	资产负债率	90.95%	88.13%	86.14%	84.13%	78.84%	73.69%

来源: 公司 2014 年年报, 招股书, 中泰证券研究所预测

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:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。